



凱基證券

# 藥價走高助表現 醫療製藥具潛力

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2023年9月15日

## 本週焦點圖表

標普500評價略高於10年平均，關注利率及基本面發展

### 01 市場回顧

美債殖利率高檔盤旋，  
市場震盪表現

### 02 熱門議題

- 美國核心通膨下滑
- 蘋果9月新機具價格競爭力

### 03 投資焦點

疫後醫療新趨勢，  
藥價創高帶動醫藥支出攀升

### 04 重要數據預告

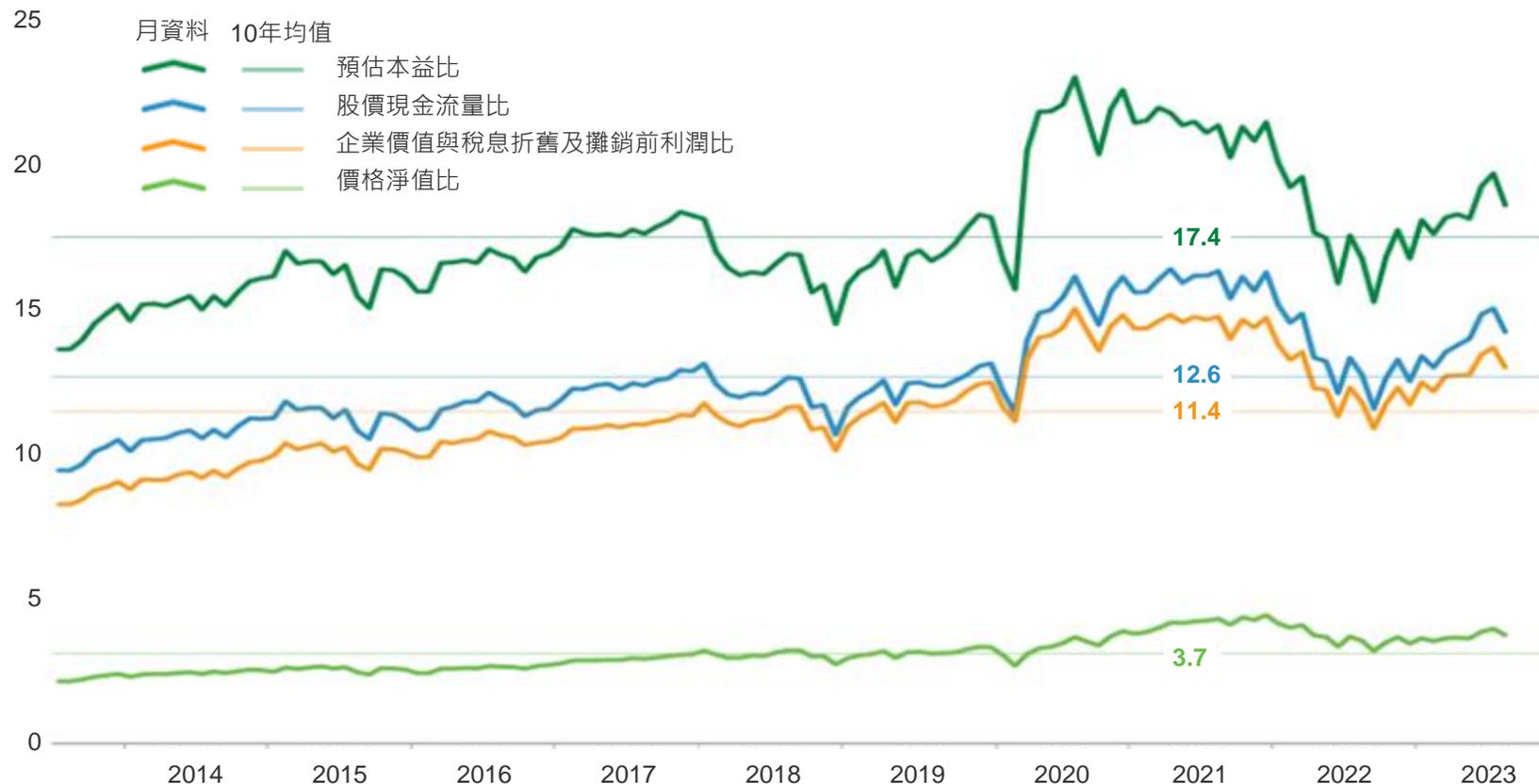
歐元區物價指數、  
美國房市數據、  
美、日央行利率會議

# 標普500評價略高於10年平均，關注利率及基本面發展

- ▶ 2022年市場下跌讓主要指數估值變得具吸引力，從多個比率(未來12個月的本益比、企業價值與稅息折舊及攤銷前利潤比、股價現金流量比以及價格淨值比)來看，去年的標準普爾500指數相對10年平均而言皆具有吸引力，然而隨著2023年初以來的反彈，上述比率皆已略高於10年平均水平，後續須留意基本面及評價面的影響因素。
- ▶ 目前主要指數水平受到利率環境影響評價面及企業基本面，偏高的利率以及實質利率皆會壓抑市場評價，而高通膨環境仍提高不少企業成本及費用支出，進而侵蝕財務表現。隨著通膨逐漸緩解，市場除將關注第三季美股財報外，也會留意聯準會針對利率政策走向所釋出的訊息。

