

退休金與醫療開支持續上升 增財政及債務負擔

評級機構警告 人口老化影響信貸評級

經濟透視

惠譽周四把美國主權評級展望列入負面觀察名單，不過，原來人口老化亦會令各國的主權評級受影響。穆迪、標普和惠譽等評級機構警告，近期全球利率上升，令退休金和醫療開支成本上漲，而人口結構轉差勢影響到各國政府的信貸評級。

大公報記者 李耀華

評級機構均表示，沒有推行重大改革、將陷入高財務負擔惡性循環、借貸成本上升的國家，將會下調其信貸評級。穆迪投資服務助理董事總經理Dietmar Hornung表示，在以前，人口結構只是屬於中期至長期的考慮，但未來將會考慮得更嚴格，而這方面實際上已影響到不少國家的信貸評級。

美國聯邦儲備局、歐洲中央銀行、英倫銀行均先後在本月調高了利率至金融海嘯以來最高，令政府的還債成本上升。惠譽主權和跨國研究部全球董事Edward Parker表示，雖然人口結構只是緩慢地變化，但問題已變得日益嚴重。該機構上月便調低了法國的信貸評級，並警告法國的改革方案將會停滯不前。

歐洲老年人口2050年佔50%

評級機構表示，現正同時經歷到借貸成本上升，和工作人口年齡改變，以及醫療退休金成本上漲令公共財政受壓。歐洲聯盟表示，這問題亦困擾到歐洲聯盟債務的前景，65歲以上的人口佔比，將會從現在的約20%，增加至2050年的50%。日本和美國的情況亦會相同。

標準普爾全球評級首席主權分析師Marko Mrsnik補充說，根據標普的壓力測試借貸成本每上升一個百分點，日本、意大利、英國、美國的債務佔國內生產總值比率，至2060年便會增加40至60個百分點。他表示，這個是很大的增幅，意味着有需要推行改革以紓緩人口老化的壓力，或是實行財政改革令政府債務可以持續。

標普在1月份的報告中指出，假如不能就紓緩人口老化成本上漲而採取有效措施，全球主要經濟體中，約一半在2060年時的信貸評級被調低至垃圾級，較現在的約三分之一高得多。

2060年全球一半經濟體降至垃圾級

有預測顯示，若沒有就人口老化及相關的問題進行改革，一般政府在2060年的赤字佔國內生產總值比率將會高至9.1%，較2025年錄得的2.4%高得多。標普還估計，退休金成本在2060年將會升至佔國內生產總值的9.5%，平均急升達4.5%。不同國家的升幅亦將不同。信貸評級機構亦預測，由2022年至2060年間，中等收入國家醫療成本佔國內生產總值的比率，將會增加2.7%。

惠譽的Parker警告，政府愈進行改革，改革的陣痛愈大。為了減輕有關的壓力，美國國會眾議員促請削減成本和推行結構性財政改革，才同意極富爭論性的提高債務上限。

分析師認為，全球多國中，特別是中南歐國家的人口結構情況最差，而德國的情況更令人憂慮，因其人口老化的速度是全球之冠。穆迪投資在今天的通告中表示，人口老化對德國勞工市場造成的壓力已很明顯，並表示假如沒有適當的改革行動，未來的潛在經濟增長率便將會更低。

此外，多個亞洲國家及地區因受到人口結構變化壓力的影響，前景已不斷轉壞，Parker表示，到了2050年，韓國、中國台灣的情況將會變得更差。



▲利率上升令退休金和醫療開支成本上漲，人口結構老化勢影響各國政府的信貸評級。

全球各地主要主權信貸評級

國家/地區	標普	穆迪	惠譽	65歲以上人口比例(%)
澳洲	AAA	Aaa	AAA	16.5
加拿大	AAA	Aaa	AA+	18.5
德國	AAA	Aaa	AAA	22.1
新加坡	AAA	Aaa	AAA	14.1
美國	AA+	Aaa	AAA	16.6
法國	AA	Aa2	AA-	21.3
中國香港	AA+	Aa3	AA-	19.6
英國	AA	Aa3	AA-	18.9
韓國	AA	Aa2	AA-	16.6
中國內地	A+	A1	A+	13.1
意大利	BBB	Baa3	BBB	23.6
印度	BBB-	Baa3	BBB-	6.80

