

2022年6月

美國股市觀點

醫療保健行業：市場動盪下的避風港

摘要

第一季度業績：背後趨勢好壞參半

俄烏衝突、大宗商品和能源成本上漲、中國疫情防控措施、消費者信心下降等不利因素，繼續為當前的業績期帶來負面意外。

有跡象顯示，部分大型零售商的存貨正在累積，以及需求從非必需消費品類別轉移，同時更出現「消費降級」的跡象。此外，由於工資、能源及運輸成本上漲，利潤率受壓，導致盈利預測大幅下調。

一間大型社交媒體平台的疲弱前瞻指引，反映數碼廣告行業面臨的宏觀風險。同時，行業正在應對隱私政策變化帶來的挑戰。整體而言，我們認為對品牌廣告依賴程度較低、大型及多元化的平台，相比同業更能抵禦任何宏觀不利因素。

半導體股業績基本上優於預期，但對某些公司而言，供應鏈中斷及中國疫情防控，對業績前瞻指引造成了負面影響。鑑於數據中心趨勢依然非常強勁，計算仍然是我們在半導體行業中的首選領域。

所有目光都集中在軟件股業績上，投資者將仔細留意需求減速的跡象。儘管如此，我們認為軟件股估值的大幅壓縮，已部分反映減速預期。我們的首選板塊仍然是網絡安全，因為我們認為在宏觀經濟放緩的情況下，其需求將最具韌力。

估值重設、投資情緒受壓：聯儲局政策可能轉向的早期跡象？

儘管整體股市仍然非常波動，但標普500指數的估值已被重設，其目前2022財年市盈率為17.8倍，回落至其長期歷史平均水平，不少長線投資者均於2022年第一季積極增持股票。更合理的估值、技術性超賣，加上受壓的投資者情緒及部署，將可能成為短期反彈的基礎。

面對中國實施疫情防控措施，通脹可能在未來幾個月出現上行壓力的風險，市場普遍預期聯儲局將可能維持其政策路徑直至2022年9月。然而，聯儲局亦承認如果經濟開始大幅放緩，今年餘下時間的政策緊縮步伐有機會減慢，甚至暫停。

短期而言，我們依然維持防守性部署，並重點留意醫療保健行業，主要由於其防守性、吸引的估值，以及相對上對通脹壓力的抵禦能力。另外，我們認為銀行、國防及網絡安全行業在充滿挑戰的市場環境中，為投資者帶來了一些機會。

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

第一季度業績：背後趨勢好壞參半

俄烏衝突、大宗商品和能源成本上漲、中國疫情防控措施、消費者信心下降等不利因素，繼續為當前的業績期帶來負面意外。

近期，部分大型零售商的業績，以及一間大型社交媒體平台的評論，均反映出一些令人擔憂的趨勢。

大型零售商中，有跡象顯示存貨正在累積，以及需求從非必需消費品類別轉移，同時更出現「消費降級」的跡象。此外，由於工資、能源及運輸成本上漲，利潤率受壓，導致盈利預測大幅下調。

一間大型社交媒體平台在最近的投資者會議上披露，由於宏觀環境惡化速度快於預期，該公司在一個多月前提出的業績前瞻指引必須向下調整。

這提醒了我們，數碼廣告雖然受惠於結構性增長趨勢，但仍然是一個週期性行業，同時更在應對私隱政策變化帶來的挑戰。整體而言，我們認為對品牌廣告依賴程度較低、大型及多元化的平台，相比同業更能抵禦任何宏觀不利因素。

半導體股業績基本上優於預期，而且市場需求具備韌力，企業擁有定價能力，利潤率亦正在改善，但

對某些公司而言，供應鏈中斷及中國疫情防控對業績前瞻指引造成了負面影響。鑑於數據中心趨勢依然非常強勁，計算仍然是我們在半導體行業中的首選領域。

所有目光都集中在2022年6月初發佈的軟件股業績上，投資者將仔細留意需求減速的跡象。我們注意到，越來越多賣方分析師基於對宏觀因素的憂慮，開始降低對行業的預期。儘管如此，我們認為軟件股估值的大幅壓縮，已經部分反映了減速預期。我們的首選板塊仍然是網絡安全，因為我們認為在宏觀經濟放緩的情況下，其需求將最具韌力。

