

〔投資研究報告〕

2026/5/6

反應函數碎裂： Fed 權力重構下的台股定價法則

目錄

- 一、 風險溢價重估：政策雜音成為核心定價因子
- 二、 折現率錨點：2 年期美債與美元的流動性博弈
- 三、 匯率避震器：強美元下 AI 權值股的 EPS 與本益比拉扯
- 四、 國內回授風險：CBC 被動緊縮與台股內資成本上升
- 五、 負債重定價：再融資牆侵蝕第二圈供應鏈 EPS
- 六、 敘事退潮：AI 資本支出進入現金流檢驗
- 七、 存續期分化：金融與高股息的防禦邊界
- 八、 期現貨折價：除息、基差與假突破成本
- 九、 內資出海口：複委託抽走台股邊際流動性
- 十、 微觀流動性：波動率摩擦成本上升

Fed 分裂下的資金流向重估

2026/5/6 新光投顧

4月29日的FOMC會議，表面上只是一次利率不變的決策，實質上卻是全球資產定價框架的轉折。Fed將聯邦基金利率維持在3.50%至3.75%，官方聲明同時指出美國經濟活動仍穩健擴張、就業增幅偏低、失業率近月變化不大，但通膨仍偏高，部分反映全球能源價格上升；更關鍵的是投票結果出現4位異議，其中Stephen Miran主張降息1碼，Beth Hammack、Neel Kashkari、Lorie Logan則支持利率不變，但反對聲明中保留偏向未來寬鬆的語氣。這代表Fed內部對同一組經濟資料，已經產生明確不同的政策解讀。

市場過去習慣用「今年降幾碼」理解Fed，這個框架已經不夠。真正需要重估的是Fed的反應函數。過去是單一軸線：通膨降溫，降息提前；通膨黏著，降息延後。現在變成多軸並行：油價、核心通膨、就業、美元、金融條件與地緣政治，每一項數據都可能改變FOMC內部鷹派與鴿派的相對權重。政策雜音已經進入價格，2年期美債、美元、高本益比資產、台股風格輪動與期現貨流動性，都必須納入更高的不確定性溢價。

目錄

- 一、 風險溢價重估：政策雜音成為核心定價因子
- 二、 折現率錨點：2年期美債與美元的流動性博弈
- 三、 匯率避震器：強美元下AI權值股的EPS與本益比拉扯
- 四、 國內回授風險：CBC被動緊縮與台股內資成本上升
- 五、 負債重定價：再融資牆侵蝕第二圈供應鏈EPS
- 六、 敘事退潮：AI資本支出進入現金流檢驗
- 七、 存續期分化：金融與高股息的防禦邊界
- 八、 期現貨折價：除息、基差與假突破成本
- 九、 內資出海口：複委託抽走台股邊際流動性
- 十、 微觀流動性：波動率摩擦成本上升

一、風險溢價重估：政策雜音成為核心定價因子

這次 Fed 分裂的關鍵異議方向本身出現分歧。一位委員認為就業風險已足以支持降息，另外三位則認為即使利率不變，也不應該保留偏向未來寬鬆的語氣。這代表 Fed 內部已經無法用單一中位數觀點概括。政策訊號從過去的「主路徑加上少數雜音」，轉成「多個政策反應路徑同時存在」。

這種分裂會使風險溢價上升。當市場相信 Fed 反應函數穩定時，投資人可以把通膨、就業與政策利率放進同一個模型，並以此折現未來現金流。當 Fed 反應函數碎裂後，同一份非農、同一組 CPI、同一次油價上漲，都可能引發不同政策派別取得短期定價權。這時候市場要支付的成本，是錯判政策路徑的保險費。

這個保險費會先出現在短端利率，再透過美元、風險偏好與估值倍數傳導到股市。Barron's 對這次會議的即時報導也指出，這次 FOMC 出現 4 位異議，為 1992 年以來最多；這使得市場不再只看利率水準，也開始重估 Fed 內部權力結構對政策語氣的影響。

