

# INSIGHT

季度市場回顧

2021年第3季度

刊物重點內容：



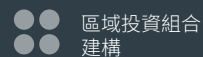
環球策略  
資產配置



區域  
資產配置



環球  
證券選擇



區域投資組合  
建構

## 更激烈的反彈



概述

最好亦是最壞的時候

瑞士

退休金改革的燙手山芋

拉丁美洲

風險日趨嚴峻

特別關注

金融變革

## 概述

2020年的全球經濟增長慘淡程度足以載入史冊，然而之後的今年，似乎又能稱得上是史上少有的好年。事實上，今年經濟活動的反彈幅度之大，甚至超過幾個月前許多人所預期。

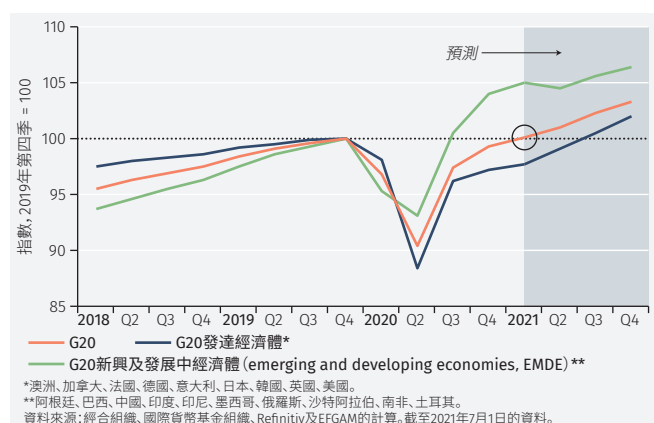
### 全球復甦：更激烈的反彈

以「是最好的時候；亦是最壞的時候」<sup>1</sup>來總結今年及去年的全球經濟發展，可謂非常貼切。

世界銀行今年預測，全球經濟將會經歷八十多年來最強勁的衰退後復甦。<sup>2</sup> 美聯儲亦已將對美國GDP增長的預測上調至7%（短短七個月前仍只有4.2%）<sup>3</sup>

去年，美國錄得自戰後有紀錄以來最大的實際GDP收縮；至於歐元區亦經歷自1999年歐元區成立以來最大跌幅；英國方面，2020年的跌幅是自1706年英法戰爭以來最大。

### 1. G20經濟體GDP：已反彈至超過大流行前水平

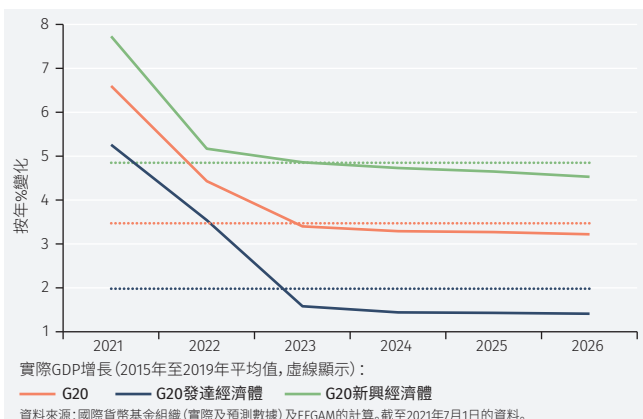


以G20經濟體整體來計，2021年第一季的實際GDP已高於疫症爆發前水平（見圖1）。復甦是由中國帶動；然而，韓國及澳洲的GDP亦高於爆發前水平。預料美國第二季亦將會進入類似的復甦；到2021年底或2022年初，大多數歐洲國家的GDP將會返回大流行前的水平。美國的經濟支援措施固然來得迅速而有力，而另一邊廂，歐元區的措施雖然規模亦不容小覷，但更加似是「慢火烹調」，即專注於較長期的事項，例如減碳排放以及數碼科技升級。

### 高速增長難以長久

當恢復到疫症爆發前的增長水平之後，我們下一步應該着眼什麼？隨着抗疫時被壓抑的需求（特別是旅遊、度假、娛樂事業）逐漸恢復正常後，經濟增長或會維持高位一段時間。然而，許多專家（特別是國際貨幣基金組織，其預測見圖2）在展望未來時，擔憂2023年及往後利率將放緩至低於大流行前的水平，原因來自數

### 2. G20經濟體增長：正在返回「正軌」？

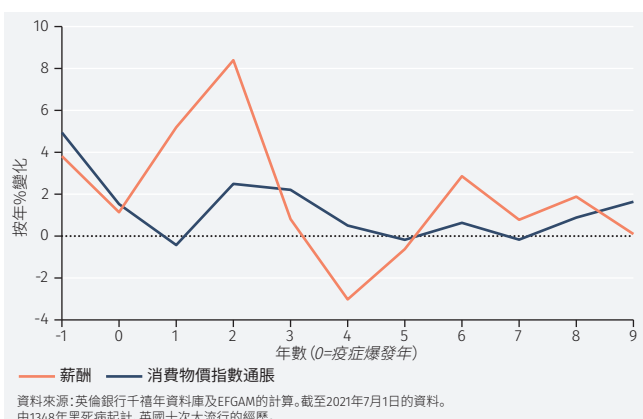


方面。人口及勞動力增長放緩，是許多發達國家以及中國的一項共通點。疲弱的生產力發展趨勢一直令人擔憂，正如Paul Krugman的妙語所言：生產力並非一切，但長遠而言生產力幾乎就是一切。換句話說，一個國家要逐步提高生活水平，就幾乎完全取決於其提高人均產出的能力。要達到理想的效果，需要投入林林種種的基建，包括傳統的交通、電力、水、衛生設施，以及數碼基建，每個國家都視這些基建的發展為優先事項。

### 通脹壓力將要消退

未來幾個月的另一項重大經濟不明朗因素則與通脹有關。許多國家都出現通脹反彈，特別是美國。有人擔心，這是全球經濟展開一個新階段、步入通脹更明顯時期的先兆；但大多數中央銀行以及許多私營機構的預測均認為通脹只是暫時。目前，我們可能

