

<本次亮點>

1. 美國 10 月 CPI 大幅低於市場預期，也為聯準會放緩升息帶來具體支撐，但受限於進入至 1H23 之後，通膨水平仍然可能落在高檔，這將使得聯準會的終點利率仍有需要上移，預計終點利率將在 12 月利率會後釋出的點陣圖上移至 5.00-5.25% 區間，且未來利率停留在高檔區間的時間亦將更長。
2. 在聯準會的高壓升息壓力下，美國經濟已出現劇烈放緩，這也影響到消費性電子的需求訂單，Nvidia 近日公布最新財報，數據皆顯示消費性電子展望仍舊需求低迷，雖然 Nvidia 已經正在盡可能地幫助合作客戶加速去庫存，期待加速本輪消費性電子的庫存循環落底，但 GPU 需求復甦仍有一段極長的路要走。
3. 展望 Nasdaq 100 後市，美國高通膨狀況幾乎可以確定已經見頂，但由於美國勞動力市場仍是十分強勁，故後續通膨降溫的速度預計仍只是緩降、並非急降，故未來聯準會雖然可望放緩升息，但停留在高利率的時間預計也將更久，以避免過早放寬貨幣政策導致通膨重燃，而估計這將持續對 Nasdaq 100 基本面構成壓力。

**高利率估維持更長時間，
Nasdaq 100 獲利下修尚
未結束**

美國 10 月消費者物價指數 (CPI) 大幅低於市場預期，也為聯準會 (Fed) 放緩升息帶來具體支撐，但受限於進入至 1H23 之後，通膨水平仍然可能落在高檔，這將使得聯準會的終點利率 (Terminal rate) 仍有需要上移，預計終點利率將在 12 月利率會後釋出的點陣圖 (Dot Plot) 上移至 5.00-5.25% 區間，且未來利率停留在高檔區間的時間亦將更長，這將持續對 Nasdaq 100 成份股的業績與估值構成壓力。

美國 10 月通膨數據超預期降溫，自 9 月份年增率 8.2% 下降至 7.7%，這也降低了市場對於聯準會持續高壓升息的擔憂，芝商所 (CME) 預計 12 月升息幅度高機率放緩至二碼 (50BP)，而未來針對通膨率的市場論述，相信將重點落在通膨的下降速度，因為這將繼續影響後續聯準會的升息步伐，以及持續維持高利率的時間長度。

而在聯準會的高壓升息壓力下，美國經濟已出現劇烈放緩，這也影響到消費性電子的需求訂單，Nasdaq 100 成份股 Nvidia 近日公布最新財報，數據皆顯示消費性電子展望仍舊需求低迷，雖然 Nvidia 已經正在盡可能地幫助合作客戶加速去庫存，期待加速本輪消費性電子的庫存循環落底，但 GPU 需求復甦仍有一段極長的路要走。

展望 Nasdaq 100 後市，在 10 月通膨加速放緩的幫助下，美國高通膨狀況幾乎可以確定已經見頂，但由於美國勞動力市場仍是十分強勁，故後續通膨降溫的速度預計仍只是緩降、並非急降，故未來聯準會雖然可望放緩升息，但停留在高利率的時間預計也將更久，以避免過早放寬貨幣政策導致通膨重燃，而估計這將持續對 Nasdaq 100 成份股的營收、毛利率、每股盈餘

(EPS) 等三大財務指標構成壓力，且估值修復行情亦尚未見到一線曙光。



Nasdaq 100 日線走勢圖 資料來源：
Tradingview 資料日期：2022/11/17

總經分析：

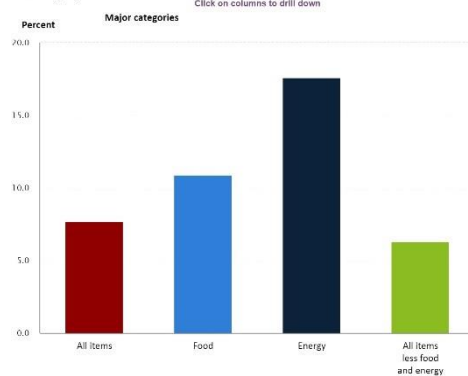
一.美國 10 月 CPI 大幅低於預期，後市關注通膨下降速率：

美國 10 月 CPI 數據大幅低於市場預期，核心 CPI 年增率幾乎確認見頂回落，而核心 CPI 月增率也見到明顯改善，整體通膨趨勢已明顯受到聯準會強勁升息所抑制，但由於美國勞動力市場仍是十分強勁，當前失業率 3.7% 仍是低於 4.0% 的自然失業率水準，故在薪資通膨的增長壓力下，聯準會要移除服務性通膨的黏性，仍需要一段不短的時間。

