



〔投資研究報告〕

2026/6/10

換手，還是做頭

目錄

- 一、 主詞：盤面主流，而非指數點位
- 二、 兩根支柱同週鬆動
- 三、 換手證據：一般股票開始跟上
- 四、 做頭燃料：半導體伸展與股權供給
- 五、 FOMC 是否決級事件
- 六、 台股傳導：沒有道瓊式緩衝
- 七、 現在打分
- 八、 交易儀表板

6/5 去槓桿，6/9 輪動壓測，6/17 決定是否擴散

2026/6/10 新光投顧

過去一週美股多頭出現竭盡訊號。盤面焦點已從「為什麼跌」推進到更關鍵的交易問題：AI 與半導體領導股退潮後，資金能否找到下一棒主流。若資金從少數權值科技股，擴散到更多一般股票、價值股、金融、工業與小型股，這是健康換手；若防禦股領漲、信用轉弱、權值股與一般股票同步下跌，這就是做頭的前段派發。

6月5日是收盤級去槓桿。Broadcom 財報後未再上修 AI 相關目標，市場開始壓縮晶片股「每季更好」的定價；同日5月非農新增17.2萬人，遠高於約8萬至8.8萬人的市場預期，失業率維持4.3%，3月與4月就業數據合計上修9.3萬人。AI 領導股與降息心理底同時鬆動，S&P 500 與 Nasdaq 出現明顯收盤賣壓。

6月9日是盤中急殺後的輪動壓測。S&P 500 收跌約0.3%，Nasdaq 跌約1%，道瓊小漲，Russell 2000 上漲，多數 S&P 500 成分股上漲。科技股仍是壓力來源，但資金沒有全面撤離股票市場。這是本週最重要的結構變化：6月5日是普跌，6月9日開始測試 AI 之外是否有承接。

目前讀數偏向「可交易的換手」，尚未到「可重押的換手」。S&P 500 平均權重版 ETF (RSP) 年初以來仍小幅跑贏一般 S&P 500 ETF (SPY)。所謂平均權重版，就是把 S&P 500 裡每一檔股票給相近權重，而不是讓 Nvidia、Microsoft、Apple 這些超大型權值股主導指數。這代表市場不只押少數權值科技股，也開始讓更多股票參與上漲。但領漲品質仍偏防禦，半導體估值與動能仍在高位，6月17日 FOMC 又是凌駕一切的否決級事件。換手可以試單，保護不能撤掉。

目錄

- 一、 主詞：盤面主流，而非指數點位
- 二、 兩根支柱同週鬆動
- 三、 換手證據：一般股票開始跟上
- 四、 做頭燃料：半導體伸展與股權供給
- 五、 FOMC 是否決級事件
- 六、 台股傳導：沒有道瓊式緩衝
- 七、 現在打分
- 八、 交易儀表板

一、 主詞：盤面主流，而非指數點位

美股短線最容易誤判的地方，是把 S&P 500 或 Nasdaq 的單日漲跌當成主詞。指數點位只是結果，盤面主流才是交易核心。AI 權值股下跌時，若一般股票、小型股、金融、工業、消費服務與原物料能接棒，市場仍在換手；若所有類股一起下跌，防禦股與現金替代資產領漲，盤面就進入派發。

這個定錨會直接改變交易方式。若判斷為換手，正確表達是做多平均權重版指數、價值股與景氣循環股，同時對沖權值股主導的 S&P 500 與擁擠 AI 籃子。若判斷為做頭，重點不在換股，而在降總曝險、提高現金、買保護。兩種路徑短期都可能伴隨 Nasdaq 下跌，但後續報酬完全不同。

目前市場處於中間狀態。6 月 5 日顯示 AI 領導股與半導體擁擠交易被迫去槓桿；6 月 9 日顯示資金尚未全面撤出股票市場。單日道瓊收紅不夠，關鍵在未來數日 RSP 是否持續跑贏 SPY、上漲家數是否維持過半、領漲主體是否從防禦股轉向真正的景氣循環股。

