

INSIGHT

季度市場回顧
2020年第四季

刊物重點內容：



環球策略
資產配置



區域
資產配置



環球證券
選擇



區域投資組合
建構



全新世界

概述

美國

瑞士

特別關注

冠狀病毒大流行加速環球
大變化

大選與往後

是否需要主權財富基金？

新世界下的大學

概述

冠狀病毒大流行震撼環球經濟，而且後續的影響深遠。其中一部分影響將加劇早已存在的趨勢；其他則是新出現、數個月前基本上無法預料的影響。

股市反彈

病毒爆發後，所導致的環球股市下跌以及迅速的復甦，兩者都令人意想不到。在美國，標準普爾500指數在二月尾至三月尾下跌近三分之一，然而到2020年8月已收復所有失地。在過往，出現類似的急跌後都需要更長時間復甦（見圖1）。

1. 標準普爾500指數下跌及再升



由於股市向來是主要經濟指標（雖然略為不可靠），所以市場向上可以算是令人鼓舞的經濟活動反彈跡象。部分指標（例如許多經濟體的消費開支）與市場對V型復甦的期望吻合；而其他指標（例如國際旅遊）則繼續萎靡。而且，現時環球許多重要方面已從更根本上發生明顯變化。

中國：永不破滅的泡沫

幾項已有趨勢已經更為明顯，其一是中國對環球經濟增長的影響力。令西方許多人沮喪的是，中國自冠狀病毒爆發後的復甦要遠比任何其他主要經濟體突出。到2020年，中國將是為數不多的GDP實際增長國家之一（見圖2）。多年來，中國經濟的持久力和韌性一直備受質疑。2007年，中國總理溫家寶認為：「中國經濟存在著巨大問題，依然是不穩定、不平衡、不協調、不可持續的結構性的問題。」但首先，在應付環球金融危機，以至現時應付冠狀病毒上，中國成功走出了持續增長的路。

2. 2020年環球GDP增長預測

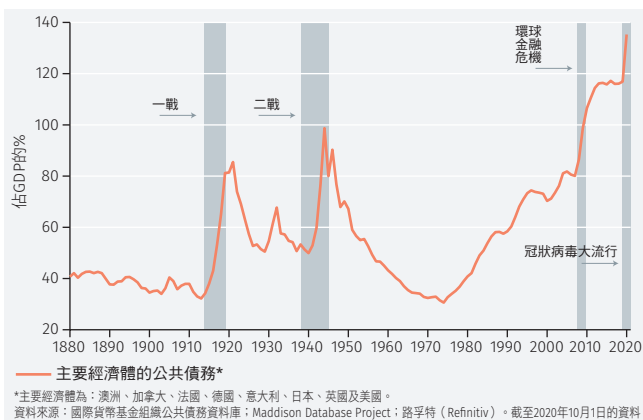


在房地產上，中國避免許多人擔心槓桿過度所導致的崩潰。另外，又降低了過多的經常賬盈餘，現在已經接近平衡。中國又消滅了農村貧困。國內通脹持續受控、貨幣穩定。根據一項新分析，中國是「永不破滅的泡沫」¹。當經濟體的名義增長率（計及實際增長率及通脹率）一直超過其名義利率時，泡沫就會維持。現時中國正是如此，已維持多年，未來亦似乎會繼續。

政府債務突然激增

由於採取了應對疫情大流行的措施，政府債務水平突然意外急增。各主要發達經濟體的債務已飆升至其GDP的100%以上（見圖3）。然而，我們可以在政府債務上運用類似對中國廣

3. 公營部門債務



¹ Thomas Orlik, 《The Bubble that Never Pops》, Oxford University Press, 2020年

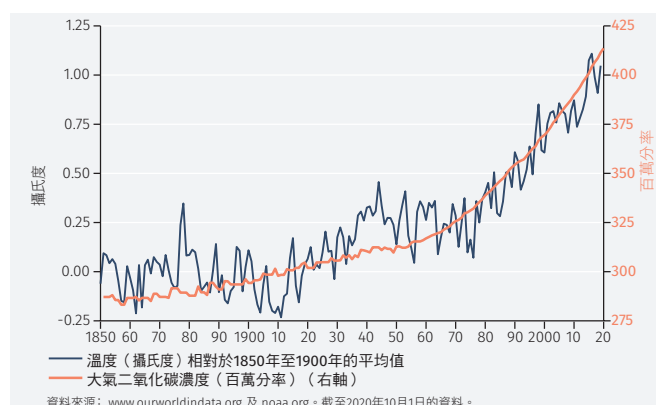
概述

泛經濟永續性的分析，即如果支付政府債務的利率明顯低於經濟體的名義增長率，則債務水平可望穩定甚至下降²。這亦是過往曾經發生的情況。二戰之後，發達經濟體的平均債務水平由GDP的90%降至30%，主要原因正是名義增長較強。現時，發達經濟體的利率相當低，而我們相信低位將維持一段時間，所以重點應該是，實際GDP與通脹能否出現強勁增長。

應對氣候變化的行動

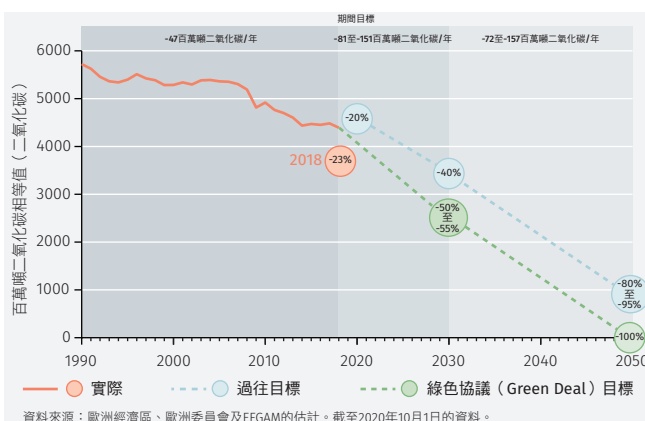
促進增長的方法之一是将大量公共及私人投資用於應對氣候變化之上。澳洲及加州的叢林大火、西伯利亞的永久凍土融化，以及破紀錄的大西洋颶風季，都令我們感到問題越來越迫切。環球溫室氣體量上升與環球暖化，兩者的關聯顯而易見（見圖4），而且大眾已廣泛認同是因果關係而非僅相關關係。

