

晶片股領漲，實質利率繼續上升

LEARNINVEST 週報 · 2026/09/21-09/26

本週主軸 費半一週漲 6.27%，標普 500 漲 1.21%，等權標普 ETF 卻跌 0.56%。美國綜合 PMI 升到 58.4、核心資本財訂單月增 1.6%，企業需求仍強；10 年期公債殖利率升 16 個基點到 5.17%，其中 15 個基點來自實質利率。密大消費者信心則降到 48.1。AI 支出支撐部分企業營收，但更高的融資成本與物價，仍在擠壓其他企業和家庭。

費城半導體 +6.27% 一週收盤報酬	等權標普 ETF -0.56% 漲勢並未全面擴散	10 年公債 5.17% 一週升 16bp	10 年實質利率 2.83% 一週升 15bp	美國綜合 PMI 58.4 前值 56.0	密大消費信心 48.1 前值 51.7
----------------------------------	---------------------------------------	------------------------------------	--------------------------------------	------------------------------------	----------------------------------

五日主要事件

日期	事件	市場證據
09/21	美股與晶片走強	標普 500 收 7,765 點，費半收 12,433 點；公債殖利率週初回落。
09/22	台灣訂單	8 月外銷訂單達 1,029.6 億美元，年增 71.4%。
09/23	企業活動加速	美國綜合 PMI 升至 58.4，10 年期公債殖利率回到 5.11%。
09/24	AI 合約與元首會談	Akamai 公布七年 116 億美元 Anthropic 合約；中美元首在華府會談。
09/25	企業投資與家庭感受分歧	核心資本財訂單月增 1.6%；消費信心降至 48.1，一年通膨預期升至 4.6%。

目次

02	指數上漲與市場廣度
03	企業需求與資本財
04	名目、實質與隱含通膨
05	家庭信心與新屋銷售
06	同合約油價與庫存
07	AI 合約與先行資本支出
08	台灣訂單、生產與股市
09	瑞士利率與中美會談
10	跨市場證據總表

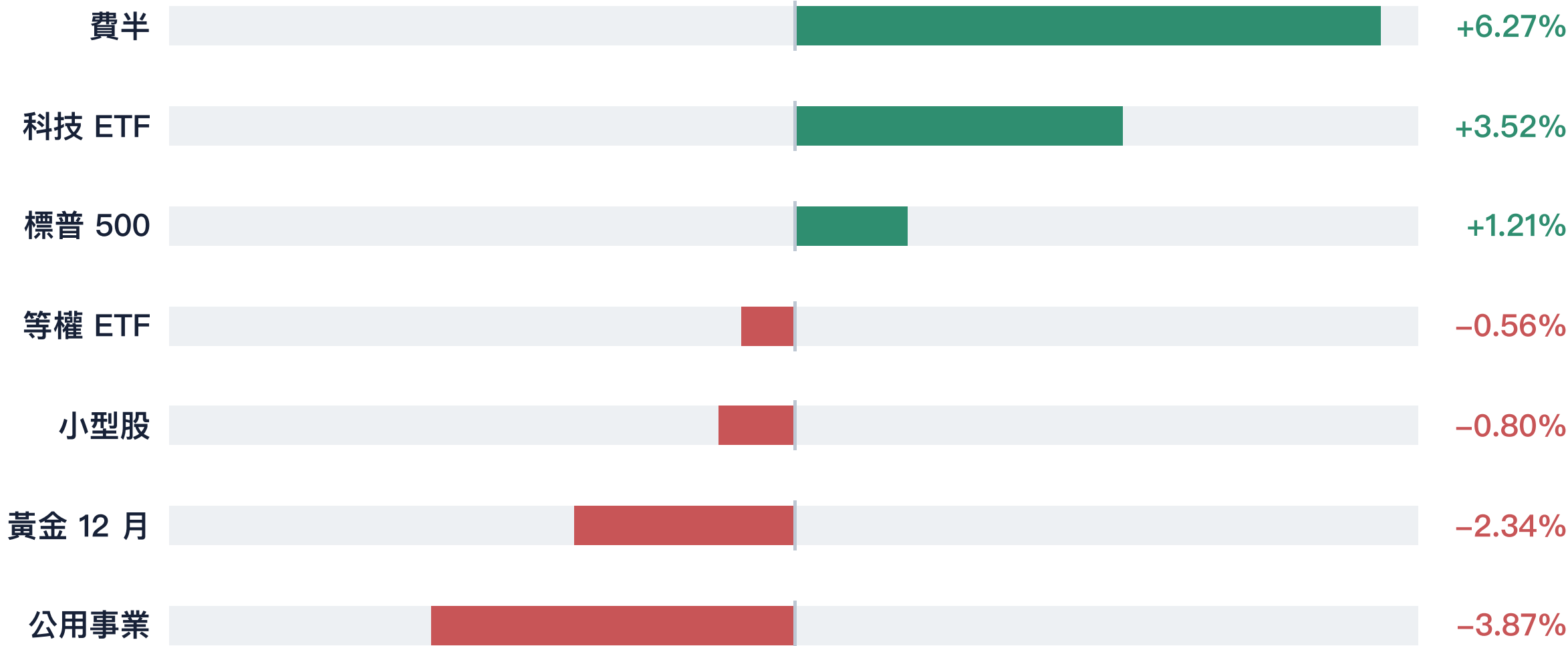
報酬口徑 前週五至本週五	部位基準 資料截至 09/25；台股截至 09/24	視覺基準 W38 · W37 · W36
-----------------	-------------------------------	-------------------------

