

## <本次亮點>

1. 聯準會 7 月會議確認先前 6 月會議釋出的利率意向點陣圖 (Dot Plot) 在當前仍具有「有效性」，意味著聯準會無意進一步推升市場的升息預期，這對 Nasdaq 100 來說，升息預期未再進一步擴張，也代表估值底部將可能浮現。
2. 美國 ISM 公布 7 月製造業 PMI 指數顯示出通膨放緩跡象，因 7 月價格分項指數僅報 60.0，不僅大幅低於市場預期的 73.5，與前月的 78.5 相比，更是單月暴跌 18.5 點，創下自 2010 年來最大降幅，顯示美國高通膨壓力正持續浮現下降趨勢。
3. 展望 Nasdaq 100 後市，預計本次美國經濟衰退將是溫和、輕度衰退，且股價與每股盈餘 (EPS) 已經歷過不小的下修幅度，故後市相信不至於再引起 EPS 預期、股權風險溢價 (ERP) 的大幅調整，預計 Nasdaq 100 科技股將浮現：(1) 估值底部、(2) 溫和經濟衰退、(3) 潛在貨幣政策企穩與轉向的 3 大利多。

## 升息預期未再擴張，Nasdaq 100 浮現估值底部

聯準會 (Fed) 7 月會議決議升息三碼 (75BP)，符合市場預期，而 7 月會議中最重要的是，聯準會再次確認了先前 6 月會議釋出的利率意向點陣圖 (Dot Plot) 在當前仍具有「有效性」，這意味著聯準會至 2022 年底升息路徑，當前仍停留在 6 月

所預期的 3.25-3.50% 區間，聯準會無意進一步推升市場的升息預期，這對 Nasdaq 100 來說，升息預期未再進一步擴張，也代表估值底部將可能浮現。

聯準會 7 月會議沒有針對下一步行動給出前瞻指引，強調後續的升息速率將取決於通膨數據決定，而考量到 7 月國際油價、原物料商品價格的加速走跌，這將有機率幫助美國通膨率「緩降」，從而使得聯準會至 2022 年底的升息路徑繼續維持不變，不致於再向上擴張。

美國供應管理協會 (ISM) 公布 7 月製造業 PMI 指數亦顯示，製造業 PMI 不僅持續放緩，其中 7 月價格分項指數更是僅報 60.0，不僅大幅低於市場預期的 73.5，與前月的 78.5 相比，更是單月暴跌 18.5 點，創下自 2010 年來最大降幅，美國高通膨壓力正持續浮現下降趨勢。

再來觀察 Nasdaq 科技股財報季，目前美股科技股估值水平已回到 2014-2018 年水平，例如軟體 SaaS 平均 PS (NTM) 為 6x，費城半導體指數 PE (NTM) 為 15X，再考慮到 10 年期美債殖利率已因聯準會升息預期未再向上擴張，而已在 3% 附近見頂，故殖利率上行帶來的估值收縮壓力也已經消失，Nasdaq 100 科技股估值可謂是已修正至合理水平。

展望 Nasdaq 100 後市，預計本次美國經濟衰退將是溫和、輕度衰退，且股價與每股盈餘 (EPS) 已經歷過不小的下修幅度，故後市相信不至於再引起 EPS 預期、股權風險溢價 (ERP) 的大幅調整，預計 Nasdaq 100 科技股將浮現：(1) 估值底部、(2) 溫和經濟衰退、(3) 潛在貨幣政策企穩與轉向

的 3 大利多，故看好 Nasdaq 100 科技股觸底後持續反彈向上。



Nasdaq 100 日線走勢圖 資料來源：Tradingview 資料日期：2022/8/2

## 總經分析：

### 一.聯準會強化 6 月點陣圖有效性，未再擴大升息預期：

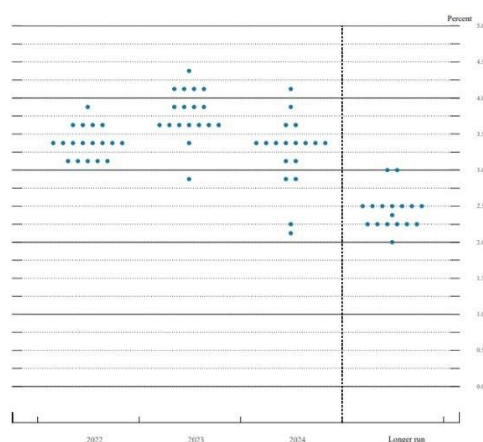
聯準會 7 月會議一如市場預期的升息三碼，且主席鮑威爾提到：「隨著貨幣政策進一步趨緊，由於聯準會需要評估累計貨幣政策調整對於經濟和通膨的影響，因此放慢升息速度變得越來越可能」，直接暗示 9 月可能升息二碼以外，也重申了先前 6 月點陣圖的「有效性」