4. 環球二氧化碳濃度及環球暖化



歐盟的綠色協議（目標是到2050年將歐盟的碳排放量減少95%（見圖5））是其中一項已設定的目標。中國已決心在2060年達成碳中和（即二氧化碳淨排放量為零）。美國許多州及城市都已採納類似措施。令人鼓舞的是，減排新科技（特別是太陽能、風能、電動汽車科技）的成本已驟降。據估計，如果大舉落實目前所有可用來遏制碳排放的低成本機會，至2030年為止，每年的花費「僅」為2000至3500億歐元³。相較用來對付疫情的環球財政援助額9萬億美元，這筆費用現時似乎已算可以接受。

5. 溫室氣體排放：歐盟趨勢及目標

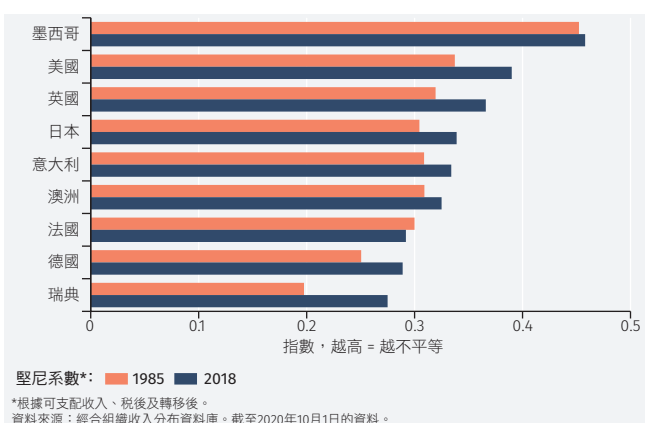


不平等

近數十年來，收入不均加劇是大多數頂尖發達經濟體都有的特徵（見圖6），其最主要原因可能是環球化加劇，即中國、亞洲及東歐新興國家的低薪工人削減了西方低技術工人的收入及就業前景。隨著上述發展中經濟體的薪酬上升，以及去環球化的聲勢已經形成，發達經濟體的低收入者所受壓力現時或已減弱，這種形勢或對在以往發展趨勢下淪為輸家的社會行業有利。值得一提的是，疫情之下失業率飆升到30%以上的頂峰，而美國的年輕人、黑人、西班牙裔是重災區；而美聯儲所推出的新措施強調實現最高可持續就業水平，或正好對上述受災行業的就業及收入前景有幫助。

然而我們認為，要重返疫情前的景況，大概很難。

6. 更加不公平



² 若政府預算赤字（不包括利息支出）低於債權利率與名義增長率之間差距乘以債務/GDP比率，則債務水平將大致保持穩定。

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

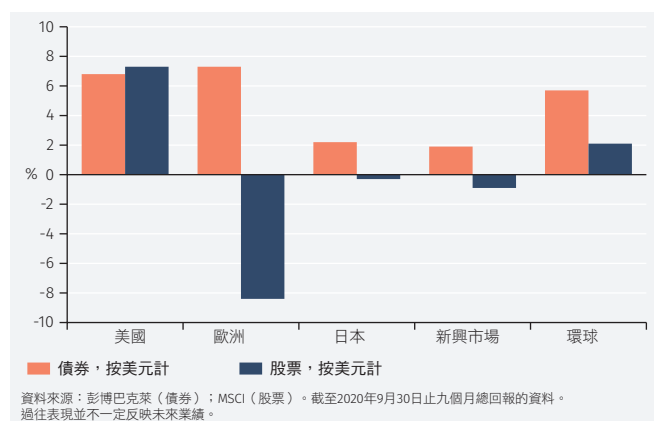
資產市場表現

環球股市在2020年經過第二季的強勢復甦後，第三季繼續獲利。由今年初至9月底，環球債券及股票收益錄得正數。

資產市場表現

MSCI明晟發達市場指數顯示，2020年頭三季環球股市上升2.1%（以美元計）（見圖7）。收益反映股市第二季強勁反彈之後，第三季繼續徐徐復甦。以彭博巴克萊環球綜合指數計，環球債券市場回報率為5.7%⁴。美國債券按彭博巴克萊美國綜合指數計的回報率為6.8%；歐洲債券回報率稍高，為7.3%。新興市場債券在第一季表現不佳之後開始反彈；至第三季末，年初至今以美元計錄得正回報。

7. 資產市場表現

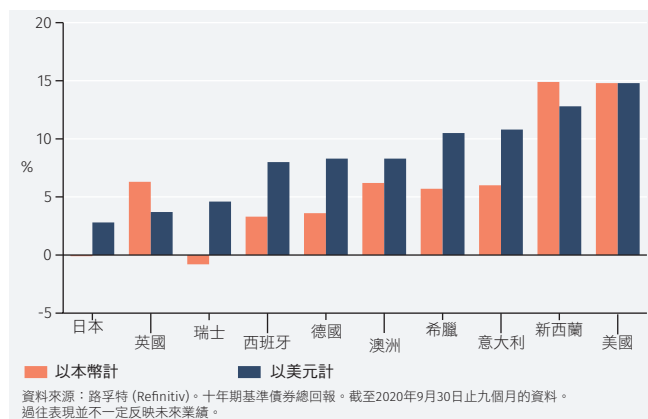


債券市場

隨著各個年期的債券收益率普遍下降，長期債券在今年頭三季大致錄得更高總收益。例如，上述期間美國十年期政府債券的總收益高達14.8%（見圖8）。歐元區政府十年期債券的本幣收益率由西班牙的3.3%至意大利的6%不等。受歐元升值推動，以美元計的回報率更高，意大利債券回報超過10%。意大利債券表現強勁，其中一項重要解釋是，歐洲央行購買相關債券的取向比過往強。

至九月底，英國十年期政府債券收益率降至0.2%。英國政府的新發行債券量大幅增加，本來在正常情況下會增加融資成本，但幾乎完全被英倫銀行買債所抵銷。

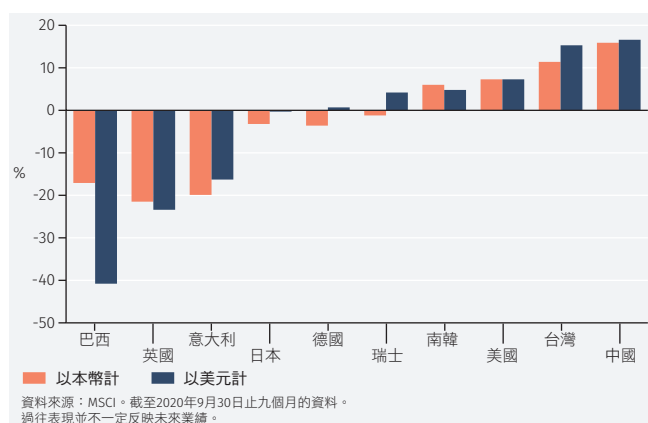
8. 債券市場表現



股票市場

在環球股市整體方面，到目前為止，2020年表現最好的是美國市場及中國、韓國、台灣三個亞洲市場。亞洲股市的復甦亦反映出口所帶動的經濟增長正在恢復。至於美國，股市的動力來自科技業以及非必需消費品行業的強勁表現。其他大型行業則表現不佳，特別是能源業及銀行業。巴西是疫情最嚴重的經濟體之一，其股票市場及貨幣均走弱，是表現最差的股市之一。英國股市表現不佳，原因是市場認為英國的防疫措施失當、英國脫歐的持續不確定性以及幾間大型銀行及能源公司的業績不佳。