二、折現率錨點：2 年期美債與美元的流動性博弈

2 年期美債是這次宏觀節點的第一個價格出口。它最直接反映未來數季政策利率預期，也最容易受到 Fed 內部鷹鴿權重變化影響。Reuters 報導指出，Fed 會後短期利率期貨交易員一度押注今年不降息，且市場對 2027 年 4 月前升息的機率重新上修；部分即時報價口徑顯示，升息機率從會前約 20% 升至 40% 左右。

這個反應非常重要。若市場只是把 Fed 視為延後降息，2 年債會上行，但路徑仍可被理解；若市場開始把升息尾部風險重新放回價格，短端利率的上行會更具殺傷力。短端利率不只決定美元利差，也決定全球風險資產的折現率基準。當 2 年債對油價、通膨與就業數據的彈性上升，高本益比資產的估值穩定性會下降。

美元的意義也要重新拆解。美元走強如果來自通膨再定價與短端利率上行，對高估值科技股通常偏負面，因為折現率提高；美元走弱如果來自就業與成長下修，也未必利多風險資產，因為企業獲利預期可能同步下修。這就是 Fed 反應函數碎裂後最麻煩的地方：美元強弱本身不再足以判斷風險偏好，必須判斷背後驅動來自「通膨壓力」還是「成長壓力」。

對台股而言，傳導鏈條可以寫得很清楚：FOMC 投票分歧升高，2 年期美債波動上升；2 年債牽動美元與全球流動性；美元與折現率再影響高本益比科技股；最後傳導到台灣 AI 成長股、金融股、高股息 ETF 與中小型股之間的風格輪動。過去投資人問的是 Fed 何時降息，現在更應該問短端利率波動是否開始改變台股估值倍數。

三、匯率避震器：強美元下 AI 權值股的 EPS 與本益比拉扯

只把強美元視為台股高本益比資產的利空，判斷不夠完整。台灣大型科技出口商多數收美元、以新台幣編製財報。美元走強通常伴隨新台幣相對弱勢，對出口型企業的台幣營收、毛利率與匯兌收益具有一定保護效果。台積電 2026 年第一季財報資料顯示，該公司在財測中明確列出美元營收、美元兌新台幣匯率、毛利率與營業利益率假設，說明匯率本身就是半導體財報模型的重要變數；第一季實際美元兌新台幣匯率為 31.59，第二季財測假設為 31.7。

因此，強美元對台灣 AI 權值股是兩股力量的拉扯。第一股力量是本益比收縮。2 年期美債上行、美元走強，會提高折現率，壓低市場願意支付的遠期成長倍數。第二股力量是 EPS 避震。新台幣貶值會提高美元收入換算成台幣的金額，也可能帶來匯兌利益，對部分出口商當期獲利形成支撐。

股價可以簡化為 EPS 乘以本益比。強美元環境下，分子可能被匯率墊高，分母可能被折現率壓低。投資判斷不能只看美元指數，而要比較 EPS 上修幅度能否抵消本益比下修。若美元走強來自美國通膨升溫與短端利率上行，本益比收縮通常先發生；若台灣 AI 企業同時出現營收強勁、毛利率穩定與匯率貢獻明確，EPS 上修可以吸收部分估值壓力。

這也是操作上容易犯錯的位置。看到美元轉強就全面降低 AI 權值股，可能砍在基本面仍被匯率支撐的位置；只看新台幣貶值帶來 EPS 保護，忽略外資提款與

本益比收縮，也可能錯估高估值下檔。正確框架應該同時觀察 2 年期美債、美元指數、新台幣匯率、外資買賣超與 AI 權值股財測修正。只有當短端利率上行、美元走強、外資賣超擴大，且 AI 財報沒有同步上修時，高本益比族群的風險才會明顯放大。

四、國內回授風險：CBC 被動緊縮與台股內資成本上升

強美元對台灣出口商具有 EPS 避震效果，但不能孤立理解。若美元走強伴隨新台幣貶值、能源價格上升與輸入性通膨壓力，台灣央行的反應函數會成為第二層風險。央行重要指標顯示，新台幣兌美元銀行間收盤匯率在 2026 年 5 月 5 日為 31.605，外匯存底 2026 年 3 月為 5,968.9 億美元，M2 年增率為 5.79%，金融業隔夜拆款利率為 0.822%，重貼現率維持在 2%。這些數字本身尚未指向立即緊縮，但若匯率與輸入性物價壓力升高，國內資金條件就不能再被視為穩定背景。

