

元大戰情分析

高評價就像負重而行，經濟方向才是決定行情上坡還是下坡

顏承暉

fattiger@yuanta.com

事件

- ◆ 暴力升息、俄烏戰爭...2022 年起美股從高點回落，跌幅一度超過 20%，經過 318 個交易日後，S&P 500 自 1/19 再次創下歷史新高後已經連續四天上漲。
- ◆ 歷史上美國只有在 1961~1963、1966~1967、1987~1989 出現過沒有衰退的熊市。
- ◆ 在經濟沒有立即跌落至衰退的威脅、評價雖貴但並不極端，目前股市沒有立即的系統性風險。

評論

標準普爾 500 自從上週五(1/19) 站上歷史新高後，已經連續四天上漲，現在我們的確可以說股市已經完全地收復 2022 年大跌的失土。

接下來會怎麼樣，我想會是絕大多數人想問的問題。2022 年的空頭在歷史上非常罕見，因為美股在 2022 年一度從高點大跌 25.4%是因為大家擔心俄烏戰爭、Fed 暴力升息...會把經濟拖入衰退，但事後來看，我們從來沒有真的衰退過。這在歷史上，沒有發生經濟衰退就出現 20%以上股價修正的空頭市場只有三次，分別是 1961~1963、1966~1967 以及 1987~1989。

前兩次，股價再創了歷史新高後，六個月後的報酬率分別是 7%及 6%，12 個月後的報酬率分別是 13%及 11%。但在 1987~1989 年那次，美股的大跌是從 1987 年黑色星期一開始，儘管經濟沒有經過衰退，但還是花了 414 天才返回歷史新高，而且這個歷史新高幾乎就是高點，因為 6 個月後股價下跌 7%、12 個月後股價下跌 15% (表 1)。

到底是什麼因素解釋了前兩次沒有衰退收復熊市後的牛市上漲，以及第三次收復熊市後的熊市再現？關鍵原因還是經濟到底有沒有真的跌落至衰退，前兩次美國經濟重新收復歷史新高後能夠上漲後，美國至少一年內沒有跌落至衰退 (1961 年美國從衰退後復甦，是等到 1970 年才再次跌落至衰退)，但在 1987~1989 年那次，股市好不容易在 1989 年創下新高後，經濟卻很快地在 1990 年因為 S&L Crisis 而跌落至衰退。

那現在呢？在我們去年 12 月 11 日的[經濟年度展望報告](#)指出，基於民間資產負債表健康、2024 年不是公司債到期高峰、美國政府債務仍然可持續、銀行存款沒有外逃等四個理由，今年景氣即便難以加速，但應該不會跌至衰退。而在 [1 月 22 日的總體經濟週報](#)中，我們也特別提到，雖然最近美國經濟數據有開始成長放緩，但因為通膨的降溫讓更多人的實質購買力獲得修復，因此降低了經濟陷入衰退的風險。也意味著，目前市場沒有立即急轉直下的風險

(全文未完)

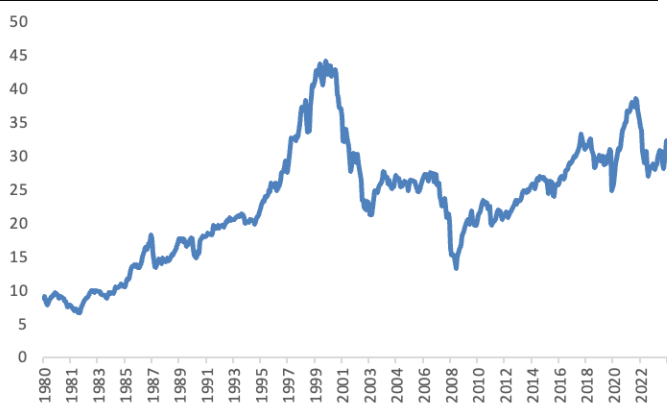
表 1：空頭市場後股市重新創下歷史新高後的表現

Start of Bear Markets	Drop	Days to Trough	Days to Recovery	Recession	6m After	12m After
1929	-86.10%	678	5571	y		
1956	-21.60%	307	233	y		
1961	-27.90%	135	299	n	7%	13%
1966	-22.10%	167	143	n	6%	11%
1968	-34.70%	260	445	y		
1973	-48.20%	436	1462	y		
1980	-27.10%	430	58	y		
1987	-33.50%	71	414	n	-7%	-15%
2000	-49.10%	638	1166	y		
2007	-56.70%	355	1021	y		
2020	-33.90%	23	103	y		
2022	-25.40%	195	318	n		

