

## <本次亮點>

1. 美國勞工部公布 6 月失業率繼續保持在 3.6% 的歷史低位，與此同時，美國 6 月消費者物價指數 (CPI) 年增率亦再創新高至 9.1%，預期強勁的非農就業數據將繼續支撐聯準會鷹派升息，這將從而限縮 Nasdaq 100 的估值擴張空間，反彈空間可能有限。
2. 台積電在最新財報中表示，半導體業市場確實出現雜音，因由於智慧型手機、個人電腦 (PC) 和消費終端市場需求轉弱，導致上游客戶的庫存水平大增，預計產業鏈未來將需要經過幾個季度的庫存調整，並可能會持續到 2023 年上半年。
3. 展望 Nasdaq 100 後市，雖然美國 6 月通膨率已見到觸頂訊號，但鑒於聯準會鷹派升息趨勢不變，且基本面也仍未見到顯著的改善契機，在需求走弱、高庫存的雙向壓力下，盈餘下修風險依舊存在，故展望 3Q22 看，Nasdaq 100 後市仍是不容樂觀。

## 台積電確認消費性終端需求疲軟，Nasdaq 100 仍難樂觀

美國勞工部公布 6 月新增非農就業為 37.2 萬人，遠超市場預期的 26.8 萬人，且失業率繼續保持在 3.6% 的歷史低位，但與此同時，美國 6 月消費者物價指數 (CPI) 年增率亦再創新高至 9.1%，預期強勁的非農就業數據將繼續支撐聯準會 (Fed) 鷹派升

息，這將從而限縮 Nasdaq 100 的估值擴張空間，反彈空間可能有限。

強勁的非農就業數據表明到目前為止，美國企業的聘僱需求蓋過了對經濟前景的擔憂，並對通膨帶來結構性的轉變，目前美國通膨已自先前能源、原物料走強的商品通膨 (Commodity inflation)，轉自薪資增長的服務通膨 (Services inflation)，故聯準會在 3Q22 內加速升息、透過打擊需求的方式來壓制通膨，仍有著絕對性的必要。

作為消費性電子業務龍頭的台積電 (TSM) 在最新財報中表示，半導體業市場目前確實出現雜音，屬於典型的下行週期 (typical cycle)，因由於智慧型手機、個人電腦 (PC) 和消費終端市場需求轉弱，導致上游客戶的庫存水平大增，預計產業鏈未來將需要經過幾個季度的庫存調整，並可能會持續到 2023 年上半年。

從台積電財報觀察，消費終端市場需求轉弱、庫存週轉天期大幅拉升的現象嚴重，而 Nasdaq 100 成份股包括蘋果 (AAPL)、高通 (QCOM)、Nvidia (NVDA)、AMD (AMD)、ASML (ASML)、美光 (MU) 等個股，相信皆在潛在的隱憂名單之中，風險除了需求降溫以外，新產品的平均銷售單價 (ASP) 漲幅趨小，亦將令預估營收 (Forward revenue) 增速放緩。

展望 Nasdaq 100 後市，雖然美國 6 月通膨率已見到觸頂訊號，相信通膨的趨緩也將為 Nasdaq 100 帶來一波短暫的反彈升勢，但鑒於聯準會鷹派升息趨勢不變，這將令 Nasdaq 100 估值擴張空間受限，且基本面也仍未見到顯著的改善契機，在需求走弱、高庫存的雙向壓力下，盈餘下修風險依舊存在，故展望 3Q22 看，Nasdaq 100 後市仍是不容樂觀。



Nasdaq 100 日線走勢圖 資料來源：  
Tradingview 資料日期：2022/7/15

- 平均每周工時報 34.5 小時，預期 34.6，前值 34.5 小時
- 平均每小時薪資年增率報 5.1%，預期 5.0%，前值 5.3%
- 平均每小時薪資月增率報 0.3%，預期 0.3%，前值 0.4%
- 勞動參與率報 62.2%，預期 62.3%，前值 62.3%

## 總經分析：

### 一.非農超預期，強化聯準會鷹派升息預期：

美國 6 月新增非農就業報 37.2 萬人，略低於前值 39 萬人，但大幅高於市場預期的 26.8 萬人，且失業率連續 4 個月維持在 3.6%，接近疫情爆發前的歷史低點，也持續低於聯準會設定的 4% 自然失業率，指向美國勞動力市場依然強勁，聯準會有充分的升息支撐。

