備忘錄： 致客戶

發信人： 霍華德 • 馬克斯（Howard Marks）

主題： 三論放棄經濟法則

2024 年 9 月和 2025 年 6 月，我曾兩度撰寫備忘錄，批評政府試圖凌駕於經濟學法則之上的行為，因為我堅信，此類嘗試很可能收效甚微，還可能造成負面影響。 經濟體是自然運行的有機體，試圖加以操控會扭曲其運行機制，往往會使整體結果變得更糟。 有時，為避免出現社會不可接受的局面——如大範圍貧困或失業，這種干預是必要的，但應當精準施策、慎之又慎。

最貼切的類比來自於自然界。 正如電影*《獅子王》*中的那首歌所描述的那樣，有一個所謂的“生命循環（Circle of Life）”。 這一循環有其殘酷的一面——其運轉遵循“適者生存”一類的法則——但正是這樣，整個自然界才能維持平衡。 人類固然可以採取措施壓制捕食者以保護被捕食者，但這類干預可能產生二階效應，導致其他物種過度繁衍，打破整個生態環境的平衡。 弱肉強食看似殘酷，然而人類試圖改善整體局面所做的努力，卻容易帶來始料未及的後果。 這也讓我想到那些試圖左右市場運行的做法。

最新一次此類嘗試，是為了應對近來長期利率的持續上升。 8 月 17 日，美國 30 年期國債收益率收於 5.3%以上，創下彼時 19 年來的新高。 政府或央行或許希望遏制這一上升趨勢，並推動長期利率回落，因為較高的長期利率往往會：（一）抑制經濟增長，（二）降低汽車、住房等通常依賴貸款購買商品的可負擔性，（三）增加聯邦債務的償付成本（其債務規模近期已達到驚人的 40 萬億美元），以及（四）表明市場參與者信心不足。

與聯邦公開市場委員會（FOMC）可就聯邦基金利率設定目標區間不同，美聯儲無法直接設定長期利率，前者對其他短期利率有著巨大影響。 財政部同樣不會“設定”長期利率，但可通過發行與回購國債對其施加影響。 於是，8 月 19 日，財政部宣布將長期國債回購的單次上限至少擴大一倍，從 20 億美元提高至 40 億美元，稱此舉旨在為較長期限證券提供更強的流動性支持。 次日，財政部長斯科特·貝森特（Scott Bessent）表示願意加碼干預——近乎於一種“不惜一切代價”的承諾。 在其他條件相同的情況下，增加買入應會推高債券價格，而債券價格上漲則意味著債券收益率下降。 長期利率在此消息公布後應聲下降，但次日又反彈回升。

這能解決問題嗎？

在我看來，此舉是試圖從表面上改善利率狀況。 這或許是對上述利率上升所造成影響的回應，但稱不上解決了根本問題。

首先，任何干預效果都可能只是暫時的。 在其他條件不變的前提下，您可以通過買入推高某商品的價格，也可以通過賣出壓低價格。 但這類操作的影響可能轉瞬即逝，一旦停手，市場大概率會回到未受干預時原本的運行軌跡。 想像一下，海洋中有一道水柱。 只要水流持續向上噴湧，其推力便能托著球體懸浮於海面之上。 然而，一旦水流不再上湧，球體便會落下。

8 月 24 日，投資人斯坦利·德魯肯米勒（Stanley Druckenmiller）針對貝森特的表態，在*《華爾街日報》*發表了一篇評論文章。 以下是文中我最喜歡的一些片段：

© 2026 Oaktree Capital Management, L.P. 保留所有權利

人為壓低收益率的每一個基點，都是在為拖延行徑買單.....
無論此舉節省了多少基點，都將以拖延的代價數倍奉還.....
政府若違背基本面來維持價格，終將失敗。 唯一的變量在於，在接受現實之前會付出多少代價。

德魯肯米勒對此深有體會——他曾參與構思了史上最著名的巨集觀交易。 1992 年，在負責喬治·索羅斯（George Soros）量子基金的日常運作期間，他成功押注英國央行無法在違背基本面的情況下維持英鎊匯率。 據稱這筆交易為基金賺取了約 10 億美元。 在那個年代，10 億美元是一筆真正的巨款。

