FSSA Investment Managers
首域盈信



客户通訊

我們對美國關稅的看法

2025 年 4 月 9 日

美國徵收對等關稅的消息震撼環球市場，總統特朗普宣佈實施遠高於預期的全面性進口關稅，受到影響的國家較原先估計多。鑑於情況仍然未定，我們暫時未有特別的看法，但整體上我們認為關稅主要是用作談判工具，旨在推動更多製造商搬回美國。至於該項措施實際能否奏效，則仍有待觀察。

若關稅維持於較高水平，將明顯對全球經濟不利。單是通脹便會造成重大影響，美國亦將無法倖免。此外，各國對美國服務業徵收反制關稅的風險亦會增加，而美國服務業與其他國家的貿易順差較大，因此我們相信關稅高企的情況在結構上是無法長期維持的。話雖如此，如果降低關稅的談判無法令美國感到滿意，全球將可能陷入衰退。

假如只從字面解讀白宮的聲明，我們認為在全球新興市場中，拉丁美洲 - 特別是墨西哥將較佔優勢。在美國 - 墨西哥 - 加拿大協定（美墨加協定）生效後，墨西哥並不受對等關稅所影響，有望受惠於近岸外包增長。儘管美國經濟衰退亦會對墨西哥造成壓力，但考慮到兩國的貿易連繫，關稅政策對墨西哥依然是利大於弊。

在此環境下，我們亦相信中國的處境相對較好。中國對美國的直接出口總額佔國內生產總值佔比早已下降，意味著關稅造成的影響應不會如以往週期般嚴重。然而，更重要的是，直至現在為止，中國政府應預期貿易摩擦將會升級，故此一直未有在國內推出進取的刺激措施。換言之，中國可以更積極地促進消費，料將有利我們面向國內市場的中國持股，當中包括：多元化品牌酒店集團 - 華住集團、頂尖釀酒商 - 華潤啤酒，以及主要的超級應用程式及遊戲商 - 騰訊。

對於中國出口商，問題在於他們已將不少生產流程搬到越南及孟加拉等國，而現時該等國家受到的關稅衝擊更大。事實上，特朗普實施關稅安排的主要受害者是專注於低端製造業的國家，特別是產品缺乏定價能力及利潤率較低的國家。價格上漲導致需求轉差，而且該等國家轉嫁成本的能力有限，將對製造業產量及盈利能力造成負面影響。幸而，新興市場的區內出口（即新興市場之間的貿易）穩定上升，目前佔新興市場總出口量接近一半[1]，將有助紓緩美國關稅帶來的壓力。

在印度，由於當地經濟以國內市場為主，與美國進行的貿易亦不多，對美國出口的商品僅佔國內生產總值的 2%[2]，因此關稅影響應主要落在資訊科技服務行業上。作為服務供應商，類似 Tata Consultancy Services 及 Infosys 的企業將不會承受關稅風險，不過一旦當全球步入衰退，其增長或將放緩。另一方面，我們相信該這類企業的收益不太可能會急劇下跌，原因是他們具備領先的成本優勢，並管理客戶大部分的系統。他們更擁有強勁的現金流，而且股東分紅接近 100%，足以為股價下跌提供緩衝。[3]

首域盈信 - 已為應對不明朗因素做好準備

從投資組合的角度來看，即使於逆向的投資環境中，我們深信我們的持股將能夠有效應對當前環境，就像過往一樣。我們所投資的企業享有強大的競爭優勢，在品牌實力、分銷或成本方面均佔據領導地位；他們更曾在不同的經濟週期中克服逆境，成功維持利潤率及盈利能力。我們投資組合的持股大多擁有穩健的資產負債狀況，並持有淨現金，應能渡過艱難時期，以及作出逆週期投資從而提高市佔率。

除此以外，我們的大部分持股均是面向國內市場的公司。我們確實投資了數間出口商，但他們皆是擁有強大競爭優勢的優質企業，其中不少公司的產品及服務都沒有合適的替代品。 在這類別方面，我們的主要持股包括台積電。事實上，該公司天然壟斷了先進節點市場，繼而建立極高的定價能力，而且其客戶無法以其他產品取代他們的先進晶片。雖然近日投資者擔心美國大型科技公司就人工智能的相關投資放緩，不過現時台積電的估值已經反映了部分憂慮。

我們亦持有美國首屈一指的電動工具公司 - 創科實業，其透過知名的 Milwaukee 及 Ryobi 品牌銷售全面的產品組合。過去 15 年，創科實業持續推動創新，並為客戶提供現場支援服務，於美國及其他市場穩步提高市佔率。相比起特朗普首次出任總統期間，創科實業在中國以外的地區建立了更多元化的製造業務。然而美國對越南徵收高額關稅，而當地負

