

## <本期亮點>

1. 受能源、食品價格上漲，以及季節性調整的影響，美國 1 月 CPI 月增率超預期回升，但由於市場提前交易緊縮預期、通膨風險尚未進一步惡化，而 1 月 CPI 數據發布後，市場對於聯準會的升息預期出現小幅變動，向未來 3 個月觀察，鑑於美國勞動力市場強勁、服務性通膨壓力仍在，故 CPI 下行速度不宜過於樂觀。
2. 美國公布 1 月 PPI 通膨數據，與 CPI 相同大幅超出市場預期，表明通美國通膨逐雖然正在降溫路上，但降溫速度已經減緩，再加上美國失業率仍在歷史低點 3.4% 徘徊，服務性通膨未解之下、若商品通膨再次回歸，那麼聯準會未來再度重拾升息二碼 (50BP) 的可能性就將快速上升。
3. 展望 Nasdaq 100 後市，今年以來 Nasdaq 100 已經大幅反彈約 15%，帶動預估本益比已經躍升至 25 倍水平交易，估值水平絕對不低，再加上美國通膨率超乎市場預期、且服務性通膨在勞動力市場支撐下仍具有韌性，聯準會可能再次上修終點利率，故短線上看，Nasdaq 100 估值修正的風險已然大幅加劇。

## CPI、PPI 超預期促聯準會放鷹，Nas 100 短線具估值修正風險

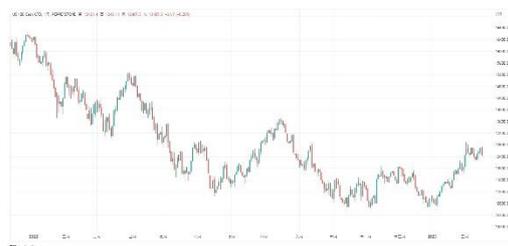
受能源、食品價格上漲，以及季節性調整的影響，美國 1 月 CPI 月增率超預期回升，但由於市場提前交易緊縮預期、通膨風險尚未進一步惡化，而 1 月 CPI 數據發布後，市場對於聯準會 (Fed) 的升息預期出現小幅變動，向未來 3 個月觀察，鑑於美國勞動力市場強勁、服務性通膨壓力仍在，故 CPI 下行速度不宜過於樂觀，再加上 Nasdaq 100 今年以來反彈約 15%，估值也已經不低，須慎防 Nasdaq 100 短線修正風險。

美國公布 1 月 PPI 通膨數據，與 CPI 相同大幅超出市場預期，表明通美國通膨逐雖然正在降溫路上，但降溫速度已經減緩，再加上美國失業率仍在歷史低點 3.4% 徘徊，服務性通膨未解之下、若商品通膨再次回歸，那麼聯準會 (Fed) 未來再度重拾升息二碼 (50BP) 的可能性就將快速上升，這將對 Nasdaq 100 重新造成估值修正之壓力。

近日聯準會二位官員包括克里夫蘭分行 (Cleveland Fed) 主席梅斯特 (Loretta Mester)、聖路易斯分行 (St. Louis Fed) 主席布拉德 (Jim Bullard) 皆出言向市場示警，在當前通膨形勢又再次升溫的壓力下，不排除聯準會將可能於 3 月份的利率會議上，再次採取升息二碼 (50BP)、甚至上修終點利率 (Terminal rate) 超過當前的聯準會目標區間 5.00-5.25%，以打擊通膨預期增溫的可能性。

展望 Nasdaq 100 後市，今年以來 Nasdaq 100 已經大幅反彈約 15%，帶動預估本益比 (Forward PE ratio) 已經躍升至 25 倍水平交易，估值水平絕對不低，再加上美國通膨率超乎市場預期、且服務性通膨在勞動力市場支撐下仍具有韌性，聯準會可能再次上修終點利率，故短線上看，

Nasdaq 100 估值修正的風險已然大幅加劇。



Nasdaq 100 日線走勢圖 資料來源：  
Tradingview 資料日期：2023/2/16

## 總經分析：

### 一.美國 CPI 超市場預期，服務通膨出現嚴重黏性：

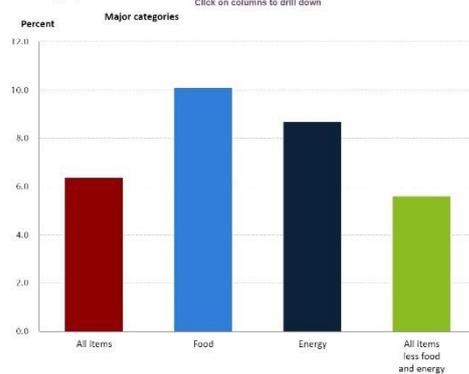
美國 1 月消費者物價指數 (CPI) 與核心消費者物價指數 (Core CPI) 雙雙超越市場預期，主要是因為能源、食品價格回升，以及 2023 年 1 月份美國 CPI 計算權重迎來新年度的季節性調整所致，雖然在高基期效應的幫助下，美國通膨下行趨勢尚未改變，但是由於服務通膨增速仍在高位，故 CPI 下行速度勢將被延緩，這將導致停滯性通膨 (stagflation) 形勢進一步加劇。

