

2021年11月

美国股市观点

美股攻略 - 何去何从？

摘要

考虑到以下情况及潜在的不利因素，我们对美国股市抱持更具防守性的观点：

- **流动性/财政刺激见顶**：自新冠疫情爆发以来，政府推出了激进的财政刺激措施，同时注入大量流动性，但随着经济重启，此利好因素将逐渐消退。
- **宏观经济/业绩见顶**：由于去年同期基数较低，2021年上半年企业盈利录得大幅增长，但我们预期此相对强势将于2021年下半年开始减弱。
- **盈利预测上调见顶**：由于目前企业的盈利预测已十分正面，我们认为此情况逆转的风险将开始上升。
- **估值高企**：多项指标均显示，美国股市估值依然高企。如上述不利因素在未来季度陆续浮现，美股将有被下调评级的空间。

随着美股在2021年9月经历短暂调整后迅速反弹，我们重新检视直至年底的投资策略：

值得关注的股票：

- **合理价格增长 (Growth at a reasonable price, GARP) 股票** - 这些股份在最近数星期已明显回调，包括超大型科技股、大型软件/硬件股以及支付相关股份。
- **医疗保健** - 该行业属防守性板块，相对市盈率维持在多年低位，许多股份的估值依然吸引。

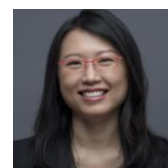
趁低吸纳的股票：

- **能源** - 在全球供求紧张导致油气价格飙升的情况下，相较于整体股市，能源股在短期内将带来更佳的通胀对冲作用。
- **金融** - 我们特别看好大型银行，因为它们将受惠于联储局缩减买债规模所引致的孳息率曲线趋陡，而提早加息亦可提振其业绩表现。
- **半导体** - 我们开始观察到，行业中不同领域的表现正变得参差不齐。

适宜获利离场/回避的股票：估值昂贵的增长股、必需消费品股

郑婉君

亚洲区股票咨询部资深顾问
法国巴黎银行



美股攻略 - 何去何从？

考虑到以下情况及潜在的不利因素，我们对美国股市抱持更具防守性的观点：

- **流动性/财政刺激见顶**：自从新冠疫情爆发以来，政府推出了激进的财政刺激措施，但随着经济重启，此利好因素将逐渐消退。流动性方面，联储局已宣布从本月开始，逐步缩减其每月1,200亿美元的买债计划。
- **宏观经济/业绩见顶**：由于去年同期基数较低，2021年上半年企业盈利录得大幅增长，但我们预期此相对强势将于2021年下半年开始减弱。当经济增长开始放缓，采购经理指数（PMI）见顶回顺，股票表现通常将在短期内受压。
- **盈利预测上调见顶**：供应链中断、工资及大宗商品价格上涨，已开始影响公司的业绩展望。由于目前企业的盈利预测已十分正面，我们认为此情况逆转的风险将开始上升。
- **估值高企**：多项指标均显示，美国股市估值依然高企。如上述不利因素在未来季度陆续浮现，美股将有被下调评级的空间。

短期内，我们不排除市场可能会继续上扬，但建议投资者保持灵活。我们的投资策略如下：

1. 值得关注的股票：合理价格增长（GARP）及防守性医疗保健股

估值仍然是我们的主要投资驱动因素。我们看好合理价格增长（Growth at a reasonable price, GARP）股，因为这些股份在最近数星期已明显回调，包括超大型科技股、大型软件/硬件股以及支付相关股份。

出于对竞争加剧的忧虑（尤其是来自「先买后付」服务的竞争），支付网络供应商、收单机构等支付相关企业近期表现疲弱。然而，我们认为市场对此反应过度，因为「先买后付」企业主要是利用现有扣账卡网络处理交易，影响两者业务的经济因素颇为相似。考虑到2022年的预期盈利增长，我们认为此类股份的估值相当吸引。

