

2022年9月

美國股市觀點

步步為營的防守部署

市場概覽 – 多重因素交織

美國股市早前從2022年6月低位回升，經歷了一輪短暫反彈。但自8月中旬以來，因標普500指數未能突破200天移動平均線阻力水平，指數再度大幅回落。

我們在8月刊中提到，市場可能過早反映聯儲局政策於2023年急劇轉向的預期。由於通脹壓力依然高企，加上股市和信貸市場反彈，金融狀況改善，聯儲局並沒理由在政策利率方面退讓。

近期舉行的Jackson Hole央行年會正好印證這一點。聯儲局主席鮑威爾的講話清楚表明，遏制通脹仍然是當務之急，聯儲局的「首要目標是使通脹率回落至2%目標」，而「降低通脹可能需要經歷一段經濟增長低於長期趨勢水平的時期」。目前，聯邦基金利率期貨價格反映 (1) 2022年9月加息75個基點的概率較高，終點利率預期亦有所上升；以及 (2) 減息不會如預期般提早發生。由於通脹率仍然遠高於目標，聯儲局政策轉向將可能需要宏觀數據大幅轉弱作為前提。

受聯儲局鷹派立場影響，美國10年期國債收益率回升至3%以上，增長股股價則大幅調整。儘管如此，就增長與價值型股票之間的取向而言，隨着宏觀環境轉趨負面，價值/週期性股票可能開始轉弱，而增長股將可展現相對優勢，特別是估值合理的股份。基於這點，我們對科技行業保持中性配置，當中較看好科技巨企和軟件股，對半導體股則較為謹慎。

值得注意的是，在盈利預測調整方面，雖然盈利預測修正比率仍然疲弱，但該比率於2022年8月在所有地區（包括美國）均錄得改善（見圖表1）。雖然經濟放緩的程度尚未明朗，但這也許是一個訊號，反映盈利預測下調已在一定程度上反映增長減速，而盈利預測下調股份數目正在回穩。同時，美國經濟在連續兩季錄得按季負增長後，第三季GDP按季增長率預測回升至0.5%（經季節性調整年率）。

註：盈利預測修正比率為每股盈利平均預測上調與下調股份數目之間的比率。

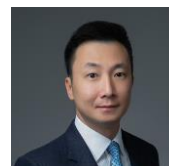
圖表 1. 全球各區盈利預測修正比率

地區	6月	7月	8月	過去三個月
全球	0.87	0.73	0.89	0.83
亞太區（日本除外）	0.70	0.68	0.71	0.69
新興市場	0.75	0.71	0.77	0.74
美國	0.95	0.55	0.85	0.76
歐洲	1.11	0.93	1.30	1.11
日本	1.14	0.99	1.31	1.14

資料來源：美銀美林
過往表現並非目前或未來表現的指標。

徐啟敏

法國巴黎銀行
亞洲區股票諮詢部主管



鄭婉君

法國巴黎銀行
亞洲區股票諮詢部資深顧問



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變通世界

年初至今，標普500指數大幅下跌的主因為加息引發的估值下調，而指數層面的盈利預測下調幅度仍然不大（2022年下調幅度為2.5%）。由於估值倍數已大幅調整（標普500指數於3600點水平的市盈率約為16倍，較歷史平均值低一個標準差），股市的未來走勢很可能由業績決定。

後市的重要催化劑，包括2022年9月的聯儲局議息會議，以及10月初至中旬的第三季業績期。其中，聯儲局決策將取決於經濟數據，如加息幅度較預期小，將可能向市場釋出正面訊號，但自8月消費物價指數公佈以來，此可能性已大幅下降。此外，歐洲將是一個關鍵風險，該區日益惡化的能源危機將壓抑經濟增長，而國際業務佔比較高的美國股票將受到影響。

同時，業績不確定性正與股市季節性因素交織。美國股市一般在9月份表現最弱，及後於第四季回升，此現象在中期選舉年尤為明顯。一項賣方研究指出，標普500指數傾向在中期選舉年的1至9月錄得不穩定的回報率，然後於第四季強勁反彈。

