



〔投資研究報告〕

2026/6/16

和平降溫，通膨仍燙

目錄

- 一、 主詞：可信度，而非利率決議
- 二、 兩張通膨圖
- 三、 停火是新牌，不是終局
- 四、 熱通膨的內部結構
- 五、 Warsh 的第一份考卷
- 六、 三條路徑
- 七、 交易表達
- 八、 台股傳導
- 九、 交易儀表板

6/17 點陣圖，要證明油價回落能否蓋過 4.2% CPI

2026/6/16 新光投顧

市場剛拿到一張前瞻降通膨的新牌。6月14日，美伊達成60天臨時停火框架，目標包括終止軍事行動、重啟核談判與恢復荷莫茲海峽通行。油價隨和平紅利急跌，風險資產反彈，投資人開始把「油價回落、未來通膨降溫、Fed政策壓力下降」買進價格。

但6月17日FOMC桌上放的，不是6月以後的油價回落，而是5月已經印出來的熱通膨。5月CPI年增4.2%，能源月增3.9%，核心CPI年增2.9%；5月PPI final demand年增6.5%，其中final demand goods月增2.8%，為2009年底開始統計以來最大月增。市場看的是和平後的前瞻圖，Fed要解釋的是戰爭高峰留下的後照鏡數據。

這場會議聯邦基金利率維持在3.50%至3.75%幾乎已是共識。真正的問題是：Warsh主持下的第一份SEP / 點陣圖，能否讓市場相信Fed可以看穿能源供給衝擊，同時不犧牲通膨可信度。

本報告的中心判斷是：是Fed可信度、長端利率與美元的壓力測試。若點陣圖偏鷹，和平反彈會被higher-for-longer澆冷水；若點陣圖偏鴿，但10年期殖利率不跌反升、美元不弱、breakeven與term premium同步上行，市場就是在收取可信度折價。只有點陣圖偏鴿、長短端利率同步下行、美元走弱、通膨預期不升，和平反通膨才算通過考驗。

目錄

- 一、 主詞：可信度，而非利率決議
- 二、 兩張通膨圖
- 三、 停火是新牌，不是終局
- 四、 熱通膨的內部結構
- 五、 Warsh的第一份考卷
- 六、 三條路徑
- 七、 交易表達
- 八、 台股傳導
- 九、 交易儀表板

一、主詞：可信度，而非利率決議

6月 FOMC 最容易被誤判的地方，是把焦點放在當月利率決議。按兵不動已是共識，政策利率不是這場會議的主戰場。主戰場在反應函數：Fed 是否能在 headline inflation 很熱的情況下，說服市場它有足夠理由等待油價回落傳導至後續通膨。

Fed 面對供給衝擊，理論上可以選擇耐心。能源價格跳升若來自戰爭、航運中斷與油價風險溢價，後續和平協議與供應恢復可能自然壓低 headline CPI。此時過度升息會加重經濟傷害，也可能把供給衝擊錯誤處理成需求過熱。

問題在制度記憶。2021 年 Fed 曾把通膨判斷為暫時性，事後證明誤判，政策可信度付出代價。Warsh 第一場 FOMC 又同時面對白宮降息壓力、熱通膨數據、臨時停火協議與分裂的委員會。若他選擇看穿 CPI 4.2% 與 PPI 6.5%，市場會追問：這是精準辨識供給衝擊，還是過早替降息找台階。

這就是可信度折價。它不會只反映在股票，最乾淨的位置是 10 年期美債、曲線斜率、美元、breakeven、5y5y 與 term premium。若點陣圖偏鴿，但長端殖利率上行，還要進一步拆解：如果主要是 breakeven 與 5y5y 上升，偏向再通膨交易；如果 term premium 與實質利率同步上行，美元也不弱，才更接近市場要求 Fed 可信度溢酬。

二、兩張通膨圖

市場與 Fed 正在看兩張時間方向相反的通膨圖。

市場看的，是前瞻降通膨圖。美伊 60 天臨時停火框架若能落地，荷莫茲海峽逐步恢復通行，油價戰爭溢價會回吐。未來幾個月 CPI 的能源貢獻可能下降，汽油、航空、運輸、化工與企業成本壓力也會緩解。這條路徑支持股市反彈、長天期資產修復與美元走弱。

