



▲美國面對政治分裂、債台高築等問題，一旦出現債務違約，勢必會對經濟造成嚴重的打擊。

## 經濟觀察家

在主流敘事中，美國的國家信用似乎堅如磐石。但實際上在20世紀三十年代大蕭條最嚴重的時刻，美國曾經也出現過大規模債務違約。當前美國國力下滑，一旦選擇「賴賬」，想再次輕易獲得市場的原諒，幾乎已無可能。

# 「美國違約」會再次出現嗎？



2018年出版的《美國違約》(American Default)一書，揭開了一段顛覆性的、美國主流敘事集體遺忘的歷史。1929至1932年間，美國物價暴跌觸發了「債務一通縮」的惡性循環：物價持續下跌意味着債務的實際價值不斷攀升，企業和個人的償債負擔被不斷放大，最終導致大規模破產、失業和銀行倒閉，使經濟衰退愈演愈烈。

當時新上任的羅斯福總統認為，打破通縮的關鍵在於實現美元的「再通脹」，即提升當地物價水平。而最直接的方式，就是讓美元與黃金脫鉤並大幅貶值。當美國宣布美元對黃金貶值時，意味着同樣數量的黃金要用更多美元才能購買，以美元計價的商品價格也會相應上升，從而帶來物價回升。

然而，一個看似無法逾越的法律障礙橫亘在面前——「黃金條款」(the Gold Clause)。「黃金條款」源於美國內戰時期，為在混亂的貨幣體系中提升債務信譽，債務人在合同中承諾以黃金(Gold Coin)償還債務。在此約束下，讓美元貶值將適得其反——若美元對黃金貶值，債務人需用更多美元兌換黃金償債。面對困局，羅斯福政府完成了一場爭議巨大的國家毀約，具體步驟包括：

### 黑歷史被主流敘事遺忘

1) 強制收繳黃金：1933年4月5日，羅斯福發布行政令，禁止私人持有黃金，要求個人與企業在三周內以每盎司20.67美元的官方價格把黃金售予聯儲，違者將面臨高達1萬美元的罰款(在當時堪稱巨款)或10年刑期，甚至兩者並罰。

2) 授權美元貶值：1933年5月，國會通過《托馬斯修正案》，授予總統讓美元貶值最高可達50%的權力。

3) 廢除「黃金條款」：6月5日，國會通過了《第10號聯合決議案》，宣布所有過去和未來合同中的「黃金條款」一律無效。

4) 美元正式貶值：1934年1月31日，羅斯福宣布美元官方金價從每盎司20.67美元，抬升至35美元(約等於美元對金價貶值69%)。

羅斯福的系列行動在當時引發了劇烈震動。其中，廢除「黃金條款」的舉措更是引爆了一場憲政危機，並最終訴至最高法院。政府方面強調此舉的「必要性」，認為這是在國家面臨「史上最嚴峻的工商業和金融危機」時，為維護國家存續而必須採取的措施，屬於國會行使憲法所賦予的「規定貨幣價值」的主權權力。反對者則堅稱，政府行為侵犯了憲法保護的財產權，違背了「契約神聖」這一基本法律原則，這種「賴賬」行為將

嚴重損害國家信用，甚至引發「金融混亂」。最終，在1935年2月18日，最高法院以5：4的微弱優勢做出了對政府有利的裁決，為這場國家違約行為提供了法律背書。

美元「再通脹」是羅斯福「百日新政」中影響最深遠的行動之一。《美國違約》引用現代學者的研究指出，與《農業調整法案》(AAA)和《國家工業復興法案》(NIRA)等存在嚴重缺陷甚至可能阻礙了復甦的政策相比，放棄金本位(廢除黃金條款是其關鍵一步)才是終結大蕭條、推動經濟復甦的最重要舉措。

然而，由於這段歷史與一個崇尚法治、信守契約的國家形象相矛盾，它在後來的歲月中被美國主流敘事刻意簡化乃至遺忘了。直到2000年阿根廷債務危機爆發，這段歷史才重新進入公眾視野。

