

LEARNINVEST 週報 · 2026/09/07–09/12

本週主軸

8 月核心消費者物價年增降到 2.4%，是 2021 年 3 月以來最低，但整體年增仍停在 3.4%，汽油單月漲 3.9%、占整體月增幅逾三分之一。前一天的生產者物價年增 5.4%，其中柴油單月大漲 24.1%。能源把已經降溫的核心重新頂住，市場對 9 月 16 日會議的升息定價從週初約 58% 升到公布後的約 90%，公債殖利率由前端帶動上移，5 年期一週升 24 個基點、30 年期只升 11 個基點。股市到這一週才反應：標普 500 跌 0.80%，等權標普 ETF 跌 1.89%、羅素 2000 跌 2.41%，只有費城半導體漲 0.76%。

核心通膨年增 2.4% 2021 年 3 月來最低	9 月升息機率 約 90% 週初約 58%	西德州原油 +9.30% 連續第二週大漲	5 年期殖利率 +24bp 全曲線最大升幅	標普 500 -0.80% 四個交易日	等權標普 ETF -1.89% 跌幅是指數兩倍以上
---------------------------------	-----------------------------	----------------------------	-----------------------------	---------------------------	---------------------------------

五日主要事件

日期	事件	市場證據
09/07	美國勞動節休市	美股全日休市，全週僅四個交易日；歐股小幅收低，原油在美伊衝突升溫下走高，布蘭特約 96 美元。
09/08– 09/09	原油連兩日走高	布蘭特 09/09 收復每桶 100 美元、收在 101.21，西德州原油收 96.05；10 年期殖利率升到 4.84%。
09/10	生產者物價與歐洲央行	8 月生產者物價年增 5.4%、柴油單月漲 24.1%；歐洲央行升息 1 碼至 2.50%；布蘭特盤中衝破每桶 107 美元。
09/11	消費者物價定調	8 月整體年增 3.4%、核心降到 2.4%；升息機率升到約 90%，10 年期殖利率收在 4.96%。

目次

02	跨市場報酬
03	核心與頭條的分岔
04	柴油走的是另一條路
05	升息定價的三個時點
06	曲線從前端上移
07	荷姆茲海峽繞不開
08	撐住指數的是誰
09	歐洲同一個機制
10	證據總表

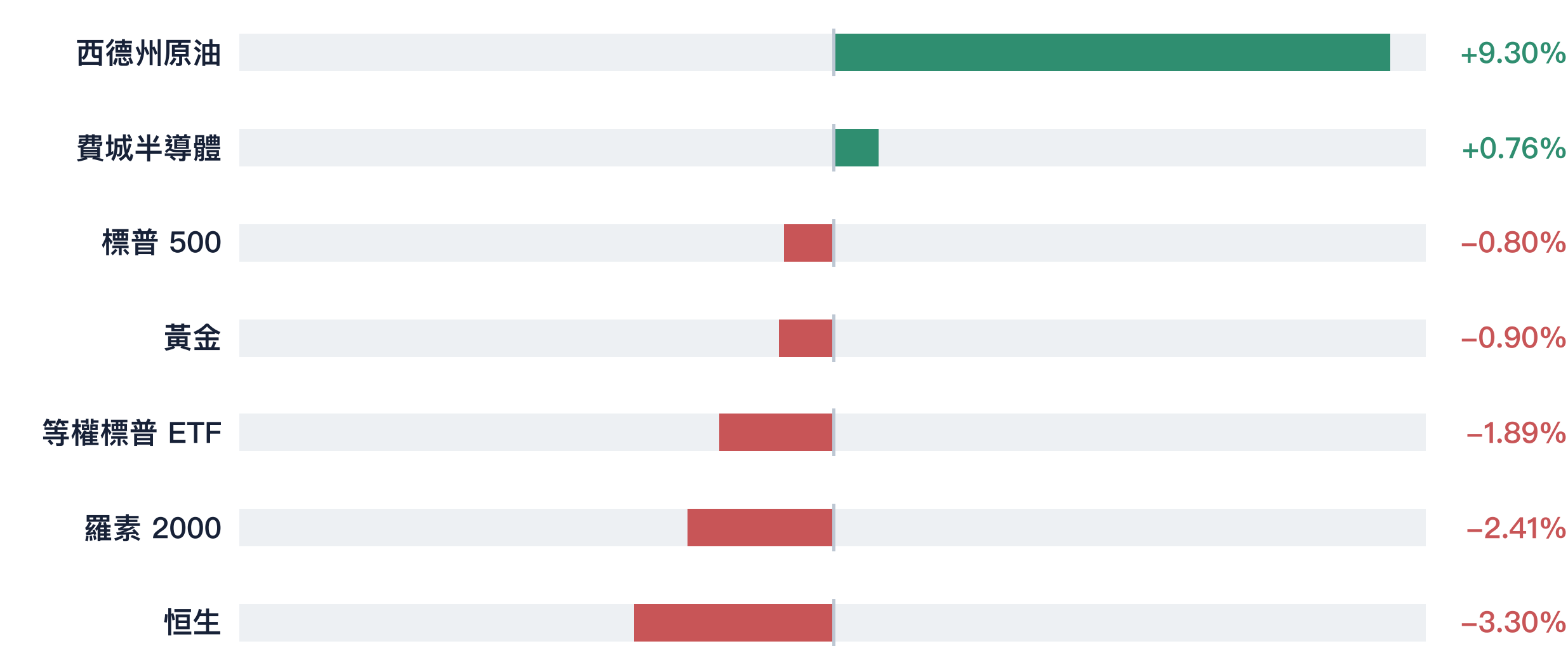
報酬口徑 前週五至本週五	部位基準 資料截至 09/11	視覺基準 W36 · W35 · W34
-----------------	--------------------	-------------------------