其次，此舉並未直擊利率上行的根源。 財政部所不樂見的利率上升，並非無緣無故出現的偶然現象。 可能的成因包括：

- **通脹始終高於理想水平**（例如，7 月個人消費支出（PCE）通脹率為 3.7%，明顯高於美聯儲 2%的長期通脹目標）; 這正是美聯儲上週上調基準利率的主要原因。 而伊朗戰事推高油價，可能導致通脹持續處於高位。 由於通脹會隨著時間削弱貨幣的購買力，因此購買長期工具的投資者會要求收益率中包含通脹補償的部分，以保護未來收回資金時的購買力。

- **美國幾乎毫無財政紀律可言**。 得益於美元作為世界儲備貨幣的地位，美國手握一張我所稱之為的“黃金信用卡”——既無信用額度上限，帳單也永遠不會到期，並且利率極低。 但美國卻不加節制地刷卡。 百年前，約翰·梅納德·凱恩斯（John Maynard Keynes）大力主張赤字支出（事實上，赤字支出與“凱恩斯主義經濟學”密不可分）。 他主張在經濟放緩時期通過赤字性支出以刺激就業，並在經濟恢復增長後償還由此產生的債務。 如今，美國在繁榮時期便維持巨額赤字，而我們幾乎聽不到任何關於平衡預算的討論（實際上，連預算都無人談及）。 **值得注意的是，巨額赤字具有通脹效應，在經濟接近滿負荷運轉時更是如此，因為政府通過支出向市場注入的流動性，多於其通過稅收收回的流動性。** 這部分增量流動性會拉動總需求、從而刺激經濟增長，但同時也會加劇通脹，令前述問題雪上加霜。

  如今，美國赤字規模約占國內生產總值（GDP）的 6%，對於一個失業率僅 4%且處於繁榮期的經濟體而言，這一水平高得驚人。 今年的淨利息支出預計將超過 1 萬億美元，高於國防預算。 如果債務增速持續高於 GDP 增速，這一數字還將迅速攀升。（如果利率從當前水平進一步上升又會如何？ ）這種沒有節制的做法增加了這張信用卡被收回或至少受到某種限制的可能性。 其直接後果將是美國債務利率上升。 這將推高償債成本，並進一步擴大赤字，並導致財政紀律缺失所引發的惡性循環愈演愈烈。

- 財政部的回購資金來自其一般現金儲備，而這最終需通過新增發行來補充。 如果擴大長期債券回購規模的同時，增加短期國債發行，那麼這些交易不會改變我們的整體債務規模，卻會縮短債務的期限結構，從而使得政府需以當時的市場利率更為頻繁地進行再融資。 這似乎不太可能提振市場對我們財政狀況的信心。

- 除了滿足美國經濟增長所伴隨的常規資本需求之外，還需為巨額聯邦財政赤字融資，此外還有對人工智慧（AI）的數萬億美元投資。 這些因素的疊加形成了對債務和股權資本的強勁需求。 經濟學最基本的規律便是：需求增加會導致價格上漲。 **因此，資本需求的增長給資金的價格——利率——帶來上行壓力，完全合乎情理。**

© 2026 Oaktree Capital Management, L.P. 保留所有權利

> 展望未來，人工智慧建設耗資或以萬億美元計。 據麥肯錫公司估算，到 2030 年，全球在與人工智慧直接相關的資料中心上的支出就將超過 5 萬億美元。 這其中相當一部分資金可能來自借款，但即便通過出售股權籌集的資金，也會佔用可用資本的供應總量，進而影響債券為吸引投資者所須支付的利率。 與此同時，財政部在為年度赤字融資的同時，還需要為大規模龐大的到期國債進行再融資。 其大部分發行僅用於滾動償還到期債務，但投資者必須消化約 2 萬億美元的淨新增發行，從而給收益率帶來上行壓力，也意味著利率短期內下行的可能微乎其微。

據《*金融時報*》8 月 22 日報導，“貝森特週四辯稱，'收益率並未反映底層基本面'，並援引了伊朗戰事的影響，以及 30 年期國債市場'非常糟糕'的流動性。 **“恰恰相反，我認為美國長期債券收益率反映的正是前文所述的基本面。**

