

元大戰情分析

失落的十年？不一定，評價只是機率問題，而且還受科技循環影響

顏承暉

fattiger@yuanta.com

事件

- ◆ 高盛近日的一份報告，預測美股將遭遇「失落的十年」，未來 10 年標普 500 指數的平均年回報率將僅為 3%，潛在範圍在 -1% 至 7% 之間。

評論

未來的股價上漲或者下跌，其實是機率的問題，而評價只是決定這個機率分配的其中一個原因。圖 1 與圖 2 是標普 500 指數對應的經過景氣循環調整後的本益比 (CAPE) 與未來 1 年及未來 10 年的報酬率 XY 散布圖，可以發現：

- 1) 當投資期限在一年內時，評價與報酬率幾乎沒有太明顯的關係，拉長到 10 年才有比較明顯的負相關（評價越貴時，預期報酬率越低）。
- 2) 即便拉長到十年的投資期，評價也只能夠解釋部分報酬率的變化，評價與報酬率間並不是一個非常貼合的負斜率曲線。

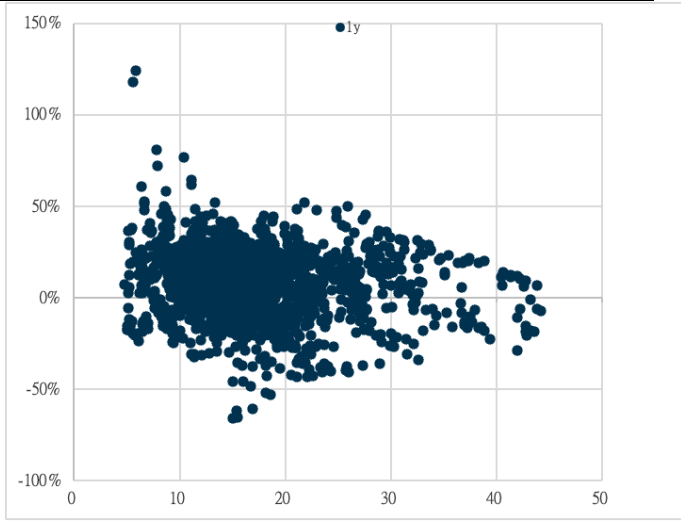
有些人認為，CAPE 對於報酬率解釋力不足的問題，是因為沒有考慮到客觀的利率環境，如果利率水準比較高，市場能夠接受的評價就比較低。為了解決這個問題，Robert Shiller 提出了 Excess Yield 的方法，也就是利用 CAPE 反推現在股價的折現率，並把這個折現率減去無風險利率（十年期公債殖利率），得到股票相對於債券額外的風險補償，的確從 Excess Yield 來看，當投資期限拉長至 10 年時，評價對於報酬率的解釋力就大幅提高(圖 3)。而今年 10 月，美股的 Excess Yield 只有 1.83%，比起歷史上 71% 的時間都還貴，這也就是為什麼高盛認為未來將有失落十年的主要原因。

然而必須強調的是，如果根據 Excess Yield，計算歷史上當評價比起 2024 年 10 月更貴時，投資期間 6 個月、1 年、3 年、5 年、10 年的累計報酬率的上漲機率分別為 54.4%、49.90%、49.90% 及 63.13%，而從 1881 年以來這些期限平均上漲機率分別是 62.79%、64.70%、70.71%、71.91% 及 80.20% (表 1)。可以得出兩個結論：

- 一、評價高的確壓低了上漲的機率，但當投資期限在一年內，差距並不大。意味著利用評價來掌握市場轉折時機，比較恰當的時間是以 3~5 年的時間波段。
- 二、即便評價高，但如果把投資期限拉長到 10 年，仍然有 63.13% 得到正報酬，因此即便評價貴也不應該放棄長期投資。