## 標普500指數多個評價面指標已高於長期平均值

標普500指數評價面比率



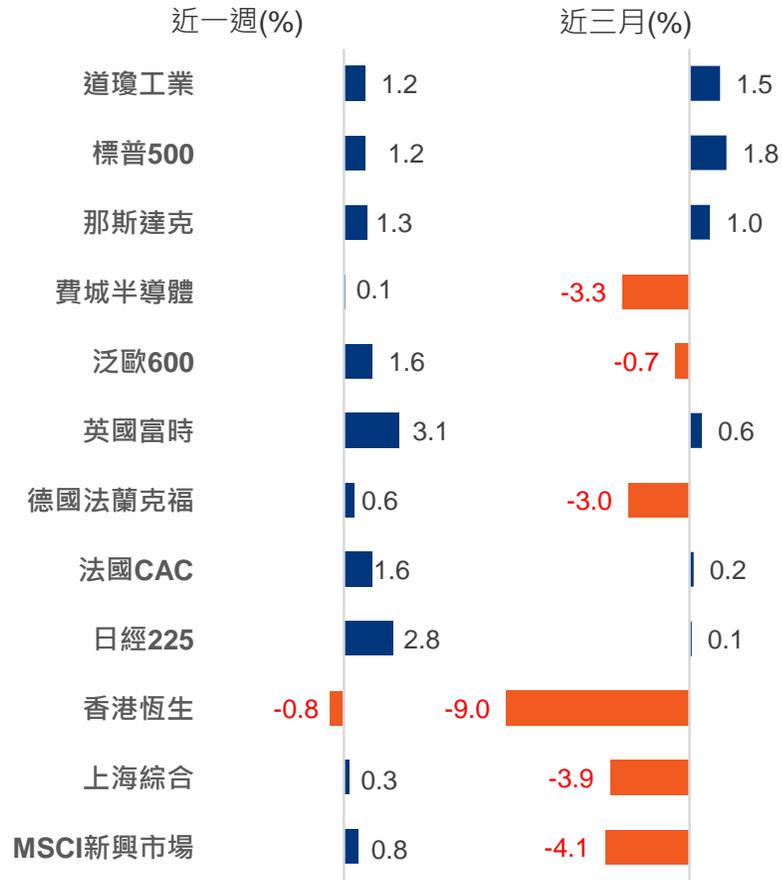
資料來源：Fidelity

# 市場回顧

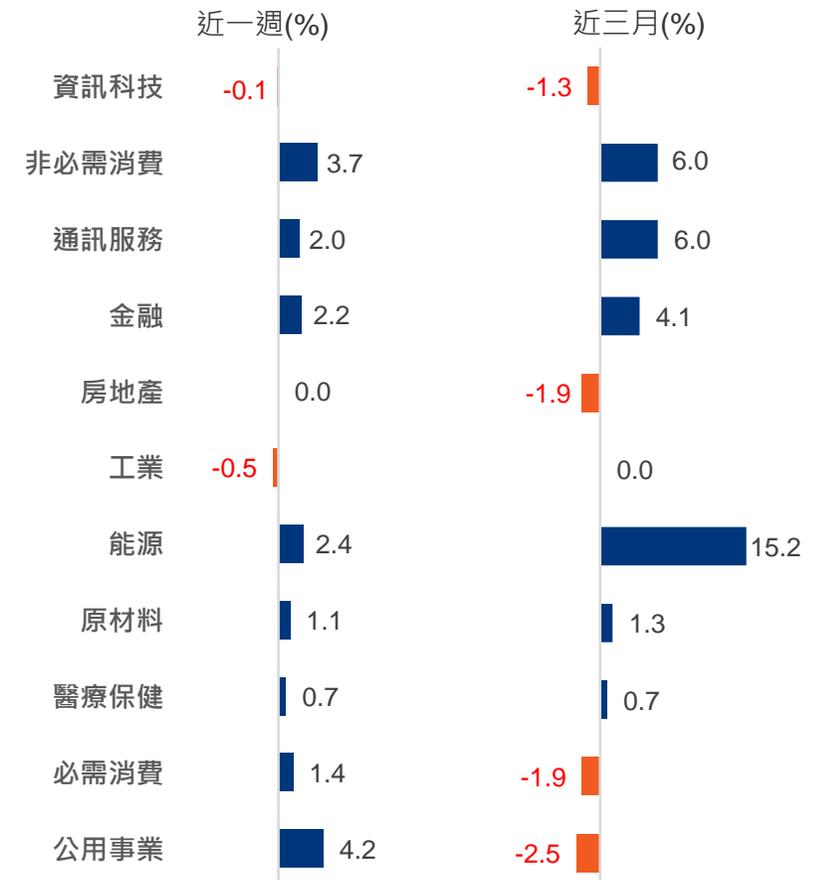
## 市場震盪表現，科技股受中國影響而疲軟，能源股看俏

- ▶ 本週三之前主要指數呈現震盪走勢，主因投資人等待消費者物價、生產者物價數據，以及紐約聯準銀行調查的消費者通膨預期無太大變化。而週四公布的物價指數在預期的範圍之中，加強了市場對9月FOMC會議中將暫停升息且不會宣布結束升息週期的猜測，資料公布後市場普遍走高。
- ▶ 受到OPEC月報中預測2024年供應趨緊、需求將成長，原油價格因而走高至2022年11月以來新高，帶動能源類股近期持續走強。科技類股近期受部分企業財報不佳以及中國指稱iPhone有安全問題而表現相對疲軟，工業類股表現最弱勢，主因飛機燃料價格受油價帶動而走高，航空類股普遍回檔修正。

### 各地區指數表現(%)



### 各產業指數表現(%)



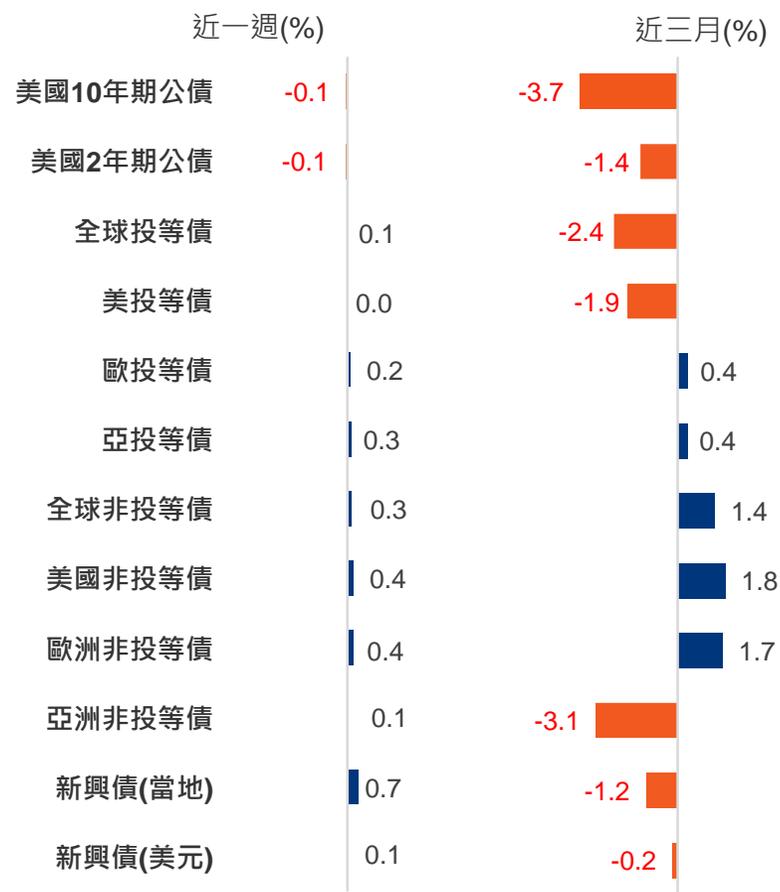
資料來源：Bloomberg · 2023年9月15日

# 美債殖利率高檔盤旋，債券表現狹幅震盪，油價走高

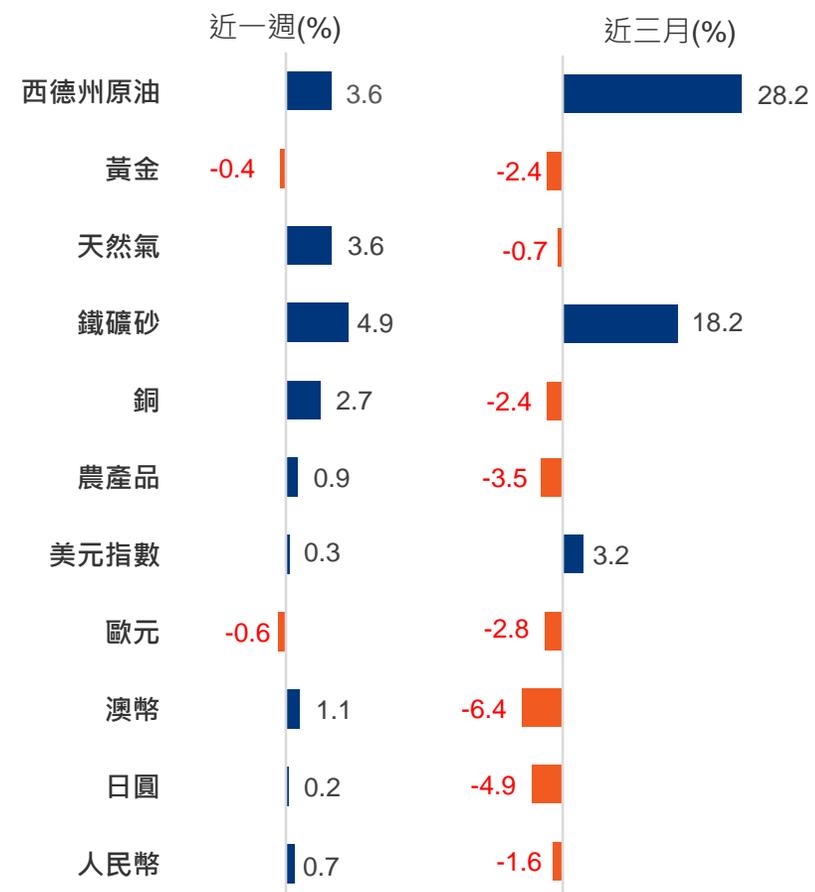
- ▶ 本週10年期美債殖利率在4.22%至4.30%區間盤旋，且接近前高水平，短天期公債殖利率亦來到先前高點，公債表現震盪。雖然美國最新核心CPI及核心PPI皆下滑緩解了市場對利率的擔憂，然而能源價格上揚可能再度帶動通膨，需關注能源價格對通膨及後續利率的影響。
- ▶ 油價持續走高，除了受OPEC月報表示供需仍不平衡以及產油國持續減產態勢外，剛公布的8月零售主要成長動能來自加油站銷售也對油價有所激勵。天然氣表現亦強勁，主因美國德州液化天然氣工廠因停電而無法裝載以及澳洲出口工廠罷工事件。此外，中國救市持續帶動基本金屬報價，鋼鐵市場因此受到激勵。美元指數震盪，而歐元走貶，主因ECB利率會議暗示本次可能為緊縮循環尾聲。