資料來源：Bloomberg、元大投顧

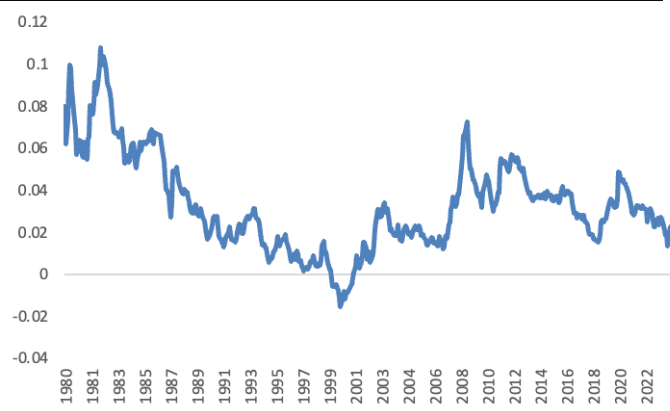
也許有人說，雖然股價再創歷史新高，但這是個非理性的榮景。因為從評價的觀點來看，現在美股一點都不便宜。若以 Robert Shiller 所提出的經過景氣循環調整過後的本益比 (Cyclical Adjusted PE ratio，CAPE) 來說的確是如此，以 1/24 的收盤價來說，目前美股的 CAPE 是 32.35，遠比 1980 年來的平均高上許多 (圖 1)，也高於 2010 年後平均的 27.35。除此之外，這個本益比還沒有考慮到現在跟 2022 年初高點最大的不同就是當時還處在零利率時代，而現在 Fed 已經暴力升息，因此如果從考慮到經過利率調整後的評價方式 (Excess Yield)，目前的評價是 2018 年 1 月以來最貴 (圖 2)。

