



## 香港经济月报

林俊泓, CFA

高级经济师

ryancwlam@hangseng.com

# 评估内地推行「一带一路」带来的机遇

- 基础设施互联互通相信只是建立欧亚经济带的第一步。中方领导今后很可能以「一带一路」为基础，实现中资企业「走出去」的策略。
- 我们认为，香港可在数个范畴发挥优势，把握「一带一路」带来的机遇。
- 发行基建收入债券为融资渠道之一。香港作为主要离岸人民币债券发行中心，在协助发行人民币基建收入债券上可发挥重要作用。
- 除了提供交易平台外，香港亦可扮演更积极角色，直接为工程项目提供融资。基建项目既可带来稳定回报，亦能有效对冲通胀风险，新成立的未来基金或可考虑作相关投资。
- 不论以建设—经营—转让(BOT)模式还是建设—拥有一经营(BOO)模式合作，投资者与政府在拥有权、管理及利润分成等重要议题上目标并非时常一致。在订立合约条款上，双方存在较大空间进行磋商。香港拥有众多熟识国际事务的法律人才，应为举行双边会议及进行合约条款谈判的合适地点。
- 由于有意兴建基础设施的国家物流配套有待改善，加上当地未必能够提供合适的建筑材料，内地发展商或需聘请第三方物流公司，负责兴建针对基建项目所需的物流设施，并把工程设备及建材从内地运往工地。香港在物流及海运业上的领先地位，应可带来独特优势，把握「一带一路」的机遇。



## 开拓发展新路向

在2005年，前联储局主席伯南克发表了重要演说，演词中他强调全球经济发展失衡的问题。十年过后，更多经济学家赞同伯南克的观点，认为新兴经济体累积储备导致「全球储蓄过剩」(global savings glut)，一定程度上催化了成熟经济体的信贷泡沫形成，并鼓励了市场投机行为。从此角度看，倘欲实现全球经济再平衡，高储蓄国家需要刺激内部需求，而成熟经济体则须重新建立储蓄，并削减贸易赤字。

就环球经济发展而言，把巨额储备投入美国债券已非最优选择。有鉴于此，内地政府近月宣布多项计划，把资金从传统金融工具转移，转为支持欧亚大陆发展急需的交通和能源设施。

中方提出「一带一路」的构思主要包括发展陆路经济带及海上丝绸之路两大重要元素，旨在加强与欧洲的贸易联系及在亚洲区内发展基建项目。更具体来说，「丝绸之路经济带」包括3条主要干线，其一由内地经中亚、俄罗斯至欧洲；其次，经中亚和西亚至波斯湾和地中海；以及内地至东南亚、南亚和印度洋。「21世纪海上丝绸之路」则包括经南海及印度洋至欧洲和经南海至南太平洋两条主要路线。

总括而言，「一带一路」计划存在3个主要特点：

- 据中国商务部估算，「一带一路」计划涵盖多个国家，合计44亿人口，总经济规模达21万亿美元，占全球生产总值29%。虽然官方迄今未有披露双边谈判的具体进程，但从不同迹象判断，内地政府推动「一带一路」计划的决心不容置疑：
- 现阶段，「一带一路」计划主要透过建立交通及物流通道，促进连接中亚及南亚的统一运输网络形成，继而释放区内经济增长潜力。计划焦点放在减除交通樽颈亦非意料之外。毕竟，及时可靠和低成本的物流服务一直是新兴亚洲国家<sup>1</sup>融入全球产业链的重要条件：
- 基础设施互联互通相信只是建立欧亚经济带的第一步。中方领导今后很可能以「一带一路」为基础，实现中资企业「走出去」策略。我们预期各省稍后将公布更具体的合作计划，促进欧亚经济带的发展。