### 3. 瘟疫、通脹與工資的關係



<sup>1</sup> 狄更斯《雙城記》的開場白。

<sup>2</sup> 世界銀行《全球經濟展望》，2021年6月。<a href="https://tinyurl.com/yz35efjr">https://tinyurl.com/yz35efjr</a>

<sup>3</sup> 美聯儲《經濟預測概要》(Summary of Economic Projections)。以今年第四季至去年第四季的增長計算。

## 概述

正處於通脹訊號極之繁雜的時期，要辨別真實的趨勢比平時更加困難。

關於消費物價通脹走勢的問題主要有兩個。第一是薪酬上升可能會推高趨勢。由英國的酒吧員工，以至三藩市的碼頭工人，全球各地都有勞動力短缺的問題。當我們大致回顧英國以往的經濟，就會發現每當在疫症大流行後，由於勞動力短缺，薪酬通常會隨之而急劇上升（見圖3）。然而，工資上升往往是屬暫時；每當大流行過後，持續數年的大趨勢是消費價格通脹下降，而非升高。原因大致上在於，需求疲弱相比供應短缺是為更顯要的因素。

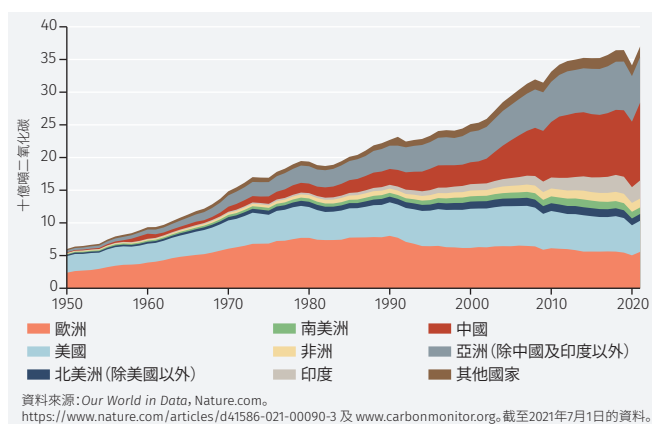
由此可見，第二股通脹推動力——半導體、新車、建築材料等項目供應的短缺——亦可能難以持久。而且確，即使是美國這個最快重開經濟的發達經濟體，亦已出現以上短缺開始緩和的跡象，因此，總體而言，我們傾向於對通脹前景感到樂觀，而美國債券市場亦似乎是這種態度。

### 「三C」——氣候變化、汽車、銅 (climate change, cars, copper)

雖然2020年的經濟活動減少，但亦有一項不幸中的大幸，就是二氧化碳排放量下降，即使並沒有維持長久——2021年頭四個月的數據顯示，經濟已顯著反彈（見圖4）。當年環球金融危機之後亦出現類似發展，當時的碳排放量減低，以現在來看只是虛象。

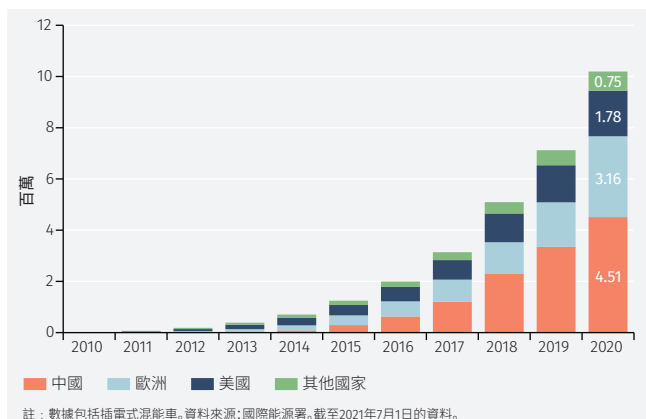
然而我們仍然可以從中肯定一點，就是大家對環境問題的關注

#### 4. 全球二氧化碳排放量



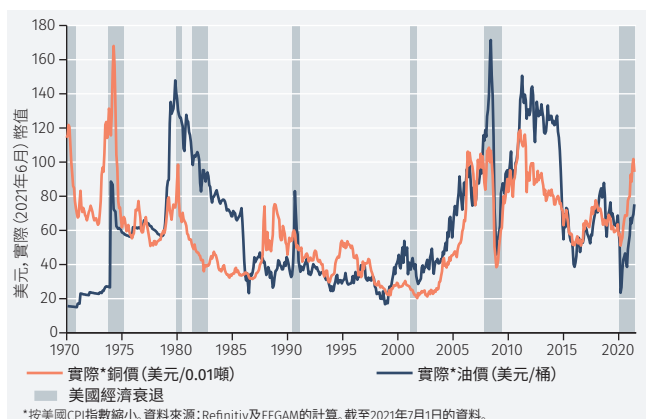
更加堅定，國際間亦更有決心要彼此合作採取行動。太陽能及風力發電設施以飛快的速度落成，而且安裝計劃陸續有來。幾年前，馬路上仍然罕見有電動車，但現在卻越來越普及。然而，所有這些層面的進度依然遠遠未夠。以汽車為例，全球道路上有十四

#### 5. 環球電動車企業股票



億架汽車正在行駛，當中只有一千萬架是電動車（見圖5）。經濟電氣化正深入到許多其他領域，但這項趨勢本身亦會令某些商品（特別是銅、鋁、鎳、鋅）的需求大幅增加。儘管近幾個月的銅價大幅上漲，但其實際價格仍低於之前的高位（見圖6）。銅市場與大團趨勢相反，需求強勁反而可能導致供給反應不佳。

#### 6. 實際銅價及油價



亦有人擔心，各地資本市場可能無法籌措足夠資金來轉型至新的、較環保的基建。根據一項估算，為了將全球暖化控制在只比工業化前高出2.0°C的水平，未來三十年將需要耗資達五十萬億美元。<sup>4</sup>幸而，許多投資者已經轉陣，優先支持關注氣候的投資，因此我們相信在吸納所需資金方面應該不會有問題。再者，全球大流行之下的抗疫財務措施亦多少為此奠定了基礎——至今已投入十六萬億美元。<sup>5</sup>亮出這筆鉅款之後，減緩氣候變化的成本就顯得較為大眾所接受。

