

<本期亮點>

1. 美國公布 3 月 CPI 降幅超越市場預期，且 3 月零售銷售降幅亦高於市場預期，這令利率市場大舉對賭，聯準會將有可能最快於 9 月降息一碼，比 3 月利率會議所宣稱的年內不考慮降息，還要更早轉向寬鬆，但這樣的預期很可能是過度樂觀。
2. 美股即將進入大型科技股的重磅財報週，據 FactSet 數據顯示，市場預期 1Q23 科技股 EPS 年增率為 -15.1%，而雖然市場已定價年增率 -15.1% 的 EPS 衰退，但這樣子的定價保護有可能是不足的，因考慮美國 3 月零售銷售降幅遠超市場預期，這暗示當前美國消費動能已因為聯準會 (Fed) 逾一年來的高壓升息而開始縮減，這可能大幅影響 Nasdaq 100 科技股的 EPS 表現。
3. 展望 Nasdaq 100 後市，在聯準會終點利率將停留在 5.00-5.25% 的前景下，目前 Nasdaq 100 估值相信已經來到了臨界點，Nasdaq 100 需要更多基本面跟上的證據，才可望獲得新的買盤動能，但在經濟衰退的前景下，Nasdaq 100 科技股反而還有下修營收、EPS 之壓力。

**市場降息預期搶跑太多，
Nasdaq 100 潛在的估值
已然過高**

美國公布 3 月消費者物價指數 (CPI) 降幅超越市場預期，且 3 月零售銷售降幅亦高於市場預期，這令利率市場大舉對賭，聯準會將有可能最快於 9 月降息一碼 (25BP)，比 3 月利率會議所宣稱的年內不考慮降息，還要更早轉向寬鬆，但這樣的預期很可能是過度樂觀，再考量到 Nasdaq 100 估值經過今年以來的大幅反彈後，預估未來 12 個月之預估本益比 (Forward PE Ratio) 已飆升至 26.01 倍，估值水平絕不便宜，短線看 Nasdaq 100 有望迎來一波修正。

美國 3 月 CPI 年增率報 5.0%，低於市場預期的 5.2%，而核心 CPI 年增率雖然仍高達 5.6%，並持平市場預期，但核心 CPI 中最關鍵的組成項目：屋主等價租金 (OER) 降幅卻超越市場預期，且創下 2022 年 4 月以來最小增速，故核心 CPI 雖然看起來仍具有黏性，但在 OER 下跌的帶領之下，核心 CPI 未來幾個月預計能夠持續放緩。

再來看科技股基本面，美股即將進入大型科技股的重磅財報週，據 FactSet 數據顯示，市場預期 1Q23 科技股每股盈餘 (EPS) 年增率為 -15.1%，而雖然市場已定價年增率 -15.1% 的 EPS 衰退，但這樣子的定價保護有可能是不足的，因考慮美國 3 月零售銷售降幅遠超市場預期，這暗示當前美國消費動能已因為聯準會 (Fed) 逾一年來的高壓升息而開始縮減，這可能大幅影響 Nasdaq 100 科技股、尤其是消費性電子的 EPS 表現。

Nasdaq 100 自年初以來出現強勁反彈，而當前估值水平已高達 26 倍之多，這主要

是因為受到聯準會可能轉向寬鬆的樂觀預期而推升估值。

再以基本面看，基本面目前是遠遠並未跟上估值擴張的速度，雖然市場亦樂觀預期 2023 下半年美國經濟即將復甦，故 Nasdaq 100 也可望在 2023 下半年進入 EPS 的上修循環，屆時估值即可望收斂，但值得注意的是，這是建立在 2023 下半年美國經濟能夠復甦的前提之下，而從當前美國零售銷售降幅超預期快速的壓力下，美國經濟似乎比較可能於 2023 下半年內進入到經濟衰退。

展望 Nasdaq 100 後市，在聯準會終點利率 (Terminal rate) 將停留在 5.00-5.25% 的前景下，目前 Nasdaq 100 估值相信已經來到了臨界點，Nasdaq 100 需要更多基本面跟上的證據，才可望獲得新的買盤動能來進一步推高，但這樣的機會可能較小，因在經濟衰退的前景下，Nasdaq 100 科技股反而還有下修營收、EPS 之壓力，這意味著本輪 Nasdaq 100 科技股的 EPS 下行循環仍尚未結束，故當前 Nasdaq 100 可以說是過於昂貴，短期內有可能在財報季中，迎來一波修正賣壓。



