

全球能源轉型 中國光伏優勢明顯



實話世經 程實
工銀國際首席經濟學家、
董事總經理

「良時正可用，行矣莫徒然。」全球的能源轉型將為中國的綠色低碳產業帶來更多發展機遇，其中以光伏為首的可再生能源及相關基礎建設行業、綠色低碳創新技術領域、新能源汽車產業等有望成為能源轉型的最大受惠者。

全球能源轉型為中國帶來巨大機遇。全球對能源安全及人類可持續發展意識的不斷提升，將直接開拓綠色低碳產業未來的發展空間，其中包括可再生能源。彭博預測，在2050年碳中和的背景下，2022至2050年全球在能源轉型的投資額將達到194萬億美元。事實上，在2020年氣候雄心峰會上，中國已經提出2030年風電、光伏的累計裝機將達到1200GW以上，意味着2020至2030年兩種電力裝機的年複合增長率將至少達到8.4%以上。

此外，未來幾年核電也將安全有序發展，目前以更新安全的「華龍一號」作為主要技術的多個在建專案將於未來逐步投運，在2025年中國核電累計裝機將達到70GW，對應5年複合增長率為7%。可再生能源的快速發展帶動相關基礎設備的潛在增長，當中包括儲能設施（減少限電）、電網等電力傳輸設備（增加電力供應穩定性）。除此以外，筆者預計未來部分綠色產業有望迎來更快增長，包括對於減碳有較大貢獻的創新綠色低碳技術如氫能、碳捕捉等。另外，在汽車電動化為大趨勢的背景下，相關產業將持續收益，特別是在鋰電池價格逐步下降以後，新能源汽車的造車成本與燃油汽車持平（彭博預測在2026年發生），未來新能源汽車的應用也將更為廣泛。

從可再生資源角度看，光伏將是未來全球可再生資源發展的領頭軍，而中國在全球光伏行業有着絕對優勢，行業未來有望迎來巨大機遇。由於技術進步帶動成本快速下降，加上相對較短的建設周期和較小的佔地面積，光伏行業在過去十多年快速發展。根據彭博的資料，全球光伏累計裝機在2005至2021年的年複合增長率達到39%，明顯高於

其他電力。目前光伏行業的技術仍在更新反覆運算的過程中，包括品質更高的矽料、面積更大的組件、換效率更高的光伏電池等，未來光伏依然有巨大的降本空間。

硅片產能佔全球98%

中國在全球光伏行業最大的優勢是擁有全球最完整的產業鏈，而且部分頭部公司擁有一體化產能，生產成本優勢非常明顯。目前全球超過80%的光伏產品來自中國，其中硅片的產能甚至接近全球的98%。由於近年來地緣政治不穩引發全球各國對能源安全的擔憂，部分海外國家也計劃建立本土的光伏產業鏈，包括歐盟、美國、印度等國家都希望通過減稅和提供補貼來擴大本土生產能力。比如美國在去年8月簽署的《通脹削減法案》中，提到把3690億美元用於能源安全和氣候投資，包括對光伏產業鏈提供稅收抵免或補貼支援。

另一方面，中國也在致力維持自身在光伏上游製造的領先地位，從去年二十大報告提到「推動戰略性新興產業融合集群發展」和「確保重要產業鏈供應鏈安全」，到今年初《中國禁止出口限制出口技術目錄》修訂公開徵求意見的通知中，首次把光伏硅片製備技術新增至限制出口技術目錄，以及今年政府工作報告中提到「鞏固光伏優勢產業領先地位」可見端倪。

筆者認為，雖然海外國家的優惠政策能刺激提升本土生產能力，但長期仍然難以撼動中國的成本優勢，特別是目前主要的生產設備已經本土化，而生產設備前期的投資成本超過一半。據彭博資料顯示，如果歐美要建立完整的光伏產業鏈，單位成本將是中國接近4倍的水平。