費半漲 6.27%，等權與小型股仍下跌

主要資產一週報酬 | 09/18 收盤至 09/25，台股至 09/24

標普 500 上漲 1.21%，並不代表多數類型的股票一起轉強。費半漲 6.27%、科技 ETF 漲 3.52%；等權標普 ETF 跌 0.56%，羅素 2000 跌 0.80%，公用事業跌 3.87%。資金願意為晶片需求付出較高估值，但利率上升仍壓抑其他族群。

W39 跨資產報酬



指標	最新數值	比較 / 口徑
標普 500	7,743.41	+1.21%
那斯達克	27,068.72	+2.06%
日經 225	66,364.20	+2.07%
台股加權	48,024.60	+1.79% ； 09/24
美元指數	100.97	+0.75%

費半 +6.27% 股價指數	等權標普 ETF -0.56% 價格報酬	羅素 2000 -0.80% 小型股	波動率指數 14.87 前週 14.81
---	---	---	---

成長集中在哪裡

晶片漲幅遠高於大盤；等權與小型股下跌，表示這一週的上漲不能直接解讀為全面風險偏好回升。

報酬口徑

股票與 ETF 為收盤價格報酬，未加回配息；公債以殖利率及基點變動呈現，避免把利率漲幅當作債券報酬。

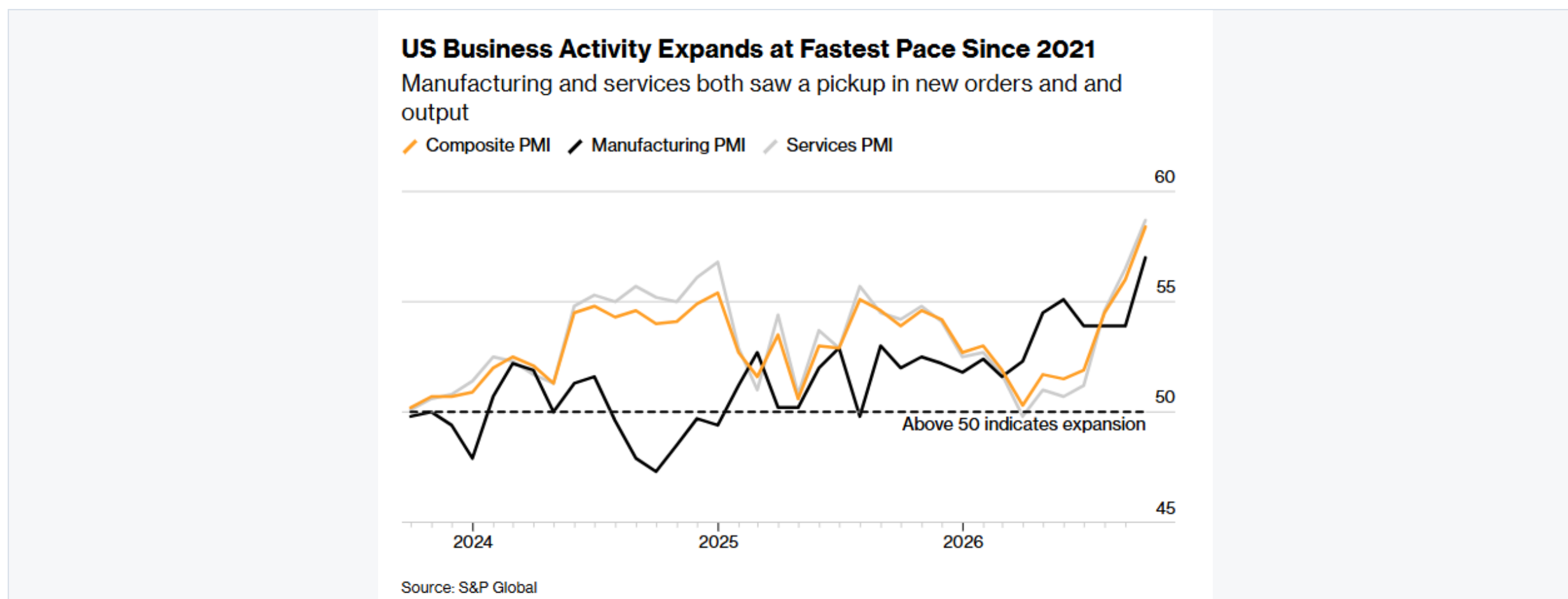
企業活動加速，投資訂單仍在增加

本週公布的美國需求、就業與資本支出資料

美國綜合 PMI 由 56.0 升至 58.4，企業活動加速。8 月耐久財訂單總額近乎持平，但排除國防與飛機的核心資本財訂單增 1.6%、出貨增 0.6%。這個拆分很重要：運輸設備拖累總額，並未掩蓋企業設備需求的擴張；初領失業金也仍低於 20 萬人。

