

移民勞工成美國通脹新難題

【一點靈犀】就業數據向來都是聯儲降息的風向標，但由於統計口徑的差異，非農就業與失業率時常出現背離，為市場預期帶來不少困擾。近兩年大量移民湧入美國，在減緩薪資上漲壓力的同時，也引發了社會民意的反彈，儼然成為貨幣政策的一大變量。

李靈修

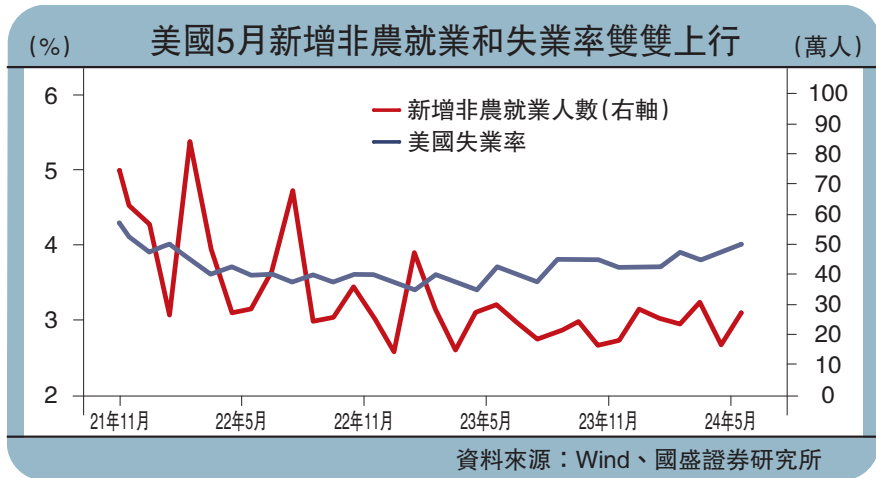
最新數據顯示，5月份美國新增非農就業27.2萬，遠超市場預期值18.5萬；同期失業率錄得4%，高於預期3.9%，觸及過去30個月高位。事實上，兩大就業指標「打架」已屢見不鮮，背後原因在於統計口徑的不同：非農數據依據企業部門調查，而失業率是基於家庭部門調查。

崗位空缺亟待填補

2021年期間，眾多新冠後遺症患者退出勞動力市場，同時誕生出大批「自僱人士」、「靈活就業員工」，最終造成新增非農疲弱、失業率低企的數據錯位。如今的形勢正好相反，移民勞動者被納入新增非農統計，而排除在失業率調查之外，再度扭曲了就業市場結構。

那麼，美國移民規模有多大呢？據美國國會預算辦公室（CBO）統計，2023年淨移民數量合計為330萬左右，疫情前該數據約為90萬。當中，合法永久居民（LPR+）規模為80萬，合法臨時居民（INA）淨移民為9萬，其他外國公民類別（Other Foreign National, OFN）規模為240萬。CBO還預測，2024年美國淨移民數量將維持在330萬的水平。

筆者此前在專欄中反覆提及，由於白宮財策用力過猛，導致消費市場空前繁榮，亦造成勞動供需極度緊張——崗位空缺數在2022年的頂點一度較疫情前上升了548萬。美國企業只能大幅漲薪吸引勞工，而這又進一步加劇了「薪資—通脹」螺旋。



在此背景下，移民群體大幅流入緩解了美國「勞工荒」的壓力，特別是「其他外國公民類別」多數為走線入境的非法移民，即充實了底層勞動供給又壓低了整體工資水平，並且邊際消費傾向又高，對經濟增長的正面作用十分明顯。拜登政府對於非法移民的友好態度助長了勞工增長趨勢，部分藍州（民主黨主政）更在一定程度上將非法移民納入到社會福利體系。例如，2019年開始紐約州向該群體發放駕照，意味着後者

可以在Uber兼職。

經濟滯脹風險攀升

此外，隨着美國移民案件的大量積壓，無法做出快速裁決。2023年美國移民法庭法官僅為682人，積壓案件接近300萬，即使每個工作日對4起案件做出裁決，在沒有新增案件的情況下，仍然需要4年多的時間才能清理存量案件。不過，移民勞工也製造出一系列社會問題。今次公布的失業率數據顯示，



