

INSIGHT

季度市场回顾

2021年第三季度

本刊物重点内容:



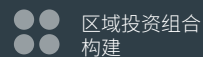
全球战略
资产配置



区域
资产配置



全球证券
筛选



区域投资组合
构建

更大反弹



概览

瑞士

拉丁美洲

特别主题

最好的时代, 最坏的时代

棘手的养老金改革任务

风险加大

金融颠覆

概览

经历了位于全球经济增长糟糕榜单前列的 2020 年之后,今年看来会位列经济增长最好榜单。事实上,经济活动反弹幅度超过很多人几个月前的预期。

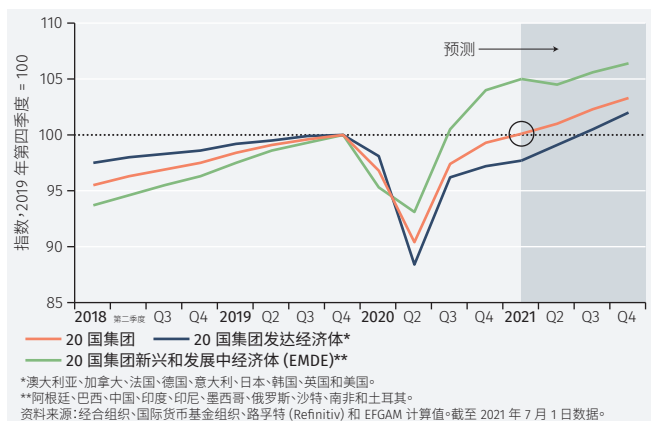
全球复苏:更大反弹

“这是最好的时代,也是最坏的时代”¹ 如其分地概括了今年和去年的全球经济发展。

今年,世界银行预测世界经济将迎来八十多年来最强劲的衰退后复苏。² 美联储已将美国 GDP 增长率预测从七个月前的 4.2% 上调至 7%。³

去年,美国实际 GDP 录得战后最大降幅;欧元区录得 1999 年成立以来最大降幅;英国录得 1706 年(当时英国正与法国交战)以来最大降幅。

1. 20 国集团 GDP: 超过危机前水平

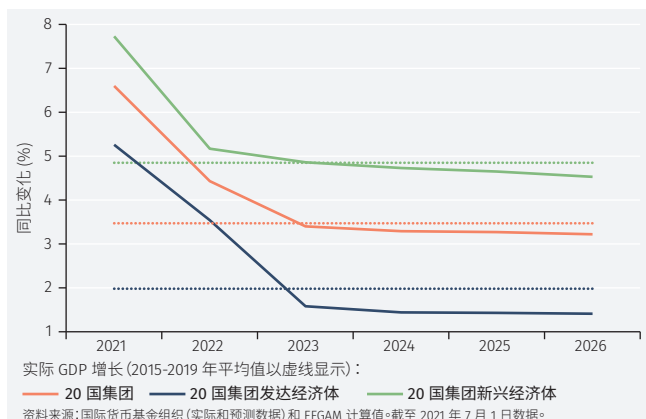


20 国集团经济体 2021 年第一季度总体实际 GDP 已高于新冠肺炎疫情前水平(见图 1)。这场经济复苏由中国引领;韩国和澳大利亚的 GDP 也高于疫情前水平。美国将在第二季度跨过相似的里程碑;到 2021 年末/2022 年初,大多数欧洲经济体将接近疫情前 GDP 水平。一方面,支持美国经济的财政响应迅速有力;另一方面,欧元区的响应规模虽然较大,但更多的是“缓慢燃烧”——侧重于遏制碳排放和采用数字技术等长期优先事项。

这种高速增长不会持续

在经济活动恢复至新冠肺炎疫情前水平后,我们能期望什么?随着被压抑的需求(特别是旅游、度假和娱乐需求)逐渐复苏,增长率可能会在一段时间内保持高位。但展望 2023 年及以后,许多人(尤其是国际货币基金组织,其预测如图 2 所示)担忧增长率将跌至疫情前世界水平以下。人们的担忧是多方面的。人口和劳动力增长放缓是许多发达经济体以及中国的特征。生产率走势疲弱仍令人担忧,正如保罗·克鲁格曼打趣的那样,“生产率不是

2. 20 国集团经济增长: 恢复“正常”?

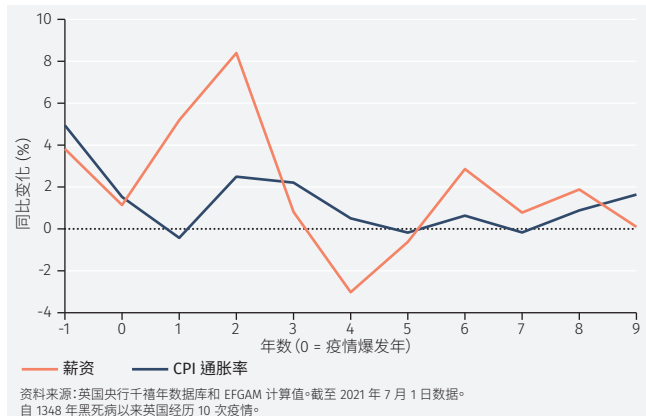


一切,但从长远来看,这几乎就是一切”。换言之,随着时间推移,一个国家提高生活水平的能力几乎完全取决于提高人均产出的能力。实现这一点所需的基础设施——老式基础设施(交通、电力、供水和卫生设施)以及数字世界基础设施——的质量悬殊。改善基础设施是全球当务之急。

通胀压力将会消退

未来数月,另一主要的经济不确定性与通胀有关。以美国为首的许多经济体出现了通胀反弹。有人担心,这可能预示着世界经济进入一个更具通胀性的新时期;但大多数央行和许多私营部门都预测这种现象是短暂的。目前我们可能处于“通胀噪音顶峰期”:辨别潜在趋势比往常困难得多。

