

<本次亮點>

1. 近期美債殖利率短線急升，使得 Nasdaq 100 指數出現修正，反映聯準會 (Fed) 在使用量化寬鬆 QE 政策使得股票估值評價普遍揚升後，科技股對於利率的敏感度也變得更高，但從利率五因子模型與聯準會 ACM 模型估算，當前美債殖利率的急升格局估將告一段落。
2. 聯準會主席鮑爾近日出席國會聽證時承認，當前美國高通膨現況可能要持續一段更長時間才能見到回落，而更接近觀察通膨前景的抗通膨債券 (TIPS) 交易員們亦不認為美國通膨率將大幅走高，故美債殖利率並不具備短線上再大幅揚升之基礎。
3. 展望 Nasdaq 100 後市，中期內 Google、微軟、亞馬遜等三大雲端巨頭的訂單增長強勁、資本支出持續擴張、業績能見度清晰、估值相對合理，故預期 Google、微軟、亞馬遜將成為帶領 Nasdaq 100 進一步攻高的堅固力量。

美債殖利率急升告一段落，Nasdaq 100 重評價壓力將和緩

近期美債殖利率在短線上再次急遽揚升，使得 Nasdaq 100 指數出現一波修正，反映聯準會 (Fed) 在使用量化寬鬆 QE 政策使得股票估值評價普遍揚升後，科技股對於利率的敏感度也變得更高，但從利率五

因子模型與聯準會 ACM 模型估算，當前美債殖利率的急升格局應將告一段落，估將回到緩升格局，而這也將緩和 Nasdaq 100 指數的重評價壓力。

由於全球能源價格大漲，以及聯準會主席鮑爾 (Jerome Powell) 近日出席國會聽證時承認，當前美國高通膨現況可能要持續一段更長時間才能見到回落，是引動美債殖利率短線上高速揚升的重要關鍵，因債市交易員普遍擔憂，聯準會有可能迫於高通膨壓力而提前啟動升息，故引動一輪美債拋售潮。

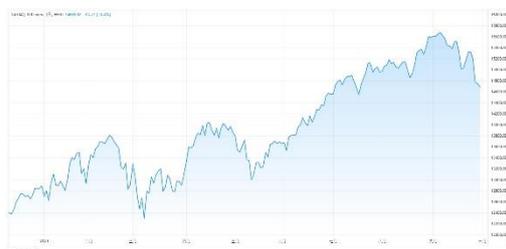
然而，隨著當前美債殖利率已揚升一段至 1.5% 水平，若殖利率要再次急升，相信將需要更強勁的通膨預期帶動，才能再次刺激美債殖利率回補通膨貼水，但進一步觀察 10 年期美債平衡通膨率 (Break-even rate) 近期卻僅在盤整並未創高，顯示更接近觀察通膨前景的抗通膨債券 (TIPS) 交易員們並不認為美國通膨率將大幅走高，故美債殖利率並不具備短線上再大幅揚升之基礎。

而以利率五因子模型和聯準會 ACM 模型估算，至 2021 年底，10 年期美債殖利率估將落在 1.6-1.7% 水平，對比當前美債殖利率約落在 1.5% 水平，顯示 10 年期美債殖利率至年底要再出現急升的機率已然不高，估計殖利率將在 4Q21 內回到緩升格局。

展望 Nasdaq 100 後市，雖然 Nasdaq 100 科技股因殖利率走揚而出現劇烈修正，但事實上 Nasdaq 100 獲利前景仍是相當強勁，後市仍具有強勁的基本面基礎支撐，據 FactSet 統計至最新 10 月 1 日數據，市場預期 3Q21 與 4Q21 Nasdaq 100 每股盈餘 (EPS) 即使面對基期墊高，

仍估將分別大幅成長 40.67%、34.30%，科技龍頭股的獲利動能表現亮眼。

從當前前景判斷，預期中期內 Nasdaq 100 科技股業績確定性依然理想，並考量業績能見度，以及估值本身的合理性，相信 Google、微軟、亞馬遜三大雲端巨頭，將是中期內最為確定的指標股之一，而三大雲端巨頭又是 Nasdaq 100 指數中佔比重極大的個股，故預期 Nasdaq 100 有望在 Google、微軟、亞馬遜的增長帶動下穩步攻高。



