

2022年9月

美国股市观点

步步为营的防守部署

市场概览 – 多重因素交织

美国股市早前从2022年6月低位回升，经历了一轮短暂反弹。但自8月中旬以来，因标普500指数未能突破200天移动平均线阻力水平，指数再度大幅回落。

我们在8月刊中提到，市场可能过早反映美联储政策于2023年急剧转向的预期。由于通胀压力依然高企，加上股市和信贷市场反弹，金融状况改善，美联储并没理由在政策利率方面退让。

近期举行的Jackson Hole央行年会正好印证这一点。美联储主席鲍威尔的讲话清楚表明，遏制通胀仍然是当务之急，美联储的“首要目标是使通胀率回落至2%目标”，而“降低通胀可能需要经历一段经济增长低于长期趋势水平的时期”。目前，联邦基金利率期货价格反映（1）2022年9月加息75个基点的概率较高，终点利率预期亦有所上升；以及（2）减息不会如预期般提早发生。由于通胀率仍然远高于目标，美联储政策转向将可能需要宏观数据大幅转弱作为前提。

受美联储鹰派立场影响，美国10年期国债收益率回升至3%以上，增长股股价则大幅调整。尽管如此，就增长与价值型股票之间的取向而言，随着宏观环境转趋负面，价值/周期性股票可能开始转弱，而增长股将可展现相对优势，特别是估值合理的股份。基于这点，我们对科技行业保持中性配置，当中较看好科技巨企和软件股，对半导体股则较为谨慎。

值得注意的是，在盈利预测调整方面，虽然盈利预测修正比率仍然疲弱，但该比率于2022年8月在所有地区（包括美国）均录得改善（见图表1）。虽然经济放缓的程度尚未明朗，但这也许是一个信号，反映盈利预测下调已在一定程度上反映增长减速，而盈利预测下调股份数目正在回稳。同时，美国经济在连续两季录得环比负增长后，第三季GDP环比增长率预测回升至0.5%（经季节性调整年率）。

注：盈利预测修正比率为每股盈利平均预测上调与下调股份数目之间的比率。

图表 1. 全球各区盈利预测修正比率

地区	6月	7月	8月	过去三个月
全球	0.87	0.73	0.89	0.83
亚太区（日本除外）	0.70	0.68	0.71	0.69
新兴市场	0.75	0.71	0.77	0.74
美国	0.95	0.55	0.85	0.76
欧洲	1.11	0.93	1.30	1.11
日本	1.14	0.99	1.31	1.14

资料来源：美银美林
过往表现并非目前或未来表现的指标。

徐启敏

法国巴黎银行
亚洲区股票咨询部主管



郑婉君

法国巴黎银行
亚洲区股票咨询部资深顾问



年初至今，标普500指数大幅下跌的主因为加息引发的估值下调，而指数层面的盈利预测下调幅度仍然不大（2022年下调幅度为2.5%）。由于估值倍数已大幅调整（标普500指数于3600点水平的市盈率约为16倍，较历史平均值低一个标准差），股市的未来走势很可能由业绩决定。

后市的重要催化剂，包括2022年9月的美联储议息会议，以及10月初至中旬的第三季业绩期。其中，美联储决策将取决于经济数据，如加息幅度较预期小，将可能向市场释出正面信号，但自8月消费物价指数公布以来，此可能性已大幅下降。此外，欧洲将是一个关键风险，该区日益恶化的能源危机将压抑经济增长，而国际业务占比较高的美国股票将受到影响。

同时，业绩不确定性正与股市季节性因素交织。美国股市一般在9月份表现最弱，及后于第四季回升，此现象在中期选举年尤为明显。一项卖方研究指出，标普500指数倾向在中期选举年的1至9月录得不稳定的回报率，然后于第四季强劲反弹。

