

全球觀察

中銀香港策略員
黃金輝

■IFFO已有41個合作夥伴，憑藉與內地以至全球各地市場的緊密聯繫，有望推動香港發展成為亞太區基建投融资中心，發揮重要樞紐作用。資料圖片

IFFO有望助力香港打造亞太區基建投融资中心

由香港金融管理局負責的「基建融資促進辦公室」（Infrastructure Financing Facilitation Office，簡稱IFFO）於7月正式啓動。目前IFFO已有41個合作夥伴，涵蓋多邊金融機構、亞太區大型銀行、公私型機構投資者，以及基建項目發展及營運公司和會計師事務所等專業中介。面對「一帶一路」沿線未來基建融資的龐大需求，香港作為亞洲首要的國際金融中心及全球離岸人民幣業務樞紐，憑藉與內地以至全球各地市場的緊密聯繫，有望通過IFFO匯聚主要持份者，共同推動香港發展成為亞太區基建投融资中心，發揮重要樞紐作用。

基礎設施不足是「一帶一路」沿線尤其是新興市場加快發展需要突破的主要障礙。由於在項目審批、風險識別與控制、運營監管和保障等各方面牽涉的主體眾多，僅憑單一主體來協調難度較大。未來透過IFFO合作平台，可逐步增進建設方和投資方政府機構之間在行業政策等方面的共識和金融監管等方面的默契。各合作夥伴可基於各自專業優勢，篩選「一帶一路」沿線已獲當地政府部門優先支持的基建項目，建立「重點基建投融资項目儲備庫」及其信息維護與共享機制，在相對自由的市場空間內展開良性競爭和互惠合作，更好地推動基建項目的具體落實。

增進跨界合作資源共享與優勢互補

近年亞太區尤其是「一帶一路」沿線基建項目投融资的參與主體不斷豐富，跨界互惠合作、共生共贏將成為發展的主流方向。未來IFFO將通過舉辦工作坊或者論壇等形式召集各主要持份者共同參與，有望在債券發行、資產證券化等方面切入，貫通香港、內地和東南亞等區域的資本市場，促進各參與方的資源共享和優勢互補，展開更為實際和多元化的跨界合作。

促進金融財富基建項目融資雙向對接

據估計，目前亞洲（日本除外）的金融財富總值已經超過50萬億美元，未來全球財富將進一步向亞洲（尤其是中國）轉移，高淨值人群境外投資需求亦將進一步上升。香港作為資金籌集及資產管理中心，資產管理和資本市場運作已經累積多年的豐富和成熟經驗，私人銀行和財富管理機構眾多，形成了完備的產品系列和規範的監管體系。IFFO設立之後，各合作夥伴在符合金融監管要求的前提下，能夠在共同的平台上就科學把控風險、合理確定融資和服務價格、提高項目運作的透明度等方面展開更為積極的合作。

集聚多元化人才 提供「腦庫」支持

香港依托成熟的金融市場和強大的金融專業人才優勢，能夠配套提供熟悉項目談判、擬訂工程合約及合約管理、國際法律的專才和專業的仲裁服務等配套支持，可以參與有關項目的籌建、施工與運行全過程。借助IFFO的平台，未來能夠吸引上述多元化人才集聚，通過定期的專業研討、互動交流乃至專業培訓，共同為區內基建投融资提供全球「腦庫」支持，服務於各主要持份者之間的知識共享和能力發展。

IFFO作為香港政府2016/2017年度財政預算案的一項重要措施，相信未來和亞投行、亞開行、世界銀行、絲路基金等國際性多邊融資平台之間的聯結互動也將不斷擴展和深化，共同促進沿線基建項目資金需求找到更多、更廣的解決路徑，促進亞洲和「一帶一路」地區的整體經濟發展，助力香港打造成為亞太區的基建投融资中心，進一步鞏固其國際金融中心和離岸人民幣業務樞紐的優勢地位。

百家觀點

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

筆者在周二（11月29日）於本欄指出，一般人對於人民幣匯價下跌一事，濫用貶值一詞，值得特別提出，有讀者反映希望多說一說。茲事體大，這裡講清楚一點。

事實上，一切以最基本的入手，回到教科書上的定義，什麼是匯率？你會說，那可真簡單，就是兩種貨幣的交換比率吧。對，定義題目，得滿分。換言之，甲貨幣兌乙貨幣的匯率上升，則是乙貨幣兌甲貨幣的匯率下跌，兩者是一體兩面，同一回事。

讀者可能會說，那還不夠簡單嗎，何必在此特別提出來？是的，純粹是定義，卑之無甚高論，任憑哪個學生去考試，都是這樣回答的了。問題是，到應用題目呢，大家在真實世界，作經濟分析時，可以同樣拿滿分嗎？