圖 1：S&P 500 CAPE



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 2：S&P 500 Excess Yield



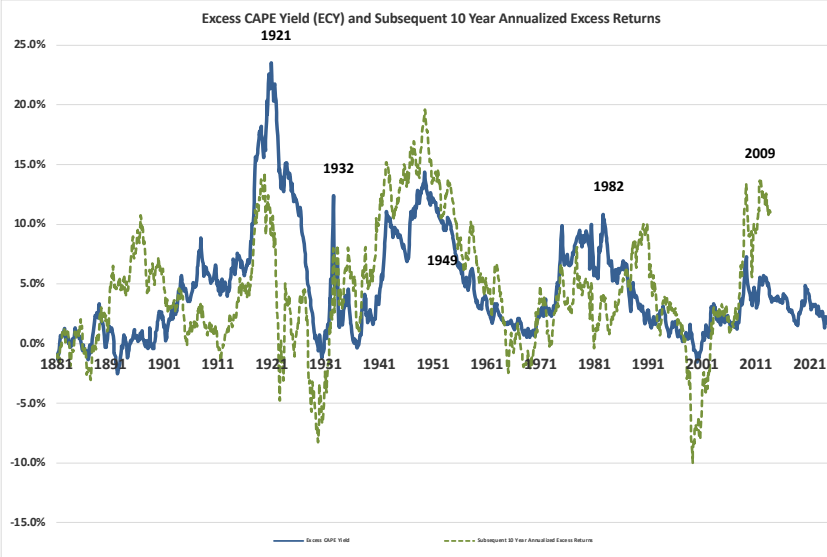
資料來源：Bloomberg、元大投顧

諾貝爾經濟學獎得主 Robert Shiller 在他的網站上放了一張圖型，他將 Excess Yield (越高代表股價越貴、越低代表越便宜) 與接下來 10 年的股價實際報酬率擺放在一起，發現兩者呈現亦步亦趨的關係 (圖 3)。但這樣的圖型很容易讓人產生一種錯覺，就是當評價偏貴時，股價有非常高的機率在很短的時間內一定會下跌，但真的如此嗎？對此，我們以 Excess Yield 作為評價的標準，研究 1980 年以來當評價比正常貴上一倍標準差時的股價行為是否會顯著地與股價比評價便宜上一倍標準差不同，我們計算 3 個月、12 個月、5 年、10 年的報酬率以及上漲機率。結果顯示，在中短期投資 (3 個月、1 年)，評價貴與否對於實際報酬率的上漲機率幾乎沒有顯著的差異，當股價比正常貴上一倍標準差時，3 個月、1 年的上漲機率是 56% 及 62%，僅僅略低於便宜時的 57% 及 66%，且兩者上漲機率的差距幾乎是無感的。不過如果把投資週期拉長到 5 年、10 年，可以發現如果在股價便宜一倍標準差以上，投資的勝率是 100%，但如果貴上一個標準差後，勝率只剩下 34% 及 38%。另外，無論不同投資週期 (3 個月、12 個月、5 年及 10 年)，評價偏貴時接下來的報酬率都比起評價便宜時來得低。

為什麼評價對一年內的勝率影響不大，但超過五年以上卻有這麼顯著的差異，關鍵在於經濟是否跌落至衰退的機率，因為一般來說正常的經濟循環是介在 3~5 年的時間，當投資期拉大到 5 年以上時，投資人自然很容易經歷一個以上的經濟衰退，此時過高的評價就會對於投資報酬率造成顯著的影響。

在這裏，我們可以用一個比喻來形容上述研究的結果，也就是說「股票投資就像是攀爬一座一座的高山，而評價就像是爬山時的負重，但經濟基本面（是否跌落至衰退）才是決定上山還是下山的方向，但當負重（評價）大時，即便仍處在上坡路也會走得比較慢一點，但萬一不小心遇到一個下坡則可能跌落至一個難以復原的低谷。」

圖 3：S&P 500 Excess Yield 與 10 年實際報酬率



資料來源：Robert Shiller

表 2：不同評價下 S&P 500 報酬率與上漲機率

	3個月		12個月		5年		10年	
	>1標準差	<1標準差	>1標準差	<1標準差	>1標準差	<1標準差	>1標準差	<1標準差
平均報酬率	0.72%	2.65%	5.90%	10.92%	7.91%	54.12%	0.98%	108.06%
上漲機率	56%	57%	62%	66%	34%	100%	38%	100%

註：資料期間 1980~2023；>1 標準差表示比正常評價貴超過 1 倍標準差

資料來源：Bloomberg、元大投顧

那我們現在的評價是處在怎樣的位置呢？目前評價的確比 1980 年以來平均貴，但並沒有貴上 1 倍標準差這麼多，僅 0.63 倍標準差，從歷史經驗來看，未來 3 個月、12 個月的股價上漲機率分別是 58%及 69%，10 年的長期投資勝率也達 63%。也就是說，目前的評價的確影響到投資的預期報酬率，但這個評價並沒有貴到會把投資上坡路的旅客推落至山谷而無法爬出的地步（表 3）。

表 3：較 2024 年 1 月 24 日評價貴下 S&P 500 報酬率與上漲機率

	3個月	12個月	5年	10年
平均報酬率	1.09%	5.52%	23.83%	31.64%
上漲機率	58%	69%	45%	63%

註：資料期間 1980~2023；>1 標準差表示比正常評價貴超過 1 倍標準差

資料來源：Bloomberg、元大投顧

全球金融行情									
資料日期 (收盤日)：2024/1/24									
股權									
類別	市場指標	收盤	日漲跌%	年迄今漲跌%	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌%	年迄今漲跌%