資料來源：Bloomberg，2023年9月15日

### 各類債券表現(%)



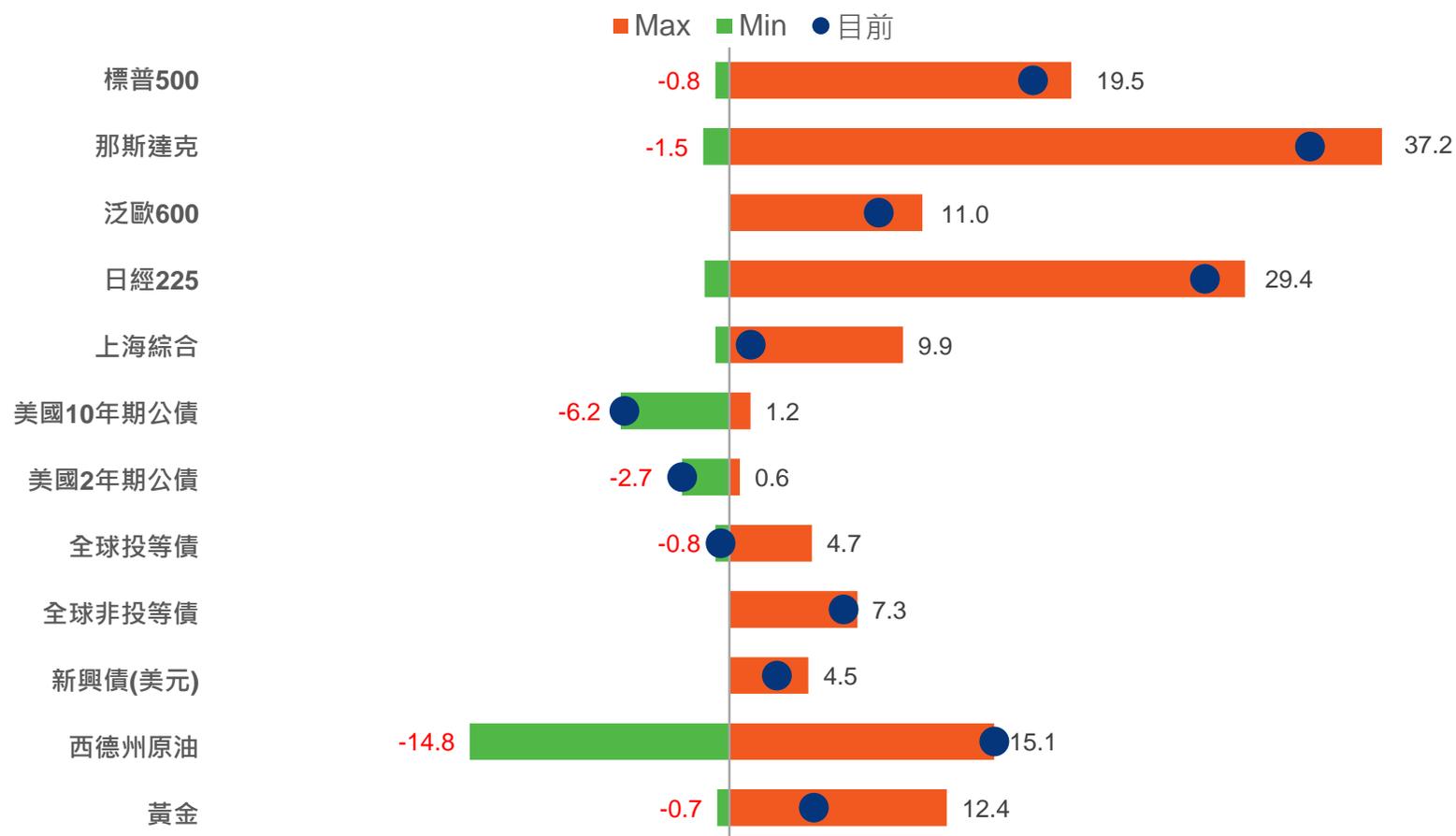
### 各類商品及貨幣表現(%)



# 產油國減產支持油價續創高，美國公債利率高位整理，股債市震盪

- 美國經濟數據仍佳，支持聯準會維持高利率環境，美國公債殖利率續處高位，美國股市亦呈現區間整理格局；歐洲央行緊縮政策有望近尾聲，市場樂觀情緒支持歐股上漲；日本視通膨變化可能調整負利率政策，金融股漲勢推升日股表現；儘管中國政府持續推出利多政策，然經濟數據不佳且投資人信心低落，陸股續弱。受通膨與經濟數據仍優於市場預期，美國公債續跌，全球投等債亦偏弱，全球非投等債則因高息優勢，為今年表現較佳債種。
- OPEC產油國維持減產態勢，加劇原油供需吃緊，帶動油價續創新高，西德州原油挑戰每桶90美元關卡。美元指數與美國公債利率挑戰今年高點，金價走勢震盪整理。