3. 疫情、通胀和薪资



¹ 查尔斯·狄更斯所著《双城记》的开场白。

² 世界银行《国际经济展望》,2021 年 6 月。<https://tinyurl.com/yz35efjr>

³ 美联储《经济预测摘要》。以今年第四季度相对去年第四季度的增长来衡量。

概览

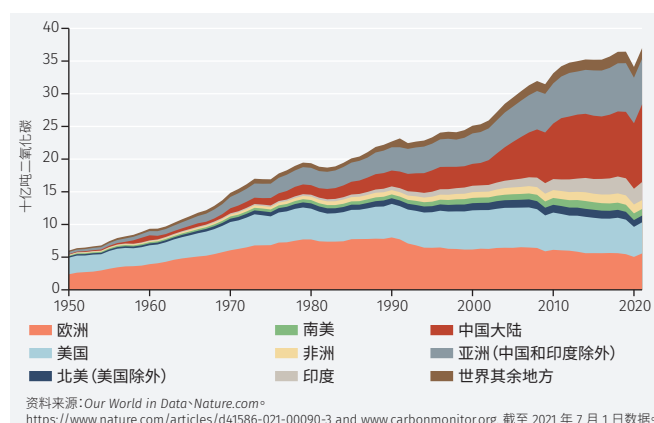
就消费物价通胀趋势而言有两大关切。第一个是薪资增长可能会推高消费物价。从英国的酒吧员工到旧金山的装卸工，劳动力短缺是全球普遍问题。纵观英国经济史，在劳动力短缺的推动下，薪资通常会在疫情后大幅上涨(见图3)。但薪资上涨往往是短暂的；疫情后几年的总体趋势是消费物价通胀率更低，而非更高。原因基本在于需求低迷往往是比供应短缺更重要的因素。

这表明通胀的第二股推动力——半导体、新车和建筑材料等供应短缺——也可能不会持久。事实上，在最快重启的发达经济体美国，已有迹象表明此类短缺状况正在改善。因此，总体来说，我们倾向于对通胀前景持乐观态度，美国债券市场似乎也接受了这一信息。

“三要素”：气候变化、汽车和铜

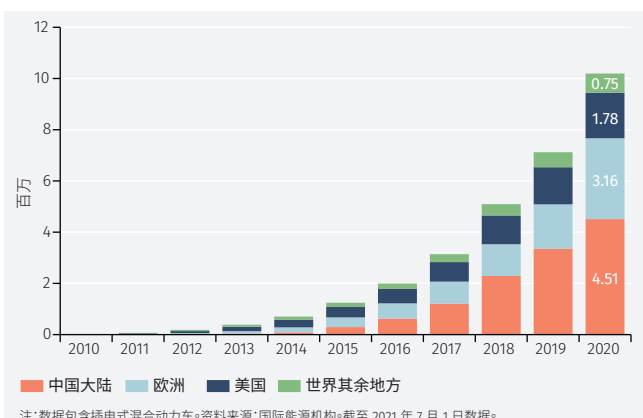
2020年经济活动低落的一个可喜副作用是二氧化碳排放量下降。但这种状况并未持续。2021年前四个月的数据表明碳排放量明显反弹(见图4)。全球金融危机之后也出现了类似情况：当时的碳排放减少现在看来只是短暂现象。

4. 全球二氧化碳排放量



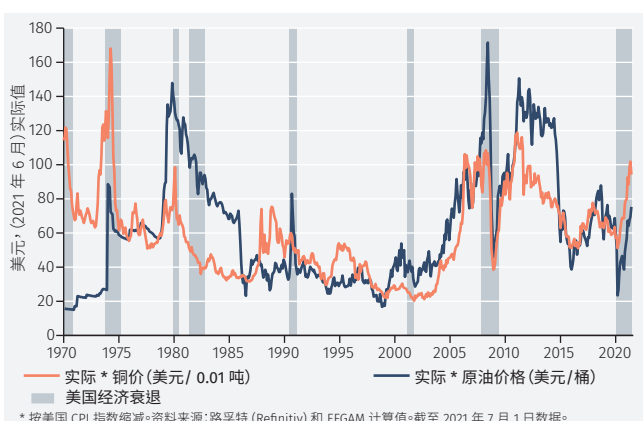
但全球更坚定地关注环境问题，国际更加协调承诺采取措施应对环境问题，这一点清楚无疑。太阳能和风能发电装机容量迅速增长，并计划继续增加。几年前还很少见的电动汽车现在更为常见。但在上述各方面还需做出更大努力。例如，在世界各地上路

5. 全球电动汽车存量



的 14 亿辆汽车中，只有 1000 万辆是电动汽车(见图5)。电气化正延伸至许多其他领域。但这一趋势本身将导致对某些大宗商品(尤其是铜、铝、镍和锌)的需求大幅增加。尽管最近数月铜价大幅上涨，但实际价格仍低于以往峰值(见图6)。在大宗商品市场中，与总体趋势相反，强劲的需求可能会导致供不应求。

6. 铜和原油实际价格



有人担心资本市场可能难以为转向更环保的新基础设施提供资金。一项估计表明，为了将全球变暖控制在比工业化前高出 2.0°C 的水平，未来 30 年需要 50 万亿美元资金。⁴但鉴于许多投资者的重点已转向偏好关注气候的投资，我们认为融资方面可能不存在什么问题。可资参考的是对新冠肺炎疫情的全球财政响应：迄今已达 16 万亿美元。⁵在支出这笔资金后，缓解气候变化的费用似乎就更容易接受了。

