

焦点访谈

焦点访谈 — 探讨发达市场债务可持续性及其对投资者的影响

2025年11月6日

Neha Sahni和James Pomeroy

Neha

大家好！欢迎收看新一集投资总监焦点访谈，我们将探讨当前市场和投资者关注的热点议题。今集的讨论议题是发达国家政府债务以史无前例的步伐增长。我们将探讨财政赤字不断膨胀对经济增长、利率和央行政策的影响，并剖析其对不同资产类别的冲击。今天，我与汇丰环球投资研究的高级环球经济师James Pomeroy一同探讨上述议题，并比较新兴市场与发达市场的整体宏观环境。James，欢迎并感谢你的参与。

James

Neha，谢谢你的邀请。

Neha

James，众所周知，发达市场是人口老龄化和增长持续放缓的成熟经济体。因此，这些市场至今一直高度依赖移民，以维持经济发展。不过，随着“经济民族主义”升温，加上实施边境封锁政策，你认为其经济增长目前如何受到影响？这种新实况对医疗、国防和养老金等公共支出承诺又有什么影响？

James

谢谢Neha。从这张图表可见，许多发达经济体的人口结构状况确实相当严峻。过去每名退休人士都有大量劳动人口支持的情况近年已大幅逆转，随着时间推移，这股趋势将会继续带来更大的挑战。这直接削弱经济增长，因为劳动和消费较多的人口比例下降，确实抑制增长。但我认为真正的挑战来自财政层面。在这方面，我认为发达国家政府正面临艰巨的挑战，部分源于近年累积的巨额债务所产生的利息支出；与此同时，各国也承诺提高国防支出，还有人口老龄化直接带来的挑战。这意味政府需要承诺增加养老金，以及医疗保健和社会福利支出，所有这些范畴的支出都与人口老龄化密切相关。财政前景开始显得极为严峻。问题是，从政治层面来看，发达国家普遍不愿意做出有望应对相关问题的艰难决策，因为这涉及非常艰难的决定，例如提高退休年龄或削减养老金金额，或在部分经济体，考虑如何为医疗保健融资。细看这些政策，显然不受选民欢迎，因此各国政府都没有采取行动。这意味财政挑战仍然存在。这使政府难以筹措资金支持减税，或为所需的资本投资提供资金。鉴于面对这些财政挑战，全球经济增长，至少在发达国家，仍远低于其潜在水平。

Neha

现在让我们探讨一个被忽视的重大议题 — 央行的独立性，这是一个具争议的议题，尤其在美国。众所周知，美国的国家债务近日已突破38万亿美元，目前未见任何明显的逆转迹象。问题是，James，你认为债务水平上升会否对央行的降息决策构成压力？

James

这是一个好问题，在目前市场持续讨论下尤其重要。综观发达市场和其沉重债务，显然意味许多政府目前面临相当高昂的利息支出。因此，现在各国政府都希望降息，但期望降息的岂止各国政府。全球大多数家庭或企业都希望降息。这有助于降低成本，并有望提振经济增长，降息可能是一件再好不过的事情。但我们认为这不一定是央行降息的原因。我认为更有可能的情况是，我们刚才讨论的问题——债务居高不下导致经济疲弱。这意味各国央行可能认为，在没有可用财政政策的情况下，货币政策成为唯一有效刺激经济的工具。换句话说，如果要推动经济增长，通过财政政策实现目标的难度甚高，因此很可能需要由货币政策发挥作用。不过，还要考虑其他多项因素。这些因素源自人口老龄化对供给侧造成的影响。劳动人口或会减少，这或许意味工资上升，也可能意味通胀升温。经济缺乏投资或会引致一些领域出现瓶颈，同样会推高通胀。因此，债务居高不下可能从多方面影响央行决策。一般来说，这意味利率可能低于预期。如果经济增长放缓，情况也许确实如此。但如果出现上述供给侧挑战，央行可能变得较为审慎。因此，目前的债务情况或会使全球央行，尤其是美国，在可见将来保持高度警惕。

Neha

现在，让我们深入探讨新兴市场与发达市场之间日趋明显的宏观经济分歧。新兴市场的增长率较高，债务水平较低，而且人口普遍较年轻；相反，发达市场面临人口老龄化、增长持续放缓和赤字上升等问题。发达市场主权评级被调低，新兴市场主权评级则上升。James，你认为新兴市场与发达市场之间的分歧扩大，对社会经济有什么广泛影响？

James

这一点极其重要，作为一名环球经济师，我不时思考这个问题——全球格局正迅速改变。我认为在未来十年，我们将会因此投入更多时间思考新兴市场的发展，因为当发达经济体面临我们刚才讨论的各种挑战时，新兴市场经济体却具备非常有利的条件——年轻的人口结构，以及人口从20至30岁步入30至40岁这个有利于经济增长的年龄层。这意味着更多消费者、更多劳动力和更多产出。另外，这些经济体的收入正在增长，使越来越多消费者跻身中产阶级。这意味着，正如这张图表所示，我们认为在未来十年左右，这些新兴市场经济体作为全球终端消费者的重要性将不断提升，不仅担当全球贸易和全球投资的重要组成部分，终端需求方面也是如此。这一点相当重要，因为这意味着最能接触未来消费者的经济体或企业将会表现优秀。这股动力将有助于在未来几年持续推动全球经济增长重心转移。

Neha

最后，美国能否在短期内减轻债务负担和利息成本？如果可以，如何做到？

James

谢谢Neha。债务居高不下确实带来大量问题。我们已讨论过其中一些问题，尤其是由此产生的较高利息成本。因此，包括美国在内的发达国家政府都希望尝试降低债务水平。控制债务的方法有两种。首先，政府可以采取更保守的财政政策。这需要加税或削减支出，但两者都无人乐见。如果不愿意或无法采取这些措施，便需加快经济增长。在缺乏上述催化因素的情况下，经济增长难以加快，尽管财政政策支持可能提供助力。因此，目前所见的科技进步不可或缺，例如人工智能或其他技术突破，以提升生产力增长。虽然我们对此感到乐观，但认为目前的提升幅度并不足够。因此，尽管人工智能等技术可能在若干领域为经济带来增长动力，但我们认为各国政府仍需认真考虑加税或削减支出。只是有关决定将非常艰难，因为涉及在退休年龄、养老金和医疗保健支出方面作出取舍，这些都是极不受欢迎的举措。

Neha

接下来是财赤上升对不同资产类别、货币和多元资产投资组合的影响。首先，美元作为全球储备货币的主导地位，可能因市场长远减持美元而承压。因此，长线投资者必须专注货币多元化配置。其次，黄金逐渐成为对冲美元贬值风险的可行工具。各国央行持续购买黄金，明确显示储备管理正从国债转向黄金。第三，债务环境已经逆转。虽然政府债台高筑，但企业在过去十年已减债。因此，优质投资级债的价值优于国债。另外，个人投资者需要就其投资组合进行对冲，以应对长远政府债务可持续性的担忧。他们可通过黄金和基础设施等硬资产配置进行对冲。长远来说，这些资产可为投资者提供保障，以抵御增长、通胀和货币贬值等风险。James，非常感谢你今天分享有关债务可持续性的精辟见解。