大公報記者整理

老年人口膨脹 增值股票需求降

影響深遠

全球金融市場今年無甚起色，長遠而言，將有不少因素影響到全球經濟和股市的發展，其中一個便是人口老化。

Evelyn Partners的投資策略師Rob Clarry表示，未來數年的情況將會與過去40年的情況不同，因前40年的通脹偏低，增長穩定。但他相信，未來將會顯著受到人口老化、全球秩序改變、能源轉型、科技革命的影響。而他相信人口老化的情況最值得關注。他指出，全球人口在去年已升達80億，較諸40年前大升40%。他指出，人口老化的原因是人類壽命延長，令過去20年，年齡達65歲或以上的人數增加了6.23億人。至2040年，老人數目將會達至13億人。

此外，世界衛生組織估計，至2050年，新興市場老齡人口佔全球三分之一。Clarry指出，這便會令企業的營業額和開支減少，並會令消費模式改變，對投資者將有很大影響。原因是大部分人邁向退休年齡，將令政府債券或依靠收入增值股票的需求減少，並會逐漸影響到資產價格。

惠譽將兩房貸企列負面觀察

防患未然

評級機構惠譽繼美國主權評級展望後，再將房利美和房貸美評級列負面觀察名單，以反映主權評級對兩房貸企的重要關係。

作為美國政府贊助的企業，房利美

和房貸美一直得到美國政府直接的財政支援，故與美國的主權評級有直接關係。美國民主共和兩黨在債務上限的談判遲遲未有共識，令評級機構憂慮商業信貸亦會受牽連。惠譽指出，把房利美和房貸美兩家按揭融資巨頭列入負面觀

察名單，是受到美國信貸評級展望被列入負面觀察名單後，市場所充斥着的不確定因素所影響。不過，惠譽亦表示，假如美國主權評級因債務上限的挑戰而被降，亦不一定即時把兩房貸企降級，而將會視乎兩企能否繼續履行其服務協議。

美債鬧劇扭曲全球市場結構

財經分析

李靈修

美國債務上限談判，隔三差五就要來一回。共和民主兩黨藉機博奕，也總能在最後關頭達成一致，但市場每次都折騰得夠噏，債市股市亂作一團。那麼，是不是應該取消債務上限制度呢？大家都圖個清靜。

美國現任財政部長耶倫就是上述觀點的堅定支持者。她認為，債務上限是一種垃圾制度，只會增加兩黨的「精神內耗」。美債是全球最安全、最重要，也是流動性最好的金融資產，不應該對其規模進行限制。聯邦政府不是借不到錢，也不是還不起錢，為什麼要畫地為牢？退一萬步講，美債的供給應該由市場價格來衡量。人為干預發債規模，只會引發市場風險。

耶倫的邏輯貌似成立，但在實操中根本行不通。

美國債務上限制度始於1917年頒布的《第二自由債券法案》(Second Liberty Bond Act)。當時受一戰影響大幅借債，美國國會賦予財政部更大職權來發行債券和管理聯邦財政，並為各

類債券設置一個「天花板」額度，聯邦政府可在範圍內自由借貸，無需再經國會審批。到了1939年，國會才將各類債券的不同上限合併為單一債務上限，並首次制定了450億美元的債務上限。迄今上限額已被提高108次，從450億美元升至2021年的31.4萬億美元，增長697倍。

兩黨只為各自政治利益

然而，每一輪債務上限談判，兩黨都會表現得非常強硬。筆者此前撰文《債務違約危機是場輪盤賭》就指出，誰都承擔不起債務違約的責任，但都想從中攫取最大的政治利益，最後只能看誰先認慫。

2013年，美國時任總統奧巴馬簽署了《無支付，無預算》(No Pay, No Budget)法案。該法案允許聯邦政府設置一個暫停期，其間允許財政部不受債務上限控制無限發債；而期限結束後，債務上限重置為原有債務上限與暫停期內新增債務總和。該法案的通過從側面反映出，政客們對於政府能否償還債務並不關心，他們只在乎執政周

期。既然債務上限可以「暫時性」消失，那可不可以「永久性」消失呢？耶倫認為是可以的，但政府財政具有公共用品屬性，無法受到市場硬約束。這就涉及到匈牙利經濟學家科爾奈提出的「財政軟約束」理論。

科爾奈深入研究計劃經濟與轉軌經濟學，對中國的改革開放影響極大，曾於1985年赴華參加了著名的「巴山輪會議」。按照「財政軟約束」理論，聯儲以美債為信用「印刷」美元，再拿美元購入政府發行的美債，最終美債美元相互兜底，貨幣供應與政府債務同時狂飆。沒有投資者願意與聯儲/央行進行對賭，市場價格機制失靈了，政府在債市擁有了無限開火權。但如果取消債務上限，長遠來看美債信用終會有被透支的一天。