另外，美國 6 月勞動參與率報 62.2%，低於市場預期的 62.4% 和前值 62.3%，較疫情前約低 1.2%；平均時薪月增率報 0.3%，較前三個月小幅回落，但仍處於較高水平，數據顯示薪資通膨的螺旋效應仍存，美國通膨率雖有望因能源價格走低而下降，但相信將是緩降、並非急降，因通膨結構開始自商品通膨轉向薪資增長的服務通膨。

#### 美國 6 月非農細項數據：

- 非農新增就業報 37.2 萬人，預期 26.8 萬人，前值自 39 萬人下調至 38.4 萬人
- 失業率報 3.6%，預期 3.6%，前值 3.6%



美國失業率表現 資料來源：tradingview  
資料日期：2022/7/8

各產業別看，美國 6 月新增非農超預期主要靠服務業帶動，6 月新增就業最多的行業，包括今年以來持續表現強勁的教育和保健服務 (+9.6 萬)、專業商業服務 (+7.4 萬)、休閒和酒店行業 (+6.7 萬) 等三大類；而新增就業最少的行業包括政府部門 (-0.9 萬)、金融 (+0.1 萬)、公用事業 (+0.11 萬)。

另外，零售業 (+1.54 萬) 新增就業較 5 月 (-4.37 萬) 增加 5.91 萬，是美國 5 月大型零售公司裁員後的小幅回升，而政府部門、運輸倉儲業 (+3.55 萬)、建築業 (+1.3 萬) 新增就業則較 5 月減少較多，可能與季節性變化有關。

總體看，非農強勁緩解部份美國經濟過快衰退的擔憂，同時也強化了聯準會的升息預期，7 月升息三碼 (75BP) 相信已成定局，但市場也已經完全充分定價。

### 二.美國通膨有望觸頂，但仍難急降：

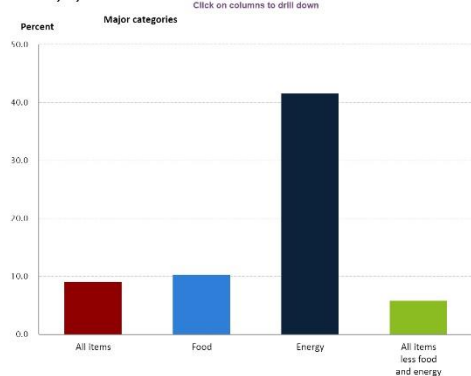
美國 6 月 CPI 年增率報 9.1% 再創逾 40 年來新高，其中能源、食品、住宅繼續拉動 CPI 上漲，其他分項指數也普遍出現溫和及中度以上的增長，而核心 CPI 年增率雖然繼續小幅回落，但月增率略有增加，且幾乎所有主要分項均呈現上漲，顯示通膨雖然已有觸頂訊號，但仍是難以見到急速下降。

6 月 CPI 中最大貢獻來自租金、二手車、醫療保健、汽車保險、一手車等項目，而出現 CPI 下降的分項為外宿和機票，同時也注意到，本輪美國通膨率已脫離原油增長趨勢，創下自 90 年代以來首見，而根據歷史經驗，通膨要見到較大回落的所需時間將較長。

### 美國 6 月 CPI 數據細項：

- 6 月 CPI 年增率報 9.1%，高於市場預期的 8.8%，高於前值 8.6%。
- 6 月 CPI 月增率報 1.3%，高於市場預期的 1.1%，高於前值 1.0%。
- 6 月核心 CPI 年增率報 5.9%，高於市場預期的 5.7%，低於前值 6.0%。
- 6 月核心 CPI 月增率報 0.7%，高於市場預期的 0.6%，高於前值 0.6%。

12-month percentage change, Consumer Price Index, selected categories, June 2022, not seasonally adjusted



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics.