第三，我認為財政部/美聯儲聲明的影響往往主要作用於心理層面，旨在引發某種特定反應（正如這次在一天內所達到的效果一樣）。 但其影響力會隨著時間的推移而減弱，尤其在未能解決根本問題的情況下更是如此。 就本輪干預而言，歸根結底，市場似乎並未給予積極回應。 請參閱如下 Evercore ISI 於 9 月 9 日發布的評論：

> 今日上午 11 點，財政部長貝森特加碼推行的“財政部扭轉操作（Treasury Twist）”首輪回購計劃終於揭曉。 財政部週四宣布，將回購操作的單次上限翻三倍，從 20 億美元增至 60 億美元——高於 8 月承諾的“至少 40 億美元”。 但市場似乎對此反應平平，截至本文撰寫時，收益率不降反升。

目標不應是壓低利率，而應是應對推高利率的因素。 通過購買債券強行壓低利率，好比給發燒的病人敷冰袋。 冰袋或許能降低病人的體溫，但不根除發燒的病因，病人難以真正痊癒。

<u>債務是問題嗎？</u>

我經常被問及這個問題，但要解釋清楚並不容易。 **一方面，簡單來說，美國永遠入不敷出，這件事並不合理。** 正如經濟學家赫伯特・斯坦（Herbert Stein）所言：“凡事若無法永遠持續，那麼它終將停止。 “這一點無可辯駁！

但另一方面，很難判斷究竟是什麼會導致美國無法繼續通過增加債務來為赤字提供資金。 儘管 2016 年總統競選期間，時任總統候選人的唐納德・特朗普（Donald Trump）曾就美國債務問題發表過一些模稜兩可的言論，但我認為美國無法如期償還的可能性微乎其微。 既然我們的債務是以美國發行的貨幣計價，又怎麼會無法償還呢？ 我年輕時有一張 20 世紀 20 年代初魏瑪共和國的 1,000 馬克紙幣，上面印著“一百萬馬克”的字樣。 德國因一戰的債務和賠款背負了巨額財政負擔，印鈔雖能填補赤字，卻也促成了貨幣的崩潰。

只要美元仍是世界主要儲備貨幣——2025 年，美元參與了 89%的外匯交易，2026 年第一季度，美元占已分配官方儲備的 57%——美國似乎有可能繼續以本國貨幣為赤字進行融資。 您也許想說：“話雖如此，但美元會不會失去儲備貨幣地位？ 印鈔太多是否會削弱美元的接受度？ “這是個棘手的問題。 在我看來，世界需要安全且具備流動性的儲備貨幣，用於儲備資產以及開展國際交易。 若美元不再充當主要儲備貨幣，就必須有另一種貨幣或一籃子貨幣發揮更大的作用。 十五年前，有人認為歐元有望扮演這個角色。 如今它仍是第二大儲備貨幣，但並未縮小與美元之間的差距。 黃金並未被廣泛用於交易——原因顯而易見，未來也不太可能普及 ——但據三菱日聯銀行（MUFG Bank）上週發布的一份報告，黃金近期已超越美元，

© 2026 Oaktree Capital Management, L.P. 保留所有權利

成為全球央行首要的儲備資產。 最後，加密貨幣在儲備中的作用幾乎可以忽略不計。 總的來說，當前世界還只能依賴美元。

因此，美國很可能仍能繼續以美元履行債務償付義務。 這就引出了下一個問題：匯率將會如何變化？ 在其他條件不變的情況下，大量發行一種貨幣，會降低其相對於“實物”和其他貨幣的價值。 可以輕而易舉地把一張 1,000 馬克的紙幣變成 1,000,000 馬克的紙幣，但很可能這張紙幣還是只能買到一隻山羊（正如我在 2008 年的備忘錄*《消極主義的極限》（The Limits to Negativism）*中所寫。 ）事實上，那些琢磨美國將如何應對債務的人討論的正是“貶值交易”：讓我們以購買力縮水的美元來償還債務——換句話說，用更少的山羊來還債。

正如*《金融時報》*8 月 22 日所寫：

> 財政部此番試圖壓低債券收益率的新舉措是一個信號，表明美國並不打算控制開支，而是準備干預市場以限制借貸成本，即使這會導致美元貶值。 這讓美元作為避險資產的地位受到了更多質疑。