<sup>4</sup> 摩根士丹利估算。請參閱 <https://tinyurl.com/4yr48et5>

<sup>5</sup> 國際貨幣基金組織《「財政監測報告」》(Fiscal Monitor)，2021年4月。

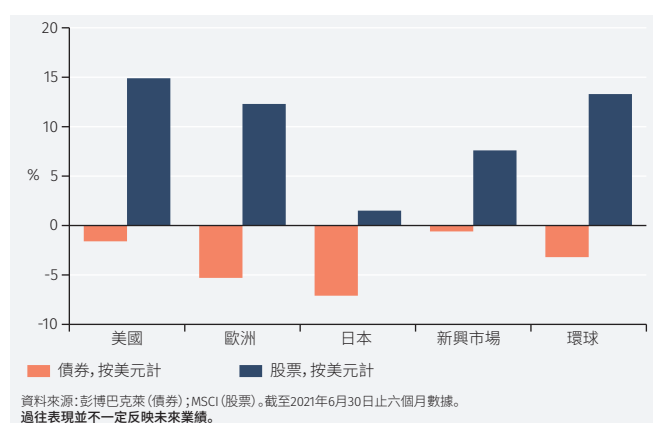
## 資產市場表現

2021年上半年，以美國為首的全球股市普遍上揚。債券市場承受息率上升的壓力，反映投資者擔憂通脹，然而到上半年結束時壓力有所緩和。

### 資產市場表現

根據MSCI世界指數以美元計總回報計算，2021年上半年全球股市上升13.3%（見圖7）。相比之下，全球債市回報為負，以彭博巴克萊全球綜合指數計為-3.2%<sup>6</sup>。幾個較大市場（特別是日本、瑞士及歐元區）的以美元計回報因為貨幣貶值而被削弱。

#### 7. 資產市場表現



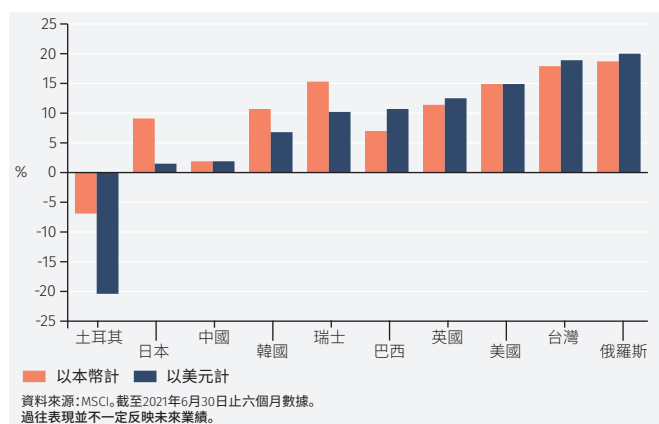
投資者對經濟復甦的信心加強，然而，兩國貨幣兌美元均有轉弱。市場擔憂日本經濟以及奧運會，令日元有所削弱，導致以美元計的債券回報大幅向負。

歐元區方面，以希臘十年期債券的回報最為強勁。希臘債券息率於1%左右靠穩，其高票息率亦使回報加強。然而，在所有歐元區的債券市場，以至瑞士，以美元計回報均受到當地貨幣疲弱的影響。在英國，十年期國債息率輕微上升，導致資本損失以及本國貨幣回報見負，然而，英鎊是上半年兌美元匯率有上升的少數貨幣之一。

### 股票市場

今年上半年，美國股市的回報率接近15%（見圖9）。而另一邊廂，在兩個較小市場，回報率反而更高。第一個是台灣，科技公司持續表現強勁，帶動增長。第二是俄羅斯，因為油價急升而受惠。市場擔憂土耳其管理經濟不力，土耳其股市及土耳其里拉因而受壓。雖然日本股市的回報率以日元計超過9%，但日元疲弱導致以美元計回報率降至1.5%。

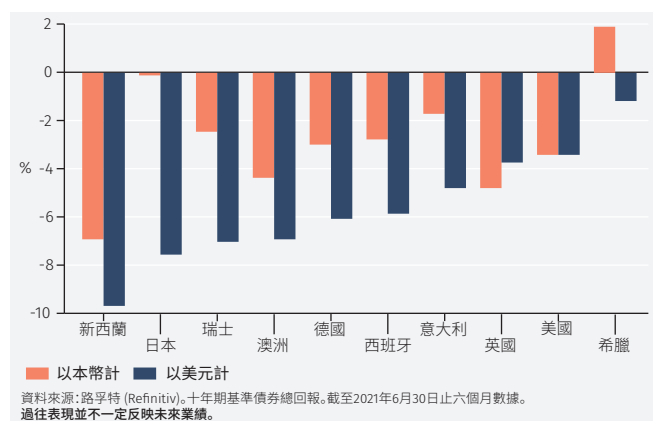
#### 9. 股票市場表現



### 債券市場

在債券市場，較長存續期債券息率今年第一季普遍上升（以及隨後價格下跌），但在市場對通脹的擔憂開始緩和後，其中一大部分在第二季出現逆轉。美國市場方面，十年年期政府債券今年頭六個月的總回報（如圖8所示）為-3.2%。至於澳洲及紐西蘭，本國貨幣的回報率甚至比美國更加見負。兩國債券息率上升，反映投

#### 8. 債券市場表現



<sup>6</sup> 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

美聯儲陷入兩難困局。雖然增長強勁(換句話說,收緊貨幣政策宜早不宜遲),但市場認為通脹升高只是虛火,因此政策行動亟需謹慎。而債券市場的訊號則或許較為令人放心。

### 美聯儲的困境

美國經濟今年增長如此強勁,美聯儲及許多金融市場參與者當然感到欣慰。美聯儲已將今年實際GDP增長預測提高至7%,但對2022年及2023年的預測則維持不變。在這前提之下,市場認為振興經濟的效果只屬暫時,甚至比許多外部預測所預期的更短暫。

