

<本期亮點>

1. ISM 公布 3 月製造業 PMI 延續弱勢，且是大幅低於市場預期，而從金融環境與實體需求來看，ISM 製造業 PMI 的下降壓力仍然相當大，目前 ISM 製造業 PMI 的領先指標「銷售減庫存」仍然處於下跌趨勢，反映實體經濟需求較弱、庫存積壓未明顯改善，故後續製造業 PMI 仍可能繼續回落。
2. Nasdaq 100 成份股美光科技已率先其他科技股公布財報，預估 2Q23 營收將較去年同期大減近 60%，而雖然美光再次重申市況可望於 2023 下半年觸底，尤其是資料中心的需求可望帶動營收復甦，但從當前雲端資料中心幾大巨頭如微軟、亞馬遜、Google 仍未有擴大資本支出之動作，故資料中心的需求事實上仍具有一定的不確定性。
3. 展望 Nasdaq 100 後市，美國經濟很高機率將在 2023 下半年墜入「停滯性通膨」，雖然 Nasdaq 100 科技股具有強大的現金流量保護，能在停滯性通膨的經濟時期裡，對股價形成相對強勁的安全邊際，但近期 Nasdaq 100 估值已來到 25 倍以上的預估本益比區間，故當前 Nasdaq 100 已經是頗為昂貴，Nasdaq 100 近期很可能迎來一波修正。

美國經濟估將進入停滯性通膨，Nas 100 估值修正後再建倉

美國供應管理協會 (ISM) 公布 3 月製造業 PMI 延續弱勢，且是大幅低於市場預期，而從金融環境與實體需求來看，ISM 製造業 PMI 的下降壓力仍然相當大，目前 ISM 製造業 PMI 的領先指標「銷售減庫存」仍然處於下跌趨勢，反映實體經濟需求較弱，庫存積壓未明顯改善，故後續製造業 PMI 仍可能繼續回落，雖然 Nasdaq 100 科技股在經濟衰退時期是較好的對沖標的，但考慮到近期 Nasdaq 100 飛漲後估值已相當昂貴，可等待 Nasdaq 100 回檔至 12000 附近再重新建倉。

3 月 ISM 製造業 PMI 美國新訂單和新出口訂單分別下滑 2.7 和 2.3 個百分點至 44.3 和 47.6，進口指數則下滑回落 2 個百分點至 47.9%，這顯示了美國內需和外需均較弱；另外，據其他經濟高頻數亦據顯示，全球需求拖累仍在持續，如韓國 3 月前 20 日出口增長繼續回落，美國進口增速處於回落趨勢中，CCFI 指數延續低迷，BDI 指數回落等，都在在顯示實體經濟的景氣需求低迷。

Nasdaq 100 成份股美光科技 (Micron) 已率先其他科技股公布財報，預估 2Q23 營收將較去年同期大減近 60%，而雖然美光再次重申市況可望於 2023 下半年觸底，尤其是資料中心的需求可望帶動營收復甦，但從當前雲端資料中心幾大巨頭如微軟、亞馬遜、Google 仍未有擴大資本支出之動作，故資料中心的需求事實上仍具有一定的不確定性，美光財測在 3Q23 很可能再次出現下修，這也暗示了全球消費性電子的需求復甦估計將再向後遞延。

展望 Nasdaq 100 後市，從當前 ISM 製造業 PMI 趨勢觀察，美國經濟很高機率將在 2023 下半年墜入「停滯性通膨」，雖然 Nasdaq 100 科技股具有強大的現金流量

保護，故能夠在停滯性通膨的經濟時期裡，對股價形成相對強勁的安全邊際，但考量到近期 Nasdaq 100 已經漲多、估值已來到 25 倍以上的預估本益比 (Forward PE ratio) 區間，故當前 Nasdaq 100 已經是頗為昂貴，Nasdaq 100 近期很可能迎來一波修正，投資人可以伺機等待回檔至 12000 點附近再重新買入。