此前阿根廷政府將比索的價值與美元以1：1的平價掛鉤，但到了2001年末，固定匯率制度難以為繼，比索大幅貶值。面對以美元計價的巨額債務，阿根廷政府將美元計價的債務強制轉換為比索計價，這實質上構成了債務違約。面對隨後的訴訟和指責，阿根廷政府的法律團隊援引1933年的美國「黃金條款」廢除案作為先例，但此舉卻帶來了訴訟纏身和金融信譽喪失，阿根廷多年無法進入國際資本市場。

這引出了一個問題：為何美國在違約後能迅速恢復市場融資能力，而阿根廷等國卻陷入被國際資本市場長期排斥的困境？

在《美國違約》一書中，作者將「賴賬」分成兩類：一種是「可理解的賴賬」(excusable default)，通常由天災、戰爭或嚴重的經濟危機等不可抗力引發。作者認為美國1933年違約就屬於此類，具有「善意姿態」(in good faith)——在大蕭條的極端情況下，通縮嚴重，如果不「賴賬」，債權人的實際損失可能更大。另一種則是「惡意逃廢債」，2001年阿根廷的債務違約便被作者歸於此列。從償付比例來看，美國1933年的違約相當於每美元債務償還了59美分；而阿根廷的償付額僅為每美元20美分，其「惡意」程度可見一斑。

### 契約精神讓位美國優先

回顧這段歷史，有幾點事實讓我感到意外，也引發了思考：

第一，在「契約神聖」與「國家必要性」之間，後者被置於優先地位。長期以來，美國以其對「契約精神」的尊崇作為其國家形象。然而，《美國違約》一書揭示，在國家主權與生存發展的根本需求面前，這一精神的韌性遠比想像中脆弱。

書中羅斯福為廢除「黃金條款」

辯護時指出，「考慮到如果不廢除這些條款，將對美國經濟、美國長期發展產生負面影響，所以必須跳出合同條款的狹窄範圍(Look beyond narrow contract terms)，從更宏觀的角度看待問題」。在大蕭條的百日新政後，美國公民持有和交易黃金的權利被長期剝奪。從1933年到1974年，長達41年的時間裏，美國公民被禁止合法持有和交易黃金。

第二，這一歷史先例有力地挑戰了「債務必須無條件償還」(Pacta sunt servanda)這一傳統觀念，表明「天災」或「重大危機」似乎能為「債務調整」提供合法性背書。這一點在經濟學理論與實證文獻中也有扎實論證。理論模型顯示，當一個國家面臨極端衝擊時，財政緊縮會導致經濟陷入更深的衰退，此時違約可能成為一種理性的選擇。經驗數據同樣表明，危機時期的主權違約相當普遍，雖然短期內會損害信用，但許多國家在違約後能夠更快地恢復增長並重返國際資本市場。

第三，美國未來是否還會發生類似的「賴賬」事件？在成書的2018年，作者持相對樂觀態度。他認為，由於美國已脫離金本位，實行浮動匯率，政府可以通過貨幣貶值來間接稀釋債務，無需再像1933年那樣公然廢除合同條款。但這並不排除其他形式債務重組的可能性。然而，作者也敏銳地指出，美國未來的債務風險並非來自明面上的公共債務，而是隱性債務，即政府對國民未來的養老、醫療健康等承諾。這些承諾未來可能因無力兌現而引發債務重組。

不過，我個人認為，近年來的發展使美國未來的債務風險變得更為嚴峻。例如，特朗普政府現任白宮經濟顧問委員會主席斯蒂芬·米蘭(Stephen Miran)在大選期間提出的海湖莊園協議(Mar-a-Lago Accord)，在某種程度上也有「逃廢債」的性質。該協議設想通過將短期美國國債置換為超長期、對外國官方持有的美債徵「使用費」或利息扣減、擴大總統對美聯儲的控制等激進方式來處理債務問題。

這些提議，無論最終是否實施，都標誌著一種危險的思維轉變。如果說羅斯福1933年的違約尚可被定性為在內部崩潰壓力下的「善意」自救，那麼「海湖莊園協議」所暗示的，則是在維護自身霸權地位和轉嫁財政壓力動機下的「惡意」債務操縱。