台灣	臺灣加權股價指數	17,875.83	0.01%	-0.31%	0050	元大台灣 50	134.00	-0.04%	-1.07%
					00631L	元大台灣 50 正 2	151.40	0.13%	0.13%
					00632R	元大台灣 50 反 1	4.48	0.00%	0.00%
					0056	元大高股息	36.23	0.08%	-3.13%
					00713	元大台灣高息低波	49.63	0.16%	-1.53%
	00850	元大臺灣 ESG 永續	35.13	0.09%	-0.09%				
	006203	元大 MSCI 台灣	64.75	-0.08%	-2.19%				
	0051	元大中型 100	73.05	0.14%	-0.81%				
	台灣加權電子指數	909.07	-0.22%	1.54%	0053	元大電子	73.00	0.27%	1.88%
	臺灣金融保險類指數	145.80	0.00%	-3.60%	0055	元大 MSCI 金融	23.42	0.04%	-2.90%
富櫃加權指數	261.00	-0.36%	0.86%	006201	元大富櫃 50	20.24	-0.83%	1.20%	
中國 滬深 300 指數	3,277.11	1.40%	-4.49%	0061	元大寶滬深	15.47	-0.06%	-4.80%	
				00637L	元大滬深 300 正 2	10.57	-0.94%	-8.88%	
				00638R	元大滬深 300 反 1	10.93	0.64%	5.50%	
				006206	元大上證 50	25.48	-0.66%	-3.41%	
				00739	元大 MSCI A 股	18.68	-0.16%	-5.61%	
美國 S&P500 指數	4,868.55	0.08%	2.07%	00646	元大 S&P500	47.33	0.40%	3.45%	
				00647L	元大 S&P500 正 2	72.75	0.97%	3.85%	
				00648R	元大 S&P500 反 1	6.10	-0.49%	-1.13%	
				00861	元大全球未來通訊	36.00	0.06%	3.84%	
				那斯達克 100 指數	17,499.30	0.55%	4.00%	00876	元大全球 5G
標普美國高息特別股指數	717.19	0.29%	3.11%	00762	元大全球 AI	53.55	0.75%	6.89%	
				00771	元大 US 高息特別股	16.95	-0.35%	4.24%	
歐洲 EURO STOXX 50 指數	4,564.11	2.20%	0.94%	00660	元大歐洲 50	32.48	0.00%	-1.72%	
日本 日經 225 指數	36,226.48	-0.80%	8.25%	00661	元大日經 225	46.16	-1.05%	7.65%	
債市									
類別	市場指標	收盤	日漲跌 基點	年迄今 漲跌基點	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌%	年迄今 漲跌%
美國	美國 1 年公債殖利率	4.81	-1.74	5.14	00719B	元大美債 1-3	30.86	0.13%	0.88%
					00697B	元大美債 7-10	35.31	-0.11%	0.28%
	美國 2 年公債殖利率	4.38	1.21	13	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	34.20	-0.35%	0.26%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	34.64	-0.66%	-1.09%
	美國 5 年公債殖利率	4.09	5	24.14	00788B	元大 10 年 IG 電能債	31.48	-0.41%	-3.17%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	29.04	-0.38%	-4.66%
	美國 10 年公債殖利率	4.18	4.8	29.71	00679B	元大美債 20 年	29.47	-0.47%	-4.47%
					00680L	元大美債 20 正 2	8.97	-1.21%	-11.45%
	美國 30 年公債殖利率	4.41	4.62	38.05	00681R	元大美債 20 反 1	20.03	0.55%	6.20%
					00720B	元大投資級公司債	35.09	-0.57%	-2.53%
中國 中國 5 年期公債殖利率	2.37	-2.1	-1.7	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	34.67	-0.57%	-1.87%	
				00721B	元大中國債 3-5	44.82	0.00%	0.72%	

