

## <本次亮點>

1. 聯準會主席鮑爾在全球央行年會傑克森霍爾發表《貨幣政策與價格穩定》為主題之演講，明確向市場放出「未來高利率將停留一段更長時間」的前瞻指引，大舉推翻先前市場認為 1Q23 聯準會貨幣政策就將轉向寬鬆之預期，這也明示了 Nasdaq 100 科技股將無法這麼快就開始享受估值修復的過程。
2. 鮑爾在傑克森霍爾上的鷹派發言，並非是要再次拉升本輪升息終點的最高利率預期，鮑爾的前瞻指引是「高利率將停留一段更長時間」，意即聯準會是希望校正市場在 1Q23 的降息預期、並非是要更大程度的拉升本次升息循環的終點利率預期。
3. 展望 Nasdaq 100 後市，支撐股市多頭行情的三隻腳，分別是「企業獲利」、「資金動能」、「市場情緒」，而目前三隻腳顯然皆不穩固，故短線看，預計 Nasdaq 100 要轉向多頭格局仍需一段時間，而要交易聯準會的降息預期也是言之過早。

## 股市多頭三隻腳仍不穩固，Nas 100 交易寬鬆預期言之過早

聯準會 (Fed) 主席鮑爾 (Jerome Powell) 在全球央行年會傑克森霍爾 (Jackson Hole) 發表《貨幣政策與價格穩定》為主題之演講，明確向市場放出「未來高利率將停留

一段更長時間」的前瞻指引，大舉推翻先前市場認為 1Q23 聯準會貨幣政策就將轉向寬鬆之預期，這也明示了 Nasdaq 100 科技股將無法這麼快就開始享受估值修復 (multiple recovery) 的過程，且在高利率與高通膨的總經環境裡，Nasdaq 100 的基本面修復亦需要一段更長時間，故 Nasdaq 100 短線仍難樂觀看待。

鮑爾在全球央行年會上的演講不到 10 分鐘就結束，顯示聯準會不想給予市場太多贅字，希望市場明確理解到聯準會想傳達的「不會這麼快轉向寬鬆」之訊息，但值得注意的是，鮑爾在傑克森霍爾上的鷹派發言，並非是要再次拉升本輪升息終點的最高利率預期，鮑爾的前瞻指引是「高利率將停留一段更長時間」，意即聯準會是希望校正市場在 1Q23 的降息預期、並非是要更大程度的拉升本次升息循環的終點利率預期。

據芝商所 (CME) 最新數據顯示，先前利率市場的 1Q23 降息預期已被聯準會擊退，高達逾 80% 機率定價聯準會 2023 年一月份利率會議將停留基準利率至少在 3.75-4.00% 區間上方，顯示市場亦已被聯準會的前瞻指引所引導，降息預期已不復存在。

再加上美國供應管理協會 (ISM) 公布 8 月製造業採購經理人指數 (PMI) 報 52.8，高於市場預期的 52.0，主要受到就業與新訂單指數反彈成長所帶動，而值得注意的是，8 月 PMI 物價指數再次下滑 7.5 個百分點至 52.5，創下 2020 年 6 月來新低，且是連續第五個月下降，表明美國的通膨壓力正在減弱。

展望 Nasdaq 100 後市，支撐股市多頭行情的三隻腳，分別是「企業獲利」、「資金動

能」、「市場情緒」，而目前三隻腳顯然皆不穩固，因「企業獲利」正受高利率與高通膨所打擊、「資金動能」正受聯準會升息和縮表所壓制、「市場情緒」則受到企業基本面前景疲軟和高利率影響，導致股價還無法這麼快享受到估值修復行情，故短線看，預計 Nasdaq 100 要轉向多頭格局仍需一段時間，而要交易聯準會的降息預期也是言之過早。



Nasdaq 100 日線走勢圖 資料來源：  
Tradingview 資料日期：2022/9/1

## 總經分析：

### 一.鮑爾擊垮市場降息預期，明言高利率將維持更長時間：

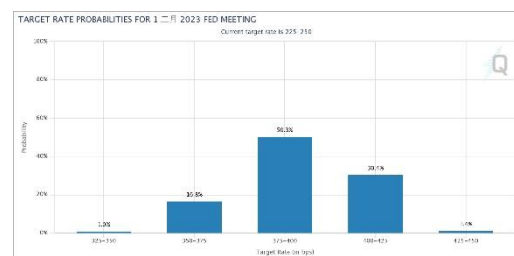
鮑爾在傑克森霍爾召論壇上，簡潔扼要的進行了 8 分鐘的主題演講，直言聯準會將保持緊縮直至價格穩定的目標達成，明言「未來高利率將停留一段更長時間 (higher rate stay longer)」，且鮑爾直言認為，當前美國通膨的核心問題是供需不平衡，而聯準會當前的貨幣政策要務，就是使用激進的緊縮式貨幣政策打擊總需求，促使阻體供需能夠重新平衡。