若业绩趋势在短期内并不如预期般差，市场或将持续呈区间上落走势（标普500指数或于3600至4300点上落），并有可能于接近年底时出现反弹。

我们继续偏好防守性部署，首选板块为医疗保健、部分拥有定价能力的必需消费品，以及绿色 / 传统基础设施。以下各节将详述我们对医疗保健及半导体行业的短期观点。

医疗保健行业 - 降通胀法案下仍保持乐观

自从美国民主党的《降通胀法案》出炉，制药板块再次成为市场焦点。该法案涉及的药品定价政策，在很大程度上与该党的《重建美好未来法案》内容一致。

新法案提出数项关键的药品定价政策变动，包括：

- 1) 联邦政府将就联邦医疗保险（Medicare）最常用药品的价格进行谈判，起初将包括计划D部

分（涵盖在药房购买并自行服用的药物），其后将延伸至B部分（涵盖由医生施用的药物）。谈判范围内的药品于第九至十一年的最低价格折扣将为25%，第十二至十五年为35%，第十六年起则为60%。

- 2) 降低病人自付费用，包括重新设计联邦医疗保险D部分，将病人自付费用限制在2,000美元内。
- 3) 将药品价格每年升幅限制在通胀水平内。

联邦医疗保险B部分和D部分将针对超过通胀率的价格升幅引入罚款。这将适用于B部分所有单一来源药物，以及D部分每年费用超过100美元的所有药物。

政策后续影响

药品价格谈判将是美国制药板块未来的潜在不利因素，并将继续成为市场关注点，即使其初期影响看似可控。其中，药品价格升幅受通胀限制的影响可能是中性的，而D部分的重新设计甚至可能是一个有利因素。

整体而言，联邦医疗保险药品价格谈判的实际执行情况，以及未来药品价格折扣的范围仍然存在疑问。需要留意的是，法例指明（1）政策将于2026至2029年分阶段实施，并意味（2）2029年及后最多只会影响20种D部分和B部分的现有药品。

此外，综观目前联邦医疗保险B部分和D部分的主要药物，在受制于政策时大部分属谈判范围内的药品将接近其生命周期的终点，因此影响将更加轻微。

我们的观点

制药行业一直批评，药品价格谈判将损害创新，导致药物研发方面的突破减少。药厂未来更将透过一切途径进行诉讼及作出反对，而目前的政治形势很可能对它们有利。

由于美国最高法院由保守派主导，加上民主党有可能于2022年11月的中期选举失去众议院控制权，在总统拜登任期的后半段，进一步引入药品定价法例的可能性并不大。尽管药品价格谈判范围扩大是一个长期风险因素，但前提是民主党需要掌控白宫及国会。

近期关于美国政府定价改革的讨论甚为炽热，但事实上，行业整体与美国政府有关（即联邦医疗保险及联邦医疗补助计划）的业务占比只有约两成，受《降通胀法案》影响的比例更要小得多。联邦医疗保险相关业务占比较高的公司亦可短暂提高新药价格，以抵销价格谈判范围内药物所受的影响。

分析师普遍预期，目前的改革方案只会由2026年起对药厂每股盈利造成温和影响。市场对行业的忧虑，主要集中在药品价格谈判范围于未来扩张的可能，但若民主党未能继续控制白宫和国会，此可能性将相当低。因此，在未来一段时间内，《降通胀法案》对药品定价构成的政治压力已充分显现（而且事实上，政策本身的影响亦非太严重）。

美国制药板块的投资情绪依然高涨，我们认为《降通胀法案》的药品价格改革并不会显著改变投资者在该板块的部署。

半导体行业 - 反弹时机未临

由于经营环境恶化及近期行业数据疲弱，半导体企业的盈利预测正在加速下调：

- 行业下游库存水平增加至接近历史新高；
- 智能手机、个人电脑等消费领域的弱势最为明显；
- 主要代工厂及记忆体厂商减少半导体资本开支，加上供应链问题持续，对半导体设备公司造成影响；
- 汽车 / 工业半导体市场仍然稳健，但随着经济放缓，市场对“重复下单”情况和需求下降表示忧虑；