若業績趨勢在短期內並不如預期般差，市場或將持續呈區間上落走勢（標普500指數或於3600至4300點上落），並有可能於接近年底時出現反彈。

我們繼續偏好防守性部署，首選板塊為醫療保健、部分擁有定價能力的必需消費品，以及綠色 / 傳統基礎設施。以下各節將詳述我們對醫療保健及半導體行業的短期觀點。

醫療保健行業 - 降通脹法案下仍保持樂觀

自從美國民主黨的《降通脹法案》出爐，製藥板塊再次成為市場焦點。該法案涉及的藥品定價政策，在很大程度上與該黨的《重建美好未來法案》內容一致。

新法案提出數項關鍵的藥品定價政策變動，包括：

- 1) 聯邦政府將就聯邦醫療保險（Medicare）最常用藥品的價格進行談判，起初將包括計劃D部

分（涵蓋在藥房購買並自行服用的藥物），其後將延伸至B部分（涵蓋由醫生施用的藥物）。談判範圍內的藥品於第九至十一年的最低價格折扣將為25%，第十二至十五年為35%，第十六年起則為60%。

- 2) 降低病人自付費用，包括重新設計聯邦醫療保險D部分，將病人自付費用限制在2,000美元內。
- 3) 將藥品價格每年升幅限制在通脹水平內。

聯邦醫療保險B部分和D部分將針對超過通脹率的價格升幅引入罰款。這將適用於B部分所有單一來源藥物，以及D部分每年費用超過100美元的所有藥物。

政策後續影響

藥品價格談判將是美國製藥板塊未來的潛在不利因素，並將繼續成為市場關注點，即使其初期影響看似可控。其中，藥品價格升幅受通脹限制的影響可能是中性的，而D部分的重新設計甚至可能是一個有利因素。

整體而言，聯邦醫療保險藥品價格談判的實際執行情況，以及未來藥品價格折扣的範圍仍然存在疑問。需要留意的是，法例指明（1）政策將於2026至2029年分階段實施，並意味（2）2029年及後最多只會影響20種D部分和B部分的現有藥品。

此外，綜觀目前聯邦醫療保險B部分和D部分的主要藥物，在受制於政策時大部分屬談判範圍內的藥品將接近其生命週期的終點，因此影響將更加輕微。

我們的觀點

製藥行業一直批評，藥品價格談判將損害創新，導致藥物研發方面的突破減少。藥廠未來更將透過一切途徑進行訴訟及作出反對，而目前的政治形勢很可能對它們有利。



由於美國最高法院由保守派主導，加上民主黨有可能於2022年11月的中期選舉失去眾議院控制權，在總統拜登任期的後半段，進一步引入藥品定價法例的可能性並不大。儘管藥品價格談判範圍擴大是一個長期風險因素，但前提是民主黨需要掌控白宮及國會。

近期關於美國政府定價改革的討論甚為熾熱，但事實上，行業整體與美國政府有關（即聯邦醫療保險及聯邦醫療補助計劃）的業務佔比只有約兩成，受《降通脹法案》影響的比例更要小得多。聯邦醫療保險相關業務佔比較高的公司亦可短暫提高新藥價格，以抵銷價格談判範圍內藥物所受的影響。

分析師普遍預期，目前的改革方案只會由2026年起對藥廠每股盈利造成溫和影響。市場對行業的憂慮，主要集中在藥品價格談判範圍於未來擴張的可能，但若民主黨未能繼續控制白宮和國會，此可能性將相當低。因此，在未來一段時間內，《降通脹法案》對藥品定價構成的政治壓力已充分顯現（而且事實上，政策本身的影響亦非太嚴重）。

美國製藥板塊的投資情緒依然高漲，我們認為《降通脹法案》的藥品價格改革並不會顯著改變投資者在該板塊的部署。

半導體行業 - 反彈時機未臨

由於經營環境惡化及近期行業數據疲弱，半導體企業的盈利預測正在加速下調：

- 行業下游庫存水平增加至接近歷史新高；
- 智能手機、個人電腦等消費領域的弱勢最為明顯；
- 主要代工廠及記憶體廠商減少半導體資本開支，加上供應鏈問題持續，對半導體設備公司造成影響；
- 汽車 / 工業半導體市場仍然穩健，但隨着經濟放緩，市場對「重複下單」情況和需求下降表示憂慮；