美聯儲本具備一套嚴密的內部制衡體系，但近年來建制派、華爾街、跨國公司、福利民粹主義形成合謀，加劇了財政軟約束，形成了貨幣「公地悲劇」，也扭曲了全球化市場結構。這才是當前世界經濟面臨的最大挑戰。

老人消費減少 通脹跟隨回落

財經觀察

李耀華

人口老化問題對很多國家來說已是燃眉之急，將會打擊未來長期的經濟增長和加劇政府的財政負擔，但是，對於現時正飽受通脹困擾的國家和地區來說，卻仍有其功能，主要原因是，可以令央行日後不需要持續把利率維持在高位，亦可以控制通脹。

英國、美國、歐洲和其他國家的央行過去兩年間不斷加息，以抗衡物價上漲的壓力，但是，國際貨幣基金組織(IMF)在一個網誌中表示，利率高企將只會是短暫，發達國家的央行最終會把利率下調至新冠疫情時的水平。雖然IMF未有說明原因，亦未知利率何時回落。

但利率長線向下，主要與全球人口老化有關。日前有統計指出，20、30、40歲的人，其開支佔工資的比例最高，尤其是初組織家庭的年輕人，需要花費不少金錢在家居和汽車方面，但隨着年紀愈大，所花的開支便會減少。

由於消費開支是推動各國物價上升的主要根源，例如美國，通脹率一直揮之不去，便是因為當地消費者仍未有減少消費，以今年美國首季國內生產總值為例，雖然只有1.1%的增幅，但其中的消費者開支卻上升了3.7%，因而令美國的通脹率一直遠離聯儲局所定的2%目標。

然而，近年各國人口老化的情況正日益嚴重，例如英倫銀行行長貝利早前便表示，在過去10年間，20至59歲的英國人，佔整體成年人的比例已跌至65%，而未來更將會進一步下跌。

由此可見，當全球人口不斷老化，對消費的需求亦將會減少，連帶通脹率亦會下降。目前發達國家的高利率，在一段時期後，勢將回落至疫情前，即全球供應鏈還未受阻，和俄烏衝突還未爆發前的水平。

摩通擬裁走第一信託銀行1000人

【大公報訊】消息人士稱，摩根大通在月初緊急接管了第一信託銀行之後，市傳將會裁減該行員工約1000人。

受裁員影響涉及所有部門，比例佔其目前約7000員工的15%。據一名相關員工稱，摩根大通在周四向受影響的員工透露，摩根大通將不會繼續聘請他們。對於第一信託銀行員工來說，無疑受到進一步打擊，因為在過去兩個月以來一直面對困難處境。

摩根大通聲明中稱，意識到第一信託銀行員工自從3月份以來便一直處於緊張和前景不明的狀態之中，希望昨日的行動可令員工明白最終的安排，以結束這些不確定因素。至於無受裁員影響的大部分員工，將全職聘用及安排

到摩根大通上班，另有少部分在未來12個月繼續獲聘。

自從硅谷銀行和紐約簽名銀行在3月份倒閉後，第一信託銀行的存戶便提走了數10億美元的存款，導致最終要由美國監管機構出手安排出售給摩根大通。摩根大通是在5月1日收購第一信託銀行，並表示在交易達成後的30天內，向該行員工安排新工作。

摩根大通表示，未有受續聘的員工，將可以獲得兩個月的人工連福利報酬作為補償，而且亦會得到一筆解約費用和持續福利。摩根大通的裁員行動，比較第一信託銀行上月所計劃的較為鬆手，後者在出售給摩根大通前，原準備大幅削減25%的員工。



▲摩根大通接管第一信託銀行後，市傳會裁減該行約1000名員工。

摩通開發IndexGPT AI向客戶提供投資建議

【大公報訊】人工智能的應用日益廣泛，外電報道，摩根大通正開發名為IndexGPT的ChatGPT形式工具，以AI方式為投資者提供諮詢服務。

報道指出，有關IndexGPT的商標申請，在5月11日已入紙辦理。申請的文件指出，摩通希望用ChatGPT形式的工具，提供投資諮詢服務，並形容IndexGPT是一個運用人工智能技術的雲端電腦軟件，可以幫助揀選金融證券、金融資產，以及按消費者的要求而提供適合的服務。

摩通行政總裁戴蒙早在今年的「給股東的信」中已預期會提供有關項目，並已在多個範疇，包括在風險管理、市場預測等方面，用上了AI技術。今年4月，摩通公布，創制一個AI模型，是以過去25年聯儲局的重要發言為訓練材料，使其可以預測到潛在的市場變動，並作出買賣決定。