⁴ 摩根士丹利估算值。参见 <https://tinyurl.com/4yr48et5>

⁵ 国际货币基金组织《财政监测报告》，2021 年 4 月。

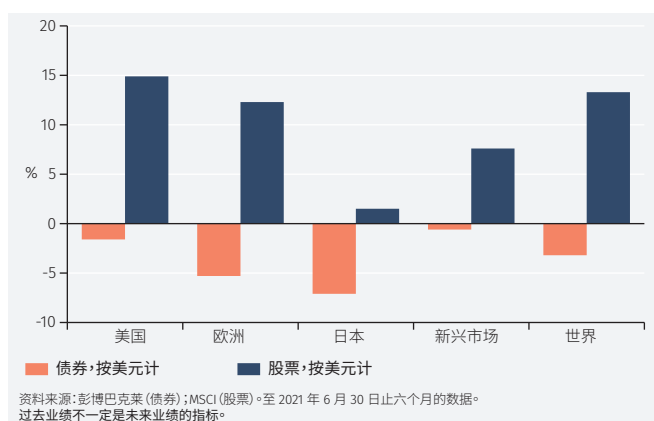
资产市场表现

2021年上半年,在美国引领下,全球股市普遍上涨。债券市场因收益率上升而承压,反映市场对通胀的担忧,但在接近期末时,这一担忧有所缓解。

资产市场表现

根据明晟 (MSCI) 世界指数按美元计的总回报率,2021年上半年全球股市录得回报 13.3% (见图 7)。相比之下,全球债券市场的回报率为负值,根据彭博巴克莱全球综合指数计算为 -3.2%。⁶在几个较大市场 (尤其是日本、瑞士和欧元区),按美元计的回报率受货币贬值削弱。

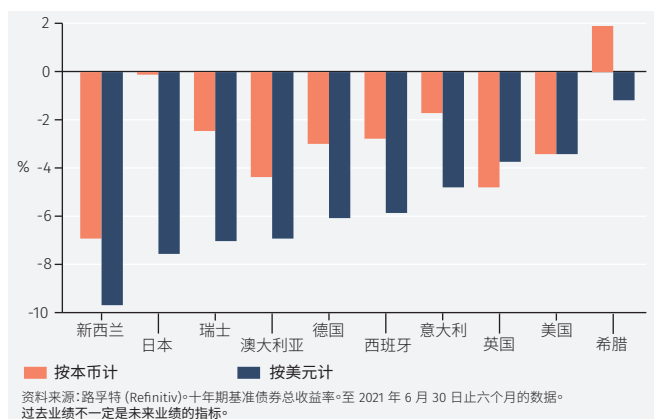
7. 资产市场收益



债券市场

今年第一季度长期债券收益率普遍上升 (随之而来的是价格下跌),但随着通胀担忧开始缓解,这一趋势在第二季度发生很大逆转。在美国市场,今年前六个月 10 年期国债总回报率为 -3.2% (如图 8 所示)。在澳大利亚和新西兰,本币回报率均为甚至比美国还低的负值。在这两个经济体中,不断上升的债券收益率反

8. 债券市场表现



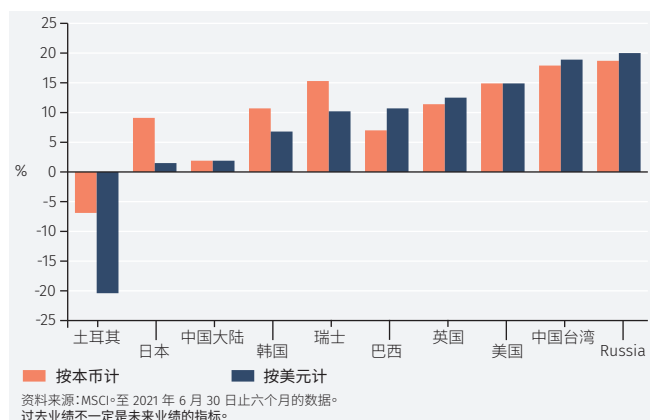
映人们对经济复苏的信心不断增强,尽管如此,这两种货币兑美元汇率均走弱。对经济和奥运会的担忧削弱了日元,导致按美元计的债券回报率大幅为负。

在欧元区,希腊 10 年期债券的回报最可观。希腊债券收益率稳定在 1% 左右,高息票率提升了回报。然而,在所有欧元区债券市场 (瑞士尤其严重),按美元计的债券回报率都因本币疲软而受挫。在英国,10 年期金边债券收益率温和上升,导致资本损失和负值本币回报率,但英镑是上半年兑美元升值的少数货币之一。

股票市场

今年上半年,美国股市回报率将近 15% (见图 9)。两个较小市场的回报率更高:受益于科技公司持续强劲表现的中国台湾和受益于油价上涨的俄罗斯。对经济管理的担忧打压了土耳其股票和土耳其里拉。尽管按日元计的日本股票回报率超过 9%,但由于日元疲软,按美元计的回报率缩减到仅有 1.5%。

9. 股票市场表现



⁶ 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

美联储面临困境：经济增长强劲要求尽早收紧货币政策，被视为暂时高企的通胀率却要求谨慎行事。债券市场的信号或许令人安心。

美联储的困境

美联储和许多金融市场参与者显然对美国经济今年增长如此强劲感到高兴。美联储已将今年实际 GDP 增长预测上调至 7%，但并未改变对 2022 年和 2023 年的预测。在此基础上，美联储认为经济受到的提振是暂时的，而且比许多外部预测者预期的更短暂。

10. 美国通胀：消费物价指数 (CPI)、核心个人消费支出 (PCE) 和长期预测



同样，美联储认为通胀率上升也是暂时现象。5 月份升至 4.9% (见图 10) 的总体 CPI 通胀率似乎有可能在今年晚些时候回落。美联储看重的通胀指标 (核心 PCE 物价指数) 已低于上述水平 (3.4%)，5 年远期通胀预期几乎没有变动，表明市场并不太担心长期前景。但今年迄今为止债券价格出现一些大幅波动，一定程度上反映金融市场难以确定通胀前景。