[1] 資料來源：國際貨幣基金組織貿易方向統計（DOTS）：截至 2024 年 11 月底的 12 個月，新興市場對新興市場的出口佔新興市場總出口量的 46%
[2] 資料來源：World Economics、美國貿易代表辦公室（採用 2024 年的數字）
[3] 資料來源：本文的所有企業數據來自公司的年度報告或其他投資者報告。截至 4 月 8 日或另行註明

責製造該公司約 40% 的產品。創科實業的其他同行也遇到類似問題，整個行業或需上調產品價格，以轉嫁相關成本。這個做法並不理想，惟我們相信創科實業是市場霸主、毛利率相對較高，加上是由成功帶領公司渡過上次變革的出色管理團隊營運，故此應較其他公司佔優。受到投資者的憂慮所影響，創科實業的股票遭到大量拋售，目前估值約為 2024 年盈利的 15 倍。[4]

在印度面向國內市場的行業中，我們所持有的公司包括領先的私營銀行 HDFC Bank 及 ICICI Bank，以及國內消費品企業 Godrej Consumer 及高露潔印度（Colgate India），該等企業承受的關稅影響相對較小。

於 2 月，我們到訪孟買展開研究之旅，當時的市場氣氛顯然不及六個月前的熱烈。我們認為這是一個好現象，反映投資者的期望變得更貼近現實。相比起其他市場，印度的整體風險回報狀況依然不算特別吸引。然而，我們估計印度將迎來不錯的增長。選擇優質股應將繼續是投資印度市場的重點，與 2016 年至 2019 年期間相約。

關稅明顯對整體市場造成負面影響，不過綜合來看，我們相信我們所持有的企業仍能在此期間維持強韌表現。投資組合大部分持股的資產負債表顯示，企業持有的現金多於債務，而且平均股本回報率維持於健康水平，甚至遠高於整個市場。往後數年，我們預期企業盈利增長率介乎 10% 至 15%，但視乎關稅高企的時間持續多久，有關預測或屬過分樂觀。儘管如此，考慮到估值已經有所下降，我們認為投資組合的絕對及相對吸引力不俗。

展望

美國新任政府的措施為經濟增添了不明朗因素，我們不會假裝知道全球貿易嚴重混亂的最終結果，也不會嘗試猜測結局的走向。不過，在當前環境下，投資組合所採取的審慎管理方針將能發揮關鍵作用。

於短期內，雖然目前的混亂情況可能造成影響，惟我們大部分持股的資產負債表均擁有淨現金，意味可望帶來逆週期投資或併購的重大機會，有助他們提高市佔率。另外，我們投資對象的擁有者及管理者亦曾經歷多次混亂時期，就像最近的疫情，就應對不明朗因素已建立卓越往績。

總括而言，我們相信我們投資組合持有的市場龍頭企業可以維持堅挺。在長期增長趨勢及收入增加的支持下，亞洲及新興市場的長遠前景將維持不變。

免責聲明

有關資料來自首源投資 認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準確的資料，首源投資 並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。在法律允許的範圍內，首源投資、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。本資料只擬分發予相關司法管轄區所定義的專業／機構投資者，不擬向公眾人士分發。本資料所載資料僅供參考，並不構成投資意見及／或建議，且不應作為任何投資決定的基礎。本資料所述部分基金未獲授權在若干司法管轄區向公眾人士要約／發售。

投資價值及收益可跌亦可升，閣下也許未能取回投資本金。過往表現未必可作日後業績的標準。投資者欲知有關詳情，請參閱基金銷售文件，包括風險因素。本資料對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本資料提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

未經首源投資預先同意，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及／或收取。

於香港，此資料由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。於新加坡，此資料則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。此廣告或資料並未經新加坡金融管理局審閱。首源投資，首域盈信資產管理，盈信投資，RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。首源投資（註冊編號 53236800B），首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C），盈信投資（註冊編號 53310114W），RQI Investors（註冊編號 53472532E）及 Igneo Infrastructure Partners（註冊編號 53447928J）是首源投資（新加坡）的商業部門。

首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源投資投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。在法律允許的範圍內，MUFG 及其附屬公司對本資料包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料中提及的任何投資並不是對 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。

© First Sentier Investors Group

[4] 資料來源：財務指標及估值來自彭博及 Factset。截至 2025 年 4 月 8 日或另行註明