Nasdaq 100 日線走勢圖 資料來源：tradingview 資料日期：2023/4/17

總經分析：

一.美國 3 月 CPI 降幅超預期，支持聯準會 5 月後暫停升息：

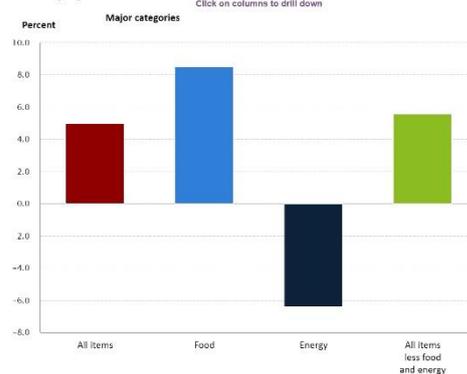
<https://www.oanda.com/bvi-ft/>

美國公布 3 月消費者物價指數 (CPI) 年增率報 5.0%，低於市場預期的 5.2% 與前值 6%，並創下 2021 年 5 月以來新低；而扣除食品和能源成本的核心 CPI 年增 5.6% 符合市場預期，但略高於前值 5.5%，數據顯示美國通膨穩步降溫，雖然核心通膨仍具有黏性，但在重要分項指數：屋主等價租金 (OER) 月增率降至 0.5%、創下 2022 年來最小增速的帶動下，後續核心 CPI 可望迎來連續下降。

美國 3 月 CPI 細項表現：

- 3 月 CPI 年增率報 5.0%，低於市場預期的 5.2%，亦低於前值 6.0%。
- 3 月 CPI 月增率報 0.1%，低於市場預期的 0.2%，大幅低於前值 0.4%。
- 3 月核心 CPI 年增率報 5.6%，合於市場預期的 5.6%，略高於前值 5.5%。
- 3 月核心 CPI 月增率報 0.4%，合於市場預期的 0.4%，略低於前值 0.5%。

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



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics.

美國 3 月 CPI 報告 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2023/4/12

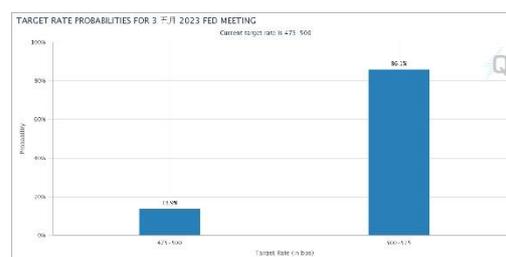
從各分項的變化來看：

1. 核心商品通膨 3 月從 1.0% 小幅反彈至 1.5%，帶動整體通膨增加 0.11 個百分點，核心商品通膨的反彈主要由於汽車市場的韌性，由於晶片短缺的影響，汽車庫存仍位於歷史低點，對價格形成支撐，Manheim 二手車批發價格指數在 3 月呈現月增率回升 1.5%、年增率降幅收窄至 2.4%，而批發端向零售端的傳導約需要 1-2 個月時間，因此預計未來幾個月核心商品通膨仍有反彈的可能，但是在全球供應鏈壓力指數保持低位，消費信貸條件收緊的環境下，預計核心商品通膨沒有大幅回升的基礎。
2. 能源通膨降低 11.6 個百分點至 -6.4%，帶動整體通膨回落 0.8 個百分點，隨著 OPEC+ 大規模減產，目前汽油價格已經回升至去年 11 月水平，考量到未來的夏季用電高峰，預計此後能源通膨對通膨回落的貢獻有限。
3. 住房通膨上行 0.1 個百分點至 8.2%，帶動通膨增加 0.03 個百分點，仍在上行通道中，但是漲幅為過去一年來的最低幅度，其中關鍵指標：屋主等價租金 (OER) 亦創下 2022 年 4 月以來最小增幅，故住房通膨正呈現一定的築頂現象，預計將在今年夏季回落。
4. 非住房服務通膨回落 0.4 個百分點至 5.7%，為開啟下行以來的最大跌幅，帶動整體通膨回落 0.3 個百分點，月增率漲幅亦從 0.45% 回落至 0.38%，非住房通膨的回落加速是 3 月通膨數據中的亮點之一。

二.市場定價經濟衰退，降息預期已搶跑太多：

美國公布 3 月零售銷售月增率報 -1.0%、大幅低於市場預期的 -0.4%，而由於美國消費為 GDP 的主要組成，佔 GDP 比重達 67.9%，故零售銷售的超預期走弱，令市場加速定價經濟衰退之可能性，也刺激市場預期聯準會將比 3 月點陣圖所描述的「年內不降息」，更早轉向「9 月降息」。

