备忘录：　　致客户

发信人：　　霍华德•马克斯（Howard Marks）

主题：　　三论放弃经济法则

2024 年 9 月和 2025 年 6 月，我曾两度撰写备忘录，批评政府试图凌驾于经济学法则之上的行为，因为我坚信，此类尝试很可能收效甚微，还可能造成负面影响。经济体是自然运行的有机体，试图加以操控会扭曲其运行机制，往往会使整体结果变得更糟。有时，为避免出现社会不可接受的局面——如大范围贫困或失业，这种干预是必要的，但应当精准施策、慎之又慎。

最贴切的类比来自于自然界。正如电影*《狮子王》*中的那首歌所描述的那样，有一个所谓的“生命循环（Circle of Life）”。这一循环有其残酷的一面——其运转遵循“适者生存”一类的法则——但正是这样，整个自然界才能维持平衡。人类固然可以采取措施压制捕食者以保护被捕食者，但这类干预可能产生二阶效应，导致其他物种过度繁衍，打破整个生态环境的平衡。弱肉强食看似残酷，然而人类试图改善整体局面所做的努力，却容易带来始料未及的后果。这也让我想到那些试图左右市场运行的做法。

最新一次此类尝试，是为了应对近来长期利率的持续上升。8 月 17 日，美国 30 年期国债收益率收于 5.3%以上，创下彼时 19 年来的新高。政府或央行或许希望遏制这一上升趋势，并推动长期利率回落，因为较高的长期利率往往会：（一）抑制经济增长，（二）降低汽车、住房等通常依赖贷款购买商品的可负担性，（三）增加联邦债务的偿付成本（其债务规模近期已达到惊人的 40 万亿美元），以及（四）表明市场参与者信心不足。

与联邦公开市场委员会（FOMC）可就联邦基金利率设定目标区间不同，美联储无法直接设定长期利率，前者对其他短期利率有着巨大影响。财政部同样不会“设定”长期利率，但可通过发行与回购国债对其施加影响。于是，8 月 19 日，财政部宣布将长期国债回购的单次上限至少扩大一倍，从 20 亿美元提高至 40 亿美元，称此举旨在为较长期限证券提供更强的流动性支持。次日，财政部长斯科特•贝森特（Scott Bessent）表示愿意加码干预——近乎于一种“不惜一切代价”的承诺。在其他条件相同的情况下，增加买入应会推高债券价格，而债券价格上涨则意味着债券收益率下降。长期利率在此消息公布后应声下降，但次日又反弹回升。

这能解决问题吗？

在我看来，此举是试图从表面上改善利率状况。这或许是对上述利率上升所造成影响的回应，但称不上解决了根本问题。

首先，任何干预效果都可能只是暂时的。在其他条件不变的前提下，您可以通过买入推高某商品的价格，也可以通过卖出压低价格。但这类操作的影响可能转瞬即逝，一旦停手，市场大概率会回到未受干预时原本的运行轨迹。想象一下，海洋中有一道水柱。只要水流持续向上喷涌，其推力便能托着球体悬浮于海面之上。然而，一旦水流不再上涌，球体便会落下。

8 月 24 日，投资人斯坦利•德鲁肯米勒（Stanley Druckenmiller）针对贝森特的表态，在*《华尔街日报》*发表了一篇评论文章。以下是文中我最喜欢的一些片段：

> 人为压低收益率的每一个基点，都是在为拖延行径买单……

© 2026 Oaktree Capital Management, L.P.　　保留所有权利

> 无论此举节省了多少基点，都将以拖延的代价数倍奉还……
> 政府若违背基本面来维持价格，终将失败。唯一的变量在于，在接受现实之前会付出多少代价。

德鲁肯米勒对此深有体会——他曾参与构思了史上最著名的宏观交易。1992 年，在负责乔治·索罗斯（George Soros）量子基金的日常运作期间，他成功押注英国央行无法在违背基本面的情况下维持英镑汇率。据称这笔交易为基金赚取了约 10 亿美元。在那个年代，10 亿美元是一笔真正的巨款。

