

債券與信用風險再起， 高槓桿時代的挑戰

元大期貨副總經理 陳昱宏

近年來全球金融市場正處於一個根本性的結構性改變，肇因過去長達四十年（1980年至2021年）的債券牛市，這乃受益於低通膨、全球化與央行寬鬆政策的推動而產生，但因自2022年起的全球性通膨衝擊，迫使各國央行以數十年來最快的速度升息，這點乃徹底顛覆之前建立在「零利率」和「幾近無限量化寬鬆」基礎上的全球高槓桿結構，然而這一轉變不僅是單純的利率風險，更是對全球信用體系的全面壓力測試，如圖1所代表的高槓桿下面之損失可能，即使在利率的轉變，目前美國聯準會



圖1、全球信用體系壓力測試，高槓桿下可能損失釋意圖

（FED）趨向降息循環，但債券及信用風險也持續從三個層面逐漸發酵。

結構性的風險層面

存續風險（Duration Risk）的錯配，以及市場流動性的脆弱，加上「期限溢價」的回歸，正在重塑市場對於債券信用的估值，然這所謂的期限溢價乃是投資人因承擔持有長期債券（相對滾動持有短期債券）的不確定性（如未來通膨、政策路徑）而要求更多的額外補償，過去在量化寬鬆（QE）時代，各國央行大量購買長債，人為的壓低了期限溢價（甚至為負），但隨著央行轉向量化緊縮（QT），加上各國政府龐大的財政赤字導致新債供應不斷，

市場開始要求更高的期限溢價。這意味著，即便央行未來或現在正開始降息，長期利率（如10年或30年期美國公債殖利率）也可能保持在高檔，這將持續對高槓桿的金融操作施加壓力。回想2022-2023年的全球債市也經歷史上最嚴重的虧損事件，如2023年的美國區域銀行危機（如矽谷銀行SVB），其風暴核心即是長期的債券投資組合的巨額未實現評價損失，這乃因風險高度集中於企業部門的槓桿貸款、私募信貸的黑盒子，以及商業地產的到期債務，外加上主權債務的可持續性，特別是政府主導的財政風險，這些面向的穩定性亦將受嚴峻的考驗，相信市場監理者也不得不謹慎來看待。

隱藏性槓桿的風險層面

債券及信用風險已從受嚴格監管的銀行體系，大量轉移至不透明的非銀行金融機構（Non-bank financial institution；NBFI或稱影子銀行），其流動性錯配也構成了潛在的系統性威脅，目前全球正進入一個違約率上升、信用利差分化的新週期，即使短期利率可能會有調整，但或許「更高更久」（Higher for Longer）的利率環境不再是暫時現象，而是一種新常態，這將要求投資者、企業和監管機構，必須從根本上重新評估風險定價與資產負債表的健康度。

債券流動性的風險層面

自金融海嘯（2008年後），金融監管越加嚴格（如陶德-法蘭克法案、巴賽爾協定III的設立），這限制商業銀行從事自營交易和充當造市商的能力，這將使得原先債券市場的流動性提供者，從資本雄厚的銀行轉向了高頻交易公司、對沖基金等非銀行機構，如此一來恐將導致市場流動性變得極不穩定，甚至未來在市場面對衝擊時，整體的流動性就可能瞬間蒸發，或導致價格劇烈波動，相信即使美國公債市場也會面臨流動性問題，屆時考驗著美國財政部或是FED的介入時機而定。

債券期貨的經濟背景：以美債及歐債期貨說明

由於公債期貨乃是利率預期或是反應最直接與流動性最高的交易工具，故而以下也特向讀者來說明美債及歐債期貨反應的經濟現況，如圖2、全球各類期貨交易量口數分配圖，這是從今年截至6月為止，其中全球債券期貨交易量已達26.5億，占期貨交易總量的19%，突顯市場對於債券期貨的交易存在一定的交易需求，甚至算是直接解決該區（不論美國或歐元區）的投資人對利率的風險規避。

