



Rana Gupta
印度股票高級投資組合經理



Koushik Pal
印度股票研究高級總監

隨著印度進口美國商品的關稅上升，本文將從整體貿易動態、特定行業風險和宏觀經濟的角度，審視相關措施可能造成的影響。儘管在中期內，美印雙方透過談判達成協議仍是最有可能出現的結果，但我們亦會評估關稅持續構成的風險，並探討印度當局潛在的政策回應。

美國關稅對印度出口的影響

重要事件

- 自 8 月 7 日起，印度輸往美國的商品出口需要繳付 25% 的關稅。隨後，關稅於 8 月 27 日進一步增加，令整體關稅稅率升至 50%¹。
- 然而，並非所有商品出口都被徵收關稅。藥物、電子產品、能源和化學品仍然獲得豁免。經豁免調整後，一籃子商品出口總額的加權平均關稅率接近 34%，而非 50%。即使以此水平來看，印度已成為關稅負擔最沉重的美國貿易夥伴之一，與巴西和中國並列¹。
- 大部份亞洲國家／市場（中國除外）面臨的關稅為 15% 至 20%，而印度則高於這個水平。這增加了印度商品化產品出口被其他出口國取代的風險²。
- 印度目前出口美國的商品總額約為 870 億美元，相當於印度商品出口總額約 20%，約佔國內生產總值增長約 2%。其中約 300 億美元的出口，包括藥物、電子產品、能源和化學品，將繼續獲豁免。

免關稅，但餘下的 570 億美元出口則需繳付關稅，約佔印度國內生產總值的 1.3%²。

- 按年率化計算，以上 570 億美元的商品出口可能面對 250 億至 450 億美元的潛在損失，具體情況取決於需求減少及替代情況。如果維持這些關稅，並且缺乏利好政策抵銷，便可能影響印度的國內生產總值增長及對外貿易差額³。

宏觀影響

1. 貿易差額

若商品出口損失 250 億至 450 億美元，印度的經常帳赤字將擴大 60 至 100 點子。我們早前預測經常帳赤字相當於國內生產總值的 0.5%，現時比重或會上升至 1.1% 至 1.5%。不過，由於印度擁有龐大的外匯儲備³，故即使赤字比重達到 1.5% 的預期上限，仍處於可控水平。

2. 國內生產總值增長

印度有 570 億美元的商品出口受到關稅影響，約佔當地國內生產總值的 1.3%，而扣除豁免關稅商品，影響亦可能達到實際經濟佔比的五成至八成，在缺乏政

¹ 資料來源：美國白宮，2025 年 8 月。

² 資料來源：世界貿易組織，ITC 貿易地圖、摩根大通，2025 年 8 月。

³ 資料來源：宏利投資管理預測，2025 年 8 月。

策支持下，將對國內生產總值增長造成 60 至 100 點子的拖累。這些出口主要集中在紡織、農業及寶石與珠寶等勞工密集的行業，亦較容易被其他來自關稅較低市場的供應商（包括但不限於其他南亞或東南亞國家）所取代³。

相反，具規模的大型行業（例如製藥、電子和化工）並未受到直接影響，但可能面對間接影響。我們認為美國政府之後或會公布針對特定行業的關稅。

3. 貨幣影響

經常帳赤字擴大可能對印度盧比構成壓力。如果政策不明朗因素導致外國直接投資流入放緩，盧比貶值風險將會升溫。重要的是，即使出現貶值壓力，印度龐大的外匯儲備和可靠的宏觀經濟框架，有望將盧比的波幅保持在可控水平。

我們認為，印度盧比適度貶值亦有助刺激當地其他出口表現。

4. 政策應對

上述對經常帳赤字、國內生產總值及印度盧比的影響，是基於當局沒有推行應對政策的假設下量化計算。實際上，政策支持有助緩和部份影響。由於首當其衝的行業多以中小型企業為主，政府或會給予信貸保證，並透過貸款機構確保企業獲得營運資金支持，這類措施在新冠疫情期間亦取得成效。