讓市場最為樂觀的理由，在於聯準會再次重申 6 月點陣圖的有效性，鮑爾表示所謂的「適度緊縮 (modest restrictive)」貨幣政策，指的是 6 月點陣圖路徑，也就是說在今年年底升息到 3.25-3.5% 區間、明年升息到 3.50-3.75%，這包括了以下二點意涵：

(1) 至 2022 年底聯準會還有四碼的升息幅度，預計 9 月、11 月、12 月依序升息為 2 碼、1 碼、1 碼，而 2023 年第一季也僅升息 1 碼的可能性高。

(2) 聯準會沒有意圖提高 2022、2023 兩年的升息高點，希望藉由強調 6 月點陣圖

的有效性，來錨定市場預期、不再進一步拉升市場預期。



聯準會先前 6 月釋出之利率意向點陣圖 資料來源：federalreserve 資料日期：2022/6/15

聯準會開始放緩升息速率，主要原因在於貨幣政策的推出到實際發生效力，其實有其滯後性，故聯準會願意放緩升息速率，等待高速升息後對經濟需求的抑制影響。

並且經歷 7 月升息之後，當前聯準會基準利率區間 2.25-2.50%，是已經超過聯準會聲稱的中性利率區間 2.25-2.50%，而在基準利率升破中性利率之後，貨幣政策就已經達到中性，未來進一步升息都算是緊縮性貨幣政策，故放慢升息速度並觀察經濟反應的做法符合政策邏輯。

### 二.ISM 7 月製造業 PMI 釋放通膨趨緩前兆：

美國 ISM 公布 7 月 ISM 製造業指數下滑至 52.8，雖高於預期的 52，但仍低於 6 月的 53，已連兩個月下降，續創 2020 年 6 月以來新低，此外，7 月價格分項指數更是自前值 78.5 大幅降至 60，創下 2020 年 8 月以來新低，暗示通膨可能已經觸頂。

#### 7 月美國 ISM 製造業細項指數：

- 新訂單指數報 48.0，前值 49.2
- 生產指數報 53.5，前值 54.9
- 僱傭指數報 49.9，前值 47.3
- 供應商交貨指數報 55.2，前值 57.3
- 存貨指數報 57.3，前值 56.0
- 客戶端存貨指數報 39.5，前值 35.2
- 價格指數報 60.0，前值 78.5
- 未完成訂單指數報 51.3，前值 53.2
- 出口訂單指數報 52.6，前值 50.7
- 原物料進口指數報 54.4，前值 50.7

Manufacturing at a Glance  
July 2022

Index	Series Index Jul	Series Index Jun	Percentage Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (Months)
Manufacturing PMI®	52.8	53.0	-0.2	Growing	Slower	26
New Orders	48.0	49.2	-1.2	Contracting	Faster	2
Production	53.5	54.9	-1.4	Growing	Slower	26
Employment	49.9	47.3	+2.6	Contracting	Slower	3
Supplier Deliveries	55.2	57.3	-2.1	Slowing	Slower	77
Inventories	57.3	56.0	+1.3	Growing	Faster	12
Customers' Inventories	39.5	35.2	+4.3	Too Low	Slower	70
Prices	60.0	78.5	-18.5	Increasing	Slower	26
Backlog of Orders	51.3	53.2	-1.9	Growing	Slower	25
New Export Orders	52.6	50.7	+1.9	Growing	Faster	25
Imports	54.4	50.7	+3.7	Growing	Faster	2
OVERALL ECONOMY				Growing	Slower	26
Manufacturing Sector				Growing	Slower	26

Manufacturing PMI® Report (or Business) data is seasonally adjusted for the New Orders, Production, Employment and Inventories indices.  
\*Number of months moving in current direction.