指數跌 0.80%，等權、小型股和公債一起被賣

主要資產一週報酬 | 前週五收盤至本週五收盤

這一週美股只有四個交易日，標普 500 跌 0.80%、那斯達克跌 0.66%。跌幅集中在指數以外：等權標普 ETF 跌 1.89%、羅素 2000 跌 2.41%、道瓊跌 1.57%。唯一收紅的主要股票指標是費城半導體，漲 0.76%。商品端西德州原油漲 9.30%、布蘭特漲 8.45%，是連續第二週的大幅上漲；黃金跌 0.90%、白銀跌 1.55%，20 年期以上公債 ETF 跌 1.63%。

W37 跨資產報酬



各市場均量測至 09/11（週五）收盤，起點為 09/04 收盤；美股 09/07 因勞動節休市。

資產群	W37 表現	量測至
美國大型股	標普 -0.80% / 那斯達克 -0.66% / 道瓊 -1.57%	09/11
美股內部	費城半導體 +0.76% / 等權標普 -1.89% / 羅素 2000 -2.41%	09/11
商品	西德州 +9.30% / 布蘭特 +8.45% / 黃金 -0.90%	09/11
利率與匯率	10 年期 4.96% (+18bp) / 美元指數 -0.07%	09/11

波動率指數 15.84 週間一度到 17.84	比特幣 -3.90% 回到 7.7 萬美元	能源類股 ETF +1.69% 少數收紅的族群	零售類股 ETF -3.20% 對油價最敏感的一端
--	--	--	--

四天的週

勞動節讓這一週只有四個交易日，兩份物價數據都落在後兩天。前半週市場跟著油價走，週四與週五才由數據定調。

指數與內部

標普 500 只跌 0.80%，等權標普 ETF 卻跌 1.89%、羅素 2000 跌 2.41%。只看指數會低估這一週的賣壓範圍。

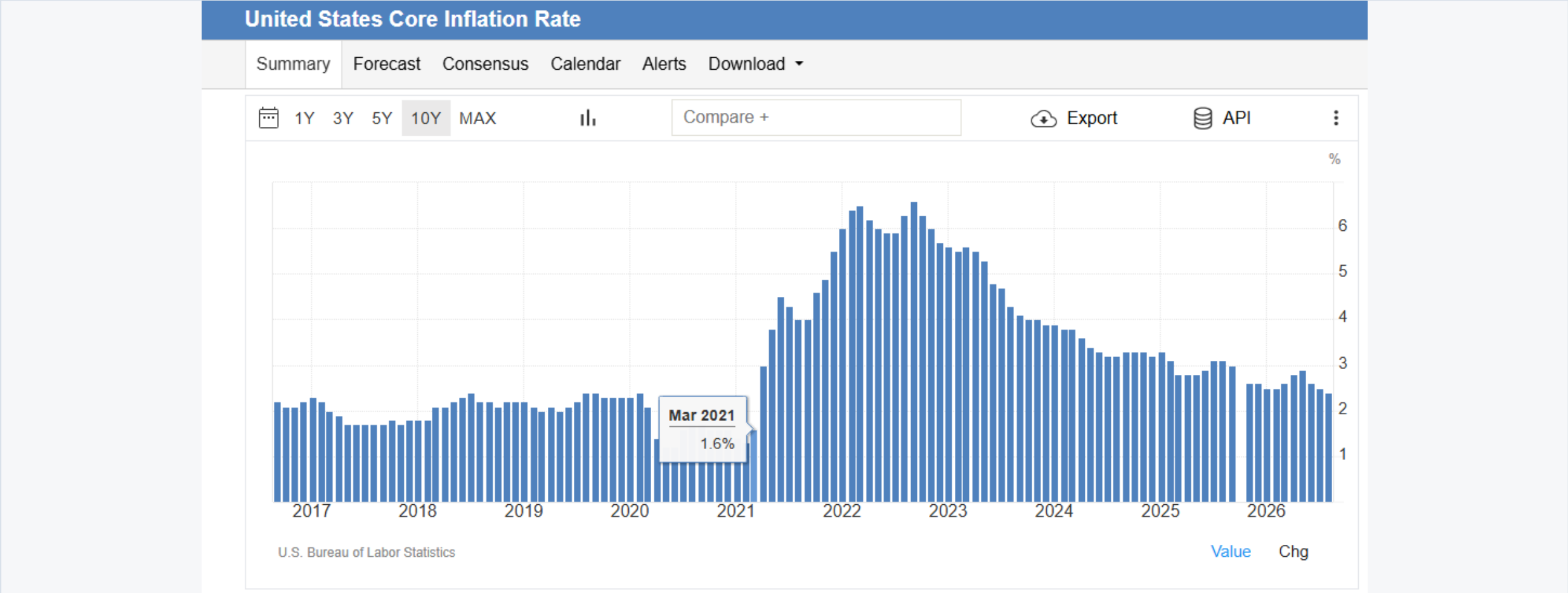
核心降到 2021 年 3 月以來最低，頭條卻卡在 3.4%

8 月消費者物價 | 09/11 公布

8 月消費者物價整體月增 0.4%、年增 3.4%，與 7 月持平；核心月增 0.3%、年增由 2.5% 降到 2.4%。兩個數字往不同方向走，差別在能源：汽油單月漲 3.9%，占整體月增幅的三分之一以上；能源整體月增 2.1%，年增達 16.3%。食品月增 0.1%、年增 2.7%，房租月增由 0.1% 回到 0.3%。換句話說，扣掉能源的物價仍在降溫，把能源放回去之後頭條就降不下來。