美國企業活動同步加速

LEARNINVEST



圖中綜合與製造、服務業指數均轉強；精確綜合初值為 58.4。

圖表來源 | S&P Global ; 圖由 Christophe Barraud 分享

指標	最新數值	比較 / 口徑
綜合 PMI / 9 月初值	58.4	8 月 56.0
耐久財訂單 / 8 月	近乎持平	排除運輸 +0.3%
核心資本財訂單 / 8 月	+1.6% 月增	非國防、排除飛機
核心資本財出貨 / 8 月	+0.6% 月增	反映當期交付
初領失業金 / 09/19 當週	19.7 萬人	前週修正為 19.8 萬

核心訂單 +1.6% 月增率	核心出貨 +0.6% 月增率	初領四週平均 202,250 較前期減 1,750 人	G4 活動指數 55.7 前值 54.3
-----------------------------	-----------------------------	--	-----------------------------------

調查與實際訂單互相補充

PMI 反映企業回報的變化方向，不能直接當成 GDP 成長率。資本財訂單與出貨提供另一組實際名目金額證據，也尚未扣除價格變動。

成長也帶來成本

S&P Global 同時指出美國投入成本漲勢加快。需求強可支撐企業營收，也讓通膨與利率較難快速回落。

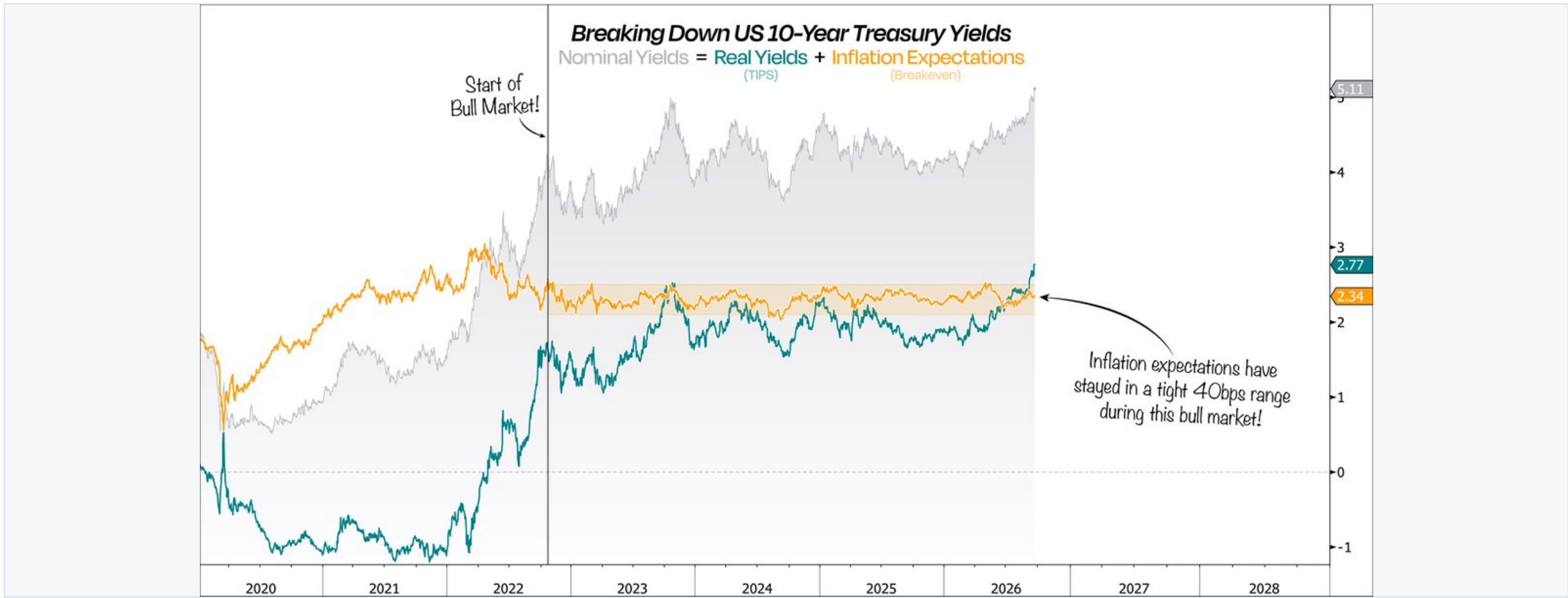
10 年期升 16bp，15bp 來自實質利率

財政部同日資料 | 09/18 至 09/25

10 年期名目殖利率由 5.01% 升至 5.17%，實質殖利率由 2.68% 升至 2.83%；兩者相減的隱含通膨只由 2.33% 升到 2.34%。所以本週債市壓力主要表現在扣除通膨補償後的報酬要求。這與企業成長較強相容，也提高了持有黃金與遠期現金流資產的機會成本。

10 年期殖利率的長期拆解

LEARNINVEST



圖表時點為名目 5.11%、實質 2.77%、隱含通膨 2.34%；下表為財政部 09/25 同日收盤口徑。

圖表來源 | Duality Research

指標	最新數值	比較 / 口徑
2 年期名目	4.81%	4.76% ； +5bp
5 年期名目	4.98%	4.86% ； +12bp
10 年期名目	5.17%	5.01% ； +16bp
10 年期實質	2.83%	2.68% ； +15bp
10 年期隱含通膨	2.34%	2.33% ； +1bp
Barr / 09/23	支持上週升息	後續調整可能必要

