

受貿戰影響 人民幣持續貶值 外貿股防守力強

關稅戰打響 事態將如何發展？

宏觀視野

上周五(7月6日)，美國政府正式對340億美元中國進口貨品徵收25%關稅，若事件最終升級、惡化至不再只是小規模衝突，這可能成為歷史上自由貿易和環球經濟的黑暗一天。大部分經濟學家、政策分析員和交易專家仍然認為，爆發貿易戰的機會不大；我們認同這觀點，但不能完全撇除其可能性。美國上周五採取措施後，這個風險明顯上升。

投資者進一步憂慮中美在貿易、知識產權、強制技術轉移和「中國製造2025」計劃方面的分歧加劇，是環球股市自3月以來表現疲弱的主因之一；然而，其他多項因素亦帶來影響，例如市場擔憂聯儲局採取更強硬的貨幣政策立場。企業和投資者面對的不明朗因素固然可削弱經濟增長，然而，這些因貿易摩擦引起的間接因素、對經濟活動、增長、職位和通脹將帶來多大影響，實在無從量度；現時並無可靠的估計，就連「粗略估算」也欠奉。這些因素可能導致企業減少資本開支和招聘，但由於美國經濟強勁，貿易保護主義帶來的損失，不論是直接或間接，都可能因現實未如預期般發展而消失。

中央強調以同等力度反制

就在數周前，中美貿易官員進行深入討論後達成初步協議，令市場感到欣喜。不過，看似準備就緒的中美貿易協議草案，顯然未能令總統特朗普感到滿意，後他更加大施壓力度，令中美雙方盡早達成協議的希望幻滅。

現時事態將會如何發展？中方已盡量克制，不以激進態度回應美國施壓，甚至把兩地時差也考慮在內，以免讓人誤會是中方率先採取行動。雖然中國正按承諾持續加快開放內地經濟和金融業，但中央政府亦強調將以同等力度、同等規模反制美國的進口關稅措施。

因此，我們可以假設，美國關稅將擴大至覆蓋美國貿易代表署「徵稅清單」上其他價值160億美元的項目，以達到政府500億美元的貨品目標。與此同時，我們也可合理預期，中方將會隨即就額外總值160億美元的美國對華出口商品開徵關稅。

關稅對經濟的影響

宏利資產管理首席經濟師葛琳(Megan Greene)認為，對全球貿易和全球經濟來說，首輪關稅措施帶來的影響甚微。眾所周知，經濟師們認為美國向總值500億美元的中國進口貨品徵收25%關稅，只會構成輕微的負面衝擊。根據他們的宏觀經濟模型，新的關稅措施只會削弱中國全年國內生產總值增長0.1%至0.2%。

若中美貿易爭端進一步惡化，我們可預期將出現哪些情況？假設總統特朗普落實他早前的威脅，再向價值2000億美元的中國進口貨品，徵收10%關稅(惟大部分評論人士認為只是虛張聲勢)，按照最初500億美元貨品的關稅作簡單推算，最差的情況下，明年中國國內生產總值或會受到0.6%至1.0%的衝擊。

若然如此，將確實足以對宏觀經濟造成衝擊。雖然力度未至於拖累環球經濟陷入衰退，但影響足以蔓延至整個亞洲，而所有影響近乎均屬負面。不過，對越南等個別國家來說，部分板塊或行業或會成為中國以外的供應來源選擇，因而可望錄得淨增長。而國際貨幣基金組織早前一份報告引述的模型提到，美國及世界其他國家之間的有效進口關稅若提高10%，世界貿易量會下降1%、環球經濟生產總值會下降0.5%。或許市場人士可以從國基會即將公布的經濟前景展望中發現更多端倪。

對投資者的啟示

我們重申，我們質疑情況會否惡化至如此地步。即使特朗普政府仍決心向中國施壓，在爆發全面貿易戰之前，預期美國將會面對至今所未見的國內阻力。美國的跨國企業、貿易與工業協會、消費者團體、工會等組織均會提出反對聲音，並試圖游說。最終，美國國會亦可能提出異議，正如有報道指出國會考慮通過立法，限制總統在貿易和關稅方面的酌情權。