9. 股票市場表現



⁴ 彭博巴克萊環球綜合債券指數收錄24個國家的發達及新興市場發行人，以其所發行的政府及投資級別企業債為基準。

美國近期的焦點是11月3日的總統大選。除此之外，還有三大經濟問題左右未來：經濟復甦的速度；通脹能否推高；政府債務的前景。

十一月大選

預測美國大選的結果往往容易動輒得咎。當年2016年，即使選舉當日的民意調查亦顯示，希拉里會勝出而《經濟學人》⁵等傳媒現在又預測拜登當選總統，民主黨乾脆俐落地大獲全贏，從而保持對眾議院的控制權並接管參議院。我們對這類模型應該謹慎對待。話說回頭，民主黨的政策大綱主要包括提高企業稅率、對華採取較溫和的貿易政策，以及擴大醫療保健服務。然而，變更這三個範疇都容易牽一髮動全身，因此落實時變動大概會比大選所承諾的輕微。例如，特朗普2018年的減稅方案當時已得到兩黨支持；拜登本人亦一直批評中國的貿易政策；醫療改革數十年來一直爭議不斷。

如果起初經濟迅速反彈，特朗普連任的機會就會比現時大，然而實際上仍然有轉機。美聯儲的最新預測顯示，2020年的增長前景比數個月前的預測大為改善（見圖10）。自1984年來，每次總統選舉前三個月，如果美股上漲，現任政黨都能獲勝利；相反，下跌則代表無法連任。如此一來，特朗普自然希望標準普爾500指數在選舉日前能高於8月3日的水平（3295點）。

10. 美國美聯儲GDP增長率預測

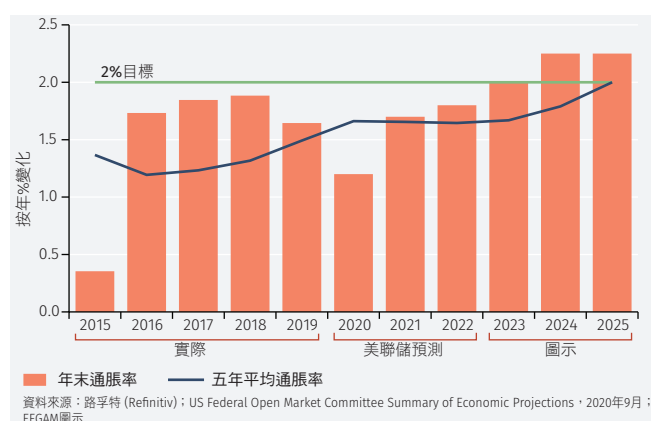


平均通脹

美聯儲已宣布將致力在數年內將平均通脹率提高至2%。確切的時間長度尚未清楚，然而，如果是五年⁶，則很可能要到

2020年代末才能實現（圖11為以五年為目標的路徑），可見美國政策利率會繼續走低，而貨幣政策將保持寬鬆一段時間。

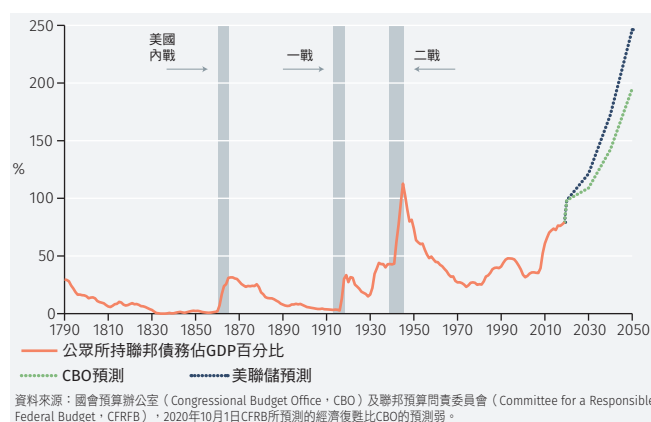
11. 達成平均通脹2%



債券孳息率及政府債務攀升

另一個重要議題涉及財務政策的前景、美國政府債務及美國國債孳息率。十年期國債的孳息率在2020年初接近2%；至10月1日僅為0.68%。由於美國政府債務勢將急劇上升（參見圖12），其資金來源將成為議題。樂觀的看法是，美國將繼續享有以優厚條件借錢的「過分的特權」。然而，如果美聯儲能成功將通脹率提高至2%，而且實際利率隨著經濟反彈而得以恢復，則當下寬鬆的融資條件可能會難以為繼。

12. 美國聯邦債務預測



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

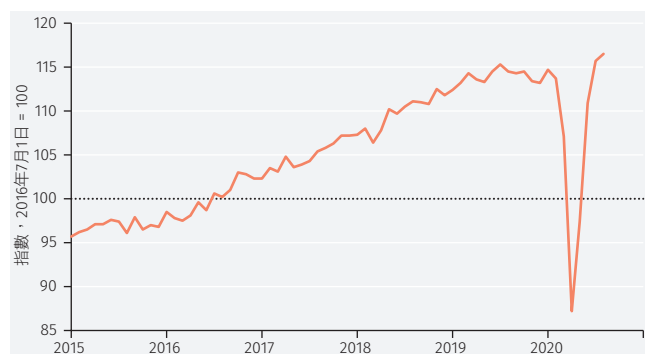
⁶ 美聯儲明言並無數字公式。請參閱芝加哥聯邦儲備銀行行長Charles Evans於2020年9月22日在貨幣金融機構官方論壇 (Official Monetary Financial Institutions Forum, OMFIF) 虛擬研討會上的評論或其他例子。