更重要的一點是，完整的產業鏈將增加國家能源安全，成為未來推動下游需求的主要動力。事實上，中國目前已經是全球最大的光伏需求國，佔全球每年新增需求超過30%，而且未來在能源安全及碳中和的背景下有望快速上升。下游需求增加將反哺上游產業，為行業技術進步和成本下降提供更多動力。整體而言，中國的光伏行業已經形成一個不斷自我成長的良性循環，這獨有的競爭優勢是其他國家短期內難以複製的。



中國光伏產業鏈完整，部分公司產能一體化，生產成本優勢明顯。



▲美國職位空缺超預期回升，加上失業率創近50年新低，勞動力市場對通脹走勢不容忽視。

今年初以來，市場加息預期反覆，美債收益率寬度震盪。5月初，市場無視勞動力市場的結構性壓力，押注下半年減息。但4月美國個人消費開支（PCE）通脹數據超預期，印證勞動力市場強韌性，市場對美聯儲政策立場的預期再度扭轉，加息預期重燃。筆者認為，勞動力市場是影響美國通脹走勢，以及美聯儲加息路徑的最大不確定性因素，勞動力市場結構壓力不可忽視。

美工資趨升 通脹易漲難降



微觀經濟 周浩

國泰君安國際
首席經濟學家

截至5月31日，CME利率期貨隱含的聯邦基金目標利率預期顯示，6月美聯儲停止加息的概率為77.3%，而12月議息會議加權平均利率預期為4.95%，減息預期降低。

非農數據韌性遠超預期

美國4月非農就業數據超預期，這份數據卻被市場無視。一方面，職位空缺超預期回升，疊加勞動參與率修復放緩，失業率重回近50年歷史低點。4月職位空缺超預期回升至1010萬個，勞動參與率持平於前月的62.6%，導致失業率下降1個百分點至3.4%，再度降至歷史低位。

另一方面，薪資增速明顯反彈，「工資—通脹」螺旋壓力不減。4月，時薪按年增速也升至4.4%，較前值上升約0.15個百分點；時薪按月增速0.5%，較前值提升0.2個百分點，為2022年3月以來最大按月增幅。失業率與薪資增速回升，顯示勞動力市場仍具較強韌性。但是，4月消費物價指數（CPI）回落趨勢延續，沖淡了市場對勞動力市場的關注度，減息預期一度升溫。

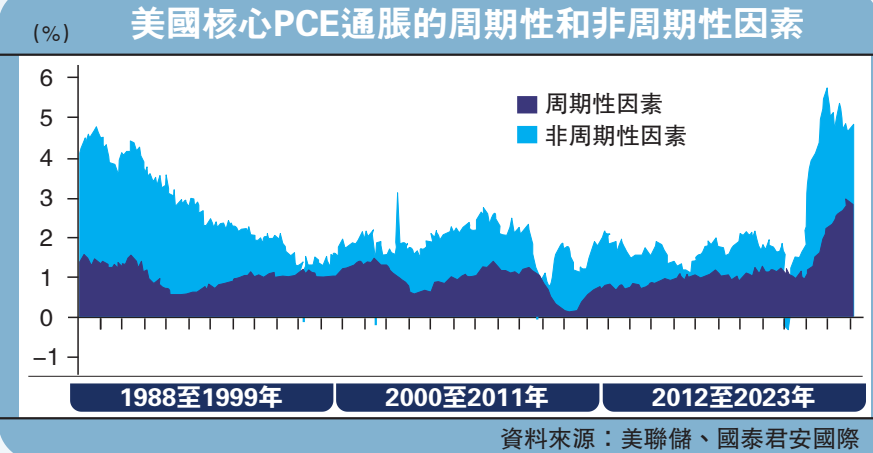
向後看，勞動力市場雖邊際放緩，但韌性仍強：

其一，「臨時支持服務」就業人數持續下滑，勞動力需求有所疲軟。非農就業數據中的「臨時支持服務」（Temporary-help）可以作為整體就業狀況的領先指標，2月以來臨時支持服務就業人數持續回落，指向勞動力需求有所回落。