據芝商所 (CME) 利率期貨截至 4 月 17 日數據顯示，當前市場預期聯準會將於 5 月升息一碼 (25BP) 至利率走廊 5.00-5.25% 之後，即會對升息按下暫停鍵，而最快將於 9 月降息一碼，以支撐疲軟的美國經濟。



CME 數據顯示，市場預期聯準會將於 5 月升息一碼 資料來源：CME 資料日期：2023/4/17

聯準會最新公佈的 3 月利率會議紀要也顯示，美國的信貸條件收緊可能會抑制經濟需求，有助於降低通膨壓力，而考慮銀行業壓力對經濟活動的潛在影響，聯準會預測 2023 年下半年美國將進入溫和衰退，衰退程度將受到信貸條件收緊程度的影響，同時，聯準會也指出與金融市場相關的衰退往往比普通衰退更加嚴重、更加持久。

聯準會官員近期的演講中，也暗示了本輪升息循環即將觸頂，例如芝加哥聯準會主席 Goolsbee 表示，在未來幾週制定政策

時，他將特別關注借款條件的調查數據，他強調要謹慎對待任何額外的升息，在金融壓力時刻，貨幣政策應該保持謹慎和耐心，充份暗示升息即將按下暫停鍵。

而聯準會的三把椅、紐約聯準會主席 Williams 則認為，美國銀行業壓力最嚴重的時期已經過去，對經濟的影響尚不確定，目前還沒有出現更加廣泛的信貸緊縮跡象，通膨雖然很高，但 5 月再次升息後，隨後暫停升息是一個合理的起點。

雖然從 3 月零售銷售的大幅下跌，且未來幾個月也較難見到好轉，這可能加速美國經濟進入衰退，但市場樂觀認為即使美國經濟進入衰退，聯準會也會很快轉向降息寬鬆的預期，很可能過度樂觀，目前來看，聯準會即使升息暫停，較為可能的政策仍是於 5 月利率會議之後「維持高利率一段更長時間 (higher for longer)」，9 月降息雖有降息之可能，但市場顯然已經提早定價太多。

估值分析：

Bloomberg 截至 4 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) 已來到 26.05 倍，估值持續高於 25 倍的整數大關，估值水平並不便宜。

Nasdaq 100 估值若要見到顯著收斂，那麼勢必需要基本面的 EPS 進入上修循環，但鑒於美國經濟下半年較為可能的場景反而是跌入經濟衰退，故 Nasdaq 100 很可能不會太快進入 EPS 上修的趨勢，故 Nasdaq 100 估值有需要向下修正的壓力。

P/E Ratio

Index	4/17/23	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	22.47	18.38	18.26
S&P 500	18.58	23.01	18.90
NASDAQ 100	26.74	30.62	26.05
Russell 2000	33.49	58.01	23.00

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2023/4/17

Nas 100 後市：

在聯準會轉向寬鬆的樂觀預期帶動下，Nasdaq 100 今年以來已大漲超過 20%，但基本面如營收、每股盈餘 (EPS) 增長卻還是處在下修循環，故 Nasdaq 100 成為了罕見的「無基之彈」，而這一現象主要是因為大部分交易員樂觀預期，企業基本面最遲也將於 2023 下半年跟上復甦，並進入 EPS 上修循環，故當前的高估值可望於下半年開始收斂，但值得注意的是，這樣的論述與預期，全然是建構在「2023 下半年美國經濟復甦」的前提下，而這個前提很可能是切不實際。

無論是從美國的零售銷售來看，還是聯準會的 3 月紀要，皆彰顯了美國經濟相當可能於 2023 下半年進入衰退，故市場預期 2023 下半年 Nasdaq 100 基本面開始復甦，很可能是過度樂觀，再加上目前雖然 CPI、核心 CPI 出現顯著緩解，但短線上是場的降息預期已經搶跑太多。

展望 Nasdaq 100 後市，聯準會終點利率 (Terminal rate) 預計將停留在 5.00-5.25%，故當前 Nasdaq 100 很可能已接近臨界點，相信 Nasdaq 100 需要更多基本面復甦的證據，才可望進一步推高指數

點位，但 Nasdaq 100 短期內要出現基本面復甦的可能性較小，因在經濟衰退前景下，Nasdaq 100 科技股反而還有下修營收、EPS 之壓力。

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。