▲美國近日的就業人數和失業率出現同時上升的情況。

美國核心勞動年齡（25至54歲）的勞動參與率創下歷史新高（83.6%），但20至24歲青年勞動力的就業情況持續惡化，成為失業率的主要拖累項。這或許是受到疫情因素影響，使得年輕一代的工作經驗積累不足，在與移民勞工的競爭中處於劣勢。

「非法移民搶走青年工作」，無疑成為了拜登競選連任的重大阻礙。民意調查顯示，僅有27%的美國人認可拜登對移民問題的處理方式；而信任特朗普的比例是拜登的兩倍多。拜登政府不得不於月初（5日）更新移民政策，基本上禁止越過美墨邊境的非法移民獲得庇護。

拜登在就業與通脹之間難難取捨，只能是按下葫蘆浮起瓢。移民新政可能會再度引發勞動短缺與薪資上漲，甚至會推升美國經濟滯脹風險。當然，以上判斷還需更多後續數據進行佐證。

心水股 中海油 (00883) 藥明生物 (02269) 建設銀行 (00939)

港股漸見支持 可考慮低吸

【頭牌手記】沈金 港股繼續探底，恒指18000點失守，低見17848點，亦即「屠牛記」上演「續集」，繼打靶萬八點之「肥牛」後，又再屠宰17900的牛仔，此關約有700張「牛證」被正法。發行商於是又賺一筆，笑不攏嘴矣！

昨日的成交額有1151億元，開始縮減，說明拋售壓力放緩，而因市情反覆，去向未明，入市資金亦非常審慎，因為隨之而至的是美聯儲局議息，雖說減息不可能，但會後有何言論，則是眾所關心，也是市場炒何時減息所需知道的口風。



恒指昨收17937點，跌238點或1.31%。各分類指數繼續下降，以地產分類跌2.42%最重，次為科技指數跌1.71%。值得一提者，為內地A股昨日已止跌回升，上證指數守住3000點關，與A股指數一樣，同升0.31%。可惜A股的升幅未帶起港股。港股仍集中注意力於美聯儲局議息，所以都不敢亦不願輕舉妄動。

北水加倉 中海油表現悅目

個股方面，藥明生物 (02269) 成藍籌升幅最大股份，收12.54元，大漲14.2%，主因是涉及藥明生物和藥明康德的美國一條法案在納入另一條法案時受到阻力，未能進入眾議院審批。市場遂借勢推高藥明生物的股價，炒到「舞出彩虹」。

另外，中海油 (00883) 升2.3%，也頗為悅目。主要是南下資金加倉，石油需求上升是主因。

提起內地資金注港，昨日以吸納內銀股為主。如中國銀行 (03988)、建設銀行 (00939) 都是目標。其中，吸中行4.12億元，買建行3.44億元，都是大手筆。此外，加倉目標還包括美團、中芯、騰訊和藥明生物。

紅籌股有個別逆市上升。廣東省政府的粵海 (00270) 升1.1%，上海市政府的上海實業 (00363) 升0.3%，都顯示有支持性資金吸納。

本地地產股個別跌得殘者，已率先反彈，如恒隆地產 (00101) 回升1.5%，信置 (00083) 升0.3%。不過，新世界 (00017) 就甚弱，再挫3%。

對於後市，我認為已漸近支持位。到了這個水平，我不建議拋售，而應考慮是否趁低吸納，機會肯定留給有資金儲備的人。

美匯料持續轉強

【實德攻略】鄭振輝

港股在4月中下半場開始發揮凌厲升勢，直至5月中恒指升至19000點水平，創出本年新高。但筆者在上期已經勸喻投資者，部分板塊應把握在高位出貨，如內房及電動車股。結果一如所料，這兩個板塊於5月中見過高位後，短短半個月內便急速下挫。理想汽車 (02015) 由5月120元高位下跌至現在執筆時已經是73元，跌幅高達39%；同期蔚來汽車 (09866) 跌幅亦超過23%。內房股融創中國 (01918) 也從5月高位的1.94元跌至現在的1.2元水平，跌幅有38%；雅居樂 (03383) 更跌超過43%。

