



▲美國政府長期債務風險非常高，因為當前及預期的政府債務、債信成本、新債發行以債務展期規模均達到歷史最高水平。

經濟觀察家

橋水基金 (Bridgewater) 創始人瑞·達里歐 (Ray Dalio) 今年出版新書《國家如何走向破產：大周期》。他在書中指出，不管是企業還是國家，只要過度積累了債務，就會碰到債務危機的麻煩。而為了降低風險，就需要通過「去槓桿」措施來壓縮債務規模。對此觀點，筆者有不同的意見。

達里歐對國家債務認知錯在哪裏？

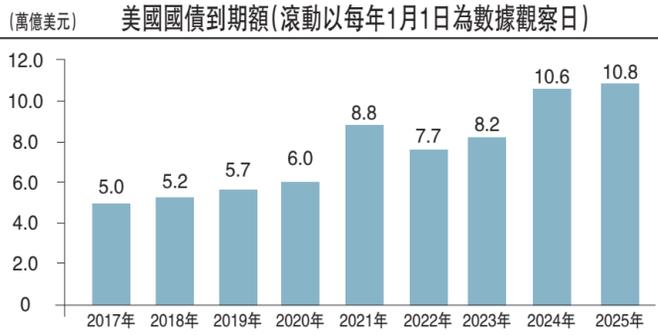
理解債務問題可以有三個思維層次。第一個微觀思維層次，認識到一個微觀經濟主體債務可持續的前提條件是，該主體的現金流能夠在任何時點上覆蓋其債務的本息支出。第二個宏觀思維層次，認識到對一個國家而言，債務的真正約束在國家的生產能力——產能過剩、內需不足的國家債務可持續；而產能不足、內需過剩的國家債務不可持續。第三個國際貨幣體系層次，美國債務約束不在美國的供給能力，而在於「美元霸權」。這也意味着，只要美元仍然是國際儲備貨幣，美國的債務就可持續。相應地，只有威脅到「美元霸權」的事情才會給美國帶來債務風險。

達里歐分析國家債務的核心邏輯是，國家積累的債務太多了就要爆發債務危機。而他對債務是否太多的判斷標準是，債務所創造的收益是否能夠覆蓋債務的成本。這是債務分析的微觀思維，對個人和企業等微觀經濟主體適用。這種邏輯固然符合人們的直覺，卻不能盲目套用到國家債務的分析之上。正如前文所分析的，對美國之外的其他國家，生產能力是一個國家債務的真正約束，而美國的債務約束則在於「美元霸權」。

達里歐第二個方法論上的錯誤在於，將宏觀經濟理解成一台機器。早在2008年，達里歐曾撰寫過一篇文章在網上流傳甚廣，題為《經濟機器是怎樣運作的》(How the Economic Machine Works)。這篇報告的第一句話就是「宏觀經濟就像一台機器」。《國家如何走向破產：大周期》的第1章第1節，也以《機器的運作原理》為題。

上述機器論研究方法早已被證偽，並且被經濟學家們拋棄了半個多世紀了。如果你非要將宏觀經濟看作一台機器，它也會是一台非常奇怪的機器——內部結構和運行參數會因為操作這台機器方式的改變而改變。想像一輛奇怪的汽車，在駕駛員不怎麼踩油門的時候，偶爾踩油門時車會加速。但當駕駛員總踩油門加速之後，再踩油門汽車就不加速了，甚至還會在踩油門的時候減速（油門居然變成了煞車）。這輛奇怪的汽車就是宏觀經濟。

宏觀經濟之所以是一台奇怪的機器，是因為一旦經濟預期改變，人的行為就相應改變，並導致「機器」的結構隨之變化。這方面的一個著名例子就是「菲利普斯曲線」(Phillips Curve)的消失。1958年，新西蘭經濟學家菲利普斯首次在英國的經濟數據中發現了通貨膨脹率與失業率之間的負相關關係，並命名為菲利普斯曲線。但進入20世紀70年代之後，當西方國家政府越來越多地利用菲利普斯



