



〔投資研究報告〕

2025/7/17

貨幣週期視角下的台股 匯熱潮

目錄

- 一、 美股屢創新高：資金行情推動下的動能與隱憂
- 二、 台股熱錢行情：外資回流與內資助攻下的漲勢
- 三、 股匯強弱背後：主權債務與經常帳的角力痕跡
- 四、 未來三個月展望：政策走向、資金流與基本面考驗

在熱錢與貨幣週期的浪頭上

2025/7/17 新光投顧

今年 4 月關稅風暴以來，美股與台股一路攀高，創高之際卻愈發顯得與經濟現實脫節。當投資人陶醉於 AI 狂潮、資金行情與降息預期之際，市場底層其實正埋藏著一場更深層的結構調整——那是由主權債務、經常帳與貨幣政策交織出的全球再平衡過程。

本篇從「貨幣週期」的宏觀視角出發，深入剖析美股技術性乖離卻屢創新高、台股在資金洪流下漲多跌少的真實驅動力，並揭示外資期現貨部位矛盾下的套利邏輯。這不僅是一場關於股市的多空論辯，更是一次關於全球金融秩序與國家財政平衡的再思考。理解這一輪週期轉折，將是投資人下半年立於不敗之地的關鍵。

目錄

- 一、 美股屢創新高：資金行情推動下的動能與隱憂
- 二、 台股熱錢行情：外資回流與內資助攻下的漲勢
- 三、 股匯強弱背後：主權債務與經常帳的角力痕跡
- 四、 未來三個月展望：政策走向、資金流與基本面考驗

一、 美股屢創新高：資金行情推動下的動能與隱憂

認識貨幣週期

「貨幣週期」(monetary cycle) 是指一國中央銀行根據經濟景氣循環與通膨變化所採取的貨幣政策方向變化，包括利率調整、資金供給與資產負債表操作。典型的貨幣週期通常分為四階段：緊縮前期（升息預期）、緊縮期（實際升息）、寬鬆預期期（轉鴿預期）、寬鬆期（降息與資金寬鬆）。例如，2022 年 Fed 為壓抑通膨快速升息，進入緊縮期；而 2024 年底開始，隨著通膨回落至 2% 附近、經濟數據放緩，Fed 轉為偏鴿語調（如多位官員暗示降息可能），市場預期升溫，進入寬鬆預期期。但截至 2025 年 7 月 Fed 尚未實際降息，仍維持利率在高檔區間，因此整體仍處於「政策轉向與市場預期交錯的過渡階段」，即預期寬鬆期的前緣。這種預期驅動下的寬鬆環境，也足以催動資金流入與資產價格推升。值得一提的是，美元指數自 2024 年第四季以來持續走弱，雖非由 Fed 直接操作，但其對金融條件的鬆動效果類似於實質寬鬆——

美元貶值不僅降低美國出口成本，也促使國際資金尋求更高報酬市場，成為全球資產價格走強的另一推手。

4/9 的關稅震撼彈後，美國股市以極快的速度爬出人造熊市，標普 500 指數相較年初還漲了 6.8%，與那斯達克綜合指數同步頻創歷史新高。儘管經濟數據雜訊不斷，投資人仍在**貨幣週期轉折**的憧憬下大舉進場：通膨趨緩使聯準會（Fed）暫停升息並醞釀降息，流動性預期轉為正面。在 AI 革命題材和寬鬆資金的雙重催化下，美股科技龍頭和非必需消費類股領軍上揚，資本市場上演典型的資金行情。

然而，**技術指標的乖離**與市場結構性風險也浮現警訊。目前標普 500 的相對強弱指數（RSI）反覆高於 70，呈現超買狀態；更值得注意的是，少數科技巨頭貢獻了過半數漲幅，**指數上漲嚴重依賴狹隘的領漲股**。據 Bloomberg 統計，只有約一成的成分股創下新高，等權重的標普 500 指數仍未突破去年高點。這種情況類似於網路泡沫時期——資金集中在極少數股票，導致估值偏高且缺乏廣泛基礎，蘊含回檔風險。此外，川普政府近期揚言對多國課徵高額關稅以平衡貿易，雖然市場一度擔憂通膨與成長受阻，但這些利空消息被延後（關稅實施期限順延至 8 月）後，投資人又選擇性忽視了潛在衝擊。總體而言，在**貨幣週期由緊轉鬆**的當下，美股多頭行情依然佔上風，但技術面的過熱與基本面潛在變數意味著後市須提防高位震盪。

