

<本次亮點>

1. 美國公布 12 月新增非農就業為 22.3 萬人，高於市場預期的 20 萬人，但平均時薪年增率和月增率低於市場預期，故緩解了市場對於薪資上漲的通膨黏性之擔憂，催化聯準會升息幅度進一步放緩的預期，但這樣的市場預期，很可能是過度樂觀。
2. 在薪資增速超預期下跌的刺激之下，市場預期聯準會的終點利率將可能下降至 4.75-5.00%，無法升抵近期聯準會官員持續宣稱的 5.00% 上方，但市場這樣的樂觀論述，很可能是低估了聯準會不想過早寬鬆，以防通膨重新燃起的鷹派決心。
3. 展望 Nasdaq 100 後市，為防止薪資通膨螺旋增加服務性通膨的黏性，故聯準會在 1Q23-3Q23 的貨幣政策路徑，很可能仍是將基準利率升至 5.00-5.25% 以上，並且維持在這樣的高利率水平一段更長時間，並藉此拉升失業率超過 4% 的自然失業率水準，而在失業率開始走升的過程中，美國經濟的痛苦才要正式開始，而屆時 Nasdaq 100 成份股、尤其是屬於消費性電子的蘋果、Nvidia、AMD 等，估將都還有進一步下修財測的壓力，Nasdaq 100 的牛市轉折點，預計仍是尚未來到。

市場過度樂觀升息終點利率下移，Nasdaq 100 牛市轉折尚未來到

美國公布 2022 年 12 月非農報告，12 月新增非農就業為 22.3 萬人，高於市場預期的 20 萬人，但平均時薪年增率和月增率增速雙雙滑落，且下跌幅度超過市場預期，時薪增速放緩，緩解市場對於薪資上漲的通膨黏性之擔憂，催化聯準會升息幅度進一步放緩的預期，帶動 Nasdaq 100 大幅反彈，但這樣的市場預期，很可能是過度樂觀，Nasdaq 100 的牛市轉折點相信尚未來到。

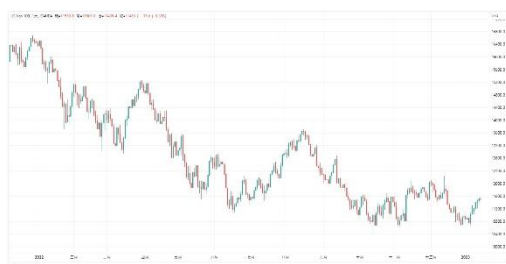
美國 12 月新增非農人數超越市場預期，而時薪增速超預期下跌，也證明了美國勞動力市場整體是在持續降溫，而從 12 月非農報告的細項產業觀察，醫療保健、餐飲服務依然是新增非農的主力支撐，但規模持續回落，娛樂行業裁員潮、行政服務和就業服務需求減少，則對新增就業構成拖累。

而美國鐵路勞資談判在 2022 年 12 月被國會干預後，物流產業時薪增速就出現大幅滑落，帶動整體時薪增速超預期回落，而時薪增速的回落，更指向美國勞動力市場的議價能力下滑，這預告了勞動力市場的供需緊張格局將進一步緩和，失業率也有望隨消費旺季結束、天氣轉暖後勞動力重返市場，逐步進入上行區間，但預計這樣的勞動力市場降溫，仍不足以刺激聯準會提早放開緊縮政策。

在薪資增速超預期下跌的刺激之下，市場預期聯準會 (Fed) 的終點利率 (Terminal rate) 將可能下降至 4.75-5.00%，無法升抵近期聯準會官員持續宣稱的 5.00% 上方，但市場這樣的樂觀論述，很可能是低估了聯準會不想過早寬鬆，以防通膨重新燃起的鷹派決心。

展望 Nasdaq 100 後市，為防止薪資通膨螺旋 (wage-price spiral) 增加服務性通膨

的黏性，故聯準會在 1Q23-3Q23 的貨幣政策路徑，很可能仍是將基準利率升至 5.00-5.25% 以上，並且維持在這樣的高利率水平一段更長時間，並藉此拉升失業率超過 4% 的自然失業率水準，而在失業率開始走升的過程中，美國經濟的痛苦才要正式開始，而屆時 Nasdaq 100 成份股、尤其是屬於消費性電子的蘋果、Nvidia、AMD 等，估將都還有進一步下修財測的壓力，Nasdaq 100 的牛市轉折點，預計仍是尚未來到。