近期相關報告

元大觀點
季報

日期	報告標題
12/11	2024 年全球、台灣經濟與主要國家展望 - 延遲軟著陸與高通膨並存

週報

日期	報告標題
----	------

12/04	市場風險監測 - 美股交易動能回溫，行情疑慮暫時緩解；美股持續性推升動能仍缺，行情本質為軋空，做多需留意技術/交易面的潛在反轉信號
12/04	總體經濟週報 - 股市定價「無感」軟著陸，但債市卻認為這是「有感」軟著陸
12/11	市場風險監測 - 多方出力維持美股攻擊姿態，美股繼續高檔震盪；美股持續性推升動能仍缺；行情本質為軋空，做多需留意技術/交易面的潛在反轉信號
12/11	總體經濟週報 - RRP 枯竭的倒數計時已經開始
12/18	市場風險監測 - Fed 停止升息推動美股急升，然獲利了結賣壓及三巫日使美股高檔連續放量收十字 K 線，是中繼或反轉近日分曉
12/18	總體經濟週報 - 中性利率水準已經提高，市場有過度預期降息的跡象
12/25	市場風險監測 - 結算日及籌碼壓力，加上連假在即，美股上檔賣壓湧現高檔震盪；TGA 餘額已回降，股市短線資金動能有待觀察
12/25	總體經濟週報 - 聯準會降息四碼以上需要怎樣的條件？
12/25	日股週報 - 日銀持續透露寬鬆立場，支撐日股徘徊高檔
01/02	市場風險監測 - 高檔獲利了結及投組再平衡賣壓出籠，美股高檔震盪；TGA 餘額已回降且 QT 仍在延續，股市短線資金動能須密切觀察
01/02	總體經濟週報 - 告別意外之好的 2023 年，迎向有點韌性但又有點風險的 2024
01/02	日股週報 - 短線能登半島地震或影響市場情緒，然利多因子帶動中長線可期
01/08	市場風險監測 - 美股攻勢逐漸減弱，惟多方對盤面仍具一定掌控力，且首週漲跌對後續表現的意義不大，投資人以平常心對待盤勢即可
01/08	總體經濟週報 - 美國接近貝弗里奇曲線轉折點
01/08	日股週報 - 對日本央行一月維持政策不變預期發酵，支撐日股高檔震盪
01/15	市場風險監測 - 美股多方以 20 日均線為基礎建立上升動能，但在資金、籌碼、及基本面動能皆已弱化或消失下，此技術面動能不能失守
01/15	總體經濟週報 - Fed 巨量虧損不會產生市場動盪與系統性風險
01/15	日股週報 - 日銀按兵不動預期不斷發酵，資金流動性寬裕引導日股徘徊高檔
01/22	市場風險監測 - 美股多方以 20 日均線為基礎建立上升動能，在此技術面動能不能失守下，故上週美股跌破 20 日均線後，多方明顯表態、強勢拉升
01/22	總體經濟週報 - 目前軟硬資料的背離表明經濟存在韌性、股債市風險不大
01/22	日股週報 - 聚焦日銀決議、企業財報，多空因素交錯股市漲勢趨緩

元大觀點

日期	報告標題
12/18	2024 年外匯市場展望 - 美元先強後弱，下半年非美貨幣撥雲見日
12/21	中國中止台灣部分產品適用 ECFA 優惠稅率，對部分個別貨品衝擊大，對台灣整體出口影響相當有限
12/27	2024 年日股展望 - 公司治理持續、經濟擺脫通縮、新 NISA 上路，日股 2024 年後勢可期
01/02	從主計總處經濟預測回推 2024 年台股營收可能變化