30 年期名目 5.49% 週升 15bp	30 年期實質 3.22% 週升 13bp	12 月黃金 -2.34% 每盎司 4,321.2 美元	美元指數 +0.75% 收 100.97
-----------------------------	-----------------------------	------------------------------------	----------------------------

不要把隱含通膨當成純預期

名目與抗通膨債的差，還包含通膨風險與流動性溢酬。它和家庭問卷的時間跨度、受訪對象與定價機制不同，兩者可以同時走出不同方向。

政策回應需求

聯準會理事 Barr 9/23 表示支持上週升息，並認為可能需要進一步調整。這是官員對通膨與需求的評估，不是下一次會議的既定決議。

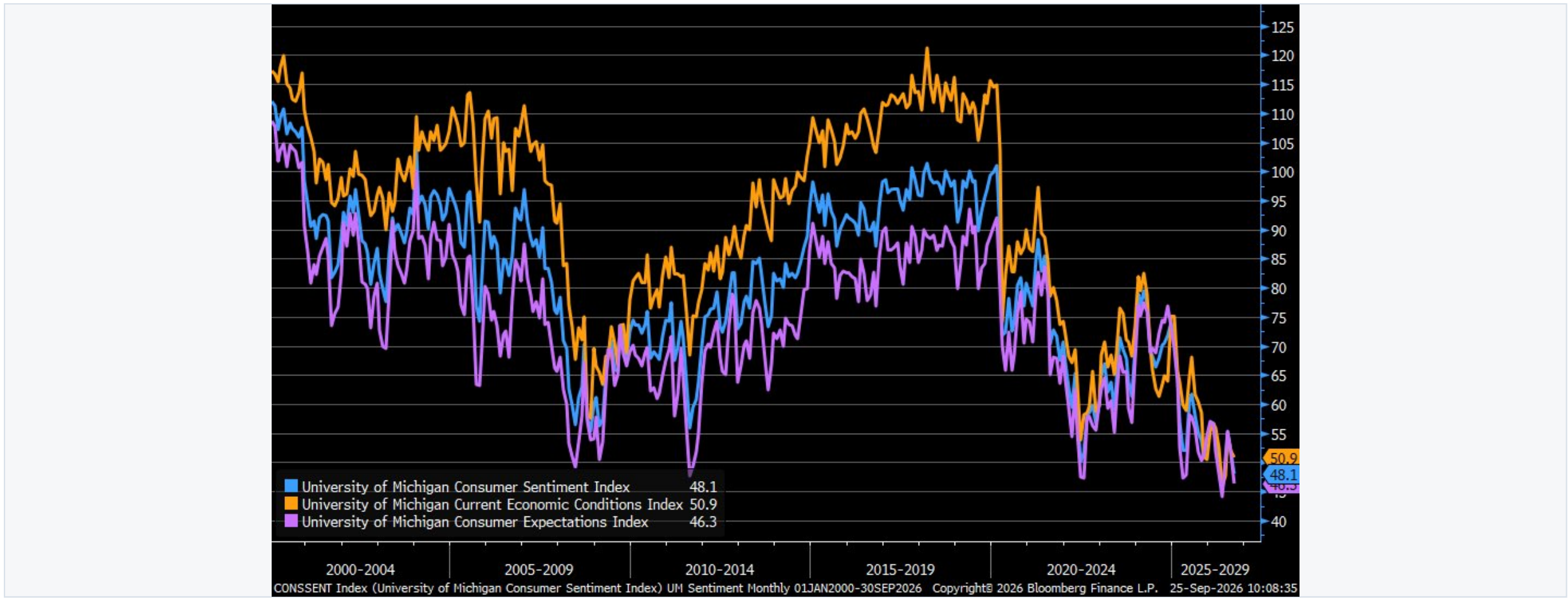
企業更忙，家庭卻更擔心物價

消費信心九月終值 | 住宅資料為八月

密大消費者信心由 51.7 降到 48.1，一年通膨預期由 4.0% 升到 4.6%。家庭對物價的焦慮與企業訂單增加可以同時存在，因為高名目支出不等於實質購買力改善。新屋銷售年率回升至 68.4 萬戶，但單月增幅的信賴區間跨過零，還不能僅憑一次回升確認趨勢。

信心、現況與預期同時走弱

LEARNINVEST



九月終值：信心 48.1、現況 50.9、預期 46.3。圖中為長期調查走勢。

圖表來源 | 密西根大學、Bloomberg；Liz Ann Sonders 分享

指標	最新數值	比較 / 口徑
消費者信心	48.1	8 月 51.7
現況 / 預期分項	50.9 / 46.3	兩項均低於 8 月
一年 / 長期通膨預期	4.6% / 3.4%	前值 4.0% / 3.3%
新屋銷售年率 / 8 月	68.4 萬戶	月增 6.4% ±19.5%
新屋庫存 / 月數	48.3 萬戶 / 8.5 個月	7 月 9.0 個月