曲線來調控宏觀經濟的時候，菲利普斯曲線就消失了，西方國家隨之落入了高通脹率和高失業率並存的「滯脹」狀態。

後來通過研究發現，20世紀50至60年代，菲利普斯曲線之所以存在，是因為當時的民眾保有低通脹的預期。在這段時間裏，通脹上行會被民眾視為經濟向好的信號，因而會促使企業更多僱傭勞動力，從而壓低失業率。但當政府開始積極運用菲利普斯曲線而推高通脹的時候，民眾的預期就發生了變化。這時，高通脹不再被民眾視為經濟向好的信號，而更多被看成政府推高通脹「愚弄」民眾的結果。因此，通脹上行就不再促使企業增加僱傭。菲利普斯曲線的消失催生了20世紀70年代宏觀經濟學界的「理性預期革命」，讓經濟學家們徹底摒棄了對宏觀經濟的機器論看法。

菲利普斯曲線消失這件事不僅對經濟學家們有意義，也給所有試圖理解宏觀經濟運行的人帶來了啟示，那就是：千萬不要把宏觀經濟想像成一台機器——宏觀經濟中的各種因果聯繫、反應行為，都可能因為宏觀經濟環境的變化而變化。達里歐就在這裏犯了錯，因此誤認為央行印鈔票來遏制債務危機爆發時，必然會導致本幣貶值。但真實情況未必如此，央行印鈔既可能會讓本幣貶值，也可能讓本幣升值。究竟會有哪種後果，要看宏觀經濟的運行狀況而定，尤其要看經濟是否處在需求不足的狀況中。

達里歐在央行印鈔和貨幣貶值之間錯誤地加上了一條機器因果聯繫，自然就不認同央行能通過印鈔來解決債務危機，因而也就深信國家的債務多了就會爆發債務危機。

赤字沒有一定之規

達里歐這種對宏觀經濟的機器性理解所帶來的錯誤還體現在很多地方。比如，在《國家如何走向破產：大周期》一書的第18章，達里歐提出了他的「3%解決方案」——他認為應該將美國的財政赤字佔GDP比重削減至3%。在其看似複雜的測算背後，隱含着達里歐的一個關鍵假設，即一國的財政赤字應該有一個最合理的水平（達里歐認為是3%）。事實上，很多人都有類似的想法，一國合理的財政赤字規模應該是多少？

事實上，一國的財政赤字和債務規模應該多少才合適，取決於該國所處的宏觀經濟狀況。不同的狀況下，合理的財政赤字和債務規模是不一樣的。試圖去尋找不隨時間變化，甚至是放之四海而皆準的赤字和債務規模標準，不僅徒勞無功，而且危害極大。問出了這樣的問題，也就假設了

問題答案的存在，因而就會讓人忽視真正重要的宏觀經濟運行狀態，忽視了具體問題具體分析的必要性。

中國有句俗話叫「基礎不牢、地動山搖」。在分析問題時，方法論是基礎。方法論錯了，建立在方法論上的各種結論也就談不上正確。《國家如何走向破產：大周期》一書中之所以會得出不少似是而非的結論，根子在其宏觀分析方法論上的錯誤。這些錯誤結論被包裹在看似扎實的邏輯和數據中，固然不像「債務就是鴉片」的奇談怪論那樣「一眼假」，卻更有迷惑性和危險性。

簡單舉兩個錯誤結論的例子。第一個是達里歐對美國債務風險的誤判。在《國家如何走向破產：大周期》的第289頁，達里歐說：「目前，我判斷美國政府的長期債務風險非常高，因為當前及預期的政府債務、債信成本、新債發行以債務展期規模均達到歷史最高水平，且未來面臨巨大的債務展期風險。事實上，我認為美國政府的債務狀況正接近不可逆轉的臨界點……會引發一個自我強化的債務『死亡螺旋』。」如果用微觀思維來看美國的債務規模，確實容易得到這樣的結果。但如果理解了「美元霸權」對美國國債的支撐作用，就不會僅從國債規模來做出如此悲觀的判斷。在美國政府不出「昏招」來自我削弱世界各國對美元之信心的情況下，美國國債並未接近引發「死亡螺旋」的臨界點。