- 數據中心領域的趨勢最為強韌，但市場越漸懷疑其強勁需求的可持續性。

庫存調整將持續至明年上半年

受終端需求轉弱、庫存高企及代工廠供應回升影響，無廠半導體企業目前正在消耗存貨。一間全球領先的半導體代工廠因此預期，半導體庫存調整將持續至2023年上半年。

隨着半導體供應改善，訂單取消情況很可能開始浮現，導致庫存進一步增加，而行業的盈利預測下調才剛開始。此外，近期的地緣政治發展（例如美國政府限制向中國出口高性能圖像處理器晶片）將可能加劇庫存情況。整體而言，由於庫存水平持續上升，行業仍將舉步維艱。

低於長期趨勢水平的經濟增長，一般會拖累半導體銷售陷入負增長，而在增長趨勢恢復之前，市場必須先重設其預期。根據過往經濟放緩的歷史趨勢，目前市場對2023年半導體銷售的平均預測（按年增長7%）可能過於樂觀。我們預期，只有當ISM製造業指數下跌至50及以下水平，加上庫存水平見頂或合理化，半導體行業才會出現可持續的反彈，然而上述情況尚未發生。

半導體：新世代的石油

好消息是，半導體板塊已顯著跑輸大市，估值大致上亦不算昂貴。然而，市場對行業明年表現的預測仍可能過於樂觀。我們認為，費城半導體指數（SOX指數）可能會在未來數月重新下試2022年7月低位。

儘管如此，我們長線而言仍非常看好半導體行業。半導體已成為一項基本工業要素，其重要性近似石油。此外，全球經濟數碼化趨勢將持續加速，其動力源自人工智能 / 機器學習、計算、網絡聯通、汽車半導體含量增長，以及「元宇宙」等結構性趨勢。



開始準備買入清單

當業績預期在未來數季重設完畢，我們將重新聚焦以下前景最好的半導體投資主題：

雲計算 / 人工智能 / 網絡：

我們認為雲端半導體的長線趨勢最為強勁。雖然超大規模企業的2023年營運開支增長放緩，但受益於負荷量增長、業務向人工智能轉型，以及新型中央處理器（CPU）產品週期，數據中心的資本開支前景仍然相當穩健。

2019年，隨着經濟增長放緩，數據中心相關半導體銷售與雲端資本開支值一同減速（見圖表2），按年增長率低於2%，較2018年增長約20%大幅回落。目前，市場平均預期數據中心半導體銷售將於2023財年增長20%至25%，反映今年銷售增長存在風險，但仍有可能錄得正增長。

半導體設備：

半導體設備方面，隨着邏輯晶片和記憶體廠商展現疲態，半導體設備開支有可能於2023年下降，特別是在記憶體方面。美國一間主要記憶體廠商近期下調業績前瞻指引，並表示將進一步削減支出，其2023財年整體資本開支將較2022財年有所下降。

長遠而言，我們仍然看好此板塊。過去八年來，由於半導體製造技術日益複雜，加上資本密集度提升，半導體設備開支年增長率較半導體行業收入增長高出約700個基點。

此外，我們預期涉資520億美元的美國《晶片法案》（CHIPS法案）將能提振國內半導體產能投資，同時減少投資項目的障礙，而半導體設備供應商將是主要受益者。CHIPS法案或將刺激美國在2024至2026年間增加2%至3%資本開支，並可能推動其他國家政府加入競賽，增加科技支出。

汽車半導體：

相對於電動車代工廠，我們認為汽車半導體板塊更適合用作投資汽車電氣化主題，主要由於前者行業競爭激烈，估值亦較昂貴。

汽車半導體行業整合度較高，競爭激烈程度較低，並擁有較高的定價能力。此外，行業估值亦較為合理，且將受惠於汽車半導體含量增加所帶來的結構性增長。

短期而言，受傳統製程代工廠產能所限，汽車半導體供應仍將受到制肘。該市場的需求增速持續超越供應增長，交付時間延長，利潤率亦因價格上升而較高。然而，週期性憂慮仍將為行業帶來壓力。

