

市場「私刑正義」制裁川普

陳國樑

政大財政系教授暨系主任／政大財稅研究中心主任

04 May '25

在漫畫中，蝙蝠俠（Batman）秉持正義的信念，竭力消弭高譚市（Gotham City）內的犯罪與腐敗；現實中的經濟世界，也存在著如蝙蝠俠般的經濟「義勇軍」（vigilante），運用市場的「私刑正義」來維護全球經濟秩序？

美國政府以「公平貿易」之名，聲稱將不再容忍他國家對美國商品的「高關稅稅率」（包括匯率操弄與貿易壁壘）所造成的嚴重貿易逆差，川普總統於 4 月 2 日簽署通過第 14257 號行政命令，宣告自 4 月 5 日起，對所有美國進口產品徵收最低 10% 的關稅，並對來自 57 個國家的進口產品徵收 11% 至 50% 不等的「對等關稅」（reciprocal tariffs），計畫原定於 4 月 9 日起生效。

洋洋得意的川普，將命令簽署日當天稱為「解放日」（Liberation Day），並吹噓此日為「美國歷史上最重要的日子之一」。但由於對於各國之對等關稅稅率設計，完全基於「使美國貿易逆差降為零」為考量，粗暴而霸道地決定加徵各國關稅幅度，乃至於政策宣布後，立即引發全球金融市場震撼，世界經濟秩序大亂。

然而，國際社會並未擁有一個能夠維護全球經濟秩序的強有力機構或組織，若想透過「世界貿易組織」（World Trade Organization）解決美國對等關稅的問題，無異於緣木求魚。在這場由美國單方面發起、以鄰為壑的關稅風暴中，全球是否只能眼睜睜看著川普肆意為所欲為，無計可施？

在公權力薄弱、犯罪率較高的社會或地區，常有「私刑正義」的情形；在電影、小說或漫畫作品中，也不乏以義勇者在法律框架之外，實踐正義行動為核心情節的故事，例如《蝙蝠俠》或《蜘蛛人》等。

長久以來，在國際債券市場流傳著關於「債券義勇軍團」（bond vigilante）的傳說〔註〕，這個名詞用來表示一群「神秘」、「來去無蹤」的債券市場投資者，透過拋售特定國家的主權債券，執行「市場私刑」，以抗議該國政府任意採行會導致通膨、過度寬鬆之貨幣或財政政策

此種「制裁」不僅會造成「受刑國」政府債券殖利率驟升，恐誘發該國主權債信危機外，更會使其整體借貸成本上升，抑制消費和投資，乃至總體經濟陷入衰退期。

許多金融分析師認為在這次關稅風暴中，正是「債券義勇軍團」的精準「出擊」，執行市場「私刑正義」，攻擊美國聯邦債券，迫使川普在原定對等關稅生效日，突然宣布暫停對各國（中國除外）之對等關稅政策，為期 90 天。在隨後的訪談中，即便向來趾高氣昂的川普也直言：「債券市場極為棘手」（The bond market is very tricky），並表示「這讓人有點不安」（People were getting a little queasy）。

事實上，4 月 2 日後，除全球股災外，美國債券價格開始下跌。10 年期美國公債殖利率在政策宣布後的數日內急劇攀升，從 3.9% 飆漲至 4.5%，大幅波動 60 個基點，創下 2001 年 12 月以來的最大三日漲幅；30 年期美國公債殖利率亦呈現相似走勢。2 年期美國公債殖利率則上升了 30 基點，創下自 2009 年「大衰退」（Great Recession）結束後，最大的單日波動。

學理上，所謂的「債券義勇軍團」，並非只是都市傳說。

在債券市場，價格與殖利率成反比關係。當投資者意識到手中持有的主權債券之信用風險或通膨風險正在上升時，會透過拋售手中持有的債券，來追求更高的收益，以補償增加的風險。這一行為直接導致被拋售的政府債券價格下跌，主權債券殖利率上升。

就此而言，債券市場本身存在著一種自我調整機制，會對政府過度的支出與借貸進行制衡；儘管這並非是債券持有人基於「默契」或「共識」所刻意採取的集體行動，但這種市場的力量，有時候確實可以有效反擊一國糟糕的經濟政策，迫使該國政府停止計畫。

這次關稅風暴中，「債券義勇軍團」的成功「出擊」，提醒我們無需過度恐懼川普政權的蠻橫行徑；狂人就算能一時影響全球局勢，最終勢必會灰飛煙滅，淪為後人的談資。

〔註〕：此一術語由著名的以色列裔美國經濟學家 Edward Yardeni 於 20 世紀 80 年代所創。