第二個是達里歐對中國債務風險的誤判。在《國家如何走向破產：大周期》的第248頁，達里歐說：「在理想情況下，中國的政策制定者既要有能力又要有勇氣迅速實現『和諧的去槓桿化』。」達里歐顯然認為中國的債務規模已經太高，必須要用「去槓桿」政策來降低債務風險。但他在做出這個判斷的時候，並沒有注意到在中國當前需求不足、儲蓄過剩的環境中，債務累積的合理性和必要性。事實上，近年來中國之所以在國內債務接續方面出現了一些問題，並非是債務太多要爆發債務危機所致，而是過於嚴厲的去槓桿措施製造了債務接續的流動性問題。在去槓桿已經給宏觀經濟帶來沉重衝擊的時候，中國需要的不是更多的去槓桿，而是對去槓桿思想的糾偏。

在分析宏觀經濟時，達里歐所犯的錯誤很有代表性，是許多人都不知不覺會落入的陷阱。這一點從達里歐在國內外為數不少的擁護就能看出來。達里歐的宏觀經濟分析因符合人們的直覺和常識而受追捧，但也正因符合直覺和常識而錯誤。

(作者為中銀國際證券總裁助理首席經濟學家)

全球經濟體系經歷三大重構

共創共享
戈峻

2025年已過一半，如果要一個詞來總結，筆者會認為是「restructure (重構)」，包括了國際貿易的重構、能源體系的重構，以及供應鏈的重構。而面對這一次實打實的全球新經濟體系的持續重構，企業對於自身未來發展更需要做正確的判斷，檢視舊賽道，開拓新賽道，因為選賽道這回事，不是選擇題，是生死題。

回顧今年上半年，相信大家感受最深的是全球經濟體系重構，首當其衝的就是國際貿易體系正經歷自2008年金融危機以來最異常激烈的震盪。據聯合國貿易和發展會議發布的最新一份《全球貿易最新動態》報告顯示，全球貿易在今年一季度增長約1.5%，二季度預計將增長2%，延續自2023年下半年以來的溫和回升趨勢。

雖然今年上半年全球貿易額增加約3000億美元，但受美國貿易政策不確定性、地緣政治緊張等因素影響，下半年全球貿易將面臨越來越大的阻力，不確定性增大。由聯合國和世界貿易組織合設的國際貿易中心追蹤數據更顯示，自2024年初以來，全球新增超過150項限制性貿易措施。在國際局勢變亂交織和全球經濟前景不確定等因素疊加下，全球貿易環境壓力顯著加大。

但在今年全球貿易體系震盪中，數字貿易成為新焦點。過去三年，全球數字貿易出口額的年增長率達到10%以上，像跨境電商、雲端存儲、AI大模型等等的表現出眾，在這一波重構之下，隨着人工智能技術的發展，數字貿易將成為企業家的兵家必爭之地。

第二個重構是全球能源體系正建立新的平衡。中俄能源合作發生從資源買賣到產業共建的質變；4月份中國和阿聯酋簽下歷史上最大規模的液化天然氣協議，價值7000億元人民幣，是一份長達十五年的大訂單。從企業和應用層面，5月份港交所上市的寧德時代，已陸續把工廠建到印尼、德國、匈牙利、西班牙，技術輸出加上本地化生產，相當於在全球重新定義新能源應用的版圖。這對於業務一直高度依賴傳統

能源的企業而言，實在需要好好審視這個重構，因勢利導及早布局未來。

全球供應鏈是上半年第三大重構，傳統供應鏈正在進行一場大遷移，例如原本由中國主導的北美汽車零部件市場，正在被墨西哥的所謂近岸生產模式取代；印度逐漸成為了歐洲和北美醫藥供應鏈重構的核心替代國，可以預見，巴西、墨西哥、印度、東南亞這些新興國家，將成為新的全球供應鏈樞紐。

可以說，我們正經歷一個百年不遇的巨變時代，這些關乎全球的重構，企業需要去調研、理解和及早布局，甚至有需要重選賽道，尤其是市場更新迭代日益加快，選賽道已不是企業家的選擇題，而是生死題。

