

INSIGHT

季度市場回顧

2020年第三季

本刊物重點內容：



環球策略資產配置



環球證券篩選



區域資產配置



區域投資組合建構

下一部署



概覽

美國政治及十一月總統大選全球矚目

美國

寬鬆政策規模前所未見

亞洲

中國扶貧大計與日益嚴重的貧富差異

特別主題

疫情後的環境、社會及企業管治

概覽

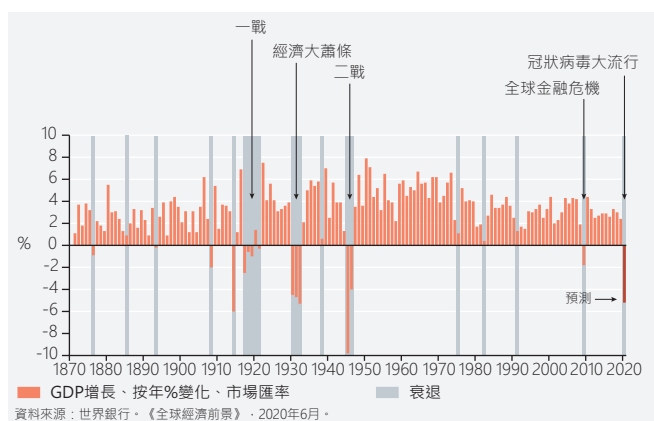
2020年全球經濟將有嚴峻衰退，然而各國亦有迅速祭出有力政策應對措施。我們接下來對經濟、政策和政治有何期待？

史無前例的全球衰退

2020年全球GDP預計將收縮約5%，將會是第二次世界大戰結束以來最大的經濟衰退¹。今次衰退的另一個獨特之處是，過往150年來從未試過有全球經濟衰退是由瘟疫大流行引起。「史無前例的時期」- 雖然這個詞已經屢見不鮮，但毫無疑問正是我們所處身的時期。

經濟衰退通常都是由金融危機引發（最近期是2009年環球金融危機），之前一般都會先發生貨幣及信貸過度擴張以及資產價格暴漲。然而觸發點還有其他，例如1970年代的兩次石油危機，以及1980年代初美國為遏制通脹而收緊貨幣政策。再往前看，十九世紀末的數次短暫衰退則是由農業引發。例如1876年，美國中西部開闢不久即遇上蝗災，農作物受破壞。

1.1870至今全球GDP

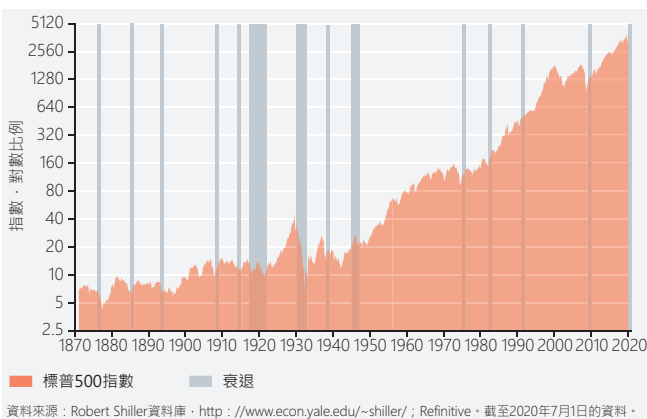


而在現時的經濟衰退之中，許多人對股市行為與實體經濟之間的鴻溝感到驚訝²。MSCI明晟發達市場指數由年初至3月23日下跌近三分之一，卻在7月1日之前收復絕大部分失地。含大量科技公司的美國納斯達克市場已屢創新高。最近的價格走勢看似是美國標準普爾500指數長期升勢的短暫反常（見圖2）。

股市：太過自滿？

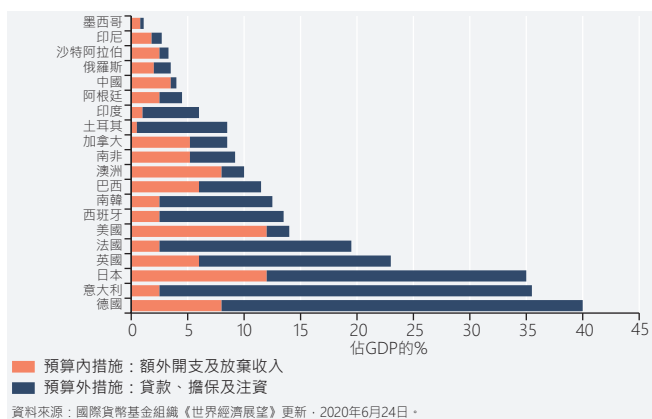
這樣是否代表股市在冠狀病毒肺炎造成經濟損失的情況下過於自滿？然而我們有三個理由認為市場行為尚屬合理。首先是有大規模的應對病毒危政策措施（見圖3）。