不過，筆者並非看淡港股，相信只是早前升勢中夾雜太多「人為」因素，加上技術上又進入嚴重超買。經過這波調節後相信將進入橫行上落狀況，



一方面世界銀行上調今年全球經濟及中國的增長預測，以及中東局勢有所舒緩的氣氛。另一方面，壓力來自美國減息希望下降；以及港股公布業績期接近尾声，市場或會失卻動力。個人認為恒指短期將徘徊於17800點至18800點之間走動為主。

歐元急跌推高美元

外匯方面，近期市場焦點落於各地央行在6月的議息結果，加拿大央行以及歐洲央行已率先減息。其中歐洲利率率從4.5厘下調至4.25厘，歐元兌美金亦由1.09大幅下跌至1.07水平。雖然其他貨幣變動不大，但由於歐元佔美元指數比重達57%以上，歐元下挫直接為美元帶來動力。

至於短線預測，筆者繼續看好美元走勢，因為美國聯儲局將於周四凌晨（香港時間）會公布議息結果，聯儲局主席鮑威爾亦會發出會後聲明，筆者相信由於近日美國薪資增長凌厲，聯儲局只會更擔心未來通脹反彈的風險，故此預期鮑威爾這次的言論肯定「鷹派」為主，市場會把美國首次減息預期進一步推遲至11月或12月，在相對其他國家高息的背景情況下，美元稍為轉強可說是必然的事實。

（作者為實德金融策略研究部高級經理）

特專科企首股 晶泰科技可吼

【股壇魔術師】高飛

港交所去年推出18C特專科技公司上市規則後，今日迎來第一家公司晶泰科技 (02228) 掛牌上市。公司處於人工智能 (AI) 行業中非常獨特的位置，除了面向全球主要的大型藥廠外，更已把業務從醫藥研發，拓展到材料科學，行業覆蓋廣闊。新加坡副總理早前到訪公司的深圳總部，可見公司受到認可，不妨留意。

公司建立了一個綜合技術平台，集成高性能雲計算賦能的計算機式工具，包括基於量子物理的第一性原理計算和人工智能，用於乾實驗室計算和評估，以及機器人自動化的濕實驗

室實驗。根據商業諮詢公司弗若斯特沙利文的資料，公司是世界上少數幾家領先的基於量子物理、人工智能賦能的藥物及材料科學研發公司之一。

應用AI 研發資金和時間大減

公司的強項是從「無」可到「有」。相比起其他創新醫藥公司，要開發一個新藥品，必須要在巨大的數據支撐下才可行。但對於晶泰科技，基於量子物理的第一性原理計算已可以自生成可擴展的數據資產和藥物屬性，使公司能夠克服在應用人工智能的早期階段經常出現的數據缺乏問題。換言之，在一定數量的數據支持下，已可開發新的醫藥及材料產

品，資金及時間成本可大幅節省，所以受到全球大型醫藥的歡迎。

自成立以來，晶泰科技一直為輝瑞、強生、德國達姆施塔特默克集團、中國正大天晴藥業、韓國大熊製藥等眾多全球生物技術與製藥企業集團提供服務，並與之合作。根據弗若斯特沙利文的資料，公司已為全球300多家生物技術與製藥企業及研究機構提供服務，其中包括全球前20大生物技術與製藥公司（按2022年收入計）中的16家。公司與全球多家知名生物技術與製藥企業集團、國家級研究機構和政府部門建立了戰略合作關係，其中包括輝瑞、長江生命科技和新加坡國家藥物設計與發現平台 (EDDC)。

甲廈潛在供應高企 租金承壓

【高見遠識】顏慧萍

營商環境不明朗，企業經營者趨謹審，以成本優化和量入為出，作為主要的營運方針。優化的精髓有別傳統單純的「節省開支思維」，而是更具策略性地精煉成本架構，從而使每分毫能實踐更大而長遠的價值，運用得宜可令品牌借時勢升級，提升價值，建立長遠優勢。