這種做法可能會適得其反，投資者會因此擔憂未來被償付的美元購買力，進而要求新的美元債務支付更高利率。

值得一提的是，2008 年我提及超發的魏瑪紙幣，是因為擔憂央行為幫助我們擺脫全球金融危機而大規模投放流動性。 包括我在內的許多人都擔心，這可能會讓美元相對其他貨幣貶值，或加劇通脹。 然而，美元並未相對於主要貨幣持續貶值，持續性的高通脹也並未隨之出現。

2008 年，為阻止正在發酵的全球金融體系崩盤，美聯儲擴張資產負債表是必要的審慎之舉（事實證明，此舉並未導致美元貶值; 在我看來，這在很大程度上抵消了全球金融危機造成的貨幣和信用收縮）。 而如今的大規模赤字融資，是為了應對我們自己造成的赤字。 並且這發生在經濟繁榮時期，因此會推高總需求並加劇通脹壓力。

沃倫・巴菲特（Warren Buffett）的觀點常常最有分量，所以我想引用他在 2025 年 5 月伯克希爾・哈撒韋公司（Berkshire Hathaway）年度股東大會上的一段發言，作為本節的收尾：

> 美國的財政政策令我感到擔憂..... 我們當前的財政赤字規模，從長期來看難以為繼.....**無從得知這種局面能持續兩年還是二十年**，因為歷史上從未出現過像美國這樣的國家。 （粗體為筆者所加）

路在何方？

眼下的問題無關臆測..... 只是簡單的數學題。 我們的支出超過收入; 債務規模相對 GDP 持續攀升; 利息支出也正迅速增長。 這個問題由來已久，早已被人提及、警示，如今似乎正在開始顯現其後果。 它不會自行解決，而時至今日，還沒有人站出來加以解決。 發生突發性問題（國債拍賣流標或買家罷購）的可能性似乎不高。 但代價是長期的，且已經開始顯現。 正如德魯肯米勒在*《華爾街日報》*中所寫：“如果 30 年期國債必須以 5.5%的收益率才能出清，那並非危機。 而是張帳單。 “我們要麼必須付清帳單——無論它漲到多少——要麼必須從根源上解決問題。

如果一個人（或一個國家）入不敷出，真正且長久的解決辦法只有一個：改變行為方式。 唯一的希望在於做到以下幾點：

© 2026 Oaktree Capital Management, L.P. 保留所有權利

- 放棄“償還債務”或“還清債務”這樣的說法
- 接受我們的債務大概率不會低於今天的水平
- 踐行財政責任——開始關注預算及其影響
- 壓平曲線（這一說法源自新冠疫情時期）
- 通過提高所得稅稅率（尤其是高收入群體，相較於戰後大部分時期，目前聯邦最高邊際稅率處於相當低的水平）以及取消稅收優惠，提高財政收入占 GDP 的比重
- 秉持資源有限的思維建立紀律約束，將支出增速控制在 GDP 增速以下

還有一點可能有所幫助。 在其他條件不變的情況下，提高 GDP 增速，既能增加稅收，又能降低總支出占 GDP 的比重。 實現這一目標的最佳途徑是提高生產率，而這可以通過以下因素共同推動：（一）穩健的經濟增長，（二）擴大人工智能的應用，人工智能本質上首先是一種生產率工具，（三）推行有利於營商的政策，減少阻礙效率的不必要監管。 不過，還有至關重要的最後一點：新增的收入不能被用於擴大支出。

如果我們採取這些措施，年度赤字占 GDP 的比重應會縮小，債務的年度增幅應能放緩，債務與 GDP 的比率也有望下降。 我認為，這就是我們所能期待的最好結果。 很少有人會對我上述的全部措施感到滿意（比如，沒有人願意繳納更高稅費），但不願削減開支就只能著眼於收入。 我由衷地懷疑，除此之外是否還有什麼別的出路。

何以處之

在等待華盛頓解決問題的同時，我們該如何調整我們的投資組合？ 上個月，我的一位朋友——他並非專業投資人士，而是一位全國知名的企業家——向我提出了這個問題。 **“我該把股票賣掉嗎？”**

