

將拉動銅需求繼續上漲。



今年中國用電量呈現結構性增長的同時，筆者發現以美國為代表的全海外用電量增長也可能結構性跳升，若全球面臨電力供給瓶頸及電網升級需求，相關投資品的需求也可能結構性上升。筆者此前發布研報指出，中國今年用電量增長可能高於7%，其中第二產業用電量或高於2023年。目前來看，2024年一季度用電量同比增速再度超預期，同比增長（9.8%）明顯高於實際GDP增速（5.3%）。

# 全球市場面臨缺電挑戰

察股觀經 易恒

華泰證券  
首席宏觀經濟學家

行業用電量細分後發現，第二產業用電量增速貢獻達到5.2個百分點（貢獻佔比超五成）。與此同時，第三產業、居民用電量年增速分別從10.4%、8.8%回落到8.2%、6.3%。由此，單位GDP用電量走勢自2022年起進入上升通道、在2022至2023年錄得年1.2%的增長，並在2024年一季度進一步上行至4.3%。

## 電動車滲透率增加

用電量整體增速高增的背後反映了經濟中的結構性變化：一方面，製造業用電強度明顯上升推動用電量高增長；近年來出口量對用電量增長的解釋力亦顯著上升，今年一季度出口量增長12%；對應工業用電量增長8%。另一方面，新能源汽車滲透率提升，以及數據中心推動的增量用電需求亦呈現結構性上行，今年一季度新能源汽車銷量同比增長31.8%，公共充電樁耗電量同比增長近六成，交換電服務業用電量同比增長70.1%，估算一季度新能源汽車對全社會用電量增長貢獻超過0.2個百分點。

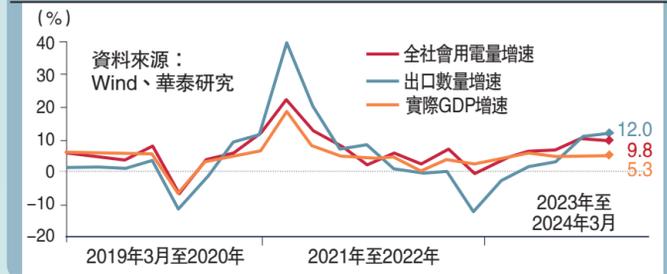
自2021年以來，出口量的高增長對用電量走勢的解釋力明顯上升。比如GDP同比增速在2022年二季度錄得0.4%的全年低點、但用電量增長同低點則在四季度（出口量增長低點）；今年一季度，我們根據海關總署公布的出口價格指數計算的出口量增速達到12%，也對應用電量達到接近10%的同比增速。

近年來新能源汽車滲透率提升，其他快速發展的新興成長性行業亦對整體用電量增長的貢獻趨勢性上行。比如中國新能源汽車銷量2023年全年銷售接近945萬輛、同比增速高達37.5%；帶動公共充電樁充電量同比增長近六成、交換電服務業用電量同比增長70.1%。中國新能源車保有量已從2014年的22萬輛增長92倍至去年的2041萬輛，2020至今的年化增長率為60.7%，去年新能源汽車保有量的同比增速達到56%。新能源汽車的滲透率亦快速上行，已從2022年的4.1%回升至去年12月的6.1%。

## 美國用電需求跳升

值得注意的是，首季全社會用電量增9.8%，高於發電量增速6.7%，全社會用電量口徑更全，二者的差異或體現分布式能源的趨勢性增長。具體來看，二者同比增速之差從2021年開始走闊，平均維持在1.8個百分點左右，與風光／分布式能源的高速發展的時間一致。從定義上看，國家統計局公布的規上工業發電量統計了年主營業務收入2000萬元（人民幣，下同）及以上的規模以上發電企業，不包括規模以下發電企業，風電、太陽能發電僅為6000千瓦及以上電廠。不僅是中國電力需求持續超預期

## 出口量增長與用電量走勢



增長，2019年以後全球單位GDP的用電量由降轉升、目前已超過2015年（巴黎協定時）的水平。以北美地區為例，根據北美電力可靠性公司（NERC）的預測，2023年該機構大幅上調北美地區未來九年的用電量增速至1.4%，較之前2019至2022年的預測中樞0.5%至0.6%接近翻倍。人工智能、新能源車快速發展，以及全球各國加大產業鏈投資均有提振。

鑒於AI仍處於發展早期、在用電量中佔比較小，但隨其快速發展、對用電量的貢獻可能迅速膨脹。從單次搜索來看，ChatGPT的耗電量是谷歌搜索的15倍左右、大語言模型GPT-3一次訓練約耗電1287兆瓦時；由此，IEA測算2022年全球數據中心用電量約佔全球總用電量的2%，到2026年用電量或將增長七倍，佔比亦明顯跳升。

基準情形下，筆者預計美國數據中心今年用電量超過2600億千瓦時，並在此後維持年均1.5%的同比增長，對全社會用電量增速的貢獻將從去年的1個百分點升至2024、2025年的1.4、1.6個百分點。

