

<本次亮點>

1. 聯準會雖然終點利率 (Terminal Rate) 因通膨回落而使得上修空間不多，但利率預計將繼續停留高利率水平一段更長時間，且這也將加深美國經濟的衰退程度，再加上 Nasdaq 100 企業的庫藏股持續減弱，預計 Nasdaq 100 在 1H22 內仍需經歷幾次的獲利下修潮。
2. 美國通膨中的商品通膨已經減弱，例如油價回穩、供應鏈趨向順暢、商品降價去庫存等現象，但鑒於美國勞動力市場仍是十分緊俏、薪資增長率仍是過高，故服務性通膨將令美國通膨出現韌性，意即美國通膨將溫和下降，但預計在 2023 年仍難以回到聯準會的 2% 通膨目標，預估較為可能維持在 4-5% 水平附近震盪。
3. 展望 Nasdaq 100 後市，市場對於 Nasdaq 100 成份股的 2023 年 EPS 預期仍是十分樂觀，這導致 Nasdaq 100 股價無論是對於軟著陸或是硬著陸的衰退風險保護不足，且在經濟衰退的期間內，Nasdaq 100 財測勢將經歷過數次的財測下修，估當前看，Nasdaq 100 本益比估值仍是偏高。

美國經濟衰退風險大， Nas 100 估值保護不足

雖然美國通膨率正觸頂下滑，但鑒於美國勞動力市場失衡，導致薪資增長率仍是過快、服務性通膨具有韌性，故聯準會 (Fed) 雖然終點利率 (Terminal Rate) 因通膨回

落使得上修空間已然不多，但利率預計將繼續停留高利率水平一段更長時間，且這也將加深美國經濟的衰退程度，再加上 Nasdaq 100 企業的庫藏股持續減弱，預計 Nasdaq 100 在 1H22 內仍需經歷幾次的獲利下修潮。

目前看，美國通膨中的商品通膨 (Commodity Inflation) 已經減弱，例如油價回穩、供應鏈趨向順暢、商品降價去庫存等現象，故預計 2023 年美國通膨率將持續維持下降趨勢，但鑒於美國勞動力市場仍是十分緊俏、薪資增長率仍是過高，故服務性通膨 (Services Inflation) 將令美國通膨出現韌性，意即美國通膨將溫和下降，但預計在 2023 年仍難以回到聯準會的 2% 通膨目標，預估較為可能維持在 4-5% 水平附近震盪。

而自 2022 年聯準會啟動升息循環以來，美國經濟已經顯著減弱，預計 2023 年經濟增長還將進一步放緩，主要考慮的基本面理由有三：

1. 房貸利率上漲過快，美國房市趨冷，房市投資不論是自用住宅還是商業投資，動能皆是嚴重受限。
2. 企業投資意願減弱，其中尤其科技股更為顯著，因科技股企業在經歷了 2022 年的經濟放緩衝擊後，董事會已廣泛要求公司需要強化資產負債表，故資本支出 (CAPEX) 增長乏力。
3. 在聯準會高利率政策的壓力下，未來美國消費需求將繼續下降，並導致 Nasdaq 100 科技股繼續去庫存。

根據 Bloomberg 截至週五 (12/30) 最新數據顯示，目前市場對 2023 年 Nasdaq

100 的每股盈餘 (EPS) 增速預期為 4.2%，但考慮到上述三點原因，且預測經濟衰退最準確的指標：10 年期、3 個月美債殖利率利差仍持續倒掛，故 2023 年美國經濟跌入衰退的風險可謂是相當巨大，暗示美國經濟跌入衰退已是一步之遙，差別在於，本輪衰退是軟著陸 (Soft Landing) 或是硬著陸 (Hard Landing)。

