

2022年6月

# 美国股市观点

## 医疗保健行业：市场动荡下的避风港

### 摘要

#### 第一季度业绩：背后趋势好坏参半

俄乌冲突、大宗商品和能源成本上涨、中国疫情防控措施、消费者信心下降等不利因素，继续为当前的业绩期带来负面意外。

有迹象显示，部分大型零售商的存货正在累积，以及需求从非必需消费品类转移，同时更出现「消费降级」的迹象。此外，由于工资、能源及运输成本上涨，利润率受压，导致盈利预测大幅下调。

一家大型社交媒体平台的疲弱前瞻指引，反映数字广告行业面临的宏观风险。同时，行业正在应对隐私政策变化带来的挑战。整体而言，我们认为对品牌广告依赖程度较低、大型及多元化的平台，相比同业更能抵御任何宏观不利因素。

半导体股业绩基本上优于预期，但对某些公司而言，供应链中断及中国疫情防控，对业绩前瞻指引造成了负面影响。鉴于数据中心趋势依然非常强劲，计算仍然是我们在半导体行业中的首选领域。

所有目光都集中在软件股业绩上，投资者将仔细留意需求减速的迹象。尽管如此，我们认为软件股估值的大幅压缩，已部分反映减速预期。我们的首选板块仍然是网络安全，因为我们认为在宏观经济放缓的情况下，其需求将最具韧性。

#### 估值重设、投资情绪受压：美联储政策可能转向的早期迹象？

尽管整体股市仍然非常波动，但标普500指数的估值已被重设，其目前2022财年市盈率为17.8倍，回落至其长期历史平均水平，不少长线投资者均于2022年第一季积极增持股票。更合理的估值、技术性超卖，加上受压的投资者情绪及部署，将可能成为短期反弹的基础。

面对中国实施疫情防控措施，通胀可能在未来几个月出现上行压力的风险，市场普遍预期美联储将可能维持其政策路径直至2022年9月。然而，美联储亦承认如果经济开始大幅放缓，今年余下时间的政策紧缩步伐有机会减慢，甚至暂停。

短期而言，我们依然维持防守性部署，并重点留意医疗保健行业，主要由于其防守性、吸引的估值，以及相对上对通胀压力的抵御能力。另外，我们认为银行、国防及网络安全行业在充满挑战的市场环境中，为投资者带来了一些机会。

郑婉君

亚洲区股票咨询部资深顾问  
法国巴黎银行



## 第一季度业绩：背后趋势好坏参半

俄乌冲突、大宗商品和能源成本上涨、中国疫情防控措施、消费者信心下降等不利因素，继续为当前的业绩期带来负面意外。

近期，部分大型零售商的业绩，以及一家大型社交媒体平台的评论，均反映出一些令人担忧的趋势。

大型零售商中，有迹象显示存货正在累积，以及需求从非必需消费品类转移，同时更出现「消费降级」的迹象。此外，由于工资、能源及运输成本上涨，利润率受压，导致盈利预测大幅下调。

一家大型社交媒体平台在最近的投资者会议上披露，由于宏观环境恶化速度快于预期，该公司在一个多月前提出的业绩前瞻指引必须向下调整。

这提醒了我们，数字广告虽然受惠于结构性增长趋势，但仍然是一个周期性行业，同时更在应对隐私政策变化带来的挑战。整体而言，我们认为对品牌广告依赖程度较低、大型及多元化的平台，相比同业更能抵御任何宏观不利因素。

半导体业绩基本上优于预期，而且市场需求具备韧性，企业拥有定价能力，利润率亦正在改善，但

对某些公司而言，供应链中断及中国疫情防控对业绩前瞻指引造成了负面影响。鉴于数据中心趋势依然非常强劲，计算仍然是我们在半导体行业中的首选领域。

所有目光都集中在2022年6月初发布的软件股业绩上，投资者将仔细留意需求减速的迹象。我们注意到，越来越多卖方分析师基于对宏观因素的忧虑，开始降低对行业的预期。尽管如此，我们认为软件股估值的大幅压缩，已经部分反映了减速预期。我们的首选板块仍然是网络安全，因为我们认为在宏观经济放缓的情况下，其需求将最具韧性。