## 股、債及原物料市場YTD表現 (%)



資料來源：Bloomberg，2023年9月15日

# 成熟市場

60日線

標普500指數站回季線支撐，力守上升通道下緣



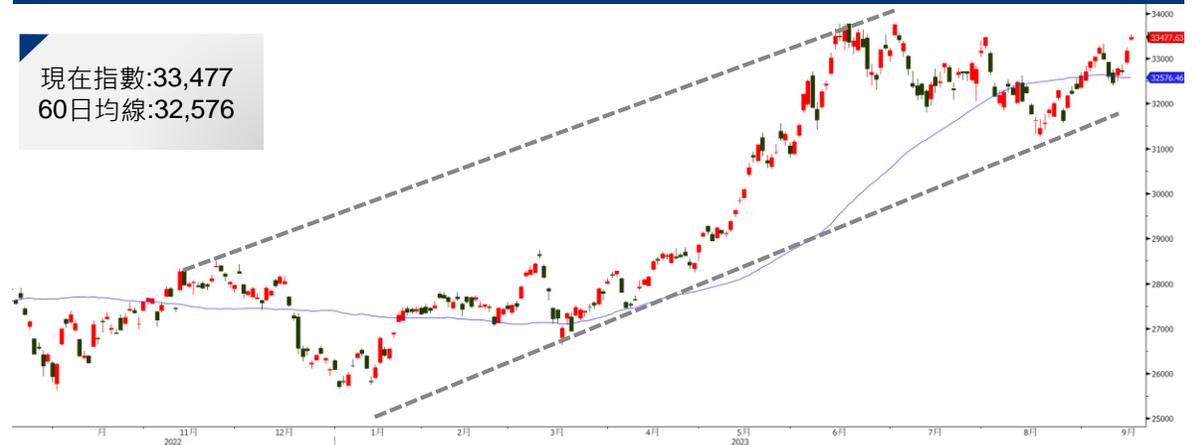
那斯達克指數站回季線關卡，尋求支撐



泛歐600指數重回季線上方，股價暫呈區間整理格局



日經225指數站回季線後向上突破



資料來源：Bloomberg · 2023年9月15日

# 新興市場與商品

—— 60日線

上綜指數呈下降通道，指數持續承壓於季線下方



新興市場反彈近季線遭遇壓力，嘗試站回季線關卡



黃金價格測試季線不過，跳空缺口仍為強力支撐



西德州原油季線底部翻揚，轉為上升通道並續創今年高點



資料來源：Bloomberg · 2023年9月15日

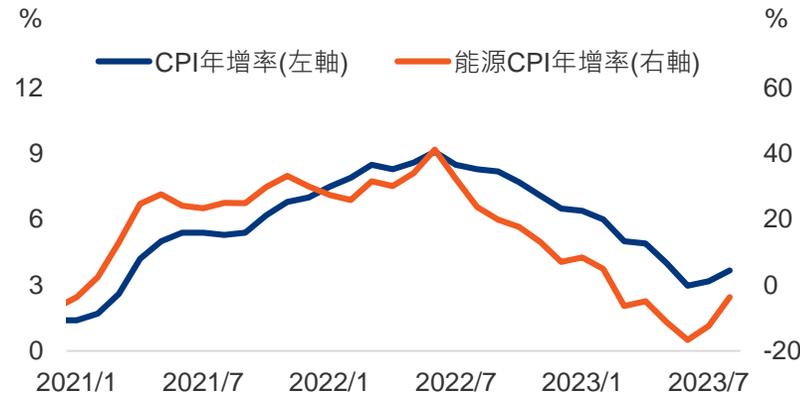
## 熱門議題

## 能源通膨升，核心通膨雖降但高於預期，留意罷工影響

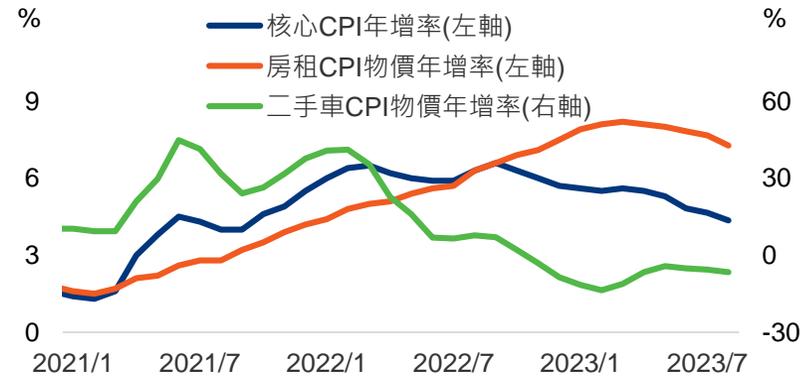
- ▶ 8月能源價格推升美國消費者物價(CPI)年增率3.7%高於前月的3.2%，核心CPI雖回落至4.3%但高於市場預期，主要受到房租通膨增速趨緩，加上汽車供應鏈改善，核心商品物價因二手車價續降但降幅趨緩所致。
- ▶ 亞特蘭大聯邦儲備銀行公布勞工薪資增速趨緩，其中員工跳槽獲得的加薪優勢與留任者調薪差距已漸縮，顯示缺工問題與就業市場緊俏程度有所緩解。近期美國汽車工會(UAW)罷工，將影響15萬名勞工與汽車產能下滑，考量調薪勞工影響人數少，工資上漲對通膨推升效果有限。汽車供給減少雖為通膨下滑阻力，但汽車庫存緩升讓汽車製造商難將成本轉嫁給消費者。市場預期聯準會9月暫停升息機率逾9成，但11月升息機率略升，後續留意罷工持續時間對9月通膨影響。

資料來源：Bloomberg，截至2023年9月14日

能源價格續上行，推升8月美國消費者物價

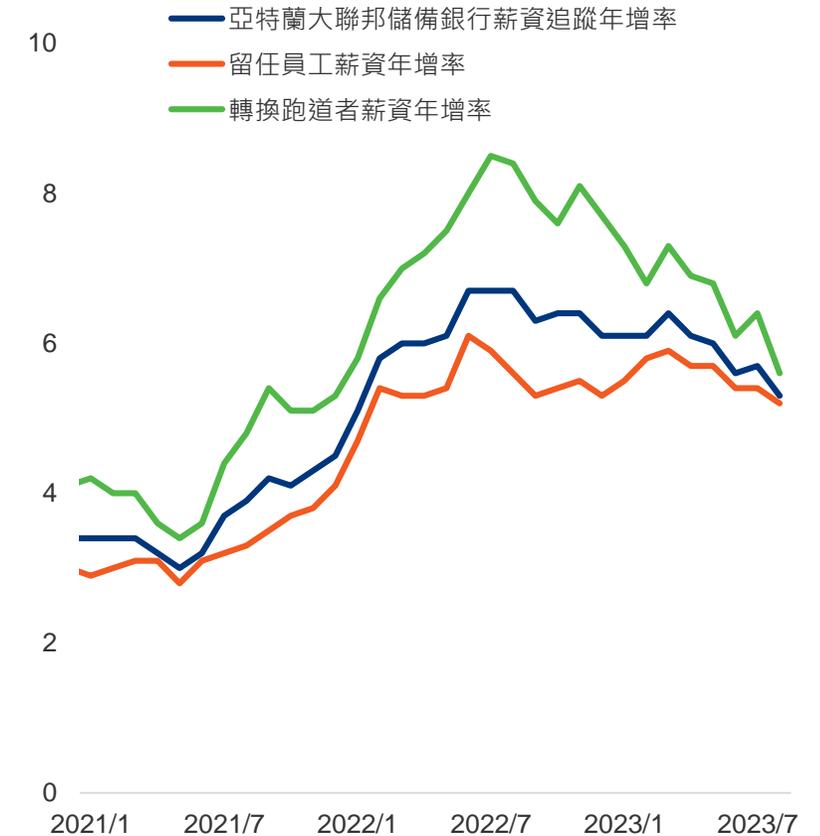


房租通膨趨緩，二手車價亦走弱



薪資增速持續下滑，支持美國當地通膨降溫

3個月移動平均中位數，%



# 蘋果9月新機具價格競爭力，持續在主要市場擴大市占

- ▶ 蘋果新機發表，高階機種iPhone 15 Pro和iPhone 15 Pro Max採用5級鈦金屬外框，並導入「動態島」螢幕設計，可顯示重要通知和「即時動態」。而受歐盟訂定法案的限制，所有iPhone 15機種均採用USB-C連接埠，且電池都使用100%可回收金屬鈷。售價部分未如預期般漲價，市場原先預期將至少漲價100美元。
- ▶ 發表會後，多家研究機構下修iPhone 15系列出貨預期，新iPhone今年總出貨量恐不及8千萬支成為共識。然而過去五年iPhone在主要銷售市場的占比持續提升，研調機構指出，即使中國經濟不佳影響銷售，蘋果也可藉著在印度的成長抵銷中國的逆風，因為印度智慧手機在全球成長最快，而蘋果在印度的市占從2019年的1%提升至目前的5.1%，預期明年將達到10%。

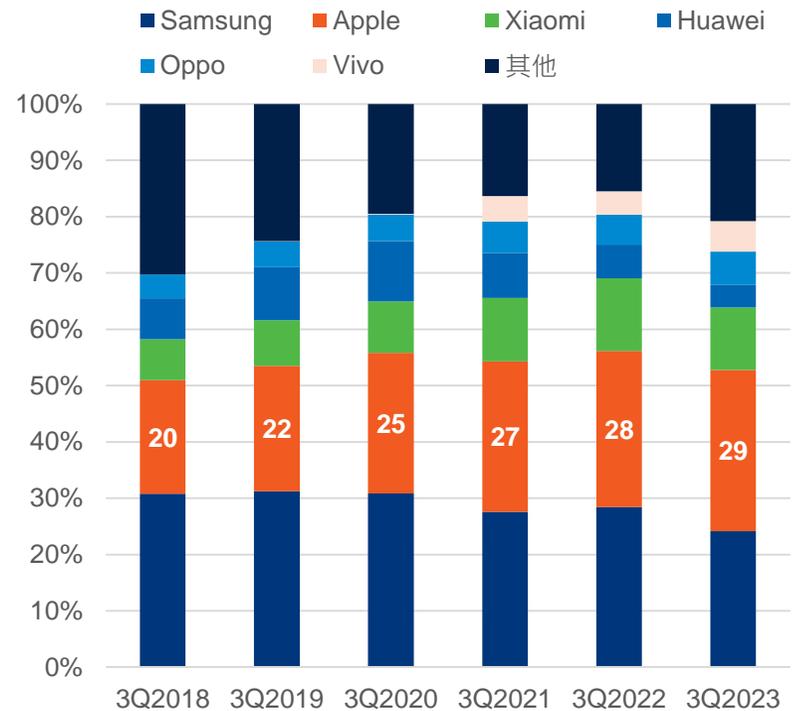
資料來源：Apple官網(左圖)；StatCounter(右圖)