2.1870至今標準普爾500指數



全球目前已祭出的財務政策措施估計總共已達約11萬億美元³，其中一半（5.5萬億美元）為額外開支及已放棄收入，直接影響政府預算。餘下的一半（5.5萬億美元）包括各種貸款、擔保及股本注入，如果這些措施造成損失，或會增加將來的政府債務及赤字。先進國家的應對規模大於新興國家。當前的財政應對措施是2008至2009年環球金融危機的兩倍。貨幣方面，發達國早期就迅速降低政策利率，隨後購入大量資產（見圖4）。四大央行的購資量已達環球金融危機所購的兩倍，甚至可能至少已增加三倍。央行計劃至2020年底一直購資，到時候總額勢將達到7.5萬億美元或以上。

3. 抗疫財政措施



¹ 世界銀行的全球經濟衰退定義是按全球人均GDP的年度收縮（以2010年的價格及市場匯率下的GDP權重計算，但亦有部分主觀判斷）釐定，因此圖1有數年即使出現增長但亦視為衰退。

² 「危險鴻溝」（A dangerous gap）—《經濟學人》2020年5月9日封面文章總結這項觀點。

³ 國際貨幣基金組織《世界經濟展望》更新，2020年6月。<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>

概覽

4. 央行抗疫措施



第二，從創收及潛在增長的方面看，極低的利率及債券孳息率都增加了股票的吸引力。

第三，冠狀病毒肺炎爆發導致辦公及生意模式長遠可能發生急劇變化，當中所產生機遇可以借投資於股市的某些領域來吸納。列寧講過：「有時可能幾十年都沒有大事發生；但有時亦會在短時間內，一口氣發生幾十年才出現的巨變。」此時此刻非常貼切。為應對危機而採取的緊急措施可能只屬暫時，但我們認為，措施必會引發企業營運模式、消費購物模式、商業性質、休閒旅行以及通訊模式上更加根本的長遠變化。

正因為如此，肺炎爆發前的模式已經一去不復返。所以，儘管投資者覺得V型復甦有希望（按部分指標所顯示，見圖5），但似乎復甦並不會在所有經濟板塊發生。不同領域所受的影響將會各有不同。總括而言，我們認為復甦仍然較可能會是U形或勾形，分別指復甦較遲開始，以及開始復甦後逐漸減慢。

壞的方面是，某些公司肯定會受到致命損傷，而其他公司則會以某種相當不同的方式擺脫危機。到時候贏家與輸家的分野會相當明顯，其實分野已經在全球股市的按行業表現中有所反映。按大類來看，科技、虛擬通訊、電子商貿類行業會受益，面對面、有形、實體店類產品服務則受衝擊；然而實際上會有更細緻的差異。

下一部署：焦點轉向美國政治

下半年的關鍵議題，是這些變化如何影響國家及全球政治。美國全國的注意力都會放在11月3日的總統選舉。通

5. 「V」形



常我們可以由主要經濟指標（就業及收入增長、是否出現衰退等）的優劣來判斷類似選舉的結果，然而，在瘟疫過後的時代，這種標準分析方法可能會失準。

當然到時會有很多民意調查，但這些調查並不太可靠。例如，1988年6月，老布殊落後民主黨候選人12個百分點，但最終以8個百分點獲勝。2016年，連選舉當日的民意都顯示希拉里會獲勝。關鍵搖擺州的結果對於總體選情至關重要，而從這些州的實際支持度看，選情非常緊湊。

可能有些人早已厭倦這些複雜的政治分析，但股市表現（見圖6）自1984年來一直是選舉結果的絕佳預測：選舉前三個月升市預兆現任政黨勝利；跌市即預兆敗選。由此可見，特朗普總統會希望股市能一直升至11月3日。

6. 美國股市與總統連任



資產市場表現

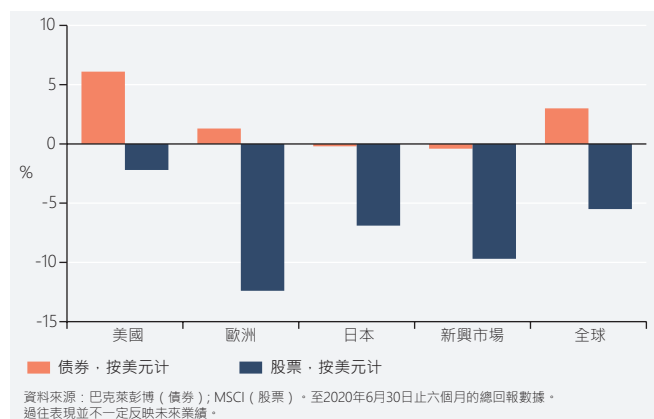
2020年第二季，股市自第一季的虧損後恢復。美國10年期債券回報率為14%。澳元、加拿大元、紐西蘭元以及英鎊疲軟是重要特徵。

資產市場表現

根據MSCI 明晟發達市場指數（以美元計），2020年上半年世界股票市場錄得5.5%損失（見圖7）。然而，上半年的兩個季度大相逕庭：第一季虧損之後，第二季急劇復甦。而全球股市第二季的盈利是2009年第二季以來最強勁。而這段極不明朗時期內的兩季都推出了強力的支持經濟政策。