Nasdaq 100 日線走勢圖 資料來源：Tradingview 資料日期：2023/1/13

- 非農新增就業報 22.3 萬人，預期 20 萬人，修正後前值 25.6 萬人
- 失業率報 3.5%，預期 3.7%，修正後前值 3.6%
- 平均每週工時報 34.3 小時，預期 34.4 小時，前值 34.4 小時
- 平均每小時薪資年增率報 4.6%，預期 5.0%，前值 4.8%
- 平均每小時薪資月增率報 0.3%，預期 0.4%，前值 0.4%
- 勞動參與率報 62.3%，預期 62.2%，修正後前值 62.2%



美國新增非農就業人數 資料來源：tradingview 資料日期：2023/1/6

總經分析：

一.美國薪資增速超預期放緩，但未達聯準會轉向之水平：

美國勞工部公布 2022 年 12 月新增非農就業報告，雖然新增就業人數報 22.3 萬人是高於市場預期的 20 萬人，但薪資年增率、月增率皆是低於市場預期值和前值，這刺激了市場認為，聯準會本輪升息循環的終點利率，將可能無法升抵官員們宣稱的 5.00-5.25% 上方，對比目前基準利率 4.75-5.00% 水平，這暗示市場預期 2023 年內聯準會的升息空間可能僅剩一碼 (25BP)。

12 月非農數據報告細項：

美國 12 月新增非農就業超越市場預期，但整體規模持續下滑回落，而醫療、飯店、餐飲業依然是就業市場上的主力支撐：

- 醫療保健服務：新增 5.47 萬人 (前值 4.8 萬人)，美國近期出現新冠疫情反彈之現象，預計在整個冬季，醫療就業仍將是非農的主力支撐。
- 餐飲和飯店業：新增 6.7 萬人 (前值 7.9 萬人)，短期受到季節性的聖誕假期支撐，但度過消費旺季後，預計 1Q23 餐飲相關就業需求將會下滑。

而 12 月非農報告亦顯示，美國的科技業、娛樂業的就業動能正持續放緩，這主要是隨著美國經濟持續降溫，帶動了相關的服務需求加速減少，而隨著裁員潮在科技、娛

樂業進一步蔓延，對非農就業的拖累、帶動失業率上升的趨勢也將在 1H23 逐步顯現。

二.美光財報預示，消費性電子的上行循環尚未來臨：

由於電子產品和晶片需求下滑，美國最大記憶體晶片廠美光 (Micron) 公布的上季營收幾乎腰斬並且由盈轉虧，且本季財測也不如市場預期，並宣布 2023 年裁員約 10%，2023 全年資本支出介於 70-75 億美元，遠低於 2022 年度的 120 億美元。

美光 FY2023 Q2(2月為止) 財測關鍵數據 vs FactSet 分析師預測：

- 調整後 EPS：-62 美分 (介於 -0.72 至 -0.52 美分) vs. -32 美分
- 營收：38 億美元 (介於 36 到 40 億美元) vs. 39.2 億美元
- 資本支出：70 億至 75 億美元

FQ2-23 Guidance

Non-GAAP	
Revenue	\$3.8 billion ± \$200 million
Gross margin	8.5% ± 2.5%
Operating expenses	\$945 million ± \$15 million
Diluted earnings (loss) per share*	(\$0.62) ± \$0.10

*Based on a 10% stock-based bonus

December 31, 2022

Micron

美光 FY23-Q2 財測 資料來源：MU 資料日期：2022/12/22

在高通膨和經濟不確定性下，消費者對 PC 和智慧手機支出謹慎，記憶體晶片的電子產品客戶因為零組件庫存增加，紛紛減少下單。

美光執行長 Sanjay Mehrotra 認為，晶片業正在歷經 13 年來最嚴重的供需失衡，庫存高峰期應該會落在本季，之後開始下滑，並預測客戶的庫存水準會在 2023 年