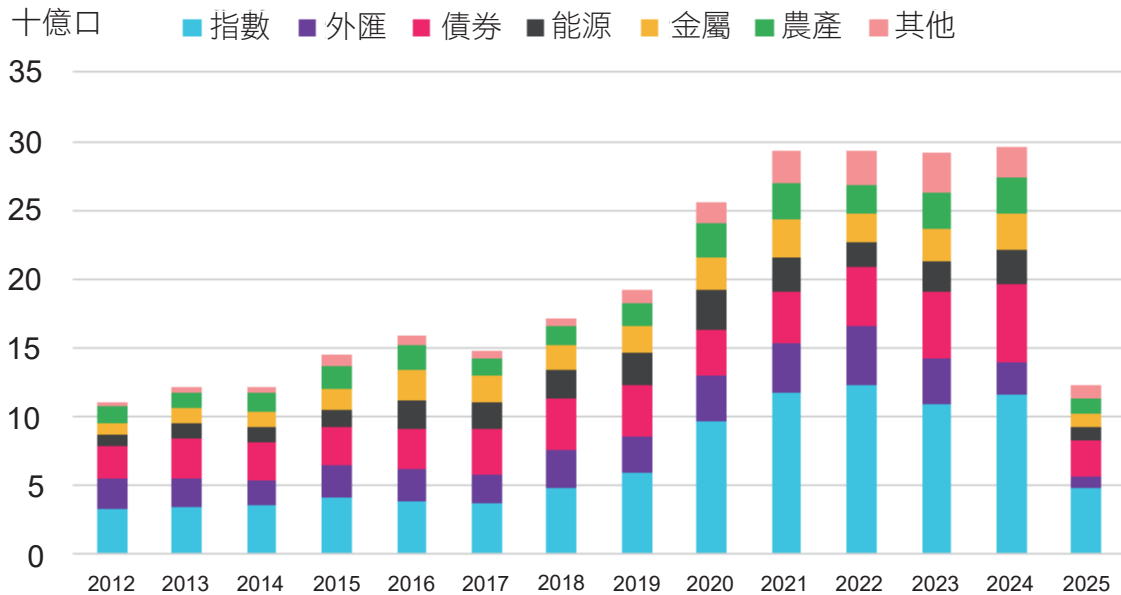


圖2、全球各類期貨交易量口數分配圖

美債期貨

近期（2025年Q3末至Q4初），美債期貨價格整體還是呈現顯著的空頭排列，雖然價格與前波低點有稍作反彈，但也不代表市場就認為未來利率會大幅降低，然這也關係到一向頑固的通膨數據，核心PCE與服務業通膨（薪資），還沒辦法讓FED在短期內轉向大幅降息，且如此前講譬，美國財政部持續大規模標售公債，迫使市場要求更高的期限溢價，更打擊長天期債券期貨價格，且Fed已明確表示，未來的每一步決策都將「依賴數據」，這使得市場對兩類數據極度敏感（通膨數據和就業數據）。

然在Fed努力平衡通膨與就業的同時，另一個重大不確定性因素來自美國政府（白宮），尤其川普總統對於利率政策的預期，與Fed的謹慎立場形成鮮明對比，這對市場構成了額外的風險，從明確的政策方向，川普要求「大幅、快速」降息，與持續透過其社交媒體平台，公開且異常直接地向Fed主席-鮑爾（Powell）施壓，甚至要求更大幅度的降息，這如此批評Fed的行動太慢並明確表示先前（2025年9月）的25個基點降息是遠遠不夠，突顯川普的目標是透過激進的降息來刺激經濟，並可能意圖壓低美元匯率以縮減貿易逆差，同時川普也正試圖透過人事任命來影響Fed的決策，悉如白宮經濟顧問委員會（CEA）主席 Stephen Miran 被任命為Fed理事，並在9月的會議上立即投下反對票，主張降息50個基點，這點加大市場對於Fed的政治判斷疑慮。

另外美國政府也試圖解職Fed理事Lisa Cook，目前案件已上訴至最高法院，這也被廣泛視為對央行獨立性的直接挑戰，搭配著川普對外的關稅政策，這是一種供給面的衝擊，因為關稅就是導致通膨居高不下的原因之一，然而政府卻同時要求Fed降息來應對，這點也是較難

以量化的變數所在，且若Fed屈服於政治壓力，在通膨遠未達標時就大幅降息，這也將嚴重損害其信譽，也正是推高「期限溢價」的因素之一，若未來通膨失控與財政紀律渙散，要求更高的長期利率作為補償，並可能動搖對美元的長期信心，甚至引發資本外流危機，也是高槓桿時代的風險所在，相信美債期貨會是投資人在規避此風險的交易工具。