圖庫證據 | 美國核心通膨年增率

LEARNINVEST 圖庫



核心通膨年增率月資料：2022 年高點逾 6% 之後一路回落，2026 年 8 月為 2.4%；圖中標示的 2021 年 3 月為 1.6%。

圖片來自 @MikeZaccardi | 美國勞工統計局

分項	月增	年增
整體	+0.4%	+3.4%
核心（不含食品與能源）	+0.3%	+2.4%
能源	+2.1%	+16.3%
汽油	+3.9%	占整體月增幅逾三分之一
房租	+0.3%	+3.0%
食品	+0.1%	+2.7%

核心年增 2.4% 前值 2.5%	整體年增 3.4% 與 7 月持平	能源年增 +16.3% 頭條降不下來的原因	房租月增 +0.3% 7 月為 +0.1%
--	--	--	--

兩個數字要分開讀

核心年增 2.4% 代表薪資、服務與房租推動的物價壓力仍在退。整體年增 3.4% 則包含能源。這一週市場反應的是後者，因為聯準會的目標訂在整體物價，而不是扣掉能源之後的版本。

觀察重點

核心月增 0.3% 略高於預期的 0.2%，房租也由 0.1% 回到 0.3%。若能源漲勢延續而核心不再往下，整體年增就不只是暫時停在 3.4%。

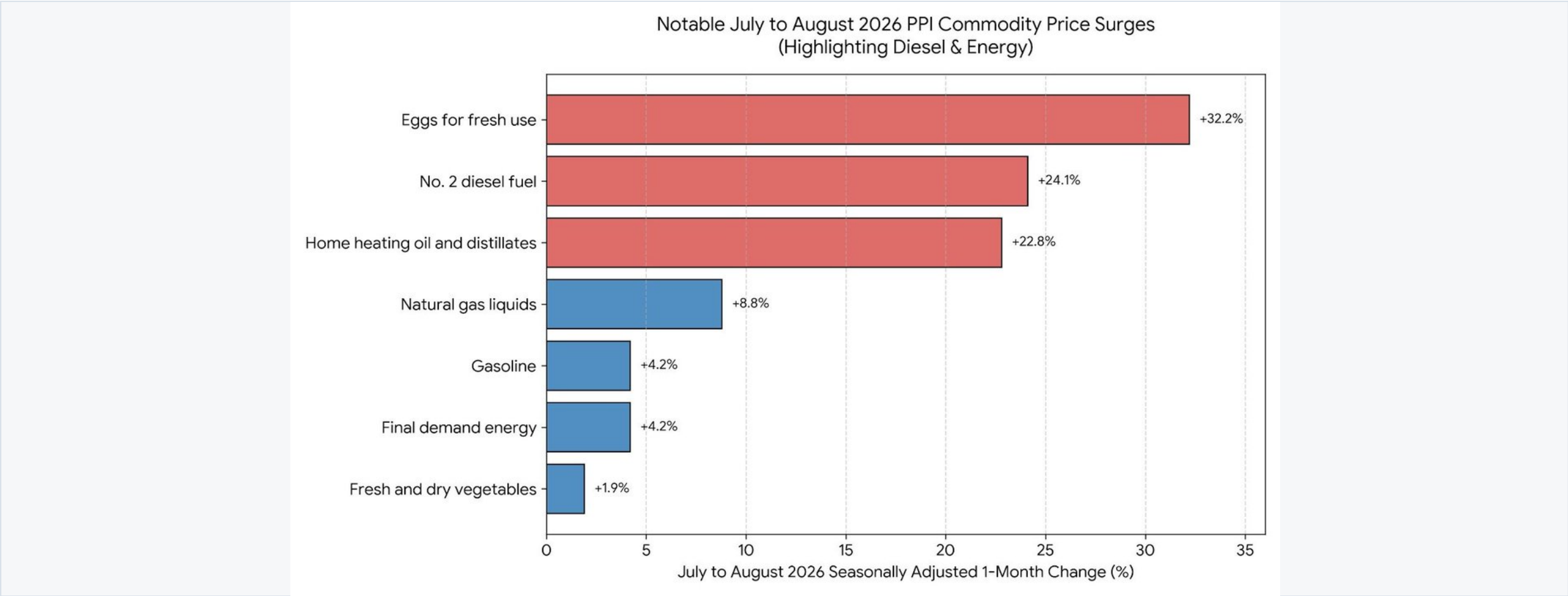
柴油單月漲 24.1%，它進的是生產者物價

8 月生產者物價 | 09/10 公布

8 月生產者物價最終需求月增 0.4%、年增 5.4%，比消費者物價的 3.4% 高出 2.0 個百分點。組成差異很明確：最終需求商品月增 1.1%、服務只增 0.1%，其中能源月增 4.2%，占整體漲幅四分之三以上；2 號柴油單月大漲 24.1%，占商品漲幅三分之一以上。汽油在消費者物價和生產者物價都出現，柴油幾乎只出現在後者，因為它是運輸、農業與工業的投入成本，不是家庭直接購買的商品。