Nasdaq 100 日線走勢圖 資料來源：Tradingview 資料日期：2023/4/5

總經分析：

一. ISM 製造業 PMI 加速下跌，停滯性通膨已不遠：

美國 ISM 公布 3 月製造業 PMI 報 46.3%，遠低於市場預期的 47.5、也低於前值 47.7，並連續第五個月萎縮，其中各分項指數均低於 50 的景氣分水線，新訂單、出口訂單、就業、進口降幅均超過 2 個百分點，顯示美國經濟的需求持續走弱。

ISM 3 月各分項指數表現：

- 新訂單指數報 44.3，前值 47.0
- 生產指數報 47.8，前值 47.3
- 僱傭指數報 46.9，前值 49.1
- 供應商交貨指數報 44.8，前值 45.2
- 存貨指數報 47.5，前值 50.1
- 客戶端存貨指數報 48.9，前值 46.9
- 價格指數報 49.2，前值 51.3
- 未完成訂單指數報 43.9，前值 45.1

- 出口訂單指數報 47.6，前值 49.9

MANUFACTURING AT A GLANCE
March 2023

Index	Series Index Mar	Series Index Feb	Percentage Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (Months)
Manufacturing PMI®	46.3	47.7	-1.4	Contracting	Faster	5
New Orders	44.3	47.0	-2.7	Contracting	Faster	7
Production	47.8	47.3	+0.5	Contracting	Slower	4
Employment	46.9	49.1	-2.2	Contracting	Faster	2
Supplier Deliveries	44.8	45.2	-0.4	Faster	Faster	6
Inventories	47.5	50.1	-2.6	Contracting	From Growing	1
Customers' Inventories	48.9	46.9	+2.0	Too Low	Slower	78
Prices	49.2	51.3	-2.1	Decreasing	From Increasing	1
Backlog of Orders	43.9	45.1	-1.2	Contracting	Faster	6
New Export Orders	47.6	49.9	-2.3	Contracting	Faster	8
Imports	47.9	49.9	-2.0	Contracting	Faster	9
OVERALL ECONOMY				Contracting	Faster	4
Manufacturing Sector				Contracting	Faster	5

3 月 ISM 製造業 PMI 分項指數 資料來源：ISM 資料日期：2023/4/3

從分項指數觀察，美國內、外需求均承受了顯著的下行壓力，如 3 月新訂單指數和新出口訂單分別下滑 2.7 和 2.3 個百分點至 44.3 和 47.6，進口指數則下滑 2 個百分點至 47.9，皆顯示了美國內需和外需均已出現進一步放緩。

3 月美國製造業亦出現原物料價格放緩、但同時企業聘僱意願也同步轉弱之跡象。

3 月物價、就業二大分項指數均下滑至 50 的景氣分水線下方，分別報 49.2 和 46.9，前值則為 51.3 與 49.1，顯示美國經濟和通膨的韌性有所減弱，這反映美國勞動力市場的緊張狀態正在邊際放緩，美國經濟的韌性可能正在瓦解。

二. 美光財測還有下修壓力，暗示全球消費性電子需求復甦將再遞延：

記憶體大廠美光 (Micron) 於 3 月 28 日盤後公布最新財報，預估本季營收將較去年同期大減近 60%，但營收降幅大致符合預期，且執行長認為市況可望觸底，尤其是資料中心領域，但事實上美國雲端科技巨頭如微軟、亞馬遜、Google 仍在持行裁員計劃，且並無跡象有擴大資本支出

(Capex) 之跡象，故美光說法很可能是過度樂觀，美光財測具有進一步的下修壓力。

而除卻資料中心的需求，美光財報也顯示 DRAM、NAND Flash 的需求持續低迷，現貨報價 (Spot price) 要出現上揚還將等待至 3Q22 之後才可能較為明朗，這也同步暗示了全球消費性電子的復甦期將再向後遞延，並不如此前 Sell side 分析師們所預計的 2Q23 就可望受惠需求走揚、提前拉貨而復甦。