隨着新能源汽車滲透率的不斷提升，對用電量的拉動亦不可小覷。2023年全球新能源汽車銷量滲透率達17%（約1370萬輛），據麥肯錫估計，2030年滲透率有望提升至50%，充電需求或將翻三倍。美國和歐洲新能源汽車銷量滲透率近年來有所提升，自2019年起年均上升3.5、1.4個百分點至2023年的7.5%、16.9%。基準情形下，假設2030年美國新能源汽車滲透率從2022年的1%增長至13%，筆者預計美國充電樁需求對用電量增速貢獻將從2023年的0.14個百分點大升至2030年的0.8個百分點。

受製造業、AI以及新能源汽車等因素推動，中外電力需求的高增長有望形成共振，而新能源轉型期以傳統資源品為代表的「老」能源的投資不足、疊加新能源對電網基礎設施的要求處於「磨合期」，能源供應格局的重塑亦帶來電力投資新機遇。

首先，全球電力電網相關基礎設施投資可能有較大缺口，包括新增電力裝機、儲能及智能電網等需求一若電力需求的結構性增長與新能源轉型之間出現「新」、「舊」能源錯配，不排除國內電價彈性打開，推動儲能、智能電網等進一步發展。

其次，電力投資（尤其是國內火電）增速有望繼續回升，美國等國家電網相對老化、亦存在更新需求；全球範圍內、電力電網投資或仍有望加速。一方面，國內2023年火電發電量佔比已從2011年高點的83.1%下降至69.5%，且在2013至2022年維持負增長，而風電、光伏等清潔能源發電的波動性和間歇性較強；因此，火電、儲能等產能有望持續擴張，更好地適應電力需求結構變化。

## 帶動銅鋁價格上漲

美國等發達經濟體國家電網更新換代存在較大空間。根據IEA（國際能源署）數據，美國等發達經濟體的電網相對老舊。例如，目前美國已有50%以上的基礎設施運營超過二十年，僅有約23%的電網基礎設施運營年數不足十年。美國公布的《通脹削減法案》、《基礎設施投資與就業法》，以及美國能源部出台的「建設更好電網」計劃為美國電力基礎設施的改造升級撥款420億美元。由此，上述法案的實施和推進將有利於國內具備出海能力，完成海外產能布局，以及接入美國電力設備供應體系的相關企業出海形成提振。

電力需求的增長亦將邊際提振上游資源品價格，比如銅、鋁等。銅本身具有良好的導熱導電及延展性，被廣泛應用於電源和電網系統建設，包括發電機、電纜、變電站等。2023年中國電力行業消耗的銅材佔比已升至2013年以來的高點46.7%。2012年以來，全球銅材消耗年均增長率達2.4%，2022年銅材總體消耗量達3058萬噸，其中應用於電力設施的銅耗佔比為14.6%，創2012年以來新高。近年來AI應用驅動的算力增長帶動全球電量高增，亦將拉動銅需求繼續上漲。

# 日本經濟走出困境尚需時日



金融熱評 張濤

中國建設銀行  
金融市場部分析師

伴隨日本政策利率由負轉正，從邏輯上而言，日圓匯率應該由弱轉強。但是自3月19日，日本央行退出負利率以來，日本國債收益率並未大幅超出負利率政策期間的高點，而美元兌日圓匯價從150的位置則進一步快速貶值，於4月29日突破160整數關口，之後在日本政府的干預下才得以暫時穩住陣腳，但日圓匯率能否一舉扭轉弱勢尚不確定。

造成上述情況的主因是日本經濟基本面，去年三季度日本GDP季環比為-3.2%，四季度雖然恢復增長，但環比增速也僅為0.4%，今年一季度GDP環比再度轉負。另外日本央行調查數據顯示，日本長期通脹預期才剛剛接近1.5%，仍低於2%目標。

從日本央行此次政策轉向中，引出筆者的三點思考。

一是經濟運行一旦陷入「長期停滯」，其帶來的社會後果是難以估量的。1995年前後，日本經濟總量已升至500萬億日圓以上，佔全球經濟總量的比重也升至18%，但隨着泡沫經濟的破裂，在之後長達二十年間，日本經濟總量持續在500萬億至550萬億日圓之間波動，全球佔比則持續下降，至2014年已降至6%，期間日本GDP平減指數更是長期處於負值區間。

二是準確評估總量政策的作用。1989年至1991年，因資產泡沫破裂，日本股市樓市相繼出現斷崖式下跌，經濟運行也因此受到重創。但由於當時日本政府很難繼續動用總量政策來救市，甚至之後當銀行體系已經出現大面積不良資產，日本政府依然很難獲得足夠的政治和社會支持，動用公共資源來救市，直至經濟的長期停滯趨勢形成，但為時已晚。

除了泡沫經濟破裂引發對救市的政治與道德阻力之外，當時在日本各界的主流政策觀念為結構改革優先於需求管理，在此觀念主導下，當時日本政府雖然也採取了一些刺激總需求的總量政策，由於反應速度太慢、力度又偏小，反而加重了日本民眾對總量政策不起作用的感知。但當時日本經濟的實際產出缺口與失業率在呈擴大態勢，即日本經濟的實際增速遠低於潛在增長率，表明經濟運行中的有效需求是不足的。