<sup>1</sup> 新兴亚洲国家包括日本、香港、新加坡、南韩及台湾以外的大部份东亚、东南亚及南亚国家

## 策略符合多方利益

近月资产价格上扬，反映市场普遍认同「一带一路」计划前景可期。惟参考各国经验，意图良好却未能收预期之效的政策案例比比皆是。政策成败的关键在于设计者能否识别各参与者的限制，以致制定出符合多方利益的方案。譬如，二战过后美国虽愿意通过马歇尔计划为欧洲各国提供资金援助，但美方同时要求欧洲各国肩负起制定及落实复兴方案的责任。

考虑到基建项目存在投资回报期长、前期投资额高的特点，倘任何一方对其他参与者能否完成各自责任存疑，「一带一路」计划恐难竟全功。犹幸目前看来「一带一路」计划符合多方利益，故很可能成为指导内地经济长远发展的重要方针：

- 内地目前正面对产能过剩的挑战，当中以钢铁、水泥及造船业的处境尤其艰难。实际情况表明，一旦企业决定大刀阔斧削减产能，其短期盈利表现无可避免受到负面影响。透过出口消化原来过剩的产能，或可纾缓经济调整带来的痛楚；
- 资本输入国亦可借助中资企业成熟的工程及风险管理技术，提升其产业在全球的竞争力。当然，价格因素同样重要，而中资企业在竞投上的标价往往只及其主要竞争者的一半。目前由中资企业主导、涉及金额逾十亿美元的大型铁路项目已遍布各国(表 1)，足以体现其在开发基建项目上的优势；

表 1: 中资企业主导的海外铁路项目

国家/地区	项目	投资规模	预计完成日期
美国	加州高铁	680亿美元	2030年
南美	秘鲁－巴西两洋铁路	600亿美元	2024年
印度	德里－金奈高铁	逾300亿美元	-
东南亚	泛亚铁路	304亿美元	2025年
俄罗斯	莫斯科－喀山高铁	250亿美元	2030年
尼日尼亚	尼日尼亚铁路	131亿美元	2025年
东南亚	吉隆坡－新加坡高铁	120亿美元	2022年
肯尼亚	肯尼亚铁路	38亿美元	2020年
东欧	贝尔格莱德－布达佩斯高铁	29亿美元	-

资料来源: 恒生银行

- 对于内地政府而言，「一带一路」计划亦可带来可观的潜在收益。首先，完善区内交通运输网络，可望减低国家对大宗商品供应链受破坏的风险。其次，强化内陆省份对西方邻国的经济联系，有助缩减国内不同省份的收入差距。最后，

项目融资可强化人民币作为国际结算货币的角色。人民币在国际市场得到更广泛的使用，使本地金融机构须在更大程度上依赖市场力量，这又为进一步推进金融自由化打下基础。

## 「一带一路」计划获官方高度重视

「一带一路」计划落实速度之快令人诧异 (表 2)，反映内地官方在推动「一带一路」计划之决心。欧亚经济一体化的战略构想由国家主席习近平在2013年9月首次提出。在2014年3月，内地政府在政府工作报告中再次提及建设「一带一路」，并在短短数月后，即2014年7月宣布成立法定资本达1,000亿美元的新开发银行(New Development Bank)。同年10月，中国创立亚洲基础设施投资银行(Asia Infrastructure Investment Bank)。在其后不到1个月的时间内，国家主席习近平宣布出资400亿美元设立丝路基金(Silk Road Fund)。目前「一带一路」计划推展速度远超于本地改革步伐，足见「一带一路」计划获内地官方高度重视。

表 2: 与「一带一路」相关的主要政策

时间	具体内容
2013年9月	中国国家主席习近平到访哈萨克斯坦时首次提出建立「丝绸之路经济带」的构思
2013年10月	中国国家主席习近平到访印度尼西亚时提出建立「21世纪海上丝绸之路」
2014年3月	政府工作报告提出建设「一带一路」
2014年7月	成立新开发银行(New Development Bank)，法定资本为1,000亿美元
2014年9月	拨款设立首期的铁路发展基金(Railway Development Fund)
2014年10月	与56个国家共同创立亚洲基础设施投资银行(Asia Infrastructure Investment Bank)
2014年11月	出资400亿美元设立丝路基金(Silk Road Fund)
2015年3月	发布《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》

