

美俄柴油交易乃能源危機下的政治現實與全球經濟博弈

銘察秋 毫

美國總統特朗普與俄羅斯總統普京近日就俄羅斯柴油供應達成協議，表面上是為全球能源市場注入新供應，實際上卻反映出國際能源政治的一個重要轉變：當能源價格高企、供應鏈受阻及國內通脹壓力持續，制裁與地緣政治立場，最終仍可能要向經濟現實讓步。



陳淦銘
特許公司秘書公會會士、榮譽法律學士、EMBA、證監會負責人員牌照

為何美俄此刻選擇合作？ 能源安全凌駕制裁立場

這次交易的首要背景，是中東局勢惡化對國際能源供應造成衝擊。霍爾木茲海峽是全球重要的石油運輸咽喉，任何軍事衝突、航運受阻或保險成本急升，都會迅速推高原油及成品油的風險溢價。即使航道恢復通行，煉油設施受損、船舶調度及供應鏈重新安排，亦不可能一朝一夕完成。更重要的是，

原油與柴油並非可以完全互相替代。原油經煉油廠加工，才能成為柴油、汽油及其他石油產品。即使市場取得更多原油，若煉油產能受損或成品油供應不足，柴油價格仍可能維持高位。對特朗普而言，柴油價格更是經濟與政治的雙重考驗。柴油是貨車運輸、農業機械、建築工程及部分供暖系統的重要能源，價格上升會沿着物流及生產鏈傳導至食品、工業品和日常消費。這不但加重企業成本，也削弱家庭購買力。面對11月中期選舉，壓低能源價格、紓緩民生壓力，顯然具有迫切政治意義。美國政府選擇暫時放寬對俄柴油的限制，反映能源供應已成為比維持制裁一致性更急切的政策目標。

對普京而言，這亦是爭取出口收入及改善外交空間的機會。俄方長期面對西方制裁，能源出口則是其經濟收入的重要來源。當美國願意為俄羅斯柴油開啟有限交易窗口，莫斯科便可向市場展示，即使西方仍維持部分制裁，俄羅斯依然是全球能源體系中難以完全取代的供應者。

因此，這並不代表美俄已經全面和解，而是雙方在特定議題上出現利益交集：美國需要增加柴油供應、降低價格；俄羅斯則需要市場、收入及外交籌碼。交易可以成立，正因為雙方各有所求。

短期穩價與長期矛盾： 對全球經濟影響不容低估

從市場供求角度看，俄羅斯柴油重返國際市場，短期內有助紓緩部分供應緊張，並對柴油期貨價格形成下行壓力。然而，特朗普所稱價格將大幅下降，未必能夠完全實現。據市場分析，若按初期供應安排折算，新增供應規模相對美國每日柴油需求仍然有限；加上俄羅斯煉油設施受到戰事及襲擊影響，實際出口能力存在不確定性，故價格回落幅度仍取決於實際交付量、航運成本及中東局勢發展。若柴油價格持續高企，全球經濟將面對成本推升型通脹。運輸、農業及製造業成本上升，企業可能將部分成本轉嫁予消費者，令食品及工業品價格受壓。

這宗交易亦暴露美國能源制裁政策的內在矛盾。華盛頓過去希望透過限制俄羅斯能源收入，削弱莫斯科持續戰事的經濟能力；如今卻因本土能源價格壓力而暫時放寬限制，難免引發美國國內及盟友質疑。路透社10月11日報道，多名共和、民主兩黨參議員要求特朗普撤回安排，質疑措施可能違反限制俄羅斯能源進口的法律，並批評行政部門未有充分諮詢國會。

至於中國，雖然這次安排的直接主角是美俄，但中國是全球重要的能源進口國，國際柴油及原油價格變化，會透過進口成本、海運費用和工業生產成本影響中國經濟。中俄能源合作的價值不只在於成交價格，更在於長期供應、結算安排、運輸網絡及市場議價能力。美國此次選擇向俄羅斯柴油開放有限豁免，亦說明在全球能源高度互聯互通的情況