## 美联储政策可能转向的早期迹象？

尽管整体股市仍然非常波动，但我们拟强调，标普500指数的估值已被重设，其目前2022财年市盈率为17.8倍，回落至其长期历史平均水平（见图表1），不少长线投资者均于2022年第一季积极增持股票。更合理的估值、技术性超卖，加上受压的投资者情绪及部署，将可能成为短期反弹的基础。

图表 1. 标普500指数历史市盈率区间



资料来源：彭博，截至2022年5月31日  
过往表现并非目前或未来表现的指标。

美联储2022年5月议息会议反映，大多数美联储官员认为在「接下来数次会议」加息50个基点是合适的，而且政策利率应迅速升至中性利率水平，但该立场出乎意料的温和，让市场松了一口气。

面对中国实施疫情防控措施，通胀可能在未来几个月出现上行压力的风险，市场普遍预期美联储将可能维持此政策路径直至2022年9月，达到中性利率为止。然而，我们注意到，美联储亦承认如果经济开始大幅放缓，今年余下时间的政策紧缩步伐有机会减慢，甚至暂停。

**整体而言，我们依然维持防守性部署，并重点留意医疗保健行业，主要由于其防守性、吸引的估值，以及相对上对通胀压力的抵御能力。另外，我们认为银行、国防及网络安全行业在充满挑战的市场环境中，为投资者带来了一些机会。**

### 银行股出现反弹

- 我们在2022年5月刊中重点着墨美国银行股的吸引之处，而这亦是我們继续看好的行业。
- 银行股于2022年5月底反弹，主要由于一家美国大型银行的乐观评论。该行认为，由于利率上升、贷款需求增加以及金融市场波动带来的益处，该行或将提前实现甚至超越其业绩目标。
- 与美国经济中期健康状况相关的宏观忧虑，仍有可能影响投资决策和市场对银行股的胃纳。然而，鉴于近期表现欠佳及估值下跌，行业股份或已很大程度上消化这些负面因素。
- 对银行业而言，利率周期依然是重要的驱动因素，我们仍较看好最能受益于此因素的股份。

### 网络安全行业：受益于长期利好因素

- 我们认为，即使宏观经济放缓，网络安全开支仍将保持韧力，不大可能被削减。
- 过去几年来，网络安全攻击的密集和严重程度都有所增加。而我们认为，俄罗斯在乌克兰的行动，将进一步加剧网络安全风险，因为各方都正牵涉于数字战争之中。这是政府机构、私营组织和关键基础设施都在面对的挑战。
- 关键基础设施方面或许特别令人忧虑，因为其网络安全并不完善，而且对关键基础设施的攻击将可能造成广泛破坏。例如，自2014年俄罗斯入侵以来，黑客已两度攻击乌克兰电网的电脑系统，并暂时切断了其电力。
- 在当前环境下，网络安全公司的客户群或将加快其部署计划。展望未来，我们预期网络安全行业于未来数年将有强劲增长。Gartner指出，到2025年，网络安全市场预计将以10%复合年增长率扩张，主要由零信任（Zero Trust）架构、云服务的普及和数字化（物联网）推动。
- 网络安全风险依然高企，特别是由于企业员工现已可在任何地方工作，加上覆盖不同环境（办公室、混合云、公共云）的应用程式，导致网络边界已不复存在。
- 除了声誉受损，勒索软件亦反映了网络攻击在金钱方面造成的损失。此外，网络安全法规（包括个人隐私、国家安全、报告要求等方面）近年来大幅收紧，为企业增添合规方面的压力。
- 我们预期，网络安全威胁加剧和监管环境收紧的情况，于未来数年仍会持续，这将有利于网络安全供应商。

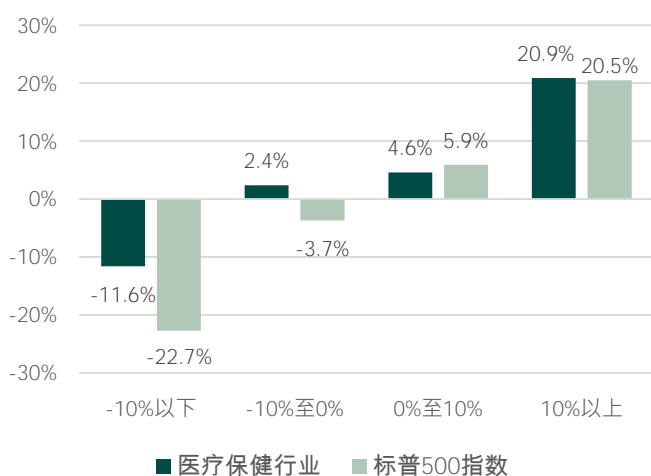


- 我们覆盖的网络安全股第一季度业绩优于预期，加上其背后的强劲开支与乐观的前瞻指引，反映行业发展前景正面。一些管理层评论更指出，欧洲各国企业和政府机构对网络安全的兴趣日增。
- 整体而言，网络安全软件股基本面稳健，而股价已随市场大幅下跌，为投资者创造了机会。