## iPhone 15系列升級且具價格競爭力

	iPhone 15	iPhone 15 Plus	iPhone 15 Pro	iPhone 15 Pro Max
螢幕大小	6.1吋鋁框	6.7吋鋁框	6.1吋鈦框	6.7吋鈦框
處理器	A16 TSMC 4nm	A16 TSMC 4nm	A17 TSMC 3nm	A17 TSMC 3nm
記憶體	128 GB 256 GB 512 GB	128 GB 256 GB 512 GB	128 GB 256 GB 512 GB 1 TB	256 GB 512 GB 1 TB
官網價格	799美元	899美元	999美元	1,199美元

## 蘋果智慧手機全球市佔仍逐年攀升

智慧型手機全球市佔率



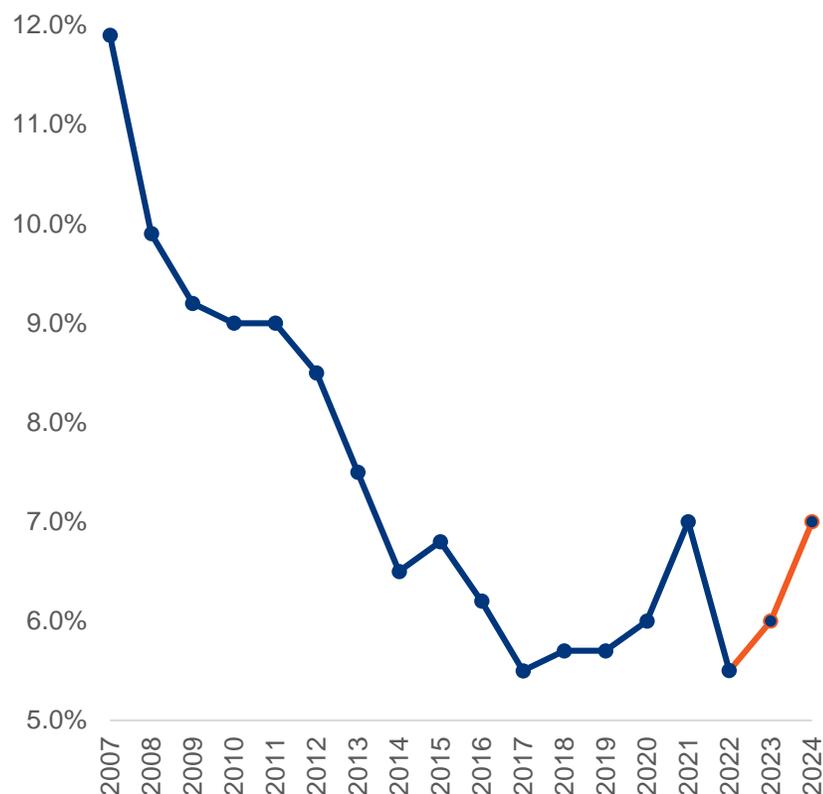
## 投資焦點

## 疫後醫療新趨勢，帶動藥價及醫藥支出攀升

- ▶ 2021年在疫情的帶動下，醫藥支出呈現明顯的轉折點，然而2022年工資上漲和臨床勞動力短缺加劇了費用上升，且全美的醫療服務提供者除面臨利潤率下降的困境外，並因應藥物給付價格壓力而與供應商談判。國際醫療機構組織調查指出，部分疫情造成的醫療趨勢將成為現況，帶動醫藥費用支出加速上升，預估2023及2024年醫藥支出年增率分別達6%及7%。
- ▶ 製藥方面，由於市場持續引入新的細胞和基因療法(過去三年共批准了 11種)，加上特殊藥物和減肥用藥使用的增加，推動了整體藥物支出動能。價格持續呈現年成長的藥物數量也從2019年的2,645項大幅升高至2022的3,840項，預計藥物價格調漲的數量將持續走高。

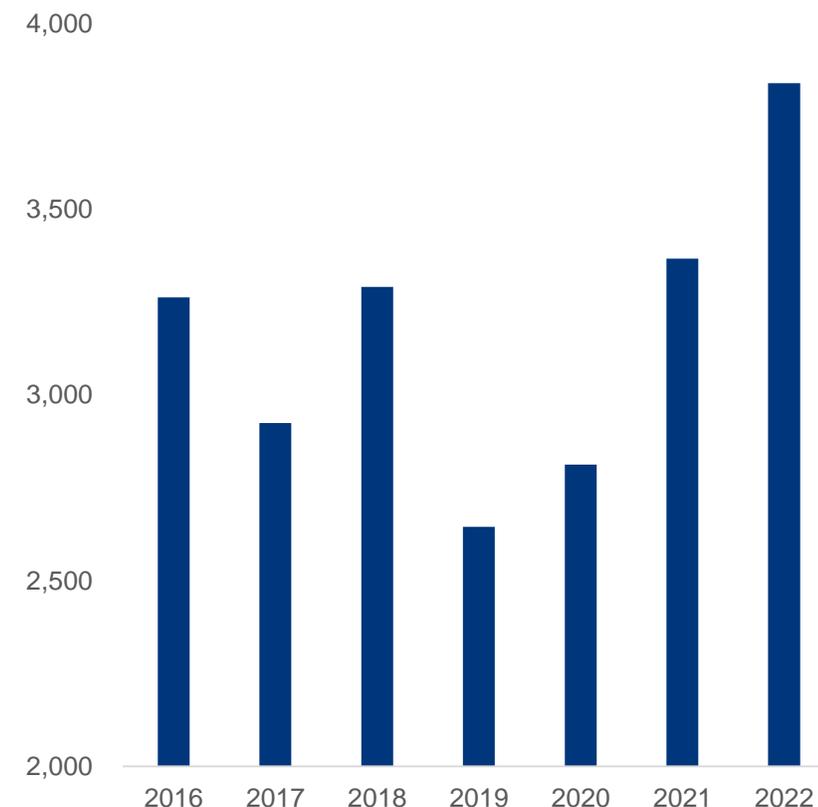
## 2023及2024年醫藥支出將反彈走高

醫療支出年增率



## 價格調漲的藥物數受惠新療法而來到新高

價格呈年增的藥物數量



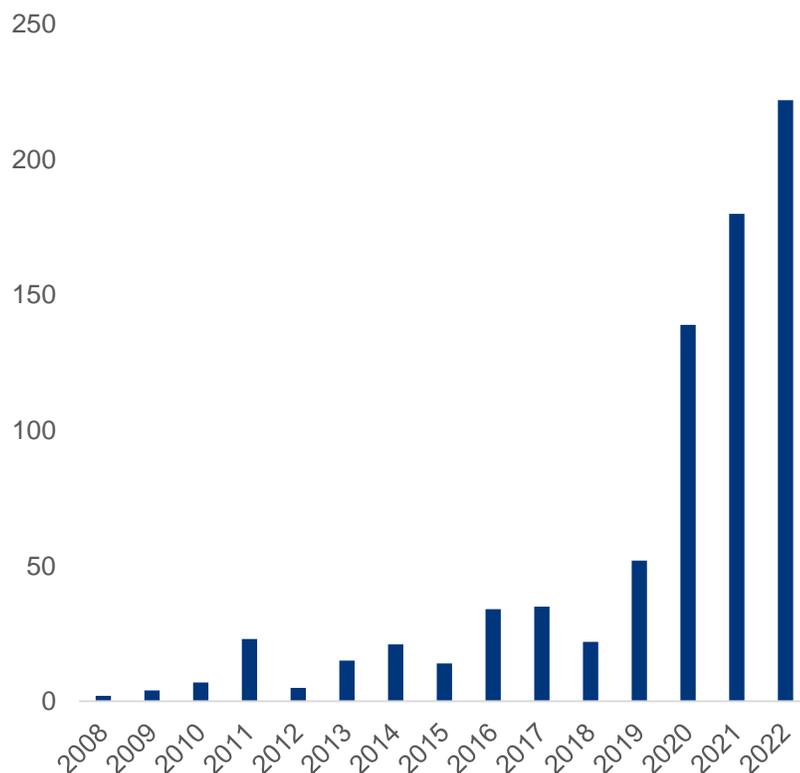
資料來源：PwC Health Research Institute

# 美國新藥價格三級跳，連帶平均藥價創新高

- ▶ 美國FDA批准的新藥價格中位數從2008年的2千美元提升至2019年的5.2萬美元，而近3年更大幅提高至20萬美元水平，價格飆升主要由新療法高成本藥物所推動。在2008至2013年，批准價格超過15萬美元或以上的藥物比例為9%，但在2020至2021年則大幅上升至47%，顯示藥品製造商的定價能力比過往都還高。
- ▶ 除了新藥在市場上有15年的專利權且沒有仿製藥的競爭外，隨著時間的推移，品牌藥和特種藥的藥品價格普遍也趨於上漲。多家保險公司表示過往藥物保險給付的定價比實際支出來的低，因此市場上的平均藥物批發價格也連動走高，且預計這種趨勢不會逆轉。