01/02	關於 2024 年股債市場的幾點思考方向
01/08	日本景氣與市場展望 - 刺激政策支持、日銀寬鬆大方向不變，延續景氣擴張期

元大戰情分析

日期	報告標題
12/01	外資大開大闢、年末資金需求，留意短期資金環境變化
12/04	歷史上，美國選舉年的股票沒有多大的做夢空間
12/05	確認升息循環告終，降息只是時間早晚問題
12/06	日圓匯率升貶，關鍵在聯準會的政策動向
12/07	美債殖利率走低反映衰退機率，債要如何入手要想清楚
12/08	降息預期日增，金價後勢可期
12/11	強勢日圓？不！即便日圓累計升值 6% 還是看起來很弱勢
12/12	台灣貿易盈餘創新高，資金水位有增無減
12/13	美債標售結果，顯示降息預期醞釀中
12/14	升息週期結束是利多沒錯！但行情的可持續性可能還要靠一點幸運
12/15	公債籌碼優勢持續，台灣長債殖利率仍將偏低
12/18	當 PMI 透露著美國經濟依然有韌性時，那市場還該覺得 Fed 會在 3 月就開始降息呢？
12/19	解讀 FOMC 政策風向：景氣軟著陸是唯一目標
12/20	政局紛擾之際，按兵不動是日銀的最佳選項
12/21	聰明錢報告：從擔心軟著陸太有感，到布局無感軟著陸？不用糾結基本面，關注市場面的變化為重
12/22	聯準會 RRP 水位大幅下降，資金行情拉警報？
12/25	當絕大多數策略師都保守時，我們或許不該感到恐懼
12/26	台灣首季公債籌碼不增反降，資金何去何從？
12/27	資金水位穩定上升，新台幣資產價格獲得支撐
12/28	庫存與信貸循環錯位下的 2024 年選股思考方向
12/29	降息預期延燒，美債標售熱絡
01/02	元月行情啟動，股匯市多頭延續機率高！
01/03	美國大選前瞻：拜登選情些微落後，穩就業與景氣是首要工作
01/04	FOMC 會議記錄未釋放鷹派訊息，但開始擔心經濟的下行風險
01/05	美債務突破 34 兆之際，預算案的兩黨政治攻防再起
01/08	新年首週走勢，真能預測全年多空？
01/09	流動性緊俏，量化緊縮政策須調整步伐
01/10	聯準會醞釀降息，台灣央行跟進機率低
01/11	Bill Gross 一席話提醒投資人，當前市場的通膨預期過低了，恐上修

01/12	台灣出口回溫，產業冷熱兩樣情
01/14	選後回歸基本面，短線留意匯損及淡季效應，長線看好半導體產業
01/16	聯準會營運損失千億美元，顯示暴力升息代價不低
01/17	入不敷出，美財政缺口居高不下
01/18	預期經濟不強但也不差，股債皆高投資人雖思危，但也不願押注衰退
01/19	流動性需求漸增，聯準會縮表循環進入尾聲
01/22	提前討論並縮表「減碼」有助於避免 QT 縮過頭以及降低金融風險
01/23	外資大進大出，財政部成最大贏家
01/24	美抗通膨公債標售結果，顯示通膨延續緩降趨勢

元大經濟數據評析

美國

日期	報告標題
12/01	美國 10 月份 PCE - 消費動能明顯降溫，12 月份 FOMC 有望再次按兵不動
12/04	美國 11 月份 ISM 製造業 PMI - 終端需求疲弱，製造業景氣低迷不振
12/06	美國 11 月份 ISM 服務業 PMI、10 月份 JOLTS 職位空缺 - 實際需求並未轉強，傳統銷售旺季恐將難以暢旺
12/11	美國 11 月份就業報告 - 勞動市場處於相對平衡的狀態，12 月份 FOMC 料將再次按兵不動
12/13	美國 11 月份 CPI - 通膨降溫的最後一哩路，主要集中在深具黏性的項目
12/14	美國 12 月份 FOMC 決議 - 升息循環正式告終，降息循環的啟動時點已能預見
12/15	美國 11 月份零售銷售 - 消費動能降溫速度緩慢，景氣有望以軟著陸的型態落底
12/18	美國 11 月份工業生產、12 月份標普全球 PMI - 通膨降溫之路面臨挑戰，市場恐需調整降息預期
12/21	美國 11 月份成屋銷售 - 房市景氣頂多是逐漸趨穩，不至於回歸上行趨勢
12/25	美國 11 月份 PCE - 核心通膨降溫速度僅大致符合聯準會預期，明年降息步伐恐難加快
01/04	美國 12 月份製造業 PMI： 製造業狀況好轉，僅是受到短期性因素所致
01/08	美國 12 月份就業報告、ISM 服務業 PMI - 季節性因素提振就業，但勞動市場趨於平衡的趨勢並未改變
01/12	美國 12 月份 CPI - 通膨降溫的最後一哩路崎嶇不平，聯準會的降息步伐易慢難快
01/18	美國 12 月份零售銷售 - 聖誕假期、新年假期接連到來，帶動零售銷售動能明顯轉強
01/22	美國 12 月份成屋銷售 - 房貸利率回落後，房市景氣因而開始浮現觸底跡象

