



美國掀起的全球關稅風暴，將導致美元儲備貨幣地位受衝擊。圖為美國財政部。

美國債務的脆弱平衡



實話世經
程實

「居安畏其危，處滿懼其盈。」今年

5月16日，穆迪將美國主權信用評級從最高級別的「Aaa」下調一級至「Aa1」，自此美國在三大國際評級機構中失去所有AAA評級，美國3A信用時代宣告結束。本次穆迪評級下調的背後，是美國債務總量飆升、赤字結構固化與利息支出抬升共同作用下的財政可持續性弱化。

儘管穆迪將美國信用展望從「負面」調整為「穩定」，以肯定美國經濟體量、增長潛力及美元國際儲備貨幣地位，但美國債務結構對短期融資滾動的高度依賴，仍使其在當前政策不確定與市場波動加劇的環境下暴露出顯著脆弱性。

首先，美國短端償債風險已轉化為影響其金融體系穩定性的關鍵因素。美國國債依靠滾動發行機制實現借新還舊，通過短期債務的頻繁再融資保障償債可持續性。從財政部發債結構來看，近年來美國債務可持續性對短期國債的依賴程度顯著上升。長期國債利率在發行時即已鎖定，短期內無需再融資，對當前財政成本與市場利率變動的敏感度相對有限。而短期債務雖在總量中佔比不高，其頻繁發行卻高度依賴財政與貨幣當局的密切協調、市場信心的持續支撐、金融體系流動性的穩定供給，以及現金流調度的精準執行。

因此，雖然從賬面結構來看，美國國債仍以中長期債務為主，但實際決定融資壓力與市場波動敏感性的核心變量，反而是高頻到期的短期國債。一旦一級市場拍賣需求走弱或利率預期快速上行，財政部需以更高成本完成滾動融資，並對市場產生放大性擾動。從政策操作角度看，短期融資風險對財政部與美聯儲構成了更直接的約束。財政部難以自由調整發行節奏，而美聯儲也被迫在通脹控制與金融穩定之間重新權衡。

其次，化解債務面臨現實困境。縱觀20世紀以來的全球經驗，儘管每次債務危機的起點、形式和結構性背景不盡相同，但化解高槓桿狀態所依賴的政策路徑，最終回歸於三大核心機制：一是可控的通脹環境。溫和通脹通過降低貨幣的實際購買力，使政府以「貶值後的貨幣」償還固定面值的債務，從而在不違約的情況下減少債務的實際負

擔，實現對債務的靜默稀釋。二是低利率與金融壓制。通過利率壓制債務融資成本，是緩解滾動融資壓力的關鍵一環。尤其在債務結構中短期債務佔比較高時，利率每一個百分點的上升都會直接放大財政赤字與償債壓力。三是依靠經濟增長「增收減支」。財政整頓作為唯一可持續的結構性解決方法，本質仍需依賴良好的經濟增長支撐。無論是通過提高稅收效率，還是壓縮行政與非生產性開支，其核心前提是經濟具有足夠活力與結構調整能力。

從上述三個層面來看，當前美國可持續化債的路徑在關稅衝擊下均存在結構性掣肘：關稅對通脹形成供給側衝擊抬升通脹預期，貿易政策不確定性下美聯儲難以推進寬鬆進程，政策利率高企而財政依賴短債滾動，利息支出進一步壓縮財政空間；同時，關稅政策抬升企業成本，壓縮利潤，私人投資和居民消費在不確定性下顯著放緩，經濟進一步陷入萎縮。長期來看，債務風險雖未立即爆發，卻已具備「不可持續」的內在條件。

避險資產價值抬升

最後，全球無風險資產配置正在重構。當前財政槓桿的過度透支、貨幣政策的響應約束、市場對美國資產定價體系的重估，正在共同推動全球金融體系進入一個「美元相對收縮、避險再錨定」的調整周期。對於全球資本市場而言，長期投資者已經開始重新評估美元資產的風險收益比，對非美貨幣與實物（黃金、瑞郎、日圓等）避險資產的配置比重或進一步增加。

更重要的是，美國國債作為全球金融體系「無風險資產基準」的錨定地位，其一旦發生擾動，將通過估值體系、抵押品體系與風險定價體系形成廣泛外溢。這一變化意味着，不僅融資成本將整體抬升，資本市場內部也將面臨信用等級與流動性預期的重構。趨勢一旦開始，不會輕易結束。全球資本市場或將進入一場前所未有的資產信任重建，重新定義何為「安全」。這一過程不可避免地將引發流動性緊縮、全球溢價上行與資產間傳導失衡，全球資本市場可能由此陷入新一輪信用緊縮周期，宏觀流動性與金融穩定性同步承壓。

（作者為工銀國際首席經濟學家）

購買力不減 新盤延續旺市



樓語縱橫
楊永健

過去不少人會形容地產代理是「三更貧、五更富」，因為市場購買力有限，樓市往往旺幾個月就靜幾個月，當購買力消化得七七八八，樓市就需要「叫叫氣」重新儲力再上。樓市小休期往往每隔三、四個月就會出現，不過今年新盤市場明顯較以往強勁，購買力幾乎「源源不絕」，以現時的整體新盤銷售，絕對有機會突破2019年的旺市，挑戰自2013年一手新例實施以來的最長旺市紀錄。

年3月至11月，當年創下連續九個月的新盤銷售超越1000伙的紀錄，其間累計售出新盤超1.5萬伙，平均每月新盤銷售接近1700伙的水平。

租金回報足夠吸引

事實上，今年新盤市場的暢旺程度，實際銷量更勝2019年，過去七個月整體新盤銷售已超越1.2萬伙，平均每月售出逾1700伙。再者，2019年全年的新盤銷售是1.8383萬伙。換言之，如果今年旺市持續，今年整體新盤銷售有力突破2019年的紀錄，創一手新例以來的全年新盤銷售紀錄。

整體而言，今年一手新盤銷售持續暢旺是綜合多方面的因素。首先是現樓新盤供應增加，按差估署的報告，今年上半年整體新盤落成量超越1萬伙，相信全年新盤落成量會與原先估算的2.0862萬伙相若。雖然數字上已較去年減少，但兩年內超越4.5萬伙新盤落成，發展商自然需要加快「去庫存」，而今年現樓新盤銷售較往年顯著增加。

供應增加的同時，新盤吸納量亦持續強勁，主要是受惠於整體租金持續上升，新盤租金回報率往往達三厘以上，而同時間最新定期存款息率仍然維持於兩厘以下的水平，高租金回報吸引投資者入市，而供平過租則引起上車客、換樓客的青睞，相信今年持續旺市。（作者為世紀21星鑄總經理）



顯著增加。今明兩年「去庫存」新盤落成量達4.5萬伙，發展商今年新盤銷售量較往年增加。

外資信心不足 美元貶值未止



集思廣益
管濤

上半年，美國國際資本淨流入規模較去年下半年減少2008億美元，下降20.7%。從投資主體看，私人外國投資者（下稱「私人外資」）流入減少是主要貢獻。當期，私人外資淨流入6595億美元，環比減少3258億美元，貢獻了同期美國國際資本淨流入降幅的162.3%；官方外國投資者（下稱「官方外資」）由淨流出168億美元轉為淨流入1082億美元，環比多增1250億美元，為負貢獻62.3%。



非美貨幣由弱轉強

須指出的是，私人外資並未逆轉為淨流出，顯示儘管當前美國經濟和貿易政策不確定性飆升，但私人外資只是對持有美國證券的興趣減弱，卻未淨拋售美國資產。相反，隨着美元大幅走弱，非美貨幣對美元由弱轉強，海外干預本幣貶值的壓力減輕，官方外資普遍轉而重新增持美國證券。

從資金流向看，外國投資者（下稱「外資」）並未大幅減持美國證券，而只是減少了美元現金持有，增持了外國證券。上半年，外資淨買入美國證券（包括長期和短期證券）9419億美元，環比多增319億美元，對美國國際資本淨流入下降為負貢獻15.9%，且淨買入額創半年度歷史新高。同期美國銀行業對外負債由去年下半年淨增加1728億美元轉為淨減少206億美元，環比多減1934億美元，貢獻了96.3%；美國投資者淨買入外國證券1536億美元（為負值），環比多增392億美元，貢獻了19.5%。

總的來看，外資普遍增持了四大類美國長期證券，其中以多買入美國國債為主，卻大幅減少了美國公司股票購買，顯示特朗普新政降低了外資對美國證券的總體風險偏好。

值得一提的是，上半年，外資淨買入美債名列上半年度淨買入額的第四。但是，私人外資和官方外資對美債的興趣差異顯著：私人外資淨買入美債3119億美元，環比少增441億美元，對外資淨買入美債環比多增為負貢獻34.0%；官方外資由淨賣出576億美元轉為淨買入美債1159億美元，多增1735億美元，為正貢獻134%。

根據國際貨幣基金組織（IMF）最新的全球外匯儲備幣種構成（COFER）統計，截至今年一季末，全球美元外匯儲備餘額6.7203萬億美元，較去年底增加908億美元；美元儲備份額為57.74%，回落0.05個百分點，連續十個季度低於60%，但依然穩居榜首。

IMF的COFER統計屬於季度、低頻數據，而從美國財政部的TIC統計中可以獲取全球美元外匯儲備餘額的月度高頻數據。由於外匯儲備是官方可以自動動用的外匯資產，故對TIC統計中的官方外國投資者持有和買賣美國證券資產要剔除區域和全球性國際組織的數據。據此，截至一季

末，不含國際組織的官方外資持有美國長期證券資產餘額65671億美元，相當於IMF披露的同期數據的97.7%。二者非常接近，缺口主要是因為TIC數據中不含官方外資在美國銀行業的存款及持有美國其他短期託管負債變動數據等。

IMF關於二季度的COFER數據要滯後到10月份才能揭曉，TIC數據卻可以讓我們先睹為快。最新的TIC統計顯示，截至今年二季度末，不含國際組織的官方外資持有美國長期證券資產餘額67407億美元，較上季末增加1736億美元，環比多增1274億美元。其中，淨買入美國長期證券51億美元，少增864億美元；非交易引起的持有美國長期證券餘額增加1685億美元，多增2138億美元，主要反映了同期美國股債「雙升」的正估值效應及統計調整的影響。

從TIC統計看，當季不含國際組織的官方外資雖然繼續淨買入美國長期證券，但規模環比大幅收斂，表明美國政府激進的經貿政策影響了官方外資對美國證券的興趣。在四大類長期證券中，多賣出美債是最主要貢獻，從這個意義上講，當季美國現股債匯「三殺」與官方外資減持美債有關。

貿易爭端擾亂市場

今年4月2日，美國總統特朗普簽署行政令，援引1977年《國際緊急經濟權力法》規定的權力，以解決因貿易關係中缺乏互惠關係和其他有害政策而導致的巨額和持續（貨物）貿易逆差所造成的國家緊急狀態。據此，美國將對所有國家徵收10%的基準對等關稅，對與美國貿易逆差最大的國家徵收個性化的更高的差額對等關稅。其中，基準關稅於4月5日正式生效，差額對等關稅從4月9日延期至7月9日，之後再延期至8月1日。7月31日，特朗普簽署行政令，公布新版對等關稅方案，以替代4月2日公布的版本，並於8月7日正式生效。

在差額對等關稅兩次延期期間，美國與許多貿易夥伴磋商達成了一系列新貿易協議框架，主要包括：一是提高當地輸美產品進口關稅；二是降低當地自美國進口關稅和非關稅壁壘；三是承諾增加從美國採購能源、農產品和飛機等產品；四是承諾增加對美直接投資。

現行國際貨幣體系是美元信用本位，美元作為中心貨幣（也稱關鍵貨幣），美國承擔着世界最後消費者的角色，即美國要通過維持貿易逆差向世界提供美元流動性，讓其他國家和

地區有可能積累美元外匯儲備。這是一個其他國家和地區貿易可以逆差也可以順差，但美國必需貿易逆差的「N-1」問題，是美國為支持美元國際地位所承擔的隱性國際義務。當然，美國也享受了擴張的美元霸權，可以利用美元地位對外輸出經濟和金融危機。

美國達成的新貿易協議旨在減少美國持續的巨額貿易逆差。4月2日簽署的行政令中明確，這些關稅將持續到總統確定貿易逆差和潛在的非對等對待所構成的威脅得到滿足、解決或減輕，甚至授權總統在美國製造能力和產出繼續惡化的情況下進一步上調關稅的權力。

在布雷頓森林體系解體後，美國以貨物貿易逆差為主的結構性經常項目逆差與資本項目順差就是鏡像關係。也就是說，貿易逆差越大，資本流入就越多；反之，則反。2009至2024年，美國年度國際收支口徑的經常項目逆差與貨物貿易逆差變動為強正相關，相關系數為0.865；國際收支口徑的外來投資淨流入（包括直接投資、證券投資、其他投資）與貨物貿易逆差變動為中度正相關，相關系數為0.730。這意味着新貿易協議執行後，若美國貿易逆差果然縮小，則美國的外來投資淨流入大概率也將減少。今年二季度，美國貿易逆差環比下降1965億美元，同期不含國際組織的官方外資淨買入美國長期證券環比減少近千億美元應該不出人意料。

在未來美國外資淨流入趨於下降的情況下，根據新貿易協議，有些國家和地區將增加對美直接投資（如美方披露，沙特、日本、歐盟分別承諾未來幾年對美投資6000億美元、5500億美元和6000億美元），以促進製造業回流美國。這就意味着，在已縮小的蛋糕上能夠分給私人及官方外來證券投資的機會就更少了。若海外所承諾的對美投資是政府主導，則其增加在美投資建廠後，只能減少官方對美股票和債券的投資，這將進一步抑制全球美元外匯儲備的積累。

儘管美元國際地位不是美國政府當前最關心的事情，但仍是比較在意的事項。如日前美國以某區域組織建立是為了傷害美元為由，曾威脅對其成員徵收10%的進口稅。然而，美國政府掀起的全球關稅風暴或重置全球貿易體系和國際貨幣體系，其後果是：美國政府減貿易逆差的政策越有效，就越有可能衝擊美元的儲備貨幣地位。（作者為中銀證券全球首席經濟學家）