#### 10. 美國通脹: CPI(消費物價指數)、核心PCE(個人消費開支)及長期預測



同樣,美聯儲本身亦認為通脹上升只是暫時。整體CPI通脹率五月升至4.9%(見圖10),大有可能會在今年較後時間回落。美聯儲最常參考的通脹指標——核心PCE價格指數——早已跌至3.4%,低於CPI通脹率,而五年遠期通脹預期則幾乎無變化,反映市場並不太擔心長期前景。然而,今年至今為止,債券價格數度出現大幅波動,多少反映金融市場在判斷通脹前景時感到左右為難。

#### 11. 美國三十年國債

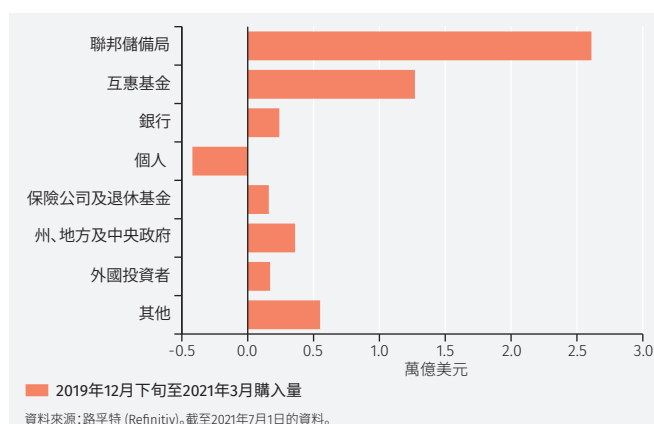


<sup>7</sup> 假設該段時間的實際利率平均接近零。

### 債券市場的訊號

作為基準的美國三十年國債,價格在年初至三月中旬下跌17%,隨後回升(見圖11)。換句話說,三十年國債於2021年7月1日的息率為2.1%,可能是為金融市場對美聯儲2%長期通脹目標最實質的認同。<sup>7</sup>

#### 12. 美國國債的買家



當然,許多投資者並不相信這個信號,因為它是源自眾所周知是變幻莫測而又大起大落的債券市場。此外,我們可以說,美國國債市場已因為美聯儲大量購債而被扭曲——自肺炎爆發以來,美聯儲一直是最大的債券買家;個人投資者一直是賣家;外國投資者則似乎早已失去興趣(見圖12)。

2021年下半年,多個大主題將會上演。到了今年底,大流行後的經濟發展情況應該會更加清晰。美聯儲認為,經過短暫通脹爆升以及增長率暫時抽高之後,經濟會回到近似大流行前全球普遍的狀況——低而穩定的增長及通脹;我們相信到今年底,大家會看到以上的估算大體上算是正確。

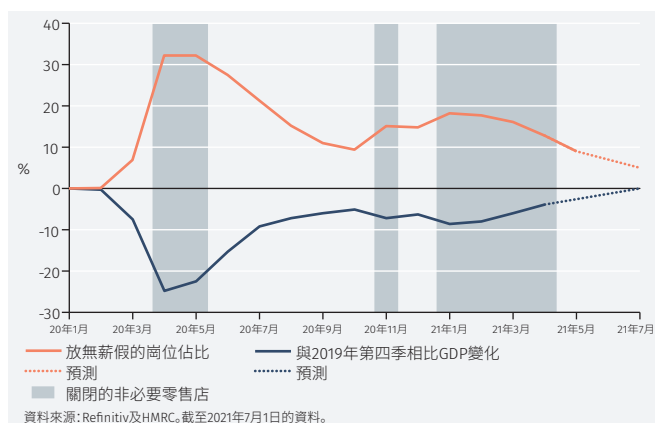
## 英國

英國正逐步回到疫症爆發前的經濟活動水平；然而，若期望消費開支會迅速復甦，恐怕難以如願。市場對通脹以及金邊債券息率的擔憂仍然揮之不散。

### 仍在歸途上

英國經濟正逐步返回疫症爆發前的GDP水平，而且很可能在今年第三季就能達到目標。推動增長的主要短期因素是消費開支反彈，但是由於「過剩儲蓄」正迅速減少，部分投資者預期的爆發式大反彈似乎難以實現。而且確，四月放寬封鎖限制後，零售額雖然初段暴升，但之後的走勢稍為令人失望。雖然英國家庭在2021年第一季已將其可支配收入的五分之一儲起，而且累積儲蓄額更比平常高出二千億英鎊，但我們認為，這些儲蓄大致上不會迅速減少，主要原因有二。<sup>8</sup>

### 13. 英國：放無薪假的僱員與GDP



第一，經濟活動產出的復甦領先勞動市場。雖然放無薪假的工作崗位數目已由2020年4月至5月的高位（30%以上）下降，但至今仍有9%。許多僱員已經覺得就業不安全感在增加；其他人則重新調配自己的工作模式；另外甚至有人離開英國。第二，大眾對某些經濟活動上的開銷猶豫未決，特別是考慮到Delta變種正在迅速傳播。雖然直至7月1日，已有85%的18歲以上人口接種第一劑疫苗；62%已接種第二劑，但在考慮參與許多疫症爆發前的消費活動時，明顯表現得相當謹慎。此外，即使消費者願意增加支出，但由於人數限制以及員工短缺，部分行業的承受能力仍然遭受制肘。此外，許多服務（例如酒店住宿及餐廳用膳）已經加價，部分甚至加幅驚人。儘管消費者可能有更多錢可用，但他們仍然顧慮價格。

### 通脹上升與英國金融市場

通脹攀升已慢慢成為眾群普遍擔憂的問題。英倫銀行預料，2021年較後期，整體消費價格通脹率將升至3%。即便如此，主要政策利率似乎短期難以上調，而央行亦打算繼續其資產購買計劃，此舉有助維持十年期政府債券息率於僅僅0.7%（不到美國國債息率的一半）。雖然英國的通脹及金邊債券息率多年來呈向下走勢（見圖14），但如果各地市場仍期待兩者會一直保持低位，未免過於樂觀。

### 14. 英國國債收益率和通貨膨脹



7月1日，英鎊兌美元匯率回升至1.38美元/英鎊，但仍然只是快接近我們所認為的「公允價值」範圍的下端（見圖15）。可惜英國在經濟增長、政策及新貿易安排上仍然未擺脫各種未明朗的因素，阻礙英鎊的上行空間。