展望 Nasdaq 100 後市，2023 年美國通膨預計在服務性通膨黏性的支撐下，通膨預期 (inflation expectation) 將難以回落到聯準會的 2% 目標區區間，故高利率水平可能要維持更長，預計直至 2023 年年中，美國 CPI 年增率也難回落到 4% 以下，因此預計上半年聯準會終點利率雖然上修空間已然不大，但降息機率則是微乎其微，而從當前 Nasdaq 100 的估值觀察，即使是輕度的軟著陸經濟衰退，市場顯然也尚未定價 Nasdaq 100 還可能經歷數次的獲利下修。



Nasdaq 100 日線走勢圖 資料來源：Tradingview 資料日期：2022/12/30

總經分析：

一.美國通膨將出現韌性，勞動力市場將左右通膨下降速度：

雖然美國通膨已經確定觸頂，但由於美國勞動力市場持續緊俏，其中扣除房租後的核心服務通膨持續上漲，而服務類產業又對勞動力的依賴性較強，故勞動力市場持

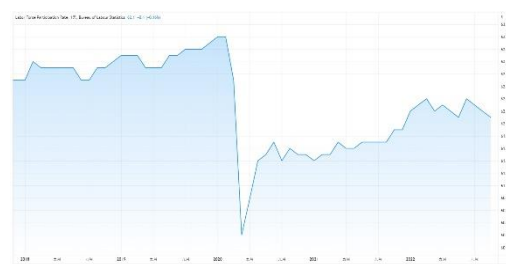
續緊俏，將會導致勞動力薪資增長維持較快。

從美國非農報告觀察，分產業看，薪資增長指數較高的產業大多集中在貿易、物流業、休閒和餐旅業等服務部門，整體扣除房租後的核心服務通膨與聯準會亞特蘭大分行 (Atlanta Fed) 的薪資增長指數同步上升，顯示出薪資增長與非核心服務通膨之間的緊密聯動，因此，薪資增速將是 2023 年影響著美國通膨下降速度的重要關鍵。

而美國通膨率雖在 2023 年內仍將溫和下滑，但預計將會出現韌性，通膨並不會很快速地達到聯準會的 2% 通膨目標，主要考量的理由有二：

1.勞動參與率仍低，勞動力供給修復偏慢。

美國十一月勞動參與率報 62.1%，距 2019 年年底的勞動力參與率水平仍有 1.2 個百分點，當前勞動參與率未能修復至疫情前水平，整體的勞動力供給也難以跟上勞動力需求，就業市場的勞動力缺口繼續存在，也是失業率持續在底部徘徊的原因之一。



美國勞動參與率 資料來源：Tradingview 資料日期：2022/12/30

2.勞動力需求初現緩和跡象，但供需實現再平衡仍有很長的路要走。

自 2022 年三月起，美國勞動力需求雖開始顯示出緩和的跡象，但整體仍偏高，即使勞動力需求保持當前水平不再繼續增加，而勞動力供給按近期速度修復，那麼勞動力市場的供需也要等到 2023 年年底附近才能基本達到再平衡，預計 2023 年完全補上勞動力市場缺口的難度不小，短期內薪資增長壓力仍高。

二.聯準會升息循環進入下半場，但降息機率微乎其微：

由於服務性通膨黏性難以短期拔除，故這將導致美國通膨於 2023 年將出現韌性，也難以令通膨預期順利回落至聯準會的 2% 通膨目標，故聯準會 2023 年雖然可望進一步放緩升息速率，但降息機率可謂是微乎其微，且美國經濟就現況觀察，也尚未見到深度衰退的硬著陸 (Hard Landing) 風險。

自 2022 年 3 月以來，聯準會貨幣政策轉向了連續性的高壓升息，此輪升息循環堪稱美國自 1982 年以來節奏最快、幅度最大、頻次最高的一次升息週期，這也推升聯邦基金利率自 2022 年初的 0-0.25% 區間，迅速躍升至 4.25-4.50%，但聯準會本輪的升息循環，預計將於 2023 年正式進入下半場，也就是升息速率將出現放緩，但利率將維持高水平一段更長時間，以抑制通膨重新升溫之風險。

