

INSIGHT

季度市场回顾

2020 年第 4 季度

本刊重点内容：



全球战略
资产配置



区域
资产配置



全球证券
筛选



区域投资组合
构建



全新世界

概览

新冠肺炎疫情加速全球重大变革

美国

大选及之后

瑞士

需要主权财富基金吗？

特别主题

新世界下的大学

概览

新冠肺炎疫情给世界经济带来的冲击将产生持续影响。有些变化会加剧之前存在的趋势；有些是全新变化，很大程度上在数月前根本未预料到。

股市反弹

新冠肺炎疫情爆发导致全球股市下跌，但股市复苏的速度也非常惊人。美国标普 500 指数从 2 月下旬至 3 月下旬暴跌近三分之一；但到 2020 年 8 月，已收复所有失地。以往类似急剧下降之后，恢复所需的时间要长得多（见图 1）。

1. 标普 500 下降和恢复



由于股市通常是经济的先行指标（尽管有些不可靠），所以股市复苏可以看作是一个令人鼓舞的经济活动反弹迹象。许多经济体的消费者支出等指标显示有望实现 V 型经济复苏。国际出行等其他指标仍然低迷。但从更根本上来说，显而易见，世界在许多重要方面已经发生变化。

中国：永不破灭的泡沫

几种既存趋势得到加强。其中一个是中国对全球经济增长的重要性。令许多西方国家沮丧的是，中国从新冠肺炎疫情中的复苏远比其他主要经济体都成功。2020 年，中国会成为少数 GDP 实际正增长的国家之一（见图 2）。多年来，中国经济的持久性和弹性一直受到质疑。2007 年，中国国家总理温家宝认为：“中国经济最大问题是增长不稳定、不平衡、不协调以及不可持续”。然而，从最初为了应对全球金融危机到现在应对新冠肺炎疫情，中国成功开拓了一条持续增长的道路。

2. 2020 年世界 GDP 增长预测

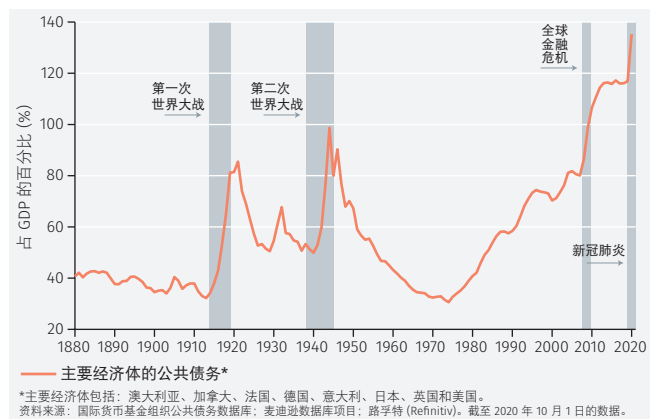


中国避免了房地产市场崩溃，许多人曾担心过度杠杆可能导致市场崩溃。中国降低了过多的经常账盈余，现已接近平衡。中国已消除农村贫困。通货膨胀持续得到良好控制，货币保持稳定。一项新分析表示，中国是“永不破灭的泡沫”。¹当经济体的名义增长率（考虑到实际增长率和通货膨胀率）持续超过其名义利率时，泡沫就会继续存在。这就是中国的情况；且已持续多年；并有望在未来继续保持这一趋势。

政府债务突增

疫情防控措施导致政府债务突增。主要发达经济体的债务已飙升至 GDP 的 100% 以上（见图 3）。然而，可将与中国广泛经济可持续性类似的分析应用于政府债务。也就是说，如果政

3. 公共部门债务



¹ 《永不破灭的泡沫》，Thomas Orlik 著，牛津大学出版社，2020 年。

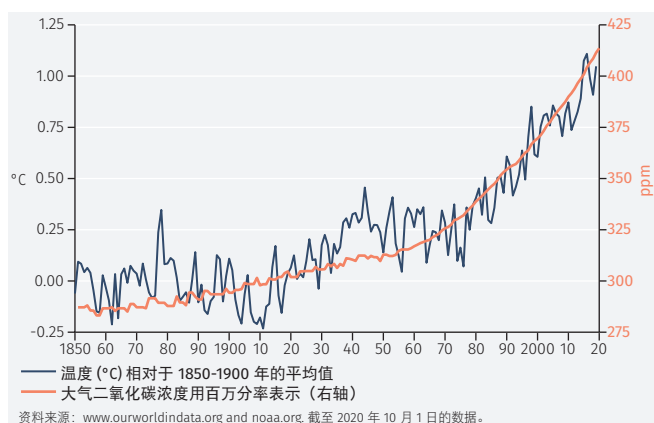
概览

府债务所需支付的利率充分低于经济的名义增长率，则债务水平可得以稳定甚至下降。²之前出现过这种情况。第二次世界大战后，在强劲名义增长率的带动下，发达经济体的平均债务水平从 GDP 的 90% 降至 30%。发达经济体目前的利率非常低，我们认为，这种状况会持续一段时间；由此得出的关键问题是，能否实现实际 GDP 的强劲增长以及是否会出现通货膨胀。

应对气候变化的行动

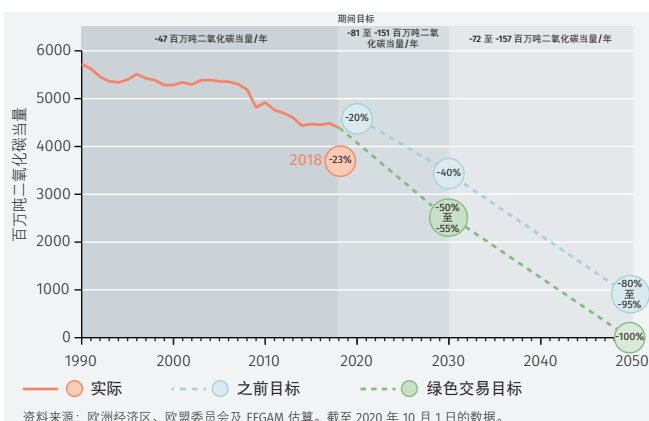
促进增长的一种方法是将大量公共和私人投资用于应对气候变化。从澳大利亚和加利福尼亚爆发火灾、到西伯利亚多年冻土融化、再到大西洋飓风季频现打破历史记录，应对气候变化的行动迫在眉睫。全球温室气体含量上升与全球变暖之间的联系显而易见（见图 4）；而且人们已经广泛接受这种联系属因果关系而非简单相关性。