11. 美国 30 年期国债

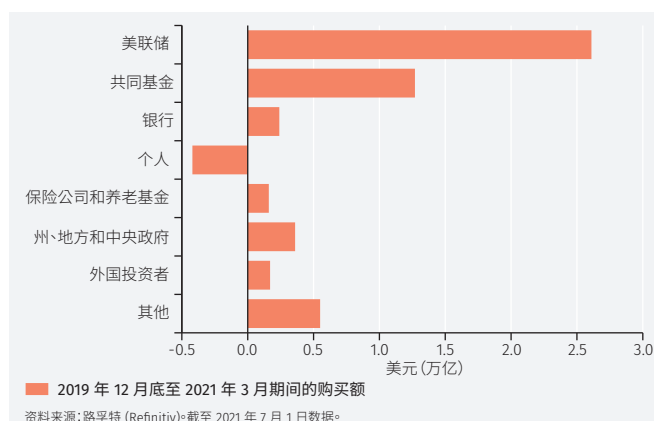


来自债券市场的信息

从年初到 3 月中旬，美国 30 年期基准国债价格下跌 17%，之后有所回升 (见图 11)。这意味着在 2021 年 7 月 1 日，30 年期国债收益率为 2.1%。这可能是金融市场对美联储 2% 长期通胀率目标可信度的最有力认可。⁷

当然，许多人不会相信这一信号，因为它来自众所周知的反复无常、动荡不定的债券市场。此外，可以说，美联储的大规模购买操作已扭曲美债市场：疫情爆发以来，美联储一直是最大的美债买家，因为个人投资者一直在抛售，而外国投资者似乎已对美债失去兴趣 (见图 12)。

12. 谁在购买美国国债？



2021 年下半年，这些大事件的影响将逐渐展开。到今年年底，疫情后经济发展全貌应会更清晰。我们认为，事实将证明美联储的观点基本正确：在短暂的突发通胀和短暂的较高增长后，会出现反映疫情前世界特征性的稳定低增长和低通胀。

⁷ 假设实际利率均值在这段时期接近于零。

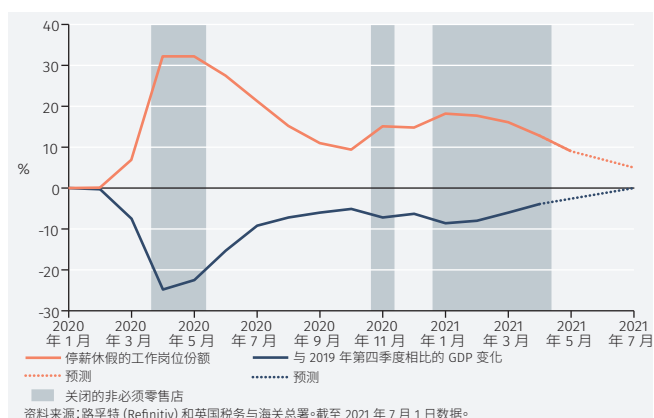
英国

英国正迈向恢复新冠肺炎疫情前经济活动水平之路，但预期消费支出迅速复苏似乎不妥。对通胀和金边债券收益率的担忧依然存在。

复苏之路

英国经济正迈向恢复疫情前 GDP 水平之路，可能会在今年第三季度实现这一目标（见图 13）。短期内推动经济增长的主要因素是消费支出反弹。有些人基于“过度储蓄”迅速减少，预计会出现“螺旋弹簧”式大幅反弹，但这似乎不太可能。事实上，在 4 月份放宽封锁限制后，零售额最初出现飙升，但之后的趋势有点令人失望。尽管 2021 年第一季度家庭可支配收入节省五分之一，累计储蓄比正常水平高出 2000 亿英镑以上，但我们认为不宜认为过度储蓄可能会迅速减少，主要有以下两个原因。⁸

13. 英国：带薪休假雇员数与 GDP

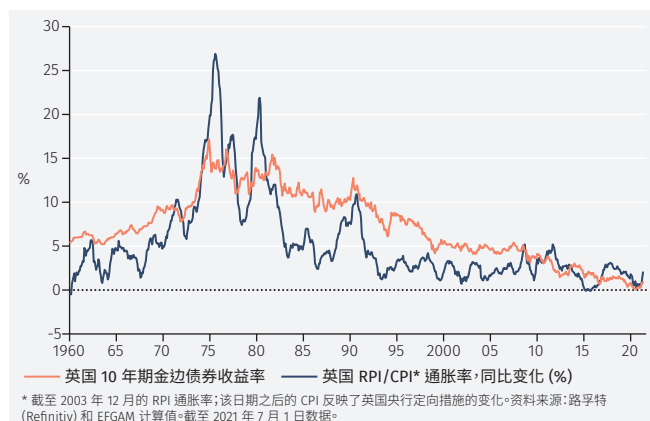


首先，劳动力市场落后于产出复苏。尽管带薪休假的工作岗位比例已从 2020 年 4/5 月超过 30% 的峰值下降，但仍高达 9%。对很多工人来说，工作不稳定性更加强烈；其他人已重新评估工作模式；有些人则已离开英国。其次，人们对是否参加一些活动犹豫不决，考虑到新冠病毒 Delta 变体的迅速传播，这种犹豫更加明显。尽管截至 7 月 1 日，在 18 周岁以上的人口中，有 85% 接种了第一剂疫苗，62% 接种了第二剂疫苗，但显然人们仍对参与诸多疫情前活动持谨慎态度。此外，一些行业应对消费支出增加的能力仍受到容量限制和员工短缺的制约。另外，很多服务（例如酒店住宿和餐馆用餐）的价格都有所上涨，有时涨幅很大。消费者即使可能有更多的钱可支出，也仍对价格很敏感。