### 15. 被低估的英鎊



<sup>8</sup> 請參閱我們2021年6月號的《Infocus》內有關過剩儲蓄以及消費前景的文章。

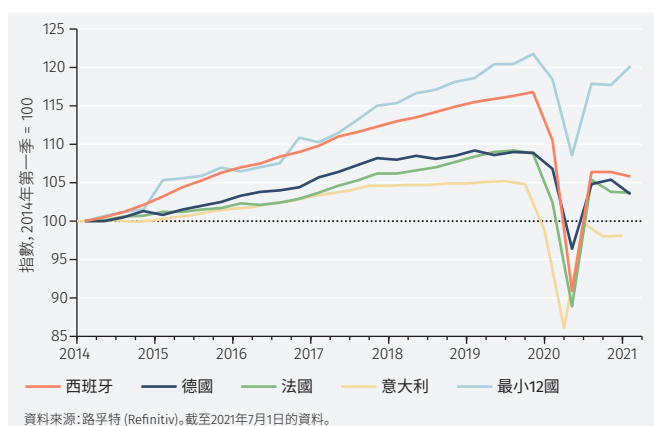
## 歐元區

歐元區的復甦比許多其他國家慢，到現在才開始加速，到2021年往後，復甦應該會擴大。政策支援亦將會繼續進行，然而，要保持長遠增長，仍須克服重重障礙。

### 大國復甦，漫漫長路

儘管落後於製造業的服務業，其經濟活動現在終於出現較令人欣慰的復甦跡象，但歐元區的經濟復甦一直比美國及中國慢。幾個大國的實際GDP水平（見圖16）仍遠低於肺炎爆發前水平，其中意大利的復甦更是特別緩慢。德國以及較小、較靈活的歐元區成員國的反彈則較為顯著。

### 16. 歐元區實際GDP恢復：小國牽頭



2021年下半年及2022年，歐元區經濟將間接因為拜登所推出的財政刺激措施及中國的經濟增長而受惠，區內的出口需求因此得以增加。「復甦與復原計劃」(Recovery and Resilience Plan)的資金也亦於今年下半年開始發放。

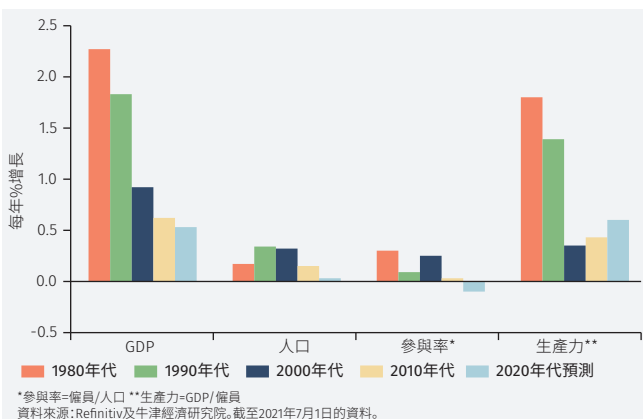
儘管歐元區的通脹率有所上升，但升幅遠不及美國。任何高過歐洲央行「低於但接近2%」的目標似乎都難以成事或持久。而事實上，通脹率已由五月的2%跌至六月的1.9%。

有鑑於此，支援政策似乎仍會持續。值得注意的是，歐洲央行的資產購買計劃將維持至夏季結束。而且，《穩定與增長協定》(Stability and Growth Pact)對財政刺激措施的限制將再暫停一年。

### 未來阻礙增長的因素

展望未來，人口變化趨勢將會限制增長幅度。全球三大經濟體的人口增長均會在2020年代趨向近乎零；預計經濟參與率亦會下降（見圖17）。因此，維持增長將成為生產力上的重點。幸而有一點令人欣喜，就是歐元區在轉型至綠色科技以及減碳排放方面領先許多國家。由於氣候變化會構成妨礙增長的風險，上述優勢

### 17. 法、德、意：增長趨勢



有望能幫助未來的歐元區增長打好基礎（儘管氣候變化無分國界）。

在各地金融市場，歐元區亦已成為帶領綠色債券發行的先驅，從而亦有可能增加國際對歐元的需求。然而，歐洲理事會固然雄心壯志想增加歐元的儲備貨幣地位，但零利率（甚至負利率）仍然是個阻礙。歐元區在全球各國外匯儲備的所佔比重保持穩定，但處於較低的水平（見圖18）。

### 18. 全球外匯儲備佔比



雖然歐元區面臨重重障礙，但巨大機遇亦不算少。

<sup>9</sup> PEPP「緊急抗疫購買計劃」(Pandemic Emergency Purchase Programme)乃歐洲央行於2020年3月推出的資產購買計劃。央行於2020年6月4日在最初的7,500億歐元金額之上增加6,000億歐元，又於12月10日增加5,000億歐元，總共達18,500億歐元。

## 瑞士

在瑞士經濟返回正軌及貨幣政策處於自動駕駛狀態之際，大眾的注意力已放在其財政政策上，尤其是瑞士出手大方的公共退休金計劃。改革有利經濟，卻難以實現。

### 瑞士：重回正軌

在防疫措施已有所放緩同時，調查數據顯示，瑞士經濟在第一季收縮後強勢反彈（見圖19）。由服務業帶動的內需增長，正在急起直追因國際貿易正常化而受惠的製造業。通脹率已升到瑞士央行的0%至2%目標範圍內（儘管主要是因為基數效應，而強勢的瑞士法郎仍然是推動通貨緊縮的因素）。瑞士國家銀行（瑞士央行）已確定不會急於收緊政策，因此負利率及抑制瑞郎強勢的外匯干預措施有望得以維持。