4. 全球二氧化碳浓度和全球变暖



全球经济体纷纷设定目标，例如，欧盟推出《欧洲绿色协议》，希望道 2050 年将欧盟的碳排放量减少 95%（见图 5）。中国承诺到 2060 年实现碳中和（即无二氧化碳净排放）。美国许多州和城市均已开展相关环保措施。令人鼓舞的是，以太阳能、风能和电动汽车技术为主导，减排新技术的成本已显著下降。据估算，如积极寻求目前可用的所有低成本机会来遏制碳排放，到 2030 年，每年的减排成本为 2000-3500 亿欧元。³考虑到为对抗新冠肺炎疫情，全球财政支持高达 9 万亿美元，因此该等成本似乎可以接受。

5. 温室气体排放：欧盟的趋势和目标

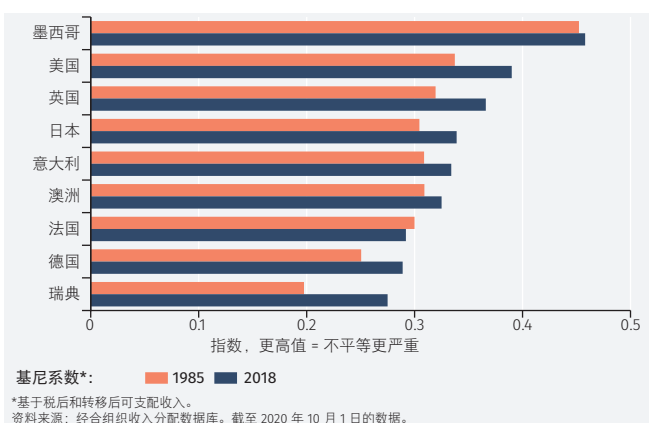


不平等

数十年来，收入不平等加剧是大多数发达经济体的特征（见图 6）。最重要的原因也许是全球化加剧意味着中国、亚洲新兴国家和东欧的低薪工人削弱了西方低技能工人的收入和就业前景。随着发展中经济体工资水平的上涨以及去全球化势力崛起，发达经济体中低收入者的压力可能正在减弱。这可能会对因以往趋势而处于劣势的社会阶层有利。值得注意的是，疫情期间，失业率飙升至 30%，其中以美国年轻人、黑人和西班牙裔人口为甚。美联储最新强调要实现最大可持续就业水平，这可能会对劣势行业的就业和收入前景大有裨益。

我们认为，回到疫情前的状况可能比较困难。

6. 不平等加剧



² 如果政府预算赤字（不包括利息支出）小于所支付的债务利率与名义增长率之差，乘以债务 / GDP 比率，则债务水平将大致保持稳定。

³ 麦肯锡。 <https://www.mckinsey.com/about-us/new-at-mckinsey-blog/a-revolutionary-tool-for-cutting-emissions-ten-years-on>

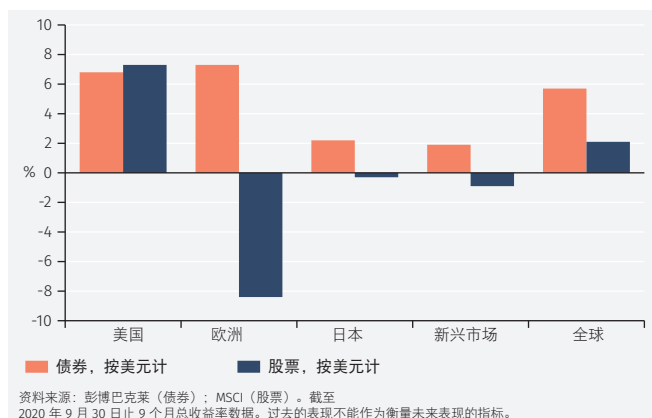
资产市场表现

继 2020 年第二季度强劲复苏之后，全球股市在第三季度继续获利。今年截至 9 月底，全球债券和股票回报为正。

资产市场表现

根据 MSCI 明晟发达市场指数（按美元计），2020 年前三季度全球股市上升 2.1%（见图 7）。这些增长说明在经历第二季度强劲反弹之后，第三季度继续缓慢复苏。根据彭博巴克莱全球综合指数，全球债券市场表现较好，达到 5.7%。⁴美国债券回报（由彭博巴克莱美国综合指数衡量）为 6.8%，略低于同期 7.3% 的欧洲债券表现。新兴市场债券第一季度表现不佳，之后开始复苏，到第三季度末，全年迄今以美元计回报为正。

7. 资产市场收益

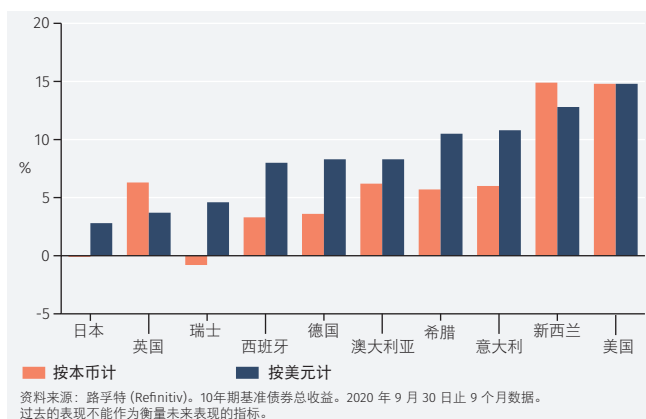


债券市场

随着各个年期债券的回报普遍下降，期限较长的债券普遍在今年前三个季度产生更高的总回报。例如，今年前三个季度，美国十年期政府债券的总回报高达 14.8%（见图 8）。欧元区政府十年期债券的本币回报介于西班牙的 3.3% 和意大利的 6% 之间。得益于欧元升值，以美元计算的回报更高，意大利债券回报更超过 10%。意大利债券表现强劲的一个关键解释是，欧洲央行比过去更倾向于购买这类债券。

到 9 月底，英国十年期政府债券收益率下降至仅 0.2%。英国政府新发行的债券大幅增加。正常情况下，此举可能会增加融资成本，但实际上成本几乎完全被英格兰银行的购债操作所抵消。