圖庫證據 | 8 月生產者物價單月漲幅

LEARNINVEST 圖庫



2 號柴油月增 24.1%、家用暖氣油與餛分油 22.8%、天然氣液體 8.8%，汽油與最終需求能源各 4.2%；蛋類 32.2% 為圖中最高。

圖片來自 @MikeZaccardi | 美國勞工統計局

指標	8 月數據	意義
生產者物價年增	+5.4%	高於消費者物價 2.0 個百分點
最終需求商品月增	+1.1%	服務僅 +0.1%
最終需求能源月增	+4.2%	占整體漲幅逾四分之三
2 號柴油月增	+24.1%	占商品漲幅逾三分之一
家用暖氣油與餛分油	+22.8%	同屬餛分油家族
初領失業金人數	20.6 萬	預期 20.5 萬，與預期一致

生產者物價年增 +5.4% 消費者物價為 3.4%	兩者差距 2.0 個百分點 成本尚未完全轉嫁	柴油月增 +24.1% 商品項最大貢獻	最終需求服務 +0.1% 壓力不在服務端
--	---	--	---

為什麼分開看柴油

汽油漲價當週就會出現在家庭支出裡，柴油不會。柴油是貨運、農機與工業設備的燃料，先變成運費與生產成本，再經過數月才可能出現在商品售價上。這是生產者物價年增 5.4% 高於消費者物價 3.4% 的直接來源。

觀察重點

生產者物價與消費者物價的 2.0 個百分點差距，代表成本目前多由企業端吸收。這個差距後續是收斂還是由售價補上，會決定核心通膨能不能繼續往下。

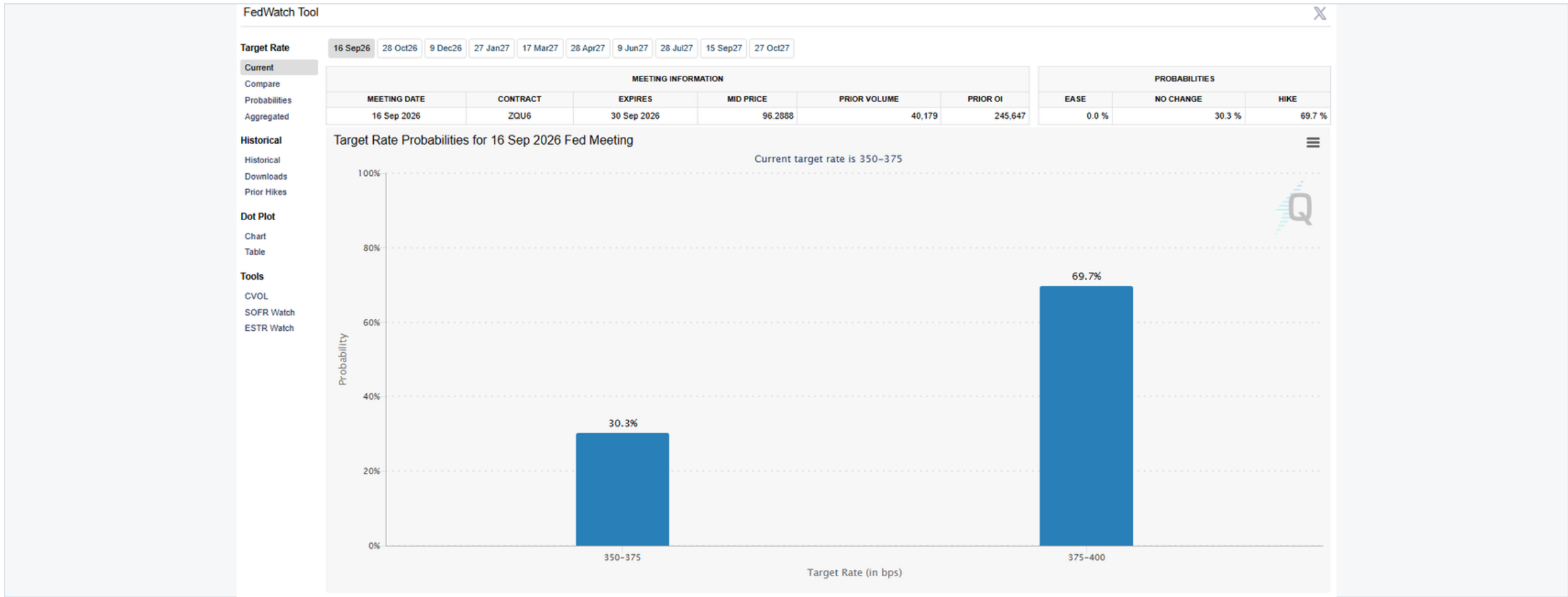
升息機率一週從約 58% 走到約 90%

市場對 9 月 16 日會議的定價 | 本週三個時點

聯準會目前的政策利率區間是 3.50% 到 3.75%。上週五市場對 9 月升息的定價約 58%，到本週四已升到接近 70%，週五 8 月消費者物價公布後進一步升到約 90%。整個過程沒有任何一位官員發表新的政策談話，推動定價的是兩份物價數據。對應的是升到 3.75% 至 4.00% 的機率，降息在這次會議的定價中維持在 0%。