聯儲局政策可能轉向的早期跡象？

儘管整體股市仍然非常波動，但我們擬強調，標普500指數的估值已被重設，其目前2022財年市盈率為17.8倍，回落至長期歷史平均水平（見圖表1），不少長線投資者均於2022年第一季積極增持股票。更合理的估值、技術性超賣，加上受壓的投資者情緒及部署，將可能成為短期反彈的基礎。

圖表 1. 標普500指數歷史市盈率區間



資料來源：彭博，截至2022年5月31日
過往表現並非目前或未來表現的指標。

聯儲局2022年5月議息會議反映，大多數聯儲局官員認為在「接下來數次會議」加息50個基點是合適的，而且政策利率應迅速升至中性利率水平，但該立場出乎意料的溫和，讓市場鬆一口氣。

面對中國實施疫情防控措施，通脹可能在未來幾個月出現上行壓力的風險，市場普遍預期聯儲局將可能維持此政策路徑直至2022年9月，達到中性利率為止。然而，我們注意到，聯儲局亦承認如果經濟開始大幅放緩，今年餘下時間的政策緊縮步伐有機會減慢，甚至暫停。

整體而言，我們依然維持防守性部署，並重點留意醫療保健行業，主要由於其防守性、吸引的估值，以及相對上對通脹壓力的抵禦能力。另外，我們認為銀行、國防及網絡安全行業在充滿挑戰的市場環境中，為投資者帶來了一些機會。

銀行股出現反彈

- 我們在2022年5月刊中重點着墨美國銀行股的吸引之處，而這亦是我們繼續看好的行業。
- 銀行股於2022年5月底反彈，主要由於一間美國大型銀行的樂觀評論。該行認為，由於利率上升、貸款需求增加以及金融市場波動帶來的益處，該行或將提前實現甚至超越其業績目標。
- 與美國經濟中期健康狀況相關的宏觀憂慮，仍有可能影響投資決策和市場對銀行股的胃納。然而，鑑於近期表現欠佳及估值下跌，行業股份或已很大程度上消化這些負面因素。
- 對銀行業而言，利率週期依然是重要的驅動因素，我們仍較看好最能受益於此因素的股份。

網絡安全行業：受益於長期利好因素

- 我們認為，即使宏觀經濟放緩，網絡安全開支仍將保持韌力，不大可能被削減。
- 過去幾年來，網絡安全攻擊的密集和嚴重程度都有所增加。而我們認為，俄羅斯在烏克蘭的行動，將進一步加劇網絡安全風險，因為各方都正牽涉於數碼戰爭之中。這是政府機構、私營組織和關鍵基礎設施都在面對的挑戰。
- 關鍵基礎設施方面或許特別令人憂慮，因為其網絡安全並不完善，而且對關鍵基礎設施的攻擊將可能造成廣泛破壞。例如，自2014年俄羅斯入侵以來，黑客已兩度攻擊烏克蘭電網的電腦系統，並暫時切斷了其電力。
- 在當前環境下，網絡安全公司的客戶群或將加快其部署計劃。展望未來，我們預期網絡安全行業於未來數年將有強勁增長。Gartner指出，到2025年，網絡安全市場預計將以10%複合年增長率擴張，主要由零信任（Zero Trust）架構、雲服務的普及和數碼化（物聯網）推動。
- 網絡安全風險依然高企，特別是由於企業員工現已可在任何地方工作，加上覆蓋不同環境（辦公室、混合雲、公共雲）的應用程式，導致網絡邊界已不復存在。
- 除了聲譽受損，勒索軟件亦反映了網絡攻擊在金錢方面造成的損失。此外，網絡安全法規（包括個人私隱、國家安全、報告要求等方面）近年來大幅收緊，為企業增添合規方面的壓力。
- 我們預期，網絡安全威脅加劇和監管環境收緊的情況，於未來數年仍會持續，這將有利於網絡安全供應商。