美國 10 月 CPI 細項數據：

- 10 月 CPI 年增率報 7.1%，預期 8.0%，前值 8.2%。
- 10 月 CPI 月增率報 0.4%，預期 0.6%，前值 0.4%。
- 10 月核心 CPI 年增率報 6.3%，預期 6.5%，前值 6.6%。
- 10 月核心 CPI 月增率報 0.3%，預期 0.5%，前值 0.6%。

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



美國 10 月 CPI 數據細項表現 資料來源：
U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2022/11/10

展望 1H23 看，美國的通膨前景仍有著下列 3 大結構性問題：

儘管 2023 年美國消費將因為聯準會的高利率而延續下滑趨勢，但由於超額儲蓄緩衝作用仍在、服務消費向上修復尚未結束、居民償債負擔處在低位，故預計消費端仍具有韌性。

美國勞動力供給不足是長期問題，短期內難以有效緩解，尤其是服務業的缺工問題正持續支撐著薪資增長，故勞動力市場降溫可能是一個相對偏慢的過程。

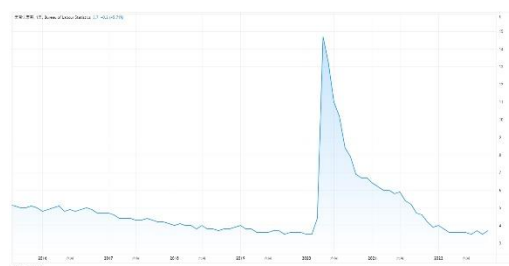
地緣政治角度看，OPEC+ 正在重奪全球原油定價權，有意維持高油價環境，再加上俄烏衝突加速全球能源供應鏈重構，故未來油價仍高機率能受到地緣政治的支撐，進而維持在每桶 80 美元以上遊走。

總結來說，由於美國薪資增長帶來螺旋式通膨 (Price/wage Spiral) 之壓力仍是十分巨大，再加上烏俄戰爭持續將油價支撐在高檔區間，這導致了美國高通膨問題預計仍難以在短時間內消除，在基準情境的預估下，預計 2023 年美國 CPI 年增率中位數估落在 4.1%，也由於通膨率仍高，故

預計聯準會將於 1H23 內持續小幅升息、並維持高利率一段更長時間。

二.美國就業市場迎新常態，薪資增長支撐通膨僅是緩降、並非急降：

當前美國勞動力市場仍舊十分強勁，雖然 10 月份失業率自 9 月的 3.5% 上升至 3.7%，但這仍是低於 4.0% 的美國長期自然失業率水準，這主要是因為美國就業市場在新冠疫情之後，已經出現了下列 3 大新常態現象：



美國 U3 失業率 資料來源：Tradingview
資料日期：2022/11/17

新常態之一：美國就業人數雖然已超疫情前，但實際產出卻未同步修復

截至 10 月，美國非農就業人數已修復至 1.53 億人，較疫前高點多出 80 餘萬人，而疫情之後，美國就業人口的缺勤率出現明顯提升，往年美國缺勤率的正常水平略低於 2%，流感高峰期階段性抬升至 2.5-3%；疫後，美國缺勤率突破 2.5%、高峰期甚至突破 5%，因此就業人數確實增加，但人均產出卻明顯不及疫情前。

新常態之二：就業供需嚴重錯位，薪資黏性遠超以往

不同以往，疫後招工需求的釋放極為快速，職位空缺數不足一年就修復至疫前水平以上、且持續超過 1000 萬，但就業人數修復相對滯後，作為就業供需矛盾的直接

表徵，每小時時薪年增率維持在 5% 附近，比疫情前十年均值的 2.4% 高出一倍左右，其中休閒酒店等低薪行業的供需矛盾更為嚴重，薪資增速也高於中、高薪行業，加劇薪資通膨的僵固性。

新常態之三：新冠創傷及移民銳減影響下，就業供給缺口難補

新冠疫情引發的死亡、後遺症等持續壓制美國就業供給，造成的衝擊估計超 180 萬個，移民數量的銳減，進一步放大就業、尤其是中、低端服務業就業的缺口，截至 2021 年，美國年度移民數量已經從 120 萬以上回落至 50 萬左右，即便美國已放寬移民條件，移民數量仍較疫前趨勢水平相差約 170 萬，短缺持續性或被低估。