由此可見，至少在11月美國中期選舉結束之前，有關貿易的雜音和姿態將持續。我們相信中國政府將會繼續保持耐性和克制。此後，若中美理性評估政策，均會支持雙方進行和解，但誰可肯定事態將如何發展？假設總統特朗普決定，將關稅範圍擴大至500億美元或以上，甚至可能包括汽車進口產品，對信心及投資意向的負面影響，將無可避免地較現時更為顯著。

我們給予於投資者的意見是：環球股票市場自6月初以來表現疲弱，已經大部分消化了貿易前哨戰所帶來的不明朗因素。如果事態並無惡化和升級，而美國中期選舉即將來臨，投資者撤離市場所帶來的風險應該會增加，因為在美國公民於11月初參加投票前，總統特朗普有可能會宣布其在保護美國貿易取得勝利、與中國達成新的協議、接納貿易夥伴的讓步及提議等。最後值得留意的是，我們留意到在中期選舉年度，標普500指數通常會在夏季表現強勁人意，但其後會於接近年底時出現強勁反彈。能夠包容市場波幅及仍然持貨的投資者，或許會在今年底前仍可視捷！

宏利資產管理



人民幣貶值危中有機，生產基地位於內地，但出口外貿的股份或可成為受惠股。資料圖片

市況波動，人民幣持續弱勢，近日離岸人民幣兌美元1個小時內連續跌破6.65、6.66、6.67、6.68四道關口，刷新7月6日以來新低，現報6.6792。人民幣貶值令A股及港股不穩。不過人民幣貶值危中有機，生產基地位於內地，但出口外貿的這些「收美金，界人仔」的股份或可因為生產成本相對較低成為受惠股。互太紡織(1382)和德昌電機(179)為這類股份代表。

香港商報記者 范曉昱

人民幣貶值

互太紡織主要生產訂製針織布，供給歐、美、日等多個市場的成衣生產商，涵蓋運動服、休閒服及內衣。其總部設於香港，其生產基地設於中國華南、越南、斯里蘭卡，年產量約達8700萬公斤。互太客戶包括優衣庫(UNIQLO)、Victoria's Secret、沃爾瑪(Walmart)、Target、科爾(Kohl's)，這五大客戶佔其總收入六、七成，其中最大客戶為優衣庫，約30%營業額來自優衣庫，優衣庫暢銷產品Heatech正是由互太出品。另外，互太與耐克(Nike)、Adidas亦有長時間合作，去年更是建立了與新客戶安踏(2020)的合作關係。與大型國際品牌合作，就如同得到長期生意一樣，業務合作較為穩定，這令互太過往的生意與盈利均保持穩定。

互太：人民幣貶值有助成本下降

互太是以生產為重心的企業，決定利潤多少的其中一個因素是如何控制成本，其過往是典型的中國生產企業，憑着中國生產成本低的優勢，獲得利潤，以及帶動企業不斷擴張。但在近十年間，中國各種成本不斷上升，令其競爭力減少，而互太亦與不少廠商一樣，開拓其他國家建立生產線，減少成本風險，及發展更為國際化生產的布局。互太先後在斯里蘭卡、越南設廠，以平衡成本風險，但互太在中國的廠房佔比仍是最多，越南佔比第二。

互太毛利率大致穩定，反映互太的生意穩定，而且控制成本做得不錯，生意訂單中能到合理的利潤部分。影響毛利率的一個原因是棉價成本，互太的紗供應商主要來自亞洲區，包括中國、印度、韓國、印尼等，以分散地緣風險，近年受惠生產棉價下跌，令成本下降。

另一方面，互太將番禺廠房的生產設施升級，有助加強生產力及效率。而近來人民幣貶值亦有助成本下降，從而令整體毛利率提升。去年互太越南廠房停產雖令其2018財年純利有所下降，但早前互太公布越南廠房已於今年1月起開始有限度生產，並逐漸增產，期望於2018年年底達到其全部產能。截至2018年4月，廠房的生產能力已達到設計產能的約25%至30%。另外，越南廠房復產亦可令其避開中美貿易戰不明因素，保持利潤穩定。

大和調升互太評級至「買入」

近日，大和發表報告，將互太紡織評級由「跑贏大市」升至「買入」，主要因為是預料其毛利率在2019年財年復蘇，以及股息率達8%，維持目標價9元。

大和表示，互太紡織在2018財年下半年毛利率下降至14.2%，是自環球金融危機以來未見的水平，原因包括其越南工廠暫停生產，吸收固定成本及降低高利潤內衣布料訂單，原材料成本上漲以及人民幣升值。