對比去年 12 月來說，美國 1 月的通膨確實仍有所下降，但是卻超越了市場預期，而相對於聯準會設定的 2% 通膨目標來說，現在的通膨水平仍然過高，這無疑將加大聯準會後續的政策力道，實現 2% 的目標將變成一條更加漫長道路，目前看，美國商品通膨已經溫和下滑，但服務性通膨卻還沒有看到明顯的效果，先前 1 月的非農數據顯示，強勁的就業市場保障了薪資的增長，這是阻礙拔除服務性通膨黏性的最主要原因。

### 1 月 CPI 報告細項：

- 1 月 CPI 年增率報 6.4%，市場預期 6.2%，前值為 6.5%。
- 1 月 CPI 月增率報 0.5%，市場預期 0.5%，前值為 0.1%。
- 1 月核心 CPI 年增率報 5.6%，市場預期 5.5%，前值為 5.7%。
- 1 月核心 CPI 月增率報 0.4%，市場預期 0.4%，前值為 0.4%。

12-month percentage change, Consumer Price Index, selected categories, January 2023, not seasonally adjusted



美國 1 月 CPI 細項表現 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2023/2/14

美國 1 月份 CPI 報告超越市場預期，有下列 4 點值得留意：

1. 首先是能源，國際油價起落是影響近三個月美國 CPI 走勢的關鍵，而由於去年高基期之因素，故 2 月份 CPI 能源項目的年增率估將快速下降，而 3 月份可能轉負，但月增率則可能繼續小幅增長，而根據 CPI 今年 1 月新設定的權重計算，若如果 CPI 能源年增率能降至 0%，那麼就可以拉低整體 CPI 通膨率 0.6 個百分點。
2. 商品消費需求回落，商品通膨率已將先降至聯準會的 2% 目標，美國 1 月 CPI 商品通膨年增率為 1.44%，

這是自 2021 年 4 月後時隔 22 個月重回 2% 以內。

3. 服務通膨仍在高位，這是目前支撐美國通膨下降速率放緩的最主要原因，美國 1 月運輸服務 CPI 年增率報 14.6%，與先前 12 月數據持平，但高於 11 月，這說明美國民眾出遊需求依然旺盛，這可能也是造成服務通膨居高不下的原因之一，若服務通膨無法順利回落，那麼美國通膨持續下降的趨勢就難以實現。
4. 房租對 CPI 的推動作用趨於穩定，預計於今年 5 月後觸頂回落，以房價對 CPI 房租的領先性，CPI 房租年增率或將在 5 月份達到 8.4% 左右後觸頂回落，在此之前，CPI 房租項仍將拉動通膨，對通膨的貢獻可能在穩定 2.5 個百分點以上。

總結看，美國 1 月份 CPI 季調後月增率報 0.5%，如果保持這樣增速，那麼 12 個月後的 CPI 通膨年增率估將落在 6.2% 附近，這說明當前 CPI 月增率水平依然過高。

去年 2022 年上半年，美國 CPI 平均月增率為 1.02%，因此在高基期的效應下，美國通膨還是會呈現持續回落的趨勢，但是 2022 年下半年美國 CPI 平均月增率就下降至 0.03%，如果月增率繼續維持當前的增速，那麼美國通膨預計將在 2023 年下半年反彈。

## 二.美國 PPI 亦超乎市場預期，暗示商品通膨降速也趨緩：

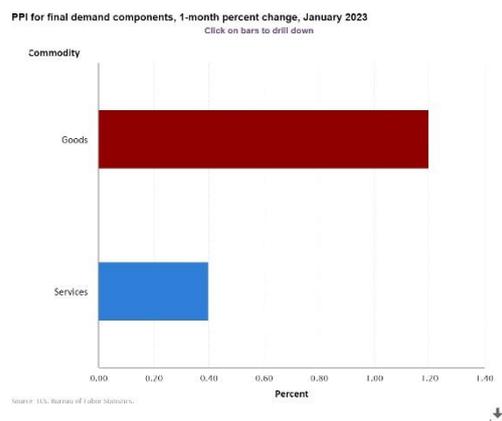
美國勞工部公布 1 月生產者物價指數 (PPI) 數據，無論是年增率還是月增率，皆與 CPI 相同大幅超越市場預期，雖然 PPI

