



〔投資研究報告〕

2026/7/20

崩跌的性質判別

目錄

- 一、流動性傳導：ETF 拋售、造市避險與負 Gamma 屬同一條鏈
- 二、跨資產驗證：外資已匯出，尚未形成資本外逃
- 三、估值殺戮與獲利循環：防火牆具有時效性
- 四、收盤版判別計分板

機械性去槓桿開始止血， 估值收縮進入反身性觀察期

2026/7/20 新光投顧

7月17日台股下跌 2,953.71 點、收 42,671.27 點，台積電單一個股約拖累指數 1,430 點。7月20日指數開 42,793.15 點、最高 43,084.51 點、最低 41,967.75 點，終場收 42,449.70 點，上漲 221.57 點。盤中完成逾 1,100 點震盪，由低點回升 482 點，收盤仍低於開盤 343 點；上市股票上漲 377 家、下跌 622 家，18 家跌停。價格已出現承接，市場廣度仍弱。

當前性質權重：

性質	權重	定價狀態
流動性去槓桿	60%	ETF 贖回、造市避險、負 Gamma 風險、融資追繳與外資匯出
估值與資本支出反身性	35%	半導體擁擠度去化、CSP 投資報酬疑慮、台積電倍數下修
已實現 AI 獲利轉折	5%	尚無台積電營收、主要客戶訂單或雲端資本支出下修

7月20日收紅降低了「無承接式崩潰」的機率，尚未完成流動性反轉。指數未能守住 43,000 點，盤中再創 41,967 點低點，市場寬度偏空；定性由「反彈失敗」調整為「高波動止血」。後續勝負落在波動率、ETF 折價、融資、外資及匯率能否同步收斂。

外資賣超 ETF 與自營商避險具有同一條傳導鏈，兩組數字不可直接相加。外資拋售 ETF 造成折價與贖回壓力，流動量提供者買進 ETF 或承接造市庫存，再透過贖回、期貨及現貨籃子降低風險，最終轉化為台積電與大型權值股賣壓。7月17日自營商避險賣超與 ETF 賣盤具有部分重疊，合計金額會高估獨立賣方力量。

台灣 VIX 於 7月17日升至 38.79、上漲 4.05 點，確認市場進入高波動狀態。負 Gamma 只能列為符合盤面特徵的加速機制；VIX 連續回落與 ETF 折價收斂，才是機械賣壓解除的實際證據。

資金已出現實質匯出。新台幣 7 月 17 日盤中貶至 32.416 元、收 32.288 元，成交金額 31.8 億美元。匯價自低點回升逾 1 角，市場解讀可能包含央行調節，央行未正式證實。貶值搭配天量成交，已超出單純股票帳戶內停泊；收盤貶幅仍受控制，宏觀資本外逃尚未成立。

AI 獲利循環尚未反轉，估值殺戮具有向獲利下修傳導的可能。CSP 股價受到高資本支出與人工智慧變現速度質疑，管理層後續可能在股東壓力下降低遠期建置速度。台積電的資本支出屬高能見度需求訊號，也會形成未來折舊與海外成本；市場可先下修倍數，數季後再透過 CSP 資本支出、訂單與台積電盈利預估驗證。

投資定調：核心 AI 部位保留，停止無條件逢低加碼；高融資、高擁擠與架構變更受損題材優先降低曝險。新增部位等待 VIX、ETF 折價、外資與新台幣至少三項同步轉向。

目錄

- 一、流動性傳導：ETF 拋售、造市避險與負 Gamma 屬同一條鏈
- 二、跨資產驗證：外資已匯出，尚未形成資本外逃
- 三、估值殺戮與獲利循環：防火牆具有時效性
- 四、收盤版判別計分板

一、流動性傳導：ETF 拋售、造市避險與負 Gamma 屬同一條鏈

7 月 17 日外資賣超 1,890.39 億元，自營商賣超 821.79 億元，投信買超 95.03 億元。外資賣超前十名有六檔 ETF，主動統一升級 50 遭賣 46.87 萬張，居全部證券第一；力積電 11.53 萬張為個股第一。外資同日買超群創近 6 萬張，資金行為集中於降低指數、高 Beta 與半導體曝險，缺乏對所有台灣企業一致看空的形狀。