因此，本報告不押單邊指數方向。現階段用相對價值站在結構變化上，先確認誰接棒，再決定是否提高總曝險。

二、兩根支柱同週鬆動

這波修正的底層，是兩根支撐多頭的支柱在同一週鬆動。第一根支柱是 AI / 半導體的持續上修。過去兩個月，美股漲勢高度依賴 AI 晶片、客製 ASIC、記憶體、光通訊與大型科技平台。市場給高倍數的條件，是相信每一季財報都能帶來新的上修。

Broadcom 改變了這個慣性。AI 需求沒有消失，晶片收入也不弱；問題在於市場已把「再上修」當成基本假設。當管理層沒有進一步提高市場期待，投資人開始把它視為上修斜率放慢。Nvidia、Micron、Marvell、AMD、Intel 等 AI beta 隨即被同步調降。

第二根支柱是貨幣政策。5 月非農新增 17.2 萬人，明顯高於市場預期；3 月上修 2.9 萬至 21.4 萬，4 月上修 6.4 萬至 17.9 萬，兩月合計較前值高 9.3 萬。這組數字強化了勞動市場韌性的敘事，也削弱了市場對年內降息的心理底。

兩根支柱互相放大。AI 領導股的高估值依賴長久期現金流與偏低折現率；強就業把利率尾部風險拉高後，估值最貴、持倉最擁擠的板塊自然成為賣壓出口。6 月 5 日的跌勢因此不能歸因於單一財報或單一宏觀數據，它是基本面預期、折現率與籌碼同時重估。

Meta 與 Alphabet 的股權供給線，讓壓力更具體。Alphabet 完成大規模股權融資後，市場又傳出 Meta 可能發行數百億美元新股為 AI 基建籌資。Meta 否認報導並稱其為臆測，但盤面已把它當成 AI 資本支出進入融資品質檢驗的訊號。AI 交易開始從成長敘事進入資本結構與股權供給檢驗。

三、換手證據：一般股票開始跟上

換手交易具備三個支持因素。

第一，集中度已到極端。一般 S&P 500 是市值加權指數，公司市值越大，權重越高；因此少數科技巨頭能大幅影響整個指數。平均權重版指數則把每一檔股票權重拉近，更能觀察「普通股票」是否也在上漲。若資金從少數科技巨頭擴散到更寬市場，RSP 會是更乾淨的觀察工具。

第二，估值差支持換手。以 2026 年 6 月初 ETF 資料口徑觀察，RSP 的當期本益比約 20.9 倍，SPY 約 27.3 倍；RSP 科技權重約 14% 至 16%，SPY 科技權重約三成以上。RSP 因低配高估值大型科技股，具備估值折價與集中度折價。

第三，RSP 已開始小幅跑贏。以 6 月初 ETF 比較資料口徑觀察，RSP 年初以來約上漲 9.2%，SPY 約上漲 8.1%，RSP 小幅領先。這個幅度不算大，但方向重要：一般股票的表現開始跟上權值股主導的指數。6 月 9 日多數 S&P 500 成分股上漲，也支持「資金仍在股市內部找新位置」的判斷。

但換手尚未完成確認。過去一週部分領漲股偏向醫療、必需消費等防禦屬性，這更像風險偏好下降後的避險買盤，還不是金融、工業、原物料、小型股全面接棒。健康換手需要看到景氣循環股領漲，而不只是防禦股抗跌。

當前結論：換手可以交易，但不能重押。循環多腿先小規模，待 RSP 對 SPY 連續跑贏、廣度內部讀數改善、領漲由防禦轉向景氣循環，再提高部位

四、做頭燃料：半導體伸展與股權供給

做頭風險來自三個方向。

第一，半導體估值與動能仍在高位。SMH 過去 12 個月累計漲幅約 70% 以上，年初以來仍明顯領先大盤；SOX / SMH 前瞻本益比處於自身三年區間高位附近。6 月 5 日單日急殺後，6 月 8 日又快速反彈約 5% 至 6%。這種價格型態說明買盤仍在，但也代表該族群仍是最擁擠、最適合放在空腿或保護腿的資產。