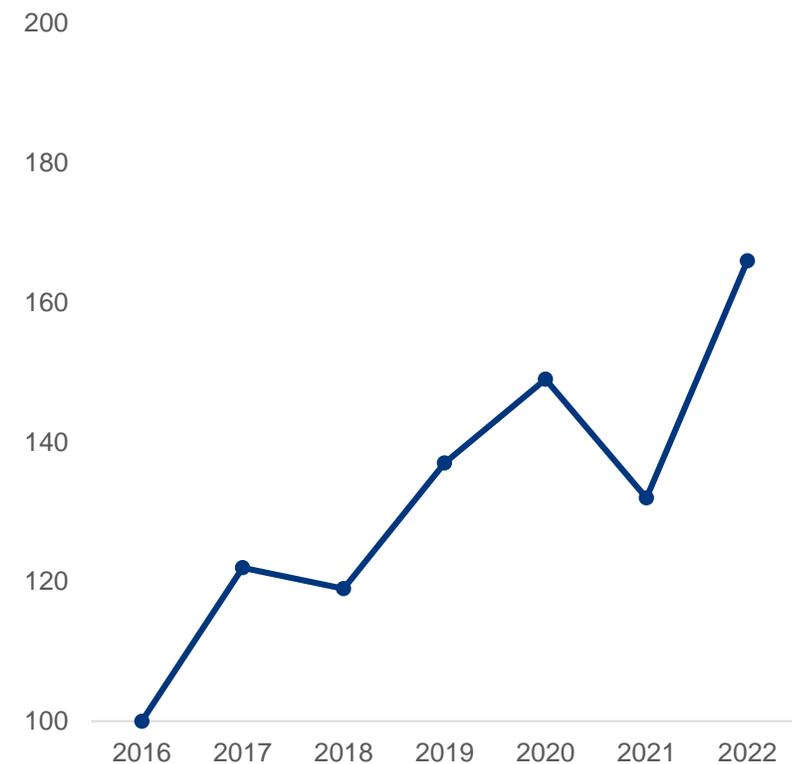
## 新藥價格近三年猛爆式成長

近15年新上市藥物中位數價格，千美元



## 平均藥物價格來到歷史新高

藥物平均價格變化，以2016為基準



資料來源：PwC Health Research Institute

# 新、舊藥價格皆持續走高，醫療支出攀升有機會帶動製藥股表現

標的名稱	VanEck製藥ETF PPH	iShares美國製藥業ETF IHE	SPDR標普製藥ETF XPH
產品風險等級	RR5	RR5	RR5
持股特色	集中於25檔大型及中型製藥股，並分散於美國及歐洲	主要持有美國的中大型製藥股	分散持有美國各種規模的製藥股
規模	428 (百萬美元) (2023/08/31)	388 (百萬美元) (2023/08/31)	236 (百萬美元) (2023/08/31)
近3月報酬/ 今年以來報酬	6.92% / 6.98%	8.70% / 3.31%	6.95% / 6.16%
基準指數	MVIS US Listed Pharmaceutical 25 Index	Dow Jones U.S. Select Pharmaceuticals Index	S&P Pharmaceuticals Select Industry Index
產業分布	1. 健康護理 95.2% 2. 必需性消費品 4.6% 3. 其他或現金 0.2%	1. 藥品 94.6% 2. 生物科技 3% 3. 個人護理產品 2% 4. 現金及/或衍生產品 0.5%	1. 藥品 99.7% 2. 個人護理用品 0.3%
前5大持股	1. Abbvie Inc 5.19% 2. Novartis Ag 5.04% 3. Johnson & Johnson 5% 4. Sanofi 4.97% 5. Eli Lilly 4.94%	1. Johnson & Johnson 23.07% 2. Eli Lilly 22.48% 3. Zoetis Inc 4.91% 4. Viatris Inc 4.5% 5. Merck & Co Inc 4.2%	1. Reata Pharmaceuticals Inc 7.55% 2. Elanco Animal Health Inc 5.64% 3. Catalent Inc 5.4% 4. Eli Lilly 5.21% 5. Zoetis Inc 4.89%

資料來源：Money DJ · 2023年9月13日 · 基金月報；此表僅列較具代表性標的參考，欲申購的投資人須符合風險承擔度條件，若需要更多資訊請上凱基證券官方網站/App查詢或洽詢您的服務專員

# 市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 美國聯準會7月升息1碼，市場預估9月暫停升息並預估11月仍有升息機會，通膨及就業等經濟數據將受關注。歐洲央行9月升息1碼，並暗示緊縮循環來到尾聲，未來政策依據經濟數據做調整。全球景氣雖下行但有上修趨勢，美股企業財報多優於預期，然股市高位，仍面臨修正風險。</li> <li>◆ 預估美股將呈震盪向上，建議以防禦型、高息股等為主，可把握股市修正、評價轉趨合理階段，布建長期配置部位，可搭配優質龍頭股、合理評價的成長股，以定期定額方式分散風險，非美地區的日本宜回檔布局。</li> </ul>	<p>策略風格：成長型、防禦型、優質大型藍籌股</p> <p>區域：美國、日本</p> <p>產業：科技、醫療保健、必需性消費</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 通膨持續緩降，聯準會放緩升息步調，升息循環可能將告一段落，以短天期公債利率鎖利，並逢利率漸升增加長天期債券部位。</li> <li>◆ 全球景氣下行，信用債著重企業評等，具穩定現金流的大型公司、高信評者更能抵禦景氣下滑、高利率環境的挑戰。</li> </ul>	<p>期間：中短天期債鎖高利、重防禦，漸增長債部位，兼具資本利得與孳息收益</p> <p>種類：公債、投資等級債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 美國10年期公債利率至今年新高，然聯準會升息近尾聲，侷限未來美元指數強度。</li> <li>◆ 日本央行總裁植田和男近期受訪談話偏鷹，提到若物價和薪資可持續上升，則結束負利率是選項之一，使市場認為日本央行明年將更早結束負利率政策。若解除負利率，將刺激日圓轉強。</li> </ul>	<p>美元高位盤整，日圓長期偏多</p>