二、台股熱錢行情：外資回流與內資助攻下的漲勢

台股的故事也相似，呈現漲多跌少態勢。這波台股多頭背後，一大推手是**國際熱錢的湧入**：隨著美元轉弱、新台幣升值，沉寂一段時間的外資大舉回流台灣市場。根據金管會統計，5 月份外資單月淨匯入高達 **126.7 億美元**，創下史上單月新高，6 月也淨匯入約 92.8 億美元，連續兩月合計淨匯入逾 219 億美元。巨量的資金匯入推升新台幣需求，對美元匯率從 4 月初近期升值了 12%。這種資金與匯率的聯動，正是**全球熱錢循環（hot money cycle）**的體現：當美元走弱及美債殖利率見頂，國際資金傾向湧向收益前景較佳的新興市場，而具備 AI 半導體題材的台股恰是今年的資金寵兒。

在外資買盤帶動下，台股加權指數一舉收復關稅衝擊時留下的缺口。期間**內資也扮演了重要支撐角色**：本土法人（投信等）趁勢加碼超跌績優股，融資餘額

在先前大幅降低後近期才溫和回升，顯示散戶並未過度槓桿，市場籌碼相對穩定。資金面與信心面的共振，使台股呈現「內外資一起抬轎」的景象。

特別值得注意的是，近期台指期貨的外資淨空單部位持續創下新高，在現貨市場強勢買超的同時，期貨卻大幅放空，表面看似矛盾，實際上很可能反映的是**外資的避險策略**。這背後的操作邏輯可能為：外資看好台股中長線表現（尤其是 AI 與半導體族群），因此買進現貨布局，但也擔憂短線漲幅過大、技術面過熱、或是匯率過快升值可能引發市場震盪，於是同時在期貨市場建立空單部位，進行**風險對沖**。

此外，更深層的動機可能與**匯差套利**有關。由於今年 5 月以來新台幣大幅升值，外資若提早將美元匯入換成新台幣，再買進台股現貨，只要未來新台幣持續升值，就能額外賺取匯差利潤。換言之，即使股市不漲，只要匯率走勢有利，也能「套利離場」。為了避免股價下跌侵蝕這段期間的帳面利潤，外資在台指期建立空單相當於**鎖住現貨部位的風險**，形成一種市場中性策略。

這種「買現貨、空期貨、賺匯差」的套利方式，在貨幣週期偏向寬鬆、匯率劇烈變動的階段相當常見，對資金調度靈活的國際資本尤具吸引力。它也提醒我們：外資動作的背後未必單純反映對台股看多或看空的方向性觀點，更多時候是一種宏觀資金配置與風險管理的精密計算。

因此，單看外資期貨淨空未必表示他們即將翻空，反而可能意味著外資目前「看多但審慎」，透過期貨避險來守住現貨與匯率聯合套利的戰果。在熱錢仍在場、企業基本面支撐仍在的前提下，這種操作結構反而有助延長多頭行情的續航力。

三、 股匯強弱背後：主權債務與經常帳的角力痕跡

近期美元指數走軟、新台幣走強的背後，隱約可見各國政策操作的影子。**美元轉弱**，一方面反映了美聯儲貨幣緊縮進程接近尾聲，但另一方面也被市場解讀為美國減輕債務負擔的手段。2025 年美國將有高達 9.2 兆美元國債到期（其中 6.5 兆集中在 6 月），美元自川普總統今年初就任以來已累計下跌約 9%。這意味著美國償還同樣債務所付出的實質價值變低：**美元貶值等同於變相削減債**

務，讓持有美元資產的他國買單，而減輕了美國政府的債務壓力。

從貨幣週期看，美國經歷了超發貨幣的通膨期後，目前正試圖透過貶值來平衡財政；這種舉措短期有助債務紓壓，但長期則可能損及美元信用。另外，美國還透過高關稅手段增加財政收入、縮減貿易逆差，這實際上是以**貿易策略配合貨幣貶值**的雙管齊下。川普祭出對多國的「對等關稅」大棒，表面為了平衡貿易，深層則在爭取時間調整資產負債。種種跡象顯示，美元疲弱背後隱含了美國在主權債務和經常帳上的平衡考量。