资料来源: 恒生银行

## 评估香港的先发优势

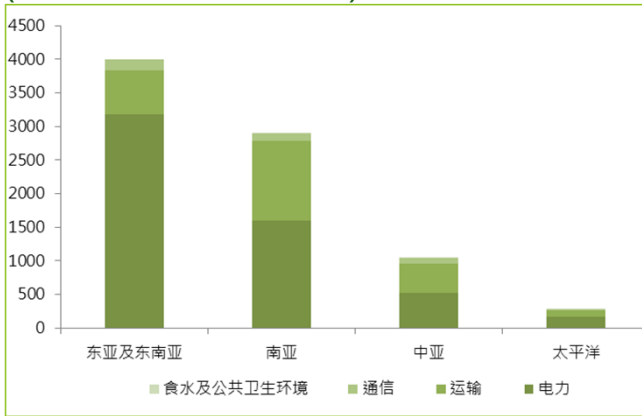
鉴于「一带一路」尚处起步的阶段，一般意见认为香港应该尽早行动，把握先发者优势。但值得指出，先发者并不必然享有优势，并非所有市场先驱皆能决定局势发展 (详见猜币博弈)。策略重点始终在于先发者能否找到与自身优势匹配的市场。考虑到区内独特的经济条件以及基建投资的特点，我们认为香港在数个范畴，把握「一带一路」带来的机遇：



## 协作融资

不少研究显示新兴亚洲国家对基础设施的投资需求甚殷。根据亚洲开发银行(Asian Development Bank)推算，在2010年至2020年间，新兴亚洲国家基建项目涉及的资金需求每年高达逾8,000亿美元<sup>2</sup>(表3)。即使内地政府已经斥资巨款单独及联合创立不同金融机构，支持区内基建项目融资，但据我们估算，资金缺口仍然相当庞大(表4)。剩余的资金需求只能由私人资金填补。

表 3: 基建投资所需资金  
(2010年至2020年、10亿美元)



资料来源: 亚洲开发银行、恒生银行

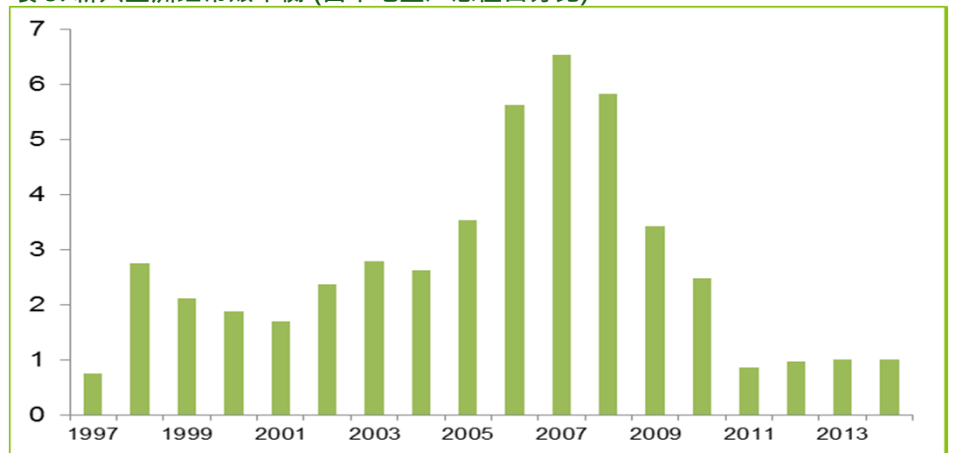
表 4: 可动用资金

	法定资本	贷款占 资本比率	贷款年期	每年 可动用资金
亚洲基础设施投资银行	1,000亿美元	1.5	8年	187.5亿美元
新开发银行	1,000亿美元	1.5	8年	187.5亿美元
丝路基金	400亿美元	2.0	8年	100亿美元
合计	<b>2,400亿美元</b>	-	-	<b>475亿美元</b>