其次，此举并未直击利率上行的根源。财政部所不乐见的利率上升，并非无缘无故出现的偶然现象。可能的成因包括：

- **通胀始终高于理想水平**（例如，7 月个人消费支出（PCE）通胀率为 3.7%，明显高于美联储 2%的长期通胀目标）；这正是美联储上周上调基准利率的主要原因。而伊朗战事推高油价，可能导致通胀持续处于高位。由于通胀会随着时间削弱货币的购买力，因此购买长期工具的投资者会要求收益率中包含通胀补偿的部分，以保护未来收回资金时的购买力。

- **美国几乎毫无财政纪律可言**。得益于美元作为世界储备货币的地位，美国手握一张我所称之为的“黄金信用卡”——既无信用额度上限，账单也永远不会到期，并且利率极低。但美国却不加节制地刷卡。百年前，约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）大力主张赤字支出（事实上，赤字支出与“凯恩斯主义经济学”密不可分）。他主张在经济放缓时期通过赤字性支出以刺激就业，并在经济恢复增长后偿还由此产生的债务。如今，美国在繁荣时期便维持巨额赤字，而我们几乎听不到任何关于平衡预算的讨论（实际上，连预算都无人谈及）。**值得注意的是，巨额赤字具有通胀效应，在经济接近满负荷运转时更是如此，因为政府通过支出向市场注入的流动性，多于其通过税收收回的流动性。**这部分增量流动性会拉动总需求、从而刺激经济增长，但同时也会加剧通胀，令前述问题雪上加霜。

  如今，美国赤字规模约占国内生产总值（GDP）的 6%，对于一个失业率仅 4%且处于繁荣期的经济体而言，这一水平高得惊人。今年的净利息支出预计将超过 1 万亿美元，高于国防预算。如果债务增速持续高于 GDP 增速，这一数字还将迅速攀升。（如果利率从当前水平进一步上升又会如何？）这种没有节制的做法增加了这张信用卡被收回或至少受到某种限制的可能性。其直接后果将是美国债务利率上升。这将推高偿债成本，并进一步扩大赤字，并导致财政纪律缺失所引发的恶性循环愈演愈烈。

- 财政部的回购资金来自其一般现金储备，而这最终需通过新增发行来补充。如果扩大长期债券回购规模的同时，增加短期国债发行，那么这些交易不会改变我们的整体债务规模，却会缩短债务的期限结构，从而使得政府需以当时的市场利率更为频繁地进行再融资。这似乎不太可能提振市场对我们财政状况的信心。

- 除了满足美国经济增长所伴随的常规资本需求之外，还需为巨额联邦财政赤字融资，此外还有对人工智能（AI）的数万亿美元投资。这些因素的叠加形成了对债务和股权资本的强劲需求。经济学最基本的规律便是：需求增加会导致价格上涨。**因此，资本需求的增长给资金的价格——利率——带来上行压力，完全合乎情理。**

© 2026 Oaktree Capital Management, L.P. 保留所有权利

> 展望未来，人工智能建设耗资或以万亿美元计。据麦肯锡公司估算，到 2030 年，全球在与人工智能直接相关的数据中心上的支出就将超过 5 万亿美元。这其中相当一部分资金可能来自借款，但即便通过出售股权筹集的资金，也会占用可用资本的供应总量，进而影响债券为吸引投资者所须支付的利率。与此同时，财政部在为年度赤字融资的同时，还需要为大规模庞大的到期国债进行再融资。其大部分发行仅用于滚动偿还到期债务，但投资者必须消化约 2 万亿美元的净新增发行，从而给收益率带来上行压力，也**意味着利率短期内下行的可能微乎其微**。

据*《金融时报》*8 月 22 日报道，“贝森特周四辩称，‘收益率并未反映底层基本面’，并援引了伊朗战事的影响，以及 30 年期国债市场‘非常糟糕’的流动性。”**恰恰相反，我认为美国长期债券收益率反映的正是前文所述的基本面。**