ETF 與自營商避險的微結構可拆成四個環節：

1. 外資大量賣出 ETF，次級市場價格偏離淨值；
2. 造市商與授權參與者承接 ETF、執行套利或贖回；
3. ETF 庫存風險轉化為台指期與成分股籃子避險；

4. 權值股下跌提高 ETF 折價及避險需求，形成連鎖傾軋。

自營商 721 億元避險賣超無法全數歸因於外資 ETF 交易，權證、選擇權與其他結構商品亦會產生避險需求。兩者存在傳導與重疊，應合併視為一條機械流，而非兩股互相獨立的賣壓。

機械賣壓的第一個止血指標為 ETF 折價。0050、00403A 及主要市值型 ETF 的折溢價若連續兩日收斂至正常區間，申購贖回量下降，代表授權參與者的現貨籃子處理接近尾聲。自營商買賣超只能作輔助，缺乏對贖回鏈條的直接辨識力。

衍生品端存在負 Gamma 加速風險。市場快速下跌、隱含波動率上升時，持有淨空 Gamma 曝險的造市部位需在價格下跌時增加期貨或現貨空頭，盤中反彈時再回補，形成「低檔加賣、高檔回補」的順勢避險。台灣 VIX 在 7 月 17 日升至 38.79，波動率體制已達壓力區。

負 Gamma 解除採三項操作指標：

- 台灣 VIX 連續兩日回落，並降至 35 以下；
- 台指期盤中反彈不再伴隨 VIX 同步走高；
- ETF 折價與收盤前權值股賣壓同步收斂。

VIX 單日回落只能證明恐慌降溫；連續回落搭配 ETF 折價正常化，才代表造市避險的順週期賣壓解除。

融資仍在第一波清洗。集中市場融資餘額由 6,155.75 億元降至 5,879.62 億元，單日減少 276.13 億元、約 4.5%。降幅創 15 個月新高，剩餘槓桿規模仍接近 5,900 億元，無法視為籌碼完成出清。

7 月 20 日盤中低點 41,967.75 點形成下一個追繳錨。後續收盤守住該點、融資繼續下降，代表槓桿以時間換空間；收盤跌破該點、融資再減逾 200 億元，代表 Margin Call Spiral 進入第二段。

二、跨資產驗證：外資已匯出，尚未形成資本外逃

外資連續 11 個交易日賣超，累計 6,425.08 億元；7 月 17 日單日賣超 1,890.39 億元。股票賣超需搭配匯率與外匯成交量，才能區分境內停泊與實質撤出。

7 月 17 日美元兌新台幣由 32.250 元開出，盤中升至 32.416 元，收 32.288 元，單日成交 31.8 億美元。匯價走弱、成交量放大，確認外資提款已轉化為美元需求；尾盤收斂逾 1 角，顯示出口商、銀行或政策性調節提供對手盤。

宏觀資本撤離的操作門檻：

- 新台幣連續三日收在 32.5 元以上；
- 外資日均賣超仍高於 500 億元；
- 外匯日成交量連續維持 30 億美元附近；
- 匯價尾盤缺乏收斂，市場穩定力量失效。

四項中三項成立，崩跌性質升級為國家風險資產撤出。現況落在「實質資金外流」，距離資本外逃仍有一級。

ADR 價差支持本地槓桿放大。台積電 ADR 在 7 月 16 日下跌 2.32%，台北現股 7 月 17 日下跌 7.29%；ADR 在 7 月 17 日再跌 2.77%，折算台股約 2,572.5 元，高於現股 2,290 元。亞洲籌碼、ETF 贖回、融資及現貨集中度共同放大台股跌幅；ADR 續跌也代表全球半導體估值仍在收縮，不能把全部跌幅歸入台灣本地機械賣壓。

