

# 焦點訪談

---

焦點訪談 — 2025 年 10 月 — 板塊展望：美國非必需消費品和必需消費品

Neha Sahni 和 Meredith Jensen

Neha

大家好！歡迎收看新一集投資總監焦點訪談，今集我們將探討當前市場和投資者關注的熱點議題。今日的討論主題，是自 2025 年初美國加徵關稅以來，大部分熱衷宏觀經濟人士討論的焦點，這就是關稅對美國消費狀況的影響。今天，我與滙豐環球投資研究的高級消費研究分析員 Meredith Jensen 一同探討美國非必需消費品和必需消費品板塊的前景。Meredith，歡迎並感謝你的參與。

Meredith

謝謝 Neha。很高興可與你交流。

Neha

我們首先探討美國的宏觀經濟環境。儘管美國消費物價指數目前仍大致受控，但確實有跡象顯示關稅已逐步轉嫁至進口貨品。與此同時，美國勞工市場正在走弱。此外，面對增長放緩和通脹升溫的前景，加上近期宣佈部分關稅的潛在影響，美國消費者開始受到沉重打擊。Meredith，在如此複雜的宏觀經濟環境下，你對美國消費行為的變化有何觀察？這一切如何影響美國整體消費信心？

Meredith

謝謝 Neha。我完全同意你的說法，美國消費需求前景複雜。具體而言，一方面我們認為相對於商品，體驗式消費已形成可持續的超級趨勢，預期這股趨勢將會持續，而且舉足輕重。與此同時，越來越多廣泛層面的美國消費者確實憂慮宏觀經濟形勢。此外，政治環境（包括近日政府停擺）加劇市場波動和憂慮。因此，越來越多美國民眾表達對日常生活成本的關注。從房屋和汽車的保費，以至雜貨店的漢堡價格。目前的情況是，消費者正在重新調整，改變他們所選擇的消費方式，變得更加審慎。這種轉變在旅遊消費中尤其明顯，並跨越所有收入組別。消費者選擇短途旅遊，傾向以駕車替代乘坐飛機，也可能在住宿或用餐選擇方面退而求其次。

---

Neha

現在，讓我們從美國宏觀經濟的整體環境，轉至我們持續觀察到的兩股長期趨勢。首先是美國消費呈現 K 形格局：收入最高的 10% 群體佔美國消費近 50%，因此其非必需消費需求仍然殷切；而處於消費鏈低端的消費者，則確實在承受高昂生活成本的壓力。其次是人口結構老化帶來結構機遇。嬰兒潮世代陸續退休，逐漸成為銀髮消費群，他們坐擁龐大財富，可用於旅遊、體驗和個人化服務。與此同時，他們的預期壽命亦持續延長。Meredith，這兩股長期趨勢對非必需消費品和必需消費品板塊有何結構和周期影響？在這兩個板塊，哪些個別領域或分類板塊很可能錄得增長？相反，哪些領域或分類板塊很可能受進口成本上漲和勞工成本昂貴所拖累？

Meredith

Neha，我完全同意，這些結構轉變確實正在加劇美國消費支出的兩極化現象。一方面，奢侈品公司、高端酒店和豪華郵輪公司的定價能力強勁，而且增長將繼續較板塊平均高出數百基點。另一方面，速食餐飲公司約有三分之一的顧客來自低收入群體，他們正深切感受到當前經濟環境的壓力。此外，這些公司同時面臨勞工壓力和大宗商品價格波動，這是另一個令人憂慮的問題。最後談到必需消費品，我認為必需消費品是基本需要，而且通常較具防護力。目前的挑戰是消費者對價格更為敏感，以及投入成本壓力。因此，我們認為企業不僅需要提供具競爭力的價值主張，還要適應你剛才提述的人口結構和結構上的轉變。

Neha

如此說來，即使在偏好的美國消費分類板塊內，我們仍需要聚焦於「由下而上」的個股選擇。就此而言，能否談談你提出的「五項因子框架」，我相信這是用來識別具有可持續現金流企業的方法論？

Meredith

Neha，你說得對。我們在多年來追蹤消費板塊的過程中發現，物色方法以評估將會表現優勝的企業至關重要。就此，我們使用「五項因子框架」對企業進行評級：第一項因子是物色業務遍佈廣泛地區，並分散於垂直行業和業務領域的公司，這確實有助提供保障和分散風險。第二，我們物色具有規模經濟的公司，這將有助提高購買力並攤薄固定成本，是另一項非常重要的因素。第三，我們物色強大的品牌公司，其品牌能帶來網絡效應，並可推動顧客的參與度、忠誠度和消費頻率。第四，我們必定會考慮流動性和公司推動自由現金流的能力。這能在本經濟周期提供韌性，尤其是相對於其他資源較少的公司。第五，當然要審視估值，我們需要持有估值具吸引力的公司。

---

Neha

最後，讓我們談談人工智能應用擴大至美國消費板塊。Meredith，你認為哪些分類板塊最能在人工智能應用發揮優勢？

Meredith

是的，人工智能已成為消費企業發展的關鍵所在。事實上，這些公司多年來一直聚焦於數據，因此只是進一步加強焦點。從我們追蹤的板塊來看，我會強調網上旅遊公司在我們研究覆蓋的公司中擁有最大優勢。這些公司不僅具備持續創新的往績，更擁有精準投放資源推動業務發展的成功經驗。雖然目前仍處於人工智能競賽的早期階段，但我敢斷言網上旅遊公司將成為新一輪人工智能競賽的贏家。

Neha

總括而言，美國消費呈現 K 形格局：收入最高的 10% 群體佔美國消費近 50%。這個群體的購買力強大，即使目前較注重性價比，他們的非必需消費品支出仍然偏高。在非必需消費品板塊，我們偏好投資於價值主張強勁，而且品牌質素優秀的公司。人口結構老化、銀髮消費者的購買力上升和預期壽命延長等長期結構趨勢，為非必需消費品板塊的若干分類板塊帶來支持，例如高端酒店、郵輪公司和網上旅行社。這些分類板塊的定價能力也較高，並正利用人工智能發揮優勢。然而，即使在這些偏好的分類板塊，仍需要使用適當的框架進行「由下而上」的股票分析。鑒於美國勞工市場走弱和商品價格上漲，我們認為美國必需消費品板塊持續面對阻力。速食餐飲公司等分類板塊應會繼續面對負面的客流量趨勢，同時也承受勞工成本和進口成本上漲的不利因素。綜合所有因素，我們繼續相對偏好非必需消費品板塊多於必需消費品板塊。短期戰術資產配置方面，我們對美國和環球非必需消費品板塊維持中性觀點，並對美國和環球必需消費品板塊維持溫和偏低比重。Meredith，非常感謝你今天分享有關美國消費板塊的精闢見解。