

元大戰情分析

若去除匯率扭曲，創新高的美股其實沒有看起來這麼強

顏承暉

fattiger@yuanta.com

蔡諾安

Nuo.an@yuanta.com

事件

- ◆ 關稅發展至今，美股不僅完全收復川普公佈對等關稅以來的跌幅，甚至在近期頻創新高。
- ◆ 但若改以美元計價並放眼全球股市，美股自 2 月中的上一波高峰以來表現墊底。

評論

川普上任近半年以來，儘管關稅相關消息反覆，加墨、中國乃至全面性的 10% 關稅已正式實施，但政策推進至今，美股不僅完全收復自川普宣布對等關稅以來的跌幅，近期更頻創新高。

這現象似乎與我們先前的分析相左：我們曾指出，由於加拿大、墨西哥及中國面臨更高的關稅稅率，而美國自身調升關稅亦相當於快速拉升進口成本、壓抑消費者實質購買力，理論上美國應較其他國家承受更大的經濟衝擊。

然而，觀察全球主要股市（以當地貨幣計算），除美股創高外，墨西哥、加拿大股市同樣表現亮眼，自 2 月中美股上次高點以來分別上漲 7.8% 與 5.2%；反觀受關稅衝擊相對較小、甚至可能受惠於轉單效應的台股卻下跌 4.8%，瑞士股市更下挫 6.9%（見表 1）。有趣的是，若以美元計價，美股自 2 月以來的表現反而敬陪末座，而台股、日股與歐股則明顯領先美股。這反映兩大現象：

1. 各國股價強弱反應更多貨幣幻覺——以台灣為例，近期新台幣強升雖使廠商承受匯損、壓抑出口競爭力（導致台股以新台幣計價仍距歷史高點），但美元走弱、亞幣普遍升值（尤其新台幣最為強勢）下，外資資金大舉從美國流出，轉進升值預期較高的市場，使台股以美元計價的表現相對強勢。
2. 關稅影響已部分反映——扣除匯率因素，市場其實已消化關稅帶來的進出口與物價扭曲。當前市場氣氛較年初強勁，顯示投資人普遍認為關稅僅為短期扭曲，不至於引發經濟衰退危機。

進一步觀察，陸股受惠於人民幣升值幅度有限及 Deep Seek 技術突破，加上美國對中關稅態度轉趨柔軟，股價不論以人民幣或美元計價皆處於高檔。台股雖自 2 月以來上漲 6.9%，稍高於過去年度平均（約 10% 年漲幅），但漲幅尚屬合理；墨西哥與巴西股市漲幅看似突出，實則為跌深反彈。

整體而言，隨著大而美法案上路及舉債上限提高，市場流動性勢必收緊，且關稅傳導至物價將壓抑降息預期，我們對第三季仍持謹慎看法。但從長期來看，這些因素終究僅為經濟短期扭曲，待市場消化後，基本面並未顯著偏離，股市韌性仍可期。

表 1：主要國家股市表現 -- 以當地貨幣計價

Local Currency	1Y	YTD	Since Feb 19
HSI Index	36.3%	19.1%	4.0%
MEXBOL Index	6.3%	14.5%	4.1%
IBOV Index	8.2%	14.3%	7.0%
MXEF Index	10.4%	14.2%	7.8%
SX5E Index	11.1%	11.2%	-1.6%
SPTSX Index	22.4%	9.1%	5.2%
UKX Index	8.9%	8.5%	1.1%
SPX Index	12.3%	6.5%	2.2%
SMI Index	-0.3%	3.5%	-6.9%
SHSZ300 Index	16.0%	1.4%	2.0%
NKY Index	-4.2%	-0.2%	1.4%
TWSE Index	-5.7%	-2.2%	-4.8%

資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

表 2：主要國家股市表現 -- 以美元計價

USD Term	1Y	YTD	Since Feb 19
IBOV Index	7.6%	29.5%	11.7%
MEXBOL Index	2.5%	28.5%	13.4%
SX5E Index	20.2%	25.8%	10.3%
HSI Index	35.7%	17.9%	3.0%
SMI Index	12.6%	17.8%	5.8%
UKX Index	15.8%	17.7%	9.0%
SPTSX Index	21.8%	14.6%	9.0%
MXEF Index	10.4%	14.2%	7.8%
TWSE Index	5.2%	10.0%	6.9%
NKY Index	5.5%	7.1%	5.2%
SPX Index	12.3%	6.5%	2.2%
SHSZ300 Index	17.5%	3.1%	3.4%

資料來源：Bloomberg、元大投顧預估