下，任何大國都難以單憑政治意願完全切斷能源貿易。對中國而言，這再次凸顯能源來源多元化、戰略儲備及跨境供應鏈韌性的重要性。

能源交易背後 國際秩序的現實考驗

從更長遠的角度看，這次美俄柴油安排反映全球能源市場正由單純追求最低成本，轉向同時考慮供應安全、地緣政治風險與政策可持續性。能源制裁仍然是外交工具，但當制裁成本開始直接衝擊本國企業、家庭及選舉政治時，政策執行便可能出現例外。對投資者而言，未來應密切留意三個變數：霍爾木茲海峽的航運安全、俄羅斯煉油及出口能力，以及美國制裁豁免能否持續。這些因素將直接影響柴油裂解價差、運輸成本、能源企業盈利及市場通脹預期。



●美國將暫時放寬部分對俄輸美柴油的限制，以壓抑油價。圖為美國緬因州一間加油站。 資料圖片

港美股股票期貨：聯通內外的衍生品基石 助力跨境資本穩健運作(三之三)

李志森 香港中資期貨業協會副會長 興證國際期貨有限公司董事



四、股票期貨 對香港資本市場長遠發展的價值

站在鞏固香港國際金融中心地位的角度，港美股股票期貨不只是單一金融產品，更是香港資本市場生態圈重要的基礎設施，價值體現在四個方面。

第一，完善跨境資產風險管理生態，吸引環球長線資本。海外投資者配置港股及A股資產，最關注的問題之一，就是缺乏便捷的離岸對沖工具。香港的股票期貨產品，讓投資者無需賣出手上持有的股票，只需要使用期貨對沖價格波動，減少外資短期大規模進出對現貨市場造成衝擊，提升港股市場穩定性，吸引更多長線資金來港投資，支持內地企業在港進行股權融資，助力科創企業發展。

第二，滿足環球投資者多元化資產配置需求。不論是香港本地、內地還是海外投資者，財富管理需求日漸多元，資產配置不再局限單一市場，港股、美股等海外資產備受關注。跨境投資必然伴隨外圍市場風險，香港作為內地資金走向全球的首要平台，港美股股票期貨為合格投資者提供標準化對沖工具，幫助分散單一市場風險，優化投資組合風險

回報，推動香港財富管理行業持續發展。

第三，促進兩地衍生品市場經驗互鑒。內地衍生品市場發展起步相對較晚，產品體系仍在持續豐富。香港股票期貨多年營運積累的交易機制、保證金風控、持倉監察、極端行情應對、投資者教育等經驗，可供內地交易所及金融機構參考。港交所與內地交易所保持常態化交流，研討衍生品市場監管與發展方向，推動內地衍生品市場循序漸進創新。內地場內衍生品主要服務本土投資者對沖A股風險；香港離岸股票期貨，則服務全球投資者對沖港股、美股等資產風險，形成「在岸、離岸市場互補」的格局，兩者並非互相替代。

第四，強化香港亞洲風險管理中心競爭力。國家支持香港長期繁榮穩定，鞏固國際金融中心地位，豐富衍生品產品線是關鍵一環。股票期貨連同指數期貨、利率衍生品等產品，共同搭建香港完整的衍生品生態圈，提升香港在亞洲衍生品市場的競爭力。香港衍生品市場越完善，越能夠承接跨境投資帶來的離岸風險管理需求，更好發揮「超級聯繫人」角色，服務實體經濟。

五、理性看待衍生品： 工具本身無好壞 關鍵在於善用與監管

社會大眾對期貨衍生品，有時會有「高風險投機」的刻板印象。從美股、香港市場長期實踐來

看，股票期貨主要使用者是機構投資者，核心用途是套期保值、組合風險管理，投機交易主要作用是為市場提供流動性。任何金融工具都有兩面性，槓桿機制放大潛在收益的同時，亦會放大虧損，因此投資者適當性制度、保證金要求、持倉監控、跨境監管協作缺一不可。

香港監管機構持續優化衍生品市場監管框架，強化風險預警，防範極端行情下風險跨市場傳染。內地發展衍生品市場，亦堅持穩中求進，優先發展服務現貨風險管理的場內標準化產品，落實投資者適當性管理。兩地監管合作機制持續完善，信息互通，共同監察跨境資金與衍生品持倉，防範風險跨市場、跨區域擴散，守住系統性風險底線。港美股股票期貨市場發展，始終堅持服務現貨、服務實體經濟，避免衍生品脫離現貨過度空轉。