◀日本長期通脹預期剛接近1.5%，仍低於2%目標，經濟現狀距離預期目標還有很長的路要走。

# 專才添動力 港樓租買齊看漲



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁  
(港澳)

元朗新盤首輪銷售即日沽清，一手銷情火熱，二手交投一度受壓。隨着近期股市造好，利好樓市及投資氣氛，二手交投有所回升。綜合美聯分行資料顯示，全港35個大型屋苑於過去5月6日至5月12日的一周，合共錄得55宗成交，按周回升約31%，終止連跌三周走勢。

二手成交回升的另一原因，是業主的議價幅度增加。根據每周美聯網盤價格變化製作而成的「美聯信心指數」，最新報62.9點，按周跌0.9%，連跌四星期。美息不變，惟減息時間仍未明確，加上新盤搶購買力，令急於沽貨業主減價。減價盤增，信心指數下跌。而「美聯樓價指數」最新報135.96點，按周微跌0.07%，樓價走勢平穩。

展望後市，住宅物業成交有望維持於較高的水平。撇除效應固然是主要原因，更不能忽略的是，人才引進帶來的置業需求。雖然本港人口一直受到低出生率的影響，但是「專才」來港，卻引入新的增長動力。根據政府最新公布資料，截至今年4月底，「高才通」及其

三是日圓匯率政策的特殊性。日本經濟在陷入長期停滯之前，日圓匯率因「廣場協議」曾經歷過十年的持續升值，美元兌日圓匯價由262一路升值至1995年的80，累計升幅近230%。至今仍有不少分析認為，日本經濟長期停滯源自圓匯錯誤升值，且不論此分析是否正確，不可否認的是，匯率對於一國經濟運行的影響是不容忽視的，由此也就帶來匯率政策的錯究竟是什麼的爭論。

## 日圓貶值帶旺旅遊業

從「安倍經濟學」的日本實踐來看，只有服從於自身經濟運行需要的匯率政策才是合意的。2012年以來，與日圓匯率貶值同步，日本核心CPI呈現出持續回升的態勢，背後的政策邏輯就是當日本的利率政策相繼進入到零下限和負利率狀態後，只能通過超常規的量化操作來降低實際利率，由此必然導致匯率的貶值。而伴隨日圓購買力的下降，不僅對沖境外輸入性通脹的能力會弱化，還能吸引海外遊客消費的增加，這些因素都有助於日本物價的上漲。

此外，日圓的持續貶值不僅能夠提高日圓計價海外淨資產規模，更能給回流日本境內海外利潤提供額外收益，即海外利潤因日圓貶值得到增加。截至2022年末，日本海外淨資產佔GDP比重已升至75%，比重較2011年大幅提升了21個百分點，同期以日圓計價的海外淨資產規模增加了57%。另外，日圓匯率貶值本身就會增強日圓貨幣金融條件的寬鬆，進而有助於改善日本企業基本面。2023年，日本的實體企業共實現經常利潤25.3萬億日圓，較2011年的11.85萬億日圓，增長114%。

綜上，安倍經濟學之所以能夠幫助日本經濟實現再通脹，主因是其基於對於日本經濟潛力的自信和判斷，重新倚重刺激有效需求的總量政策，持續降低實際利率，大膽實施超常規手段增加貨幣供給規模，持續改善企業和居民的融資環境，扭轉資產價格與物價的通縮預期，疊加政府支出的擴大，合力提高總需求，縮小產出缺口，增加對融資和勞動力的需求，最終實現通脹、利率和名義工資均上升的局面，經濟運行逐步進入良性循環。

雖然日本經濟現狀距離預期目標還有很長的路要走，但此次日本央行的政策轉向以及背後的安倍經濟學的實踐，對於應對長期停滯和通縮的宏觀調控方面，具有重要的現實意義。

他人才計劃已錄得約29萬宗申請，當中近18萬宗獲批，逾12萬人已來港。值得注意的是，政府公布「高才通」計劃的人才及其配偶普遍年齡較年輕，當中超過一半的人年齡在40歲以下，不少人帶着年幼的子女定居香港，除了增加本地勞動人口之外，同時亦帶來置業的新需求。新來港人士未必會直接置業，往往是「先租後買」，是近期租務暢旺的原因。

租金指數連升兩月

美聯租金走勢圖顯示，4月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租約35.94元，按月升約0.31%，連升兩個月，並創自2020年1月後逾四年新高。隨着租務旺季重臨，有部分內地生提前來港租樓，加上外來專才持續來港，相信第二季租金有力續升，有力跑贏樓價，將吸引長線投資者入市，購入物業作收租之用。

撇除後本港住宅市場重現朝氣，第一季一、二手住宅成交合共1.51萬宗，較去年四季上升逾六成。筆者對後市持續樂觀，料住宅物業成交維持高水準，預計次季一、二手住宅成交量可挑戰1.62萬宗水平，按季再升7%，較去年同期大升達四成，成交將陸續有來。