医疗保健属防守性板块，股价近期随利率急升而有所回落。由于行业的相对市盈率维持在多年低位（与标普500指数比较，见图表1），许多医疗保健股的估值依然吸引，是值得留意的投资机会。

我们较看好与新冠疫苗及治疗主题相关的大型药厂。我们亦看好医疗保险、动物健康及医疗诊断/设备领域的大型优质股。

此外，软件、互联网及医疗保健等行业的许多股份都拥有较强的定价能力，因此在人力、运输及原材料成本上涨的环境下具备优势。

图表 1. 标普500指数医疗保健行业市盈率 / 标普500指数市盈率



资料来源：Bloomberg, 2021年11月1日
过往表现并非现时或未来业绩的指标。

2. 趁低吸纳的股票 - 能源、金融、半导体

能源 - 全球供求紧张导致油气价格飙升，令能源行业从中受益。尽管美国油气企业是否符合长期能源转型主题仍存在疑问，我们预期相较于整体股市，能源股在短期内将带来最佳的通胀对冲作用。

大型能源企业近期股价急升，并已达到技术性超买水平（见图表2），因此我们考虑在这些股票回落时买入。上游企业因油价高企而产生的现金流，亦有利于油田服务公司业务。

（第4页将详细讨论能源行业）

金融 - 金融业中，我们特别看好大型银行。联储局缩减买债规模，或将导致孳息率曲线趋陡，而提早加息亦可能提振银行收入和盈利。银行业2021年第三季业绩再度报捷，其中交易及投资银行业务活跃，有助抵销贷款增长所面临的挑战。从联储局近期的压力测试可看出，各银行在步入2022年之际，可透过增派股息和股份回购来提高对股东的支付。

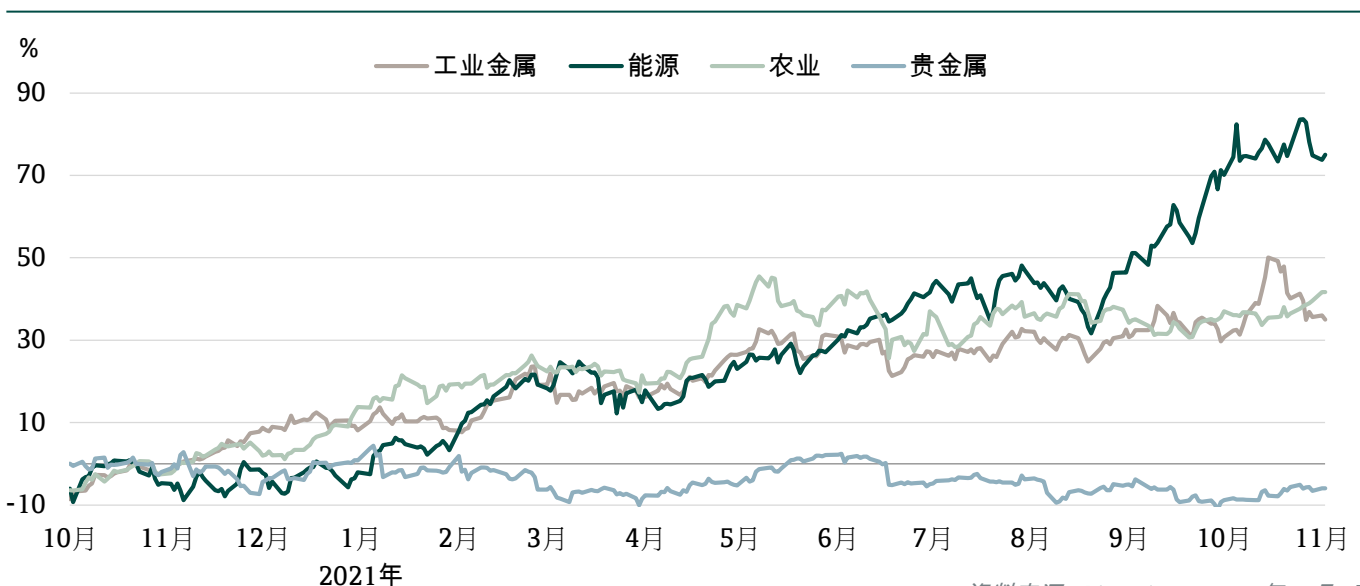
半导体 - 尽管市场普遍认为，半导体短缺可能会持续到2022年，随着订单交货时间继续延长，行业中