### 19. 瑞士PMI (採購經理人指數) 調查

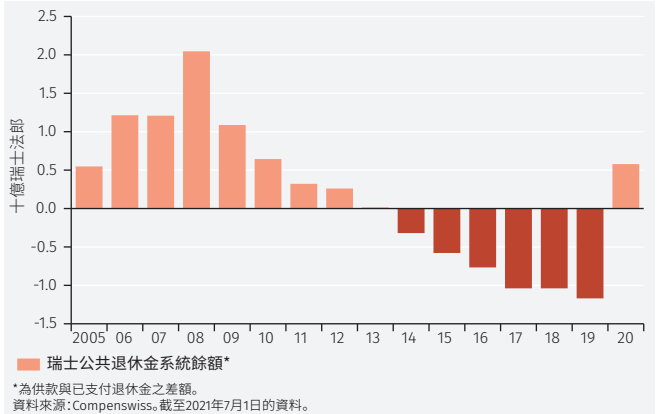


### 公共退休金改革

由於瑞士的貨幣政策是自動操作，公眾議論的焦點已轉移至財政政策，尤其是公共退休金制度。瑞士聯邦委員會建議改革公共老年及遺屬保險（Old Age and Survivor's Insurance, OASI）計劃；重點建議是將女性退休年齡提高到與男性相同（65歲），並提高瑞士增值稅率來為計劃增加收入。改革建議獲議會兩院通過，然而大致上無法實現，因為民意調查顯示，如果進行公投，方案會被否決。但這樣可能不算是壞消息，

因為提議的改革只包括數年的財務成本，然而對OASI有重大影響的不利人口趨勢卻會在數十年後出現。根據瑞士上議院的預測，到2031年，OASI的赤字將升至44億瑞士法郎（為近期赤字的四倍，見圖20）。而再之後，人口老化會進一步令赤字擴大，令政府不得不推出削減退休金福利或提高稅收等新措施。較公平的解決方案是劃一提高退休年齡。自OASI於1948年成立以來，瑞士

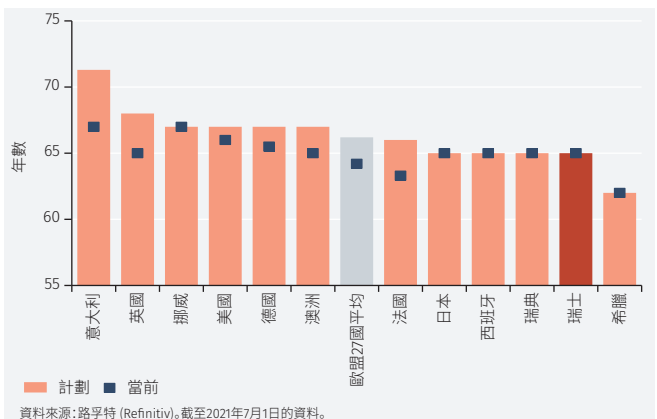
### 20. 瑞士公共退休系統餘額



男性的退休年齡一直是65歲；即使到現在，預期壽命已增加15年以上，退休年齡仍然未變。

多年來，大多數經合組織國家均有提高退休年齡，包括德國及意大利；這些國家的退休年齡已高於瑞士（甚至有計劃再一步提高，見圖21）。提高瑞士的退休年齡同時亦會提高所提供的退休金福利，而且能減少加稅的需求，更能提高瑞士企業的競爭力。然而要推行這種爭議極大的方案仍然困難重重，最終能否成事，暫且拭目以待。

### 21. 正常退休年齡：現行及計劃



## 亞洲

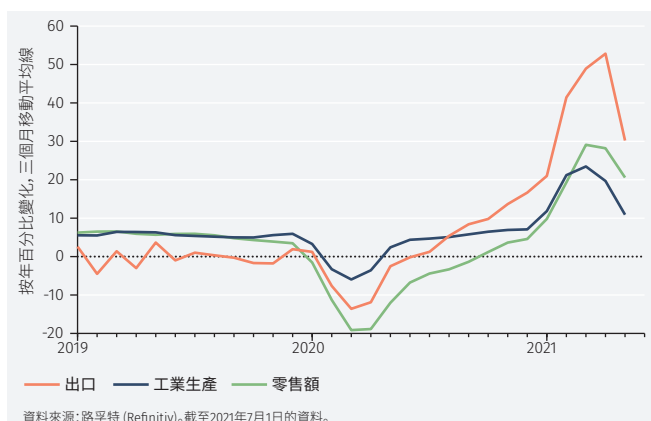
中國的資本市場自由化計劃已在經濟飛躍發展之後取得一定進展。當然另外還有很多其他難題；如果完全順利無阻，反而難以置信。

### 中國：急速復甦，繼而放緩

中央計劃經濟的好處之一是，如果計劃本身可靠，加上執行良好，就可以產生絕佳成果。可惜實際上，執行計劃經濟成功的國家寥寥無幾，但中國這幾年的經濟管理肯定算是成功。

最近，中國在冠狀病毒大流行之中迅速恢復。反彈是由出口及工業生產帶動（見圖22），其次是消費開支。而且，復甦是在沒有大規模財政刺激或信貸寬鬆的情況下達成；反而在環球金融危機過後，中國有推出這類措施來帶動復甦。當時的政策可謂及時而有效。現在，由於顧慮到高信貸水平，加上當局明顯樂於見到較慢但更可持續的增長，因此中國採取另一種方法。中國早已祭出限制信貸的措施。與發達國家迥然不同的是，中國並未下調利率，而且並無大規模的財政刺激措施。

### 22. 中國：出口、生產及零售額

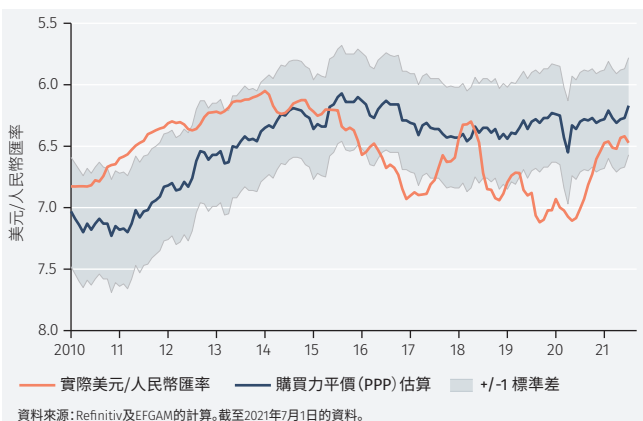


中國的利率高於西方，多少是人民幣升值背後的原因（見圖23）。萬一中美貿易戰升級，人民幣升值將有助抑制入口價格，為未來的貶值提供緩衝，並有助於將經濟重新調整至更多由消費者帶動。<sup>10</sup>