其二，勞動力市場條件指數（LMCI）維持高位，勞動力市場仍處於較高緊張狀態。勞動力市場條件指數（LMCI）是堪薩斯聯儲綜合24個指標測度勞動力市場狀態的衡量指標。其中，LMCI活動水平指數反映相較歷史平均水平，勞動力市場的鬆緊狀態，即大於零表示緊張狀態，小於零則表示鬆弛；LMCI動量指標則反映勞動力市場的邊際變化。4月，LMCI活動水平指數小幅反彈，且仍維持歷史高位，勞動力市場仍然處於較高的緊張狀態；LMCI動量指數連續6個月為負，顯示勞動力市場緊張狀態邊際轉弱。

其三，製造業、教育醫療等行業離職率仍高於疫情之前，勞動者仍有一定議價能力。離職率在一定程度可以衡量勞動力市場信心及勞動力市場緊張程度。直覺上，勞動力市場愈緊張，勞動者信心愈強，往往議價能力愈高，離職率也相應愈高。

2022年中以來，離職率持續下行，4月勞動力市場整體離職率已經接近疫情前水平，但製造業、教育醫療等部分行業的離職率仍高於疫情前



資料來源：美聯儲、國泰君安國際

水平，勞動者仍具有一定議價能力。

需求供給兩端出現錯配

勞動力市場整體供需狀況有所惡化，結構性壓力仍存。4月職位空缺率反彈至4.6%，較前值上升0.8個百分點；職位空缺增加35.8萬個，重回1000萬個的高水位。同時，勞動力市場缺口也增加80萬，至436萬個，指向勞動力市場持續強勁。

結構上看，勞動力需求端仍具一定韌性。4月服務業採購經理指數（PMI）就業小幅回落，但仍在榮枯線以上；製造業PMI就業明顯抬升，回到榮枯線以上的50.2。由此，勞動力需求仍具一定韌性。

從就業人口佔比來看，2020年疫情衝擊下，服務業受限，製造業就業人數佔比短期內躍升，但隨着疫情放開，勞動力市場逐步恢復至常態，製造業人口延續下滑趨勢。從行業視角看，4月各行業新增就業均為正，其中教育與醫療等服務是主要貢獻，並且教育與醫療等服務業所對應的職位空缺率有所反彈，且維持在歷史相對較高水平，表明服務業的勞動力需求依然偏高。

勞動力供給端缺乏彈性。分年齡看，老年人口（55歲以上）的勞動參與率偏低。年初以來，16至19歲以及20至54歲兩個年齡段的勞動參與率分別維持在37.1%、82.7%以上，重回疫情前水平；55歲以上的老年人口勞動參與率在38.5%附近，相較疫情前低約1.5個百分點。考慮到老年人口受疫情影響較大，回歸勞動力市場的難度較大，勞動力供給已接近飽和，彈性相對偏低。

分族裔看，低失業率是各族裔的普遍現狀。4月大多族裔的失業率延續下降趨勢。具體來看，白人、黑人、西班牙裔、亞裔的失業率分別下降0.1、0.3、0.2、0.2個百分點，至3.1%、4.7%、4.4%、2.8%。

通脹預期再度抬頭，勞動力市場持續強勁，支撐薪資增速，一定程度上加劇「工資—物價」螺旋。4月長期通脹預期再度升溫，通脹預期的自我實現、自我強化，通脹風險或存下半場。具體來看，通脹預期的傳導路徑主要包括兩條：

一是通脹預期促使實體部門平滑

未來消費，當期消費增加，直接作用於通脹，即「通脹驅動因子→通脹度數↑→通脹預期↑→當期消費↑→核心通脹度數↑→通脹預期↑」。

二是通脹預期通過「工資—通脹」螺旋，帶來工資通脹，即「通脹驅動因子→通脹度數↑→通脹預期↑→工資通脹↑→核心通脹度數↑→通脹預期↑」。

通脹的黏性預期下，勞動力市場是影響美國核心CPI走勢的最大不確定性因素。一方面，疫後貝弗里奇曲線向上抬升，表明職位空缺與失業之間的匹配效率惡化，勞動力市場維持偏緊狀態。另一方面，後疫情時代，美國菲利普斯曲線斜率明顯抬升。新冠疫情衝擊下，全球供應鏈短缺、美國勞動力市場緊張疊加逆全球化抬頭，失業缺口視角下的菲利普斯曲線斜率明顯抬升，這表明在相同勞動力市場緊張程度下，核心通脹會呈現上行，這也是本輪核心通脹高黏性的原因之一。