Nasdaq 100 指數走勢圖 資料來源：tradingview 資料日期：2021/10/1

總經分析：

一. ISM 9 月報告，加大高通膨延長之疑慮

美國製造業活動進一步升溫，10 月 1 日公布的 9 月 ISM 製造業採購經理人指數 (PMI) 報 61.1，優於市場預期，創下自 5 月以來高點，但由於供應鏈受阻，交期拉長連帶拉高投入成本，導致物價繼續走揚。

9 月美國 ISM 製造業 PMI 細項指數：

- 新訂單指數報 66.7，前值 66.7
- 生產指數報 59.4，前值 60.0
- 僱傭指數報 50.2，前值 49.0
- 供應商交貨指數報 73.4，前值 69.5
- 存貨指數報 55.6，前值 54.2

- 客戶端存貨指數報 31.7，前值 30.2
- 價格指數報 81.2，前值 79.4
- 未完成訂單指數報 64.8，前值 68.2
- 出口訂單指數報 53.4，前值 56.6
- 原物料進口指數報 54.9，前值 54.3

Manufacturing at a Glance
September 2021

Index	Series Index Sep	Series Index Aug	Percentage Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (Months)
Manufacturing PMI®	61.1	59.9	+1.2	Growing	Faster	16
New Orders	66.7	66.7	0.0	Growing	Unchanged	16
Production	59.4	60.0	-0.6	Growing	Slower	16
Employment	50.2	49.0	+1.2	Growing	From Contracting	1
Supplier Deliveries	73.4	69.5	+3.9	Slowing	Faster	67
Inventories	55.6	54.2	+1.4	Growing	Faster	2
Customers' Inventories	31.7	30.2	+1.5	Too Low	Slower	80
Prices	81.2	79.4	+1.8	Increasing	Faster	16
Backlog of Orders	64.8	68.2	-3.4	Growing	Slower	15
New Export Orders	53.4	56.6	-3.2	Growing	Slower	15
Imports	54.9	54.3	+0.6	Growing	Faster	15
OVERALL ECONOMY				Growing	Faster	16
Manufacturing Sector				Growing	Faster	16

9 月 ISM 製造業 PMI 報告細項指數 資料來源：ISM 資料日期：2021/10/1

一般來說，交貨時間延長多半反映經濟強勁與客戶需求提升，然而，目前交貨期拉長卻主要和疫情導致供應鏈中斷有關，在供應鏈問題尚未緩解之前，美國高通膨現況很可能將延續更長一段時間。

另外，在 9 月 ISM 製造業 PMI 報告中，價格指數已連續 16 個月上升，報 81.2，高於上月的 79.4 且增速加快，顯示受供應鏈中斷影響，供應商祭出漲價措施以應對不斷上漲的成本。

整體而言，9 月份內美國製造業受到原物料交貨期拉長、關鍵材料短缺、大宗商品價格上漲與產品運輸困難影響，在疫情之下，供應鏈中斷將繼續限制製造業成長潛力，不過，製造業訂單需求仍是非常樂觀，只是高通膨狀況估將持續。

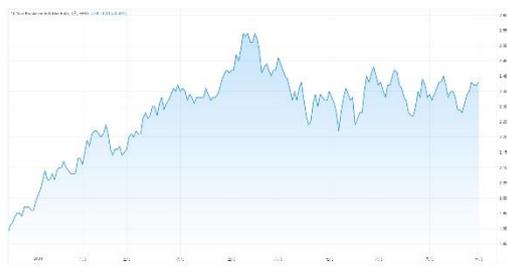
二. TIPS 交易員估通膨高檔盤整，但難再創高

雖然聯準會主席鮑爾承認高通膨將維持一段更長時間，且 9 月 ISM 製造業 PMI 報

告也呼應了此觀點，但是當前抗通膨債券 (TIPS) 交易員卻不認為通膨率有可能失控急升，因象徵通膨預期的 10 年期美債平衡通膨率 (10-Year Breakeven Inflation Rate) 並未與 10 年期美債殖利率同步走高。

10 年期美債平衡通膨率並未與 10 年期美債殖利率同步走升，這顯示了美國公債市場出現拋售潮，但是 TIPS 債券卻也沒有出現買盤，而因為在債券市場內 TIPS 債為抗通膨債券，故 TIPS 債券交易員會比其他債券交易員使用更高頻數據來觀察通膨前景，故 TIPS 交易員的交易共識通常會更靠近市場的通膨預期。

在當前 TIPS 債券殖利率持續盤整，並未走低亦並未走高、但 10 年期美債殖利率卻高速攀升的場景下，顯示 TIPS 交易員們並不認為美國通膨率將大幅走高，但 TIPS 交易員認同高通膨率將維持一段更長時間。