资料来源: 恒生银行

不过，资金缺口的存在本身，并不能保证私人市场积极参与融资项目。说到底，只有融资项目具备商业可行性，方能吸引私人投资者的参与。在此，值得指出新兴亚洲国家自1990年代末持续录得经常账盈余(表5)，意味着其国内总储蓄超过本地投资需求<sup>3</sup>。换言之，新兴亚洲国家的本地企业并不急于在海外寻求融资，尽管目前美元融资成本已处于极低水平。

表 5: 新兴亚洲经常账平衡 (占本地生产总值百分比)



资料来源: 国际货币基金组织、恒生银行

<sup>2</sup> *Infrastructure for a Seamless Asia*, Asian Development Bank and Asian Development Bank Institute (2009)

<sup>3</sup> 经常账平衡等于国家总储蓄减去国内投资



也许相较其他因素，亚洲储蓄者不愿涉足区内基建项目，与难以评估项目风险及分散有关风险存在更直接关系。对于多数新兴亚洲国家，本地金融体系尚未能提供足够的金融工具，协助投资者作合适的风险管理。正因为信贷供应需视乎投资者对项目风险的判断，而非单单取决于利率水平<sup>4</sup>，在违约风险的困扰下，信贷供应短缺的困境持续。笔者认为，风险溢价未能反映实际状况，为窒碍区内基建设施发展的重要因素之一。

在这方面，香港可扮演重要角色，释放资金供应。透过风险共担(汇集储蓄，使投资者共同分担基建项目的风险)，风险对冲(创造合适的金融工具，把风险转嫁予其他对项目感兴趣的投资者)及风险分散(把基建项目投资纳入规模较大的资产组合)，香港的金融市场可协助投资者形成对项目风险的判断。

更具体而言，过往历史显示，债券持有人获偿次序一般先于股票持有人。因此，市场可能对基建收入债券(infrastructure revenue bonds)较感兴趣。而香港作为主要离岸人民币债券发行中心，在协助发行人民币基建收入债券上可发挥重要作用。

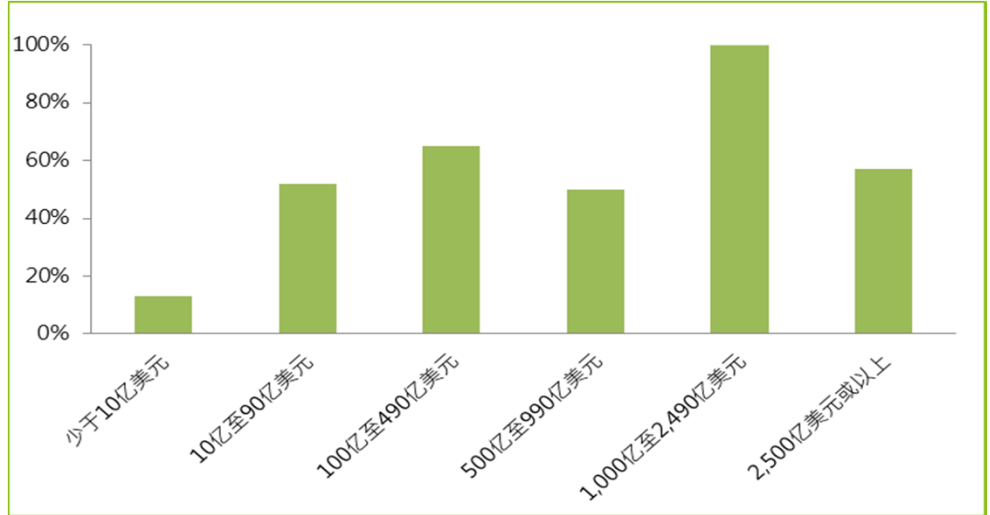
在看到机遇的同时，我们亦不应该忽略伴随而来的挑战。其他亚投行的始创成员也高度重视「一带一路」的潜在融资机会。尤其是作为项目融资及基建资产管理中心的伦敦，经过多年发展后，已建立了高度融合的交易平台，协助保险公司及退休基金评估基建工程延误及成本超目标风险。对于香港而言，如何完善规管及税务条例，吸引另类投资基金驻足香港，或宜再作检讨。