信心月變化

—3.6 點

51.7 降至 48.1

一年通膨預期

+0.6pp

升至 4.6%

新屋中位價

\$393,700

年減 5.8%

新屋銷售

—2.0%

較去年同期

問卷反映感受，不等於支出崩落

信心走弱表示家庭更擔心購買力；要觀察實際消費，仍需收入與支出資料。八月 PCE 於 9 月 30 日發布，未納入本週結果。

住宅回升有其限制

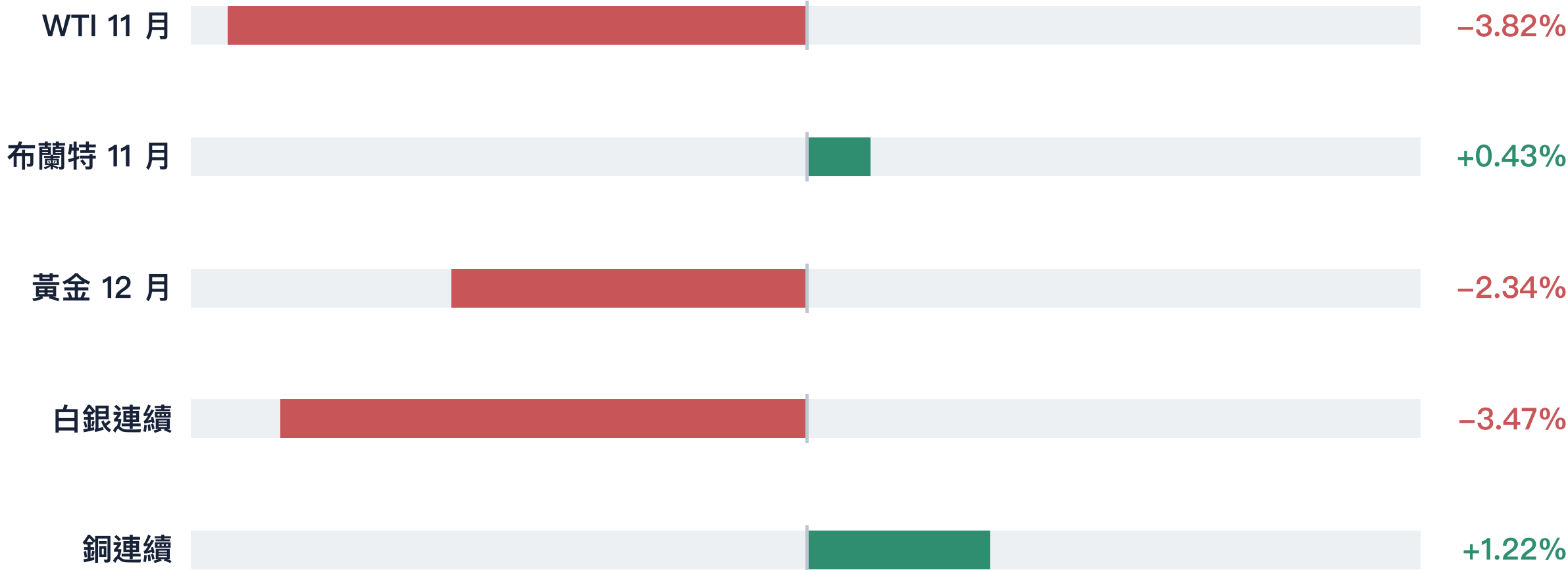
8 月銷售與價格的單月估計都容易修正。銷售改善、庫存月數下降是正向訊號，但高庫存與貸款成本仍影響後續去化。

WTI 跌 3.82%，布蘭特卻小幅上漲

同一 11 月合約比較 | 不是連續合約換月跳動

11 月 WTI 由 96.08 跌至 92.41 美元，11 月布蘭特則由 103.87 升到 104.32 美元。兩者價差擴至每桶 11.91 美元，不能把美國原油走弱直接解讀為全球能源壓力解除。EIA 同期顯示美國商業原油庫存增加 300 萬桶，供需與運輸位置不同，也會讓油種表現分歧。

一週商品價格報酬



指標	最新數值	比較 / 口徑
WTI 11 月期貨	92.41 美元 / 桶	週跌 3.82%
布蘭特 11 月期貨	104.32 美元 / 桶	週漲 0.43%
同月布蘭特減 WTI	11.91 美元 / 桶	前週 7.79 美元
美國商業原油庫存	4.264 億桶	09/18 當週增 300 萬桶
荷姆茲談判	有條件重啟提案	不代表航道已恢復

WTI 11 月 -3.82% 同一合約	布蘭特 11 月 +0.43% 同一合約	油種價差 +4.12 美元 一週擴大	庫存週變化 +300 萬桶 美國商業原油
----------------------------	----------------------------	--------------------------	----------------------------

