

# 關稅政策下的債券市場局勢

2025/04/18

## 前言

川普在 4/2 宣布對等關稅，除了向所有貿易國課徵基準關稅 10%，更針對對美貿易高額順差的貿易國課徵額外的高關稅，欲透過關稅減少貿易逆差與換取製造業回流美國，中國是去年對美貿易順差最大國，高達 2,954 億美元，計算出中國的對等關稅為 34%，中國在隔天直接反制 34% 的報復性關稅，由於中國是美國第三大進口國，極端的關稅讓美國人民面對未來生活成本的高漲，在 4/5 超過 1,400 場的反川普示威遊行，是川普 1/20 重返白宮後最大規模的反政府活動，市場也對川普關稅重拳而擔憂美國未來的經濟，美國密大消費者信心指數 4 月初值相較 3 月終值下降 10.88% 至 50.8，美國密大未來 1 年通膨預期在 4 月初值也上升至 6.7%，達到 1981 年以來的最高水準。市場對經濟衰退的隱憂與各國對美國不信任的情緒隨關稅公布後上漲，美國公債與美元備受考驗，連帶影響美國公司債的表現，以下將觀察對等關稅公布後，對美債與公司債的影響。

## 一、對等關稅對美國公債的影響：

美國公債在過去被視為較安全的資產，在市場恐慌下是資金的避風港，由股市轉往債市避險，通常會有因債市需求升高推升價格上揚、殖利率下降的現象，但此次整體而言不同於以往，後期債市殖利率快速攀升，市場推測其中原因可能受到美債主要持有國的拋售與避險基金的基差交易，導致美債市場劇烈波動。

觀察股市與債市自 4/2 宣布對等關稅後，股市與債市波動劇烈，市場擔憂關稅會增加美國通膨的上行風險與經濟的下行風險，VIX 指標一度在 4/7 衝高至 60，S&P500 在 4/2 至 4/7 下跌 10.13%，費半指的跌幅更高至 13.72%，資金在此期間湧入債市，美債各期間的殖利率在 4/6 皆來到今年以來的最低點，10 年期美債期貨價格在 4/2 至 4/6 上漲 2.16%，導致殖利率從 4.13% 下跌至 3.88%；然而，10 年期美債期貨價格在 4/6 至 4/11 下挫 3.67%，殖利率從 3.88% 飆升至 4.5%，資金從債市撤出讓川普坦言令人棘手，過去歷史的債市危機通常導致國家經濟的衰退與破產，殖利率的異常飆升隱含投資人對經濟體系的不信任，違約風險提升引發拋售潮，例如最近一次的歐債危機，故市場推測債市的反應讓川普會在 4/9 讓步，暫停實施關稅 90 天。

市場推測美債的賣壓來自兩大部分，一是持有美債第二大的中國，二是避險基金的基差交易。根據美國財政部公布美國公債的主要國家，中國自 2015 年開始減持美債，近 10 年從 1.2 兆減持至 7,608 億美元，與其他國家相反的操作方向，雖然無法及時觀察中國持有美債的金額是否有變化，但從中國在對等關稅宣布後，第一個反制美國課徵報復性關稅，且認為美國不合理的關稅，逐步將關稅從 34% 提高至 125%，故市場臆測川普強硬的關稅政策可能讓中國減持美債的配置。

此次美債價格的快速下降，市場更傾向賣壓來自避險基金的基差交易平倉潮與去槓桿後帶來的劇烈波動，根據 Apollo 統計，避險基金在美債期貨市場的淨空頭部位約 8,000 億美元，這對債市的衝擊影響甚大。基差交易是指利用期貨與現貨的價差套利，買進現貨美債，賣出期貨美債，但因價差較小，避險基金會將買進部位回購市場借資金再次操作，將報酬槓桿化。美債市場在對等關稅後劇烈波動，市場擔心未來美國的經濟走向，債市開始出現賣壓，債券價格下跌，高槓桿的部位虧損增加，資金壓力迫使避險基金出售美債現貨籌資、降低槓桿部位，導致債券價格下跌幅度進一步擴大的連鎖反應，故此次美債殖利率異常的升高，有部分人解讀為公債劇烈波動下的交易策略結果。

## 關稅政策下的債券市場局勢

2025/04/18



美國10年期公債殖利率與期貨價格

## 二、對等關稅對公司債影響：

美國公債殖利率被視為無風險利率，公司債的殖利率除了受市場的無風險利率影響，主要依據不同企業的信用風險與流動性等，風險愈高會愈高於無風險利率，價格波動也愈大。美國公司債依照信用評等可分成投等級債券與高收益債券，根據財經 M 平方美國公司債的圖表，美林投資級、高收益公司債指數的報酬指數在 4/2 至 4/11 個下跌 2.76%、2.79%，公司債報酬率下降隱含市場擔憂企業未來獲利；美國的信用風險利差是將美林各評級的債券殖利率扣除以 10 年期公債殖利率作為的無風險利率，可更好的觀察到市場預期未來企業違約風險的可能性，根據財經 M 平方美國信用風險利差的圖表，CCC 級的信用風險利差在 4/2 至 4/7 快速擴大，上升 1.96 個百分點，信用評差的公司債違約風險快速上升，且 CCC 級與 BBB 級的信用風險利差差距短時間擴大，差距從 7.82 個百分點上升至 9.61 個百分點，有經濟轉壞的跡象。



美國不同評級的信用風險利差

## 總結

在對等關稅的衝擊下，美國股債市皆波動劇烈，市場有不再將美國債市視為資金的避風港的跡象，反映投資人對美國經濟的隱憂，從美國公債與公司債的殖利率發現皆有走揚的趨勢，代表債市價格下降，賣壓上升，雖然關稅目前暫評實施 90 天，但美國未來的經濟不確定性仍較高，衡量美國公債市場波動度的 MOVE 指標在 4/1 至 4/11 已上升 35.43%，未來如若市場對公債的恐慌上升，再加上美國債台高築的負債，預期將對美國經濟前景不利。