Fed 桌上放的，是已實現熱通膨圖。5 月 CPI 年增 4.2%，能源月增 3.9%，汽油與能源項是當月 CPI 月增的主要貢獻；5 月 PPI final demand 年增 6.5%，final demand goods 月增 2.8%，顯示能源衝擊已經進入生產端與商品價格。

這些數據不能輕易被跳過，因為它們會影響企業定價、通膨預期與工資談判。時間差造成這次 FOMC 的難度。市場想交易的是 6 月以後的油價下跌，Fed 要處理的是 5 月已經發生的價格衝擊。Warsh 語氣太鷹，會被市場解讀為只看後照鏡；語氣太鴿，又可能被長端市場視為忽略已實現通膨。

最好的說法，是有條件地看穿能源衝擊。承認 5 月通膨偏熱，承認油價回落提供未來降溫路徑，但把政策彈性綁在後續油價、通膨預期、PPI 傳導與核心 PCE 上。若缺少這組條件，偏鴿點陣圖容易被市場收取可信度折價。

三、停火是新牌，不是終局

6 月 14 日的臨時停火框架，強化了市場的前瞻降通膨敘事。這份協議降低了最急迫的能源供給風險，讓油價從戰爭溢價中回落，也讓市場有理由相信 5 月 headline CPI 可能是短期高點。

但它不是永久和平。這是一份 60 天臨時安排，正式簽署、荷莫茲海峽實際重啟、掃雷、安全通行、保險費率正常化、核談判與區域代理人衝突，都還需要後續驗證。以色列與真主黨並非這份美伊協議的完整控制對象，外溢戰線仍可能干擾市場對和平紅利的定價。

因此，停火風險的層級要寫準。它已經是基準情境中的前瞻降通膨因素，不應再被寫成正在破裂的風險；但它仍是未來 60 天的尾部風險。若 6/19 正式簽署延後、荷莫茲重啟不順、油輪通行與保險費率無法正常化，油價可能重新反彈，Fed 看穿能源衝擊的前提就會變弱。

交易上，停火不是讓風險解除，而是讓分歧更清楚。市場會先買前瞻降通膨；Fed 會先面對已實現熱通膨；債市與美元則負責判斷這兩張圖哪一張更有說服力。

四、熱通膨的內部結構

5 月通膨同時有可看穿與不可輕忽兩面。

支持看穿的證據，在於核心通膨仍相對溫和。5 月核心 CPI 年增 2.9%，月增 0.2%，明顯低於 headline 壓力。這說明油價與能源項是主要推手，尚未演變為所有服務與商品全面失控。若油價回落延續，後續 headline inflation 有機會自然降溫。

支持警戒的證據，在於生產端與小企業定價意願已開始變化。5 月 PPI final demand goods 月增 2.8%，能源是主要推手，但商品、運輸與倉儲服務也顯示成本壓力。NFIB 5 月調查顯示，小企業樂觀指數降至 95.3，低於長期平均；實際調漲價格的淨比例升至 36%，未來三個月計畫調漲價格的淨比例升至 34%，均處於近年高位。

這組組合很棘手：headline 熱，核心尚可，PPI 有傳導，小企業想漲價，但信心與活動變弱。若 Fed 只看 headline，可能過度緊縮；若只看核心，可能低估能源成本向運輸、商品、餐飲、航空與服務價格的二階傳導。

因此，6/17 不能只聽 Warsh 說「能源衝擊可看穿」。市場要看條件：油價是否繼續回落、breakeven 是否不升、5y5y 是否穩定、核心 PCE 是否跟著降溫、PPI 是否停止向服務與運輸傳導。這些條件越完整，看穿框架越可信；條件越缺，點陣圖越鴿，可信度折價越可能出現。

五、Warsh 的第一份考卷

Warsh 接手的是一個分裂的 Fed。4 月會議以 8 比 4 通過政策聲明，異議票數為 1992 年以來罕見高位，代表委員會內部對通膨、就業與政策偏向已有明顯分歧。6 月是 Warsh 首場 FOMC，也是附 SEP 與點陣圖的會議，市場會把它視為新主席建立反應函數的第一份公開考卷。