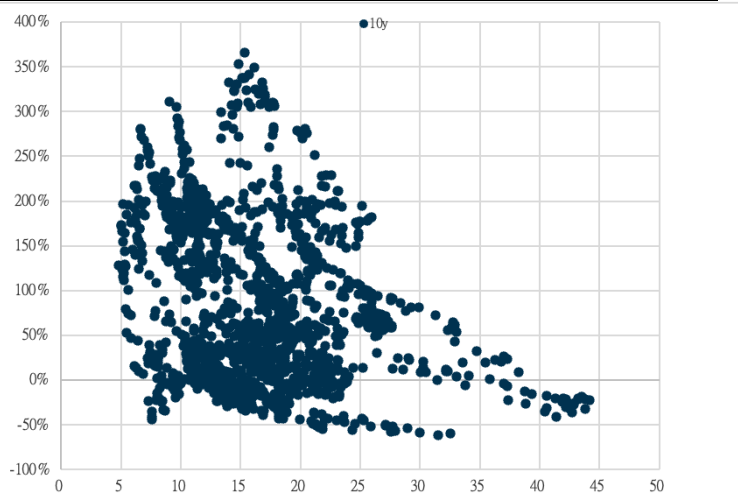
何以評價只能解釋一部分的股價報酬率，關鍵的原因在於技術的變遷將會一段時間企業的獲利能力和生產力發生改變。假設影響股票評價的只有景氣循環，理論上對 Excess Yield 取十年的移動平均應該是一個接近水平線的常數，但實際上從 1900 年來，已經經歷了 3 次評價上升期，這三次評價上升期分別都落在科技循環向上（電氣化、內燃機、ICT 革命），而從 2018 年開始長期平均的 Excess Yield 又開始下彎，而與此同時 AI 革命又如火如荼在發展當中，這似乎意味著評價的偏貴並非過度的非理性的現象。因此只能說，此時評價偏高投資人雖然要居高思危，避免過度曝險與槓桿，但畢竟影響合理評價的因子很多，投資人也不要單純因為評價的因素而過度悲觀。

圖 1-1：CAPE 與一年後 S&P 500 報酬率



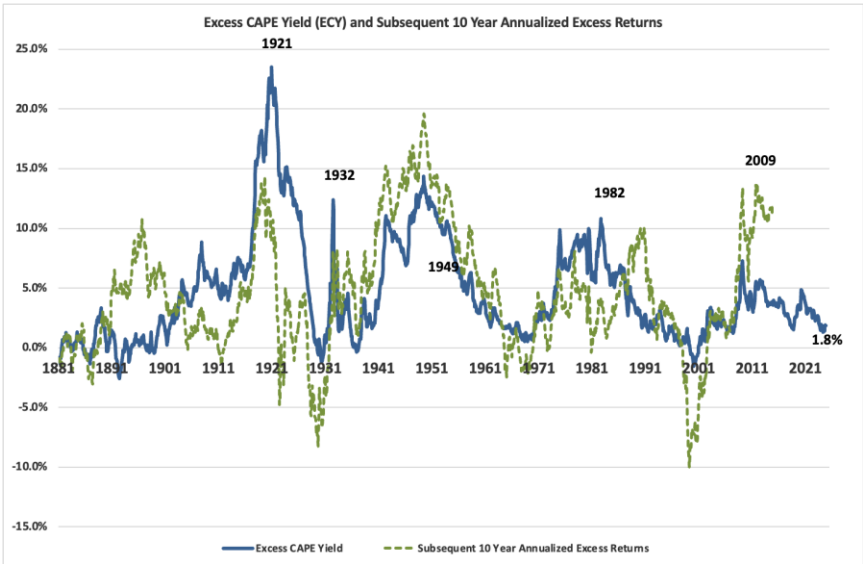
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 1-2 企業利潤與工資&薪水占 GDI 比



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3：Excess Yield 與 10 年 S&P 500 累計報酬率



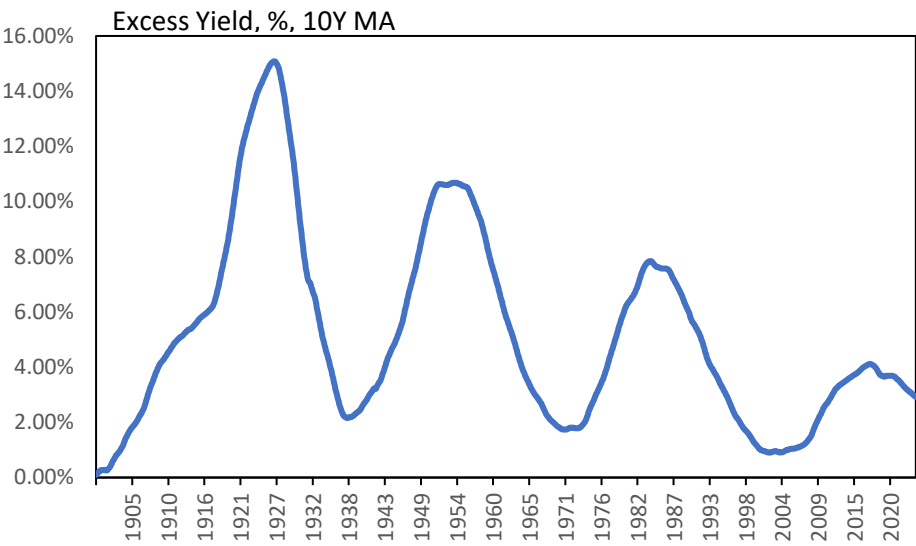
資料來源：Bloomberg、元大投顧

表 1：Excess Yield 與不同投資期間勝率

	6M	1Y	3Y	5Y	10Y
當評價比 2024 年 10 月貴	54.42%	52.67%	49.90%	49.90%	63.13%
全域資料	62.79%	64.70%	70.71%	71.91%	80.20%
差距	-8.37%	-12.03%	-20.81%	-22.01%	-17.07%