這會改變台股風格判斷。金融股與高股息資產因存續期較短，理論上在折現率上升時具備相對防禦性；但若台灣央行為了匯率與通膨採取被動緊縮，國內資金成本上升，金融股、高股息 ETF 與內資槓桿交易都會受到壓力。銀行可能受惠利率較高，但也要承受授信需求放緩、存款成本上升與資產品質風險；高股息 ETF 則可能同時面臨債券殖利率競爭、內資流動性降溫與成分股擁擠交易解除。

換言之，強美元對台灣 AI 出口商是 EPS 避震器，對台灣整體市場流動性卻可能變成緊縮觸發器。這是總經報告中容易被忽略的跨國傳導機制：美國短端利率上行，先推升美元，再壓低新台幣，接著引發央行對輸入性通膨與資本外流的防禦，最後回頭收縮台股內資流動性。這條回授鏈不一定每次啟動，但一旦啟動，原本被視為防禦的金融與高股息資產也會同步承壓。

五、負債重定價：再融資牆侵蝕第二圈供應鏈 EPS

市場討論 AI 企業，通常集中在損益表與現金流量表：營收能否成長、毛利率能否擴張、資本支出能否轉成自由現金流。Fed 反應函數碎裂後，還需要補上資產負債表。若高利率環境延長，企業負債端會進入重定價。對自由現金流充

裕、淨現金部位強的大型 AI 權值股而言，這項風險有限；對資本支出高、擴產速度快、自由現金流尚未穩定的第二圈與第三圈供應商而言，再融資成本會成為 EPS 的隱形閘門。

OECD《Global Debt Report 2026》指出，全球債務市場面臨地緣政治、貿易爭端與不確定總經環境壓力；長期借款成本上升促使發行人轉向較短天期發債，進一步提高再融資風險。OECD 同時估計，政府與企業 2026 年將從債券市場借款 29 兆美元，且 2026 至 2030 年 9 家主要 AI 企業為資本支出需求所需的企業債發行，預估可達 1.2 兆美元。

這段邏輯需要延伸到台灣供應鏈。若企業在 2020 至 2021 年低利率環境中取得長期借款或聯貸，2026 至 2027 年面臨再融資時，利息費用可能明顯高於舊成本。對 AI 硬體供應鏈而言，這會造成一個容易被忽略的矛盾：營收受惠 AI 訂單，毛利率受惠匯率與規格升級，但稅後淨利被利息費用與折舊吃掉。市場若只看營收與毛利率，會高估 EPS 彈性；若再融資成本上升，估值應從本益比切換到企業價值倍數、自由現金流殖利率與利息保障倍數。

六、敘事退潮：AI 資本支出進入現金流檢驗

Fed 反應函數碎裂後，市場對高成長資產的要求會改變。過去流動性寬鬆時，投資人願意為三年後、五年後的成長支付高倍數；短端利率波動升高後，市場會要求成長更快落進財報。AI 題材仍是台灣最強的結構性主線，但族群內部會從一起享受成長敘事，轉向誰能把訂單轉成現金流。

這裡的差別非常關鍵。同樣是 AI 受惠股，有些公司已經能把需求轉成營收、毛利率、現金流與配息能力；有些公司仍停留在認證、擴產、遠期訂單與市場想像。當 2 年期美債穩定下行，市場偏好後者，因為久期越長、想像空間越大，估值彈性越高。當 2 年期美債對單一數據變得敏感，市場偏好前者，因為現金流能見度可以降低折現率波動帶來的估值傷害。

台股內部未來分化會更細。第一類是 AI 現金流已驗證，營收、毛利率與自由現金流同步改善；第二類是 AI 成長明確，但估值已提前反映兩到三年好消息；第三類是 AI 敘事強，財報轉化慢，資本支出、折舊與負債重定價壓力尚未被獲利