這份考卷有三個難點。

第一，CPI 與 PPI 都熱，但核心 CPI 還不算失控。

第二，和平協議剛出現，油價前瞻路徑開始向下。

第三，Warsh 既有重視制度紀律與 Fed 溝通改革的形象，也面對白宮要求降息的政治壓力。市場會同時檢驗他的專業判斷與獨立性。

更精確地說，6/17 不是「Warsh 的點陣圖」。點陣圖是 FOMC 委員個別利率預測的集合，不是主席個人的利率路徑。真正要看的是：Warsh 能否把一個分裂委員會的點陣圖，包裝成一致、可信、可交易的政策敘事。

如果點陣圖偏鷹，Fed 可信度暫時被維持，但和平反彈會被壓抑。如果點陣圖偏鴿，市場會用長端、美元、breakeven、5y5y 與 term premium 來投票。偏鴿本身不是利多；偏鴿且被市場相信，才是利多。

六、三條路徑

6/17 要看四個東西的搭配：點陣圖、10 年期美債、美元、通膨預期指標。

第一條是偏鷹確認。點陣圖上移，或記者會強調高利率維持更久，市場會重新定價和平紅利。前端利率承壓，曲線可能熊平，美元偏強，長天期成長股與高估值股受壓。這條路徑最直接，代表 Fed 選擇先守通膨可信度。

第二條是偏鴿但不被相信。點陣圖顯示未來仍可能降息，記者會也強調能源衝擊可看穿，但 10 年期殖利率不跌反升，美元不弱，term premium 或實質利率上行，breakeven / 5y5y 未能回落。這是本報告最重視的情境。表面訊號偏鴿，債匯市場卻在要求更高風險溢酬，代表可信度折價正在形成。

第三條是乾淨鴿。點陣圖偏鴿，長短端利率同步下行，美元走弱，breakeven 與 5y5y 不升反降，信用穩定，風險資產續漲。這代表市場接受 Fed 看穿能源衝擊，也接受和平紅利足以帶來後續通膨降溫。若這條路徑成立，本報告對可信度折價的謹慎判斷要撤回一部分。

還有一條跨資產背離：點陣圖偏鷹，但股市仍漲。這不是本框架的否決點。若債市、美元、breakeven、term premium 與信用利差都偏緊，股市上漲可能

只是和平紅利或科技動能暫時壓過 Fed 訊號。此時不應因股市漲就放棄曲線與美元觀察。

七、交易表達

這個議題更適合用曲線、美元、長端波動率與保護結構表達，不適合直接裸賭股市方向。

第一，曲線。偏鷹確認時，前端利率承壓，曲線偏熊平；偏鴿但長端不領情時，10年期上行、曲線熊陡；乾淨鴿時，長短端同步下行，曲線牛陡。交易上不應會前重押單一曲線方向，而應等待點陣圖與長端反應組合後加碼。

第二，通膨預期與 term premium。若長端上行，必須拆解來源。breakeven 與 5y5y 上行，偏再通膨；term premium 或實質利率上行，且美元不弱，偏可信度折價。這個拆解會決定要做通膨保護、長端波動率，還是做美元與久期風險保護。

第三，美元。和平紅利若被接受，美元應延續走弱；若 Fed 可信度被質疑，美元可能先弱後強，或至少不再配合風險資產上漲而下跌。美元是全球資金是否相信 Fed 看穿框架的重要檢驗。

第四，長天期資產保護。靠降息預期支撐估值的資產，包括高本益比成長股、長天期信用、部分無現金流風險資產，都容易在「偏鴿但長端上行」情境受傷。這類部位應在會前建立保護，而不是等記者會後再處理。