- 数据中心领域的趋势最为强韧，但市场越渐怀疑其强劲需求的可持续性。

库存调整将持续至明年上半年

受终端需求转弱、库存高企及代工厂供应回升影响，无厂半导体企业目前正在消耗存货。一间全球领先的半导体代工厂因此预期，半导体库存调整将持续至2023年上半年。

随着半导体供应改善，订单取消情况很可能开始浮现，导致库存进一步增加，而行业的盈利预测下调才刚开始。此外，近期的地缘政治发展（例如美国政府限制向中国出口高性能图像处理晶片）将可能加剧库存情况。整体而言，由于库存水平持续上升，行业仍将举步维艰。

低于长期趋势水平的经济增长，一般会拖累半导体销售陷入负增长，而在增长趋势恢复之前，市场必须先重设其预期。根据过往经济放缓的历史趋势，目前市场对2023年半导体销售的平均预测（同比增长7%）可能过于乐观。我们预期，只有当ISM制造业指数下跌至50及以下水平，加上库存水平见顶或合理化，半导体行业才会出现可持续的反弹，然而上述情况尚未发生。

半导体：新世代的石油

好消息是，半导体板块已显著跑输市场，估值大致上亦不算昂贵。然而，市场对行业明年表现的预测仍可能过于乐观。我们认为，费城半导体指数（SOX指数）可能会在未来数月重新下试2022年7月低位。

尽管如此，我们长线而言仍非常看好半导体行业。半导体已成为一项基本工业要素，其重要性近似石油。此外，全球经济数码化趋势将持续加速，其动力源自人工智能 / 机器学习、计算、网络联通、汽车半导体含量增长，以及“元宇宙”等结构性趋势。



开始准备买入清单

当业绩预期在未来数季重设完毕，我们将重新聚焦以下前景最好的半导体投资主题：

云计算 / 人工智能 / 网络：

我们认为云端半导体的长线趋势最为强劲。虽然超大规模企业的2023年营运开支增长放缓，但受益于负荷量增长、业务向人工智能转型，以及新型中央处理器（CPU）产品周期，数据中心的资本开支前景仍然相当稳健。

2019年，随着经济增长放缓，数据中心相关半导体销售与云端资本开支值一同减速（见图表2），同比增长率低于2%，较2018年增长约20%大幅回落。目前，市场平均预期数据中心半导体销售将于2023财年增长20%至25%，反映今年销售增长存在风险，但仍有可能录得正增长。

半导体设备：

半导体设备方面，随着逻辑晶片和记忆体厂商展现疲态，半导体设备开支有可能于2023年下降，特别是在记忆体方面。美国一间主要记忆体厂商近期下调业绩前瞻指引，并表示将进一步削减支出，其2023财年整体资本开支将较2022财年有所下降。

长远而言，我们仍然看好此板块。过去八年来，由于半导体制造技术日益复杂，加上资本密集度提升，半导体设备开支年增长率较半导体行业收入增长高出约700个基点。

此外，我们预期涉资520亿美元的美国《晶片法案》（CHIPS法案）将能提振国内半导体产能投资，同时减少投资项目的障碍，而半导体设备供应商将是主要受益者。CHIPS法案或将刺激美国在2024至2026年间增加2%至3%资本开支，并可能推动其他国家政府加入竞赛，增加科技支出。

汽车半导体：

相对于电动车代工厂，我们认为汽车半导体板块更适合用作投资汽车电气化主题，主要由于前者行业竞争激烈，估值亦较昂贵。

汽车半导体行业整合度较高，竞争激烈程度较低，并拥有较高的定价能力。此外，行业估值亦较为合理，且将受惠于汽车半导体含量增加所带来的结构性增长。

短期而言，受传统制程代工厂产能所限，汽车半导体供应仍将受到制肘。该市场的需求增速持续超越供应增长，交付时间延长，利润率亦因价格上升而较高。然而，周期性忧虑仍将为行业带来压力。

