

# 〔投資研究報告〕

2026/1/8

失寵的避險王：  
美國長天期公債為何愈來愈像風險資產？

## 目錄

- 一、不怕利率高，就怕「像股票一樣抖」
- 二、核心機制：長債避險功能來自「股債負相關」
- 三、關鍵變因一：財政赤字與國債供給成為「結構性賣壓」
- 四、關鍵變因二：海外官方買盤角色退場
- 五、關鍵變因三：股債負相關鬆動，資產配置模型被迫重寫

## 當「最安全的資產」開始嚇人

2026/1/8 新光投顧

過去四十年，投資人相信一條簡單但好用的經驗法則：股市跌，美國長天期公債多半漲；股市慌，長債提供喘息。這套邏輯支撐了「60/40」、風險平價、目標波動等一整套資產配置模型。

但如今，長天期公債的殖利率在高檔反覆震盪，價格波動度卻日益接近風險資產；更麻煩的是，當股市修正時，債市避險效果顯著下降，甚至出現「股債同跌」的尷尬場景。重複發生的事件，已然預示著一場結構性轉變：美國長債正在失去它的避險功能。

### 目錄

- 一、 不怕利率高，就怕「像股票一樣抖」
- 二、 核心機制：長債避險功能來自「股債負相關」
- 三、 關鍵變因一：財政赤字與國債供給成為「結構性賣壓」
- 四、 關鍵變因二：海外官方買盤角色退場
- 五、 關鍵變因三：股債負相關鬆動，資產配置模型被迫重寫

### 一、 不怕利率高，就怕「像股票一樣抖」

先把現象拆開來看：

1. **殖利率高檔震盪**：代表市場對通膨、成長、財政與政策利率的路徑分歧更大，長端價格被反覆重估。
2. **長債價格波動度上升**：長天期債券週期長，對利率變動極敏感。當利率不確定性上升，長債的「槓桿」本質會被放大。
3. **避險效果下降**：避險不是看報酬多寡，而是看「在風險資產下跌時，能否穩定提供對沖」。當長債自身變成波動來源，它就不再是保險，而是另一個需要被保險的部位。

換句話說：問題不只是「利率更高」，而是**長債的風險因子正在改變**——從「景氣下行對沖」逐步轉向「通膨與財政風險載體」。

## 二、核心機制：長債避險功能來自「股債負相關」

長債之所以能避險，是因為在典型的景氣衰退或風險事件中：

- 風險偏好崩落 → 資金湧向安全資產 → 債券價格上漲
- 成長下修 → 市場預期降息 → 長端利率下行 → 長債上漲

這一切要成立，關鍵在於：**市場把主要風險定義為「成長風險」**，而不是「通膨風險」或「財政可持續性風險」。

一旦主導風險換人當家，股債關係就會改寫：若股市下跌是因為通膨黏著、利率需要更高更久，或赤字擴大推升期限溢酬，那麼債券不但不會漲，還可能跟著跌。

## 三、關鍵變因一：財政赤字與國債供給成為「結構性賣壓」

過去談長債，市場關注的是聯準會利率路徑；現在，長端的另一個主角抬頭：**供給**。

當財政赤字長期化，政府必須持續大量發債。這帶來三層影響：

### (1) 供給不是一次性，而是「長期、可預期、且難逆轉」

市場能消化短期的意外；更難消化的是「確定會很多、而且會很久」。供給的長期化，等同於把長債變成需要市場不斷吸收的商品，而不是自然稀缺的安全資產。

### (2) 期限溢酬上升：投資人要求更高報酬才願意持有長天期債券

長債利率可以拆成兩部分：

- 對未來短期利率的預期
- 期限溢酬（拿更久期限風險的補償）

當供給增加、通膨與政策不確定性提高、以及市場對財政前景更敏感時，期限溢酬上升就會成為長端利率的結構性推力。此時即使市場開始預期未來降息，長端也未必如以往那樣大幅下行——避險力量被削弱。

### **(3) 市場承接能力是有限的：交易中介的「資產負債表稀缺」**

在監管與資本約束下，主要交易商的槓桿與庫存承接能力有限。當國債供給放大，市場更依賴價格（也就是更高利率、更大波動）來「清庫存」。長債於是更像風險資產：靠波動來完成出清。

## **四、關鍵變因二：海外官方買盤角色退場**

長債過去的另一道底氣，是海外官方部門（央行、主權機構）長期的結構性需求：

- 外匯存底配置
- 貿易順差回流
- 對美元資產的安全偏好

但這條需求曲線正在變得更平、更不穩定：

1. **美元資產的「必要性」下降**：部分國家外匯管理與資產配置更分散，對單一長端美債的依賴降低。
2. **匯率避險成本改變吸引力**：對很多非美元投資人而言，買長債不只看票息，還要看避險後的實得報酬；當避險成本偏高或波動加劇，長債的相對吸引力下降。
3. **地緣政治與金融安全考量**：官方部門更在意流動性與可控性，配置行為可能更偏向「短天期、易調整」而非長天期承諾。

結果是：長債失去一批穩定的、價格不敏感的買家。當「不在乎短期波動的長線買盤」縮小，市場就更容易被槓桿資金、情緒與技術性因素主導，波動自然上升。

## 五、關鍵變因三：股債負相關鬆動，資產配置模型被迫重寫

資產配置模型多半把股債相關性視為相對穩定的統計性質；但現實是，**相關性是「制度與通膨環境的產物」**。

當宏觀世界從「低通膨、央行可快速救市」轉向「通膨尾部風險仍在、財政供給上升、央行縮表」，股債負相關就不再是自然法則，而是情境變數。

這會帶來三個直接後果：

### (1) 「60/40」不再天然平滑

配置的精髓不是平均，而是互補。當股票下跌、債券卻不漲，40的那一部分不再像避震器，而像第二顆輪胎也在漏氣。

### (2) 風險平價 ( Risk Parity ) 與目標波動策略更脆弱

這些策略往往以債券作為低波動資產，並用槓桿放大其權重。若長債波動上升、且在壓力情境中無法對沖股票，等同於把槓桿加在一個「會跟著股票一起跌」的部位上，尾部風險上升。

### (3) 對沖資產的候選名單必須擴充

投資組合需要新的保險：

- 以「通膨對沖」為核心的配置（部分商品、通膨連結債、具有定價權的股票因子）
- 以「極端風險」為核心的工具（波動度策略、選擇權保護、趨勢追蹤）
- 以「短天期」替代「長天期」的利率曝險管理（把防守從長端移到更可控的利率段）

重點不是宣判長債無用，而是承認：**長債不再是唯一、也不再是最可靠的避險資產。**

**結論：長債信用還在，但已失去「情境優勢」**

美國長天期公債仍是全球最深、最流動的市場之一；它的「信用」並未憑空消失。它真正失去的，是過去那種幾乎自動生效的避險地位——那是建立在低通膨、赤字壓力較小、海外官方買盤強、以及央行能果斷降息救市的時代結構上。

當財政供給成為結構性賣壓、海外官方買盤退場、期限溢酬更敏感、股債負相關鬆動，長債就從「保險」變成「需要定價的風險」。

投資人若仍用舊世界的直覺管理新世界的風險，最大的危險不是賠錢，而是——在真正需要避險的那一刻，才發現手上的避險工具已經換了性格，反咬一口。

**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