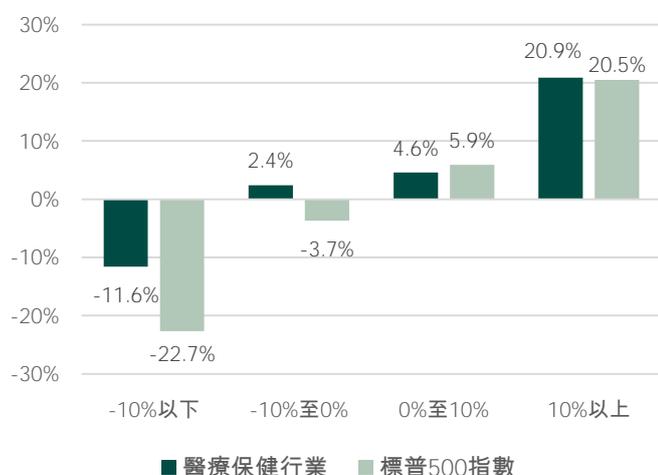


- 我們覆蓋的網絡安全股第一季度業績優於預期，加上其背後的強勁開支與樂觀的前瞻指引，反映行業發展前景正面。一些管理層評論更指出，歐洲各國企業和政府機構對網絡安全的興趣日增。
- 整體而言，網絡安全軟件股基本面穩健，而股價已隨市場大幅下跌，為投資者創造了機會。

醫療保健行業：市場動盪下的避風港

- 我們繼續強調美國醫療保健行業在市場波動時期的防守優勢，並得到有利的第一季度業績支持。該行業最吸引的特點之一，是其不僅能在充滿挑戰的環境和市場疲弱期間發揮防守作用，同時更可在市場強勢時期參與價格上漲。
- 回顧1990年以來的月度表現，在波動性上升及VIX指數高於平均水平的時期，醫療保健行業表現顯著優於大市。
- 此外，在市場錄得高達10%跌幅期間，醫療保健行業仍錄得2.4%平均升幅，而標普500指數則於同期平均下跌3.7%（見圖表2）。

圖表 2. 不同市場情景下的平均價格表現 (自1990年以來，月度滾動)



資料來源：蒙特利爾銀行，截至2022年5月17日
過往表現並非目前或未來表現的指標。

- 重要的是，在市場同樣重視估值的時候，行業估值亦較標普500指數而言便宜（見圖表3）。

圖表 3. 醫療保健行業較標普500指數仍存在折讓



資料來源：彭博，截至2022年5月31日
過往表現並非目前或未來表現的指標。

俄羅斯與通脹風險下的防守優勢

- 雖然醫療保健行業並非完全免受全球事件的影響，但其確實為俄羅斯風險和通脹這兩個目前的主要憂慮，提供了一定抵禦能力。
- 美國股票方面，醫療保健行業的俄羅斯風險敞口有限，大型藥廠的俄羅斯相關業務估計不超過總銷售額1-2%。部分企業有在烏克蘭進行臨床試驗，但俄羅斯和烏克蘭均非製藥中心，市場風險亦很小。
- 通脹方面，製藥及管理式護理在通脹環境下可能仍有一定緩衝。製藥方面，過去幾年，處方藥價格上漲速度快於相應的通脹率。拜登政府最新的藥物定價計劃中的一項條款，允許藥價按通脹率上漲。管理式護理方面，醫療保險保費的年變化，大致與工資和通脹率的按年增長相當。伴隨通脹時期而來的較高利率，亦將有利於醫療保險公司的投資收益。

醫療保健行業中的部署

- 我們仍然看好製藥股的防守優勢。製藥企業擁有充裕現金，但同時面臨藥物專利到期問題，預計它們將透過收購獲得創新。受益於生物科技公司估值崩塌，藥廠擁有更大選擇權，並能夠更好地避免技術未經科學證明，且仍未錄得收入的公司。
- 至於醫療保健行業的其他領域，我們較看好管理式護理股份，例如保險公司及醫療設備公司，因為其能受益於長期人口趨勢。另外，隨着寵物飼養數量增加，動物健康是另一個值得留意的結構性增長主題。



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。



聯絡我們



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、計算代理人和/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。



BNP PARIBAS
法國巴黎銀行財富管理

攜手變通世界