### 跨境理財通

中國經濟發展的下一步將是放寬資本限制以及加強人民幣國際化。中國已推出名為「跨境理財通」(Wealth Connect)的計劃，允許香港向中國大陸或中國大陸向香港作最高1,500億元人民幣（相當於230億美元）的投資。該計劃更會連接至現有的港股通及債券通計劃。另一方面，人民幣國際化進程仍在繼續。儘管人民幣在國際外匯儲備中的佔比仍然甚小（2.3%），但已在過去三年間倍增。

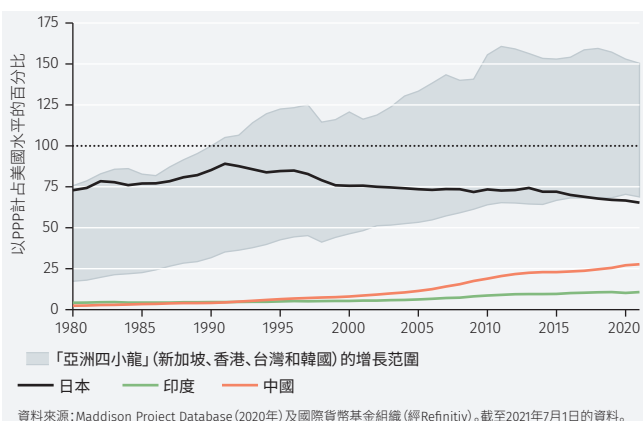
### 23. 中國人民幣匯率與PPP（購買力平價）



### 仍要急起直追

如果經濟改革能得成功，金融市場改革應該有助推動中國邁向更高繁榮。雖然中國經濟已有長足進展，但人均收入仍然只有美國的四分之一（見圖24）。印度更是遠遠落後。如果想效法亞洲四小龍的成就，中印兩國面前仍有漫長的路。從日本的經驗可以見得，即使是極之成功的經濟體，想維持增長不斷亦非易事。中國經濟及金融市場發展方式到底是否有效？最艱鉅的考驗仍在後頭。

### 24. 亞洲人財力：人均GDP相當於美國人水平的百分比



<sup>10</sup> 請參閱《The economic and social effects of real exchange rate – Evidence from the Chinese provinces》(實際匯率的經濟及社會影響——參考中國各省數據)，Ping Hua，經合組織，2011年。  
<https://www.oecd.org/dev/pgd/46838088.pdf>

## 拉丁美洲

南美洲的政治最近出現多項重大變化。整體而言，南美的風險已增加。在某些國家，經濟改革及發展的進程能否持續，實在令人懷疑。

### 政局變幻不休

南美洲的政治形勢已出現明顯變化。儘管造成各國變化的共同原因是肺炎大流行以及其對經濟增長、公共財政以及（某些情況下）通脹的惡劣影響，但不同國家的政治已向不同方向發展。

厄瓜多爾的新總統比前任更保守。

秘魯新總統Pedro Castillo的競選大綱是國有化、增加政府干預及增加富人稅。儘管他的立場似乎有所緩和，但其過往偏袒市場的立場明顯正遭受質疑。

墨西哥總統López Obrador已失去其在國會三分之二的多數席位，其改革難免會受阻（尤其是稅制改革）；國民普遍認為改革進展太慢。

在某些情況下，我們可以認為，最壞的情況經已遠去。工業金屬（特別是銅）價格不斷上升，將有利於秘魯及智利（全球頭兩大出產國）；哥倫比亞則因為油價急漲而受惠。始終到最後，肺炎疫情將會受控。美國的刺刺激措施將為整個南美洲帶來全面（但溫和）的提振。

### 風險增加

然而，總括而言，我們對南美的國家評估（見圖25）是風險經已惡化，現時除智利以外，所有國家都處於高風險水平。風險增加的主要原因是財政狀況惡化以及實際增長放緩。債券市場在其固有的前瞻特質驅使下，應該有望能消化上述風險。然而，我們擔

心以上情況實際並未發生，所以會在投資該洲的固定收益前更加謹慎。巴西是一個例外，巴西央行已採取強硬措施控制通脹。十年期本幣債券息率為9.5%，絕對是遠高於可能的長期通脹率；類似年期的美元計價債券息率為3.1%，相對美國債券息差算是合理。

儘管智利的風險應屬最低，但該國憲法改革的未明朗狀況將會持續一段時間。另外，公認構思良好的退休金計劃已出現裂痕。在政治壓力下，政府允許從累積的退休基金中提款，此決定可能會破壞退休金系統未來的可行性。

### 向橫發展

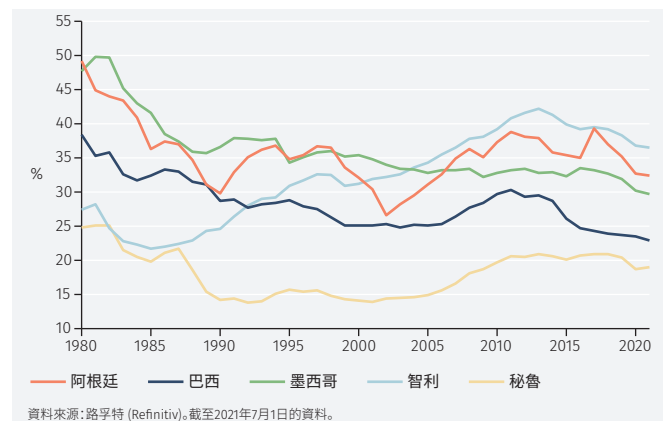
智利在1980年代是南美洲改革的先鋒。當時，芝加哥男孩（Chicago Boys，是一班南美洲經濟學家的非正式別稱）參考了美國列根總統及英國戴卓爾夫人的政策（放寬管制、私有化；以貨幣控制降低通脹；減稅及支持私營企業），提出經濟改革。因此，智利由1980年代中開始迅速增長（雖然現在已經倒退）。其他南美國家沒有如此際遇，無法在向美國生活水平邁進的路上有明顯進展（見圖26）。在某些南美國家，由於當前的政治及政策狀況不穩，相信南美難以朝正確方向發展。投資者考慮拉丁美洲時，必須極審慎挑選資產項目。