第二，大型股權供給正在抽走風險資金。SpaceX 以 135 美元發行價、約 1.75 兆美元估值準備上市，預計募資約 750 億美元，且初始流通比例偏低。這不必然改變長期估值，但短期會吸收市場注意力、ETF 被動需求與風險資金。當 Alphabet、Meta、SpaceX 同時進入市場供給敘事，擁擠 AI 股容易成為資金來源。

第三，風險胃納已有外溢跡象。若比特幣、AI 高 beta、半導體 ETF、記憶體股與長線成長股同步轉弱，代表賣壓不是單一板塊輪動，而是整體資金水位下降。這會削弱換手交易，因為資金不再只是換股，而是在降總曝險。

做頭的判別門檻也很清楚。平均權重版指數與市值加權指數同步下跌，循環股跟跌，防禦股與黃金領漲，信用利差擴大，高收益債轉弱，類股相關性升高到接近一，盤面就從換手轉為派發。

目前做頭尚未確認。6月9日多數 S&P 500 成分股上漲，Russell 2000 也上漲，說明市場沒有全面崩壞。但半導體伸展、股權供給、FOMC 風險與 AI 擁擠度，已足以要求投資人降低追價。

五、FOMC 是否決級事件

6月16至17日 FOMC 是本輪交易的總開關。Warsh 的市場形象偏鷹，白宮降息壓力是政治噪音，不能當成市場基準。市場真正要定價的是：Warsh 是否把強就業與通膨黏著轉化為鷹派確認或鷹派升級。

若 FOMC 明確升級鷹派，例如暗示升息風險、強化高利率維持更久、點陣圖上移，則換手交易作廢。折現率上行不只壓科技股，也會壓金融、工業、消費、原物料與小型股估值。此時廣度判別要暫停，所有股票先面對分母壓力，正確動作是全面降風險。

若 FOMC 按兵不動，語氣維持中性，未把升息尾部風險正式化，換手交易才有檢驗空間。屆時回到平均權重版指數、廣度、循環承接與信用市場判斷。若 RSP 連續跑贏 SPY、上漲家數維持改善、金融與工業接棒，市場可視為健康換手；若會後仍是防禦股領漲、循環股跟跌，做頭風險升高。

利率與信用也屬否決級。10年期美債若突破急殺日高點並站穩，2年期續創高，高收益債轉弱，信用利差擴大 25 至 35 個基點以上，換手邏輯會被折現率與信用壓力覆蓋。這些條件出現時，不能再用「平均權重版比較便宜」硬接股票。

六、台股傳導：沒有道瓊式緩衝

台股比美股更集中。美股至少有道瓊、金融、工業、消費服務與小型股作為科技股修正時的輪動承接；台股市值、成交與外資部位高度集中在台積電、AI 伺

服务器、記憶體與電子高 beta。當美股 AI / 半導體修正時，台股缺乏同等厚度的循環股緩衝。

這使台股判斷更偏風控。若台積電、AI 伺服器、記憶體同步失守，金融與傳產很難完全吸收賣壓。台股的輪動空間也比美股窄，因為外資對台股的風險控管通常先從指數權值與期貨部位處理。

匯率是第二條傳導。Warsh 偏鷹與 higher-for-longer 路徑支撐美元，美元走強對台股有雙面效果：出口商美元收入受惠，但外資對新興市場風險偏好下降，新台幣轉弱也會提高資金撤出壓力。若美元升、新台幣弱、外資期貨空單增加，台股很難只用內部輪動化解半導體賣壓。

台股的交易表達應更務實。多腿不宜集中在同一批 AI 供應鏈，可分散到金融、高股息、內需、現金流穩定與非 AI 同源產業；空腿或保護腿應對準漲幅最大、外資追高最重、融資擁擠的 AI / 半導體籃子。若 FOMC 鷹派升級，台股防禦股也要同步降槓桿，不能只換股不降總曝險。