資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 4 : Excess Yield 十年移動平均



資料來源：Bloomberg、元大投顧

全球金融行情

資料日期 (收盤日) : 2024/10/24

股權									
類別	市場指標	收盤	日漲跌%	年迄今	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌%	年迄今
台灣	臺灣加權股價指數	23,192.52	-0.61%	29.34%	0050	元大台灣 50	194.80	-0.61%	43.82%
					00631L	元大台灣 50 正 2	246.90	-1.12%	63.29%
					00632R	元大台灣 50 反 1	3.26	0.62%	-27.23%
					0056	元大高股息	37.81	-0.53%	1.10%
					00713	元大台灣高息低波	57.35	0.44%	13.79%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	46.46	-0.73%	32.14%
					006203	元大 MSCI 台灣	92.10	-0.59%	39.12%
	台灣加權電子指數	1,270.95	-0.69%	41.96%	0051	元大中型 100	81.10	-1.10%	10.12%
	臺灣金融保險類指數	178.19	0.00%	17.81%	0053	元大電子	105.10	-0.76%	46.69%
	富櫃加權指數	310.52	-2.14%	20.00%	0055	元大 MSCI 金融	29.30	-0.44%	21.48%
中國	滬深 300 指數	3,928.83	-1.12%	14.51%	006201	元大富櫃 50	24.60	-1.95%	23.00%
					0061	元大實滬深	19.64	-0.91%	20.86%
					00637L	元大滬深 300 正 2	16.46	-3.29%	41.90%
					00638R	元大滬深 300 反 1	8.36	1.46%	-19.31%
					006206	元大上證 50	31.95	-1.11%	21.11%
美國	S&P500 指數	5,809.86	0.21%	21.80%	00739	元大 MSCI A 股	22.80	-1.60%	15.21%
					00646	元大 S&P500	58.10	-0.85%	26.99%
					00647L	元大 S&P500 正 2	96.30	-1.48%	37.47%
	那斯達克 100 指數	20,232.87	0.83%	20.25%	00648R	元大 S&P500 反 1	5.25	0.77%	-14.91%
					00861	元大全球未來通訊	42.35	-0.24%	22.15%
	標普美國高息特別股指數	755.70	0.26%	8.65%	00876	元大全球 5G	37.25	-0.85%	11.53%
					00762	元大全球 AI	63.35	-1.09%	26.45%
歐洲	EURO STOXX 50 指數	4,935.45	0.26%	9.16%	00771	元大 US 高息特別股	18.21	-0.87%	11.99%
日本	日經 225 指數	38,143.29	0.10%	13.98%	00660	元大歐洲 50	35.61	-0.39%	7.75%
					00661	元大日經 225	48.70	0.02%	13.57%
債市									
類別	市場指標	收盤	日漲跌	年迄今	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌%	年迄今
美國	美國 1 年公債殖利率	4.25	-1.91	-50.91	00719B	元大美債 1-3	31.46	-0.06%	2.84%
					00697B	元大美債 7-10	36.09	0.03%	2.50%
	美國 2 年公債殖利率	4.08	0.08	-17.12	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	34.44	-0.20%	0.97%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	34.44	0.17%	-1.66%
	美國 5 年公債殖利率	4.03	-2.48	18.48	00788B	元大 10 年 IG 電能債	31.86	0.16%	-2.00%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	29.47	-0.30%	-3.25%
	美國 10 年公債殖利率	4.21	-3.38	33.27	00679B	元大美債 20 年	29.34	0.34%	-4.89%
					00680L	元大美債 20 正 2	8.36	0.84%	-17.47%
	美國 30 年公債殖利率	4.47	-4.43	44.57	00681R	元大美債 20 反 1	20.41	-0.29%	8.22%
					00720B	元大投資級公司債	35.07	0.06%	-2.58%
					00751B	元大 AAA 至 A 公司債	34.31	0.09%	-2.89%
中國	中國 5 年期公債殖利率	1.84	-1	-54.7	00721B	元大中國債 3-5	48.06	0.00%	8.00%

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 仁愛路三段 157 號 4 樓