## 重要數據

## 主要國家央行利率政策

央行	利率政策	公開市場操作	資產負債表佔GDP比重(%)
美國聯準會 (FED)	政策利率：5.25% - 5.50% 最近會議(2023/7)：+25 bps 前次會議(2023/6)：維持利率不變	聯準會升息1碼，將基準利率調升至5.25%~5.5%，強調未來不再做景氣衰退評估論述，未來貨幣政策動向，依據經濟數據變化而定，今年不會調降利率。維持先前縮表計畫，每月減持公債與機構不動產抵押證券共950億美元。	30%
歐洲中央銀行 (ECB)	存款機制：4.00% 主要再融資操作：4.50% 邊際借貸機制：4.75% 最近會議(2023/9)：+25 bps 前次會議(2023/7)：+25 bps	歐洲央行升息1碼抑制通膨，實施更嚴格的融資條件來抑制內部需求，並暗示基準利率已經達到關鍵水準，未來決策將確保基準利率維持在限制性水準夠長的時間，並依據經濟數據做調整。APP(資產購買計劃)的再投資已停止，PEPP(疫情期間緊急購買計劃)將持續到2024年底。	53%
英格蘭銀行 (BoE)	政策利率：5.25% 最近會議(2023/8)：+25 bps 最近會議(2023/6)：+50 bps	英國銀行升息1碼以應對通膨，上調今年經濟成長率預估至0.50%，但下調明、後年經濟成長率預估至0.5%與0.25%。2022年11月英國政府已啟動縮表，開始進行公債主動出售，預計2023年加上被動縮表的部分，公債資產規模將減少800億英鎊。	33%
日本銀行 (BoJ)	政策利率：-0.10% 最近會議(2023/7)：維持利率不變 前次會議(2023/6)：維持利率不變	將短期政策利率目標維持在負0.1%不變，10年期公債殖利率控制(YCC)目標區間至±0.5%，但將指定殖利率無限量收購10年債的上限，從0.5%提高至1.0%。維持購買股票ETF、J-REITs上限，分別為12兆、1,800億日圓；維持商業票據、公司債的總額度恢復到疫情前的5兆日圓。	134%

資料來源：Bloomberg

# 重要經濟數據 / 事件

► Sep 2023

<p><b>11</b> Monday</p>	<p><b>12</b> Tuesday</p>	<p><b>13</b> Wednesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>歐洲7月工業生產指數月增率 (實際:-1.1% 預估:0.7% 前值0.4%)</li> <li>美國8月核心CPI月增率 (實際:0.3% 預估:0.2% 前值:0.2%)</li> <li>美國8月核心CPI年增率 (實際:4.3% 預估:4.3% 前值:4.7%)</li> <li>美國8月CPI月增率 (實際:0.6% 預估:0.6% 前值:0.2%)</li> <li>美國8月CPI年增率 (實際:3.7% 預估:3.6% 前值:3.2%)</li> </ul>	<p><b>14</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>歐洲9月存款機制利率(實際:4.00% 預估:3.75% 前值:3.75%)</li> <li>歐洲9月主要再融資利率(實際:4.50% 預估:4.25% 前值:4.25%)</li> <li>美國8月核心零售銷售月增率 (實際0.6% 預估:0.4% 前值:0.7%)</li> <li>美國8月PPI月增率 (實際0.7% 預估:0.7% 前值:0.4%)</li> <li>美國8月零售銷售月增率 (實際:0.6% 預估:0.2% 前值:0.5%)</li> </ul>	<p><b>15</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>中國8月工業生產指數年增率 (實際4.5% 預估:4.0% 前值:3.7%)</li> <li>美國9月密西根大學消費者預期指數 (前值:65.5)</li> <li>美國9月密西根大學消費者信心指數 (前值:69.5)</li> </ul>
<p><b>18</b> Monday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國9月NAHB房產市場指數 (前值50)</li> </ul>	<p><b>19</b> Tuesday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>歐元區8月核心CPI月增率 (前值:0.3%)</li> <li>歐元區8月核心CPI年增率 (前值:5.3%)</li> <li>歐元區8月CPI月增率 (前值:-0.1%)</li> <li>歐元區8月CPI年增率 (前值:5.3%)</li> <li>美國8月新屋開工年化總數 (前值:1.452M)</li> <li>美國8月營建許可總數(前值:1.443M)</li> </ul>	<p><b>20</b> Wednesday</p>	<p><b>21</b> Thursday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>美國FOMC利率決議(前值:5.5%)</li> <li>臺灣央行利率決議(前值:1.875%)</li> <li>英國央行利率決議(前值:5.25%)</li> <li>美國8月成屋銷售年化總數 (前值:4.07M)</li> </ul>	<p><b>22</b> Friday</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本央行利率決議 (前值:-0.1%)</li> </ul>

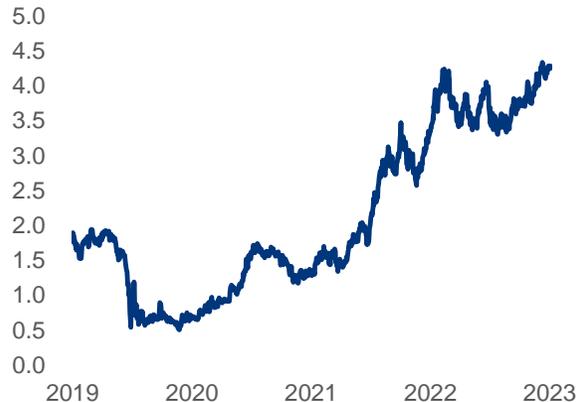
資料來源：Investing.com

# 附錄

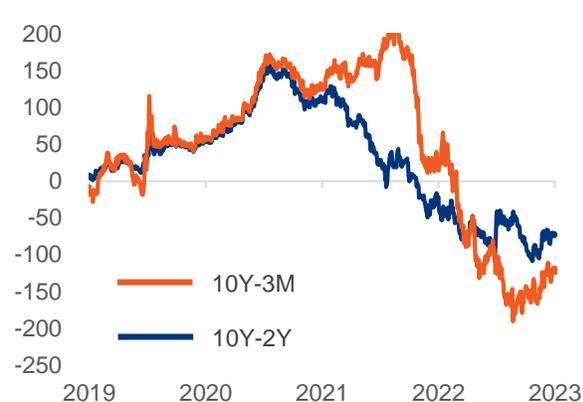
### 美國物價指數年增率(%)



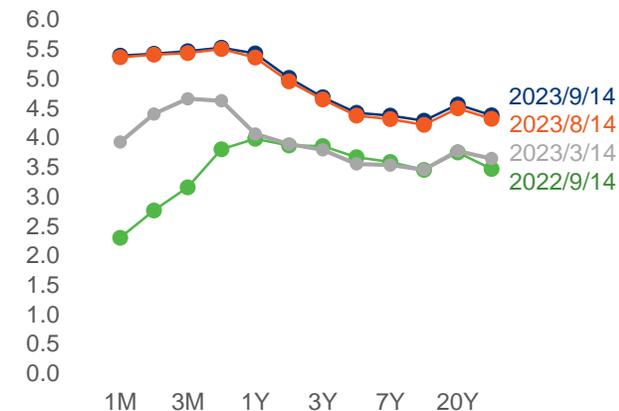
### 美國10年期公債殖利率(%)



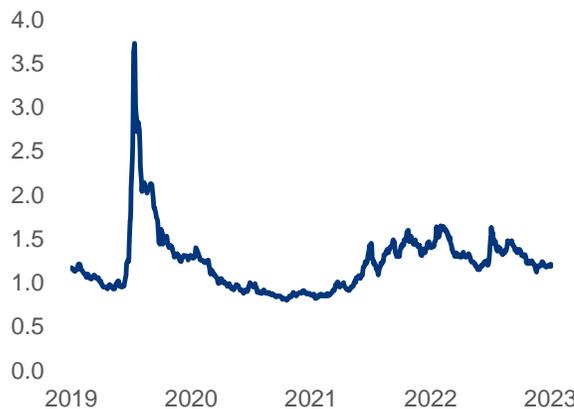
### 美國公債利差(bps)



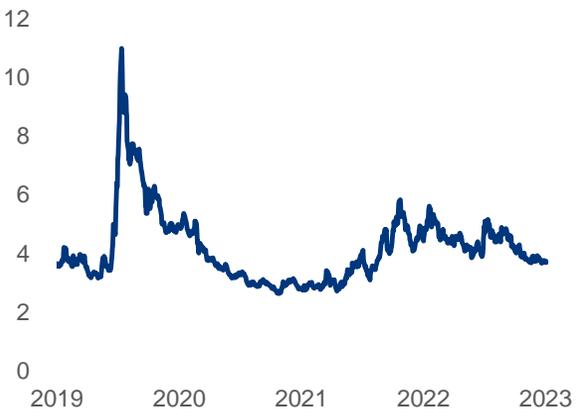
### 美國公債殖利率曲線(%)