歐債期貨

在過去20年，歐洲的經濟表現已明顯落後於美國和中國，尤其在身為已開發國家的背景下，破壞式創新也因為機會成本過高，進而更難以為繼，種種限制使得歐洲經濟成長緩慢，加上社會福利高，也讓生產力低，配合債務不斷上升，這些問題都已經成為歐洲面臨的嚴峻問題，故而歐債期貨的表現在整體吸金度上，就明顯遜於美債期貨，更令人擔憂的是在新技術驅動的經濟成長引擎如巨量資料、人工智慧（AI）和電動車等領域，歐洲正逐漸被美國和中國甩在背後，先前1980年代的歐洲光環，如歐洲占全球GDP的近三分之一，如今已被中國超越，再根據國際貨幣基金組織（IMF）今年4月的世界經濟展望報告，以購買力平價（PPP）的全球GDP份額顯示：中國占19.68%，美國占14.75%，而歐盟僅占14.1%，這說明歐洲正被中國廉價進口品、美國先進技術和俄羅斯地緣政治壓力所擠壓。

單就德國10年期公債期貨的走勢與美債大致同步，這反應全球性的利率上升趨勢，不過歐洲央行（ECB）的鷹派立場，該行對抗核心通膨方面態度相當堅決，只是歐元區（特別是德國）的PMI數據疲軟，降息趨勢恐怕也難以避險，屆時也會是利歐債期貨的交易熱度，對沖這高槓桿時代的挑戰。

高槓桿的斷裂點：全球信用風險分析

在目前高利率、高波動及高度政治不確定性的背景下，信用風險正沿著過去十年槓桿最高的領域集中爆發，尤其企業部門乃是零利率時代最大的受益者，也是當前高槓桿時代中最脆弱的一環，如過去常見到的「殭屍企業」，意指連續三年息前及稅前利潤（EBIT）不足以支付其利息費用的公司，在低利率時代，它們可以輕易以3%至4%的利率借新還舊，只不過當利率飆升至5%以上，再融資利率（Refinancing Rate）對它們而言，這可能就會飆升到8%至10%，然而這不是單純公司利益受損的問題，這是公司週轉的生存問題，尤其它們也常利用發行高殖利率債券來週轉，如2020年至2021年發行大量的高殖利債券（當時殖利率處於3-5%的歷史低點），這塊也將在2026年至2028年集中到期，悉如一家BBB級評級公司，在2021年發行的5年期債券即將到期，當時票息為4.5%，但如今它必須以9%的利率發行新債來償還舊債，其利息支出瞬間倍翻，對於利潤微薄的企業，這可能直接導致現金流轉負，甚至走向違約破產或至清算，當然若全球利率可在近年轉向降息循環，那可能這些公司的衝擊就會有限，只是若無法走向降息的循環，甚至降息時序停滯，那高槓桿時代的挑戰就會加速來到，屆時金融動盪恐也再所難免。

除此之外，金融圈盛行的槓桿貸款（Leveraged Loans）也是要特別留意風險的點，尤其它擁有以「浮動利率」來計息的特性，且這些貸款更是私募股權（PE）進行槓桿收購（LBO）的主要融資工具，故而它的風險性也不容小覷，加上之前隨著Fed於2022年至2023年的每次升息，這些公司的利息支出都在下一個季度就同步飆升，然而這些公司的「利息覆蓋率」即“EBITDA/利息支出”已從近零利率時代的平均5-6倍，暴跌至2025年的1.5-2倍，甚至許多公司已跌破1倍，自然這就是即將陷入「殭屍」狀態的公司，相信這風險不是不爆，而是有如灰犀牛的可能到來，甚至可能成為另一個風暴的核心所在。