價差與外交訊號

伊朗提出有條件重啟航道構想；提案不等於供應已恢復。WTI 與布蘭特另有不同的交割和物流條件，不能僅憑收盤價拆出每項消息的影響。

庫存也有時間差

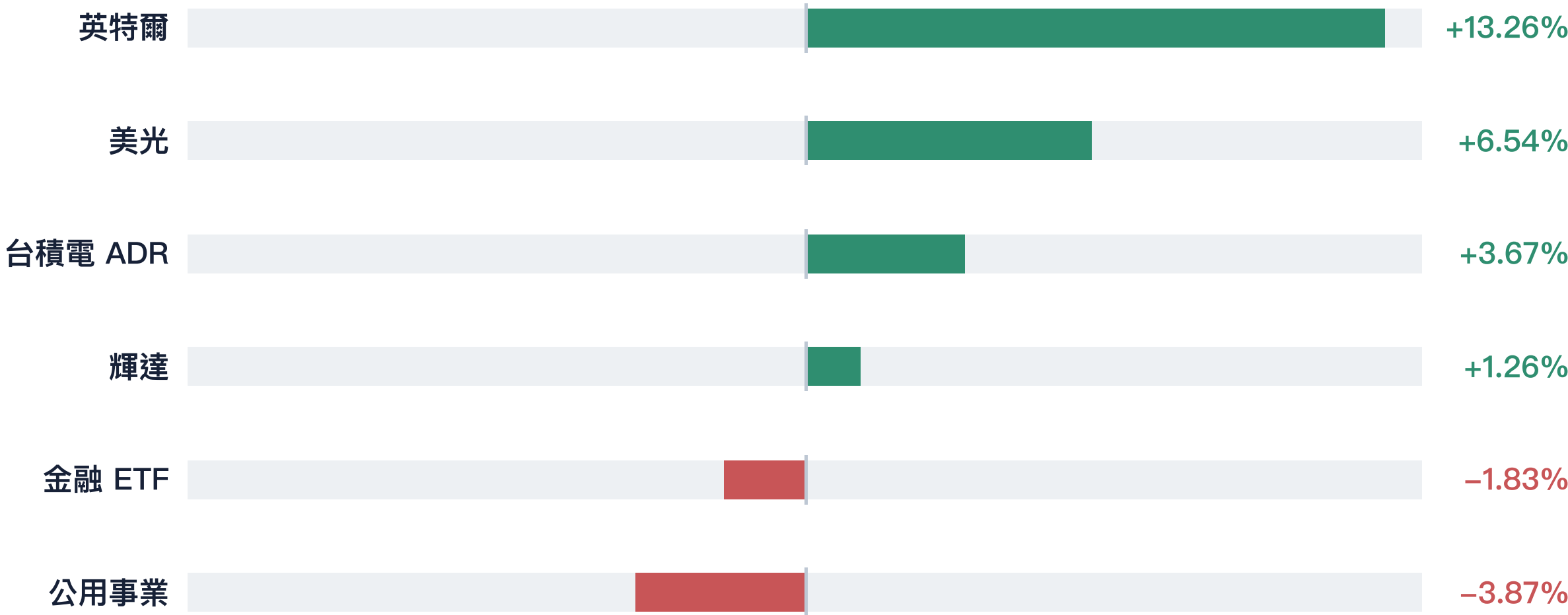
9 月 23 日公布的庫存截至 9 月 18 日；週報價格則截至 9 月 25 日。庫存可作供需背景，不能當成後一週價格變化的完整解釋。

116 億美元 AI 合約，先看到的是支出

Akamai 9/24 公告 | 七年承諾與資本支出分開看

Akamai 公布與 Anthropic 的七年 116 億美元雲端服務承諾，支援 CPU 工作負載。這顯示 AI 需求已涵蓋訓練以外的運算服務；但合約總額不是當年營收。公司估相關資本支出 55 億美元，2026 年資本支出增加約 17 億美元，當年營收指引則不變。

晶片個股與其他類股的一週表現



指標	最新數值	比較 / 口徑
已公告服務承諾	116 億美元	跨七年
相關資本支出估計	55 億美元	整體合約所需投入
2026 年新增資本支出	約 17 億美元	含記憶體等供應鏈預購
2026 年營收指引	不變	支出先於營收反映
額外擴張可能	最高 90 億美元	尚非本次已確定承諾

英特爾 +13.26% 本週價格報酬	美光 +6.54% 本週價格報酬	台積電 ADR +3.67% 本週價格報酬	輝達 +1.26% 本週價格報酬
---------------------------------	-------------------------------	------------------------------------	-------------------------------