SK 海力士 ADR 在 7 月 16 日下跌 13.7%，南韓普通股同步重挫。韓國單一股票槓桿 ETF、融資及 ADR 價差交易擴大區域半導體波動，台股承接了同一輪亞洲 AI 曝險去化。

三、估值殺戮與獲利循環：防火牆具有時效性

台積電第二季 EPS 27.25 元、毛利率 67.7%，全年美元營收成長上修至略高於 40%，2026 年資本支出提高至 600 億至 640 億美元。現階段的公司指引仍支持 AI 需求與盈利增長。

外資報告已出現「EPS 上修、倍數下修」。廣發證券 7 月 17 日將台積電評等降至中立、目標價降至 2,700 元，目標本益比下調至 22 倍，同時將 2026 年 EPS 上修 4%、2027 年維持原估。此組合直接確認市場先壓縮估值倍數，尚未下修近期盈利。

CSP 與台積電資本支出的會計位置不同，經濟鏈條相連。CSP 資本支出是台積電及 AI 供應鏈收入；台積電資本支出是未來產能、折舊與固定成本。雲端公司若因人工智慧變現不足遭遇持續股價壓力，管理層可能延後資料中心、GPU 與客製化晶片訂單，數季後傳導至台積電稼動率與營收。

資本支出的定價路徑分成三階段：

1. **需求確認**：台積電擴產反映客戶與 CSP 需求溝通；
2. **倍數收縮**：市場先對高資本密集度及現金回收期要求風險折價；
3. **盈利驗證**：CSP 資本支出、晶片訂單與台積電稼動率決定 EPS 是否下修。

當前位於第二階段。市場對 2027 年後需求投下折價票，尚未形成訂單與 EPS 下修。估值重定價與獲利循環之間存在時間差，缺乏永久防火牆。

半導體擁擠度提高反身性風險。美銀 7 月基金經理人調查顯示，82%受訪者將全球半導體多頭列為最擁擠交易，現金水位降至 3.6%，牛熊指標升至 9.4。部位集中使價格下跌先觸發風險預算與槓桿削減，再影響公司資本支出與獲利預期。

供應鏈架構調整需拆成受損與升級兩側：

方向	供應鏈	定價條件
降權	原始 Kyber 架構所需的部分被動元件、高壓直流電與遠期矽光子題材	設計變更削弱原 BOM 增量
升級	ABF 載板、載板材料與先進封裝	新架構提高載板面積與層數
保留核心	晶圓代工、HBM、網路與具確認訂單的封裝產能	AI 總運算需求未下修

市場估計 Rubin 世代單櫃 ABF 載板價值較前代提高約 82%，屬賣方 BOM 模型，仍需 NVIDIA 正式設計、客戶認證及供應份額確認。ABF 載板可列基本面優先研究名單，不能在流動性壓力未退時直接視為絕對多頭。

四、收盤版判別計分板

7 月 20 日價格判讀

7 月 20 日收盤具備三層訊息：

- 指數由 41,967.75 點低點回升至 42,449.70 點，極端低檔已有承接；
- 終場上漲 221.57 點，急跌後首日未延續收盤破底；
- 收盤低於開盤、未守 43,000 點，下跌家數高於上漲家數，修復集中於少數權值股。

價格線讀數：完成止血，尚未修復趨勢。

當前計分

判別軸	分數	現況
流動性壓力	4/5	7/20 收紅降一級；VIX、ETF 折價與融資仍待確認
資金外流	3/4	7/17 股匯齊弱且外匯天量；未達資本外逃
估值重定價	4/4	擁擠交易去化、外資降倍數、全球半導體續弱
已實現盈利惡化	0 / 4	營收、EPS 與主要訂單尚未下修
反身性盈利風險	2 / 4	CSP 估值壓力可能傳導至 2027 年後資本支出