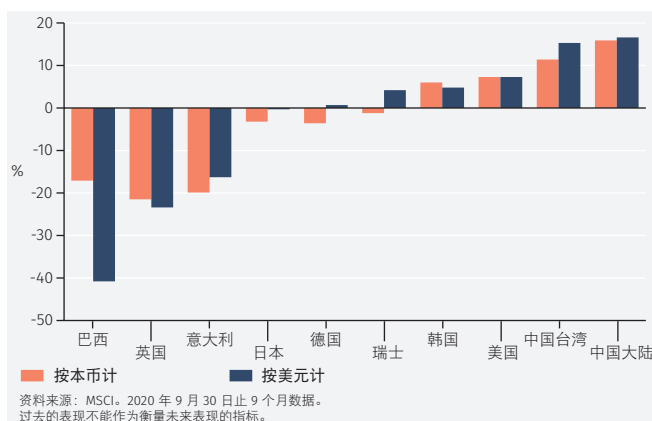
8. 债券市场表现



股票市场

截至目前为止，2020 年全球表现最为强劲的股市为美国市场和三个亚洲市场（中国大陆、韩国和中国台湾）。在亚洲，股市复苏反映了出口带动的经济增长复苏。美国股市的实力来自科技和非必需消费品行业的强劲表现。以能源和银行业为主的其他大型行业表现不佳。巴西是遭受新冠肺炎疫情打击最严重的经济体之一，其股市和货币均走弱，成为表现最差的股市之一。由于新冠肺炎疫情应对不佳、英国脱欧带来的持续不确定性以及几家大型银行和能源公司的糟糕表现，英国股市受到不利影响。

9. 股票市场表现



⁴ 彭博巴克莱全球综合指数是衡量 24 个国家发达市场及新兴市场发行人政府债券和投资级企业债券的基准。

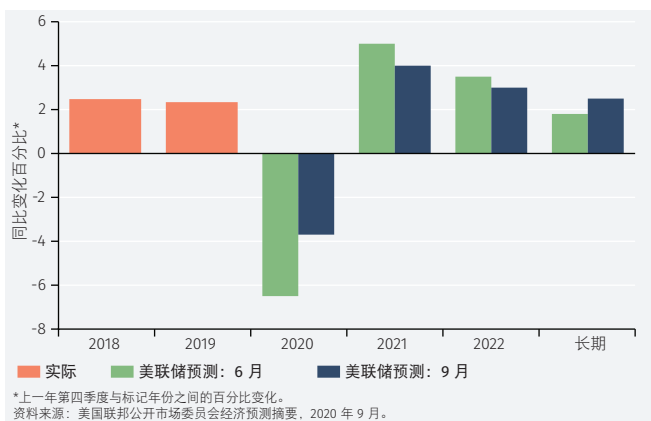
美国近期的关注点是 11 月 3 日的总统大选。除此之外，以下三个经济问题主导当前形势：经济复苏的速度；通货膨胀能否被推高；政府债务的前景。

十一月大选

预测美国大选结果是一项危险的工作。2016 年，连选举当日的民意调查都显示希拉里会获胜，然而事实出人意料。这意味着应该谨慎对待《经济学人》⁵等所用模型的预测结果——拜登当选，民主党大获全胜，不仅保持对众议院的控制，而且会重掌参议院。话虽如此，民主党政策的主要内容是：提高公司税率；采取相对不那么激进的对华贸易政策；扩大医疗保健服务覆盖面。但是，这三个领域的改革均较为复杂，因此落实时变动可能会比大选时所承诺的温和。例如，特朗普 2018 年的减税政策得到两党支持；拜登一直批评中国的贸易政策；几十年来，医疗保健领域的变革一直存在问题。

如果经济迅速反弹，特朗普的连任几率将增加。这种情况可能并非像听起来那么不可能。美联储的最新预测表明，2020 年的增长前景要比数月前好得多（见图 10）。1984 年以来，每次总统选举前三个月，美国股市上涨，均见证现任政党胜利；股市下跌，现任政党落选。如此看来，特朗普会希望标普 500 指数在选举日之前高于 8 月 3 日的水平（3295 点）。

10. 美国：美联储 GDP 增长预测

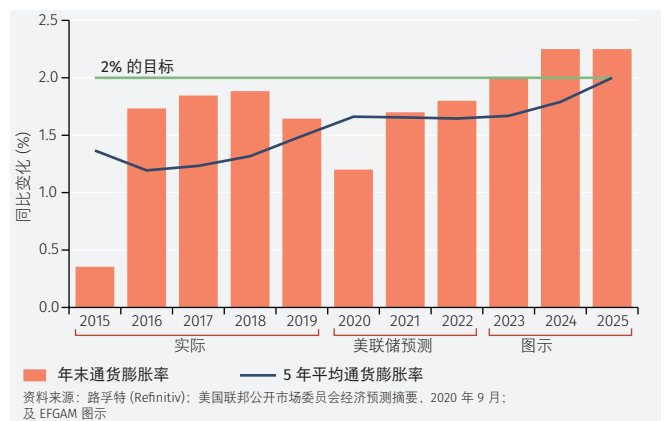


平均通货膨胀率

美联储宣布力求在数年内将平均通胀率提高到 2%。所涉及的确切时间段尚不清楚，但如果需要五年⁶，那么这一目标可能要等到 21 世纪 20 年代后期方可实现（图 11 中列出的图示

路径）。这表明美国政策利率将保持较低水平，而货币政策将在一段时间内保持宽松。

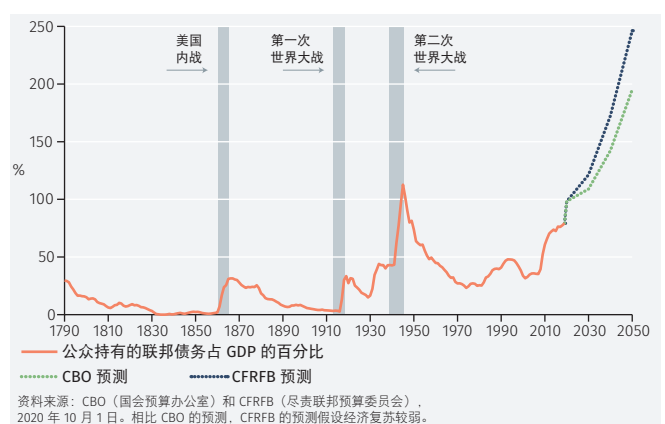
11. 平均通货膨胀率达到 2%



债券收益率以及不断增加的政府债务

另一个关键问题涉及财政政策、美国政府债务和美国国债收益率的前景。十年期国债收益率在 2020 年初接近 2%，而 10 月 1 日仅为 0.68%。鉴于美国政府债务会急剧增加（见图 12），债务融资成为一个问题。乐观者认为美国将继续享有以有利条款借款的“过高特权”。但是，如果美联储成功将通货膨胀率提高至 2%，并且随着经济反弹，实际利率会有所恢复，那么当前宽松的融资条件可能是短暂性的。