日本

日期	報告標題
12/04	日本十月就業報告： 就業動能放緩、生產力下滑，限縮薪資增幅
12/11	日本薪資及家戶收支： 內需動能低迷，日銀仍將維持寬鬆政策
12/15	日銀短觀調查報告： 企業經營現況及展望全面改善，擴張期尚未結束

12/25	日本 11 月通膨： 通膨延續下行趨勢，短期內日銀將按兵不動
12/27	日本 11 月就業報告： 勞動市場穩健擴張，靜待薪資成長跟上
01/10	日本東京通膨及家戶收支： 通膨延續下行趨勢，今年內需有望復甦
01/11	日本 11 月薪資報告： 薪資成長維持溫和，短期內日銀將按兵不動
01/19	日本 11 月機械設備訂單： 私部門投資維持低迷，日銀料延續寬鬆政策
01/19	日本 12 月通膨： 通膨下探一年半新低，元月日銀料按兵不動
01/23	日銀利率會議解讀 - 日本央行利率會議：日銀如預期按兵不動，下修今年通膨預估

歐元區

日期	報告標題
12/15	歐元區： ECB 再度維持利率不變，淡化市場降息預期
12/18	歐元區 12 月 S&P Global PMI： 景氣壓力猶存，ECB 緊縮立場料逐步調整
01/03	歐元區 11 月份貨幣供給 - 企業融資狀況好轉，經濟浮現初步落底跡象
01/08	歐元區 12 月份 CPI 初值 - 部份服務業通膨雖然尚具黏性，但至少整體通膨降溫的普遍性還算充足
01/09	歐元區 12 月份經濟信心指數、11 月份零售銷售 - 通膨降溫趨勢明確、通膨預期保持穩定，提供歐洲央行寬鬆空間
01/16	歐元區 11 月份工業生產 - 非耐久消費財生產狀況好轉，工業景氣正逐漸築底

台灣

日期	報告標題
12/04	台灣 11 月 PMI、NMI： 製造業加速緊縮，非製造業加速擴張，產業走向兩極
12/07	台灣 11 月 CPI： 娛樂費用、油料費、衣著類漲幅縮小，物價漲幅回落
12/11	台灣 11 月出口： 人工智慧商機熱絡，帶動出口恢復成長
12/15	台灣央行 12 月理監事會議： 一如市場預期連續第 3 度維持利率不變
12/21	台灣 11 月外銷訂單： 在電子及資訊通信產品接單恢復成長帶動下，外銷訂單年率時隔 14 個月轉正，但受傳產接單不振拖累，表現不如預期
12/26	台灣 11 月工業生產、零售餐飲： 工業生產持續小跌，零售及餐飲業營業額成長高於平均，產業活動涼暖兩極
12/26	台灣 11 月份貨幣供給： M2 年成長放緩，但仍處成長參考區間內
12/28	台灣 11 月景氣指標： 景氣對策信號重亮黃藍燈，但領先指標續降
01/03	台灣 2023 年 12 月 PMI、NMI： 製造業持續緊縮，非製造業穩健擴張，產業涼暖依然兩極
01/08	台灣 2023 年 12 月 CPI： 物價漲勢進一步鈍化，但仍距央行目標 2% 有段距離
01/10	台灣 2023 年 12 月出口： 人工智慧商機與低基期因素加乘，出口雙位數成長
01/23	台灣 2023 年 12 月外銷訂單： 終端需求疲弱、庫存去化持續，加以低基期效應消除，外銷訂單年率重挫
01/24	台灣 2023 年 12 月工業生產、零售餐飲： 工業生產續減，零售及餐飲業營業額溫和成長，產業景氣仍分歧

附錄：重要揭露事項

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 106 敦化南路二段
65 號 10 樓、71 號 10 樓