除了提供交易平台外，香港能否再进一步直接为工程项目提供融资也值得研究。在2014年，在资产管理规模介乎10亿美元至90亿美元的主权财富基金当中，超过五成均有涉足基建项目(表6)。香港目前公共财政状况稳健，应具能力支持区内的基建项目。而基建项目有望带来稳定回报，且能有效对冲通胀风险，近期宣布成立的未来基金相信或可考虑作相关投资。

<sup>4</sup> *Financial Fragility and Economic Performance*, The Quarterly Journal of Economics, 105(1), 87–114, Bernanke and Gertler (1990)



表 6: 投资中包括基建项目的主权财富基金之比例  
(按资产管理规模划分)



资料来源: 2014 Preqin Sovereign Wealth Fund Review

## 寻找本地合作伙伴

一般而言，大型基建项目具有自然垄断的特性，故项目回报对政策风险高度敏感。为了减低政策风险，目前流行采取公私营合作模式(Public-private partnership)开展基建项目。惟一旦出现政权交替，与政府的利益分成项目可能变成负担。即使在已发展的经济体如澳洲及英国，公私营合作基建项目也因只过度保障海外投资者之回报，而忽略本地用家利益而被备受批评。

其一可行的解决方案是，把基建项目收益支持的股票及债券直接售予资本输入国的本地投资者。虽然目前杜拜及伦敦为主要伊斯兰金融中心，但香港拥有达到国际水平的金融专才，且在创造多元化金融产品具丰富经验，相信有能力为中资企业作海外融资提供优质服务。如何吸引熟识伊斯兰金融市场运作的专才来港，协助香港发展相应的金融基建，以至在监管问题及与伊斯兰教教条相关的事务上提出建议，也值得再作研究。

## 合约咨询

不论最终以建设—经营—转让(BOT)模式还是建设—拥有一经营(BOO)模式合作，投资者与政府在拥有权、管理及利润分成等重要议题上目标并非时常一致。在理想情况下，合约条文应能一方面响应投资者对监控的要求，另一方面解除资本输入国的政治顾虑。显然，在订立合约条款上，双方存在较大空间进行磋商。香港拥有众多熟识国际事务的法律人才，应为举行双边会议及进行合约条款谈判的合适地点。





## 项目物流

「一带一路」计划也为香港物流业缔造若干机遇。过往，中资基建承建商大多依赖内部运输系统以满足物流需求。但情况在近年有所变化。基建承建商更倾向为其海外建设项目寻求第三方的项目物流服务。由于资本输入国物流配套未臻完善，加上当地未必能够提供合适的建筑材料，不少内地发展商选择聘用专业的第三方物流公司，负责兴建针对基建项目所需的物流设施，并把工程设备及建材从内地运往工地。香港在物流及海运业上的领先地位，应可带来独特优势，把握「一带一路」的机遇。与此同时，随着「一带一路」计划的推展及深化，香港港口设备升级及扩充应可强化既有优势，确保港口设备的质量能配合发展形势需要，亦应予以重视。