不断上升的通胀率与英国金融市场

不断上升的通胀率正引起更广泛的担忧。英国央行预计 2021 年下半年总体消费物价通胀率将升至 3%。即便如此，主要政策利率似乎不太可能很快上调，英国央行打算继续实施资产购买计划。这有助于将 10 年期政府债券收益率保持在 0.7%，不到美国收益率的一半。多年来，英国的通胀率和金边债券收益率一直呈下降趋势（见图 14），但市场可能对这两者保持低位的前景过于乐观。

14. 英国金边债券收益率与通胀



7 月 1 日，英镑兑美元汇率已回升至 1.38。这仍趋近我们视为“公允价值”区间的低端（见图 15）。但围绕英国增长、政策和国际贸易安排的不确定性挥之不去，限制了上行空间。

15. 英镑被低估



⁸ 参见我们的 Infocus 出版物《“过度”储蓄与消费展望》，2021 年 6 月。

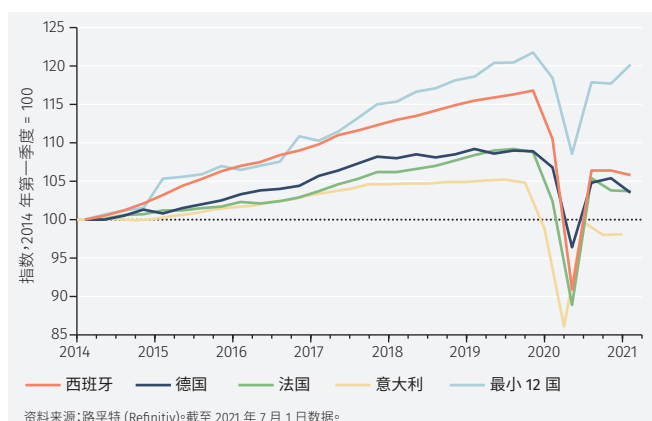
欧元区

欧元区的复苏速度慢于其他许多经济体，但已开始加快步伐。随着 2021 年时间的推移，复苏加速应当会扩展开来。政策支持将继续，但长期的增长挑战依然存在。

经济体越大，复苏越慢

欧元区经济复苏一直慢于美国和中国，尽管此前落后于制造业的服务业现在显示出更令人鼓舞的复苏迹象。但一些较大经济体的实际 GDP 水平（见图 16）仍远低于疫情前水平。尤其是意大利正在缓慢复苏。德国和较小更灵活的欧元区经济体正出现更大程度的反弹。

16. 欧元区实际 GDP 复苏：小国领先



2021 年下半年和 2022 年，欧元区经济将间接受受益于拜登政府的美国财政刺激计划和中国的经济增长，从而有助于推动对欧元区出口的需求。来自复苏和弹性计划的资金也将在下半年开始释放。

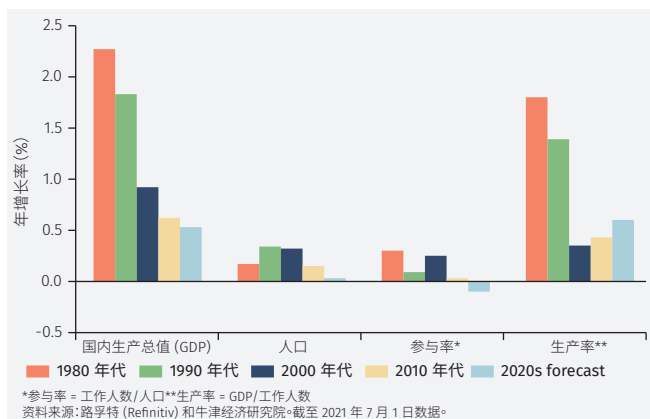
欧元区通胀率有所上升，但幅度远低于美国。欧洲央行设定了“低于但接近 2%”的通胀率目标，看起来任何高于该目标的上调既不会持久、幅度也不会大。事实上，通胀率已从 5 月份的 2% 下降到 6 月份的 1.9%。

从这一点来看，政策支持似乎将继续。值得注意的是，欧洲央行的资产购买计划将持续整个夏季。《稳定与增长公约》对财政刺激的限制将继续暂停一年。

未来增长的制约

展望未来，人口趋势将制约增长。在 2020 年代，三个最大经济体的人口增长将接近于零，劳动力参与率预计将下降（见图 17）。这会使重点放在维持经济增长的生产率上。令人鼓舞的是在绿色技术转型和减少碳排放行动领域，欧元区走在许多经济体的前面。考虑到气候变化对增长构成的风险，这可能会使欧元区未来的增长建立在更坚实的基础上，尽管气候变化并无地域之分。

17. 法国、德国和意大利：增长趋势



在金融市场，欧元区也成为绿色债券发行的领军者。这可能会增加对欧元的国际需求。但欧洲理事会提高欧元作为储备货币地位的雄心仍受到零利率或负利率的阻碍。欧元区在全球外汇储备中的份额稳定，但处于较低水平（见图 18）。

18. 全球外汇储备份额



欧元区面临许多挑战，但也拥有一些巨大机遇。

⁹ 疫情紧急购买计划 (PEPP) 是欧洲央行于 2020 年 3 月推出的资产购买计划。初始金额为 7500 亿欧元，2020 年 6 月 4 日增加了 6000 亿欧元，12 月 10 日增加了 5000 亿欧元，合计 1.85 万亿欧元。