圖庫證據 | 9 月 16 日會議目標利率機率

LEARNINVEST 圖庫



升息至 3.75—4.00% 為 69.7%，維持 3.50—3.75% 為 30.3%，降息 0.0%；此為 8 月消費者物價公布前的定價。

圖片來自 @Barchart | CME FedWatch

時點	維持 3.50—3.75%	升息至 3.75—4.00%
上週五 09/04 前後	約 42%	約 58%
週四 09/10（生產者物價後）	約 30%	約 70%
週五 09/11（消費者物價後）	約 10%	約 90%

會議日期 9 月 16 日 下週三	目前政策利率 3.50—3.75% 對應升息至 3.75—4.00%	公布後升息機率 約 90% 週四約 70%	降息機率 0% 本次會議不在定價內
-------------------------	--	-----------------------------	-------------------------

推動定價的是數據

這一週沒有新的政策談話，兩份物價數據就把機率推高超過 30 個百分點。市場把能源推升的頭條通膨視為聯準會必須回應的對象，而不是可以看過去的一次性波動。

觀察重點

定價討論的是「維持或升息」，降息完全不在這次會議的選項裡。對利率敏感的資產來說，這與降息循環中的回檔是兩種不同的環境。

曲線從前端上移，5 年期一週升 24 個基點

公債殖利率曲線位移 | 09/04 至 09/11

整條殖利率曲線這一週都往上，但升幅並不平均。2 年期升 22 個基點、5 年期升 24 個基點，10 年期升 18 個基點到 4.96%，30 年期只升 11 個基點。中短天期漲得比長天期多，代表市場調整的是未來一兩年的政策利率路徑，而不是對長期財政或通膨風險的補償。5 年期與 30 年期的利差由 70 個基點縮到 57 個基點，一週收窄 13 個基點。

各天期一週位移

3 個月	09/04 3.910%	→	09/11 4.070%	+16.0bp
2 年期	09/04 4.130%	→	09/11 4.350%	+22.0bp
5 年期	09/04 4.540%	→	09/11 4.780%	+24.0bp
10 年期	09/04 4.780%	→	09/11 4.960%	+18.0bp
30 年期	09/04 5.240%	→	09/11 5.350%	+11.0bp

美國財政部公債殖利率曲線利率（固定到期日），09/04 與 09/11 兩個交易日收盤值比較。

5 年期升幅

+24bp

全曲線最大

30 年期升幅

+11bp

全曲線最小

10 年期水準

4.96%

2023 年以來最高

5 年期與 30 年期利差

57bp

一週收窄 13bp

前端主導的意義

如果這一週的賣壓來自長期通膨或財政疑慮，30 年期應該漲得最多。實際上升幅最大的是 5 年期，最小的是 30 年期。這個形狀指向的是政策利率預期被調高，與升息機率從約 58% 到約 90% 的變化一致。

觀察重點

曲線在這種形狀下走平，對長天期公債與利率敏感股的影響方向不同。20 年期以上公債 ETF 一週跌 1.63%，公用事業 ETF 跌 1.60%，兩者都反映的是同一段前端利率上移。