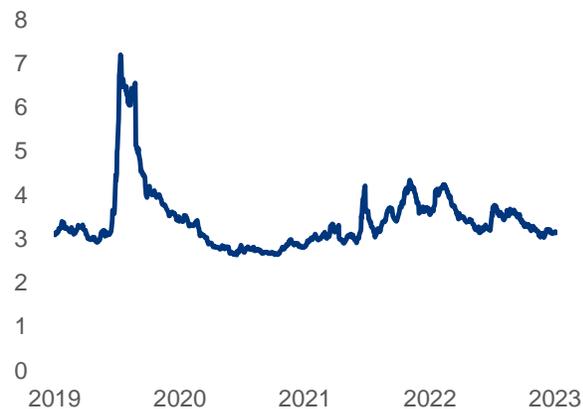
### 美元投資級公司債利差(%)



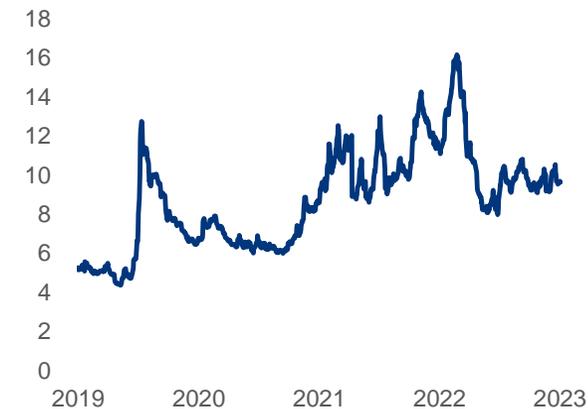
### 美元非投資等級債利差(%)



### 美元新興市場債利差(%)



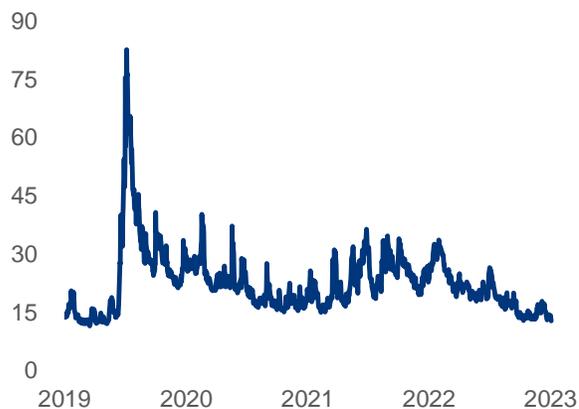
### 美元亞洲非投資級債利差(%)



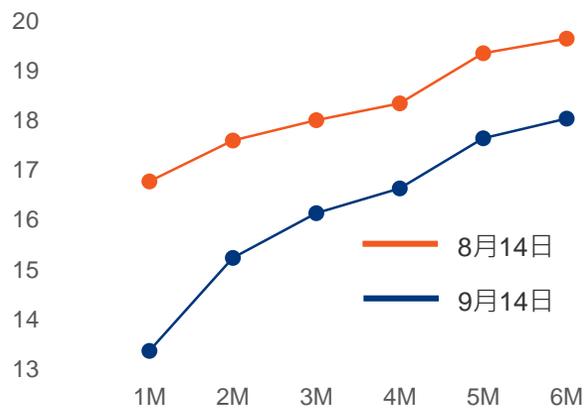
資料來源：Bloomberg · 2023年9月15日

# 附錄

### VIX指數



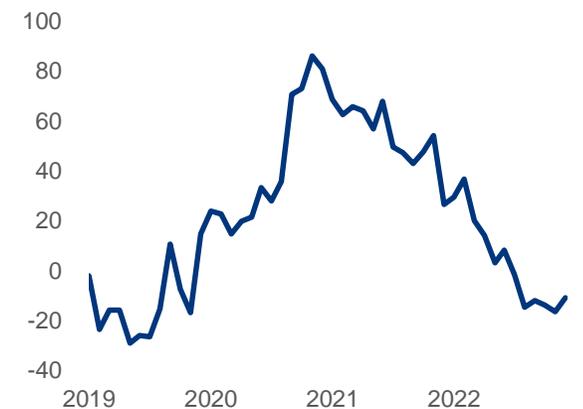
### VIX期間結構



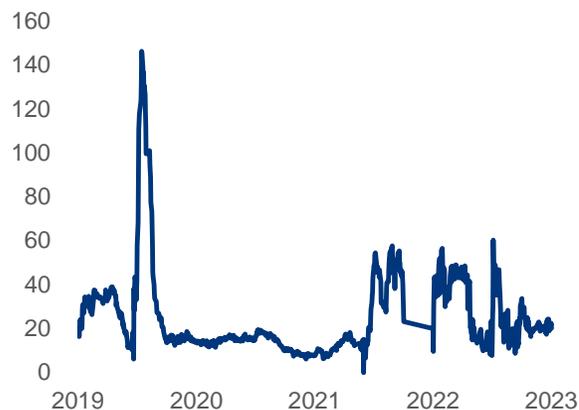
### 美國花旗經濟驚奇指數\*



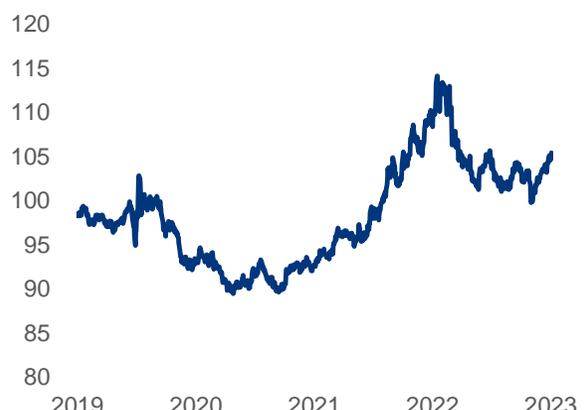
### 美國花旗通膨驚奇指數\*



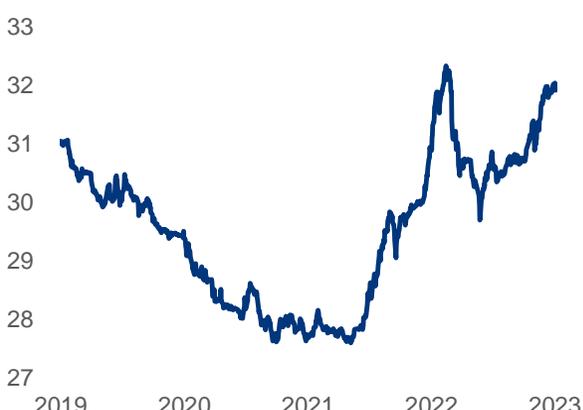
### Ted利差(bps)



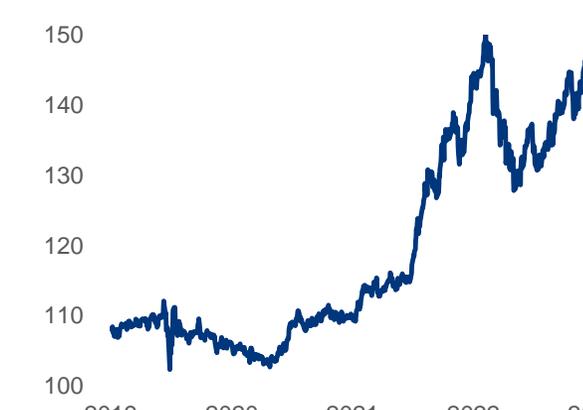
### 美元指數



### 美元兌新臺幣



### 美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2023年9月15日；\*花旗經濟/通膨驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通膨與市場預期落差，指數向上分別代表景氣好轉/通膨向上幅度超過市場預期



## 免責聲明

本文件由中華開發金融控股公司(「開發金控」)所編製，所載之資料、意見及預測乃根據本公司認為可靠之資料來源及以高度誠信來編製，惟開發金控成員並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不會對此等內容之準確性、完整性或正確性負任何責任或義務。

本文件僅供參考，未經本公司批准同意，不得翻印或作其他任何用途。