瑞士

随着瑞士经济重回正轨,货币政策处于“自动驾驶”状态,人们的注意力已转向财政政策——尤其是丰厚的公共养老金计划。改革将使经济受益,但难以实现。

瑞士:重回正轨

调查数据显示,随着疫情防控措施放宽,瑞士经济在第一季度收缩后强劲反弹(见图19)。在服务业的带动下,国内需求增长正在追赶,制造业受益于国际贸易正常化。通胀率已上升到瑞士央行的0-2%目标区间内(尽管这在很大程度上是由于基数效应,坚挺的瑞士法郎仍是通缩动力)。瑞士央行已确认不急于收紧政策:可以预期将继续实施负利率和外汇干预来抑制瑞士法郎的升值。

19. 瑞士采购经理人指数 (PMI) 调查

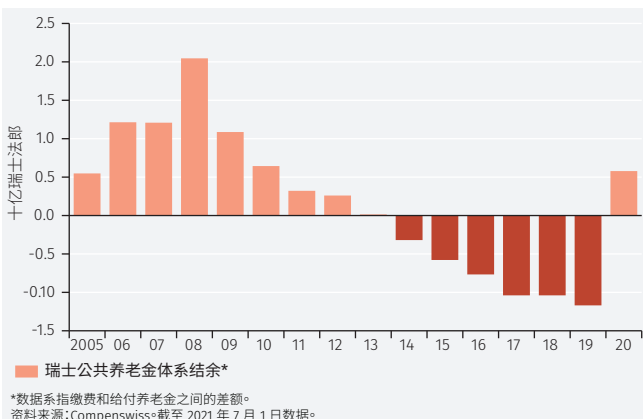


公共养老金改革

随着货币政策处于“自动驾驶”状态,公众辩论已转向财政政策,尤其是公共养老金体系。联邦委员会提议改革公共老年和幸存者保险 (OASI) 计划,核心提议是将女性退休年龄提高到 65 岁,与男性相同,同时通过提高瑞士增值税税率来增加该计划的收入。议会两院都投票支持这项改革。但此举不太可能生效:民意调查显示,这项改革如果交由全民公投决定,将遭到否决。这或许不是坏消息。

拟议的改革仅涵盖数年财务支出,而影响 OASI 的不利人口趋势将在数十年内逐渐展现。根据瑞士上议院预测,到 2031 年,OASI 赤字将上升到 44 亿瑞士法郎(是最近水平的四倍——见图 20)。

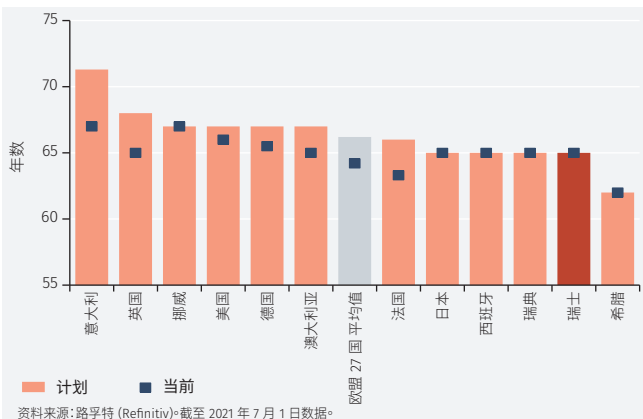
20. 瑞士公共养老金体系结余



随后,人口老龄化将进一步扩大赤字,令削减养老金福利或提高税收等新措施不可避免。更公平的解决方案是普遍提高退休年龄。自 1948 年 OASI 创立以来,瑞士男性退休年龄一直保持在 65 岁,尽管出生时的预期寿命提高了 15 岁以上。

多年来,大多数经合组织国家都提高了退休年龄,其中包括德国和意大利,这两个国家的退休年龄已经高于瑞士(并计划进一步提高,见图 21)。瑞士提高退休年龄会增加所提供的养老金福利,减少增税需要,并有利于增强瑞士企业的竞争力。是否会采取这种具有内在难度的措施还有待观察。

21. 正常退休年龄:现行和计划的退休年龄



亚洲

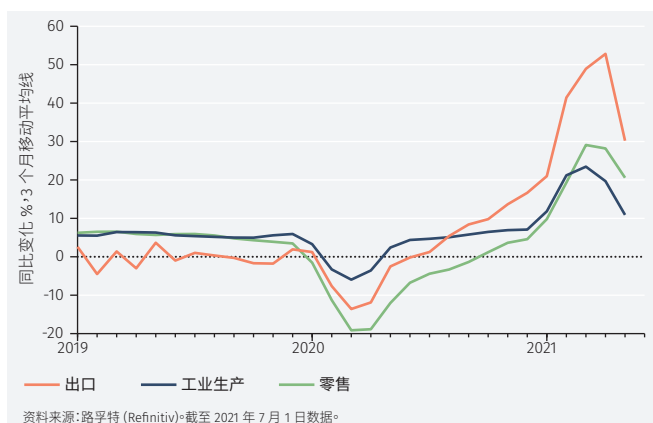
中国的资本市场自由化计划建立在通过经济发展已取得的进展之上。当然，还有很多工作要做；进展完全顺利反倒会出乎意料。

中国：快速复苏后放缓

中央计划经济的一个优点是可信且执行良好的计划可以产生巨大效果。在实践中，鲜有此类计划经济取得成功。但中国近年来的经济管理无疑是成功的。

最近，中国迅速从新冠肺炎疫情中复苏。这一反弹主要受出口和工业生产推动（见图 22），其次是消费支出。本次复苏没有依托大规模财政刺激或信贷宽松——此类措施是中国在全球金融危机后的特色性应对措施。在当时，这种政策应对是明智的。现在，由于对高信贷水平的担忧，而且中国政府显然满足于更缓慢、更可持续的增长，因此对策有所不同。抑制信贷的措施已经到位。与发达经济体形成鲜明对比的是，中国并未下调利率。目前还没有大规模的财政刺激。