大和預計利好因素包括，美國大眾市場品牌如沃爾瑪和科爾的訂單減少，近期人民幣趨勢逆轉至貶值，以及除化學染料外的紗線和能源等原材料價格穩定。但大和仍相信訂單表現仍然健康，因優衣庫等關鍵客戶仍然需要在越南增加產能，以及與安踏體育的合作關係迅速擴大，故調高評級。

人民幣貶值受惠股摘覽

股份	昨日收報(元)	變幅(%)	52周高位	市盈率(倍)	預測市盈率(倍)*
互太紡織(1382)	6.76	+0.30	8.92	13.26	10.24
德昌電機(179)	22.8	+4.83	33.83	9.48	8.8
南旋控股(1982)	1.01	+1	3.53	6.59	3.89

該行將互太紡織2019至2020財年兩年每股盈利下調9%至11%，以考慮銷售量增長放緩及純利逐漸恢復。該行的2019財年預測毛利率17.5%亦比管理層的指導18%更保守。預測互太紡織2019及2020財年純利分別為8.72億元及9.78億元。

德昌電機：研貿戰對銷售影響

德昌電機(179)日前公布，截至2018年6月30日止季度，集團之營業額為8.72億美元，按年上升16%。未計入匯率變動及收購漢拿世特科一個月之影響，營業額上升10%至8.26億美元。

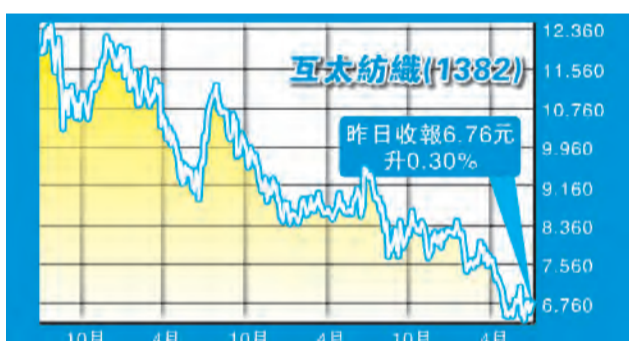
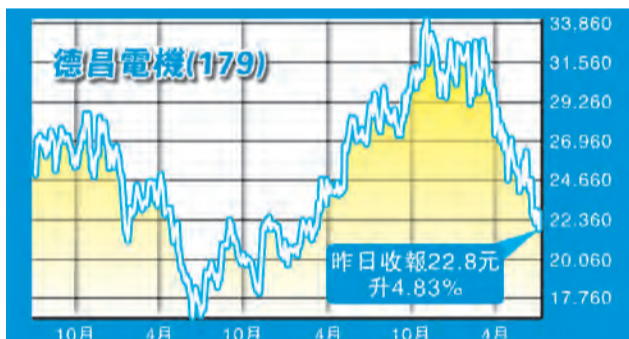
季內外幣匯率的變動為集團營業額帶來正面影響，增加3400萬美元。比較2018年6月30日止季度與去年同期之平均匯率，增幅源於歐元、人民幣及加元兌美元轉強帶來的影響。新收購漢拿世特科為營業額增加1200萬美元。按形式上之基礎計算，未計入匯率變動，漢拿世特科之相關營業額與去年同期相比增長約12%。

汽車產品組別之營業額上升1.09億美元或19%。未計入貨幣效應及收購漢拿世特科一個月的影響，汽車產品組別之營業額上升6600萬美元或12%。當中亞洲地區上升25%；歐洲地區上升2%；美洲地區上升10%。未計入貨幣效應，工商用產品組別之營業額較去年同期上升700萬美元或4%。當中亞洲地區上升7%；歐洲地區持平；美洲地區上升4%。

集團主席及行政總裁汪穗中表示，展望未來仍然關注美國、中國和歐盟貿易糾紛的危機，最終會否對全球經濟增長產生不利影響。按照集團目前的分析，美國向輸美的中國產品啓動301法案額外徵收的關稅，適用於德昌電機之產品佔集團多元化總營業額的比重少於5%。但基於集團極為多元化的環球銷售基礎，估計301關稅法案對公司直接銷售的影響不大。然而仍然難以評估進一步的報復性關稅將會對消費者需求、購買行為以及德昌電機的組件輸入成本所產生中至長期的影響。