印度央行預測當地 2026 財政年度國內生產總值按年增長 6.5%，如果增長趨勢受影響超過 50 點子，該行可能下調政策利率 25 至 50 點子。

我們亦相信印度和美國最終可望達成協議，而關稅水平將與其他亞洲市場看齊。然而，長遠來看，印度必須透過出口多元化來減少對美國市場的依賴。

5. 整體評估

如果關稅政策在短期至中期持續，只要當局推行支持政策，關稅對增長、經常帳赤字、國內生產總值和盧比的影響仍會處於可控水平。如果關稅政策持續一段較長時間（超過 12 個月），則可能產生間接影響。這些影響將透過供應鏈傳導，對勞工市場、消費者和投資者信心，以及經濟動力帶來負面影響。雖然這並非我們的基本預測，但這個情況反映印度必須推行更深入的結構性改革，以加快投資、重振國內消費和分散出口市場。

行業影響

從行業角度而言，紡織、寶石與珠寶及農業是即時受壓的領域。這些行業合計僅佔印度國內生產總值增長的一小部份。相比之下，製藥和電子等高增值商品出口，以及最重要的資訊科技服務業仍獲豁免關稅。我們稍後將於下文深入探討這個議題。

1. 中小型企業受影響

中小型企業佔印度總出口超過 50%，而不少受關稅影響的行業類別均以中小型企業為主，例如紡織、海產及寶石與珠寶等行業合共僱用約 5,000 萬人。出口減少或會威脅約 500 萬個職位，約佔相關行業就業人數 10%。

短期內，這些行業可能面對訂單損失和利潤率下降的問題。相關行業的貸款機構亦會承受壓力，但預期政

府將會推出的信貸保證和行業特定支援措施，有助限制風險。

2. 具規模行業不受直接影響

當地具規模的消費及基建行業並未受到直接影響。同樣，服務業出口（特別是資訊科技和製藥）仍不在關稅之列，保障了這些在全球市場具競爭力的行業，亦限制對上市公司盈利的直接影響。

3. 進口替代機遇

除了緩解措施外，印度的進口替代進程亦持續取得進展。電子製造業的生產掛鉤獎勵計劃（PLI）便是例子之一。生產掛鉤獎勵計劃有助印度建立具競爭力的規模，減少對進口的依賴。隨著時間推移，這些措施可以抵銷部份外來阻力，同時為新的出口機遇奠定基礎。

最後，我們發現，印度透過以美國企業為主的全球能力中心（GCC）出口資訊科技服務，以及對美國出口電子產品和智能手機，在疫情後不僅推動了印度的總出口，更收窄其經常帳赤字。我們繼續預期這些行業將穩健增長，同時由於本土轉向可再生能源，電子產品和能源進口將會減少，這有助緩解關稅高於預期帶來的部份潛在負面影響。然而，對於受影響的行業，以及為了抑制間接影響，政策層面的應對措施仍然至關重要。

政策應對至關重要

印度具備政策靈活性、財政實力和貨幣政策空間，能夠緩衝中短期的衝擊，而不會損害宏觀經濟穩定。

1. 財政及貨幣措施已出台

印度政府已宣布改革間接稅稅制，9 月 22 日起推出一項簡化的間接稅率制度「商品及服務稅（GST）2.0」，結構性降低稅率。減免多個類別的間接稅，包括汽車、耐用消費品、包裝食品和必需品，預計將釋放約 240 億美元的消費購買力。這項改革是在今年 2 月已宣布的 120 億美元所得稅減免基礎上進行的。直接與間接稅項的雙重減免，有望為內需提供支撐。

印度央行已將政策利率下調 100 點子，確保市場流動性充裕。由於通脹保持溫和，我們認為若美國關稅高於預期，導致印度 GDP 增長較印度央行原先預測下滑超過 50 個基點，央行仍有空間進一步減息 25 至 50 個基點。

上述支持措施都可以在不影響印度宏觀經濟穩定的情況下推行。

2. 特定行業支持措施

政府可能為以中小型企業為主的行業推出針對性措施，包括信貸保證和更容易獲得營運資金。這類計劃曾於疫情期間推出，並取得成果，公共財政亦無因此失衡。此外，政府也可能推出有助分散商品出口市場的措施。

3. 宏觀優勢

印度的宏觀資產負債表依然穩健：財政赤字為 4.4%⁴、債務佔國內生產總值的比率靠穩在約 57%⁵ 的水平、外匯儲備充裕接近 7000 億美元⁶ 及通脹溫和，以上因素均為決策官員提供操作空間。

4. 前景展望

上述利好因素有助印度在中短期內紓緩關稅的影響，而不會造成重大混亂。中期方面，我們預計印度和美國將達成協議，使關稅降至與其他亞洲國家一致的水平，從而緩解目前的困境。長遠來看，印度推行改革以放寬投資、促進內需和分散出口市場，料成為增強應對這類衝擊的關鍵。