第三，我认为财政部 / 美联储声明的影响往往主要作用于心理层面，旨在引发某种特定反应（正如这次在一天内所达到的效果一样）。但其影响力会随着时间的推移而减弱，尤其在未能解决根本问题的情况下更是如此。就本轮干预而言，归根结底，市场似乎并未给予积极回应。请参阅如下 Evercore ISI 于 9 月 9 日发布的评论：

> 今日上午 11 点，财政部长贝森特加码推行的“财政部扭转操作（Treasury Twist）”首轮回购计划终于揭晓。财政部周四宣布，将回购操作的单次上限翻三倍，从 20 亿美元增至 60 亿美元——高于 8 月承诺的“至少 40 亿美元”。但市场似乎对此反应平平，截至本文撰写时，收益率不降反升。

目标不应是压低利率，而应是应对推高利率的因素。通过购买债券强行压低利率，好比给发烧的病人敷冰袋。冰袋或许能降低病人的体温，但不根除发烧的病因，病人难以真正痊愈。

债务是问题吗？

我经常被问及这个问题，但要解释清楚并不容易。**一方面，简单来说，美国永远入不敷出，这件事并不合理。**正如经济学家赫伯特 • 斯坦（Herbert Stein）所言：“凡事若无法永远持续，那么它终将停止。”这一点无可辩驳！

但另一方面，很难判断究竟是什么会导致美国无法继续通过增加债务来为赤字提供资金。尽管 2016 年总统竞选期间，时任总统候选人的唐纳德 • 特朗普（Donald Trump）曾就美国债务问题发表过一些模棱两可的言论，但我认为美国无法如期偿还的可能性微乎其微。既然我们的债务是以美国发行的货币计价，又怎么会无法偿还呢？我年轻时有一张 20 世纪 20 年代初魏玛共和国的 1,000 马克纸币，上面印着“一百万马克”的字样。德国因一战的债务和赔款背负了巨额财政负担，印钞虽能填补赤字，却也促成了货币的崩溃。

只要美元仍是世界主要储备货币——2025 年，美元参与了 89%的外汇交易，2026 年第一季度，美元占已分配官方储备的 57%——美国似乎有可能继续以本国货币为赤字进行融资。您也许想说：“话虽如此，但美元会不会失去储备货币地位？印钞太多是否会削弱美元的接受度？”这是个棘手的问题。在我看来，世界需要安全且具备流动性的储备货币，用于储备资产以及开展国际交易。若美元不再充当主要储备货币，就必须有另一种货币或一篮子货币发挥更大的作用。十五年前，有人认为欧元有望扮演这个角色。如今它仍是第二大储备货币，但并未缩小与美元之间的差距。黄金并未被广泛用于交易——原因显而易见，未来也不太可能普及——但据三菱日联银行（MUFG Bank）上周发布的一份报告，黄金近期已超越美元，成为全

© 2026 Oaktree Capital Management, L.P. 保留所有权利

球央行首要的储备资产。最后，加密货币在储备中的作用几乎可以忽略不计。总的来说，当前世界还只能依赖美元。

因此，美国很可能仍能继续以美元履行债务偿付义务。这就引出了下一个问题：汇率将会如何变化？在其他条件不变的情况下，大量发行一种货币，会降低其相对于“实物”和其他货币的价值。可以轻而易举地把一张 1,000 马克的纸币变成 1,000,000 马克的纸币，但很可能这张纸币还是只能买到一只山羊（正如我在 2008 年的备忘录*《消极主义的极限》*（*The Limits to Negativism*）中所写。）事实上，那些琢磨美国将如何应对债务的人讨论的正是“贬值交易”：让我们以购买力缩水的美元来偿还债务——换句话说，用更少的山羊来还债。

正如*《金融时报》*8 月 22 日所写：

> 财政部此番试图压低债券收益率的新举措是一个信号，表明美国并不打算控制开支，而是准备干预市场以限制借贷成本，即使这会导致美元贬值。这让美元作为避险资产的地位受到了更多质疑。