吸收。Fed 分裂越嚴重，第三類公司的估值越脆弱；第一類公司則有機會在震盪中維持相對溢價。

AI 權值股也不能只看營收成長。若營收成長來自匯率、零組件通膨或客戶提前拉貨，市場給予的估值倍數會打折；若營收成長伴隨毛利率擴張、營業利益率穩定與自由現金流改善，才有能力抵抗短端利率波動。這是從成長股敘事走向成長股品質的定價轉換。

七、存續期分化：金融與高股息的防禦邊界

金融股、高股息與低估值現金流資產的確具備較短存續期特徵，理論上在折現率上升時比長久期成長股更穩。但放進台股真實籌碼結構後，高股息資產已經不是純粹防禦工具，而是帶有高度擁擠風險的 Beta 資產。

台灣 ETF 市場規模已經非常龐大。證交所 ETF e 添富資料顯示，台灣上市 ETF 檔數為 224 檔，資產規模約 6.22 兆元，受益人次約 1,669 萬。這些數字代表 ETF 已經成為台股重要資金結構，不能再被視為邊緣配置工具。

當市場平穩時，穩定配息與內資定期定額會形成支撐；當波動率突然升高，過度擁擠的成分股反而可能變成流動性陷阱。外資若因總體風險升高而無差別提款大型權值股，高股息 ETF 的成分股重疊與被動資金再平衡，可能放大短線賣壓。因此，高股息不能簡化成避險工具。它比較像平穩市場中的現金流工具，在流動性衝擊下仍會承受股票 Beta。

金融股則需要分成銀行與保險來看。銀行在高利率環境下可能受惠資產收益率維持，但也要面對存款成本、授信需求與信用成本變化。保險在高殖利率環境中長期再投資收益率改善，但短期仍受債券評價、匯率避險成本與股市波動影響。金融股的相對價值在於存續期較短、估值較低、現金流較清楚；它是相對於高本益比成長股的防禦縱深，並非無風險避風港。

八、期現貨折價：除息、基差與假突破成本

Fed 反應函數碎裂後，市場面臨的不只是現貨估值重排，也包含衍生性商品定價的摩擦放大。台股本身具有高股息特性，每年 6 月至 8 月進入除權息旺季，指數會因權值股除息自然扣減點數，台指期價格也會受到預期股利、資金成本與避險需求影響。

台指期長期常處於逆價差，原因包括持有期貨無法取得股利，以及法人、大戶利用台指期對沖現貨風險；除權息旺季時，逆價差通常進一步擴大，因為指數將因除息蒸發點數，法人也會預先調整避險部位。期現貨價差若搭配未平倉量觀察，可用來判斷多空部位是否正在加強或回補。

這會強化微觀流動性風險。當 Fed 分裂造成短端利率與美元波動升高，市場本來就容易在關鍵價位假突破；若同時進入除權息旺季，基差又因股利扣減與法人避險而不穩定，技術型訊號會更容易失真。現貨指數看似突破，期貨可能因逆價差擴大而未確認；期貨率先跌破，現貨又可能因除息調整與權值股支撐而未同步轉弱。這種期現貨訊號錯位，會放大雙向洗盤與流動性獵殺。

因此，總經策略不能只看現貨指數。台指期基差、近月與次月合約價差、未平倉量、外資期貨淨部位、除息預估點數與現貨權值股表現，必須一起納入判斷。若 2 年期美債上行、美元走強、台幣貶值、外資現貨賣超，同時台指期逆價差擴大且未平倉量增加，這通常不只是除息摩擦，而是避險與空方部位正在增強。反過來，若逆價差擴大但未平倉量下降，可能是空單回補或除息因素造成的短期扭曲，不宜直接解讀為趨勢破壞。

九、內資出海口：複委託抽走台股邊際流動性

外資提款、台灣央行被動緊縮與高股息 ETF 擁擠度，已經足以解釋一部分台股流動性風險。但還有一個更隱蔽的資金外流管道：複委託。這是台灣投資人主動把資產配置從台股轉向美股、美債與海外 ETF 的結構性行為。

金管會證期局資料顯示，證券商複委託業務開放已逾 34 年，截至 2025 年 6 月底，辦理複委託業務的證券商共 38 家，可受託買賣 49 個國家、72 個證券交易市場的有價證券；整體證券商複委託成交金額從 2015 年的新台幣 1 兆 6,814 億元，成長至 2024 年的 7 兆 8,363 億元，2024 年年增幅達 75%。同一