英國經濟復甦進度理想。今年最後一季的重要議題有，復甦會否被疫情的第二波爆發所中斷，以及英國脫歐進程如何開展。

零售反彈

英國經濟方面，其零售額出現備受期待的V型復甦（見圖13）。8月的銷售額遠高於緊接冠狀病毒危機之前的水平，比一年前增加2%。

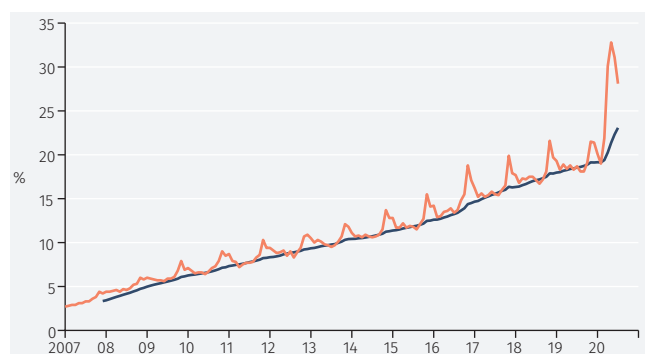
13. 零售業V形復甦



資料來源：路孚特 (Refinitiv)。截至2020年10月1日的資料。

網上銷售的比例已增加到總量的四分之一以上（見圖14）。網購模式抬頭大有可能是一項永久趨勢，實店購物將備受重大影響。零售額的強勁表現有部分是反映在其他範疇的開支的轉移，例如餐飲及海外旅遊（不包括在指標內）。八月份，經希思羅機場的英國短途航班客運量不到2019年的三分之一水平；長途航班只達去年總數的7%⁷。無論長途或短途，客運量的恢復速度仍然緩慢，要恢復到疫情前水平（如能實現）或需要數年。

14. 英國零售轉移網上



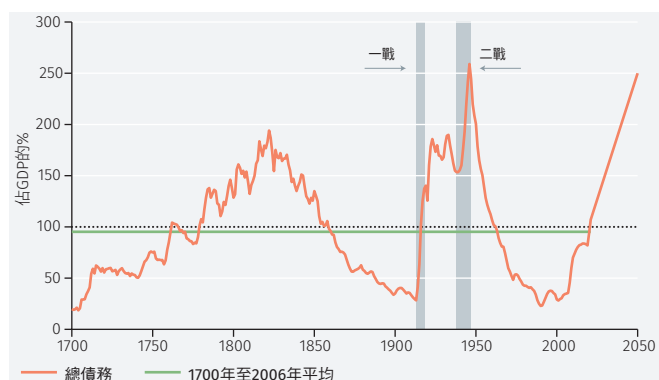
資料來源：路孚特 (Refinitiv)。截至2020年10月1日的資料。

上述趨勢令英國的貿易差額比去年有所改善：商品入口下降幅度遠大於出口下降幅度；服務出口（特別是金融服務）的出口因應入口減少而增長。貿易差額得以改善，能支撐英鎊幣值，而英鎊對美元的匯率確實由3月23日英國閉關時的1.14美元/英鎊升至10月1日的1.28美元/英鎊。

國有債務超過二萬億鎊

抗疫措施對政府財政造成沉重打擊。2020年7月，公營部門債務總額超過二萬億鎊，高於名義GDP（見圖15）。未來數月，債務水平勢必進一步攀升；長遠走勢更令人擔憂。根據英國預算責任辦公室的最新預測，到2050年，國有債務可能達到GDP的兩倍半，主要原因是人口老化增加社會及醫療費用；移民數量減少（移民一般都對政府財政有幫助）。以上預測是假設稅收佔經濟比重大致保持不變（在上述兩個原因的情況下，明顯不符現實）。

15. 英國國債



資料來源：英倫銀行千年數據庫；路孚特 (Refinitiv)；財政部的預算辦公室 (Office for Budget Responsibility, OBR) 截至2020年10月1日的資料。

英國脫歐後前景

根據英國政府靈巧善變的特點以及歐盟總在最後一刻妥協的往績，我們認為，雙方年底前將會用談判達成脫歐決議。這並非意味著會達成全面協議。雙方更有可能只達成大致框架，還需要數月乃至數年就細節進行談判。短期內有阻滯可能無可避免；但與疫情的震撼相比，或許情況會比很多人所擔心的好。

⁷ 資料來源：Gridpoint Consulting；2020年10月1日。

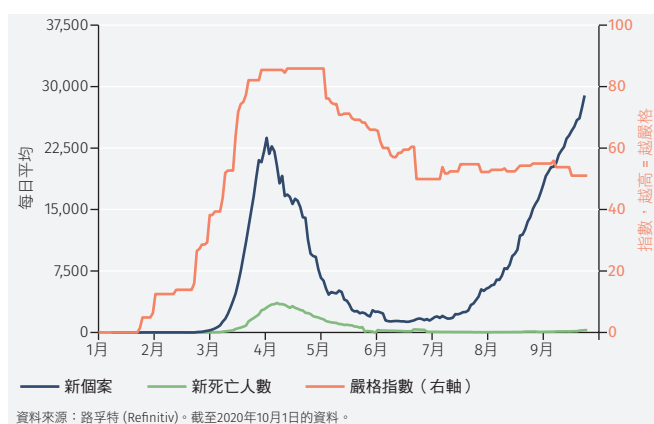
歐元區國家

儘管有第二波冠狀病毒個案出現，但隨著今年正步入最後一季，大眾明顯對歐元區經濟前景感到樂觀。金融市場方面，令人鼓舞的是息差一直保持低水平。

第二波疫情

歐元區於九月普遍開始出現第二波冠狀病毒個案（見圖16），預計會在第四季持續。德國雖然成功遏制最初疫情爆發，但總理默克爾警告到今年年底每日個案數將增加至19,000。法國及西班牙的個案增長最為明顯；意大利情況則較緩和。各國的差異成因複雜，但至少在意大利，群眾對公共衛生措施（尤其是戴口罩）的相當配合，可能是個案較低的原因。

16. 冠狀病毒大流行：法國、德國、意大利、西班牙



信心提升

儘管有以上擔憂，但有明顯跡象顯示經濟信心已提升：例如，歐盟委員會經濟信心指數在最近幾個月急劇上升（見圖17）。製造業的採購經理人指數亦有同樣趨勢。指數已經恢復到兩年前的水平。服務業的反彈則較短暫，而且最近幾個月似乎有所減弱（首次放寬閉關後曾得到稍微推動）。