記憶體：

鑑於其商品化性質，記憶體一般是半導體中週期性最強的板塊。儘管如此，記憶體行業經歷過去十年的整合，週期性波動已有所減低，供應更為穩定，盈利能力亦得以提高。

長遠而言，我們預期行業將受惠於多個市場領域對記憶體的需求增長，包括數據中心（高效能運算需要更多記憶體和儲存空間）、汽車、工業、移動設備及個人電腦。

圖表 2. 半導體銷售收入增長（當經濟增長率在3%以下）

銷售收入（按年變化）	1988	2001	2002	2009	2019	2020	平均
全球實質GDP增長	2.6%	2.4%	2.9%	(0.1%)	2.9%	(3.1%)	1.3%
半導體（總計）	(8.5%)	(32.0%)	1.3%	(9.0%)	(12.0%)	6.8%	(8.9%)
核心半導體	(4.9%)	(26.5%)	(0.4%)	(10.3%)	(1.6%)	5.6%	(6.3%)
記憶體	(21.6%)	(49.5%)	8.7%	(3.3%)	(32.6%)	10.4%	(14.7%)

資料來源：美銀美林
過往表現並非目前或未來表現的指標。



免責聲明

本文件/通訊/資料（統稱「文件」）由法國巴黎銀行，透過其新加坡分行在新加坡提供，並由法國巴黎銀行，透過其香港分行在香港提供。法國巴黎銀行是一家在法國成立的公眾有限公司（société anonyme），其成員承擔有限法律責任。法國巴黎銀行，透過其香港分行為受香港金融管理局監管的持牌銀行，及《證券及期貨條例》（香港法例第571章）所指的註冊機構；於香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）註冊，獲准進行第1、4、6及9類受規管活動（證監會中央編號：AAF564）。法國巴黎銀行，透過其新加坡分行（單一機構識別號碼/註冊編號：S71FC2142G）為受新加坡金融管理局監管的持牌銀行。「法國巴黎銀行財富管理」乃法國巴黎銀行營運之財富管理業務之名稱。「法國巴黎銀行財富管理」（單一機構識別號碼/註冊編號：53347235X）是根據Business Names Registration Act 2014在新加坡註冊之企業名稱。

本文件僅供一般參考，不應用作訂立任何特定交易的參考。閣下不應對本文件的資料和意見加以依賴，亦不應用以取替閣下的任何決定或尋求獨立專業意見（如不論是財務、法律、會計、稅務或其他意見）的需要。本文件不擬作為進行買賣或訂立交易的要約或游說。此外，本文件及其內容不擬作為任何類別或形式的廣告、誘因或聲明。法國巴黎銀行保留權利（但並無責任）隨時在不發出通知的情況下更改本文件的資料，而且，除非適用於閣下帳戶的條款及條件第6.5條另有規定，否則法國巴黎銀行毋須對有關變動所引致的任何後果負責。

本文件所載資料僅擬作討論用途，若投資者決定進行有關交易，將受制於有關交易的最終條款所約束。它並不代表（1）交易的實際條款，（2）任何現有交易可以解除的實際條款，（3）交易提早終止後應支付金額的計算或估算，或（4）法國巴黎銀行在其財務報告賬目中給出的交易實際估值。交易的最終條款將載於條款清單、適用條款合同和/或確認書。另請參閱有關文件所載之免責聲明，以及本行收費表中有關費用、收費及/或佣金的披露及其他重要資料。

若本文件是交易完成/交易確認書，請仔細檢查本文件中所列出的資料，如發現任何差異，請閣下立即與我們聯絡。本文件的內容取決於我們隨後以郵件形式寄出之銀行結單中的最終交易詳情/資料及/或建議（如有）。本文件包含僅供上述收件人使用之機密資料。若閣下並非收件人，請勿傳播、複製或依據本文件採取任何行動。若閣下誤收到本文件，請立即通知法國巴黎銀行並刪除/銷毀本文件。

儘管本文件提供的資料和意見可能取自或源自被視為可靠的已發佈或未發佈的來源，而且在擬備本文件時已採取一切合理審慎的措施，但法國巴黎銀行並無就其準確性或完整性作出任何明示或隱含的聲明或擔保，而且，除非適用於閣下帳戶的條款及條件第6.5條另有規定，否則法國巴黎銀行毋須就任何不確資料、誤差或遺漏承擔責任。本文件所載的所有估計及意見構成法國巴黎銀行在截至本文件刊發日期的判斷，而所表達的意見可予更改，毋須另行通知。本文所載資料可能包含前瞻性陳述。「認為」、「預期」、「預計」、「預測」、「估計」、