22. 中国大陆：出口、生产和零售



中国的利率高于西方利率，这一事实在一定程度上解释了人民币升值的原因（见图 23）。这将有助于遏制进口价格，在美中贸易紧张局势升级的情况下为未来贬值提供缓冲，并可能有助于经济再平衡，转向更多由消费者驱动的经济。¹⁰

理财通

中国发展的下一步是放松资本管制，推进人民币国际化。中国计划推出“理财通”，允许香港和内地之间双向投资，各设 1500 亿元人民币总额度（约合 230 亿美元）。理财通将加入现有的股市和债市互连互通计划。与此同时，人民币国际化进程仍在继续。人民币在国际外汇储备中的份额虽然仍很小（2.3%），但在过去三年翻了一番。

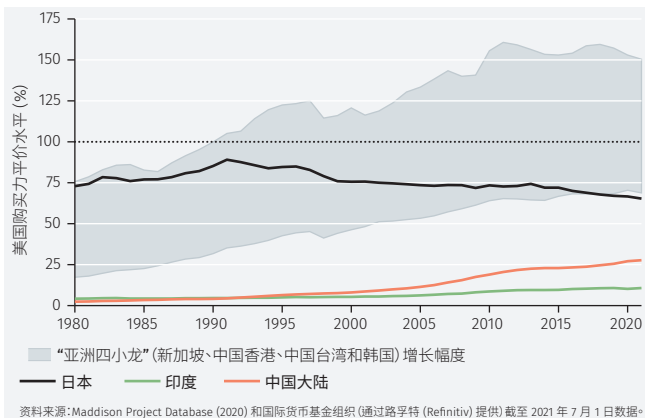
23. 人民币汇率与购买力平价 (PPP)



仍需诸多追赶

在成功经济改革的基础上，金融市场改革应有助于推动中国的繁荣迈上新台阶。即使取得巨大进展后，中国的人均收入仍只有美国的四分之一（见图 24）。印度则远远落后。这两个国家如果想要效仿亚洲四小龙的成功，还有很长的路要走；日本的经验表明，即使是非常成功的经济体也会遭遇持续增长困境。对中国经济和金融市场发展路径有效性的最艰难考验还在后面。

24. 亚洲繁荣：人均 GDP 与美国相比 (%)



¹⁰ 参见《实际汇率的经济和社会影响——来自中国各省的证据》，Ping Hua, 经合组织，2011 年。
<https://www.oecd.org/dev/pgd/46838088.pdf>

拉丁美洲

拉丁美洲政局在各个方向都发生了重大转变。总体而言，拉丁美洲风险加剧。在一些国家，经济改革和发展的进展能否持续尚有疑问。

不断变化的政治局势

拉丁美洲的政治局势显然已发生转变。尽管导致变化的共同原因是新冠肺炎疫情及其对增长、公共财政和(在某些情况下)通胀的有害影响，但不同国家的政局走向各异。

厄瓜多尔新任总统比其前任更保守。

秘鲁新任总统佩德罗·卡斯蒂略的竞选纲领是国有化、增加政府干预和对富人加税。尽管这一立场似乎有所缓和，但以前对市场友好的政策立场显然正在受到质疑。

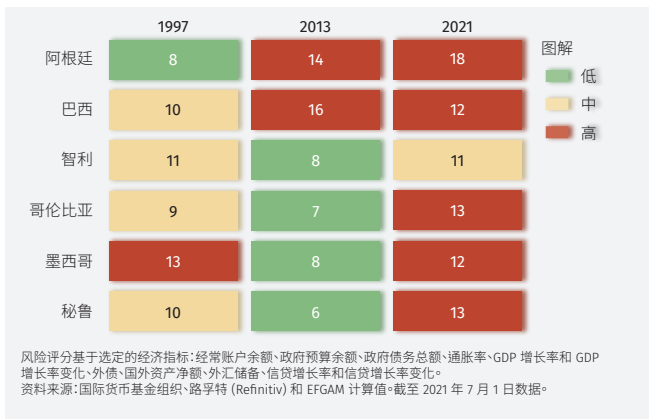
墨西哥总统洛佩斯·奥布拉多失去了其政党在国会的三分之二多数席位，令改革(特别是税制改革)受阻，人们普遍认为改革太缓慢。

在某些情况下，最糟糕的局面很可能已过去。工业金属价格上涨(尤其是铜)将有助于秘鲁和智利(全球头两大生产国)；哥伦比亚将受益于原油价格上涨。新冠肺炎疫情最终将会得到控制。美国的刺激计划将为整个地区带来普遍(尽管温和)的提振。

风险加大

不过，根据我们的评估，拉丁美洲各国整体风险(见图 25)已恶化，目前除智利以外，其他国家都处于高风险。风险加大的主要原因是财政状况恶化和实际增长放缓。当然，债券市场具有前瞻性，预计应会消化此类风险。但我们担心实际情况并非如此，因

25. 拉丁美洲：风险评分



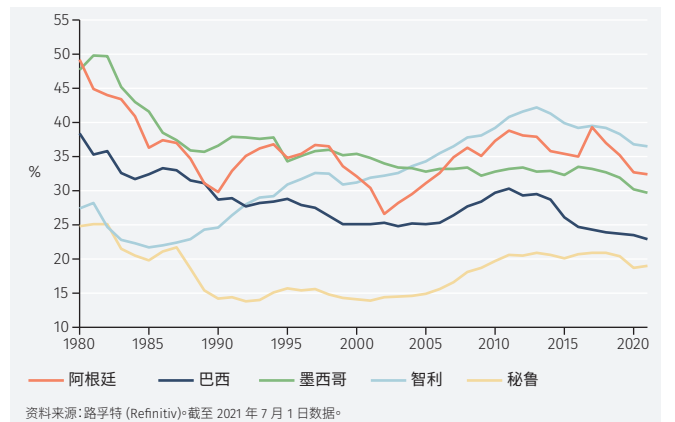
此对拉美的固定收益风险持谨慎态度。巴西属于例外，巴西央行采取了强有力的行动来遏制通胀。10 年期本币债券收益率为 9.5%，肯定远高于可能的长期通胀率；类似期限的美元计价债券收益率为 3.1%，与美国之间的收益率差是合理的。