17. 上升：經濟信心指數



18. 歐洲央行資產負債狀況



歐洲央行措施廣受好評

歐洲央行在疫情期間的行動普遍得到讚賞：維持負利率，但將政策利率分級，並大幅增加資產負債規模（見圖18）。歐洲央行最重大的運作變化或許就是取消按照其資產購入計劃可購入主權債券的比例限制。這點是過往防止息差擴大的關鍵（見圖19）。儘管市場最初持懷疑態度，但歐盟領袖仍同意設立7500億歐元的歐洲復甦基金，用作在歐元區提供補貼及貸款。雖然預計基金的發放會相當緩慢，而且資金並不會用來抵償成員國的未償債務，但似乎的確增加了市場對歐元的信心。

19. 歐元區國家債券利差



在紛擾的世界，瑞士向來是沉穩的綠洲。但是否需要改變？主權財富基金會是否值得考慮？

瑞士與冠狀病毒疫情

在好幾個方面，瑞士處理疫情都比歐洲其他地區好。每十萬人的個案數字略低於歐元區平均數，但死亡數字僅為一半。經濟方面，預計到2020年瑞士GDP的下降幅度將低於大多數工業化國家，特別是歐元區⁸。如此強韌的原因有幾個，包括在世界大部分其他地區人口老化之下，瑞士因為化學及醫藥產品出口早已專門化而受惠。

瑞士法郎

今年的瑞士法郎兌歐元相對穩定；兌美元則上升。我們的模型顯示，瑞士法郎的實際有效匯率（即在考慮相對價格水平後，兌貨幣組合的匯率）僅被適度高估。由此看來，瑞士國家銀行在管理匯率方面的積極態度值得讚揚。

中央銀行與主權財富基金

然而，市場總會定期擔憂瑞士央行的資產是否恰當：資產規模會否太大？主權財富基金會否更合適？

最近有機構整合了環球央行及主權財富基金所持有資產的規模，當中，瑞士央行在2019年中期的資產為0.856萬億美元；現時總額已超過一萬億美元。環球只有中國及日本兩間央行的資產超過瑞士央行。

由於瑞士央行已採取限制瑞士法郎升值的措施，資產的規模大部分是在反映所積累的外匯儲備。這些資本的流向可能會迅速變化，導致儲備減少。然而，如果資金外流令瑞郎適度貶值，瑞士央行可能會樂成其事。但如果貶值加劇，瑞士央行就很可能會加息，特別是政策利率已為負數（-0.75%）。瑞士竟然要耗盡一萬億美元的外匯儲備來支撐瑞士法郎，這情況實在難以想像。

近年來已多次有人提議瑞士央行將資產轉移至主權財富基金。瑞士央行亦已經合理地質詢實行的辦法：政府是否需靠借貸款購入瑞士央行的資產，或瑞士央行可自行提供貸款⁹。然而，雖然瑞士央行是在瑞士股票市場上市股份有限公司，但它是具有複雜法律結構的公私混合組織，因此令情況變得更加複雜。

20. 環球十大央行與主權財富基金

國家	基金	類型	資產 萬億美元
 中國	中國人民銀行（1）	CB	3.389
 日本	日本銀行（2）	CB	1.369
 挪威	挪威中央銀行（3）	SWF	1.187
 中國	中國投資有限責任公司	SWF	0.941
 瑞士	瑞士國家銀行	CB	0.856
 阿聯酋	阿布扎比投資局	SWF	0.828
 科威特	科威特投資局	SWF	0.592
 俄羅斯	俄羅斯中央銀行	CB	0.554
 美國	美國財政當局（4）	CB	0.515
 沙特阿拉伯	沙特阿拉伯貨幣局	CB	0.500

CB：中央銀行；SWF：主權財富基金
 (1) 包括由中國國家外匯管理局管理的儲備金
 (2) 包括日本財務省持有的資產
 (3) 管理政府（環球）養老金
 (4) 包括美聯儲及美國財政部持有的資產

資料來源：貨幣金融機構官方論壇（Official Monetary Financial Institutions Forum，OMFIF）環球公共投資者資料庫，2020年9月。截至2020年1月1日的持有量相關資料。

此外，主權財富基金有多種不同的用途。例如，有些主權財富基金專注用基建投資發展當地經濟。瑞士亦可選擇這個方向，也許是專注於環保投資。然而，瑞士多個退休基金（其中45個是世界上最大的公共投資組織）¹⁰早已經有大量資源可滿足以上需求。

其他主權財富基金則專注於服侍將來的世代，因為天然資源有其壽命。挪威主權財富基金及海灣地區許多主權財富基金的理念就是如此。瑞士亦可考慮這種方向。

許多主權財富基金的宗旨是在環球各地進行策略投資，從而獲取高回報。既然有好的例子，自然亦會有壞的例子。某些基金的投資表現不佳，為人詬病。此外，當資產管理人面臨方針決策時—主動管理或被動管理、資產類別（債券、股票或另類投資）的選擇，以及實行長遠發展考量的方法，都是複雜的決定。主權財富基金通常由公營部門的員工管理，會有人向他們問到他們如何解決上述問題以及能否獨立作決策。

⁸ 參閱《Swiss economic resilience and export specialisation》，EFG Infocus，2020年10月。

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

¹⁰ 貨幣金融機構官方論壇（Official Monetary Financial Institutions Forum，OMFIF）環球公共投資者資料庫，2020年9月。

亞洲

亞洲出口增長已迅速反彈。出口仍然是亞洲的重要增長動力，但各國已越來越將重點轉移至內向型來源，特別是在基建開支方面。

出口反彈

亞洲出口經已反彈。2020年9月，亞洲出口以美元計比去年增長5%（見圖21），原因在於，在冠狀病毒危機期間，亞洲生產了許多各國亟需的醫療設備，以及遙距工作所需的設備。強勁的出口亦間直反映迅速的抗疫成效。中國現在似乎有望在創下2020年約2%的GDP增長紀錄。