展望未來，隨著內地資本市場持續改革，互聯互通機制不斷優化升級，內地與香港金融市場聯繫會更加緊密。兩地衍生品領域的交流探索將會持續推進，離岸人民幣相關指數產品不斷豐富。香港的港美股股票期貨市場，將繼續擔當離岸風險管理平台，一方面方便國際投資者配置中國相關資產，另一方面協助內地機構開展環球資產配置。香港衍生品市場蓬勃發展，與內地資本市場開放相輔相成，共同構建更具韌性的跨境資本市場體系。（完）
（內容僅供市場參考，不構成任何投資建議。）

踏入10月份，又是第四季開局，投資者難免有一定戒心，對於傳統所謂股災月，當然是短期市場熱話。

今年以來，國債孳息率趨升，似無良方善法解決結構難題，美國財政部多番干預市場，亦不得要領，始終無法扭轉長中短期債息向上之勢。近日更見，正如美國財長所言，趨勢是全球性，不只美債，歐債亦見息升不絕，外界擔心一旦重演歐債危機，麻煩更多。

歐盟各地本身政經條件各異，卻採取同一標準對待其公共財政紀律，以及貨幣政策等，以往歐債危機已見相關局限，有利亦有弊，出事時難免火燒連環船，各方未必完全可以倖免。

相對息差使然 美元料勝其他貨幣

考慮美聯儲在新主席上場後，再加上年初至今，由美國、以色列與伊朗戰事觸發油價向上，拉升物價指數和通脹預期，加息機會大增，以至早前加息後，就算如今因中期選舉而未擬於10月再加，亦大可在年底12月另加一次，導致美元跟其他主要外幣之息差變化，估計第四季美元兌普遍主流貨幣有一定強勢存在。短期部署而言，除非美聯儲年內加息概率為零，暫仍看好看漲美元，看淡看空普遍主流貨幣。

展望整個第四季，基於當前大家已有心理準備，但又持續演變中的因素，包括但不限於美聯儲年內將再加息，歐美等地國債孳息攀升，當地官方無力扭轉，而地緣政局變化，例如中東局勢，或多或少與美國中期選舉有關，以此觀之，除了美債息升（即美債價跌），以及美元有望兌各主流貨幣向上之外，餘下來，美元資產部署中，剩下美股是較受注目。

10月波幅大 易生股災印象

每年這個時候10月股災之說不脛而走，始終故老相傳，有一定的心理效果，何況歷史數據上，儘管並非年年如是，甚至其實10月可能是升的次數多於跌，而平均來說，10月的正回報足以抵消負回報，但萬一10月出現跌市，往往是較大規模。

背後理由，或多或少是因為10月本身波幅較大，升跌亦然，這樣引致的錯覺。但即使如此，不等於投資者的擔心無道理，反而顯出投資者理性預期，平均效果如是是一回事，但萬一超出平均的，以短期部署，特別是有槓桿而言，可能並不划算云云。

新舊觀點演變 有助穩定美股

過去十多年，打從金融海嘯後量寬和超低息環境，已經造就科技股持續增長跑贏傳統股的印象，起碼年輕一整代的投資者，已經在這種氛圍中成長，甚至老一輩亦不得不重新檢視過去想法。如此一來，部分樂觀者太樂觀，可能超前反映，甚至損手，但另一邊廂，部分原本悲觀者改觀，某程度上減輕了壓力，兩者合起來的效果有助穩定美股。（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

本季美債捱沽 股偏穩匯走強

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

EIP-8288 背後的以太坊路線演進(三之二)

加密演 義

二、EIP-8288： 抗量子、隱私，以及更便宜的驗證

EIP-8288 提案由 Vitalik Buterin 和 Thomas Coratger 在 2026 年 6 月提出，目前尚未正式納入已確定的主網升級，它主要依賴的是 EIP-8141（該草案則已納入確定升級範圍）。要理解 EIP-8288，需要先理解以太坊以至現實世界目前面對的一個根本矛盾：隨着量子技術的高速發展，未來需要更強的密碼學，但更強的密碼學成本往往更高。

以太坊路線中，把大約 2029 年完成核心後量子基礎設施，作為規劃目標，但核心的問題是遷移成本。按照 EIP-8288 當前給出的量級，雜湊類後量子簽名大約需要 2KB 至 3KB，單次驗證可能消耗 15 萬 Gas 至 20 萬 Gas；STARK 證明則可能超過 128KB，如果優先追求快速生成，甚至可能達到