12. 美国联邦债务预测



⁵ <https://projects.economist.com/us-2020-forecast/president>

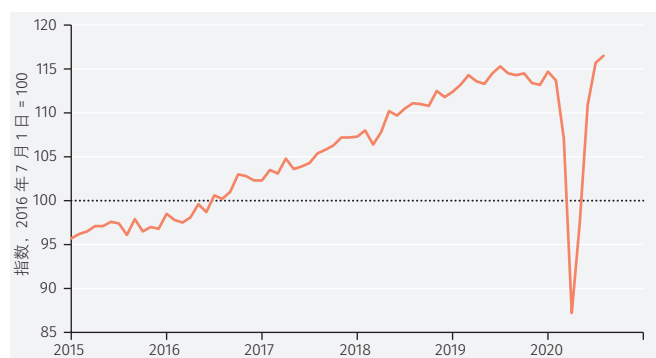
⁶ 美联储明确表示并无数值公式。例如，请参阅芝加哥联邦储备银行行长 Charles Evans 于 2020 年 9 月 22 日在国际货币金融机构官方论坛虚拟研讨会上的评论。

英国经济复苏进展顺利。今年最后一个季度的关键问题是，第二波新冠肺炎疫情是否会中断英国的经济复苏以及英国脱欧进程的前景。

零售业反弹

零售额是体现备受关注的 V 型英国经济复苏的一个指标（见图 13）。8 月销售额远高于新冠肺炎疫情之前的水平，同比增长 2%。

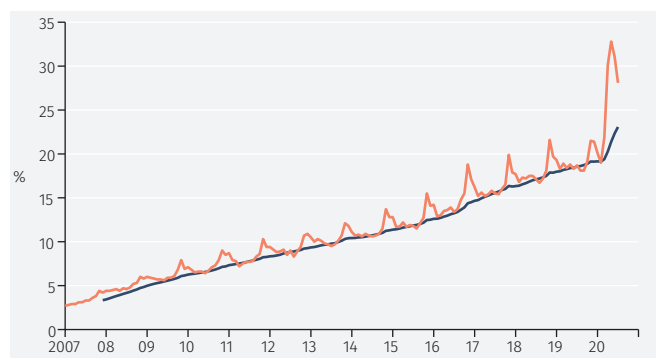
13. 零售业呈 V 型复苏



资料来源：路孚特 (Refinitiv)。截至 2020 年 10 月 1 日的数据。

线上销售额已增至总额的四分之一以上（见图 14）。线上销售可能是一种永久趋势，会对实体店购物产生明显的影响。零售业的强劲表现在一定程度上反映了其他领域支出的转移，例如餐饮和海外旅行（未被纳入该指标范围中）。8 月，英国通过希思罗机场的短途航班运输量不足 2019 年水平的三分之一；长途航班仅占上一年总量的 7%。⁷两种航班的恢复速度仍然很慢，可能要花费数年才能恢复到疫情前的水平（如果能够实现的话）。

14. 英国零售销售向线上转移



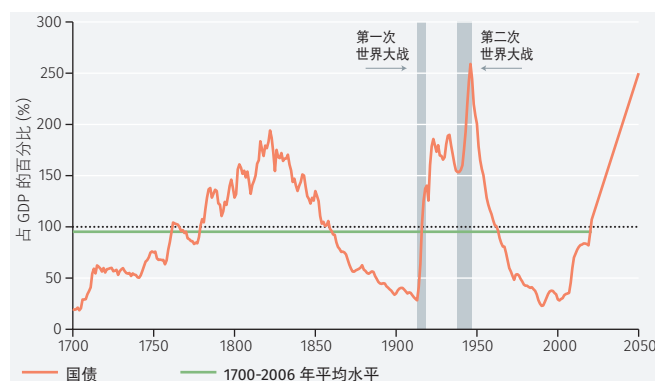
资料来源：路孚特 (Refinitiv)。截至 2020 年 10 月 1 日的数据。

这些不同的趋势导致英国的贸易差额较去年有所改善：商品进口下降幅度远大于出口下降幅度；服务（尤其是金融服务）出口增长，进口萎缩。贸易差额改善有助于为英镑提供支撑，事实上，英镑兑美元汇率从 3 月 23 日英国封锁时的 1.14 美元/英镑升至 10 月 1 日的 1.28 美元/英镑。

国债超过 2 万亿英镑

为应对新冠肺炎所采取的措施对政府财政产生了重大不利影响。2020 年 7 月，公共部门债务总额超过 2 万亿英镑，高于名义 GDP 水平（见图 15）。债务水平在未来几个月必定会进一步上升；长期趋势更加令人担忧。根据预算责任办公室的最新预测，截至 2050 年，公共部门债务预计达到 GDP 的 2.5 倍。这主要是由于人口老龄化导致社会和医疗成本增加；同时移民数量减少（移民通常会为政府财政做出积极贡献）。预测假设税收在经济中所占份额大致保持不变，这种假设在目前的情况下显然是不现实的。

15. 英国国债



资料来源：英格兰千禧银行 (Bank of England Millennium) 数据库；路孚特 (Refinitiv)；预算责任办公室。截至 2020 年 10 月 1 日的数据。

脱欧后前景

考虑到英国政府的可能灵活性以及欧盟在最后时刻妥协的脾性，我们认为年底之前双方将协商出解决方案。然而这样不代表会有全面协议，更可能的是双方商议好大致轮廓，然后在未来数月甚至数年内商定细节。短期中断也许不可避免；但情况也不会比新冠肺炎疫情带来的冲击更糟糕。

⁷ 资料来源：Gridpoint Consulting；2020 年 10 月 1 日。

欧元区

尽管爆发了第二波新冠肺炎疫情，但随着第四季度的开始，很明显，人们对欧元区的经济前景持乐观态度。令人鼓舞的是，金融市场的收益率差一直保持在较低水平。

第二波疫情

9月，整个欧元区爆发了第二轮新冠肺炎疫情（见图16），预计本轮疫情将在第四季度持续。德国非常成功地遏制了最初疫情，但默克尔总理警告说，到今年年底，每日新增确诊病例数将上升至19,000例。法国和西班牙的确诊病例增长最为明显；意大利有所减少。各国病例数之间存在差异，解释颇为复杂，但意大利确诊病例减少至少反映了大家对公共卫生措施的高度认可（尤其是戴口罩）。

