

2023年2月-3月

美国股市观点

“买入持有”还是“择时交易”？

美国去年12月居民消费价格指数(CPI)月环比下跌0.1%，是近三年来首次下跌；指数同比则上升6.5%。另一方面，美国今年1月非农就业数据强劲，新增就业人数高达51.7万人，远远超过预期的+18.8万人。

在一连串超大幅加息之后，美联储于今年2月将联邦基金利率上调25个基点至4.75%，符合市场预期，并在货币政策声明中保留有关“目标利率区间持续上调”的措辞。然而，该行主席鲍威尔在新闻发布会上的讲话变得相当鸽派，表示“通胀已经开始放缓”。

股市是否已触底？

在利率大幅调整的背景下，主要资产类别纷纷受到影响。我们留意到，投资风格明显转变，增长股跑输价值股。具体而言，在2022年，能源、金融和医疗保健类股表现出色，而科技和非必需消费品股则表现落后。

受正面季节性因素的影响，标普500指数在2022年第四季从超卖区域反弹。该指数曾于2022年10月触及3491点的52周新低。

在经历波动不已且充满挑战的一年之后，许多投资者渴望看到熊市结束，想知道“股市是否已经触底”？

等待政策转向

为找到这个问题的答案，投资者、政策制定者和经济学家都在试图预测2023年的经济前景，而关键辩论点在于美联储的政策于何时转向。

这一转向将是市场的一大利好，但可惜并没有完美的领先指标。本行对终点联邦基金利率的预测维持5%，即预期美联储在2023年3月将再加息25个基点，然后将按兵不动，直到2024年转向。

值得注意的是，美联储的言论往往比他们的行动更

重要。那么，剑指政策转向的言论会是怎样呢？会是“遏制通胀的工作现已完成，是时候专注经济增长了”吗？

一切都会过去

2022年的市场受各国央行主导，但央行政策在2023年将不再是焦点。在经济衰退担忧的背景下，市场接下来必须攻克的难题将是企业盈利。

我们认为，通胀可能已经见顶，但企业盈利的跌幅仍有下行空间。我们认为，企业盈利增长可能出现均值回归，即进一步下滑至经济衰退时期的平均水平（如图1）。尽管如此，这在很大程度上反映由于多次大幅加息导致的经济衰退（受宏观经济驱动），而相比结构性衰退会更短暂。

正如一则古老的投资格言所说，“重要的是留在市场中的时间，而非揣测市场的时机 (it's not about timing the market, but time in the market)”。我们相信，市场在2023年将需要驾驭宏观经济环境，但正如以往一样，经济着陆时可能会较为颠簸。