人民幣下跌非等同貶值

恐怕不容易。從現象上看，大家可能會說，匯價下跌，不就是貶值了嗎？從一般大眾的日常語言，的確有此傾向。然而，細心一想，其實是有分別的。可不是嗎？若說匯價的升或跌，就像上述的定義和例子，是沒有其他政策含義的。然而，把現象上看來一樣的動作，說成貶值，往往卻預設了一些東西。

升值或貶值由官方主導

這種預設，一般人未必清楚，但對於經濟分析，則有必要區分出來。在浮動匯率制度內，其

比富達證券（香港）市場策略研究部

高級經理

何天仲

本周三晚，石油輸出國組織（OPEC:Organization of the Petroleum Exporting Countries，下稱油組）的部長級會議8年來首次達成減產協議，自明年1月起，油組每日產量將減少120萬桶/日至3,250萬桶/日，消息公佈後，WTI油價一度上漲超過10%。受供過於求影響，今年初WTI油價一度跌破27美元/桶，隨後反彈至40美元至50美元區間上落。達成減產協議短期內無疑可提振油價表現，惟長遠來看，減產執行力度仍有待觀察，油價上漲也會帶動頁岩氣供給增加，油價中長線仍欠缺上升動力。

頁岩氣革命改變石油供應格局

受美國頁岩氣革命的影響，國際石油供應格局發生了較大改變，頁岩油的大量開採使美國在2014年6月超越沙特阿拉伯成為世界第一大產油國。為了維持市場份額，世界主要產油國紛紛加強原油開採，但受累全球經濟復甦緩慢，原油出現供過於求情況，價格開始大幅下滑。今年年初WTI油價一度跌至27美元/桶左右的低位，較2014年6月高位107.73美元/桶狂瀉逾7成，已跌破大多數產油國的生產成本。隨後雖有所反彈，但在50美元/桶位置遇到明顯阻力。

當前國際原油供應仍明顯過剩，據OPEC月報顯示，10月OPEC原油產出增長24萬桶/日至3,364萬桶/日，其中伊朗產油量便增加了23萬桶/日。需求方面，月報預計2017年全球原油需

興證國際證券宏觀策略分析員

葉旨暉

國家統計局昨日公佈11月製造業及非製造業採購經理指數(PMI)，分別為51.7及54.7，優於50的盛衰分界線之餘更創超過兩年新高。而主要以中小企業為調查對象的財新PMI則按月回落0.3至50.9，顯示中小型製造商的擴張速度正在放緩，而大企業比中小企業增長動力較強。另外，官方數據中「主要原材料購進價格」由10月62.6大增至68.3，而庫存則由46.9跌至45.9，揭示企業正在加強生產、減少庫存。凡此種種預示中國經濟增長動力正在增強，而這趨勢或會延續至2017年。

今年年初市場非常憂慮中國增長，財新PMI在2月曾低見48，在其時產能過剩問題曾經極度困擾市場，而上證指數當時只能在2,600至2,800點之間徘徊。但隨著近月製造業數據增強，加上樓市造好以及政府加強公共私營合作(PPP)後，不但令第三季經濟增長維持在6.7%，亦為市場打下強心針，現時上證已比年中低位時上升超過10%。

宜為投資作部署

流向美債，把息票壓回至一個較合理的水平。雖然過去美元上升對金價不利，但由於資金可能先選擇避險，故金價到時可能出現技術性反彈。

至於股市方面，一旦由意大利憲制公投未能獲得通過，預料對全球股市可能帶來負面影響。當中，對歐洲股市的影響可能較大，主因投資者可能憂慮歐元區解體的機會升溫所致。資金可能由歐洲股市，轉投目前情況較穩定的美股。而且美元持續強勢，令新興市場資金流出的情況可能持續。因此，美股可能會受惠。至於亞洲區方面，中國股市近期保持較穩定的表現，而投資者亦可能考慮。

憲制公投一旦通過有利股市

若憲制公投獲得通過，對投資者來說可以說是鬆一口氣，主因是由於與民調的結果背道而馳。投資者可

討論人民幣匯價下跌 小心用字免不當預設

實沒有所謂升值貶值的，只有匯率的升降，兩者幾乎無法區分。相比之下，在固定匯率制度內，升值或貶值的動作，往往是官方主導，例如中央銀行作決定，把匯率向上或向下調整，作為官方的指導價格。如此一來，兩者的含意，特別是在政策解讀上，不就是非常明顯嗎？

以當前的情況，明顯的事實是，美國有加息的可能性，而且金融市場上，投資者押注在一眾資產價格上的反映了，大多數人認為，12月份加息近乎一定，而2017亦可能在特朗普上場後，隨著財政政策的落實，有可能為久未出現通脹壓力的美國實體經濟帶來通脹，形成通脹預期。這些都有可能令美元在一段時間內走強，而事實上美元亦在過去幾星期走強。