记忆体：

鉴于其商品化性质，记忆体一般是半导体中周期性最强的板块。尽管如此，记忆体行业经历过去十年的整合，周期性波动已有所减低，供应更为稳定，盈利能力亦得以提高。

长远而言，我们预期行业将受惠于多个市场领域对记忆体的需求增长，包括数据中心（高效能运算需要更多记忆体和储存空间）、汽车、工业、移动设备及个人电脑。

图表 2. 半导体销售收入增长 (当经济增长率在3%以下)

销售收入 (同比变化)	1988	2001	2002	2009	2019	2020	平均
全球实质GDP增长	2.6%	2.4%	2.9%	(0.1%)	2.9%	(3.1%)	1.3%
半导体 (总计)	(8.5%)	(32.0%)	1.3%	(9.0%)	(12.0%)	6.8%	(8.9%)
核心半导体	(4.9%)	(26.5%)	(0.4%)	(10.3%)	(1.6%)	5.6%	(6.3%)
记忆体	(21.6%)	(49.5%)	8.7%	(3.3%)	(32.6%)	10.4%	(14.7%)

资料来源：美银美林
过往表现并非目前或未来表现的指标。

免责声明

本文件/通讯/信息（统称“文件”）由法国巴黎银行，透过其新加坡分行在新加坡提供，并由法国巴黎银行，透过其香港分行在香港提供。法国巴黎银行是一家在法国成立的公众有限公司（société anonyme），其成员承担有限法律责任。法国巴黎银行，透过其香港分行为受香港金融管理局监管的持牌银行，及《证券及期货条例》（香港法例第571章）所指的注册机构；于香港证券及期货事务监察委员会（“证监会”）注册，获准进行第1、4、6及9类受规管活动（证监会中央编号：AAF564）。法国巴黎银行，透过其新加坡分行（单一机构识别号码/注册编号：S71FC2142G）为受新加坡金融管理局监管的持牌银行。“法国巴黎银行财富管理”乃法国巴黎银行营运之财富管理业务之名称。“法国巴黎银行财富管理”（单一机构识别号码/注册编号：53347235X）是根据Business Names Registration Act 2014在新加坡注册之企业名称。

本文件仅供一般参考，不应用作订立任何特定交易的参考。阁下不应对本文件的资料和意见加以依赖，亦不应用以取替阁下的任何决定或寻求独立专业意见（如不论是财务、法律、会计、税务或其他意见）的需要。本文件不拟作为进行买卖或订立交易的要约或游说。此外，本文件及其内容不拟作为任何类别或形式的广告、诱因或声明。法国巴黎银行保留权利（但并无责任）随时在不发出通知的情况下更改本文件的资料，而且，除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则法国巴黎银行毋须对有关变动所引致的任何后果负责。

本文件所载资料仅拟作讨论用途，若投资者决定进行有关交易，将受制于有关交易的最终条款所约束。它并不代表（1）交易的实际条款，（2）任何现有交易可以解除的实际条款，（3）交易提早终止后应支付金额的计算或估算，或（4）法国巴黎银行在其财务报告账目中给出的交易实际估值。交易的最终条款将载于条款清单、适用条款合同和/或确认书。另请参阅有关文件所载之免责声明以及本行收费表中有关费用、收费及/或佣金的披露及其他重要资料。

若本文件是交易完成/交易确认书，请仔细检查本文件中所列出的资料，如发现任何差异，请阁下立即与我们联系。本文件的内容取决于我们随后以邮件形式寄出之银行对账单中的最终交易详情/信息及/或建议（如有）。本文件包含仅供上述收件人使用之机密信息。若阁下并非收件人，请勿传播、复制或依据本文件采取任何行动。若阁下误收到本文件，请立即通知法国巴黎银行并删除/销毁本文件。

尽管本文件提供的资料和意见可能取自或源自被视为可靠的已发布或未发布的来源，而且在拟备本文件时已采取一切合理审慎的措施，但法国巴黎银行并无就其准确性或完整性作出任何明示或隐含的声明或担保，而且，除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则法国巴黎银行毋须就任何不正确资料、误差或遗漏承担责任。本文件所载的所有估计及意见构成法国巴黎银行在截至本文件刊发日期的判断，而所表达的意见可予更改，毋须另行通知。本文所载资料可能包含前瞻性陈述。“认为”、“预期”、“预计”、“预测”、“估计”、“预估”、“有信心”、“具信心”等字词和其他类似用语亦旨在表明前瞻性