股票不是不能做，但不是最乾淨表達。乾淨鴿成立，成長股與長天期資產可順勢反彈；偏鷹或可信度折價成立，應降低高估值與久期資產曝險。股市部位要服從利率與美元訊號。

八、台股傳導

台股對這個議題的敏感度高於表面。台股主線高度集中於半導體、AI 伺服器、電子權值與記憶體，這些資產都屬於長久期、高估值、對美元與外資資金敏感的類型。

若點陣圖偏鷹，或點陣圖偏鴿但長端殖利率上行，台股 AI / 半導體評價會受壓。台積電、AI 伺服器、記憶體與高 beta 電子股可能同時面臨估值折現與外資降曝險。金融與高股息可能相對抗跌，但很難完全抵銷電子權值壓力。

匯率是第二條傳導。美元走強、新台幣轉弱，對出口商 EPS 有部分支撐，但對外資風險偏好、期貨部位與本益比更不利。若美元與 10 年期美債同步上行，台股不宜只看匯兌利益，應優先看外資是否撤出電子權值。

壽險與金融則要分情境。長端利率上行有助再投資收益，但若長端波動率上升、美元走強、避險成本與淨值波動擴大，金融股未必能單純受惠。偏鴿但長端不領情的情境，對壽險資產負債管理尤其敏感。

台股操作上，6/17 前應保留高估值電子保護，降低追價 AI beta。乾淨鴿成立，再回補核心電子；偏鷹或可信度折價成立，防守優先於換股。

九、交易儀表板

觸發條件	訊號	操作含義	層級
點陣圖偏鷹，或記者會暗示高利率維持更久	偏鷹確認	降低長天期資產與高估值股票，美元偏多，曲線偏熊平	高
點陣圖偏鴿，但 10 年期不跌反升、美元不弱	可信度折價初步訊號	提高長端波動率與保護，等待 breakeven / term premium 確認	最高
10 年期上行來自 breakeven / 5y5y 上升	再通膨交易	增加通膨保護，觀察油價與零售銷售	高
10 年期上行來自 term premium / 實質利率上升，且美元不弱	可信度折價確認	加碼熊陡與美元相對價值，降低久期資產	最高

點陣圖偏鴿、長短端同步下行、美元走弱、通膨預期不升	乾淨鴿	撤部分保護，順勢做多長天期與風險資產	最高
6/17 零售銷售強於預期	需求韌性	強化 Fed 不急著降息的理由	中
6 月下旬核心 PCE 跟著降溫	會後驗證	支持 Fed 看穿能源衝擊	高
核心 PCE 未降、PPI 傳導延續、NFIB 漲價意願續高	通膨黏著	削弱看穿可信度	高
6/19 正式簽署延後、荷莫茲重啟不順、Brent 重新上行	停火尾部風險	和平紅利折價，轉向偏鷹與能源受惠	最高
點陣圖偏鷹但股市仍漲，債市與美元偏緊	跨資產背離	不追股市，觀察債匯是否領先風險反轉	中

會前部位不宜過大。合理配置是：小規模曲線觀察部位、長端波動率、美元相對價值與長天期資產保護。會後依三條路徑快速調整。乾淨鴿才撤部分保護；偏鷹或可信度折價都應維持防守。

結論

6 月 14 日臨時停火讓主軸更清楚。市場手上多了一張前瞻降通膨的新牌，押的是油價回落與荷莫茲重啟；Fed 桌上仍是 5 月 CPI 4.2% 與 PPI 6.5% 的熱數據。6 月 17 日 FOMC 要處理的，是這兩張時間方向相反的通膨圖。

我的判斷偏謹慎。核心 CPI 尚未失控，和平紅利有基本面支撐，Fed 有理由保持耐心；但 PPI、能源、企業漲價意願、分裂的委員會與 2021 年制度記憶，會讓市場要求更高可信度。偏鴿點陣圖若無法帶動長端下行、美元走弱與通膨預期穩定，就不是利多，而是可信度折價現形。

交易上，不裸賭股市方向。重點放在點陣圖、10 年期、美債曲線、美元、breakeven、5y5y 與 term premium 的組合。乾淨鴿才順勢提高風險；偏鷹或偏鴿但長端不買單，都要保護長天期資產。對台股而言，6/17 前高估值電子仍需保護，核心判斷看美元、10 年期與外資電子曝險是否同步惡化。



[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