另外金融市場目前的制度性缺陷也是可留心的重點，悉如無擔保簡約條款「Covenant-Lite」的陷阱，以過去十年金融市場「對收益的瘋狂追逐」，導致貸方（投資人）也在陸陸續續減少相對應的貸款保護條款，尤其依外媒數據，單在2021年，就有超過85%的槓桿貸款屬於Covenant-Lite，這意味著銀行不能再要求企業每季必須維持如「債務/EBITDA低於4倍」這樣的財務指標，就像是我們常見的溫水煮青蛙，然貸方失去預警系統，讓他們無法在企業財務狀況惡化時及早介入（例如提前強制重組或是停止再度提款），甚至直至企業真正付不出利息（Payment Default）的那一刻，才能真正採取行動，若屆時公司資不抵債，那貸方的「回收率」（Recovery Rate）就將低得驚人，加上Covenant-Lite條款的漏洞，這也允許陷入困境的公司利用法律技巧，將最有價值的資產（如品牌IP）轉移到新的子公司，並以此為抵押獲取「新錢」（這通常來自更為精明的對沖基金），而將原始的槓桿貸款投資者晾在一邊，使其債權的抵押品變為空殼，這也是另一危機所在。

最後有關於高風險的槓桿貸款，其實並非由銀行持有，而是被打包成CLO（擔保貸款憑證），用以賣給全球的保險公司、養老基金和資產管理公司，然當這些貸款違約率攀升時，CLO的底層和夾層將直接被血洗，也就是直接被清算，這塊很像是2008年金融海嘯時，二房風暴所帶來的風險漫延，自然也是典型的金融危機，故而高槓桿所衍生出來的可能負面影響，實在不可不慎。

私募信貸所衍生的風險黑盒

眾所皆知，私募信貸（Private Credit）是另一個風險黑盒，如果說前段所述的槓桿貸款是「高風險且半透明」的，那麼私募信貸就是一個規模達數兆美元的相對黑盒，自2008年後的嚴格銀行監管讓銀行退出對中型企業的風險貸款，然而這個真空被影子銀行，即大型私募股權和資產管理公司迅速填補，它們可以募集巨額基金並直接向企業放款，同時在過去幾年，私募信貸向其投資者，如養老基金或主權財富基金提供了看似完美的投資，悉如每年8-12%的穩定回報，且波動性幾乎為零的投資計劃，這種「零風險波動」正是私募信貸最危險的秘密所在。

這有別於公開市場是「Mark-to-Market」（按市價估值），在2022年利率飆升時，高殖利債券指數暴跌了16%，反觀私募信貸是不流動的，因為這沒有公開市場的，其價值是由基

金經理人自己的內部模型來決定的，故而可以想像的是當利率飆升，公開市場的B級債券價格跌至80美元時，基金經理人持有的如風險特徵相似的私募信貸貸款，在帳上可能價值還在97或98美元，然而這不是低波動或零波動，而這是延遲揭露損失所致，另外當私募信貸的借款人在高利率下無法支付現金利息時，多數基金經理人並不會宣布其違約，因為這會迫使他們在模型中減記資產價值，故而他們可能會選擇修改貸款條款，最常見的手段是允許借款人本期不支付現金利息，而是將利息金額加入本金，作為「實物支付」，然而對借款人的債務負擔，就以複利形式爆炸性增長，基金經理人透過這方式，除了可以在帳面上創造「虛假收益」，同時也可以一併掩蓋了借款人早已實質違約的事實。

故而私募信貸市場可能正在持續加大它的金融風險效應，投資者（如養老基金等）以為自己持有的是穩健的高收益資產，但實際可能是不知何時會爆發的次級貸款，前述的槓桿貸款市場開始出現大規模違約，那私募信貸基金的真實損失就有可能將被一次性揭露，引發投資者的恐慌性贖回，其所造成的負面影響，將超過風險層面的金額想像。

總結：期貨市場支援實體經濟，有助於金融市場健全發展

總結本篇重點，即便目前金融市場處在一個降息的階段，不過高槓桿的現況還是最基礎的背景，市場對於利率的敏感度依舊很高，倘若上述的隱憂陸續爆發，那會是再度考驗金融市場的抗震性與穩定性，伴隨著美國的貿易政策，與全球的地緣政治影響紛雜，這些對於期貨作為避險工具的使用將是可更加發輝的舞台，先前段落講到的美債期貨及歐債期貨，不論是短中長期的標的，對於利率風險的對沖，相信可以有不錯的表現，投資人或是法人在這塊可以多加利用，尤其不論是避險、套利或是價格發現，相信期貨市場支援實體經濟的層面可以更加廣泛，會是有助於金融市場的發展。