陈述。此等前瞻性陈述并非历史事实，而是法国巴黎银行根据当前可用资料所建立的现行信念、假设、预期、估计和预测，并包括已知和未知风险及不确定因素。此等前瞻性陈述并非未来表现的保证，并附带各种风险、不确定因素和其他因素，部份无法控制及难以预估。因此，实际结果可能与此等前瞻性陈述所表达、暗示或预测显着有别。投资者应自行独立判断任何前瞻性陈述，并自行咨询专业意见以理解该等前瞻性陈述。法国巴黎银行概不保证更新有关前瞻性陈述。当投资者考虑关于产品/投资表现的任何理论历史资料时，投资者应注意有关过往表现的任何提述不应被视为未来表现的指标。法国巴黎银行并无就任何投资/交易的预期或预计成效、盈利能力、回报、表现、结果、影响、后果或利益作出任何担保、保证或声明。除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则法国巴黎银行集团公司或实体概不会就使用或依赖本文件或所提供的资料的任何部份而直接或间接引致的任何损失承担任何责任。

结构性交易为复杂的交易，可能涉及的损失风险甚高，包括可能损失所投资的本金。若本文件所述的任何产品是涉及衍生工具的结构产品，除非阁下已完全了解并同意接受所有风险，否则阁下不应对该产品进行投资。若阁下对任何产品/交易有任何疑问，应寻求独立专业意见。

各投资者/认购方在订立任何一项交易前，应充份了解产品/投资的条款、条件及特点，以及订立交易/投资的风险、优点及适用性（包括与发行人相关的任何市场风险），并在作出投资前咨询其本身独立的法律、监管、税务、财务及会计顾问。投资者/认购方应充份了解有关投资的特点，而且具有承担投资损失的财力，和愿意承担所有相关风险。除非另有明确书面协定，否则（1）若法国巴黎银行无向投资者/认购方游说出售或建议任何金融产品，其于任何交易中均非以财务顾问的身份为投资者/认购方行事，以及（2）无论如何，法国巴黎银行于任何交易中均非以受信人的身份为投资者/认购方行事。

在本文件刊发之前或之后，法国巴黎银行及/或它的联系人或关连人士可能或经已为其本身进行有关本文件所述的产品或任何相关产品的交易。在本文件刊发当日，法国巴黎银行、它的联系人或关连人士及其各自的董事及/或代表及/或雇员可能就本文件所述的产品，或以该产品为基础的衍生工具进行坐盘交易，并可能持有长仓或短仓或其他权益，或进行庄家活动，及可能随时在公开市场或其他市场以主事人或代理或市场庄家的身份购入及/或沽售投资。此外，法国巴黎银行及/或它的联系或关连人士在过去十二个月内可能担任投资银行，或可能已向本文件所述的公司或就本文件所述的产品提供重要的意见或投资服务。

本文件属机密性质，并仅拟供法国巴黎银行、它的联营公司、其各自的董事、高级职员及/或雇员和本文件的收件人使用。在未获得法国巴黎银行的事先书面同意前，本文件不可由任何收件人向任何其他人士派发、发布、复制或披露，亦不可在任何文件中引用或提述。



联系我们



wealthmanagement.bnpparibas/asia

免责声明

香港：本文件由法国巴黎银行，透过其香港分行在香港派发。本文件在香港仅派发予专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法例第571章）附表一第一部）。本文件所述的部份产品或交易在香港可能未经许可，及不可向香港投资者发售。

新加坡：本文件由法国巴黎银行，透过其新加坡分行在新加坡仅派发予认可投资者（定义见新加坡法例第289章《证券及期货法》），并不拟向并非认可投资者的新加坡投资者派发，而且不应向任何该等人士传送。本文件所述的部份产品或交易在新加坡可能未经许可，及不可向新加坡投资者发售。