新台幣的強勢則離不開臺灣當局的精心拿捏。4月下旬以來台幣加速升值，在5月初單日狂升3.3%，創下逾20年最大單日漲幅。如此驚人的升勢不僅源於市場自發熱錢，也可能與政策態度轉變有關。據央行透露，在台幣急升過程中**央行曾適時進場調節**，雖否認是受美方施壓但等於默許台幣升值到較強水準。然而當匯率過度偏離基本面時，央行亦果斷出手干預：例如6月30日台幣盤中一度升破29.1元，但尾盤劇烈翻貶至29.90元，市場人士推測這背後就是央行入市穩定的結果。

經常帳順差導向的經濟體往往對匯率過快波動格外敏感，臺灣當局此番動作正是在平衡熱錢湧入與出口競爭力：既不讓台幣狂飆損及產業，又要順應國際壓力避免被指控操縱匯率。可以說，近期美元和台幣的強弱變化中，美國與臺灣都在利用**貨幣調控作為政策工具**——美國將部分債務成本轉嫁到匯率上，臺灣則透過階段性調節來維持經常帳與金融市場的穩定。

四、未來三個月展望：政策走向、資金流與基本面考驗

展望接下來的三個月，台美股匯將進入貨幣週期與基本面交織影響的關鍵期。我們從幾個主要面向分析後市：

- **貨幣政策與利率**：聯準會的動向依然是市場風向標。當前美國通膨率已降至約2%，若經濟數據持續溫和，市場預期Fed最快可能在9月啟動降息一碼。寬鬆預期的升溫將進一步支撐股市估值和新興市場資金流動，形成對風險資產的正向循環。反之需留意的是，若未來通膨出現反覆或美國就業數據過熱，不排除Fed延後降息甚至重提升息的可能性，屆時高估值股市恐將面臨估值修正壓

力。此外，美國總統大選逼近，政策不確定性（如關稅壁壘、新的監管政策）也可能干擾市場對利率路徑的預期。

- 資金流向與熱錢循環：在全球資金尋找出路的背景下，美元走勢與國際資金流密切相關。若美元指數持續偏弱，預期熱錢行情在亞洲市場可望延續，台股等具產業亮點的市場有機會續受外資青睞。台幣適度升值在短期內並非壞事，因為它提高了以美元計價資產的吸引力。然而投資人亦須警惕資金的波動性：一旦國際風險偏好逆轉（例如全球景氣明顯轉弱或地緣政治突發利空），這批短線資金可能轉向撤離，使得台幣快速貶值、台股出現資金退潮式的修正。近期外資在台指期貨仍有不小的淨空單部位，就是對短期震盪保持戒心的跡象。因此接下來幾個月，需密切關注外資動向和匯率變化，作為判斷行情溫度的先行指標。
- 企業營收與估值：基本面將決定這波行情能走多遠。美股方面，經過上半年的飆漲，科技巨頭的估值已來到網路泡沫以來的新高水平。以「七巨頭」（Magnificent 7）為例，股價自4月底點累計上漲逾三成，而其本益比也大幅提升。未來數月正值財報季，若企業盈餘持續優於預期（例如AI相關公司的業績驗證高成長），將為高估值提供基本面支撐，延長多頭行情生命。然而一旦財報不如預期或前瞻展望轉趨保守，高飛的股價恐面臨獲利了結壓力。台股方面，上市櫃公司5月營收普遍亮眼，多數電子權值股業績處於歷年同期高位。下半年需關注的是，台幣升值對第三季出口營收的影響，以及半導體景氣能否如預期持續回溫。如果企業基本面增長足以消化匯率和估值壓力，台股有望在短暫休整後再創新高；反之若營收成長趨緩，指數可能進入區間盤整，等待下一波明確的成長動能。

綜上所述，貨幣週期的轉變正深刻地影響台美股市與匯率走勢：寬鬆預期帶來順風而行的資金動能，同時也累積了潛在風險。作為專業投資人，我們在享受行情果實的同時，更要具備前瞻判斷力與風險意識。未來三個月，建議持續關注Fed政策口風、資金流向與企業財報等關鍵變量，適度調整投資組合。