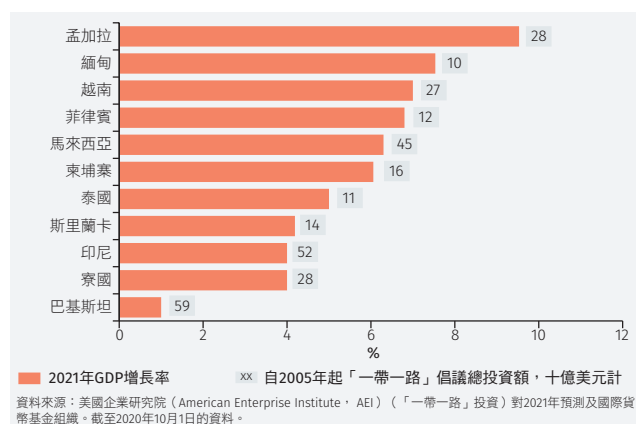
21. 亞洲出口向上



被投資所付的代價

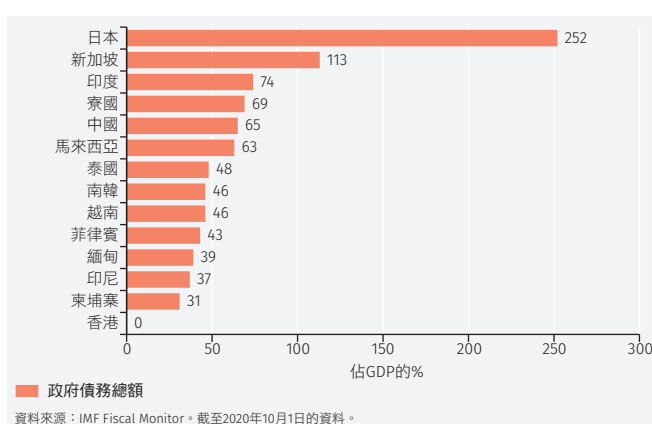
中國的「一帶一路」倡議對帶動整個亞洲的增長而言越來越重要。到2021年，接受中國「一帶一路」最多投資的國家之中，有一部分預計將會有強勁增長，例如菲律賓、越南、緬甸和孟加拉，其實際GDP增長率將達7%或以上（見圖22）。然而，

22. 亞洲GDP增長與「一帶一路」投資



「一帶一路」的投資並不保證會成功。例如巴基斯坦自2005年起已從中國獲得590億美元的「一帶一路」投資，主要用於建設中巴經濟走廊。然而，巴基斯坦的經濟仍然泥足深陷，通脹與失業率居高不下，出口需求急劇下降（巴基斯坦偏重紡織業）。而且政府債務水平高企亦使其財政彈性受到限制（見圖23）；亞洲其他經濟體在這方面的發揮餘地大部分都較大。

23. 亞洲：政府債務水平



印度：下一個中國？

除了當前的困難外，亞洲的另一個重要議題是，其他國家（以印度最有可能）能否可以成為「新中國」。印度的優勢是年輕而且不斷增長的人口。但是，以最近的一次評估的來看，印度的民主制衡機制不太可能允許實行「單純的中國增長模式」¹¹。我們認為這個說法甚為中肯。

24. 印度：政策利率及通脹



¹¹ 《The Great Demographic Reversal》，Charles Goodhart and Manoj Pradhan，Palgrave Macmillan，2020年。

拉丁美洲

在拉丁美洲各地，冠狀病毒個案的數量已見下降。然而，各國的應對措施及成功率大相逕庭。展望未來，拉丁美洲的經濟要如何復甦？

冠狀病毒個案及應對措施

拉丁美洲受到極嚴重的冠狀病毒打擊。在巴西、智利、巴拿馬、秘魯，每百萬人的個案數字超過22,500（美國的比率）。雖然新個案的數字正開始下降（見圖25），但大多數國家仍然採取嚴格的限制措施。當中亦有例外：烏拉圭是拉丁美洲封鎖措施最鬆懈的國家，然而感染率卻低於其他國家，至今只錄得48宗死亡個案。

25. 冠狀病毒大流行：拉丁美洲



資料來源：路孚特 (Refinitiv)。截至2020年10月1日的資料。

然而，根據整個國際貨幣基金組織 (IMF) 的最新預測，疫情對整個拉丁美洲產生極大影響，預計2020年的GDP將收縮近10%。

疫後重建經濟

重建經濟勢必動用大量資源，既要滿足眼前的需求，又要使未來的經濟更加強韌。我們認為有三項重要的資金來源。首先是IMF的資金（提供一系列不同的資金計劃）。IMF已調配好新的彈性信貸額，能為緊急項目提供短期信貸。但是，短期信貸僅限於IMF所謂的具「白金質素政策」的國家可申請，只有四個國家屬於這類別：智利、哥倫比亞、墨西哥、秘魯。常規的IMF計劃（如阿根廷所用的計劃）在拉丁美洲的往跡好壞參半，相信難以大受青睞。

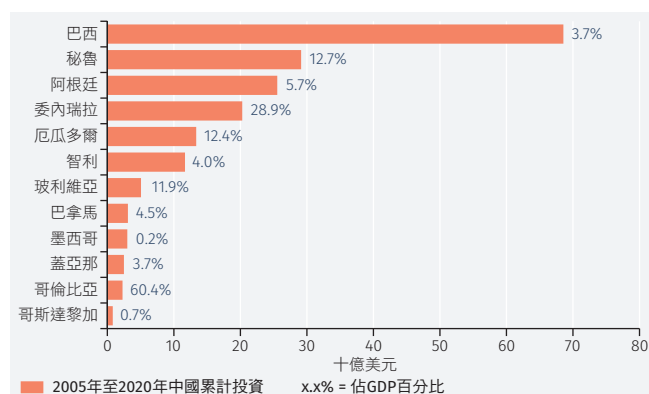
第二，美洲開發銀行 (Inter-American Development Bank, IADB) 在新上任的古巴裔美國人行長Mauricio J. Claver-Carone的領導下，可能可發揮更大的作用。這是IADB第一位來自本區以外地方的行長，預料他將與美國建立更緊密

的聯繫。我們認為這點大致符合我們長久以來的觀點 – 世界將呈三極分。拉丁美洲所處的位置有利於進軍北美供應鏈，有可能效仿墨西哥的成功模式。

市場對泛美發展越來越有興趣，更會密切關注中國在南美日益增加的涉足（中國為該地第三大投資資金來源）。

在拉丁美洲，以巴西所獲的中國投資最多，自2005年以來接近700億美元（見圖26），主要用於農業。阿根廷及委內瑞拉亦有接受中國資金（這兩國較難獲得資本主義派投資者的青睞）。由於阿根廷提議將財產稅擴大至境外公民，相信不太可能激發西方投資者的投資興趣。

26. 中國在拉丁美洲的投資



資料來源：美國企業研究院 (American Enterprise Institute, AEI)。截至2020年10月1日的資料。

貨幣寬鬆

以較樂觀的角度看，拉丁美洲有進一步放鬆貨幣政策的餘地，特別是在巴西等國的通脹率已急劇下降。即便如此，在巴西及墨西哥，貨幣疲軟亦有可能短期內推高通脹。秘魯及智利兩國的官方利率已經很低，可以按需要使用量化寬鬆政策。