份資料也指出，最近三年度國人透過複委託投資美國市場的交易金額，占整體複委託比率介於 75.21% 至 76.91%。

這是台股資金池的無聲抽水機。過去投資人討論台股流動性，主要看外資買賣超、融資餘額、ETF 申贖與央行政策；複委託崛起後，散戶與高資產客戶多了一個便利的海外出口。當美元資產提供高無風險利率，美股大型科技股又具備全球 AI 敘事，台股中小型股會更早感受到邊際資金減少。這種流動性抽離不一定會在外資賣超數據中出現，卻會反映在中小型股成交量萎縮、題材股延續性下降、高股息 ETF 淨申購放緩，以及內資主導族群的輪動速度變快。

這也修正了高股息資產的防禦假設。高股息 ETF 能吸收內資，是建立在台股配息率相對有吸引力、美元資產報酬率不夠高、投資人不願增加匯率風險的環境下。若美債殖利率維持高檔、美元強勢、海外投資管道成本下降，部分原本流向高股息 ETF 的資金，可能轉向美債 ETF、美股大型科技股或美元貨幣型商品。高股息 ETF 的擁擠度風險，屆時不只來自外資賣壓，也來自內資新增資金減速。

十、微觀流動性：波動率摩擦成本上升

Fed 反應函數碎裂後，市場風格切換不會平滑發生。實際交易環境會更接近高頻洗盤、假突破、雙向停損與關鍵價位流動性掠奪。原因在於宏觀定錨消失後，價格會對每一項數據反應過度，隨後又被下一位 Fed 官員談話、下一組油價訊號、下一次美元波動推翻。趨勢形成需要更高門檻，假訊號密度則會上升。

若只從資產配置角度看，投資人會說資金在高成長與現金流之間輪動；若從價格行為看，真實市場更可能是高成長短線反彈、金融股短線補漲、高股息短線防守失效、美元轉強後外資提款、台幣貶值又支撐 EPS 預期。這些訊號彼此交錯，會提高交易摩擦成本。

因此，宏觀報告不能只給出買什麼的結論，也要指出波動率會吃掉多少預期報酬。當短端利率與美元對數據更敏感，市場容易在重要價位出現假突破。對台股而言，指數即使維持多頭結構，个股也可能出現更高頻率的日內回沖與隔日反轉。高估值 AI 股會因折現率變化被快速壓縮，也會因新台幣貶值與財報期待

快速反彈；金融與高股息會因防禦需求上漲，也會因 ETF 擁擠、除息基差與外資提款承受賣壓。

這就是波動率摩擦成本的含義。未來幾個月，判斷方向的難度未必最高，真正困難的是在方向正確時仍可能被價格震盪洗出場。對資產配置而言，這意味單一風格押注的勝率下降；對研究判斷而言，這意味每一個結論都必須加入觸發條件與失效條件。Fed 分裂提高的不是單一方向風險，而是路徑風險。

台股下一階段的主軸，不會只是 AI 與非 AI，也不會只是 Fed 降息或不降息。真正的主軸，是在 Fed 反應函數碎裂後，市場如何重新評價存續期、現金流、匯率避震、國內流動性、負債成本、期現貨摩擦與資金出海。

AI 仍是台灣最重要的成長主線，但只有能把成長快速轉成自由現金流、受惠新台幣貶值 EPS 保護、且資產負債表能承受高利率再融資的公司，才能在短端利率波動中維持估值韌性。金融股仍具備相對防禦價值，但必須分辨銀行、保險與股息型 ETF 的不同風險來源。高股息資產仍能提供現金流，但在籌碼擁擠、除息基差、外資提款與內資出海同時發生時，它不是絕對避風港。真正的 Alpha，會來自四件事：抓住 2 年期美債作為折現率錨點，辨識美元對 EPS 與本益比的雙向作用，避開被動型籌碼過度擁擠與期現貨基差扭曲的流動性陷阱，並在 Fed 政策訊號碎裂時，優先選擇現金流已驗證、估值仍有安全邊際、資產負債表足以穿越再融資牆的企業。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告