花旗指德昌受益於產品需求上升

花旗發表研究報告稱，德昌電機將受惠於純電/混動汽車時代微型電機需求上升，重申「買入」評級，目標價40港元。花旗認為，2018財年，德昌電機利潤率較預期差以及貿易摩擦威脅的問題，實際上已經過去，該股過去三個月累跌約18%，已屬超買，正好為投資者提供了趁低吸納的良機。(系列報道之二)



人幣貶值應避開哪些股？

小錦囊

目前人民幣持續貶值，屢創新低。近日星展銀行零售銀行及財富管理投資總監侯偉福預料，隨着美元走強，下半年人民幣會繼續跟隨其他亞洲貨幣下跌，有機會貶值3%至4%。花旗亦發表報告稱，對人民幣匯價預測，該行料今明兩年美元兌人民幣平均匯率為6.38及6.28，受到中美貿易戰氣氛影響，料人民幣貶值的情況於短期將會延續。

人民幣貶值，將會衝擊到不少行業將會，其中包括內房、外債較高的航空及紙業股。這是因為內地航空股大都是高外債行業，他們的債務都以美元為主，人民幣貶值將會出現匯兌虧損。另外，今年國際油價反覆造好，必然推高進口航油價格，燃料費用佔總成本約三成，航空股表現也因而受到拖累。中資航空股中國國航(753)、東方航空(670)及南方航空(1055)6月下旬以來股價續跌，航空板塊弱勢已成，投資者下半年宜繼續迴避這類股份。

人民幣貶值，會令以人民幣作為主要收入，但負有巨額外債的內房企業落入困境，皆因外債財務開支增加，宏觀市況波動增加風險，又或會影響其銷售情況，從而拖累資金回籠速度。

范曉昱

大行報告

摩通：舜宇手機鏡頭付運量勝預期

摩根大通發表研究報告，指舜宇光學科技(2382)6月手機鏡頭付運量再次跑贏所有市場預期，確認該行對第二季內地高端手機需求好於市場預期的看法，相信多個手機品牌仍會進行鏡頭升級。

報告指，雖舜宇預期上半年鏡頭模組的利潤率將下降，惟該行相信其他有利因素足夠抵銷。該行對舜宇2019年及2020年盈測高於市場分別7%及13%，目標價維持200元，評級「增持」。

瑞信：下調利豐目標價至2.3元

瑞信發表研究報告，預期利豐(494)2018年收入及核心經營溢利將錄得5.3%及12.1%下跌，客戶去庫存料將持續數年，導致供應鏈解決方案業務收入於2019及2020年面臨下跌。雖然公司持續投資於數碼

化，但短期內賺錢能力可預見度仍低。

此外，該行指中美貿易戰將令利豐盈利進一步下跌，美國對中國新一輪2000億美元產品關稅措施包括家具及服裝，利豐產品將受影響。瑞信將利豐2018及2019年盈利預測下調13.0%及4.5%，目標價由2.9元降至2.3元，重申「跑輸大市」評級。

大摩：降騰訊目標價至498元

摩根士丹利發表報告，下調騰訊(700)次季銷售預測4%至740億元人民幣，即按季增1%及按年增31%，主因《絕地求生》賺錢能力延遲；集團視頻業務及廣告受到世界盃影響；以及支付業務監管政策改變，或會拖累利息收入。該行維持非通用會計準則經營利潤率預測32%(首季為34%)，主因遊戲業務貢獻下降。

該行指，集團次季銷售或拖累短期股價，不過預

期次季銷售見底，未來將逐步改善，維持「增持」評級，目標價則由508元降至498元。該行預期，《絕地求生》個人電腦及手遊版仍未能賺錢，主因仍未獲得政府批准牌照，惟基於用戶數量龐大，相信潛在收入不俗。

高盛：吉利發盈喜優於預期

高盛發表研究報告指，吉利(175)發盈喜預期2018年上半年純利按年升50%，去年同期純利錄43.4億元人民幣。該行指上述估算較該行預期高22%，很可能是毛利率高過預期所致。

該行將吉利2018至2020年每股盈利預測上調2%至3%，以反映毛利較佳，同時，將目標價由26.79元升至27.32元。吉利現價相當於2018至2020年預測市盈率11.9倍、9.6倍及7.6倍，由於股價近期下調後估值更為吸引，重申「買入」評級。



中央政府亦強調將以同等力度、同等規模反制美國的進口關稅措施。