與 CPI 超越市場預期的原因，部分是與季節性調整有關，但也有不小的漲幅歸因於能源價格大幅成長 5%，故支撐了 PPI 降速放緩。

美國 1 月年增率報 6.0%，創下自去年 3 月以來最小漲幅，但仍高於市場預期的 5.4%，低於修正後前值為 6.5%；剔除波動較大的食品和能源後，1 月核心 PPI 年增率報 5.4%，高於市場預期的 4.9%，前值為 5.5%，PPI 數據表明通美國通膨雖然正在降溫路上，但下降速度已經減緩，聯準會未來加速升息的壓力不小。

### 1 月 PPI 報告細項：

- 1 月 PPI 年增率報 6.0%，市場預期 5.4%，前值為 6.5%。
- 1 月 PPI 月增率報 0.5%，市場預期 0.5%，前值為 0.1%。
- 1 月核心 PPI 年增率報 5.4%，市場預期 4.9%，前值為 5.5%。
- 1 月核心 PPI 月增率報 0.4%，市場預期 0.4%，前值為 0.4%。



美國 1 月 PPI 細項表現 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2023/2/16

觀察指數細項，1 月商品價格指數年增 1.2%，為 2022 年 6 月成長 2.1% 以來

最大漲幅，1 月的大部份漲幅歸因於能源價格成長 5%，其中汽油價格上漲 6.2%，住宅天然氣、柴油與航空燃料等價格也有所上升。

扣除食品和能源的商品價格指數年增 0.6%，相較之下，食品價格下滑 0.1%，服務業價格指數 1 月成長 0.4%，與去年 12 月持平，其中貿易服務成本在 1 月成長 0.2%，運輸和倉儲服務成本也上漲 0.2%。

1 月份 PPI 報告表明，美國經濟中的通膨壓力依然比預期中頑固，儘管 PPI 已觸頂回落，但下降速率預計將開始出現放緩，而鑒於 PPI 為 CPI 的領先指標，領先作用約 2-3 個月，故這也將令聯準會在 3 月利率會議上重拾升息二碼 (50BP) 的可能性增溫。

## 估值分析：

Bloomberg 截至 2 月 16 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 25.02 倍，主要是經過 Nasdaq 100 今年以來的強勁反彈所帶動，但考慮到聯準會終點利率還可能再次上升，當前 Nas 100 估值水平已然過高。

Nasdaq 100 預估本益比估值已突破 25 倍的整數大關，而考慮到聯準會仍在致力於勞動力市場平衡，即期望透過小幅拉升失業率來進一步移除服務性通膨黏性，這將進一步導致美國經濟放緩、企業獲利走低，再加上聯準會還可能擴大升息，故 Nasdaq 100 估值向下的修正空間，勢必比向上擴張的空間更大。

P/E Ratio

Index	2/16/23	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	22.21	19.54	18.07
S&P 500	19.57	28.16	18.41
NASDAQ 100	23.11	39.25	25.02
Russell 2000	44.91	94.42	23.09

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2023/2/16

## Nas 100 後市：

美國 1 月 CPI、PPI 數據雙雙顯示，服務通膨仍具韌性，且商品、能源價格走低並非一蹴可幾，CPI 與 PPI 皆指向當前美國經濟韌性較強，但從各項指標看，通膨再次大幅上升的風險並未進一步惡化，CPI、PPI 年增率仍處在下降趨勢之內，但鑑於勞動力市場降溫緩慢，服務通膨壓力尚未緩解，未來一段時間內，在美國失業率上升之前，對通膨下降速度不應過於樂觀。

先前美國 1 月非農數據顯示，每小時平均時薪年增率自上月的 4.8% 回落至 4.4%，月增率也自上月的 0.4% 降至 0.3%，但由於當前美國消費韌性較強、再加上缺工問題，故導致美國服務業在裁員時更偏向謹慎，使得美國勞動力市場供需仍舊失衡，故支持著服務性通膨的壓力仍在、進而令 CPI、PPI 降幅已開始見到縮小。

在通膨仍舊頑強的形勢下，近日聯準會二大官員：克里夫蘭分行 (Cleveland Fed) 主席梅斯特 (Loretta Mester)、聖路易斯分行 (St. Louis Fed) 主席布拉德 (Jim Bullard) 皆再次向市場示警，二位官員認為，若美國通膨依然保持在高位，那麼聯準會就將進行更多的升息準備，因考慮到

風險和成本，如果通膨無法按預期緩和，或者商品和勞動力市場的供需失衡持續時間超過預期，那麼聯準會就可能再次提升終點利率。

展望 Nasdaq 100 後市，在聯準會高官的暗示下，意即本輪升息循環之終點利率有可能突破 12 月點陣圖 (Dot Plot) 所指引的 5.00-5.25%，可能進一步升至 5.25-5.50%，且估將維持在此一水平一段更長時間，這與市場目前預期的 2023 年聯準會就將重啟降息循環的預期，可以說是大相逕庭，而一旦市場預期開始朝向聯準會靠攏，考慮到當前 Nasdaq 100 估值已不便宜，故短線上 Nasdaq 100 可能再次出現估值修正的下跌風險。

## 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。