最後，在我看來，彼時美國大規模違約之所以未造成嚴重後果，一個重要原因是其正處於國力上升期。而今天的美國經濟科技上的領先地位都被逐漸趕超、政治分裂、債台高築，一旦選擇「賴賬」，市場是否願意買單，無疑要打上一個巨大的問號。

(作者為中金公司首席策略分析師)

## 新金融工具扶持新質生產力



9月29日，國家發改委在新聞發布會上表示：「推進新型政策性金融工具有關工作，規模共5000億元(人民幣，下同)，全部用於補充項目資本金」。新型政策性金融工具最早於今年4月政治局會議提出，最終在基數較高、同比增速壓力較大的四季度落地，符合此前市場預期。

早在2022年，央行曾支持國開行、農發行和進出口銀行設立類似的政策性開發性金融工具，當時為了托底投資，主要投向交通水利能源等基礎設施和信息科技物流的產業升級，投放7399億元，帶動當年基建投資增速從上半年的9.3%提升至11.5%。

對比2022年，這一次的政策性金融工具有三個不同之處。一是出臺背景和投向不同於2022年。與2022年穩增長壓力較大的背景相比，今年實現全年5%的GDP(國內生產總值)增長目標壓力並不大，此次出臺新型政策性金融工具更多是為了支持擴大內需和科技創新的長遠目標，這也符合「十五五」規劃的兩條主線。

因此，新型政策性金融工具在支持項目方面，更加聚焦新質生產力，重點支持數字經濟、人工智能、低空經濟、消費基礎設施、綠色低碳、農業農村、交通物流、市政園區等八大領域，其中20%必須投向民營企業。

從項目期限看，此次新型政策性金融工具更加關注長期目標，重點支持期限10年、15年、20年的長期項目。其中，數字經濟、人工智能、低空經濟、消費基礎設施等方向在八大領域中排位靠前，預計將獲得更多資金支持。儘管今年以來基建投資增速持續回落，其中8月新、舊口徑基建投資同比增速分別下滑至-5.9%、-6.4%，降幅較7月進一步走闊，但是基建投資的回落並不是因為缺錢，而是財政的重心發生變化。

今年專項債發行速度較快，用於項目建設的比例收縮，用於化債清欠的比例上升。截至9月29日，專項債用於化債清欠的規模已超過1.2萬億，而用於項目建設的規模約2.1萬億，低於去年同期的2.8萬億。此外，年初至今城投債淨融資持續為負，1至9月累計淨融資規模為-4219億，反映出地方政府傳統基建投資的意願持續收縮。

二是資金來源和2022年可能有所不同。2022年政策性開發性金融工具的資金來源是政策性開發性銀行發債和央行PSL(抵押補充貸款)支持。2022年9月，政金債淨融資規模達到3934.4億元，10年期開債、農發債和進出口行債發行利率分別為2.96厘、3.06厘、2.90厘，20年期開債發行利率為3.49厘。同月央行重啟PSL，並將其利率由2.8厘下調至2.4厘，低於當時MLF(中期借貸便利)利率35基點。2022年9至11月PSL新增規模達到6300億元，為政策性開發性金融工具提供長期穩定的低成本資金。同時中央財政按股權投資金額予以2個百分點的貼息，期限2年。

今年8月，政金債淨融資規模達到3923.8億元，為2024年以來最高值，10年期政金債發行規模達2000億元，與2022年9月類似。這意味着新型政策性金融工具的首批資金或已到位，實際投放節奏將快於預期。

與2022年不同的是，當前PSL利率高於政金債利率。雖然5月7日央行下調PSL利率至2.0厘，但9月10年期開債、農發債發行利率為1.87厘和1.78厘。如果央行維持PSL利率不變，由PSL支持的必要性不強，這也是8月政金債淨融資較多，但PSL並未新增的原因。若央行使用PSL支持，預計PSL利率至少下調20基點。