看得遠 想得透 懂得借

要避免不踩坑，首先是不要在舊賽道上熬，要去新裂縫裏找。現在的商業環境，車道隨時在變，一個群體、一個政策，甚至是一個生活習慣的改變已帶來新需求，例如老齡化的加速，令銀髮經濟的細分市場產生龐大機遇，給老人設計智能手機培訓課、適老化家居改造等等。企業家需要有望遠鏡思維，每周留半天時間跳出日常，看看政策文件，聽聽年輕人聊什麼，想想技術突破在哪裏，別怕想得遠，就怕看得近。

其次是別被偽風口迷了眼，真正的好賽道有兩個硬道理，一是能夠解決真實問題，二是能讓錢轉起來。看到一時的紅火，要先問清楚自己，用戶真需要？錢怎麼能持續賺？我能比別人強嗎？想清楚再下場。

第三點就是不要勉強單打獨鬥，三個臭皮匠勝過一個諸葛亮，要學會懂得借勢，例如借助平台換賽道。現在商業窗口期那麼短，晚一步可能就擠不進去，因此更要懂得高效換賽道，利用平台借勢、借人、借資源，讓平台幫你降低試錯的成本，加快換賽道的速度。

事實上，選賽道無疑很難，因為永遠有不確定性，選錯的代價不是重來而是出局，但其實也不難，因為本質就是三點：看得遠，想得透，懂得借。

(作者為天九企服董事長兼CEO)



▲今年上半年全球貿易額增加約三千億美元。

股市氣氛熱 帶動港樓投資升溫

樓市智庫
陳永傑

今年以來，恒生指數累升逾兩成，創近三年半高位，主要受惠於企業盈利改善及資金回流。相比之下，本港二手樓價仍跌近1%，表現相對滯後。

隨着股市上升帶動財富效應，不少投資者資產賬面增值，能夠增加消費和投資意願。部分投資者開始考慮將資金由波動較高的股市，轉投較穩定的實物資產如物業，以分散風險並鎖定回報，進一步推動樓市升溫。

發展商推盤信心轉強，今年上半年一手市場成交量創下六年新高，吸引大批投資者及大手客入市，有些買家亦原本由買一間變買兩間，租客亦變買家。有發展商亦指出，近期股市走勢向好，投資氣氛轉好帶動投資者入市。財富效應使人更樂於進行大額開支，例如提早置業、升級換樓，甚至買車、裝修或外遊消費。

翻查過去十年市場數據，港股與樓市走勢雖非完全同步，惟整體趨勢仍仍關聯。2016至2017年及2019年均曾出現「股樓齊升」局面，尤以2017年最為顯著——當年恒指累計升幅達36%，冠絕全球主要股市，同年中原城市領先指數亦上升近13%，反映投資氣氛熾熱，資產市場

全面受惠。

踏入2020年後，在中美貿易摩擦加劇及美國進入加息周期等因素影響下，資金成本上升，市場波動加劇，股市與樓市隨即雙雙回落，顯示宏觀環境轉變對兩大資產市場均構成壓力。至於2024年，情況出現轉機：恒指反彈近18%，樓價卻跌足6.5%，錄得連續第三年下跌，呈現「股旺樓弱」格局，亦顯示樓市正處於調整周期，未必能再單靠股市帶動。

經濟穩步復甦 二手料止跌回穩

踏入2025年，形勢漸見轉機，恒指市場氣氛明顯回暖。與此同時，銀行拆息回落至3厘以下，供樓負擔減輕，加上特區政府去年全面撤辣，各類人才來港，釋放本地剛性需求及非本地買家潛力。發展商趁勢積極推盤，新盤銷售反應理想，成交量持續攀升。若本地經濟穩步復甦，預期二手樓價有望於下半年止跌回穩，甚至出現輕微反彈，逐步收窄與股市表現的差距，未來不排除迎來新一輪「股樓雙升」局面。

(作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁)



▶發展商今年積極推盤且成交量持續攀升，有助二手樓價回穩。