徐启敏

亚洲区股票咨询部主管
法国巴黎银行财富管理



Godfrey OYENIRAN

亚洲区股票咨询部资深顾问
法国巴黎银行财富管理



杨嘉琪

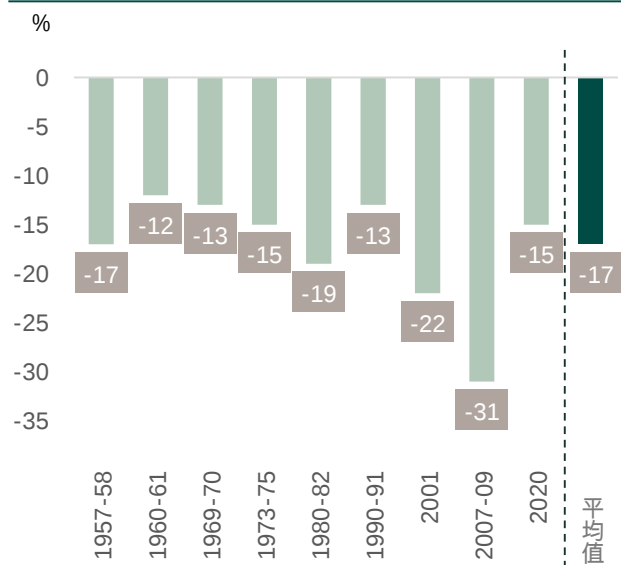
亚洲区股票咨询部顾问
法国巴黎银行财富管理



BNP PARIBAS
法国巴黎银行财富管理

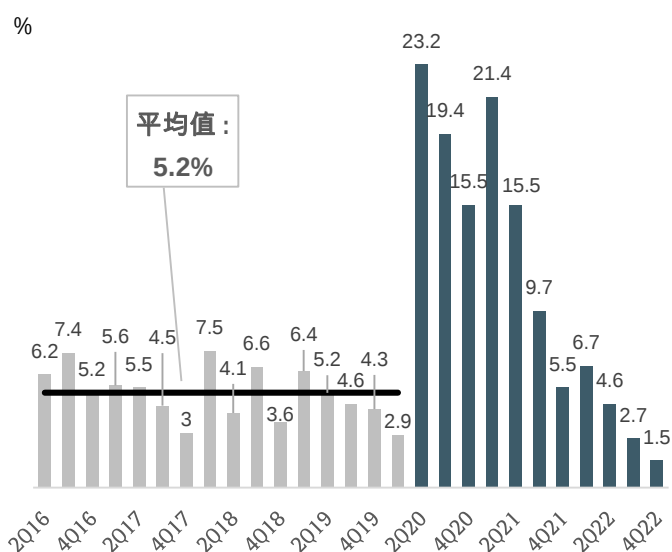
携手变 通世界

图1. 标普500指数在过去经济衰退期间的盈利下滑情况



资料来源：杰富瑞，2022年12月14日
过往表现并非目前或未来表现的指标。

图2. 标普500指数成分股公司盈利超过预期的情况



资料来源：瑞士信贷，2023年2月3日
过往表现并非目前或未来表现的指标。

企业盈利将成为焦点

目前正值美国2022年第四季度财报季。截至2023年2月3日，占标普500指数市值68.3%的成分股公司已发布季度业绩，总盈利超过预估1.5%，当中63%的成分股公司的盈利高于市场预期（如图2）。

企业盈利预测下调始于2022年6月，也就是美联储首次加息后三个月。近几个月，市场对2023年每股盈利增长预期从10%降到2%，表明盈利开始正常化。

展望未来，尽管中国重新开放可能带来通胀上行压力，但中国在放宽疫情限制后，被压抑已久的需求可能为全球经济周期提供支持。

从“经济飓风”转为“经济温和衰退”

尽管最近几周预估显著下降，而且业绩分项数据也好坏参半，但大多数美国银行的2022年第四季业绩还是成功地胜过预期。

我们留意到，美国银行业的净利息收入强劲，消费者也继续使用信用卡消费。然而，美国银行业在2022年第四季度的信贷损失拨备共达28亿美元，而且交投疲弱。

尽管如此，美国银行业对经济的悲观程度远低于部分人的预期。美国大多数银行都谈到“温和衰退”，就连之前十分悲观的摩根大通首席执行官戴蒙

(Jamie Dimon) 也表示此前不应该用“经济飓风”一词（资料来源：彭博，2023年1月14日）。

市场对财报结果的反应正面，再加上“温和衰退”的前景，意味着股票价格可能已经反映大量的负面因素。

平衡增长和盈利

美国科技巨头于2022年第四季的盈利和指引普遍参差。然而，我们特别看好这些科技巨头的企业文化转变，更关注成本和资本支出的增长，管理层还谈到在继续投资的同时提高效率和消除过剩。

随着企业不惜一切代价保增长的阶段已经结束，科技领域的长期增长放缓，意味着受到宏观逆风和竞争加剧的影响更大。

不过，科技巨头的估值已从高位回落，目前的起点比一年前更有利，有机会重估。

我们相信，在挑战重重的环境下，科技巨头凭借稳健的资产负债表，表现将优于同行，而其核心业务最终能带动复苏。



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”乃法国巴黎银行运营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唯一参考。阁下不应对本文件的资料和意见加以依赖，亦不应用以代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、暗示或预测显著有别。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。



免责声明

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性产品，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。

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1第1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 (Accredited Investors)（定义见新加坡法例《证券及期货法》(Securities and Futures Act 2001)），并且不拟向非认可投资者的新加坡投资者派发，亦不应供任何该等人士传阅。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。

如本文件由法国巴黎银行在新加坡派发予非认可投资者、非专家投资者 (Expert Investor) 或非机构投资者 (Institutional Investor) 人士，法国巴黎银行（透过其新加坡分行）仅就本文件内容向该人士承担相关法例所规定的法律责任。

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约前，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账户的条款及条件第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账户的条款及条件第6.5条之间存在任何不一致，概以后者为准。





免责声明

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、计算代理人及/或安排人。法国巴黎银行及其附属公司以及与其有联系或有关联的人士(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述的任何发行人招揽、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,其及其附属公司可能为其本身或为其他人士进行相关产品的交易。其或其附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(E.O.) (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。

就任何有关本文件或因本文件产生的事宜，阁下可与法国巴黎银行 (透过其新加坡分行) (10 Collyer Quay, #35-01 Ocean Financial Centre, Singapore 049315 (电话：(65) 6210 3888；传真：(65) 6210 3861)) 联系。如阁下 (a) 并非新加坡居民，及 (b) 由在香港的客户经理提供服务，则本段落不适用于阁下。如阁下符合 (a) 及 (b) 条件，阁下可就任何有关本文件或因本文件产生的事宜与法国巴黎银行 (透过其香港分行) (香港中环金融街8号国际金融中心二期63楼 (电话：(852) 2909 8888)) 联系。

图片源自© Getty Images。

© BNP Paribas (2023) 版权所有。