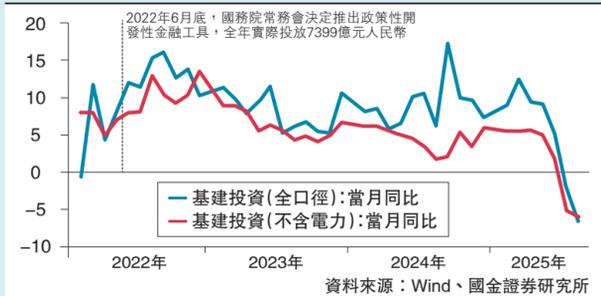
服務於高質量發展

三是對經濟的影響效果不同。《2022年第三季度貨幣政策執行報告》披露，2022年政策性開發性金融工具投入資金近7400億元，各銀行為金融工具支持的項目累計授信額超3.5萬億元，對社融的撬動比例約為5.5倍。根據我們的測算，新型政策性金融工具對當年基建投資的乘數約為3.5倍。如果按照5.5倍槓桿計算，5000億元新型政策性金融工具可撬動2.75萬億新增社融，有望拉動1.5萬億至2萬億固定資產投資。

值得注意的是，此次新型政策性金融工具支持的領域既包括基建投資，也涵蓋製造業投資。其中交通物流、市政園區等領域屬於基建投資，而排序靠前的數字經濟、人工智能等屬於戰略性新興行業，統計口徑歸屬於製造業投資。因此，新型政策性金融工具對高科技產業和先進製造業投資增速的支撐效果更加顯著。

(作者為國金證券首席經濟學家)

### 二季度以來，基建投資增速持續承壓



## 上車族入市 細價樓交投旺



買樓曾是香港人最大的夢想，也曾是最大的壓力。2019至22年間，樓價高企加上辣招未撤，每年400萬元以下的細價樓成交量均不足5000宗，佔整體成交比例僅7%至10%，對不少首置上車族而言，那幾年是「最難上車時代」。

今年情況明顯逆轉。特區政府於2月財政預算案推出新措施，將100元印花稅的適用上限樓價，由300萬元放寬至400萬元，大幅降低細價樓的入市門檻。政策見效之快令人意外，中原地產數據顯示，2025年首三季，全港樓價400萬元以下私樓共錄得1.0456萬宗成交，佔同期整體約4.1萬宗私樓成交達25%，不僅創下9年新高，更遠超政府原先預期的15%。細價樓市場連續兩年突破「萬宗大關」，顯示百元印花稅已發揮顯著刺激作用。

### 放寬百元印花稅見效

細價樓成交顯著回升，除政策推動外，也得益於樓價持續回調。近年樓市由高位下跌兩成多，令不少細價單位重回400萬元以下區間，加上買家印花稅從數萬元降至100元，節省下來的資金足夠支付部分首期甚至傢俬裝修開支，不少觀望已久的上車族終於心動即

行動。而最受惠的莫過於新鮮出爐的「十大上車屋苑」。榜單所見，新盤佔據大半席位，其中冠軍上車屋苑大埔上然，於首三季錄得394宗400萬元以下成交，是全港最受惠於百元印花稅政策的屋苑；屯門黃金海灣及元朗朗天峰亦分別錄得318宗及207宗。新樓省卻裝修開支、鎖鑰匙即住或即收租，對上車及投資者特別吸引。

今年細價樓交投持續升溫，不少首置客認為樓價已調整至相對吸引水平，加上印花稅減免大幅降低入市門檻，同時中小型投資者亦趁樓價回落入市尋覓出租物業，成交持續活躍。

美國年底有機會再減息兩次，若減息預期成真，將進一步利好樓市。不過，若短期樓價升勢過急或業主「反價」心態增強，恐窒礙部分買賣成交。若樓價能維持溫和升幅，全年400萬元以下細價樓成交量有望衝上1.3萬宗，有機會創2014年逾1.8萬宗後的新高紀錄。

百元印花稅和樓價調整，讓更多人圓上車夢。雖然未來仍受息口及市場氣氛影響，但可以肯定的是——香港最難上車的日子，已經成為過去。

(作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁)