



80% 中國去年能源自給率為83%，所以能在多番衝擊下仍佔據優勢。化石能源的自給率亦高達

經濟觀察家

從關稅戰到新冠疫情再到俄烏衝突，全球供應鏈持續承壓，今次美以伊衝突對全球能源、航運、製造業、供應鏈的穩定和安全構成了新一輪威脅。而中國憑藉着獨立的能源體系，有望在多番衝擊中佔據優勢。

中國能源展韌性 無懼地緣衝突



宋雪濤

中國的能源結構以煤炭為核心，煤炭、石油、天然氣、核電和可再生能源的消費佔比分別為51.4%、18.2%、8.7%、21.7%。較高的煤炭和可再生能源消費比重對應了較高的能源自給率。2025年中國能源自給率（生產總量/消費總量）為83%，化石能源的自給率為80%，顯著高於越南、印度、德國、日本、韓國等國。

中國對霍爾木茲海峽的直接依賴度為7%，綜合抗衝擊係數為76%，韓國、中國台灣、新加坡、日本對霍爾木茲海峽油氣的直接依賴度分別為33%、27%、26%、21%，受衝擊最明顯。

2022年俄烏戰爭引發歐洲能源供應短缺，導致兩類歐洲製造業的產能轉移到中國：一類是原油產業鏈相關商品，比如雜項化學品、無機化學品、火藥等化學製品、紡織製品等；另一類是高耗能商品，比如賤金屬、鋼鐵製品、鋅鎳製品等。該年中國能化商品的出口份額大幅上行1.9個百分點，東盟、歐盟、日本的出口份額分別下降0.9、0.7、0.5個百分點；中國高耗能商品（鋼鐵、鋼鐵製品、有色金屬製品、賤金屬及其製品等）的出口份額上行1.3個百分點，歐盟的出口份額下降0.7個百分點。

我們用全球投入產出表計算了各地區和行業對中東能源的直接消耗係數/完全消耗係數（直接/完全消耗係數愈大，對中東地區的依賴度愈高）。從結果來看，泰國、韓國、中國台灣、日本、菲律賓等地區對中東地區的能源依賴度最高，俄羅斯、美國、加拿大等地區對中東地區的能源依賴度最低，中國對中東地區的依賴度則處於中等水平。

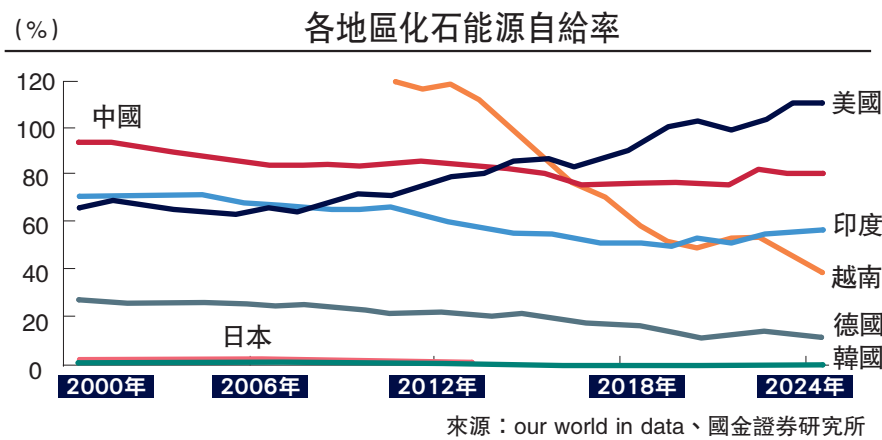
有望承接海外產能

橫向比較各地區和行業對中東能源的依賴度，以下幾類產業的產能和出口份額可能轉移到國內：

一是泰國、日本、中國台灣、韓國的高耗電行業（非金屬製造業、鋼鐵、有色、造紙）。泰國、日本、中國台灣、韓國天然氣發電佔總發電的28%以上，電力和燃氣供應對中東四國能源的完全消耗係數在10%以上，而中國的完全消耗係數僅為3.6%。

韓國的半導體及相關器件、熱軋鋼板及板材是用電大戶，佔韓國總用電的8.4%、7.3%，中國台灣的半導體製造業、石油及煤製品製造業、鋼鐵製造業用電佔總用電的11.7%、7.1%、6.2%，日本的粗鋼、鋼材、鋼鐵鑄鍛製品佔工業用電的15%，泰國的食品生產、電氣機械和設備生產、鋼鐵工業用電佔總用電的7.5%、6.4%、4.7%。

另外，韓國的水泥、粗鋼、紙張的單位產出電耗超過了10%，中國台灣的石油及煤製品製造業、基本化學材料製造業、紙漿製造業的單位產出電耗超過了15%，日本的無機化學品、鋼鐵鑄鍛製品、紙漿的單位產出電耗超過了10%。如果以上地區出現



用電緊張，這些地區的鋼鐵、紙漿、無機化學品和半導體的產能可能率先向中國轉移。

二是韓國、日本、印度的化工業（化纖、樹脂、橡膠、塑料、紡織服裝、化肥、農藥、醫藥等）。以原油為核心的化工鏈條將面臨供給短缺和成本上升的壓力，泰國、日本、韓國的化學品和化學製造業對中東能源的直接消耗係數分別為0.05、0.02、0.02，而中國接近0。考慮產出規模後，韓國、日本、印度對中東四國能源的依賴度大幅高於其他地區。這意味着，韓國、日本、印度三地的化工行業更容易出現原料短缺壓力，且上游原料供給短缺會成為下游產業鏈的產能瓶頸，相關商品的訂單和產能可能轉向中國。

除化學原料行業外（主要是有機、無機化學品），韓國的化學纖維、合成樹脂和橡膠、化肥和農藥、蓄電池對有機和無機化學原料的直接消耗係數達到了46%、38%、22%、17%；日本合成樹脂、化學纖維、橡膠製品、藥劑、化學肥料對基礎石化產品、有機和無機化工品的直接消耗係數達到了71.4%、35.5%、26.2%、18.5%、17.7%；印度的橡膠和塑料製品、醫藥和醫藥化學品對有機和無機化學品的直接消耗係數達到了28.6%、25%。

從產業鏈視角看，隨着庫存的逐漸下滑，原材料的短缺會向更廣泛的產業鏈傳導，上述地區的化纖、樹脂和橡膠、化肥和農藥、醫藥的產能和訂單或轉向中國。

出於供應鏈安全考慮，中國也在主動減少相關商品的出口。比如為保障國內春耕，2026年3月25日海關暫停除硫酸銨以外的所有肥料產品出口通關，包括磷肥、尿素、鉀肥、複合肥等。但相比海外，中國備份產業更完善，油價走高或中國的新型煤化工開始具有經濟性（盈虧平衡線在油價50-70美元/桶），原材料的短缺壓力更低，化學纖維、橡膠等其他行業或相對受益。

需要注意的是，除原油、能化等相關產業外，東南亞地區的航運業對中東地區的能源依賴度較高，其中航空運輸的能源依賴度高於陸路和水陸。但運輸業一般以國內市場為主，並不涉及全球競爭，海運船舶和國際航司也可以在全球主要港口、機場獲取必要的能源。需要關注的是，高油價下運輸業面臨較大的成本衝擊，運輸效率將有所下滑。

考慮到部分商品存在重疊，我們將以上中國出口份額受益行業劃分為

三類：高耗能商品（紙漿、非金屬礦物製造業、鋼鐵製造業、有色金屬製造業）、能化商品（化學製品行業，包括無機化學品、有機化學品）、半導體及相關器材行業（這裏主要使用HS8541、HS8542口徑的集成電路、半導體器件等）。

2025年，中國高耗能商品、能化商品、半導體及相關器材製造業的出口分別佔比9.6%、7.4%、6.2%，這三類商品的出口份額每提升1個百分點，將分別拉動出口增速0.4、0.5、0.4個百分點。

另外，中東能源衝擊也帶動中國新能源商品的出口需求。2025年3月中國新能源相關商品（新能源車、電動摩托車和腳踏車、蓄電池、光伏、風力發電等商品）出口同比大漲64%，其中新能源車出口數據同比增長130%。

2024年中國新能源商品佔全球出口份額的27%，佔中國出口的6.9%。全球新能源消費需求提高1個百分點，將拉動中國出口0.1個百分點左右；中國新能源商品出口份額每提高1個百分點，將拉動出口增速0.3個百分點。

警惕全球需求收縮

當然，我們也不能忽視戰爭對全球總需求和貿易規模的損害。IMF（國際貨幣基金組織）預計油價上行10%將造成全球GDP增速下滑0.1-0.2個百分點，能源進口國可能面臨更大幅度的經濟壓力。WTO（世界貿易組織）估算如果2026年原油和液化天然氣（LNG）價格持續高企，GDP增速將下降0.3個百分點，貿易增速下降0.5個百分點，能源進口國的貿易增速將下降1.0個百分點。橡膠、塑料製品、紡織服裝等原油中下游商品受成本端漲價影響，需求或有所回落。此外，能源衝擊下，全球經濟景氣度下或帶動更廣泛的商品消費需求下行，關注後續出口需求的變化。

總的來看，能源衝擊下，憑藉着獨立性更高的能源供應鏈，中國高耗能商品（紙漿、非金屬礦物製造業、鋼鐵製造業、有色金屬製造業）、能化商品（化學製品行業，包括無機化學品、有機化學品）、半導體及相關器材行業（集成電路、半導體器件等）、新能源相關商品出口或有望上行，並支撐後續出口增速。後續值得關注的是以美國為代表的發達國家消費品需求和以東南亞為代表的新興市場資本品需求的變化。

（作者為國金證券首席經濟學家）

美元信用弱化 黃金牛市未完



林彥

隨着美伊衝突「螺旋」降溫，短期黃金「至暗時刻」悄然過去，市場對黃金價格未來「何去何從」存在較大分歧。如配圖所示，自2026年3月26日金價觸底回升以來，油價「高位震盪」對黃金的利空作用開始邊際遞減。那麼，黃金是重回上漲趨勢還是走向新的「定價範疇」？

在筆者看來，黃金中長期「大拐點」或許並未到來，核心原因是美元信用弱化的趨勢並未發生逆轉。

1971年以來，黃金趨勢牛轉熊大概率伴隨着美元信用的「強化」或「重塑」。我們曾在此前發布的報告中，將「1991年以前美國政府槓桿率低於60%的寬財政」視為「債務良性擴張」，「1991年以後美國政府槓桿率高於60%的緊財政」視為「財政赤字削減」，兩者均對應「美元信用強化」。因此1975年福特政府減稅、1980年代里根政府減稅、2011年奧巴馬政府「財政懸崖」均視為「美元信用強化」，以上美元信用強化階段均對應黃金的趨勢性走熊。

相比之下，2026年美元信用弱化的趨勢並未「反轉」，黃金趨勢性拐點或尚未到來。參考2026年2月美國國會預算辦公室（CBO）預算報告，預計2026-2028年特朗普政府執政期間內美國財政赤字或向上突破2萬億美元大關，與2011年1月財政預期2012-2015年財政預算收緊形成「反差」。目前來看，我們認為美元信用走向強化至少需要民主黨拿下參眾兩院並大幅修改《大而不美法案》。

為什麼中期選舉前依舊看好黃金？我們認為，11月中期選舉前黃金有望回歸上漲趨勢，短期「超調」或可關注相應配置機會，核心邏輯和論據如下：

其一，只要美元信用弱化環境不變，地緣衝突引發金價回撤超過或接近20%，黃金或具較高賠率。以1974年、2003年、2022年美元信用弱化階段為例，即使短期黃金因貨幣政策收緊等利空大幅回撤，黃金有望年內重新回歸「上漲趨勢」。與之相反的是，熊市雖然短期回撤幅度較小，但是「鈍刀割肉」下的持續陰跌需要及時撤退（參考1980年、1991年、2011年、2014年

等美元信用強化階段）。值得注意的是，黃金牛市期間容易出現20%左右的「大回撤」（以空間換時間），熊市則更傾向於「鈍刀割肉」（以時間換空間）。反映了黃金熊市期間黃金對事件驅動的反應較小，黃金牛市期間因積累了較多獲利盤，金價對市場風吹草動相對敏感，尤其是高波動率的特殊時期。

其二，美元信用弱化環境下，黃金經歷接近20%回撤後，未來一年內最大回撤有望降低。對比1974-1975年、2003-2004年、2022-2023年，產油國地緣衝突前後倫敦金現回撤幅度接近或超過20%時，若未來一年內美元信用弱化前提不變，即使美聯儲貨幣收緊預期反覆甚至加息（參考2004年和2023年），倫敦金現最大回撤超過10%的概率較低。

其三，當前黃金對貨幣政策定價偏鷹，未來有望向鴿派的方向修復。參考1970年代和2022年，美聯儲加息的前提條件通常有兩個：一方面是失業率的持續回落，另一方面是通脹需求端的持續向好。回到當下，2026年3月美國失業率仍在自然失業率附近徘徊，通脹需求側已經開始出現疲弱，美聯儲走向加息的難度較大，筆者認為未來貨幣政策預期向鴿派方向修復有望助推黃金「收復失地」。

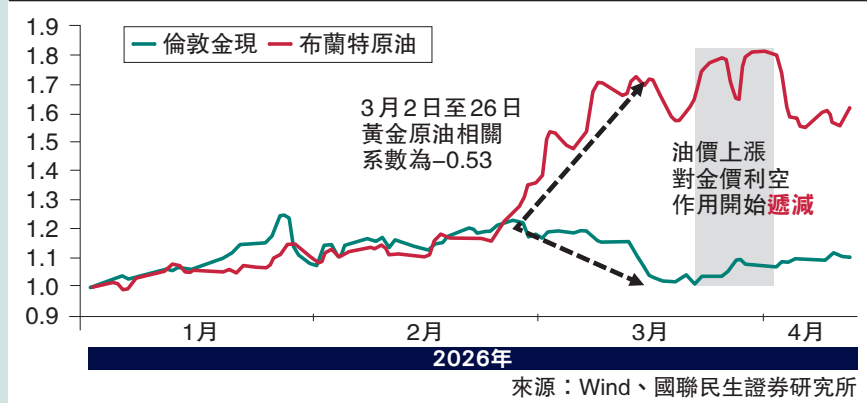
環球央行積極買金

其四，央行對購金仍具較高的積極性。2026年4月全球央行購金規模達到37.4噸，其中波蘭、烏茲別克斯坦、柬埔寨、捷克、馬來西亞為核心增量，反映全球央行「購金」的總基調並未發生改變，土耳其、俄羅斯等少數央行拋售黃金「無傷大雅」。

綜上所述，我們認為「分批次、緩節奏」的配置邏輯或更適用於黃金商品ETF，如倫敦金現價格每出現一定程度回撤，可按比例配置ETF等相應資產。回到當下，2026年2-4月倫敦金現最大回撤高達24.4%，「至暗時刻」已經過去，由於美聯儲加息難度較大、央行購金積極、美元信用仍在持續弱化，我們認為中期選舉前「回調後抄底」黃金的勝率較高。

（作者為國聯民生證券研究所首席宏觀分析師）

油價上漲對黃金利空作用開始「遞減」



新興購買力湧入 十大新社區受捧



馬泰陽

「筭價」置業上車機會又來了？這正是不少市民均熱切期待的「抽居屋」時間。香港房委會日前宣布，今次居屋、綠置居及白居二將破天荒同步推出，申請者可「一表多抽」，計劃將於下周四（30日）起，一連三周接受申請，今次涉及約7800個單位，樓價最平僅約150萬元。

值得注意的是，每次抽籤均產生大批向隅客，當中部分或回流至區內二手市場買貨，又或者「轉戰」一手市場，刺激上車需求及帶動二手交投。

個人預期，今次的申請反應勢頗為熱烈，原因是整體樓市及樓價明顯處於復甦階段，不少買家都屬「寧買當頭起」一派，能以可觀的「折扣價」上車自然具吸引力。美聯樓價指數最新報143.37點，按周升約0.22%，連升六周；今年迄今累升約6.4%。樓價升至近兩年半新高，並自去年低位大幅反彈逾13.5%。

傳統屋苑逐漸高齡

近日樓市的「勇態」可謂俯拾皆是，多家國際大行亦頻頻唱好樓市前景。如摩根大通日前發表報告，指「香港樓市復甦正外溢（spilling over）至內地主要城市，助力重振其住房需求」；高盛亦發表研究報告指，儘管環球環境仍充斥不穩定性，但本港樓市復甦勢頭保持穩健，維持今年樓樓按年升12%的樂觀預測。

據筆者觀察，香港不少屋苑漸漸出現「高齡化」的現象，包括不少具代表性的大型藍籌屋苑，例如美孚新邨、太古城、沙田第一城等。而隨着社區發展，加上內地買家及年輕買家購買力抬頭，近年新興住宅區交投已漸漸較傳統藍籌屋苑活躍，當中哪些是較值得注意的「生力軍」呢？

本公司為更有效反映新興購買力及二手交投之變化，將較具指標性的逾70個新晉二手屋苑，按區域劃分為「十大新社區」，分別為黃竹坑、康城、將軍澳南、啟德、南昌、白石角、元朗南、元朗站、荃灣西及大圍。至於被列入「十大新社區」的屋苑，必須具備以下條件：每個新晉屋苑需最少有300伙、屋苑最早入伙日期需在2001年1月或之後、每區單位伙數有4000伙或以上、每區涵蓋兩個或以上新晉屋苑，務求令各屋苑更具代表性。

數據顯示，上述「十大新社區」單位總數約9.22萬伙，若計入潛在可增加的項目，總伙量更可達9.67萬伙，規模逼近傳統的十大屋苑總和。更關鍵的是，「十大新社區」平均樓齡僅約8年，遠低於十大屋苑的約40年。

相信隨着新興購買力逐步抬頭，「十大新社區」未來將是香港樓市交投的重要參考指標。（作者為美聯集團行政總裁（住宅））