解讀政策應有謹慎態度

好了，美元這種走強，是普遍性，美元兌全球各主要貨幣，都有同樣傾向，這樣說來，就不是中國官方主動的貶值了。表面上，單從現象入手，看來都可以把匯率下跌說成是貶值，但實際上，在解讀政策時，差之毫釐，謬以千里。

一般人慣常對語言沒有足夠的小心謹慎，但在上述重大政策含義的討論內，小心用字是最起碼的學術要求，絕非吹毛求疵。事實上，沒有嚴謹的用字，往往反映沒有嚴謹的思考，由此引伸的結論，會否被有意無意混入了不當預設，以致造成誤導，這一點是值得論者小心的。

油組達成減產協議 油價升勢恐難延續

求將增長115萬桶/天，對OPEC原油需求量將增至3,269萬桶/天。若此次達成的減產計劃能夠順利執行，全球原油的供需或能達到基本平衡。

美左右原油供應 油價難大漲

目前油價穩定在50美元/桶左右，而市場預計美國頁岩油開採成本的中位數是42美元/桶，油價上漲將刺激美國頁岩油的開採活動，或推動頁岩油產量大幅增加。由於美國頁岩油生產具備快速部署的能力，一旦油價上漲，其產量可快速增加，將對油價持續上漲造成壓力。

此外，特朗普當選美國總統，也是推動油組達成減產協議的因素之一。特朗普在闡述「百日新政」時提及美國頁岩油和頁岩氣，提出將釋放價值50萬億美元的頁岩油和頁岩氣產能，以增加就業和收入，擺脫OPEC對國際油價的操控，甚至提出將停止從OPEC進口石油的激進策略。目前，美國每天從OPEC進口石油約360萬桶，其中來自沙特阿拉伯的就有120萬桶，來自委內瑞拉的有83萬桶。

本次油組達成減產協議，表明靠增加產量換取市場份額的策略或告一段落。減產雖會帶動油價短期快速上漲，但中長線仍面臨挑戰。由於美國頁岩氣開採技術成熟，未來將成為左右原油價格走勢的一個重要因素。考慮到產油成本等因素，油價中線維持在40美元-60美元/桶區間震盪機會較大。

製造業數據增強 A股添動力

通脹過快或成隱憂

不過，通脹過快將會是一種隱憂。大宗商品價格在今年「火熱」，最終會導致至消費者市場的價格上升。而中國工業品出廠價格指數亦不斷增加，10月份價格不但是連續第10個月增加，亦是2012年以來最高水平。廠商的新訂單數量不多但價格卻向上升，顯示通脹壓力正在加劇。在消費者層面，在今年年中經歷了較慢的通脹後，CPI(消費者物價指數)增速在10月份上升至2.1%。如果通脹是隱憂，而政府又一向非常關注物價水平，越來越大的通脹壓力或許會令政府落實進一步刺激經濟行動時多了考量。

滬深股市在近月反映了市場減少對經濟放緩的憂慮，加上深港通的短期心理刺激，以及漸漸消化人民幣貶值的影響，這是否預示滬深及港股又要迎接另一個小陽春？恒指以及滬深300指數的P/E在亞洲區中比許多當時得令的市場低得多。

以暫時紓緩對脫歐的憂慮，故可以提升高風險的資產表現。由於市場已預期聯儲局將於下月中加息，在短期欠缺要面對的風險因素下，將會有利環球股市表現。

由於不明朗因素暫時緩和，預料資金可能較多流向股市，故信息可能維持高企。至於貨幣方面，歐元匯價可能出現短期反彈，而美元匯價將會出現調整壓力。至於日圓方面，由於美元出現回吐，故日圓有機會出現反彈。惟由於兩國的息差可能進一步擴大，故對日圓匯價的影響可能較小。

意大利是次公投，將左右歐洲未來半年至一年的政局變化。一旦憲制公投不獲通過的話，可能預示荷蘭、法國及德國目前執政的親歐政府，有機會敗北。到時，歐元匯價可能進一步下跌，而資金可能更多流向美股及美元資產。若到時美股股價過高的話，資金或進一步流回亞洲區，及前較為看好的部分新興市場。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。

康宏投資研究部環球市場分析員

葉澤恒

聯儲局將於下月中舉行今年最後一次會議，但在議息前夕，本星期仍需要面對意大利於周日舉行的憲制改革公投。

一旦被否決，被視為親歐派的總理倫齊可能需要下台，而他表示將會引發當地提前大選，下任總理可能是由支持脫歐的五星運動領袖擔任。根據意大利多個媒體的民調顯示，反對陣營的支援度領先大約10個百分點。投資者未來應怎樣部署呢？

反對派若勝出恐引起市場震盪

一旦由反對派勝出，投資者對於歐元區的解體憂慮可能進一步升溫，對全球的金融市場是一種震盪。在這情況下，可能先令資金流向避險資產，例如美元、美債、黃金及日圓。日圓匯價近日顯著下跌後，有可能藉是次機會出現一個反彈。惟一旦日圓出現反彈，可能不利日