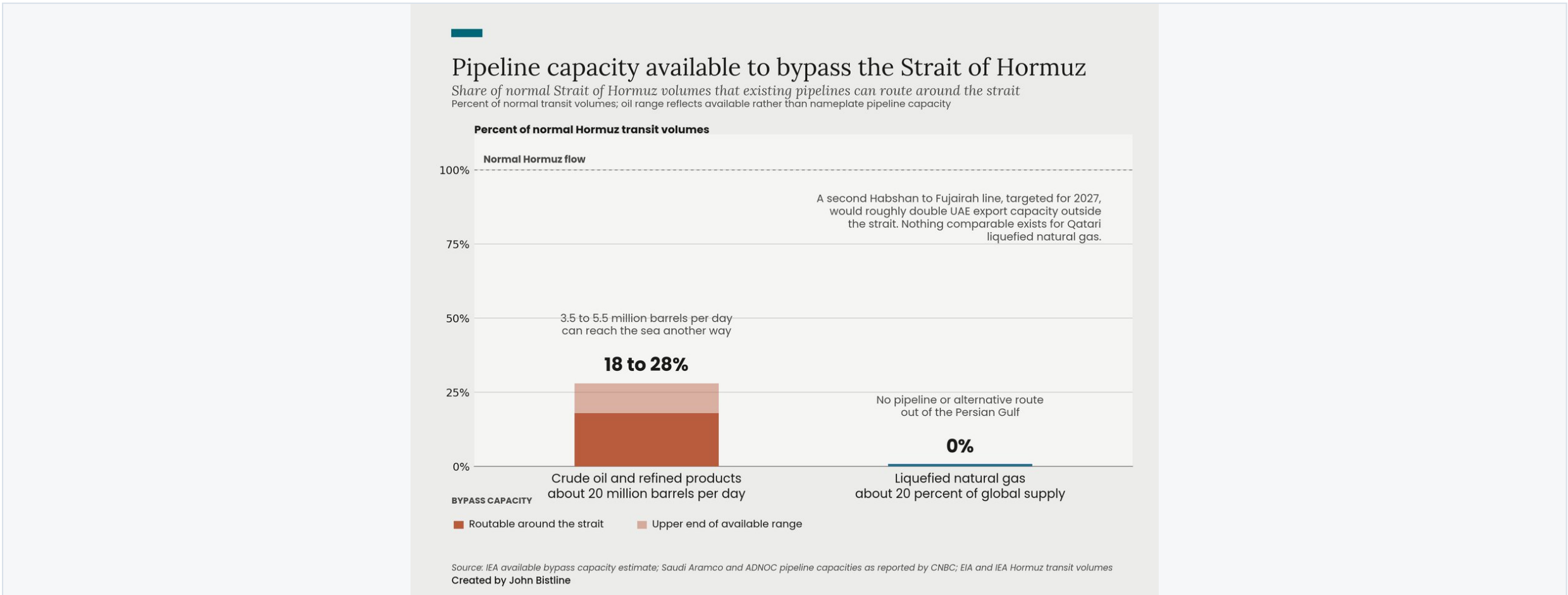
荷姆茲海峽的原油只有 18% 到 28% 可以改道

供給中斷為何沒有被吸收 | 西德州原油一週漲 9.30%

美伊在荷姆茲海峽一帶互相攻擊船隻，油價連續第二週大漲。布蘭特週三收復每桶 100 美元，週四盤中衝破 107 美元、為近四個月最高，週五回落至 104.42 收盤；西德州原油一週漲 9.30% 收在 99.99。價格反應這麼直接，原因在運輸結構：正常經荷姆茲海峽輸出的原油與成品油約每日 2,000 萬桶，現有管線只能改道其中 18% 到 28%，約每日 350 萬至 550 萬桶；液化天然氣則完全沒有替代路線。

圖庫證據 | 荷姆茲海峽可繞道運能

LEARNINVEST 圖庫



正常通過量約每日 2,000 萬桶的原油與成品油中，現有管線可改道 18% 至 28%，約每日 350 萬至 550 萬桶；液化天然氣為 0%，波斯灣沒有其他出口。

圖片來自 @JEBistline | 國際能源總署、美國能源資訊署

項目	本週數據	說明
西德州原油	+9.30%	收在每桶 99.99 美元
布蘭特原油	+8.45%	收在每桶 104.42 美元
布蘭特週間高點	逾 107 美元	近四個月最高
可改道比例	18% 至 28%	約每日 350 萬至 550 萬桶
液化天然氣替代路線	0%	波斯灣沒有其他出口
能源類股 ETF	+1.69%	埃克森美孚 +4.09%

西德州原油 +9.30% 連續第二週大漲	布蘭特原油 +8.45% 站上 100 美元	正常通過量 約 2,000 萬桶 / 日 原油與成品油合計	無替代路線 液化天然氣 約占全球供給兩成
-----------------------------------	-------------------------------------	--	-----------------------------------

供給中斷與需求波動不同

需求引起的油價波動通常隨庫存調整回落，運輸通道受阻不會。可改道比例只有兩成多，剩下的量沒有別的出口，

觀察重點

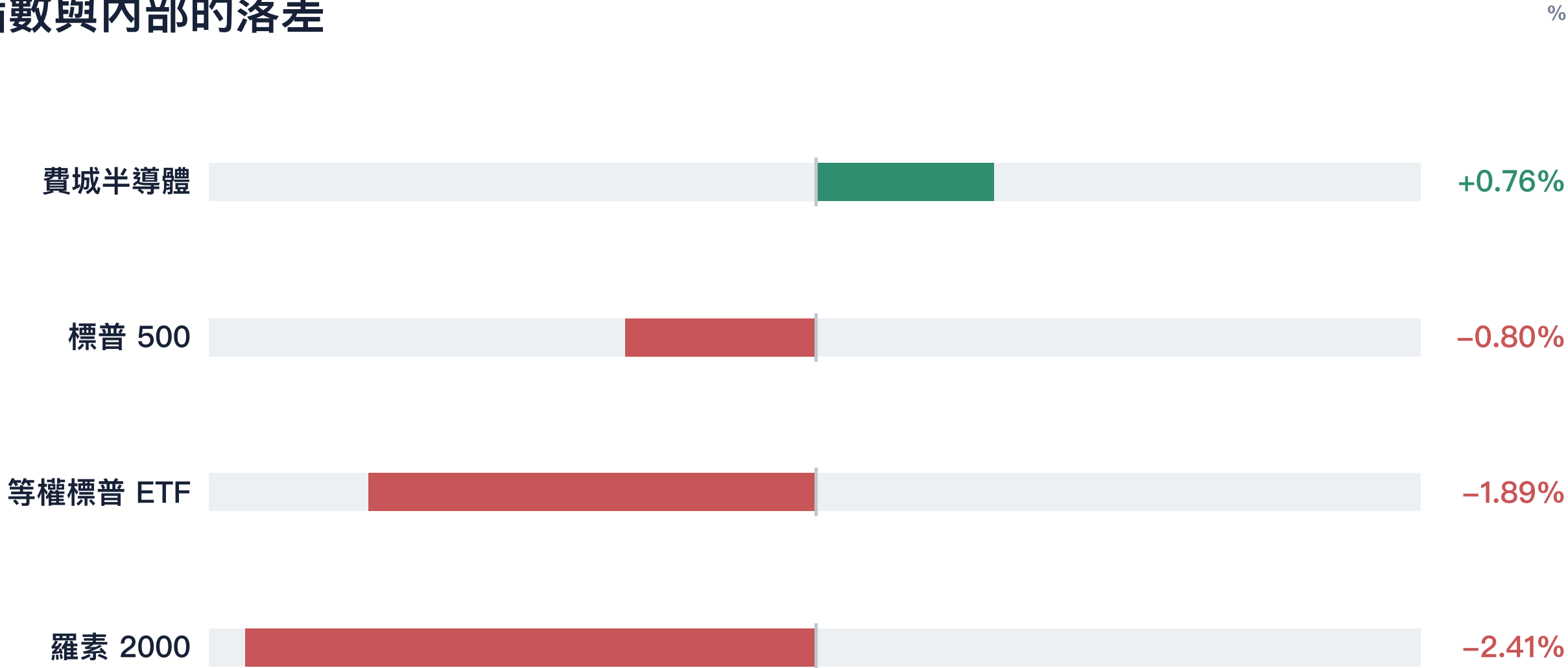
柴油與餾分油的漲幅遠大於原油本身，8 月生產者物價中柴油單月漲 24.1%。煉油與運輸的緊俏程度比原油價格