香港经济统计数据

2015年4月

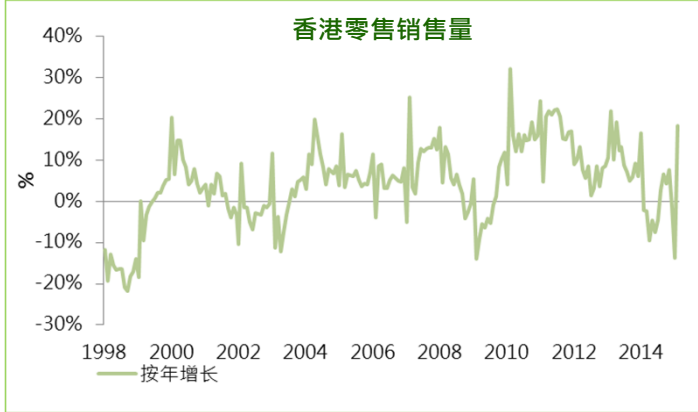
	本地生产总值		零售	零售	对外贸易					失业率	消费物价
	名义(10亿港元)	实质按年增长 (%)	按年增长 (%)	销售量	整体出口		进口		贸易差额	%	按年增长 (%)
					10亿港元	按年增长 (%)	10亿港元	按年增长 (%)			
2006年	1,503	7.0	7.2	5.7	2,461	9.4	2,600	11.6	-138.8	4.8	2.0
2007年	1,651	6.5	12.8	10.1	2,688	9.2	2,868	10.3	-180.5	4.0	2.0
2008年	1,707	2.1	10.6	5.0	2,824	5.1	3,025	5.5	-201.1	3.5	4.3
2009年	1,659	-2.5	0.6	-0.8	2,469	-12.6	2,692	-11.0	-223.3	5.2	0.5
2010年	1,776	6.8	18.3	15.5	3,031	22.8	3,365	25.0	-333.8	4.3	2.4
2011年	1,934	4.8	24.8	18.4	3,341	10.1	3,767	11.9	-426.4	3.4	5.3
2012年	2,037	1.5	9.0	7.0	3,434	2.9	3,912	3.9	-478.0	3.3	4.1
2013年	2,125	2.9	11.0	10.8	3,562	3.6	4,065	3.8	-502.9	3.3	4.3
2014年	2,246	2.3	-0.2	0.6	3,675	3.2	4,225	3.9	-550.0	3.2	4.4
2015年预测	2,360	2.6	5.0	4.0	3,859	5.0	4,479	6.0	-619.8	3.5	3.5
2016年预测	2,506	3.2	6.0	5.0	4,052	5.0	4,747	6.0	-695.5	3.7	4.0
2014年第1季	532	2.6	4.2	4.0	818	0.7	942	2.1	-124.0	3.1	4.1
第2季	522	1.8	-7.0	-7.2	901	4.8	1,042	4.6	-140.7	3.2	3.7
第3季	580	2.7	1.6	1.6	985	5.9	1,109	5.7	-124.0	3.3	4.8
第4季	612	2.2	0.2	3.5	971	1.2	1,133	3.3	-161.3	3.3	5.1
2015年第1季	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
2014年1月	不适用	不适用	14.4	16.7	303	-0.4	323	-2.7	-20.0	3.1	4.6
2月	不适用	不适用	-2.2	-2.2	213	-1.3	267	6.8	-53.7	3.1	3.9
3月	不适用	不适用	-1.5	-2.5	302	3.4	352	3.2	-50.4	3.1	3.9
4月	不适用	不适用	-9.9	-9.6	286	-1.6	341	2.4	-55.3	3.1	3.7
5月	不适用	不适用	-3.9	-4.6	306	4.9	348	3.7	-42.4	3.1	3.7
6月	不适用	不适用	-6.9	-7.5	309	11.4	352	7.6	-43.1	3.2	3.6
7月	不适用	不适用	-3.2	-4.6	326	6.8	368	7.5	-42.1	3.3	4.0
8月	不适用	不适用	3.5	2.8	327	6.4	359	3.4	-31.5	3.3	3.9
9月	不适用	不适用	4.8	6.6	332	4.5	382	6.3	-50.4	3.3	6.6
10月	不适用	不适用	1.4	4.3	332	2.7	382	5.6	-49.8	3.3	5.2
11月	不适用	不适用	4.2	7.6	327	0.4	379	2.4	-52.2	3.3	5.1
12月	不适用	不适用	-4.0	-1.4	313	0.6	372	1.9	-59.3	3.3	4.9
2015年1月	不适用	不适用	-14.5	-13.8	312	2.8	349	7.9	-37.0	3.3	4.1
2月	不适用	不适用	14.9	18.3	228	7.2	264	-0.9	-35.9	3.3	4.6
3月	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
年初至今	不适用	不适用	-2.0	-0.3	540	4.6	613	3.9	-72.9	3.3	4.4