我告訴他，這不是答案。 **我們面臨的問題，不在美國股市，也不在美國公司。 問題在於美國的財政管理，並最終可能是關於美元的問題。** 如果你賣掉了美國股票，資金會投向何處？ 銀行？ 貨幣基金？ 債券？ 如果這些資產是以美元計價，你便沒能擺脫這裡所討論的風險。 如果美國的不良習慣讓其付出代價，投資者對美國國債的信心下降，這很可能表現為對美元評價的下滑。 若想應對這一風險，或許需要轉向：（一）以美元以外貨幣計價的資產，（二）非金融資產，如黃金或美國以外的房地產，或（三）非美國公司或加密貨幣。

但轉投非美元或非美國資產也會帶來其他風險。 其他發達經濟體中，許多企業的增長前景不及美國領先企業，規模也更小（因此規模經濟效益更小），並且很多企業所在的司法轄區監管更為嚴格且商業環境更不友好。 新興市場中的企業通常看似具有良好的增長潛力，但潛力能否兌現卻存在更大的不確定性。 迄今為止，大多數機構投資者都將大量資金配置於美國，且收穫頗豐，其背後的原因——自由市場體系、有利的營商環境、經濟活力、創新精神與適應能力、技術與管理能力、法治環境、適度監管、優質高等教育、強大的資本市場——在很大程度上依然存在。 在我看來，沒有其他國家在同樣程度上具備這些優勢。 **將資金撤出美國同樣伴隨著風險，稍有不慎就可能得不償失，尤其這麼做是為了規避一個可能很久之後才會爆發的問題。** （我不希望給人留下只有美國存在赤字的印象。 如果從美元資產中撤出，轉而投向另一種面臨貶值的貨幣，又有什麼意義？ ）

我並非一味地反對減持美元資產、推動多元化配置。 對於有非美元需求、目標或規劃的投資者而言，減持以美元計價的資產或許是合理的。 但基於上述原因，我認為不應該大規模這樣做。

© 2026 Oaktree Capital Management, L.P. 保留所有權利

*　　*　　*

最終結論：誰也不能無視經濟規律，還指望從中獲益。 在我看來，美國不可能永遠入不敷出，卻又指望信用不受質疑，也不可能指望其欠條——美元和國債——始終受到青睞。 這不是一個投資問題，而是一個政治問題，卻給投資者出了一道難題。 拋售美元資產可能並非正解。 不太可能靠大舉減持美元資產來消除這一風險，而且在很長一段時間內，這樣做很可能看起來是個錯誤決定（畢竟沒有人知道這個問題是否會走到臨界點，又會在何時走到那一步）。 真正的出路只有一條。 我們是否會正視問題並採取行動？

2026 年 9 月 22 日

© 2026 Oaktree Capital Management, L.P.　　保留所有權利

重要法律信息和披露事項

本材料表達作者截止至所示日期的觀點，該等觀點可能隨時發生變化，恕不另行通知。 橡樹無責任或義務更新本材料所載資訊。 此外，橡樹並未陳述過往投資表現是未來業績的指標，閣下亦不得作出此等假設。 實際上但凡有獲利之機會，亦有損失之可能。

本材料僅供參考且不得被用於任何其他目的。 本材料所載信息不構成亦不得被釋為在任何司法管轄區要約提供諮詢顧問服務或要約銷售或招攬購買任何證券或相關金融工具。 本材料所載部分涉及經濟趨勢和業績的資料乃基於或取自獨立第三方來源提供的資料。 Oaktree Capital Management, L.P.（“橡樹”）相信取得資料的來源可靠，但無法保證該資料的準確性，也並未獨立核實該資料或根據該資料作出的假設的準確性或完整性。

未經橡樹事先書面同意，不得以任何方式複印、複製、重刊或發布本材料（包括本材料所載信息）的全部或任何部分。

在本材料或其部分內容為中文的範圍內，該等中文譯稿僅供參考，且若中文譯稿和英文文稿之間存在任何差異，概以英文文稿為準。 Oaktree Capital（Hong Kong）Limited 可提供本材料的英文文本。 橡樹、其聯屬公司或其各自的任何管理人員、合夥人、員工、關聯方、股東或代理人均（i）不對本材料譯稿的任何不準確、錯誤或遺漏之處承擔任何責任，且（ii）無任何義務在發現譯稿任何不準確、錯誤或遺漏之時通知任何收件人。

© 2026 Oaktree Capital Management, L.P. 保留所有權利