### 25. 南美洲：風險分數

	1997	2013	2021	圖例：
阿根廷	8	14	18	低
巴西	10	16	12	中
智利	11	8	11	高
哥倫比亞	9	7	13	
墨西哥	13	8	12	
秘魯	10	6	13	

風險評分乃基於一系列特定經濟指標：經常賬戶餘額、政府預算餘額、政府債務總額、通脹、GDP增長及GDP增長變化、外債、淨外國資產、外匯儲備、信貸增長及信貸增長變化。  
資料來源：IMF、Refinitiv及EFGAM的計算。截至2021年7月1日的資料。

### 26. 南美洲人財力：人均GDP相當於美國人水平的百分比



## 特別焦點：金融變革

許多行業早在新型冠狀病毒之前已經遭逢變革，大流行爆發只是令進度加速。我們認為，金融服務業是現在適合進行大革新的行業之一。

許多行業都經歷到由固有業務模式走向新模式的變革，簡單而言，就是「顛覆舊制」。大流行為許多行業提供加速。由看醫生以至醫療診斷、教育、零售交易，傳統方式已被新式、(主要是)數碼式方案所取代。

金融業的變革其實早已開始，但我們相信未來數年有可能走得更遠。

### 為何變革？三大因素

驅使一個行業遭遇顛覆的關鍵因素有三。第一，行業已長期未有大變化，而客戶體驗又不佳。第二，只要能佔位，就能獲得高回報，因此變革者有成功的動力。第三，有促進變革發生的催化劑(例如科技、法規或人口結構)。

### 為何是金融？三大外力

如果根據以上因素來作評估，金融服務行業似乎已經是時候。就第一點，行業結構長期以來變化不大——央行是終極貸款人；銀行及保險公司為主要中介機構；一個多世紀以來，現金、債券、股票一直是主要資產。美國MSCI金融行業指數裏的頭十大公司，年齡中位數達151歲。<sup>11</sup>

就第二點，邊際利潤率長期居高。長久以來，美國金融公司所增加的價值佔GDP比重已隨中間金融資產(債券及股票)的壯大而

增長。圖27顯示1950年以來的趨勢，但從19世紀後期開始就普遍出現這項趨勢。<sup>12</sup>換句話說，130多年來，金融中介(增加價值除以中介資產)的收益規模大致保持在中介資產的1.5%至2%(儘管有人質疑附加值的衡量方式是否精確)。就第三點，新科技越來越明顯衝擊固有業務模式。

### 舊網絡與新科技

淵源深厚的銀行通常擁有分行網絡、集中數據存儲及「孤立」產品——存款、儲蓄、按揭、財富管理均為分別提供。新晉金融機構通常會提供網上、以應用程式為平台的方案及雲端儲存服務。部分機構更發展迅速。某家以應用程式主導的支付公司，在十一年間獲得七千萬美國客戶；某銀行業巨頭要用222年才達到六千萬名客戶。

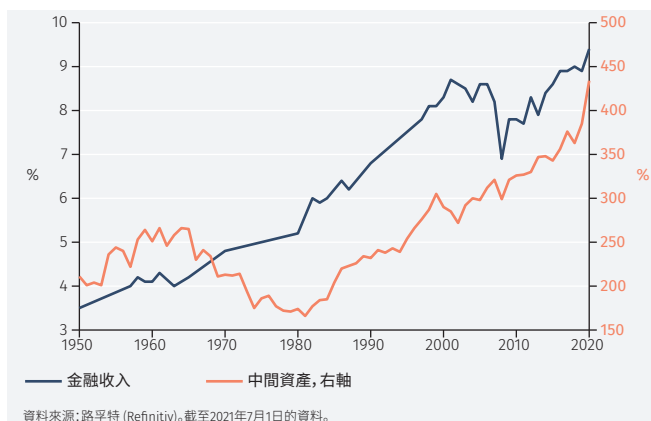
其他公司則提供各類解決方案，包括財富管理。這一點尤為關鍵，因為美國千禧世代對應用程式方式的科技非常滿意及熟悉；他們的財富在過去十年間增長十倍，達到5.9萬億美元。<sup>13</sup>此外，他們的投資取向(例如，更強調可持續性)可能與老一輩不同。

保險業方面，某新公司利用聊天機械人及人工智能來處理申請及索賠，同時將一定比例的承保利潤捐給慈善組織。這項配套自然吸引到許多人。

這種嶄新方式自然有其風險，而事實上，不論對於傳統金融公司及新興金融公司而言，網絡安全均是一項重大問題。Accenture估計，約有五萬億美元的資產正面臨某種形式的網絡攻擊風險；目前每年在網絡安全方面的開支達到1500億美元。<sup>14</sup>

當然，實際上，歷史悠久的金融機構地位根深蒂固，極難動搖；而現有組織自然亦可採納新科技。

27. 美國金融收入及中間資產(佔GDP百分比)



<sup>11</sup> 資料來源：MSCI明晟；公司資料。

<sup>12</sup> 《Has the US Finance Industry Become Less efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation》(美國金融業效率下降了嗎？金融中介理論及量度方法)，Thomas Philippon，《美國經濟評論》，2015年。<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20120578>

<sup>13</sup> 資料來源：聯邦儲備局。<https://tinyurl.com/3sthve8n>

<sup>14</sup> Accenture《網絡安全報告》(Cybersecurity Report)，2020年。

## 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獲英國金融行為監管局授權並受其監管，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：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。

**塞浦路斯：**EFG Cyprus Limited是在塞浦路斯成立的投資公司，公司編號：HE408062。註冊地址：Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus。EFG Cyprus Limited獲塞浦路斯證券交易委員會 (Cyprus Securities and Exchange Commission, CySEC) 的授權及受其監管。

**杜拜：**EFG (Middle East) Limited受杜拜金融服務管理局監管，註冊地址：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：**瑞士盈豐銀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：56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg，電話：+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，其業務獲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並受其監管。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（「中國」）：**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T03FC6371) 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) 授權並受其監管。註冊地址：EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Switzerland。瑞士分行：EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 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。