美光本季財測預估：

- 營收：35 億美元至 39 億美元
- 毛利率：-18.5% 至 -23.5%
- 調整後 EPS：-1.51 美元至 -1.65 美元

FQ3-23 Guidance

Non-GAAP	
Revenue	\$3.70 billion ± \$200 million
Gross margin	(21.0%) ± 2.5%
Operating expenses	\$900 million ± \$15 million
Diluted earnings (loss) per share*	(\$1.58) ± \$0.07

FQ3-23 guidance assumes ~\$500 million of additional write downs associated with new inventory produced during FQ3-23.

美光本季財測 資料來源：Micron 資料日期：2023/3/28

因供應過剩問題仍干擾晶片產業，美光預估本季營收將出現 2001 年來最大降幅，儘管如此，美光執行長 Sanjay Mehrotra 仍表示，幾個終端市場的客戶庫存已經減少，預估未來幾個月的供需平衡狀況將逐步改善，對長期需求仍充滿信心。

Mehrotra 看好資料中心市場觸底反彈，預計像 ChatGPT 這樣的生成式人工智慧興起，將扭轉記憶體市場情勢，但仍對 DRAM、NAND Flash 等消費性電子的需求回溫保守看待。

估值分析：

<https://www.oanda.com/bvi-ft/>

Bloomberg 截至 4 月 5 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) 已來到 25.31 倍，飆破 25 倍的整數大關，估值水平並不低，考量到聯準會並不會過快啟動降息循環的前景下，Nasdaq 100 估值將有修正壓力。

雖然美國 2 月非農、JOLTs 職位空缺數皆顯示美國勞動力市場已見放緩，這有助於聯準會放緩升息、並不再上修終點利率，但這僅僅一個月的數據，相信仍不至於改變貨幣政策轉向降息，聯準會未來 3 個月的貨幣政策走向仍較有可能是維持高利率一段更長時間 (higher for longer)，以繼續抑制核心通膨降溫。

P/E Ratio			
Index	4/5/23	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	22.10	18.18	17.30
S&P 500	18.02	24.03	18.12
NASDAQ 100	26.07	31.44	25.31
Russell 2000	34.33	60.16	21.54

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2023/4/5

Nas 100 後市：

美國經濟的未來走向，從金融環境與實體需求等角度觀察，預計 ISM 製造業 PMI 繼續下降的壓力仍然較大，由於美國銀行業衝擊正使得信貸環境收縮，故後續將持續抑制 ISM 製造業 PMI 的修復，而 PMI 的下跌趨勢，也反映實體經濟需求較弱、製

造業 PMI 趨勢仍預計將下降至 43 水平附近。

在本輪聯準會 (Fed) 的升息循環裡，美國經濟可能將不具備軟著陸 (Soft Landing) 的條件，因美國勞動力市場轉弱的現象正在顯現，聯準會貨幣政策很可能走向「緊縮過度」，而目前從 ISM 製造業 PMI、ADP 小非農就業等指數，皆反映美國勞動力市場的緊張狀態正在邊際放緩，聯準會雖然升息循環也可望步向尾聲，但未來仍需要在通脹、就業和經濟下行風險的三大目標間取得平衡。

展望 Nasdaq 100 後市，美國經濟步入停滯性通膨相信將是大機率事件，而 Nasdaq 100 成份股具有強大的護城河技術，且擁有優異的自由現金流量 (Free cash flow)，但考量到近期 Nasdaq 100 強勢上漲後，估值水平已高過 25 倍的整數大關，故當前 Nasdaq 100 已經是頗為昂貴，Nasdaq 100 近期很可能迎來一波修正，投資人可以伺機等待回檔至 12000 點附近再重新建倉。

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。

<https://www.oanda.com/bvi-ft/>