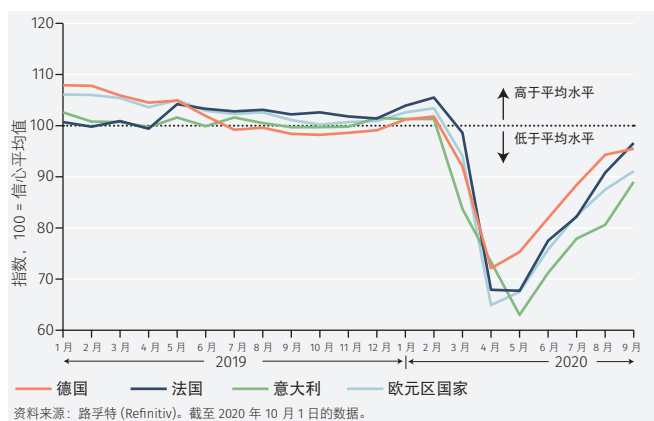
16. 新冠肺炎：法国、德国、意大利和西班牙



经济信心得到改善

尽管存在这些担忧，但有明显迹象表明经济信心有所改善：例如，欧盟委员会经济信心指数在最近数月急剧上升（见图17）。制造业采购经理人指数也呈现同样趋势，已恢复到两年

17. 重拾信心：经济信心指数



18. 欧洲央行资产负债表



前的水平。服务业的反弹并不明显，且最近几个月似乎有所减弱（在首次放宽封锁限制时得到初步推动）。

欧洲央行的行动广受好评

欧洲央行在危机期间的行动普遍受到好评。欧洲央行维持分级负利率政策，并扩大资产负债表（见图18）。其行动中最大的变化是放宽资产购买计划中对可购买的主权债券比例的限制。这是防止收益率差扩大的关键举措（见图19）。尽管人们最初持怀疑态度，但欧盟领导人仍同意设立7500亿欧元的欧洲复苏基金，向整个欧元区提供补贴和贷款。尽管预计这笔资金的发放会相当缓慢并且不用于承担成员国的未偿债务，但它似乎能有效增加人们对欧元的信心。

19. 欧元区债券息差



在动荡的世界中，瑞士始终是一个相对稳定的绿洲。但瑞士需要作出改变吗？主权财富基金会是个好主意吗？

瑞士与新冠肺炎

从多个方面来说，瑞士在应对新冠肺炎疫情方面比欧洲其他国家好一些。每十万人确诊病例略低于欧元区平均水平，死亡人数仅为欧元区的一半。经济方面，预计 2020 年瑞士 GDP 降幅小于大多数工业化国家，尤其是欧元区。⁸促成瑞士具备这种抵御能力的因素很多，包括化学和医药产品的出口专业化，而这得益于世界其他地区人口的老齡化。

瑞士法郎

今年，瑞士法郎兑欧元相对稳定，而瑞士法郎兑美元有所升值。我们的模型表明，瑞士法郎的实际有效汇率（即在考虑相对价格水平后针对一篮子货币的汇率）仅被适度高估。在这个意义上，瑞士国家银行 (SNB) 在汇率管理上的积极态度值得赞扬。

中央银行和主权财富基金

但是，人们会定期担忧瑞士央行的资产是否合适：规模是否太大？主权财富基金 (SWF) 是否更合适？

近期一项对全球央行和主权财富基金持有资产规模的汇编显示，瑞士央行在 2019 年中期的资产为 0.856 万亿美元；目前总额超过 1 万亿美元。仅中国和日本两家央行的资产规模比瑞士央行大。

由于瑞士央行已采取措施限制瑞士法郎的升值，所以其资产在很大程度上反映了外汇储备的积累。这些资本流动的方向可能会迅速改变，导致潜在储备减少。但是，如果资金外流导致瑞士法郎适度贬值，瑞士央行可能会将此视为有利因素；如果贬值更加明显，瑞士央行很可能会提高利率，特别是考虑到政策利率为负 (-0.75%)。要使用 1 万亿美元的全部外汇储备才能支撑瑞士法郎，这似乎令人难以置信。

近年来，瑞士已多次提出将央行资产转移到主权财富基金中。但瑞士央行对资产转移方式表示质疑：政府是否必须借钱购买央行资产；或央行本身可否提供贷款。⁹瑞士央行虽然是在瑞

20. 世界十大中央银行和主权财富基金

国家 / 地区	基金	类别	资产 美元 (万亿)
 中国	中国人民银行 (1)	CB	3.389
 日本	日本银行 (2)	CB	1.369
 挪威	挪威央行投资管理公司 (3)	SWF	1.187
 中国	中国投资有限责任公司	SWF	0.941
 瑞士	瑞士国家银行	CB	0.856
 阿联酋	阿布扎比投资局	SWF	0.828
 科威特	科威特投资局	SWF	0.592
 俄罗斯	俄罗斯中央银行	CB	0.554
 美国	美国金融管理局 (US Monetary Authorities) (4)	CB	0.515
 沙特阿拉伯	沙特阿拉伯金融管理局	CB	0.500

CB: 中央银行; SWF: 主权财富基金
 (1) 包括由中国国家外汇管理局管理的储备金
 (2) 包括日本财务省持有的资产
 (3) 管理全球政府养老基金
 (4) 包括美联储和美国财政部持有的资产

资料来源：国际货币基金组织官方论坛 (OMFIF) 全球公共投资者数据库，2020 年 9 月，2020 年 1 月 1 日持股相关数据。

士股票市场上市的股份制公司，但法律结构复杂，由私人 and 公共组织混合而成，从而加剧了问题的复杂性。

此外，主权财富基金具有多种不同用途。有些致力于通过基础设施投资来专注于发展当地经济。对于瑞士来说，这可能是一个选择，也许瑞士会专注于环境投资。但是，瑞士的养老基金（其中 45 个跻身全球最大公共投资者之列）¹⁰已经拥有大量资源，可以满足此类需求。

其他主权财富基金专注于为子孙后代提供服务，因为自然资源的寿命有限：这是挪威主权财富基金和海湾地区许多主权财富基金设立的理由。这些因素可能与瑞士相关。

许多主权财富基金的目的是在全球范围内进行战略性投资以产生高收益。有些基金运转良好；但同样，也有基金因为投资业绩不佳而遭受批评。此外，任何资产管理者的战略决策都很复杂，例如在主动管理和被动管理之间以及在不同资产类别（债券、股票和另类投资）之间如何选择，以及如何考虑可持续性发展因素。主权财富基金通常由公共部门员工管理，因此关于他们如何解决这类问题以及他们决策的独立性往往存在问题。

⁸ 参见“瑞士经济的弹性和出口专业化”，EFG Infocus，2020 年 10 月。

⁹ 参见 Thomas Jordan 于 2016 年 4 月 29 日的演讲：https://www.snb.ch/en/mmr/speeches/id/ref_20160429_tjn/source/ref_20160429_tjn.en.pdf

¹⁰ 官方货币金融机构论坛 (OMFIF) 全球公众投资者数据库，2020 年 9 月。

亚洲出口增长迅速反弹。对于亚洲而言，出口依然很重要；但亚洲越来越多地关注以基建支出为主导的境内增长源。

出口反弹

亚洲的出口已经反弹。2020年9月，亚洲出口额（以美元计）同比增长5%（见图21）。原因在于，亚洲生产了新冠肺炎危机期间大量高需求医疗设备以及促进远程工作所需的设备。目前看来，中国有望在2020年实现2%左右的GDP增长，一方面得益于出口的强劲增长，但更重要的是反映了中国对新冠肺炎疫情的迅速遏制。