10 年期美債平衡通膨率走勢圖 資料來源：tradingview 資料日期：2021/10/1

估值分析：

據 Bloomberg 截至 10 月 1 日數據顯示，Nasdaq 100 指數未來 12 個月期預估本益比 (Forward 12 months P/E Ratio) 落在 27.75 倍，近期高速跌破了 29 倍、28 倍的整數大關。

Nasdaq 100 指數估值大幅收斂，主要是因為 10 年期美債殖利率走揚後，在估值重評價壓力下導致股價下跌，使得估值亦高速走低，而在估值大幅收斂的場景下，在考量聯準會升息時點上遠，故相信 Nasdaq 100 指數的評價已漸趨達到合理。

P/E Ratio			
Index	10/1/21	Year ago	Estimate
Dow Jones	23.31	27.16	18.56
S&P 500	30.04	36.94	21.47
NASDAQ 100	34.15	35.86	27.75
Russell 2000	365.96	n.a.	32.68

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2021/10/1

Nas 100 展望：

雖然美國經濟的高通膨壓力估將延長，但是相信美國通膨率並不具備再大幅走高之基礎，預計 10 年期美債殖利率估計將回到緩升格局，不致在短線上繼續出現高速走升之市況，故對 Nasdaq 100 科技股之估值重評價之壓力，預估也將隨之緩和。

因華爾街在估值評價上，基礎會使用 DCF 現金流折現模型、Gordon Model 股利增長模型等進行股價評價，而這類估值模型，皆是以 10 年期美債殖利率作為無風險利率的分母計算，故當 10 年期美債殖利率走升後，即容易對高估值股票形成重評價壓力。

而在聯準會於新冠疫情期間推出零利率、QE 等寬鬆貨幣政策之後，科技股本益比估值就受到貨幣寬鬆大幅推升，故使得 Nasdaq 100 科技股對於利率變動的敏感

度上升，但若 10 年期美債殖利率能夠回歸緩升格局，給予 Nasdaq 100 更多時間證明每股盈餘 (EPS) 增速能跟上利率增速、甚至跑贏利率增速，那麼對於 Nasdaq 100 股價即不致形成過大修正壓力。

即使美國經濟、美股獲利即將面臨下半年的基期墊高之壓力，但據 FactSet 統計至最新 10 月 1 日數據顯示，市場預期 3Q21 與 4Q21 Nasdaq 100 每股盈餘 (EPS) 仍將分別大幅成長 40.67%、34.30%，顯示 Nasdaq 100 獲利的增長前景仍是相當亮眼，短線修正僅是因為利率增速過快而導致的估值重評價。

展望 Nasdaq 100 後市，雖然當前蘋果因為 iPhone 13 新機缺乏亮點而導致股價缺少催化動能，也對 Nasdaq 100 的股價增長貢獻不多，但值得注意的是，中期內 Google、微軟、亞馬遜等三大雲端巨頭的訂單增長強勁、資本支出持續擴張、業績能見度清晰、估值相對合理，故預期 Google、微軟、亞馬遜將成為帶領 Nasdaq 100 進一步攻高的堅固力量，Nasdaq 100 指數的上升趨勢是仍未改變。

OANDA 官方網站

<https://www.oanda.com/bvi-ft/>

OANDA NAS100 指數價格走勢

<https://www.oanda.com/bvi-ft/cfds/instruments/nas100-usd/>

<https://www.oanda.com/bvi-ft/>

本網站上發布的事項僅用於提供可作為投資決策參考的資訊，不構成所述投資買賣的邀請或要約。請自行判斷投資政策、投資時機等。請注意根據此服務的資訊，我們對任何交易損失概不負責。此外，本公司也不保證資訊的準確性和完整性，並可能在不事先通知的情況下更改或取消內容。

請注意，我們對資訊中的任何遺漏或錯誤概不負責。

差價合約（CFDs）是複雜的金融產品，存在很高的虧損風險。76.8%的零售客戶在進行交易時虧損。您應該考慮是否有能力承受損失的高風險。本網站上的信息本質上屬於一般信息。我們建議您在進行交易前，尋求獨立的財務建議並確保您充分了解所涉及的風險。在您交易之前，請認真查看 oanda.com 的產品披露聲明（Product Disclosure Statement）(PDS) 以及金融服務指南（Financial Services Guide）(FSG)。