ISM 7 月製造業 PMI 分項指數 資料來源：ISM 資料日期：2022/8/1

分項指數看，ISM 7 月新訂單指數自 6 月的 49.2 降至 48.0、連續第 2 個月處於萎縮且跌幅擴大，而前六大產業當中，更僅有電腦及電子產品的新訂單呈現溫和成長。

生產指數自 6 月的 54.9 降至 53.5，雖然是連續第 26 個月高於 50 的景氣分水線，但新訂單成長趨緩、庫存壓力沉重，亦正在打擊生產指數加速走低。

積壓訂單指數自 6 月的 53.2 降至 51.3，積壓訂單也在新訂單趨緩的壓力下，出現連續性走低，而雖然積壓訂單現在仍高於 50 的景氣分水線，代表積壓訂單仍是樂觀，但放緩的趨勢亦是相當明確。

客戶庫存指數自 6 月的 35.2 升至 39.5，顯示美國製造業的客戶庫存狀況仍在惡化，而相信高庫存壓力持續延燒的前景下，美國製造業還將可能出現二波降價潮。

就業指數自 6 月的 47.3 升至 49.9，連續第 3 個月處於萎縮期，顯示整體 ISM 受訪對象仍在表達缺工，但 6 大產業當中，運輸設備、原油、煤炭產品、重機械等產業，則還是嚴重缺工。

價格指數自 6 月的 78.5 大跌至 60.0、創下自 2020 年 8 月以來新低，這意味著原物料價格的漲幅已明顯放緩；而價格指數 7 月大跌 18.5 個百分點，也是創 1948 年開始統計以來第四大單月跌點，同時也創下自 2010 年 6 月以來最大跌點。

## 估值分析：

Bloomberg 截至 8 月 2 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 22.50 倍，在聯準會未進一步推升升期預期、且每股盈餘 (EPS) 在財報季後無進一步的下修風險，故 Nasdaq 100 估值底部相信已經浮現。

目前 Nasdaq 100 財報季已接近尾聲，包括蘋果、亞馬遜、Google、特斯拉等 Nasdaq 100 重磅權值股財報皆是超越市場預期，且目前看，3Q22 財測並無太大的 EPS 下修風險，這令本益比估值的底部浮現，更有信心可以確認。

P/E Ratio			
Index	8/2/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	19.49	23.17	17.38

S&P 500	22.10	31.55	17.99
NASDAQ 100	26.88	39.43	22.50
Russell 2000	75.30	n.a.	21.22

美股四大指數估值比較圖 資料來源：

Bloomberg 資料日期：2022/8/2

## 展望 Nas 100 後市：

10 年期美債殖利率作為美股資產定價的基準，目前已穩定在 3% 附近，而考慮到聯準會本輪升息最終高點可能落在 3.75% 附近，以及美國通膨短期出現觸頂跡象，故美債殖利率再向上突破 3% 的機率已然不大，這將開始有助於 Nasdaq 100 進入「估值修復」行情。

目前統計，今年以來 Nasdaq 科技股的估值壓縮幅度，已顯著大於同期 10 年期美債殖利率上行幅度所對應的理論值。

以對利率最敏感的軟體 SaaS 類股為例，按照模型估算，理論上若 10 年期殖利率上漲 100 個 BP，那麼 SaaS 企業 (營收增速 <20%)、SaaS 企業 (營收增速 >20%) 所對應的估值收縮幅度估為 16%、21%。

而今年來 10 年期美債殖利率上行 120 個 BP 左右，IGV 則下行 27.5%，考慮到 Nasdaq 軟體股平均 20% 左右的營收年增率，顯然即使剔除疫情期間堆積的泡沫，今年以來的估值壓縮幅度，亦較大定價 (Price-in) 了後續利率上行、經濟衰退的預期。

當前市場對於 Nasdaq 100 科技股的最大擔憂，主要聚焦於美國經濟本身的衰退風險，整體而言，目前市場對於美國經濟增速放緩、衰退已經沒有太多分歧，反而更多

爭論在於經濟衰退的深度與長度，這樣的爭論有其道理，因為經濟衰退伴隨而來的是企業 EPS 預期下修幅度、股權風險溢價 (ERP) 的調整幅度，故如何判斷本輪經濟衰退的深度與長度，就極為重要。

展望 Nasdaq 100 後市，基於美國勞動力市場仍是相當強勁、Nasdaq 100 資本支出循環仍未消失，故預計本次的美國經濟衰退將是溫和衰退，不至於再次引發 Nasdaq 100 EPS 預期、股權風險溢價 (ERP) 的大幅調整，故預計 Nasdaq 100 科技股將浮現：(1) 估值底部、(2) 溫和經濟衰退、(3) 潛在貨幣政策企穩與轉向的 3 大利多，看好 Nasdaq 100 科技股觸底後持續反彈向上。

## 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。