部分领域的股价技术走势开始令人忧虑，包括记忆体、汽车半导体及半导体设备股。我们观察到，行业中不同领域的表现正变得参差不齐。

- 由于个人电脑市场相关零件短缺，动态随机存取记忆体（DRAM）价格正在下跌。然而，我们认为这一调整可能是短暂的，因为有迹象显示2022年超大规模（hyperscale）客户的伺服器需求将相当强劲。
- 同时，市场忧虑晶片供应短缺导致的过度下单，可能会在未来引致存货囤积。车用晶片方面，由于汽车制造活动受供应因素影响而中止，汽车半导体销售速度较汽车制造更快，但汽车半导体需求可能于生产回复正常后反弹。
- 基于对强劲伺服器需求和定价能力的预期，我们对云/计算半导体的看法最为正面。

即使在表现参差的背景下，半导体股估值已大幅向上重估，多只股份价格均处于历史区间高位。

图表 2. 能源为2021年表现最佳商品行业



资料来源：Bloomberg, 2021年11月2日
过往表现并非现时或未来业绩的指标。

家庭装修股是另一可趁低吸纳的行业。尽管行业增长会随着经济重新开放而放缓，但鉴于家庭装修开支与楼价正面相关，我们预期相关开支将保持韧性，而2021年第三季的趋势似乎超出预期。

3. 适宜获利离场/回避的股票 - 估值昂贵的增长股、必需消费品

我们建议回避估值昂贵的增长股，尤其是无法盈利的科技公司。在利率上升或业绩逊于预期而引致市场无序调整的情况下，这类股份将首当其冲。

另外，定价能力较差的股票正面对利润率压力。多间必需消费品企业已受惠于新冠疫情期间的强劲需求，包括家居用品、清洁和消毒产品、休闲食品和其它杂货。随着经济重启，消费支出更可能会转向需求压抑已久的消费者服务，而非此类货品。商品价格及运输成本上升，亦可能令定价能力较低公司的利润率受压。