七、現在打分

| 判別項目 | 當前讀數 | 打分 |
|------------|----------------------------------|-----|
| RSP vs SPY | RSP 估值較低、科技權重較低，年初以來小幅跑贏 SPY | 偏 A |
| 市場廣度 | 6/9 多數 S&P 成分股上漲，但 6/5 曾普跌式清算 | 中性 |
| 領漲品質 | 防禦股貢獻仍高，景氣循環股接棒不足 | 偏 B |
| 半導體擁擠 | SMH / SOX 估值與動能仍處高位 | 偏 B |
| 類股相關性 | 6/9 未全面趨近一，尚未成為全面清算 | 偏 A |
| FOMC / 利率 | Warsh 偏鷹，6/17 是否決級 | 未決 |
| 股權供給 | Alphabet、Meta 傳聞、SpaceX IPO 同時出現 | 偏 B |
| 台股傳導 | 半導體曝險集中，輪動緩衝較薄 | 偏 B |

綜合判斷：目前是「可交易的換手」，還不是「可重押的換手」。RSP 已小幅跑贏 SPY，平均權重版指數的估值折價與低科技權重支持做多平均權重、做空擁擠 AI；但領漲品質偏防禦、半導體擁擠度仍高、FOMC 尚未落地。循環腿先小規模，AI 空腿與保護腿保留。

八、交易儀表板

| 觸發條件 | 訊號性質 | 操作含義 | 層級 |
|------------------------------------|------|---------------|----|
| FOMC 明確鷹派，暗示升息或高利率更久 | 否決級 | 換手交易作廢，全面降風險 | 最高 |
| 10 年期續創高、2 年期再上行、HY OAS 擴大 25-35bp | 否決級 | 折現率與信用壓力覆蓋輪動 | 最高 |
| RSP 對 SPY 連續 3-5 日跑贏，兩週超額 > 1.5% | 換手確認 | 加碼平均權重、價值、循環腿 | 高 |
| 上漲家數維持過半，50 / 200 日線上方比例回升 | 換手確認 | 提高總曝險 | 高 |
| 金融、工業、原物料、小型股領漲 | 換手確認 | 證明資金從防禦轉向循環 | 高 |
| 防禦股、公用、黃金領漲，循環股跟跌 | 做頭確認 | 減循環腿、提高保護 | 高 |
| SMH / SOX 反彈量縮，AI 龍頭續破低 | 做頭確認 | 加碼空擁擠 AI 籃子 | 高 |
| SpaceX IPO 吸收資金，Meta 股權供給疑慮擴散 | 近端壓力 | 維持科技股保護 | 中 |
| 台積電、AI 伺服器、記憶體同步失守，新台幣轉弱 | 台股否決 | 台股降總曝險，不只換股 | 高 |

交易結構維持三段。第一，做多平均權重版指數、價值、金融、工業、小型股，對沖權值股主導的 S&P 500 與擁擠 AI。第二，保留核心 AI 龍頭，但降低二線高 beta 與半導體 ETF 追價部位。第三，FOMC 前用選擇權或價差策略保護科技與台股電子曝險。

若 FOMC 中性、RSP 跑贏、廣度改善、景氣循環股接棒，換手交易升級。若 FOMC 鷹派確認、信用惡化、循環承接失敗，換手交易撤退，轉為全面去風險。

結論

6月5日與6月9日不是同一種下跌。6月5日是收盤級去槓桿，AI / 半導體上修慣性與降息心理底同時鬆動；6月9日是盤中急殺後的輪動壓測，科技股仍弱，但道瓊、小型股與多數成分股提供承接。

多頭竭盡的風險不在單日跌幅，而在主流能否換手。若平均權重版指數、景氣循環股、小型股與市場廣度接棒，AI 退潮可以被消化；若 FOMC 升級鷹派、信用利差擴大、循環股失守，市場會從換手測試升級為全面去風險。

現階段最合理的交易，是用相對價值站在結構上，而非押指數方向。做多平均權重版指數、價值與循環，做空權值股主導的 S&P 500 與擁擠 AI；循環腿先小，保護先備妥。6月17日 FOMC、RSP/SPY 相對強弱、廣度內部讀數、信用利差與 SpaceX / Meta 供給壓力，將決定下一棒是換手延續，還是做頭確認。

[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