聯準會主席鮑爾 (Jerome Powell) 先前在 12 月利率會議上也強調，本輪升息循環仍會持續，並繼續執行資產負債表縮減計劃，故即使聯準會本輪的緊縮週期將於 2023 年進入下半場，但升息或仍會延續至 5 月，終點利率估將上修至 5.25%。

通膨未能重回 2% 的政策目標，而控制物價又是美國國會交付予聯準會最重要的貨

幣政策核心任務之一，故通膨下降空間有限，這也意味著 2023 年聯準會難以過早停止升息，因聯準會也十分擔心再次犯下過早緊縮、導致通膨重新升溫的歷史錯誤。



美國 CPI 通膨率 資料來源：Tradingview
資料日期：2022/12/30

估值分析：

Bloomberg 截至 12 月 30 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 21.96 倍，雖然近期估值已自 23 倍水平略為回落，但這樣的水平仍是過高。

當前市場對於 Nasdaq 100 2023 年的預估本益比為 21.96 倍，這是構建在 EPS 仍有著 4% 以上增長的預期，但考慮到美國經濟高度可能在 1H23 內面臨到更大的消費放緩、甚至進入經濟衰退，這使得 Nasdaq 100 成份股於 1H23 仍將可能連續下修財測，故當前 Nasdaq 100 的預估本益比水平，顯然估值的安全邊際不足。

P/E Ratio			
Index	12/30/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	20.63	22.61	18.28
S&P 500	23.81	39.63	17.52
NASDAQ 100	23.81	39.63	21.96

Russell 2000	68.61	663.3	22.78
-----------------	-------	-------	-------

美股四大指數估值比較圖 資料來源：
Bloomberg 資料日期：2022/12/30

Nas 100 展望：

在聯準會持續透過高利率政策以打擊經濟需求、拉升失業率的目標下，美國房市估將繼續走弱、美股企業的資本支出也將持續乏力，2023 年美國經濟增速估將繼續放緩，甚至將加深美國經濟的衰退程度，再加上 Nasdaq 100 企業的庫藏股持續減弱，預計 Nasdaq 100 在 1H22 內仍需經歷幾次的獲利下修潮。

歷史上看，升息循環中 Nasdaq 100 的 EPS 成長率從頂部到底部平均需要 23.2 個月，而本輪 Nasdaq 100 EPS 成長見頂已經在 2022 年一月出現，這意味著 EPS 增速底部大約出現在 2023 年下半年，也符合本輪 Nasdaq 100 成份股的庫存去化週期。

再從歷史經驗觀察，當美國經濟陷入硬著陸 (Hard Landing) 深度衰退時，Nasdaq 100 的 EPS 增速平均約為 -33%，而當經濟只是放緩程度的軟著陸 (Soft Landing) 時，Nasdaq 100 的 EPS 增速仍高於 0%，但當前市場對於 2023 年的 EPS 預期顯示，無論是軟著陸或是硬著陸場景，市場皆並未充份定價風險。

根據 Bloomberg 截至週五 (12/30) 最新數據顯示，目前市場對 2023 年 Nasdaq 100 的每股盈餘 (EPS) 增速預期為 4.2%，顯示了即使是最樂觀場景的軟著陸，市場對於 Nasdaq 100 成份股的獲利預期，仍然是過度樂觀。

展望 Nasdaq 100 後市，由於市場對於 Nasdaq 100 成份股的 2023 年 EPS 預期仍是十分樂觀，這導致 Nasdaq 100 股價無論是對於軟著陸或是硬著陸的衰退風險保護不足，且在經濟衰退的期間內，Nasdaq 100 財測勢將經歷過數次的財測下修，估當前看，Nasdaq 100 本益比估值仍是偏高，短期內 Nasdaq 100 仍不具備配置價值。

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。