企業成本一般可分為資本支出和營業支出，後者因為行業特性各有不同，更在乎經營者自身的經驗、策略及管理能力的，才能得出最大成效的優化，而資本支出則是啟動業務或項目的前期支出，其中租賃辦公室及其裝

潢，是當中大投資開銷，故不少企業經營者目前均把優化焦點放眼於此。

商戶覓租盤好時機

隨着甲級商廈市場，受到供應高峰及宏觀經濟牽引，資產估值及租金水平也因而下調，翻看今年首季數據，甲級寫字樓整體空置率達16.3%，租金按季跌2.5%，按年下調7.7%，而未來兩年的寫字樓潛在供應則達到518萬平方呎，可預視周期性的下挫壓力仍有。從租戶與業主博弈角度而言，業主期望盡快鎖定租戶，以免卻翻修、空置及價格進一步下挫風

險，故承租方如對本來的辦公室條件滿意，也不妨提早啟動續租的協商，運用優勢以爭取最佳的租賃待遇。

不過，如上所言，新型甲級寫字樓的供應近年蓬勃，不少更是新穎、已有基本裝修及配套，除了租金實惠，租戶可享受得到更佳環境和格調外，品牌進駐可以乘勢升級，還能減低設施折舊，從而有機會需要負擔的額外維護成本，例如有個案中，因為大廈洗手間的保養欠奉，不時出現滲漏及倒灌情況，除了令租戶困擾外，維修費用的負擔也不能漠視。

（作者為高力香港企業客戶服務主管）

聯儲未來兩年難實現通脹目標

【工銀智評】

年初以來，美國減息預期不斷推遲，10年期美債利率出現超乎預期的不降反升。截至5月31日，10年期美債利率從3.88厘上升到4.51厘，10年與2年期限利率倒掛迎來小幅修復。

對於這段時間內美債利率上升，我們經分析認為：首先，資產定價方面，實際利率上漲與美聯儲鷹派預期管理是推升美債上升的主要原因。物價指數雖然有反覆，但10年期通脹基本保持穩定，風險溢價影響有限。其次，近幾年美債一級市場的供需變動從數量關係上對美債利率的影響有限，但超出預期的「信息衝擊」(news shock) 或會引致美債利率出現即時波動。例如，去年10月，美國財政部的借貸計劃超出市場預期，長端債券供給激增，而30年期國債拍賣低迷，推動長期美債利率大幅升高。以今年年初以來的情況來看，供給衝擊對美債利率影響並不明顯。

往後看，10年期美債利率走勢主要參考通脹預期、美聯儲減息預期，長期由實際利率的變化帶動。從通脹預期來看，美國通脹目前波動較大，短期內預計較難明顯緩解。目前通脹波動的主因是核心通脹（或「超級核心通脹」）的波動，兩年（2026年）通脹預期為2.2%至2.4%，10年通脹預期為2%至

2.5%，與美聯儲2%通脹目標仍有距離，因此我們認為美聯儲較難在2026年底實現目標。

短期內，美聯儲的減息時點將成為關鍵。美國通脹數據的波動不僅推升未來的通脹預期，同時也令美聯儲減息預期推遲至9月或者更晚開始。美聯儲觀察 (FedWatch) 9月減息的概率圍繞50%上下波動。減息幅度方面，12月FedWatch定價的概率分布結果顯示，全年累計減息39.1個基點。綜合最新的通脹、經濟增長、勞動市場數據，以及貨幣市場定價，基於美聯儲貨幣政策決策「四邊形模型」(即經濟與勞動數據韌性、2%通脹目標、對金融市場的抑制，以及大選年滯後反應)，我們調升今年內減息額度25個基點的可能性。

美債息料逐步下移

綜合判斷，10年期美債利率在2024年6月至9月之間圍繞4.5厘水平震盪，從9月開始將呈緩慢下行趨勢，短期內（2024年底）美債利率預期會保持在4厘至4.5厘的區間範圍之內。更長期來看，隨着減息周期的開啟，2025至2026年預期美債利率中樞將進一步下行至3.5厘至4.3厘。

（中國工商銀行（亞洲）東南亞研究中心）