鮑爾表示，聯準會目前的首要工作是控制通膨，而經濟和就業走弱都是必要代價，鮑爾表示低於正常趨勢的經濟增長 (below-trend economic growth) 將保持一段時間，失業率也將順勢走高，家庭和企業將經歷一些痛苦，但鮑爾解釋，高利

率將是壓制通膨預期的必要之惡，因為如果控制通膨失敗，那麼美國經濟勢將經歷更大的經濟痛苦。

雖然美國消費者物價指數 (CPI) 通膨率已出現觸頂緩降，但促使 CPI 下滑的項目主要來自於能源價格與大宗商品走低，而能源與大宗商品的價格波動特性本就極高，且美國天氣已準備進入冬季，冬季的用油需求增強仍可能帶動能源價格重新反彈，故由能源與大宗商品價格下降所導致的通膨下滑，仍不足以令聯準會信服通膨率將一路朝向 2% 通膨目標前進。

目前市場也已經接受聯準會將停留高利率一段更長時間的現實，據芝商所 (CME) 數據顯示，先前利率市場的 1Q23 降息預期已經幾乎消滅，目前已達 82.1% 的交易員預期，聯準會在 2023 年一月份將維持利率至少在 3.75-4.00% 上方，過早的降息預期已遭聯準會擊垮。



CME FedWatch 預計聯準會 2023/1 至少停留在 3.75-4.00% 區間之機率為 82.1% 資料來源：CME 資料日期：2022/9/1

### 以下為投資人整理鮑爾在本次傑克森霍爾的談話要點：

1. 聯準會目前的首要目標，是要控制通膨回到 2% 的目標水平，保證美國物價增長穩定。
2. 物價穩定需要時間，聯準會將透過貨幣緊縮來引道供需平衡，這將意味著

低於正常趨勢的經濟增長將保持一段時間，失業率可能上升，家庭和企業將經歷一些痛苦。

3. 雖然使物價穩定要付出代價，但歷史證明如果聯準會在恢復物價穩定的任務失敗，那麼這將會引發更大的經濟痛苦，歷史強烈地告誡聯準會不應該過早放鬆貨幣政策。
4. 美國經濟正在放緩，經濟數據的信號並不一致，但經濟還有較強的動力，勞動市場供不應求是嚴重不平衡的狀況。
5. 7月通膨數據有所放緩是好的信號，但單一個月的數據，仍不足以成為通膨將確定回落的證據。
6. 預計美國的中性利率水準落在 2.25%-2.50%，但聯準會的升息不會因為達到中性水準就暫停或停止。
7. 9月 FOMC 升息依然取決於各種經濟數據，當升息達到足夠的限制性程度時，會考慮放緩升息節奏。
8. 預計聯邦基金利率在 2023 年底處於略低於 4% 的水平。

## 二.8月 ISM 製造業 PMI 超預期，物價壓力正進一步舒緩：

美國 9 月 1 日公布 8 月 ISM 製造業指數持穩在 52.8 與前值相同，高於市場預期的 52，主因是就業與新訂單指數反彈成長，且值得注意的是，8 月物價指數再次下滑 7.5 個百分點至 52.5，創下 2020 年 6 月來新低，連續第五個月下降，表明通膨壓力正在減弱。

### 8 月美國 ISM 製造業細項指數：

- 新訂單指數報 51.3，前值 48.0
- 生產指數報 50.4，前值 53.5
- 僱傭指數報 54.2，前值 49.9

- 供應商交貨指數報 55.1，前值 55.2
- 存貨指數報 53.1，前值 57.3
- 客戶端存貨指數報 38.9，前值 39.5
- 價格指數報 52.5，前值 60.0
- 未完成訂單指數報 53.0，前值 51.3
- 出口訂單指數報 49.4，前值 52.6
- 原物料進口指數報 52.5，前值 54.4