除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则本文件的资料仅供拟定收件人传阅，不拟作为向本文件的收件人提供的建议或投资意见。本文件的收件人在作出购买或订立任何产品或交易的承诺前，应就产品或交易的合适性（经考虑收件人的特定投资目标、财务状况和特别需要），以及有关产品或交易所涉及的风险，咨询其本身的专业顾问的意见。

请注意，本文件可能与法国巴黎银行作为发行人的产品有关，在此情况下，本文件或本文件所载资料可能由法国巴黎银行作为产品发行人的身份编制（“发行人文件”）。当发行人文件由法国巴黎银行，透过其香港分行，或由法国巴黎银行，透过其新加坡分行，以分销商的身份提供给阁下时，亦受制于法国巴黎银行财富管理适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条所约束。如发行人文件的条款与法国巴黎银行财富管理适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条之间存在任何不一致，概以后者为准。

请注意：任何投资产品或交易所涉及各方、其投资专业人士和/或其联营公司的整体投资活动或角色，可能会导致各种潜在和实际利益冲突。具体而言，交易对手/发行人/提供商或其相关实体或联营公司可能提供或管理其他投资，其利益可能与阁下在该投资产品或交易中的投资利益有所不同；或当产品交易对手或发行人是法国巴黎银行或其相关实体或联营公司时，法国巴黎银行亦可能是同一产品的分销商、担保人、计算代理人和/或安排人。法国巴黎银行及其联属公司以及与其有联系或有关连的人士（统称“法国巴黎银行集团”）可能以庄家身份或可作为委托人或代理人买卖本文件所述证券或有关衍生产品。法国巴黎银行集团可能于本文件所载的发行人中拥有财务权益，包括于持有其证券的长仓或短仓及/或有关

期权、期货或其他衍生工具。法国巴黎银行集团（包括其高级职员及雇员）可能或已经出任本文件所述任何发行人的高级职员、董事或顾问。法国巴黎银行集团可能于过去12个月内不时为本文件所提及的任何发行人招揽、进行或已进行投资银行、包销或其他服务（包括作为顾问、经办人、包销商或放款人）。法国巴黎银行集团可在法律准许的情况下，于本文件所载的资料刊发之前，依据有关资料或据此进行的研究或分析行事，或使用有关资料或据此进行的研究或分析。法国巴黎银行集团的成员公司可能对于有关结构性产品项下若干责任有利益冲突。例如，其及其联属公司可能为其本身或为其他人士进行相关产品的交易。其或其联属公司可能收取任何相关产品的部分管理或其他费用。法国巴黎银行可向与相关产品有关的实体提供其他服务并获支付酬金。所有此等活动均可能导致有关法国巴黎银行的若干财务权益出现利益冲突。

如本文件涉及房地产，请注意，法国巴黎银行透过其香港分行在香港提供的房地产服务仅限香港以外的物业。具体而言，法国巴黎银行，透过其香港分行并未持有牌照处理位于香港的任何物业。法国巴黎银行，透过其新加坡分行并未持有牌照处理及不提供房地产服务，本文件亦不可这样被诠释。

法国巴黎银行之客户及交易对手有责任确保自身遵守美国第13959号行政命令（EO）（经修订）适用之规定（及后续所有官方指引）。有关该行政命令的全部详情，请阁下参阅以下网页：如需查阅该行政命令全文，请访问 <https://home.treasury.gov/system/files/126/13959.pdf>，如需了解美国财政部外国资产管理办公室(OFAC)就该行政命令发布之最新指引，请访问 <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-sanctions/recent-actions>。

阁下一经接纳本文件，即同意受以上限制所约束。如中英文版本有任何含糊不清或歧异，概以英文版本为准。在与法国巴黎银行透过其新加坡分行进行的任何交易或安排中，英文版是唯一有效版本，中文版将不予以考虑。

图片来源 © Getty Images。

© BNP Paribas (2022) 版权所有。