年中左右降到較為健康的水準，但後續需求訂單的是否開始揚升，仍需待觀察。

同時，美光將放慢引進更先進生產技術的步調，預料整個晶片業投入資本支出 (CAPEX) 將下滑，美光不僅調降 2023 全年資本支出至 70-75 億美元，遠低於 2022 年度的 120 億美元，2024 年度的資本支出也會大幅下修。

Sanjay Mehrotra 在財報法說會上表示，2023 全年的獲利仍充滿挑戰，美光預計接下來除了裁員 10% 以外，還將削減主管薪資、停發全公司獎金，並暫停執行庫藏股。

估值分析：

Bloomberg 截至 1 月 13 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 21.65 倍，以聯準會本輪升息循環終點利率估將落在 5.00-5.25% 上方測算，Nasdaq 100 當前估值水平高於 20 倍很可能仍是過高。

市場給予 Nasdaq 100 高於 20 倍的預估本益比，主要是基於薪資增速放緩後，聯準會的終點利率很可能下修至 4.75-5.00%，而這是低於先前市場預期，故引動了 Nasdaq 100 的估值修復行情。

但值得注意的是，雖然美國薪資增長下滑趨勢明確，但受制於失業率仍低於自然失業率的限制，故薪資增長很可能具有一定韌性，故聯準會相信難以在短期內下修終點利率，因如果下修終點利率，那麼這就是對市場傳遞出鴿派的寬鬆預期，相信聯準會不願過早讓市場有寬鬆預期之想像，以防通膨預期重燃。

P/E Ratio			
Index	1/13/23	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	22.11	21.91	18.78
S&P 500	19.15	28.55	17.37
NASDAQ 100	24.75	37.85	21.65
Russell 2000	63.91	635.7	21.92

美股四大指數估值比較圖 資料來源：
Bloomberg 資料日期：2023/1/13

Nas 100 展望：

鑒於美國 2022 年 12 月薪資增速回落，預計 2023 年 2 月 FOMC 會議有望進一步放緩升息幅度至一碼 (25BP)，但是考量到美國民間消費仍有強勁韌性，支撐勞動力市場仍舊堅挺，故聯準會的終點利率仍有可能升抵 5.00-5.25%，這將超越市場當前預期的 4.75-5.00%，同時預計聯準會終點利率觸頂後，聯準會也會維持謹慎的緊縮態度，難以快速進入降息循環。

美國科技業的裁員潮對勞動力市場的衝擊還尚未顯現，且科技業的裁員規模還可能進一步擴大，如 2023 年 1 月 4 日，亞馬遜宣布將裁員規模擴大到超過 1.8 萬個，將成迄今為止美國大型科技公司規模最大的一次裁員；另外，軟體巨頭 Salesforce 也宣布裁員 8000 名員工，Google 母公司 Alphabet 也預計將在 1 月宣布裁員計劃。

以過往歷史經驗看，科技業都是美國裁員潮的領先性產業，而隨著裁員潮在科技業進一步蔓延，未來服務業的職缺削減也將開始逐步顯現，這將進一步拉升美國失業率自 3.5% 低點開始向上移動，而由於拉升失業率是當前聯準會的政策目標，故聯

準會將不會在本輪失業率上行的趨勢裡啟動降息，美國經濟的痛苦，預計在失業率開始走升後才正要開始。

展望 Nasdaq 100 後市，為拔除服務性通膨的黏性、防止薪資通膨螺旋重燃，故聯準會勢將拉升失業率至少高於 4.0% 的自然失業率水平，故聯準會在 1Q23-3Q23 的貨幣政策路徑，很可能仍是將基準利率升至 5.00-5.25% 以上，並且維持在這樣的高利率水平一段更長時間，而在失業率走升的過程中，美國經濟的痛苦才要正式開始，Nasdaq 100 成份股財測仍有下修風險，其中消費性電子的蘋果、Nvidia、AMD、美光；廣告產業的 Meta、Google，都估將再次下修財測，故 Nasdaq 100 的牛市轉折仍是尚未來到。

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。