Index	Series Index Aug	Series Index Jul	Percentage Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (Months)
Manufacturing PMI®	52.8	52.8	0.0	Growing	Same	27
New Orders	51.3	48.0	+3.3	Growing	From Contracting	1
Production	50.4	53.5	-3.1	Growing	Slower	27
Employment	54.2	49.9	+4.3	Growing	From Contracting	1
Supplier Deliveries	55.1	55.2	-0.1	Slowing	Slower	78
Inventories	53.1	57.3	-4.2	Growing	Slower	13
Customers' Inventories	38.9	39.5	-0.6	Too Low	Faster	71
Prices	52.5	60.0	-7.5	Increasing	Slower	27
Backlog of Orders	53.0	51.3	+1.7	Growing	Faster	26
New Export Orders	49.4	52.6	-3.2	Contracting	From Growing	1
Imports	52.5	54.4	-1.9	Growing	Slower	3
OVERALL ECONOMY				Growing	Same	27
Manufacturing Sector				Growing	Same	27

8 月 ISM 製造業 PMI 細項表現 資料來源：ISM 資料日期：2022/9/1

美國 8 月 ISM 製造業指數表明，儘管支出轉向服務業，且隨利率迅速上升、商業信心下降增加經濟衰退風險，但製造業仍溫和成長，以及供應限制進一步緩解。

觀察數據細項，全球經濟走弱與對衰退的擔憂導致石油、金屬與其他大宗商品價格回落，8 月價格指數因此下降 7.5 點至 52.5，低於 7 月前值 60，創 2020 年 6 月以來新低，已連續五個月下降，表明通膨壓力正在減弱。

ISM 8 月 PMI 新訂單指數從 7 月前值 48.0 成長至 51.3，結束連兩個月下滑，另外 8 月未完成訂單指數也從前值 51.3 成長至 53，表明工廠在未來一段時間內的運作狀況良好。

供應鏈方面也出現改善跡象，8 月供應商交貨指數報 55.1，較 7 月的 55.2 略為下

滑，該指數高於 50 表明工廠交付速度放緩。

就業方面，8 月僱傭指數從 7 月的 49.9 跳升至 54.2 的五個月高點，顯示美國勞動力市場仍是十分緊俏，薪資增長帶動的螺旋式通膨之隱憂，並未見到削減。

## 估值分析：

Bloomberg 截至 9 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 24.50 倍，已大幅自先前的 26 倍高點修正，但考慮到企業獲利仍有進一步下修之風險，故估值仍然屬於偏高。

Nasdaq 100 財報季已經結束，企業的 3Q22 財測普遍低迷，這給予了市場信心未來 3Q22 開始公布財報數據時，實際的財報數據可望擊垮財測預期，但這樣的預期可能仍過度樂觀，因在當前美國的經濟逆風處境下，相信 Nasdaq 100 的營收與每股盈餘 (EPS) 下修，仍可能再次發生。

P/E Ratio			
Index	9/1/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	18.81	24.62	17.90
S&P 500	22.86	32.86	18.50
NASDAQ 100	26.80	37.42	24.50
Russell 2000	65.85	n.a.	23.02

美股四大指數估值比較圖 資料來源：  
Bloomberg 資料日期：2022/9/1

## Nas 100 後市：

本次鮑爾的談話表明，聯準會貨幣政策轉向寬鬆不會來得太早，而鮑爾本次的鷹派並非在於拉升本輪升息終點的最高利率預期，鮑爾闡述的是「未來高利率將停留一段更長時間」，故合理相信美國經濟在 3Q22、4Q22 至少 2 個季度之內，仍將承受著更高利率、通膨緩降的痛苦階段，這也使得 Nasdaq 100 的基本面修復仍需要一段更長時間。

鮑爾認為經濟放緩是降低通膨的必要代價，否則未來美國經濟將面臨更大的經濟痛苦，這也彰顯了聯準會降低通膨仍需要時間，將持續透過貨幣緊縮來達到總需求的供需平衡，故這一過程中，相信美國 GDP 增長將在一段期間內低於歷史平均的 3%，且可能會引發失業率走高，換言之，聯準會在實現通膨下降的目標之前，經濟放緩難以促使聯準會轉向降息。

展望 Nas 100 後市，目前 Nasdaq 100 科技股的不確定性仍然較大，先前市場的過分樂觀，意味著市場對利率風險的定價可能不夠充份，且在聯準會意欲打擊經濟需求、控制通膨預期的前景下，支撐股市多頭行情的三隻腳「企業獲利」、「資金動能」、「市場情緒」仍無法站穩，故短線看，預計 Nasdaq 100 要轉向多頭格局仍需一段時間。

## 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。