美國 6 月 CPI 數據細項 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2022/7/13

總體看，本輪美國的高通膨趨勢，一直有二大問題：(1) 通膨維持高位的時間比聯準會預期的要長、(2) 通膨回落的幅度比聯準會預期的要小。

預計在非農就業薪資水平強勁，且西方對俄羅斯制裁沒有明顯緩解、夏季旅遊對汽油需求旺盛，能源和糧食價格有效回落尚需時日等因素下，美國通膨將只會緩降、並非急降，而在高通膨的背景下，美國經濟陷入衰退將是無可避免。

聯準會最新褐皮書亦顯示，小部分美國地區已出現顯著的經濟放緩，對經濟衰退的擔憂亦出現在褐皮書的調查之中，目前看，市場對聯準會 9 月持續大幅升息的預期升溫，反映在 CPI 難以急降的前景下，聯準會對控制通膨的態度將持續堅定。

### 三.台積電財報露餡，消費性電子需求低迷並進入庫存調整：

晶圓代工龍頭、消費性電子業務大廠台積電召開 2Q22 法說會，總裁魏哲家指出，由於總體經濟的大環境影響，使得全球消費性電子需求疲弱，近期也確實看到部分客戶、供應鏈開始進行庫存調整，並預計本輪庫存調整可能會持續至 2023 上半年。

台積電指出，由於智慧型手機、個人電腦和消費終端市場需求轉弱，目前有相關客戶和供應鏈已經著手調整庫存，預計庫存水準於 2022 年下半年間呈現下降現象，但台積電也認為，在經歷兩年疫情帶動消費性電子需求的情況下，這種庫存調整是合理的。

台積電認為，目前的半導體週期近似於「典型週期 (typical cycle)」，也預期半導體供應鏈庫存過高的現象將需要幾個季度的時間，重新平衡至較健康的水準，伴隨幾個季度的庫存調整，並可能會持續到 2023 年上半年。

由於台積電業務涉及甚廣，旗下客戶幾乎囊括所有一線消費性電子大廠，包括蘋果、英特爾、高通、Nvidia、AMD、ASM、美光等大廠，而在目前美國經濟需求疲軟的背景之下，台積電見到的庫存調整狀況，亦再次印證上游客戶的需求低迷。

## 估值分析：

Bloomberg 截至 7 月 15 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) 約落在 20.97 倍，持續落在 5 年均值本益比向下一個標準差，直觀看，估值水準已進入便宜的價格區間。

但值得注意的是，雖然 Nasdaq 100 估值極低，但考量到 Nasdaq 100 正準備進入 2Q22 財報發布季，3Q22 財測仍有巨大的盈餘下修風險，故目前估值仍有失真疑慮。

P/E Ratio			
Index	7/15/22	Year ago	Forward 12 months
Dow Jones	17.96	26.37	16.30
S&P 500	20.57	36.60	16.43
NASDAQ 100	24.68	38.37	20.97
Russell 2000	52.63	n.a.	19.78

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2022/7/15

## Nasdaq 100 展望：

美國 6 月非農報告表現強勁，但與此同時，6 月 CPI 數據亦再次超出市場預期，這也將繼續支持聯準會鷹派升息以壓低通膨壓力，為美國民眾重建購買力，而在這樣的過程中，美國科技業也難以避開需求驟減的逆風壓力，Nasdaq 100 後市仍難以樂觀看待。

雖然今年來 Nasdaq 100 已重挫近 30%，故市場相信已定價 (Price-in) 不少的獲利下修預期，但值得注意的是，由於目前需求孱弱的程度有多嚴重，仍是難以預估，且科技廠的庫存週轉天期嚴重偏高，故降價去庫存的趨勢勢將難以避免，這也將重擊 Nasdaq 100 科技股的毛利率。

台積電也已確認半導體業市場的雜音，主要來自於智慧型手機、個人電腦 (PC) 和消費終端市場需求轉弱，導致上游客戶的庫存水平大增，且庫存調整週期估將延續至 2023 上半年，這意味著在 3Q22、甚至 4Q22 內，相關客戶的營收與獲利要超越市場預期，將不會是一件太容易的事，而營收與獲利若無法超越市場預期，那麼也代表著股價已在財報公布前遭市場充份定價。

展望 Nasdaq 100 後市，雖然美國 6 月通膨率已見到觸頂訊號，而通膨的趨緩也確實可能為 Nasdaq 100 帶來一波反彈上攻，但鑒於聯準會鷹派升息趨勢不變、需求打擊的壓力仍在，這將令 Nasdaq 100 估值擴張空間受限、獲利下修風險仍存，故短

期看，目前 Nasdaq 100 仍尚未出現多頭轉折點，後市仍有下行風險。

## 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/>

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。