「預估」、「有信心」、「具信心」等字詞和其他類似用語亦旨在表明前瞻性陳述。此等前瞻性陳述並非歷史事實，而是法國巴黎銀行根據當前可用資料所建立的現行信念、假設、預期、估計和預測，並包括已知和未知風險及不確定因素。此等前瞻性陳述並非未來表現的保證，並附帶各種風險、不確定因素和其他因素，部份無法控制及難以預估。因此，實際結果可能與此等前瞻性陳述所表達、暗示或預測顯著有別。投資者應自行獨立判斷任何前瞻性陳述，並自行諮詢專業意見以理解該等前瞻性陳述。法國巴黎銀行概不保證更新有關前瞻性陳述。當投資者考慮關於產品/投資表現的任何理論歷史資料時，投資者應注意有關過往表現的任何提述不應被視為未來表現的指標。法國巴黎銀行並無就任何投資/交易的預期或預計成效、盈利能力、回報、表現、結果、影響、後果或利益作出任何擔保、保證或聲明。除非適用於閣下帳戶的條款及條件第6.5條另有規定，否則法國巴黎銀行集團公司或實體概不會就使用或依賴本文件或所提供的資料的任何部份而直接或間接引致的任何損失承擔任何責任。

結構性交易為複雜的交易，可能涉及的損失風險甚高，包括可能損失所投資的本金。若本文件所述的任何產品是涉及衍生工具的結構性產品，除非閣下已完全了解並同意接受所有風險，否則閣下不應對該產品進行投資。若閣下對任何產品/交易有任何疑問，應尋求獨立專業意見。

各投資者/認購方在訂立任何一項交易前，應充份了解產品/投資的條款、條件及特點，以及訂立交易/投資的風險、優點及適用性（包括與發行人相關的任何市場風險），並在作出投資前諮詢其本身獨立的法律、監管、稅務、財務及會計顧問。投資者/認購方應充份了解有關投資的特點，而且具有承擔投資損失的財力，和願意承擔所有相關風險。除非另有明確書面協定，否則（1）若法國巴黎銀行無向投資者/認購方游說出售或建議任何金融產品，其於任何交易中均非以財務顧問的身份為投資者/認購方行事，以及（2）無論如何，法國巴黎銀行於任何交易中均非以受信人的身份為投資者/認購方行事。

在本文件刊發之前或之後，法國巴黎銀行及/或它的聯繫人或關連人士可能或經已為其本身進行有關本文件所述的產品或任何相關產品的交易。在本文件刊發當日，法國巴黎銀行、它的聯繫人或關連人士及其各自的董事及/或代表及/或僱員可能就本文件所述的產品，或以該產品為基礎的衍生工具進行坐盤交易，並可能持有長倉或短倉或其他權益，或進行莊家活動，及可能隨時在公開市場或其他市場以主事人或代理或市場莊家的身份購入及/或沽售投資。此外，法國巴黎銀行及/或它的聯繫或關連人士在過去十二個月內可能擔任投資銀行，或可能已向本文件所述的公司或就本文件所述的產品提供重要的意見或投資服務。

本文件屬機密性質，並僅擬供法國巴黎銀行、它的聯營公司、其各自的董事、高級職員及/或僱員和本文件的收件人使用。在未獲得法國巴黎銀行的事先書面同意前，本文件不可由任何收件人向任何其他人士派發、發佈、複製或披露，亦不可在任何文件中引用或提述。





wealthmanagement.bnpparibas/asia

免責聲明

香港：本文件由法國巴黎銀行，透過其香港分行在香港派發。本文件在香港僅派發予專業投資者（定義見《證券及期貨條例》（香港法例第571章）附表一第一部）。本文件所述的部份產品或交易在香港可能未經許可，及不可向香港投資者發售。

新加坡：本文件由法國巴黎銀行，透過其新加坡分行在新加坡僅派發予認可投資者（定義見新加坡法例第289章《證券及期貨法》），並不擬向並非認可投資者的新加坡投資者派發，而且不應向任何該等人士傳送。本文件所述的部份產品或交易在新加坡可能未經許可，及不可向新加坡投資者發售。