合約要分清三個數字

已簽服務金額、可能追加的金額與供應商資本支出，代表不同義務。不能把它們相加，稱為客戶已經花掉的資金。

高利率下更看重回收時間

供應商先買設備、之後分年提供服務。利率上升時，資金成本與設備利用率會更重要；本週股價只是市場反應，不能證明所有投入已獲利。

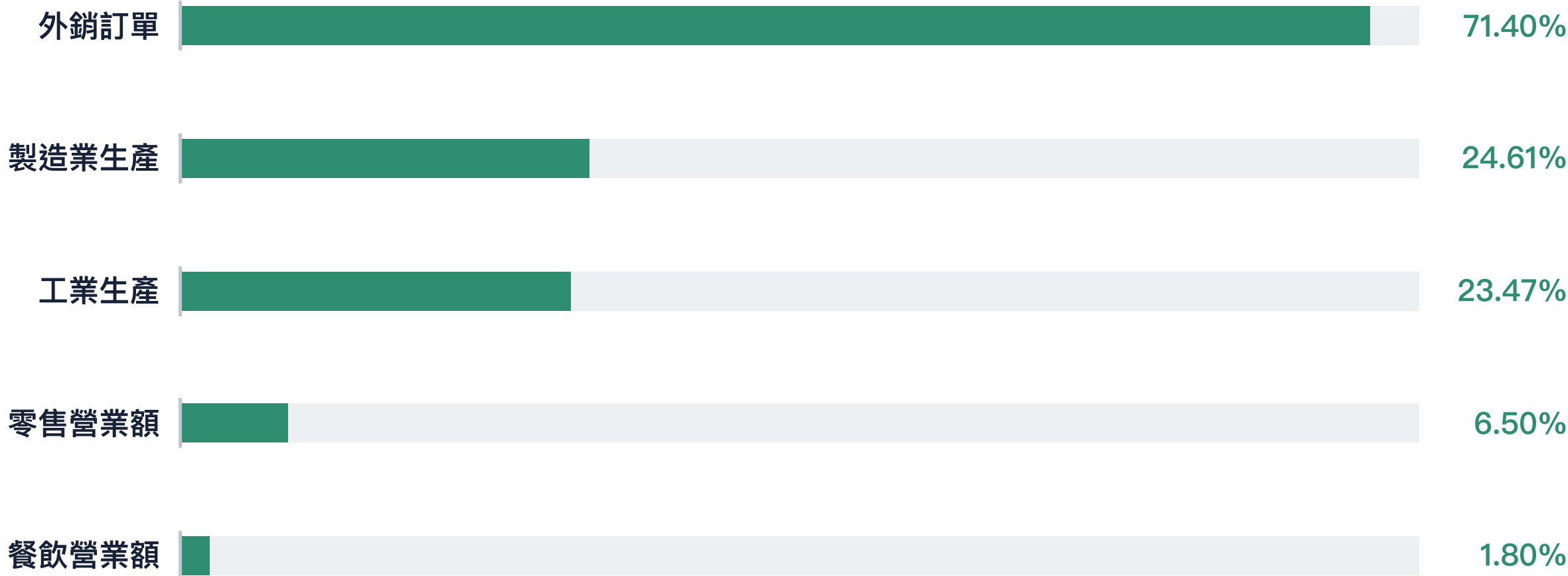
外銷訂單增 71.4%，生產也同步擴張

8 月官方數據 | 台股本週四個交易日

台灣 8 月外銷訂單達 1,029.6 億美元，年增 71.4%；工業生產年增 23.47%，製造業年增 24.61%。訂單與生產同時增加，比單看股價更能確認需求。兩者增幅仍不能直接相減衡量積壓，因為訂單是名目金額，生產指數量測範圍與基期也不同。

台灣 8 月主要指標年增率

%



指標	最新數值	比較 / 口徑
外銷訂單 / 8 月	1,029.6 億美元	年增 71.4%
外銷訂單 / 1-8 月	7,049.9 億美元	年增 55.0%
工業生產 / 8 月	年增 23.47%	指數 145.97
製造業生產 / 8 月	年增 24.61%	指數 148.42
台股加權 / 09/24	48,024.60	較 09/18 漲 1.79%

訂單月增 +5.1% 未季調	訂單季調月增 +5.9% 8 月較 7 月	零售營業額 +6.5% 8 月年增率	餐飲營業額 +1.8% 8 月年增率
-----------------------------	------------------------------------	---------------------------------	---------------------------------