當前，周期性因素支撐核心PCE通脹維持高企。三藩市聯儲基於通脹率與失業缺口的相關性，將通脹拆分成周期性和非周期性兩個組成部分。其中，周期性成分包括所有與失業缺口呈顯著負相關的分項，這類通脹往往對總體經濟狀況更為敏感；剩餘的是非周期性成分，該類通脹對特定行業因素更為敏感，如醫療保健服務。2022年8月至2023年3月，美國核心PCE下行幾乎全由非周期性因素貢獻，而周期性成分持續走高，支撐核心PCE通脹數據呈現高黏性。

失業率改善 強化租金通脹

從通脹分項來看，薪資增速維持高位，租金及租金外的服務仍具高黏性。租金方面，失業率對租金通脹具有明顯的領先性，領先約兩個季度。2020年美國疫情放開以來，勞動力市場持續強勁，失業率逐步下降至歷史低位，強化租金通脹黏性。剔除租金的服務方面，服務業屬於勞動密集型行業，除房租外的核心服務價格取決於勞動力成本。服務業的成本構成中，勞動力成本佔比較高。當前勞動力市場依然強勁，薪資增速仍保持高位，核心服務仍具較強黏性。

二手交投淡靜 樓市尋寶好時機



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

日前美國參議院通過債務上限法案，令債務違約風險急升。考慮到美國經濟前景不穩，聯儲局6月份暫停加息的機會大大提高，令投資氣氛改善。執筆之時，港股迎來大升，創3個月最大單日升幅，展現久違的強勢。至於整體樓市表現，則維持穩中向好之勢。

一手市場方面，發展商有見新盤銷情持續火熱，故新盤正浪接浪式登場，當中有以中小戶型為主的矚目大型項目，同時亦不乏豪宅新盤，絕對是「百貨應有盡有」。值得一提的是，即將推出的屯門新盤項目「大灣區規劃」及「北部都會區」概念，相信有助刺激一手旺勢，個人預期6月一手交投將由5月份約1160伙，大增至逾2000伙。

一手當旺，反觀二手市場交投量陷入膠着。據美聯物業分行統計，5月份十大屋苑成交量僅約97宗，除了跌穿100宗關口外，較4月份的約147宗減少34%，連跌4個月，創出自2019年8月後的45個月新低。

至於樓價方面，「美聯樓價指數」最新報154.86點，按周微升近0.1%，升幅與次季迄今相若；本年至今依然錄得逾6%升幅。短線而言，最近購買力持續流向一手，難免令二手交投陷入整

固。據筆者與各區前線同事交流所得，有不少用家及買家眼見近期二手樓市表現平平，樓價亦重新略為回調，故暫時離場靜觀市況發展。

的而且確，最近二手市場入市信心欠奉，但其實樓市現況並非太差。首先，買家暫時停止入市的主因之一，相信離不開美國債務違約問題，投資信心受到影響，但鑒於此難題接近解決，料買家入市信心將慢慢恢復。

股市波動增 物業成避風港

眾所周知，內地及香港買家對「磚頭」文化情有獨鍾，由今年首4至5個月強勁的整體交投，加上近期一手的暢旺及樓價快速反彈已可見一斑，反映本港樓市剛需猶在，當下只屬短期二手樓市整固期，並令樓市購買力一直積聚。

此外，昨日港股急升之前，五月表現可謂差強人意，似乎應驗「五窮月」的預測。但反過來看，股市投資風險增加，按照過往情況，相信已令近期部分投資者開始「套股換樓」，並將資金慢慢轉移至相對較低風險的港樓市場。

故此，若站在買家角度，現時二手偏淡，絕對是買家在各區尋寶的好機會。買賣物業向來是一個「談判」的過程，目前買家叫價形勢稍佔上風，不趁機以較低價入市更待何時？否則假如市場出現突發性好消息，刺激樓市累積的購買力一下子爆發，買家又有可能重現「追唔切」的情況。