毫無疑問，拉丁美洲將挺過這場最新風暴，但光明的前景可能不會在2021年以前呈現。

特別關注 – 冠狀病毒與大學

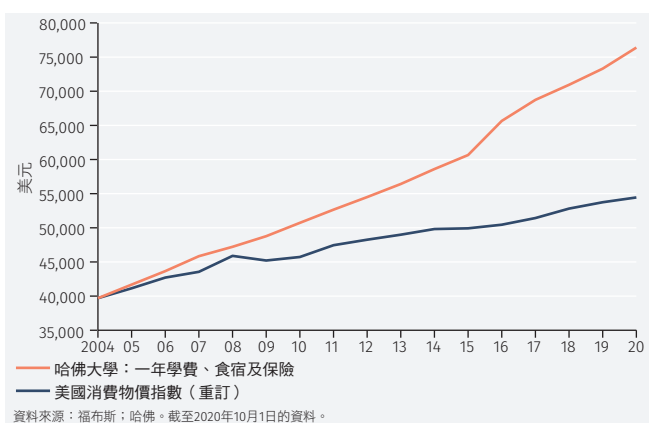
在世界各地，冠狀病毒疫情引了大眾對教育方式的質疑。在大學領域，獲得最好資源的機會可能會提高，而較弱的大學將蒙受壓力。

疫情可能會觸發授課方法的重大變化。隨著世界各地許多學生在大學宿舍自我隔離並在網上上課，大學授課方式可能會出現根本變化。我們不妨在此探討部分議題。

成本

優良的大學教育花費高昂。在2020至2021學年，在哈佛大學讀書的費用約為每年75,000美元（包括學費、住宿、膳食、保險）。自2004年起，以上開支的增長幅度遠遠超過美國消費價格增長率（見圖27）。上述增長基本上不受干擾世界其他地區的事件所影響，例如，在環球金融危機期間（2007年至2010年），在哈佛大學讀書的每年費用增加了10%。

27. 哈佛讀書一年開支



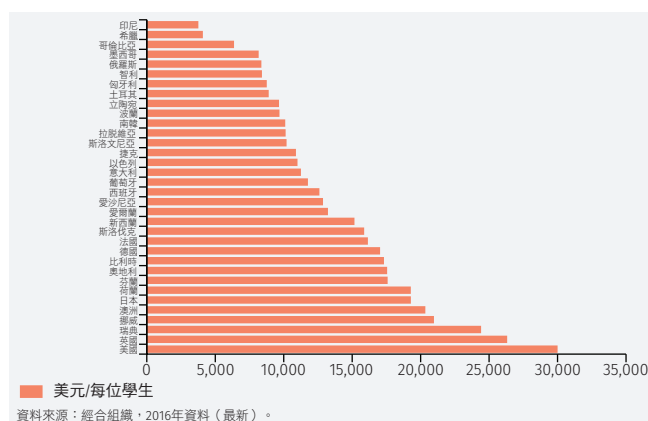
哈佛昂貴當然有其道理，但據經濟合作暨發展組織（OECD）的資料，整個美國的高等教育界的每年平均開支為30,000美元（見圖28）。英國並不遑多讓，然而，許多發展中國家的高等教育成本要低得多。

遙距學習與大規模開放網上課堂

學費問題亦引發一項重要議題 – 頂級院校的課堂是否能以較低的門檻提供？許多大學都已提供遙距學習一段時間，較近期的是大規模開放網上課堂（mass open online courses, MOOCs），而且已取得相當成果，但許多人仍然懷疑這類形式能否替代傳統模式。

有人認為新模式不能完全取代親身的大學體驗，其理由是這種體驗的好處遠遠超乎正規的講座及教學；可以說，導修及小型

28. 高等教育開支



研討會難以在實體大學體驗之外複製；非正式會面與大學生活所建立的網絡難以在無身體接觸的情況下建立。

然而，除了這些理由之外，我們必須正視一點：各院校的教學質素參差不齊。諾貝爾經濟學獎得主在某大學的一次演講，會將另一間大學某位博士生所作的演講比下去，而且效果持久。移至網上亦是一樣。製作不佳的頭像獨白教學影片，其講課效果不可能優於製作精良的互動講解。

贏家通殺

因此，大學教育很可能會變成「贏家通殺」；一流院校會蓬勃發展，欣欣向榮；較弱的則可能連生存都成問題。一流院校所製作的材料能更深入市場，獲得更高收益，繼而再投入開發更好的產品，形成良性循環。另一方面，較弱的大學要發掘付費學生會變得難上加難。而由於許多國家的大學都沒有設立價格分野（例如英國，許多大學每年收取可允許的最高學費9,250英鎊），情況會更加明顯。

因此，改用更多網上資源時，會遇到相關的難題。疫情的經歷使我們了解到，轉為網上工作及學習的必要條件是寬頻上網、WIFI及電子設備。而新興國家則可能因為缺乏此類基礎設施而無法轉型。

在高等教育界，疫情更使我們明白，具備新科技才可在新環境之下有效發揮。

重要資訊

投資價值及其收益可升可跌，而過往業績並不代表將來表現。投資產品可能涉及投資風險，包括（但不限於）損失全部或部分投資本金。

本文件不構成亦不應被視為任何投資項目、證券、其他金融工具或其他產品或服務的招股說明書、廣告、公開發售或配售，亦不應被視為買入、出售、持有或出售上述項目的建議。本文件並非任何投資、證券、其他金融工具或其他產品或服務的條款及細則之最後陳述。本文件僅刊載一般資訊，並非任何特定行動或不作為方針的投資建議或任何其他具體建議。本文件的資訊並未考慮接收人的特定投資目標、財務狀況或特定需求。進行任何投資之前，或若對本文件的資訊有疑問，應尋求適合個人個別情況的專業建議。

儘管本文件的資訊是來自公認的可靠資料來源，但EFG集團的任何成員均不論述或保證其準確性，而且此等資訊可能不完整或經簡撮。本文件的任何意見如有更改，恕不另行通知。本文件可能含有個人意見，並不一定反映EFG集團任何成員的立場。在法律允許的最大範圍內，EFG集團的任何成員概不對本文中的任何錯誤或遺漏，或依賴本文包含的任何意見或陳述所造成的後果負責，並且EFG集團的每個成員明確聲明不承擔任何責任，包括（但不限於）由於接收人依賴本文件而採取的相同行動或不作為，或由該等行動或不作為而引起的附帶或間接損失的責任。在任何司法管轄區或國家提供本文件可能會違反當地法律或法規，並且擁有本文件的人員應自行理解並遵守所有限制。未經EFG集團授權成員的事先書面許可，不得將本文件（全部或部分）複製、披露或分發給任何其他人。