綜合判定：流動性去槓桿主導，估值收縮已成為獲利下修的領先風險。

48 小時門檻：截至 7 月 21 日

風險升級條件：

- 指數收盤跌破 41,967.75 點；
- 台灣 VIX 維持 38 以上或再創高；
- 主要 ETF 折價擴大；
- 融資再減逾 200 億元且指數同步破底；
- 新台幣收盤升破 32.5 元。

兩項成立，負 Gamma 與融資反身性仍在擴張；停止新增高 Beta 部位。

五日門檻：截至 7 月 24 日

流動性修復需完成至少四項：

1. 台灣 VIX 連續兩日下降，回到 35 以下；
2. 0050、00403A 等 ETF 折價恢復正常；
3. 外資單日賣超降至 600 億元以下；
4. 新台幣連續兩日收回 32.4 元內；
5. 融資減少但指數不再破底；
6. 指數站回 43,525 點季線；
7. 台積電站回 2,325 元季線。

價格線先轉強、資金線仍弱，定位為戰術反彈；VIX、ETF 與匯率同步修復，才能提高核心部位。

兩週門檻：截至 7 月 31 日

獲利循環升級條件：

- 兩家以上主要外資將台積電未來兩年 EPS 下修 3%以上；
- 台積電全年美元營收成長略高於 40%的指引遭下修；
- CoWoS、N2 或先進封裝出現具名客戶砍單；
- Microsoft、Meta、Alphabet 或 Amazon 下修 AI 資本支出；
- CSP 開始延後資料中心與客製化晶片專案；
- 半導體降評由倍數收縮轉為營收及獲利下修。

其中兩項成立，估值殺戮完成向盈利循環的反身性傳導，反彈改作降低總曝險的執行窗口。

高槓桿與擁擠題材

融資高、法人派發、缺乏訂單錨的個股優先降曝險。被動元件、高壓直流電與遠期機櫃題材已同時面臨架構調整、籌碼鬆動與負 Gamma 環境，反彈提供流動性出口。

架構升級側

ABF 載板、載板材料與先進封裝保留優先研究順位。進場需同時取得設計確認、客戶認證、訂單能見度與市場流動性修復。供應鏈相對受益無法抵消整體 Beta 下行。

組合避險

VIX 維持高檔期間，總曝險管理優先於選股 Alpha。降低融資與選擇權裸賣部位，保留現金及指數保護；VIX 連續回落後再降低避險比率。

結論

7 月 17 日崩跌由一條連鎖機械流主導：外資 ETF 拋售引發折價、贖回及造市避險，權值股下跌推高波動率與負 Gamma 風險，融資追繳再擴大現貨賣壓。ETF 與自營避險存在高度重疊，不能重複計算為兩股獨立力量。

7 月 20 日完成初步止血。指數盤中跌至 41,967.75 點後回升，終場上漲 221.57 點；收盤低於開盤、市場廣度偏弱、43,000 點未守穩，尚未形成趨勢反轉。下一個交易日需觀察 VIX、ETF 折價與融資是否跟隨價格改善。

外資撤出已獲匯市成交驗證。新台幣盤中貶至 32.416 元、外匯成交 31.8 億美元，部分股票提款已完成匯出；尾盤匯價收斂，資本外逃條件尚未成立。新台幣 32.5 元、外資日均 500 億元賣超與 30 億美元級成交量構成升級閘門。

AI 盈利循環仍具韌性，估值防火牆具有時效。台積電營收、EPS 與資本支出維持上修，廣發證券已率先採取 EPS 上修、目標本益比下修的定價。CSP 若持續承受資本支出壓力，2027 年後訂單與台積電稼動率將進入反身性風險區。

操作維持分批，拒絕全額進出。核心 AI 等待流動性、資金與基本面三階段確認；高槓桿與架構受損題材先降；ABF 載板與先進封裝列入架構升級候選。

7 月 31 日前，VIX、ETF 折價、外資、匯率與融資至少三項完成修復，崩跌可定性為流動性與倍數收縮所創造的分批買點。CSP 資本支出、台積電訂單與 EPS 同步下修，市場性質升級為 AI 循環轉折。

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