股票市場的影響及配置

1. 8 月份市場反應

印度股市在 8 月份表現持平，反映關稅風險和政策支持的緩衝作用。市場正消化商品及服務稅刺激措施、減免入息稅及充裕流動性帶來的影響，有助緩和市場下行壓力。然而，短期內各板塊可能會受到不同的影響。

2. 我們的持倉策略

受關稅影響的板塊（農業、寶石與珠寶和紡織）佔股票市場的比重不多，我們並無直接持倉。

我們的投資組合與早前「5D」框架(即數碼化 (Digitisation)、去全球化 (Deglobalisation)、減碳 (Decarbonisation)、人口結構

(Demography) 及減赤 (Deficit Reduction)) 下描述的本土及結構性增長主題一致：

- 周期性消費品：受惠於下調商品及服務稅、寬減入息稅和減息措施。從結構而言，消費科技、旅遊、汽車和大型家電等板塊可望繼續增長。這些仍然是我們數碼化和人口結構主題的一部份。
- 本土基建：積極基建設施有助支持本土經濟增長，例如電訊、醫院、可再生能源和房地產。市場整合、基建資產落成及現金流改善則繼而支持此等行業的增長。這些仍然是我們減碳和減少赤字廣泛主題的一部份。
- 電子製造業：大型家電和手機、手提電腦等電子產品的消費增加，推動本土製造業發展。在生產掛鉤獎勵計劃等政策主導的進口替代下，我們預計零部件製造將推動這些行業實現更高價值提升。這是我們去全球化主題的一部份，相關行業的公司可望受惠於進口替代趨勢。
- 製藥：除中國以外，印度在全球製藥公司的小分子合同研究、開發和生產 (CRDMO) 領域仍佔重要地位，其規模和技術僅次於中國和南韓，其他國家難與之媲美。這仍是我們去全球化主題的一部份；隨著供應鏈分散至中國以外地區，印度出口商的市場佔有率可望提升。
- 戰術性方面，我們發現目前印度二線資訊科技股的投資機會增加，增長前景較佳。隨著聯儲局減息和推出其他支持經濟增長的措施，我們相信美國企業將恢復資訊科技服務方面的開支。印度資

⁴ 資料來源：印度財政部，2025 年 2 月。

⁵ 資料來源：CEIC，2024 年 9 月。

⁶ 資料來源：彭博，印度央行，2025 年 9 月。

訊科技板塊亦經歷了價格和時間方面調整，估值因此顯得吸引。

總結

美國向印度商品出口徵收的關稅高於預期，因此將帶來短期衝擊，但其影響集中、可控及可緩解。印度部份出口產品仍獲豁免關稅，即使在壓力情境下，強力的政策支持和宏觀基本因素，也能緩解其對國內生產總值增長和經常帳赤字造成的拖累。

壓力主要落在以中小型企業為主和勞工密集的行業，例如紡織、農業及寶石與珠寶業，這些行業確實存在就業風險，但情況仍然可控。就印度上市企業而言，由於這些行業僅佔市值一小部份，因此影響有限。我們的投資組合仍配置於可受惠結構性和政策利好因素的領域：消費、基建、電子、製藥，以及對資訊科技作戰術性投資。

在中短期內，印度擁有財政、貨幣和外部緩衝，足以應對這次衝擊。不過，高關稅長期持續（超過 12 個月）將成為主要風險，屆時可能逐步對供應鏈、就業、職位、投資資金流及更廣泛的經濟動力造成間接影響。

我們的基本預測仍然是最終解決方案將伴隨風險，但當前情況突顯印度必須持續推行改革，以加快投資步伐、促進內需復甦，以及實現分散出口市場。

整體而言，儘管短期內出現阻力，我們相信印度的增長主題維持不變。政策支持、中期基本因素穩健，以及集中長期發展的深化結構性改革，均可帶來支持。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本資料只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本資料的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本資料的訊息及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關訊息及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的訊息，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本資料所載訊息行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本資料的部份訊息可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本資料所載的情況存在重大差異。本資料載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本資料的訊息僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本資料的訊息不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本資料所載的所有訊息概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細訊息，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本資料全部或任何部分內容。

本資料由宏利投資管理(香港)有限公司刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此資料。