撐住指數的是晶片，撐住晶片的不是輝達

指數與內部成分的一週報酬落差 | 09/04 至 09/11

標普 500 一週跌 0.80%，等權標普 ETF 跌 1.89%、羅素 2000 跌 2.41%。唯一收紅的主要股票指標是費城半導體，漲 0.76%，與等權標普的差距達 2.65 個百分點。但費半內部同樣不一致：輝達跌 5.24%、甲骨文跌 5.35%，撐住的是超微漲 8.07%、博通漲 1.14%，加上蘋果漲 3.84%。利率敏感的一端則整齊下跌，零售 ETF 跌 3.20%、公用事業 ETF 跌 1.60%。

指數與內部的落差



四項均為 09/04 收盤至 09/11 收盤的報酬；費城半導體與等權標普 ETF 的差距為 2.65 個百分點。

名稱	W37 表現	所屬
超微	+8.07%	費城半導體成分
蘋果	+3.84%	指數權重前段
博通	+1.14%	費城半導體成分
輝達	-5.24%	費城半導體成分
甲骨文	-5.35%	人工智慧雲端相關

費半與等權標普差距 2.65 個百分點 一週報酬差	輝達 -5.24% 費半仍收紅	超微 +8.07% 本週主要貢獻	羅素 2000 -2.41% 跌幅最深的指數
---------------------------------	-----------------------	------------------------	------------------------------