	存款总额		人民币存款总额		贷款总额		货币供应	住宅物业	写字楼	抵港旅客	
	10亿港元	按年增长 (%)	10亿人民币	按年增长 (%)	10亿港元	按年增长 (%)	(总M3)	价格指数	租金指数	千人	按年增长 (%)
2006年	4,757	17.0	23	3.6	2,468	6.7	15.5	4.1	15.0	25,251	8.1
2007年	5,869	23.4	33	42.7	2,962	20.0	20.6	25.7	14.6	28,169	11.6
2008年	6,060	3.2	56	67.8	3,284	10.9	2.6	-11.1	9.2	29,500	4.7
2009年	6,381	5.3	63	11.9	3,289	0.1	5.2	28.5	-9.8	29,590	0.3
2010年	6,862	7.5	315	402.2	4,227	28.6	8.0	21.0	12.5	36,030	21.8
2011年	7,591	10.6	589	86.9	5,081	20.2	12.9	11.1	15.5	41,921	16.4
2012年	8,297	9.3	603	2.5	5,569	9.6	11.0	25.7	7.7	48,615	16.0
2013年	9,180	10.7	860	42.7	6,457	16.0	12.4	7.7	7.1	54,299	11.7
2014年	10,074	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	13.3	4.3	60,839	12.0
2015年预测	11,182	11.0	不适用	不适用	8,149	12.0	12.0	0.0	0.0	66,315	9.0
2016年预测	12,468	11.5	不适用	不适用	9,168	12.5	12.5	-3.0	-3.0	71,620	8.0
2014年第1季	9,189	10.0	945	41.4	6,826	19.0	12.2	-0.6	1.0	14,698	15.3
第2季	9,612	13.3	926	32.7	7,074	16.0	15.0	2.1	2.3	13,831	9.6
第3季	9,920	11.4	944	29.4	7,210	12.7	12.3	8.6	3.8	16,130	11.2
第4季	10,074	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	13.5	4.4	16,180	12.1
2015年第1季	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
2014年1月	9,184	7.6	893	43.2	6,697	17.8	9.6	-0.2	-0.2	5,455	17.8
2月	9,330	10.6	920	41.2	6,908	21.8	12.9	-0.3	0.4	4,417	9.8
3月	9,189	10.0	945	41.4	6,826	19.0	12.2	-0.6	1.0	4,825	18.1
4月	9,392	10.8	960	41.8	6,852	18.1	12.5	0.0	1.3	4,748	10.9
5月	9,522	11.0	956	36.8	6,966	18.0	12.7	0.9	2.0	4,591	10.8
6月	9,612	13.3	926	32.7	7,074	16.0	15.0	2.1	2.3	4,493	6.9
7月	9,848	14.4	937	34.8	7,141	15.5	16.0	4.6	3.3	5,374	11.2
8月	9,855	13.9	937	32.0	7,142	14.0	15.4	6.6	3.6	6,010	12.2
9月	9,920	11.4	944	29.4	7,210	12.7	12.3	8.6	3.9	4,747	10.2
10月	10,037	11.9	944	20.7	7,282	13.7	12.2	10.4	3.9	5,214	12.6
11月	10,075	11.1	974	17.8	7,287	12.8	11.2	11.8	4.2	5,300	15.7
12月	10,074	9.7	1,004	16.6	7,276	12.7	9.6	13.5	4.4	5,666	8.5
2015年1月	10,186	10.9	981	9.9	7,366	10.0	10.4	2.3	0.4	5,610	2.8
2月	10,152	8.8	973	5.7	7,365	6.6	8.3	4.6	0.9	5,406	22.4
3月	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用	不适用
年初至今	10,152	8.8	973	5.7	7,366	6.6	8.3	4.6	0.9	11,015	11.6