能源行业 - 冬季将至

能源市场最近频登新闻头条。由于供应短缺，世界各地天然气价格飞涨，布兰特原油亦自三年以来首

次突破每桶80美元。这部分是由于飓风「艾达」对墨西哥湾造成的破坏，亦因为油组及其盟友（OPEC+）决定于2021年11月不扩大每月增产40万桶原油的计划。

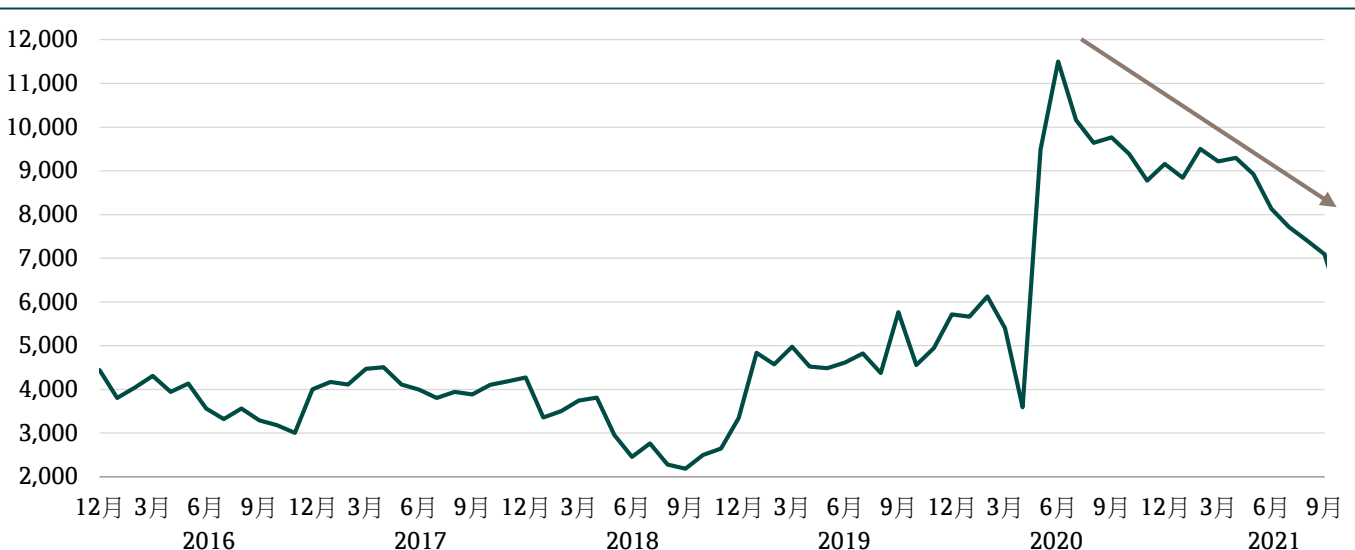
天然气价格急升，亦可能增加用于发电的石油需求。在全球天然气供应短缺下，冬季石油需求也可能增加。由于石油需求复苏速度较预期快，全球供求失衡的问题可能较预期严重。

需求面

随着能源需求从疫情低谷反弹，全球市场供求关系变得紧张，加上天然气价格升幅强劲，对近期油价上涨构成支撑。我们亦留意到，油组的后备产能正从2020年高位回落（见图表3）。

独立能源研究机构Rystad Energy指出，天然气价飙升促使亚洲电力公司寻求更便宜的替代燃料，石油购买量将可能因此增加逾40%。该机构表示，由于亚洲市场的天然气交易价格是美国的五倍，电力公司或会因转用石油发电而每日消耗40万桶原油。同时，英国石油公司估计，全球石油消费量预计将于2022年第三季恢复到疫情前水平。

图表 3. 油组后备产能正从2020年高位回落 (单位：每日1,000桶原油)



资料来源：Bloomberg 估算，2021年10月31日
过往表现并非现时或未来业绩的指标。

供应面

有分析师忧虑，企业向清洁能源转型，减少对化石燃料项目的投资，将对石油市场供应造成冲击。而导致天然气价急升的供应短缺，则是全球多重事件和因素引发的「完美风暴」。

这些因素包括：亚洲对液化天然气供应的竞争，导致欧洲在夏季囤货不足（中国电力短缺亦正反映此情况）；俄罗斯北溪天然气2号管线（Nord Stream 2 pipeline）可能延期的不明朗因素；以及俄罗斯以至欧洲大陆多个地区较预期寒冷的天气。

根据一份油组文件，2021年10月，全球石油供应量预期较需求量低约每日120万桶，本月缺口则为每日90万桶。即使OPEC+按照早前协议，于2021年11月每日增产40万桶原油，亦未必能满足需求增长。

地缘政治因素亦可能在一定程度上改变供应情况。美国释放国家战略石油储备的可能性上升，而俄罗斯总统普京亦表示会增加对欧洲的天然气供应。

尽管如此，市场越来越多意见认为中期油价将会呈结构性上涨。

我们的观点

在绿色能源转型的趋势下，近期市场事件说明全球仍很大程度上依赖化石燃料。这亦导致所谓「绿色通胀」，即转型至可再生能源科技过程中造成的商品价格上涨。

石油股于今年大部分时间一直落后于油价走势，而市场到现在才开始上调目标价。多间大型油企的2021年第三季业绩胜于预期，亦对盈利预测向上调整的趋势提供支持。



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 (2021) 版权所有。



BNP PARIBAS
法国巴黎银行财富管理

携手变通世界