### 医疗保健行业：市场动荡下的避风港

- 我们继续强调美国医疗保健行业在市场波动时期的防守优势，并得到有利的第一季度业绩支持。该行业最吸引的特点之一，是其不仅能在充满挑战的环境和市场疲弱期间发挥防守作用，同时更可在市场强势时期参与价格上涨。
- 回顾1990年以来的月度表现，在波动性上升及VIX指数高于平均水平的时期，医疗保健行业表现显著优于大市。
- 此外，在市场录得高达10%跌幅期间，医疗保健行业仍录得2.4%平均升幅，而标普500指数则于同期平均下跌3.7%（见图表2）。

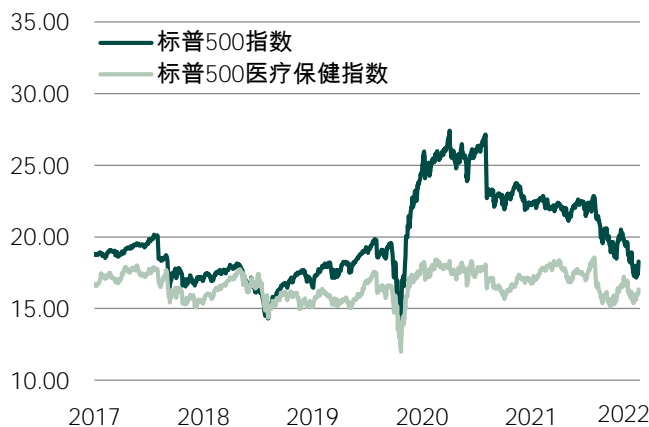
**图表 2. 不同市场情景下的平均价格表现**  
(自1990年以来，月度滚动)



资料来源：蒙特利尔银行，截至2022年5月17日  
过往表现并非目前或未来表现的指标。

- 重要的是，在市场同样重视估值的时候，行业估值亦较标普500指数而言便宜（见图表3）。

**图表 3. 医疗保健行业**  
较标普500指数仍存在折让



资料来源：彭博，截至2022年5月31日  
过往表现并非目前或未来表现的指标。

### 俄罗斯与通胀风险下的防守优势

- 虽然医疗保健行业并非完全免受全球事件的影响，但其确实为俄罗斯风险和通胀这两个目前的主要忧虑，提供了一定抵御能力。
- 美国股票方面，医疗保健行业的俄罗斯风险敞口有限，大型药厂的俄罗斯相关业务估计不超过总销售额1-2%。部分企业有在乌克兰进行临床试验，但俄罗斯和乌克兰均非制药中心，市场风险亦很小。
- 通胀方面，制药及管理式护理在通胀环境下可能仍有一定缓冲。制药方面，过去几年，处方药价格上涨速度快于相应的通胀率。拜登政府最新的药物定价计划中的一项条款，允许药价按通胀率上涨。管理式护理方面，医疗保险保费的年变化，大致与工资和通胀率的同比增长相当。伴随通胀时期而来的较高利率，亦将有利于医疗保险公司的投资收益。

## 医疗保健行业中的部署

- 我们仍然看好制药股的防守优势。制药企业拥有充裕现金，但同时面临药物专利到期问题，预计它们将通过收购获得创新。受益于生物科技公司估值崩塌，药厂拥有更大选择权，并能够更好地避免技术未经科学证明，且仍未录得收入的公司。
- 至于医疗保健行业的其他领域，我们较看好管理模式护理股份，例如保险公司及医疗设备公司，因为其能受益于长期人口趋势。另外，随着宠物饲养数量增加，动物健康是另一个值得留意的结构性增长主题。

## 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。

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。



# 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合约前，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。

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。