外需強，內需速度不同

出口接單與製造業成長明顯快於零售、餐飲。不能用科技供應鏈的景氣，代替所有台灣家庭與服務業的處境。

台股收盤到週四

9 月 25 日因中秋節休市，因此本週報酬使用 9 月 18 日至 24 日收盤。少一天交易是日曆差異，不是把缺資料補成零。

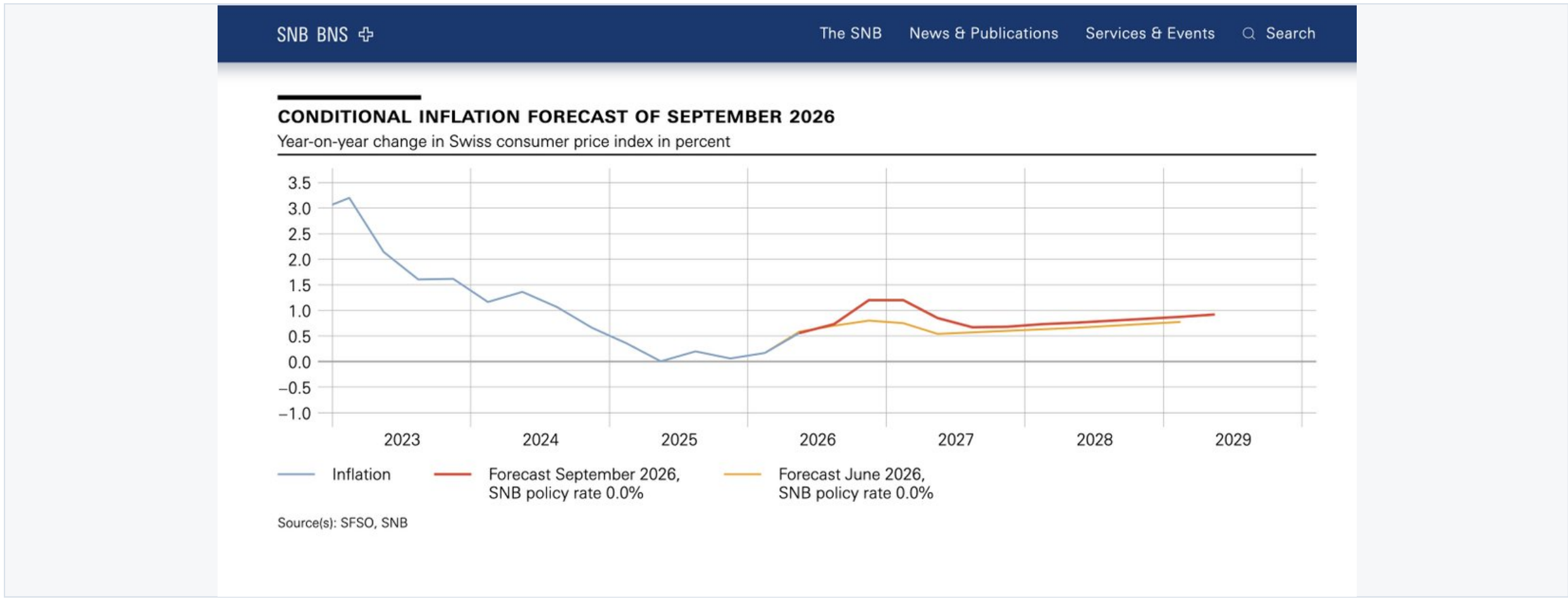
同樣面對能源漲價，瑞士仍維持零利率

瑞士央行 9/24 決議 | 中美元首同日在華府會談

瑞士央行維持政策利率 0%，即使能源價格推升近期通膨。其條件式預測為 2026 年 0.7%、2027 與 2028 年均 0.8%，說明能源衝擊不會讓所有國家採取相同步調。另一邊，中美元首會談的官方說明確認新經貿聯合安排與持續對話，但仍不宜直接視為所有貿易限制已解除。

瑞士央行的條件式通膨預測

LEARNINVEST



紅線為九月預測、黃線為六月；九月預測假設全期政策利率為 0%。

圖表來源 | 瑞士央行

指標	最新數值	比較 / 口徑
瑞士政策利率	0%	本次維持不變
瑞士 8 月通膨	0.8%	5 月 0.6%
條件式通膨預測	2026 年 0.7%	2027、2028 年 0.8%
預測利率假設	全期 0%	不是利率承諾
中美元首會談	09/24 華府	官方確認經貿新聯合安排

瑞士利率 0% 維持不變	瑞士通膨 0.8% 8 月年增	美國 10 年期 5.17% 09/25 殖利率	美元指數 +0.75% 本週報酬
---------------------------	------------------------------	---------------------------------------	-------------------------------

先看本國通膨傳導

同樣的油價上升，會經由匯率、需求、能源結構與原先通膨水準產生不同結果。瑞士的零利率，不能套用成其他央行也可很快轉鬆。

外交訊號與落地條款分開

會談可以降低溝通中斷風險；真正影響企業成本的，仍是產品範圍、稅率、生效日與執行規則。官方會談摘要不足以推算全部成本減少。

成長沒有消失，受惠範圍卻不平均

W39 證據矩陣 | 資料期間、市場反應與傳導分開

這一週的共同線索，是需求仍足以支持企業擴張，卻沒有讓資金與生活成本一起下降。晶片股上漲、實質殖利率上升與家庭信心偏弱並不矛盾：訂單、折現率與購買力，影響的是不同現金流。AI 投資能否轉成營收與現金回收，比單看合約總額更能解釋後續差異。

證據	本週確認	經濟含義	適用範圍
企業活動	PMI 58.4	活動擴張加快	調查，非 GDP
設備需求	核心訂單 +1.6%	企業設備需求增加	8 月名目月增
就業	初領 19.7 萬	裁員尚未大幅上升	09/19 當週
公債	10 年期 +16bp	實質利率貢獻 +15bp	同日殖利率差
消費者	信心 48.1	物價焦慮仍高	9 月終值
能源	WTI −3.82%	與 Brent +0.43% 分歧	同月期貨
AI 合約	七年 116 億美元	資本支出先行	非當年營收
台灣	外銷訂單 +71.4%	外需強於內需增幅	8 月年增
政策	SNB 維持 0%	各國傳導不同	條件式預測
股市	費半 +6.27%	等權與小型股下跌	本週價格報酬

成長 PMI 58.4 企業活動加速	資金成本 實質 2.83% 10 年期週升 15bp	家庭 信心 48.1 一年通膨預期 4.6%	市場 費半 +6.27% 等權 ETF −0.56%
---	---	---	---

同時成立的兩面

企業需求強，是營收的支撐，也是利率難以下降的原因之一。讀者看到大盤上漲時，也需要知道成本壓力集中在誰身上。

資料說明

公開資料整理，不涉及個別投資決策。股票與 ETF 為價格報酬；美國數據依發布與資料期間分列；台股截至 09/24，其他市場原則截至 09/25。