尽管智利的风险可能最低，但即便在智利，宪法改革的不确定性也将持续一段时间，被视为架构良好的养老金计划已出现裂痕。迫于政治压力，智利允许从养老金中提取资金，此举可能会削弱养老金体系未来的生存能力。

走错道路

1980 年代，智利走在拉丁美洲改革的前列。当时，“芝加哥男孩”改革呼应美国总统里根和英国玛格丽特·撒切尔夫人的改革：放松监管和私有化；控制货币以降低通胀；减税和促进私营企业发展。这使得智利从 1980 年代中期开始强劲增长，但如今情势发生逆转。其他拉美经济体在迈向美国生活水平方面踌躇不决、进展迟缓(见图 26)。在某些经济体，当前的政治和政策不确定性不太可能推动拉美朝着正确的方向发展。因此，有必要对风险敞口采取高度筛选策略。

26. 拉丁美洲繁荣：人均 GDP 与美国相比 (%)



特别主题:金融颠覆

在新冠疫情推波助澜之前,许多行业已发生颠覆。我们认为,金融服务业发生实质性颠覆的条件现已成熟。

许多行业都出现了从既有商业模式到新商业模式的转型——简称“颠覆”。在许多情况下,疫情加速了颠覆进程。从医生出诊和医疗诊断到教育和零售业,传统方式已被以数字化解决方案为主的新兴方式所取代。

金融业颠覆业已开始,但我们认为该行业未来几年可能会进一步颠覆。

为什么要颠覆?三大因素

有三大因素促进行业发生颠覆。首先,行业在很长一段时间内没有太大变化,而客户体验很差。第二,在业者获得高回报,为颠覆者取得成功提供了“势”。第三,存在技术、监管或人口结构等助推条件。

为什么是金融业?三大推动力

根据这份检查清单评估,金融服务业的颠覆时机已成熟。关于第一点,金融业的结构在很长一段时间内没有太大变化:央行作为最后贷款人;银行和保险公司作为主要中介机构;现金、债券和股票作为主要资产,这是一个多世纪以来的主要特征。明晟金融指数中十大公司的中值年龄为 151 岁。¹¹

27. 美国金融收入与中介化资产(占 GDP 的比例)



其次,利润率居高不下。长期以来,美国金融公司的增值占 GDP 的比例一直随中介化金融资产(存量债务和股权)增长。图 27 给出 1950 年以来的趋势,但这一趋势从十九世纪末起就基本形成。¹²这意味着 130 多年来,金融中介(增值除以中介化资产)一直享受大致恒定的收益,在 1.5-2% 范围内(尽管人们对增值衡量方式是否准确有所担忧)。第三,新技术意味着既有商业模式正日益受到挑战。

旧网络与新技术

历史悠久的银行通常有分支网络、集中的数据存储和“筒仓式”服务——分别提供存款、储蓄、抵押和理财服务。新型挑战者金融机构通常提供基于应用程序、配备云存储的在线解决方案。一些金融机构发展迅速。一家基于应用程序的支付公司仅用了 11 年便获得 7000 万美国客户;而一家银行业巨头花了 222 年才达到 6000 万客户。

其他公司则提供包括理财在内的一系列解决方案。这一点尤其重要,因为美国千禧一代(他们当中许多人对基于应用程序的技术得心应手、驾轻就熟)的财富在过去 10 年增长了 10 倍,达到 5.9 万亿美元。¹³此外,他们的投资偏好(例如,更强调可持续发展)很可能与老一辈人不同。

保险业的某家颠覆者运用聊天机器人和人工智能来处理投保申请和索赔,同时将一定比例的承保利润捐献给慈善组织。这一揽子解决方案显然吸引了许多人。

当然,这种新型颠覆模式也存在风险。事实上,对传统金融公司和新兴金融公司而言,网络安全都是个重要问题。埃森哲估计,约有 5 万亿美元资产面临某种形式的网络攻击风险,目前每年网络安全支出高达 1500 亿美元。¹⁴

当然,实际上,挑战老牌金融机构根深蒂固的地位并非易事;但新技术肯定会被现有机构接受。

¹¹ 资料来源:明晟 (MSCI) 公司资讯。

¹² ‘美国金融业的效率下降了吗?金融中介的理论及测度研究’, Thomas Philippon, 《美国经济评论》, 2015 年。<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20120578>

¹³ 来源:美联储。<https://tinyurl.com/3sthe8n>

¹⁴ 埃森哲网络安全报告, 2020 年。

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。投资产品有其投资风险，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 集团任何成员均不对本文件中的任何错误或遗漏或依赖本文件内所载任何意见或陈述的后果负责，并且 EFG 集团各成员明示不承担任何责任，包括（但不限于）因本文件或收件人依赖本文件作出的任何行为或不作为而引起的附带或间接损害的责任。

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。

塞浦路斯：EFG Cyprus Limited 是一家在塞浦路斯成立的投资公司，公司编号为 HE408062，注册地址位于 Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus。EFG Cyprus Limited 由塞浦路斯证券交易委员会 (CySEC) 授权及监管。

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，并已根据《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：3100005000424509。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, 包括其日内瓦及卢加诺分行，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。证券产品及经纪服务由 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) 除外。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。