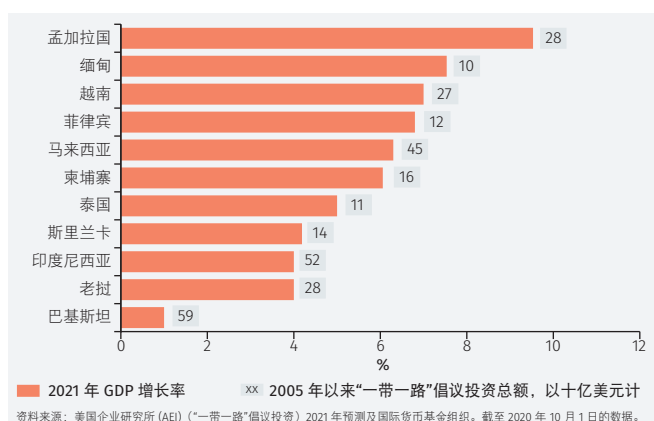
21. 亚洲出口回升



为增加的投资买单

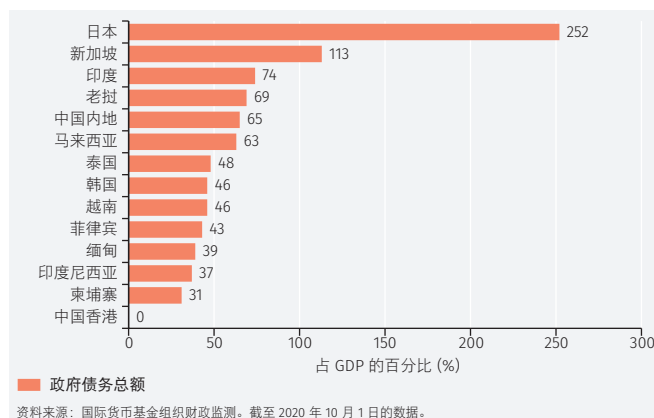
中国的“一带一路”倡议是亚洲日益重要的增长动力。2021年，“一带一路”倡议投资的最大接受国将实现强劲增长：例如，菲律宾、越南、缅甸和孟加拉国的实际GDP增长率会达到7%或更高（见图22）。但是，这种投资并非经济成功的保证。2005年以来，巴基斯坦已从中国获得590亿美元的“

22. 亚洲 GDP 增长及“一带一路”倡议投资



一带一路”倡议投资，主要用于建设中巴经济走廊。然而，巴基斯坦的经济仍然深陷泥潭，通货膨胀率和失业率居高不下，出口需求急剧下降（其出口偏重于纺织品）。考虑到政府债务水平高，财政灵活性受到限制（见图23）；亚洲其他经济体的情况更为严重。

23. 亚洲：政府债务水平



印度：会是下一个中国吗？

除了目前面临的困难，亚洲还有一个重要问题：其他国家（印度是主要的候选国）能否成为“新的中国”。印度的有利因素是其年轻且不断增长的人口。但是，一项近期评估表示，印度的民主制衡制度不太可能允许“实现单纯的中国式增长模式”。¹¹我们认为此观点堪称公允。

24. 印度：政策利率和通货膨胀



¹¹ 《人口大逆转》，Charles Goodhart 与 Manoj Pradhan 著，英国帕尔格雷夫麦克米伦出版社，2020年。

拉丁美洲

拉丁美洲的新冠肺炎确诊病例开始下降。但各个国家的应对措施和成功率不尽相同。拉丁美洲未来将如何重建其经济？

新冠肺炎病例及应对措施

拉丁美洲受新冠肺炎疫情重创。在巴西、智利、巴拿马和秘鲁，每百万人口确诊病例数超过 22,500（美国每百万人口确诊病例数）。虽然新确诊病例数开始下降（见图 25），但大多数经济体仍然在实施严格封锁。一些值得注意的例外情况：与拉美其他国家相比，乌拉圭采取的措施不算严厉，但感染率较低而且记录在案的死亡人数仅有 48。

25. 新冠肺炎：拉丁美洲



但就拉美整体而言，根据国际货币基金组织的最新预测，新冠肺炎疫情对拉美产生重大影响，预计 2020 年 GDP 将收缩近 10%。

疫情后的经济重建

重建经济势必需要大量资源，不仅要满足眼前的需求，又要为未来建设更具弹性的经济。我们认为三种资金来源很重要。首先是来自国际货币基金组织 (IMF) 的资金，IMF 有一系列不同计划。IMF 已设置新的灵活信贷额度，为满足紧急需求提供短期信贷。但是，这些额度仅适用于 IMF 所描述的具有“白金质量政策”的国家。有四个国家属于此类别：智利、哥伦比亚、墨西哥和秘鲁。较为常规的 IMF 计划（如适用于阿根廷的计划）在拉美历史悠久但毁誉参半，不太可能受到热情的欢迎。

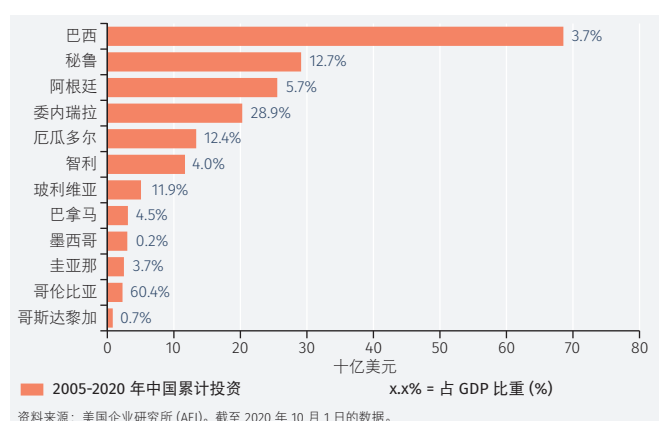
第二，美洲开发银行 (IADB) 在古巴裔美国人 Mauricio J. Claver-Carone 的全新领导下，可能会发挥更大的作用。作为

IADB 首位来自拉美以外的总裁，Mauricio J. Claver-Carone 预计将与美国建立更紧密的联系。在我们看来，这似乎与我们长期持有的世界三极化的观点一致。得益于特殊的地理位置，拉美可以效仿墨西哥在这方面的成功，进军北美供应链。

第三大资金来源是中国，全球对泛美发展的兴趣日益增加，可能会促进各国密切关注中国对拉美发展的日益参与。

巴西从中国获得的投资最多，2005 年以来已达到近 700 亿美元（见图 26）。这些投资主要用于农业部门。阿根廷和委内瑞拉作为其他接受中国资金的经济体，不太可能受到更具资本主义倾向的投资者的青睐。有人提议将阿根廷财产税征收范围扩大至居住在阿根廷境外的公民，这不太可能激发寻求投资机会的西方投资者的兴趣。