这种做法可能会适得其反，投资者会因此担忧未来被偿付的美元购买力，进而要求新的美元债务支付更高利率。

值得一提的是，2008 年我提及超发的魏玛纸币，是因为担忧央行为帮助我们摆脱全球金融危机而大规模投放流动性。包括我在内的许多人都担心，这可能会让美元相对其他货币贬值，或加剧通胀。然而，美元并未相对于主要货币持续贬值，持续性的高通胀也并未随之出现。

2008 年，为阻止正在发酵的全球金融体系崩盘，美联储扩张资产负债表是必要的审慎之举（事实证明，此举并未导致美元贬值；在我看来，这在很大程度上抵消了全球金融危机造成的货币和信用收缩）。而如今的大规模赤字融资，是为了应对我们自己造成的赤字。并且这发生在经济繁荣时期，因此会推高总需求并加剧通胀压力。

沃伦·巴菲特（Warren Buffett）的观点常常最有分量，所以我想引用他在 2025 年 5 月伯克希尔·哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）年度股东大会上的一段发言，作为本节的收尾：

> 美国的财政政策令我感到担忧……我们当前的财政赤字规模，从长期来看难以为继……**无从得知这种局面能持续两年还是二十年**，因为历史上从未出现过像美国这样的国家。（粗体为笔者所加）

路在何方？

眼下的问题无关臆测……只是简单的数学题。我们的支出超过收入；债务规模相对 GDP 持续攀升；利息支出也正迅速增长。这个问题由来已久，早已被人提及、警示，如今似乎正在开始显现其后果。它不会自行解决，而时至今日，还没有人站出来加以解决。发生突发性问题（国债拍卖流标或买家罢购）的可能性似乎不高。但代价是长期的，且已经开始显现。正如德鲁肯米勒在*《华尔街日报》*中所写：“如果 30 年期国债必须以 5.5%的收益率才能出清，那并非危机。而是张账单。”我们要么必须付清账单——无论它涨到多少——要么必须从根源上解决问题。

如果一个人（或一个国家）入不敷出，真正且长久的解决办法只有一个：改变行为方式。唯一的希望在于做到以下几点：

© 2026 Oaktree Capital Management, L.P. 保留所有权利

- 放弃“偿还债务”或“还清债务”这样的说法
- 接受我们的债务大概率不会低于今天的水平
- 践行财政责任——开始关注预算及其影响
- 压平曲线（这一说法源自新冠疫情时期）
- 通过提高所得税税率（尤其是高收入群体，相较于战后大部分时期，目前联邦最高边际税率处于相当低的水平）以及取消税收优惠，提高财政收入占 GDP 的比重
- 秉持资源有限的思维建立纪律约束，将支出增速控制在 GDP 增速以下

还有一点可能有所帮助。在其他条件不变的情况下，提高 GDP 增速，既能增加税收，又能降低总支出占 GDP 的比重。实现这一目标的最佳途径是提高生产率，而这可以通过以下因素共同推动：（一）稳健的经济增长，（二）扩大人工智能的应用，人工智能本质上首先是一种生产率工具，（三）推行有利于营商的政策，减少阻碍效率的不必要监管。不过，还有至关重要的最后一点：新增的收入不能被用于扩大支出。

如果我们采取这些措施，年度赤字占 GDP 的比重应会缩小，债务的年度增幅应能放缓，债务与 GDP 的比率也有望下降。我认为，这就是我们所能期待的最好结果。很少有人会对我上述的全部措施感到满意（比如，没有人愿意缴纳更高税费），但不愿削减开支就只能着眼于收入。我由衷地怀疑，除此之外是否还有什么别的出路。

何以处之

在等待华盛顿解决问题的同时，我们该如何调整我们的投资组合？上个月，我的一位朋友——他并非专业投资人士，而是一位全国知名的企业家——向我提出了这个问题。**“我该把股票卖掉吗？”**