財報分析：

Nvidia (NVDA)：

Nvidia 於 11 月 16 日盤後公布上季營收年減 17%，但優於市場預期，低迷需求雖拖累遊戲營收減半，資料中心的穩定表現仍幫助挽回頹勢，為中國客戶研發的晶片替代產品，也助其彌補美國出口管制對整體營收的影響。

3Q22 (截至 10/30) 財報關鍵數據 (Non-GAAP) v.s. Refinitiv 共識預期：

- 營收：59.3 億美元 (年減 17%) v.s. 57.7 億美元
- 淨利：14.6 億美元 (年減 51%)
- 每股淨利 (EPS)：0.58 美元 (年減 50%) v.s. 0.69 美元
- 毛利率：56.1%

Non-GAAP					
(\$ in millions, except earnings per share)	Q3 FY23	Q2 FY23	Q3 FY22	Q/Q	Y/Y
Revenue	\$5,931	\$6,704	\$7,103	Down 12%	Down 17%
Gross margin	56.1%	45.9%	67.0%	Up 10.2 pts	Down 10.9 pts
Operating expenses	\$1,793	\$1,749	\$1,375	Up 3%	Up 30%
Operating income	\$1,536	\$1,325	\$3,386	Up 16%	Down 55%
Net income	\$1,456	\$1,292	\$2,973	Up 13%	Down 51%
Diluted earnings per share	\$0.58	\$0.51	\$1.17	Up 14%	Down 50%

Nvidia 資料來源：Nvidia 資料日期：2022/11/17

4Q22 財測 (Non-GAAP) v.s. Refinitiv 共識預期：

- 營收：60 億美元 (±2%) v.s. 60.9 億美元
- 毛利率：66%(±50 個基點)

Nvidia 財務長 Colette Kress 在分析師電話會議上表示，雖然上季營收受到美國管制令影響，但在中國的替代產品銷售，仍幫助抵銷大部分的營收降幅。

為了符合美國對中國的晶片規範，Nvidia 此前宣布將於中國推出新款高階晶片「A800」，作為「A100」的替代產品。

展望 4Q22，Nvidia 預測營收約落在 60 億美元左右，略遜於市場預估，並預期本季中國需求繼續疲軟。

估值分析：

Bloomberg 截至 11 月 17 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) 約在 22.19 倍，估值水平在高利率前景下，已經偏向昂貴。

由於聯準會終點利率有望再次向上提高，且高利率期間還可能維持一段更長時間，故 Nasdaq 100 的 22 倍預估本益比估值是過於昂貴，且美國經濟衰退的風險漸增，這使得 Nasdaq 100 成份股仍有進一

步下修財測之壓力，當前的 Nasdaq 100 估值，顯然不具備安全邊際。

P/E Ratio			
Index	11/17/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	20.86	22.31	18.40
S&P 500	19.28	27.67	17.64
NASDAQ 100	24.16	35.22	22.19
Russell 2000	87.44	844.58	24.07

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2022/11/17

Nas 100 後市：

10 月美國 CPI 數據超預期降溫，幫助確認美國高通膨率已經觸頂，也降低市場對於聯準會持續激進加息的憂慮，雖然 12 月升息幅度預計將放緩至二碼 (50BP)，但受限於美國通膨黏性仍然存在，故聯準會仍預計將於 12 月上調點陣圖的終點利率至 5.0-5.25% 區間，並且於 1H23 時間裡維持高利率一段更長時間，以避免過早放鬆貨幣政策令通膨死灰復燃。

從 10 月數據看，美國通膨降溫主要集中在核心商品領域，例如二手車、醫療保險、服飾等，而食品和能源價格則保持堅挺，房租等多項服務性價格仍具有韌性，故合理預期，在 1Q23 美國房租通膨出現拐點之前，美國通膨回落依然會相對緩慢，再考慮到勞動力市場供需缺口依然較高，2023 年薪資上漲有可能向服務價格進一步傳導，通膨黏性仍難以拔除。

展望 Nasdaq 100 後市，在通膨回落速度較慢的趨勢下，聯準會預計將維持高利率

一段更長時間，而這也將實現聯準會抑制實體經濟需求的政策目的，但這也將持續對 Nasdaq 100 成份股的基本面如營收、毛利率、每股盈餘 (EPS) 等三大財務指標構成壓力，且市場期待的科技股估值修復行情，亦是尚未見到一線曙光，Nasdaq 100 的底部很可能是尚未出現。

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。