512KB，直接在鏈上驗證需要數百萬 Gas。這意味着，以太坊當然可以使用抗量子密碼學。但如果每個用戶每發一筆交易，都需要攜帶幾 KB 甚至幾百 KB 的證明，再讓所有節點逐筆驗證，那麼這種安全升級很可能無法大規模使用。隱私也面臨類似問題。很多隱私系統本身並不是密碼學上做不到，而是證明成本過高。一旦既要求隱私，又要求後量子安全，驗證成本會進一步提高。

EIP-8288 的解決思路比較明確：是把完整的密碼學證明從單筆交易的執行路徑中拆出來。未來一筆交易不需要自己攜帶並在鏈上直接執行完整驗證，儘管真正龐大的簽名或者 STARK 證明仍然會隨着交易進入網絡，但 8288 的方案提出了關鍵的一步：在交易記憶池開始聚合證明。最終整個區塊只留下一個遞歸證明，用來證明：區塊裏面所有交易依賴

的密碼學條件全部成立。

通俗理解，就是把原本需要逐筆完成的密碼學驗證，先分組處理，再把每一組的驗證結果繼續遞歸匯總，最終壓縮成一個可以代表整個區塊的總證明。這樣，以太坊最終不需要重新驗證區塊裏每一筆交易背後的完整簽名和證明，而只需要確認這一個總證明是否有效。

所以從技術表面看，8288 解決的是：抗量子更便宜、隱私證明更便宜、STARK 驗證更便宜。但從架構上看，其實跟之前 Rollup 路線一樣：把複雜密碼學計算從主網核心執行路徑中拿出來，主網最後只驗證聚合後的結果。

主網不再追求親自完成所有計算，而是越來越專注於驗證計算結果是否可信。這正是 EIP-8288 與以太坊過去十年技術路線真正一脈相承的地方。

（待續）

科技創新 開拓實業須堅持

財經淺 談

陸宏立 香港理工工商管理博士、香港銀行學會評審委員會委員、香港學術及職業資歷評審局專家

科技及創新帶動全球建造業轉型，惟在過去一段時間本地建築行業應用科技普及進程相對緩慢；幸而，自特區政府 2018 年推出涵蓋創新、專業化及年輕化的「建造業 2.0」計劃後，業界體驗科技應用的優勢，在生產力、工地安全及質量等各方面都有很大程度的提升。當中明顯的例子，包括組裝合成建築法（MiC）及建築信息模擬（BIM），以數碼化配合行業發展，減省人力資源，提升行業生產率及準確性，彌補行業短板。

不進則退 企業須求新求變

除了建造業，香港不乏由科技創新推動企業甚至整個行業轉型的鮮活例子。香港中華廠商聯合會現任會長盧金榮博士，憑藉其深厚的科技與工業背景，帶領這家歷史悠久的傳統商會與大中小企一同

跨越轉型的高牆。由盧博士擔任董事總經理的榮利集團（國際）的發展史，亦是香港工業演進的生動縮影。從早期的錄音帶製造，到後來順應數碼化浪潮，轉型生產電腦磁碟、VCD/DVD 相關產品乃至藍光光碟，其企業始終緊貼着全球科技發展的脈搏。這種不斷求新求變的企業基因，讓他深刻體會到：在瞬息萬變的工業領域中，停滯不前就等同於被市場淘汰。隨着傳統儲存媒體漸次式微，盧金榮果斷決定帶領企業邁向更多元化、更高增值的領域，從而涉足半導體新材料、新能源、環保再生能源，甚至是前沿的人工智能（AI）與相關電子產業。

倡加強與內企合作

值得關注的是，現階段香港缺乏將先進技術對接

至實際工業場景的複合型人才。為克服此種局限，香港企業宜與內地同產業的夥伴合作，發揮一己之所長，並互補不足，共同奮鬥，厚積薄發，闖出一片新天地。

筆者以總部位於山東的迪尚集團作例子，該公司是一家集研發設計、生產加工、服裝進出口貿易及品牌銷售於一體的跨國服裝集團。迪尚集團早年靠外貿代工起家，現時自主研发企業級 AI 平台與雲設計系統，把 AI 輔助設計、3D 數碼建模、智能製板技術貫穿研發全流程。

早前有報道指出，迪尚集團近年來堅持科技創新，目前透過新技術高保真虛擬樣衣，全球客戶可在網上即時審閱、動態試穿、實時調整，新產品研發周期比過去平均縮短 80%，真正實現「創意直達生產」。