除非適用於閣下帳戶的條款及條件第6.5條另有規定，否則本文件的資料僅供擬定收件人傳閱，不擬作為向本文件的收件人提供的建議或投資意見。本文件的收件人在作出購買或訂立任何產品或交易的承約前，應就產品或交易的合適性（經考慮收件人的特定投資目標、財務狀況和特別需要），以及有關產品或交易所涉及的風險，諮詢其本身的專業顧問的意見。

請注意，本文件可能與法國巴黎銀行作為發行人的產品有關，在此情況下，本文件或本文件所載資料可能由法國巴黎銀行作為產品發行人的身份編制（「發行人文件」）。當發行人文件由法國巴黎銀行，透過其香港分行，或由法國巴黎銀行，透過其新加坡分行，以分銷商的身份提供給閣下時，亦受制於法國巴黎銀行財富管理適用於閣下帳戶的條款及條件第6.5條所約束。如發行人文件的條款與法國巴黎銀行財富管理適用於閣下帳戶的條款及條件第6.5條之間存在任何不一致，概以後者為準。

請注意：任何投資產品或交易所涉及各方、其投資專業人士和/或其聯營公司的整體投資活動或角色，可能會導致各種潛在和實際利益衝突。具體而言，交易對手/發行人/提供商或其相關實體或聯營公司可能提供或管理其他投資，其利益可能與閣下在該投資產品或交易中的投資利益有所不同；或當產品交易對手或發行人是法國巴黎銀行或其相關實體或聯營公司時，法國巴黎銀行亦可能是同一產品的分銷商、擔保人、計算代理人或/或安排人。法國巴黎銀行及其聯屬公司以及與其有聯繫或有關連的人士（統稱「法國巴黎銀行集團」）可能以莊家身份或可作為委託人或代理人買賣本文件所述證券或有關衍生產品。法國巴黎銀行集團可能於本文件所載的發行人中擁有財務權益，包括於持有其證券的長倉或短倉及/或有關

期權、期貨或其他衍生工具。法國巴黎銀行集團（包括其高級職員及雇員）可能或已經出任本文件所述任何發行人的高級職員、董事或顧問。法國巴黎銀行集團可能於過去12個月內不時為本文件所提述的任何發行人招攬、進行或已進行投資銀行、包銷或其他服務（包括作為顧問、經辦人、包銷商或放款人）。法國巴黎銀行集團可在法律准許的情況下，於本文件所載的資料刊發之前，依據有關資料或據此進行的研究或分析行事，或使用有關資料或據此進行的研究或分析。法國巴黎銀行集團的成員公司可能對於有關結構性產品項下若干責任有利益衝突。例如，其及其聯屬公司可能為其本身或為其他人士進行相關產品的交易。其或其聯屬公司可能收取任何相關產品的部分管理或其他費用。法國巴黎銀行可向與相關產品有關的實體提供其他服務並獲支付酬金。所有此等活動均可能導致有關法國巴黎銀行的若干財務權益出現利益衝突。

如本文件涉及房地產，請注意，法國巴黎銀行透過其香港分行在香港提供的房地產服務僅限香港以外的物業。具體而言，法國巴黎銀行，透過其香港分行並未持有牌照處理位於香港的任何物業。法國巴黎銀行，透過其新加坡分行並未持有牌照處理及不提供房地產服務，本文件亦不可這樣被詮釋。

法國巴黎銀行之客戶及交易對手有責任確保自身遵守美國第13959號行政命令（EO）（經修訂）適用之規定（及後續所有官方指引）。有關該行政命令的全部詳情，請閣下參閱以下網頁：如需查閱該行政命令全文，請訪問 <https://home.treasury.gov/system/files/126/13959.pdf>，如需了解美國財政部外國資產管理辦公室（OFAC）就該行政命令發佈之最新指引，請訪問 <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-sanctions/recent-actions>。

閣下一經接納本文件，即同意受以上限制所約束。如中英文版本有任何含糊不清或歧異，概以英文版本為準。在與法國巴黎銀行透過其新加坡分行進行的任何交易或安排中，英文版是唯一有效版本，中文版將不予以考慮。

圖片源自© Getty Images。

© BNP Paribas (2022) 版權所有。