26. 中国在拉丁美洲的投资



放宽货币政策

从更乐观的角度来看，拉美存在进一步放松货币政策的空间，巴西这类经历过通货膨胀率急剧下降的经济体更是如此。即便如此，在巴西和墨西哥，货币疲软的影响有可能在短期内推高通货膨胀率。由于官方利率已经很低，因此秘鲁和智利能够在必要时利用量化宽松政策。

毫无疑问，拉丁美洲能度过这场风暴，但光明的前景要到 2021 年才会显现。

特别关注——新冠肺炎疫情及大学

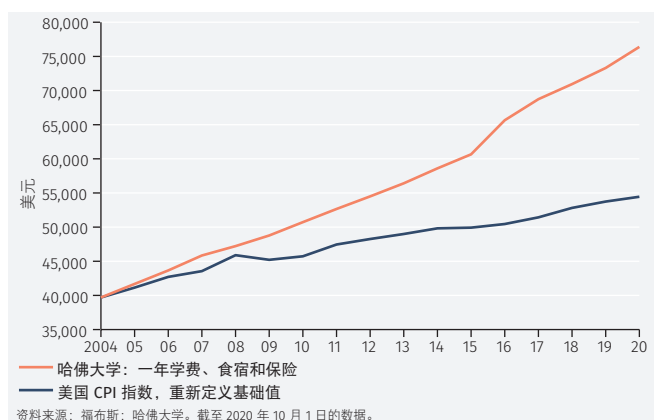
纵观全球，新冠肺炎疫情对教育的提供方式提出质疑。在大学领域，获得最佳资源的机会可能会增加。实力较弱的大学将承受压力。

新冠肺炎疫情可能在教育的提供方式方面引发重大变革。随着世界各地许多学生在大学宿舍进行自我隔离、接受线上教学，未来的大学授课方式可能会发生根本性变化。我们对其中一些问题进行了思考。

费用

优质大学教育是很费钱的。2020-2021 学年，哈佛大学的就读费用约为 75,000 美元（包括学费、食宿和保险）。2004 年以来，就读费用上涨幅度远超过美国消费者价格的上涨幅度（见图 27）。大学费用上涨基本不受困扰世界其他领域的事件的影响：例如，全球爆发金融危机时（2007 年至 2010 年），哈佛大学的年度费用仍上涨了 10%。

27. 哈佛一年的费用



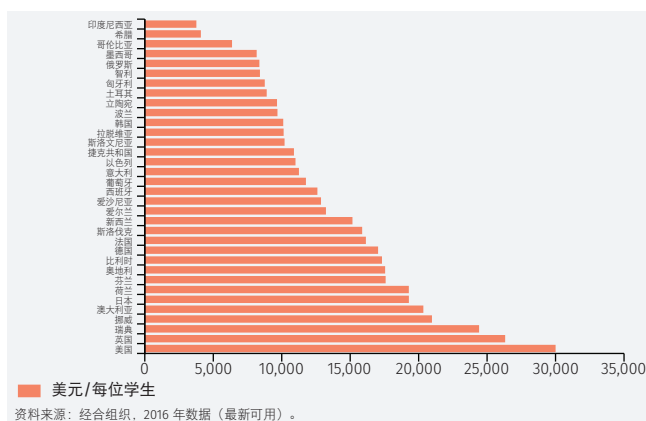
哈佛当然是很昂贵的，但是经合组织的数据显示，美国高等教育机构每年的平均费用为 30,000 美元（见图 28）。英国大学的费用也不低，但很多发展中国家的大学费用要低得多。

远程学习和慕课

这引发了一个重要问题——我们是否可以采取一种更容易的方式获得最优质机构提供的教学资源。一段时间以来，许多大学都提供了远程教学及最近流行的大规模开放在线课程（慕课）。这些模式已取得一定成功，但许多人对这类课程是否可以替代传统教学持怀疑态度。

认为远程教学和在线课程无法完全取代传统大学校园教学的人指出：亲自在大学校园接受教育的好处远不止于正式的讲座和

28. 高等教育支出



教学；可以说，导师指导和小型研讨会很难在大学校园之外复制；而且非正式会议和通过上大学所形成的网络很难在没有实质性接触的情况下复制。

然而，与此形成对立的时，不同大学的教学质量良莠不齐。博士生讲的课很可能远远逊色于诺贝尔经济学奖获得者讲的课。而且在线授课的效果也参差不齐：制作不佳的单人讲话视频不太可能与精心制作的互动演示教学一样清晰明了。

赢家通吃

从这个意义上讲，大学教育很可能会表现出“赢家通吃”的特点：优质机构可能会蓬勃发展，而实力较弱的机构可能无法生存。顶尖大学制作的教学材料进入更广阔的市场，可以产生更高收入，从而提高大学对更好产品进行再投资的能力。因而会形成良性循环。在另一个极端，实力较弱的大学可能会发现越来越难吸引付费学生。这在很多不存在价格歧视的国家或地区尤其明显，如在英国，许多大学每年收取的最高允许学费为 9,250 英镑。

越来越多人使用在线资源给这类学校带来了挑战。新冠肺炎疫情的经验表明，远程工作和学习所需的宽带、无线网和设备的普及性至关重要。在可能缺乏此类基础设施的新兴经济体中，这可能会成为一个特别的问题。

更概括地说，新冠肺炎疫情突出新技术的普及性是高等教育在新世界中有效运作的关键。

重要资讯

投资价值及其收益可升可跌，而过往业绩并不代表将来表现。投资产品可能涉及投资风险，包括（但不限于）损失全部或部分投资本金。

本文件不构成亦不应被视为任何投资项目、证券、其他金融工具或其他产品或服务的招募说明书、广告、公开发售或配售，亦不应被视为买入、出售、持有或招揽上述各项的建议。本文件并非任何投资、证券、其他金融工具或其他产品或服务的条款之最终陈述。本文件仅提供一般信息，并非针对任何特定作为或不作为方针的投资建议或任何其他具体建议。本文件所载信息并未考虑接收人的特定投资目标、财务状况或特定需求。进行任何投资之前，或若对本文件所载信息有疑问，应寻求适合个人特定情况的专业建议。

尽管本文件的信息是来自公认的可靠资料来源，但 EFG 集团的任何成员均不陈述或保证其准确性，而且该信息可能不完整或者经简缩。本文件的任何意见如有更改，恕不另行通知。本文件可能含有个人意见，并不一定反映 EFG 集团任何成员的立场。在法律允许的最大范围内，EFG 集团的任何成员概不对本文的任何错误或遗漏，或依赖本文所载任何意见或陈述所造成的后果负责；并且，EFG 集团的每个成员明确声明不承担任何责任，包括（但不限于）由于接收人依赖本文件而采取的相同行动或不作为，或由该行动或不作为而引起的附带或间接损失的责任。