我告诉他，这不是答案。**我们面临的问题，不在美国股市，也不在美国公司。问题在于美国的财政管理，并最终可能是关于美元的问题。**如果你卖掉了美国股票，资金会投向何处？银行？货币基金？债券？如果这些资产是以美元计价，你便没能摆脱这里所讨论的风险。如果美国的不良习惯让其付出代价，投资者对美国国债的信心下降，这很可能表现为对美元评价的下滑。若想应对这一风险，或许需要转向：（一）以美元以外货币计价的资产，（二）非金融资产，如黄金或美国以外的房地产，或（三）非美国公司或加密货币。

但转投非美元或非美国资产也会带来其他风险。其他发达经济体中，许多企业的增长前景不及美国领先企业，规模也更小（因此规模经济效益更小），并且很多企业所在的司法辖区监管更为严格且商业环境更不友好。新兴市场中的企业通常看似具有良好的增长潜力，但潜力能否兑现却存在更大的不确定性。迄今为止，大多数机构投资者都将大量资金配置于美国，且收获颇丰，其背后的原因——自由市场体系、有利的营商环境、经济活力、创新精神与适应能力、技术与管理能力、法治环境、适度监管、优质高等教育、强大的资本市场——在很大程度上依然存在。在我看来，没有其他国家在同样程度上具备这些优势。**将资金撤出美国同样伴随着风险，稍有不慎就可能得不偿失，尤其这么做是为了规避一个可能很久之后才会爆发的问题。**（我不希望给人留下只有美国存在赤字的印象。如果从美元资产中撤出，转而投向另一种面临贬值的货币，又有什么意义？）

我并非一味地反对减持美元资产、推动多元化配置。对于有非美元需求、目标或规划的投资者而言，减持以美元计价的资产或许是合理的。但基于上述原因，我认为不应该大规模这样做。

© 2026 Oaktree Capital Management, L.P. 保留所有权利

*　　*　　*

最终结论：谁也不能无视经济规律，还指望从中获益。在我看来，美国不可能永远入不敷出，却又指望信用不受质疑，也不可能指望其欠条——美元和国债——始终受到青睐。这不是一个投资问题，而是一个政治问题，却给投资者出了一道难题。抛售美元资产可能并非正解。不太可能靠大举减持美元资产来消除这一风险，而且在很长一段时间内，这样做很可能看起来是个错误决定（毕竟没有人知道这个问题是否会走到临界点，又会在何时走到那一步）。真正的出路只有一条。我们是否会正视问题并采取行动？

2026 年 9 月 22 日

© 2026 Oaktree Capital Management, L.P.　　保留所有权利

重要法律信息和披露事项

本材料表达作者截止至所示日期的观点，该等观点可能随时发生变化，恕不另行通知。橡树无责任或义务更新本材料所载信息。此外，橡树并未陈述过往投资表现是未来业绩的指标，阁下亦不得作出此等假设。实际上但凡有获利之机会，亦有损失之可能。

本材料仅供参考且不得被用于任何其他目的。本材料所载信息不构成亦不得被释为在任何司法管辖区要约提供咨询顾问服务或要约销售或招揽购买任何证券或相关金融工具。本材料所载部分涉及经济趋势和业绩的资料乃基于或取自独立第三方来源提供的资料。Oaktree Capital Management, L.P.（“橡树”）相信取得资料的来源可靠，但无法保证该资料的准确性，也并未独立核实该资料或根据该资料作出的假设的准确性或完整性。

未经橡树事先书面同意，不得以任何方式复印、复制、重刊或发布本材料（包括本材料所载信息）的全部或任何部分。

在本材料或其部分内容为中文的范围内，该等中文译稿仅供参考，且若中文译稿和英文文稿之间存在任何差异，概以英文文稿为准。Oaktree Capital (Hong Kong) Limited 可提供本材料的英文文本。橡树、其联属公司或其各自的任何管理人员、合伙人、员工、关联方、股东或代理人均(i)不对本材料译稿的任何不准确、错误或遗漏之处承担任何责任，且(ii)无任何义务在发现译稿任何不准确、错误或遗漏之时通知任何收件人。

© 2026 Oaktree Capital Management, L.P. 保留所有权利