资料来源: 香港政府统计处, 金管局, 差饷物业估价署, 旅发局, CEIC, 恒生银行



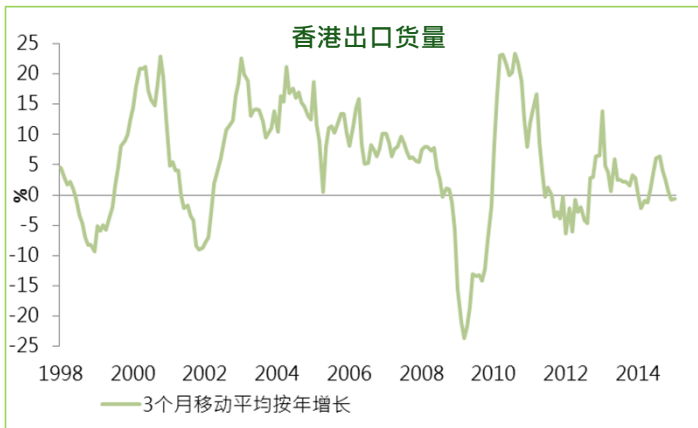
香港经济月报



资料来源：CEIC, 恒生银行



资料来源: CEIC, 恒生银行



资料来源: CEIC, 恒生银行



资料来源: CEIC, 恒生银行



资料来源: CEIC, 恒生银行



资料来源：CEIC, 恒生银行



## 免责声明

本档由恒生银行有限公司（「恒生」）提供，内含之资料，乃从相信属可靠之来源搜集，而当中之意见仅供参考之用，意见内容不一定代表「恒生」之见解。撰写本档之分析员证明于本档内所发表之意见，乃准确反映分析员就有关金融工具或投资项目之个人意见，而有关分析员过去、现在或未来之报酬，并无任何部份直接或间接与本文件内之特定建议或意见有关。本档的内容并非(亦不可作为)买卖外汇、证券、金融工具或其他投资之要约或邀约。本档的任何部份均严禁以任何方式再分发。

本文件所载之数据或只属指示性，并且未经独立核对。「恒生」对当中所载之任何数据、推测或意见，或作出任何此等推测或意见之基础的公正性、准确性、完整性或正确性并无作任何明示或默示的担保、申述、保证或承诺，亦不会就使用或依赖本档所载之任何数据、推测或意见承担责任或法律责任。投资者须对本文件所载数据及意见的相关性、准确性及充足性自行作出评估，并就此评估进行认为需要或合适的独立调查。所有此等数据、推测及意见均可予以修改而毋须事前通知。

「恒生」及其联系公司可以其名义买卖，可能有包销或有持仓于所有或任何于本档中提及的证券或投资项目。「恒生」及其联系公司可能就其于本档所提及的所有或任何证券或投资项目的交易收取经纪佣金或费用。

本文件所提及之投资项目未必适合所有投资者。投资者必须根据其各自的投资目的、财务状况及独特需要作出投资决定，并在有需要时咨询独立投资顾问。本档并不拟提供专业意见，因此不应赖以作为此方面之用途。

本档并无考虑任何收件人的特定投资目标、财务状况或特定需要。投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌，而过往之表现亦不一定反映未来之表现。本档并不拟指出本档内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。