在任何司法管辖区或国家提供本文件可能会违反当地法律或法规，拥有本文件的人员应自行获悉并遵守所有限制。未经 EFG 集团经授权成员的事先书面许可，不得将本文件（全部或部分）复制、披露或分发给任何其他人。

本文件由 EFG Asset Management (UK) Limited 制作，供 EFG 集团及其全球子公司和分支机构使用。EFG Asset Management (UK) Limited 是由英国金融行为监管局授权及监管，注册编号为 7389746。注册地址：EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom, 电话 +44 (0)20 7491 9111。

如从以下任何附属机构或分支机构收到此文件，请注意以下事项：

巴哈马：EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd 根据 2011 年《证券业法》及 2012 年《证券业条例》获得巴哈马证券委员会认可，并获授权在巴哈马境内及从巴哈马境内从事证券业务，包括证券交易、安排证券交易、管理证券及提供证券咨询。EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd 亦根据 2000 年《银行和信托公司管理法》获巴哈马中央银行认可为一家银行及信托公司。

巴林：EFG AG 巴林分行受巴林中央银行监管，注册办事处地址为 Bahrain Financial Harbour, West Tower 14th Floor, Kingdom of Bahrain。

百慕大：EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. 是在百慕大注册成立的经豁免有限公司。注册地址：Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda。

开曼群岛：EFG Bank 已根据开曼群岛《银行与信托公司法》获开曼群岛金融管理局许可从事银行业务。EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. 已获开曼群岛金融管理局认可，可根据开曼群岛《银行与信托公司法》进行信托业务，并依据《开曼群岛证券投资业务法》从事证券投资业务。

智利：EFG Corredores de Bolsa SpA 为一家获 Comisión para el Mercado Financiero (“Ex SVS”) 认可的股票经纪人，获授权在智利进行证券经纪交易，并开展辅助的受监管活动，包括全权委托认证投资组合管理、安排证券交易及提供证券咨询。注册编号：215。注册地址：Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago。

迪拜：EFG (Middle East) Limited 受迪拜金融服务管理局监管，注册地址为 Level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, UAE。

根西岛：EFG Private Bank (Channel Islands) Limited 已获根西岛金融服务委员会认可。

中国香港：EFG Bank AG 已根据《银行业条例》（香港法例第 155 章）获香港金融管理局授权为持牌银行，并获授权在香港进行第 1 类（证券交易）、第 4 类（证券咨询）及第 9 类（资产管理）受监管活动。

泽西岛：EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited 受泽西岛金融服务委员会按《1998 年金融服务（泽西）法》监管。

列支敦士登：EFG Bank von Ernst AG 受列支敦士登金融市场管理局 (Landstrasse 109, P.O.Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein) 监管。

卢森堡：EFG Bank (Luxembourg) S.A. 位于卢森堡监管机构 (Commission de Surveillance du Secteur Financier) 依据 1993 年 4 月 5 日的金融行业通用卢森堡法律（经修订）（《1993 年法律》）持有的卢森堡正式银行清单中，是依据 1993 年法律第 2 条获授权依照卢森堡法律从业的公众有限责任公司。有关 EFG Bank (Luxembourg) S.A. 服务的任何问题，卢森堡居民应联系 EFG Bank (Luxembourg) S.A., 地址为 56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg, 电话为 +352 264541。

摩纳哥：EFG Bank (Monaco) SAM 是摩纳哥的上市有限公司，注册编号为 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco)。EFG Bank (Monaco) SAM 是从事金融活动的银行，其业务受法国审慎监管与解决局以及摩纳哥金融活动控制委员会的授权及监管。注册地址：EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende BP 37 98001 Monaco (Principauté de Monaco); 电话：+377 93 15 11 11。本文件的收件人精通英文，放弃获得本文件法文版本的可能性。

中华人民共和国：EFG Bank AG 上海代表处获中国银行业监督管理委员会批准，并根据《中华人民共和国外资银行管理规定》及相关现行法规向上海工商行政管理局注册。注册编号：310000500424509。注册地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 65 楼 65T10 室。EFG Bank AG 上海代表处的业务范围仅限于非营利活动，包括联络、市场研究及咨询。

葡萄牙：EFG Bank (Luxembourg) S.A. 葡萄牙分行已向葡萄牙证券市场委员会注册，注册编号为 393；向葡萄牙银行注册的注册编号为 280。纳税人及商业注册编号：980649439。注册地址：Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto 1250-140 Lisbon, Portugal。

新加坡：EFG Bank AG 新加坡分行 (UEN 编号 T03FC6371) 已获得新加坡金融管理局认可，为一家从事银行业务的批发银行，并为《金融顾问法》所定义的免税财务顾问及《证券和期货法》所定义的免税资本市场服务的许可人。

瑞士：EFG Bank AG, Zurich, 包括其日瓦及卢加诺分行，均获瑞士金融市场监管局 (FINMA) 的授权并受其监管。注册地址：EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Switzerland。瑞士分行：EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 and EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano。

英国：EFG Private Bank Limited 获英国审慎监管局授权，并由金融行为监管局及审慎监管局共同监管，注册编号为 144036。EFG Private Bank Limited 为伦敦证券交易所成员。注册公司编号：2321802。注册地址：EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom; 电话 +44 (0) 2074919111。关于 EFG Asset Management (UK) Limited，请注意上文的状态披露。

美国：EFG Asset Management (UK) Limited 是 EFG Capital 的关联公司、美国证券交易委员会 (SEC) 注册经纪交易商、金融业监管局 (FINRA) 和证券投资者保护公司 (SIPC) 的成员。SEC、FINRA 或 SIPC 均未认可本文件或 EFG Capital 或其美国关联公司 EFGAM Americas 提供的服务及产品。EFGAM Americas 已在美国证券交易委员会注册为投资顾问。认证产品及经纪服务由 EFG Capital 提供，资产管理服务由 EFGAM Americas 提供。EFG Capital、EFGAM Americas 拥有共同所有权并可维持相互关联的人员。本文件并不预期分发给美国人士或美国人士之账户，“合格购买人”（定义于《1940 年美国投资公司法》（经修订）（以下简称《投资公司法》）及“认可投资者”（定义于《证券法》第 501(a) 条）。本文件所提及的任何证券均不会根据《证券法》加以注册，亦不会根据任何适用的州级证券法规获得资格。本文件所提及的任何基金均不会根据《投资公司法》注册为投资公司。美国境外的分析师由不受 FINRA 法规约束的非美国关联机构聘用。