同一個族群裡的分歧

費城半導體收紅，成分股方向卻相反：輝達跌 5.24%，超微漲 8.07%。族群報酬在這種情況下代表的是少數成分股，而不是整個族群。

觀察重點

被賣的名單有共同特徵：零售、公用事業、長天期公債、小型股，都對利率或消費成本敏感。這與前端殖利率上移 22 至 24 個基點是同一件事。

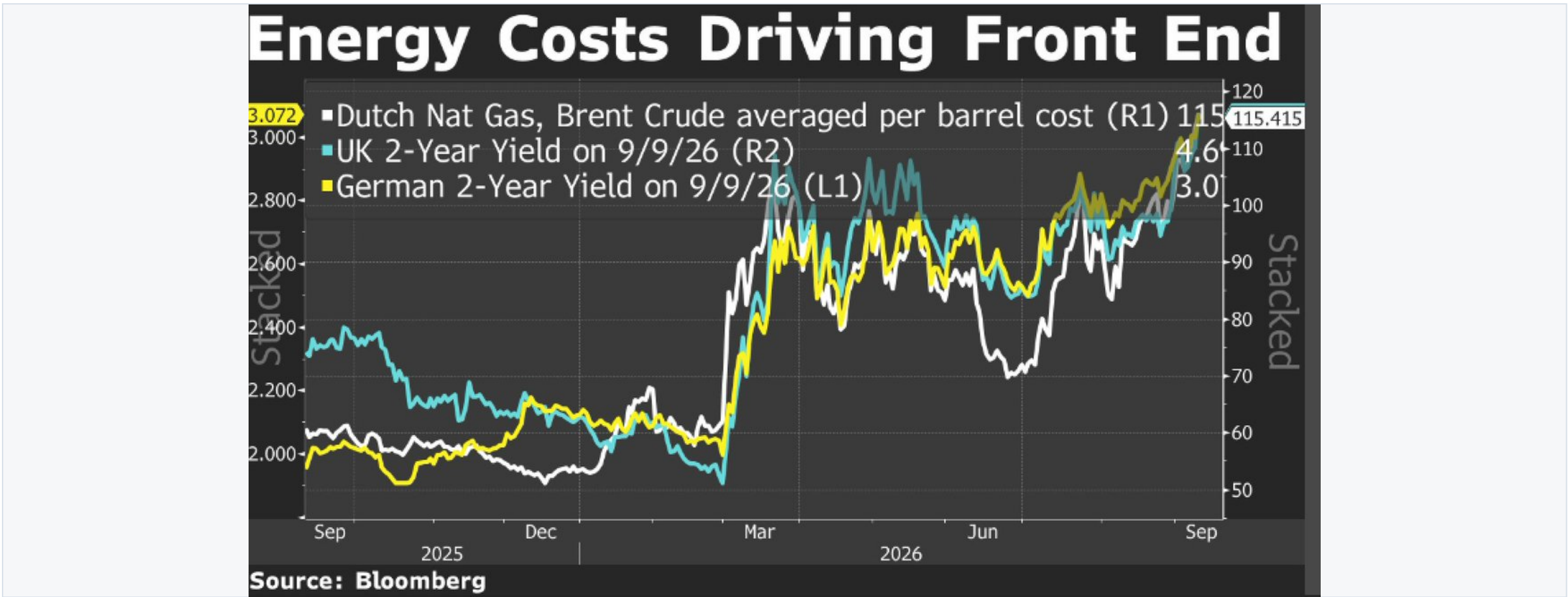
歐洲央行先升息，英德 2 年期也是前端先動

同一個機制在歐洲重演 | 09/10 歐洲央行決議

歐洲央行在 09/10 升息 1 碼，存款利率由 2.25% 升到 2.50%，理由是中東衝突推升的通膨壓力將使物價在較長時間高於 2% 目標；歐元區 8 月通膨為 3.3%，是三年來最高。這使本週的利率變動不是美國單獨的故事：能源成本同時推升英國與德國 2 年期殖利率，前端先動的形狀與美國一致。亞洲則呈現另一種分化，南韓綜合股價指數漲 3.33%，恒生跌 3.30%。

圖庫證據 | 能源成本與歐洲短端利率

LEARNINVEST 圖庫



白線為荷蘭天然氣與布蘭特合成的每桶能源成本、報 115.4，青線為英國 2 年期殖利率 4.6%，黃線為德國 2 年期殖利率 3.07%，三者自 2026 年初起同步走高。

圖片來自 @joebrusuelas | 彭博

市場	W37 表現或水準	說明
歐洲央行存款利率	2.50%	由 2.25% 升息 1 碼
歐元區 8 月通膨	3.3%	三年來最高
南韓綜合股價指數	+3.33%	本週亞洲最強
恒生指數	−3.30%	本週亞洲最弱
日經 225	−1.55%	台股加權 −0.79%
歐洲 STOXX 600	−1.66%	德國 DAX −1.83%

歐洲央行升息 1 碼 存款利率至 2.50%	歐元區通膨 3.3% 三年來最高	南韓 +3.33% 本週亞洲最強	恒生 −3.30% 本週亞洲最弱
---	---	---	---

不是單一市場的現象

歐洲央行已經升息，聯準會的 9 月會議定價約九成，兩者的理由都指向能源推升的通膨。當供給衝擊同時出現在多個經濟體，各自的央行會做出方向相同的反應。

觀察重點

歐洲的能源成本以天然氣為主，美國這一週的壓力來自柴油與汽油，品項不同但傳導路徑相同，都是先進入前端利率預期，再反映到對利率敏感的資產。

這一週的證據總表

每一項都對應本週的一級發布或公開收盤資料

本週主軸可以用一條線串起來：荷姆茲海峽的供給中斷推升油價，能源進入 8 月的消費者與生產者物價，頭條通膨降不下來，升息定價從約 58% 走到約 90%，公債殖利率由前端上移，利率敏感資產同步被賣，指數則由少數權重股撐住。以下為每一個環節的對應數據。

環節	本週數據	來源
供給	西德州原油 +9.30%、布蘭特 +8.45%； 可改道比例 18% 至 28%	公開收盤資料、國際能源總署
生產者物價	最終需求年增 5.4%；能源月增 4.2%、 柴油月增 24.1%	美國勞工統計局
消費者物價	整體年增 3.4%、核心年增 2.4%；汽油 月增 3.9%	美國勞工統計局
政策定價	9 月升息機率約 58% 至約 90%；降息 0%	芝加哥商業交易所
利率	2 年期 +22bp、5 年期 +24bp、10 年期 +18bp 至 4.96%、30 年期 +11bp	美國財政部
歐洲	歐洲央行升息 1 碼至 2.50%；歐元區 8 月通膨 3.3%	歐洲央行
股市	標普 −0.80%、等權標普 −1.89%、羅 素 2000 −2.41%、費半 +0.76%	公開收盤資料
內部分歧	輝達 −5.24%、超微 +8.07%、蘋果 +3.84%	公開收盤資料

一級發布 4 項 消費者物價、生產者物價、歐洲 央行、初領失業金	高影響事件 7 項 全數在報告中呈現	圖庫圖 5 張 另有 3 張自繪圖	量測窗 09/04 至 09/11 前週五至本週五收盤
---	---	--	--

本週的因果順序

這一週的起點是運輸通道，不是央行也不是財報。能源價格先動，物價數據承接，政策定價回應，資產價格最後調整。順序反過來讀，會把結果當成原因。

觀察重點

核心通膨仍在 2.4% 並持續下行，代表非能源的物價壓力沒有惡化。後續要看的是能源漲勢是否延續，以及生產者與消費者物價之間 2.0 個百分點的差距怎麼收斂。