本文件由EFG Asset Management (UK) Limited製作，供EFG集團以及EFG集團屬下的環球子公司及分支機構使用。EFG Asset Management (UK) Limited是由英國金融行為監管局授權及監管，註冊編號為7389746。註冊地址：EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom, 電話 +44 (0)20 7491 9111。

如閣下在以下任何附屬機構或分支機構收到此文件，請注意以下幾點：

巴哈馬：EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd.是根據2011年《證券業法》及2012年《證券業條例》獲得巴哈馬證券委員會的認可，並獲授權在巴哈馬境內及從巴哈馬境內從事證券業務，包括證券交易、安排證券交易、管理證券，及提供證券諮詢。EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd.亦根據2000年《銀行和信託公司管理法》，獲巴哈馬中央銀行認可為銀行及信託公司。

巴林：EFG AG 巴林分行受巴林中央銀行監管，註冊辦事處地址為 Bahrain Financial Harbour, West Tower – 14th Floor, Kingdom of Bahrain。

百慕達：EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd.是在百慕達註冊成立的獲豁免有限公司。註冊地址：Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda。

開曼群島：EFG Bank已根據開曼群島《銀行與信託公司法》獲得開曼群島金融管理局許可從事銀行業務。EFG Wealth Management (Cayman) Ltd.已獲開曼群島金融管理局 (Cayman Islands Monetary Authority) 認可，可根據開曼群島《銀行及信託公司法》進行信託業務，並根據《開曼群島證券投資業務法》從事證券投資業務。

智利：EFG Corredores de Bolsa SpA乃獲Comisión para el Mercado Financiero (“Ex SVS”) 認可的股票經紀人，獲授權在智利進行證券經紀交易，並開展輔助的受監管活動，包括全權委託證券投資組合管理、安排證券交易及提供投資建議。註冊編號：215。註冊地址：Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of.2901, Las Condes, Santiago。

杜拜：EFG (中東) 有限公司受杜拜金融服務管理局監管，註冊地址為level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, UAE。

根西島：EFG私人銀行（海峽群島）有限公司已獲根西島金融服務委員會認可。

香港：瑞士盈豐 行股份有限公司已根據《銀行業條例》（香港法例第155章）獲香港金融管理局授權為持牌銀行，並獲授權在香港進行第1類（證券交易）、第4類（就證券提供意見）及第9類（資產管理）受監管活動。

澤西島：EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited受澤西島金融服務委員會 (Jersey Financial Services Commission) 按《1998年金融服務 (Jersey) 法》監管。

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

盧森堡：EFG Bank (Luxembourg) S.A.已根據盧森堡監管機構 (Commission de Surveillance du Secteur Financier) 持有的1993年4月5日的金融行業適用盧森堡法律 (經修訂) (《1993年法律》) 列於盧森堡的正式銀行清單中，是根據1993年法律第2條獲授權依照盧森堡法律從業的公共有限公司 (匿名社團)。有關EFG Bank (Luxembourg) S.A.服務的任何問題，盧森堡居民應聯絡EFG Bank (Luxembourg) S.A.，地址為56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg，電話為+352 264541。

摩納哥：EFG Bank (Monaco) SAM是摩納哥的上市有限公司，公司註冊編號為90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco)。EFG Bank (Monaco) SAM是從事金融活動的銀行，其業務受法國審慎監管與解決局以及摩納哥金融活動控制委員會的授權及監管。註冊地址：EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende – BP 37 – 98001 Monaco (Principauté de Monaco)；電話：+377 93 15 11 11。本文件的收件人精通英文，並放棄獲得本刊物的法語版本的機會。

中華人民共和國 (「PRC」)：EFG Bank AG 上海代表處獲中國銀行業監督管理委員會批准，並已根據《中華人民共和國外資銀行管理規定》及相關在行政法規向上海工商行政管理局註冊。註冊編號：310000500424509。註冊地址：上海市浦東新區世紀大道100號上海環球金融中心65樓65T10室。EFG Bank AG上海代表處的業務範圍僅限於非牟利活動，包括聯絡、市場研究及諮詢。

葡萄牙：EFG Bank (Luxembourg) S.A.的葡萄牙分行已向葡萄牙證券市場委員會註冊，註冊編號為393；向葡萄牙銀行註冊的註冊編號為280。納稅人及商業註冊號：980649439。註冊地址：Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto – 1250-140 Lisbon, Portugal。

新加坡：EFG Bank AG的新加坡分行 (UEN編號T03FC6371J) 已獲得新加坡金融管理局認可，為從事銀行業務的批發銀行，並為《金融顧問法》所定義的免稅財務顧問及《證券和期貨法》所定義的免稅資本市場服務被許可人。

瑞士：EFG Bank AG, Zurich, 包括其日內瓦及盧加諾分行，均獲瑞士金融市場監管局 (FINMA) 的授權及受其監管。註冊地址：EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Switzerland。瑞士分行：EFG Bank SA, 24 quai du Sujet, 1211 Geneva 2 and EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano。

英國：EFG Private Bank Limited獲審慎監管局授權，並由金融行為監管局及審慎監管局監管，註冊編號為144036。EFG Private Bank Limited是倫敦證券交易所成員。註冊公司編號：2321802。註冊地址：EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom，電話：+44 (0)20 7491 9111。關於EFG Asset Management (UK) Limited，請留意上面的狀態披露。

美國：EFG Asset Management (UK) Limited 是 EFG Capital 的關聯公司、美國證券交易委員會 (「SEC」) 註冊經紀交易商，以及金融業監管局 (「FINRA」) 和證券投資者保護公司 (「SIPC」) 的成員。SEC、FINRA 或 SIPC 均未認可本文件或EFG Capital 或其美國關聯公司EFGAM Americas提供的服務及產品。EFGAM Americas已在美國證券交易委員會註冊成為投資顧問。證券產品及經紀服務乃由EFG Capital提供，資產管理服務則由EFGAM Americas提供。EFG Capital和EFGAM Americas擁有共同所有權並可維持相互關聯的人員。本文件並不提供予美國人或美國人的帳戶，除非是「合格購買人」(定義見《1940年美國投資公司法》(經修訂)) (以下簡稱「《投資公司法》») 及「認可投資者」(定義見《證券法》第 501(a) 條)。本文件所提及的任何證券均不會根據《證券法》註冊，亦不會根據任何適用的州證券法規獲得資格。本文件所提及的任何基金均不會根據《投資公司法》註冊成為投資公司。位於美國以外地區的分析師由不受FINRA法規約束的非美國關聯機構聘用。