根據彭博巴克萊全球綜合指數，上半年全球債券市場回報率為3.0%⁴；美國債券回報率（以彭博巴克萊美國綜合指數計算）為6.1%；新興市場債券在第一季表現疲弱，之後復甦，令整個上半年的回報略為見負。

7. 資產市場收益

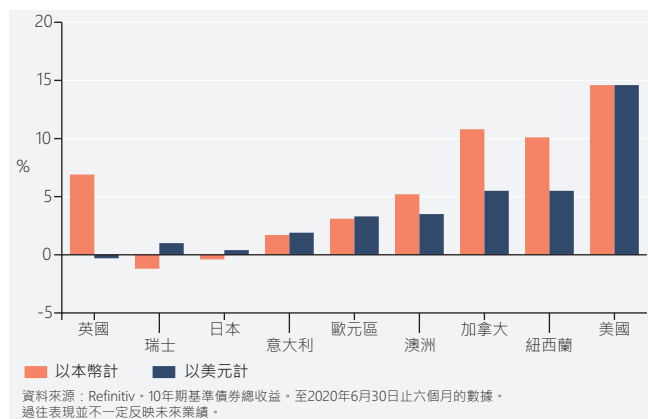


債券市場

在不同年期的債券息率均告下降的情況下，年期更長的債券並遍產生較高的總回報。例如，今年上半年，美國10年期政府債券的總回報為14.6%（見圖8）。歐元區政府10年期債券的本幣收益率低於美元，但由於歐元升值，以美元計的回報得以提高。歐元區內，儘管歐洲央行在期末購入更多意大利及西班牙債券，但仍以德國及法國政府債券的總回報最高。

澳洲、加拿大及紐西蘭的10年期政府債券回報率跌破1%；英國10年期金邊債券孳息率到期末跌至只有0.2%。結果，這些市場錄得強勁的本幣回報。然而上述各國都

8. 債券市場表現

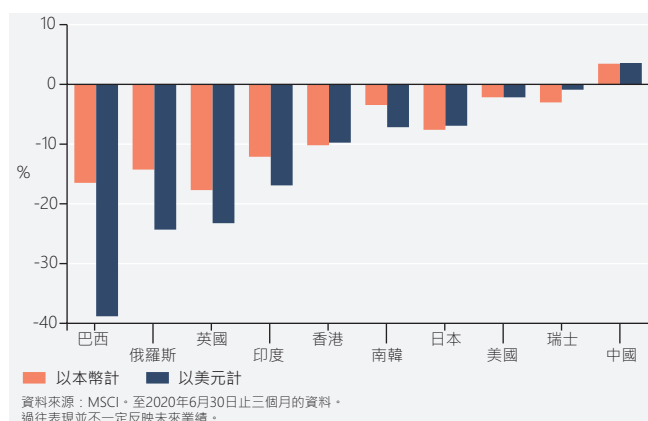


因為美元貶值而令以美元計回報率受損。

股票市場

美股市場上半年（見圖9）的總回報下滑約2%，其中，第二季的大幅反彈抵銷了第一季的大部分損失。中國的第二季反彈更大，令上半年的總回報略為見正。英國市場的復甦較弱，而且英鎊疲軟，進一步削弱復甦，令今年上半年以美元計損失23%。巴西的市況反映當地受病毒爆發的影響，以美元計算損失39%。

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

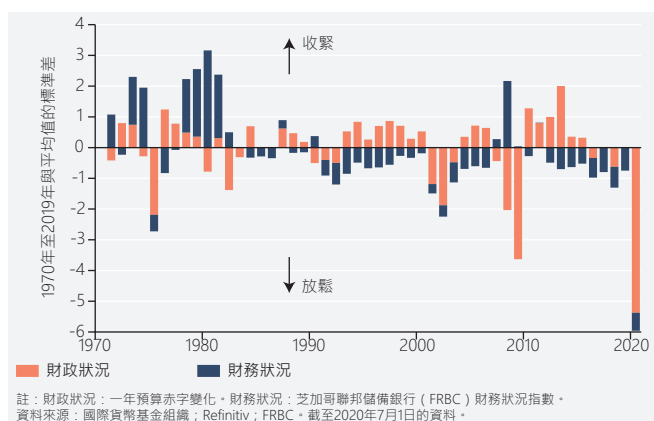
今次的財政及金融寬鬆措施兩者並行，其規模勢將遠遠超過以往：1970年代石油危機、「互聯網泡沫爆破」、次按/環球金融危機。寬鬆措施會否有效？

財政及金融寬鬆措施

為應對新冠病毒肺炎危機，美國已祭出規模前所未有的財政及金融寬鬆政策（見圖10）。

根據國際貨幣基金組織的最新預測，政府赤字將在2020年達到GDP的24%，比2019年增加三倍。增長幅度與二次大戰時期增長相當（戰前已接近收支平衡，但1943年的赤字達GDP的27%）⁵。換句話講，預算赤字增加了近六個標準差。我們以這方式表達財政寬鬆措施，可更容易將其與芝加哥聯邦儲備銀行金融狀況指數（同樣以偏離平均值的標準偏差數量表達）作比較。這項數字由1971年起每週公布，評估貨幣市場、債務及股票市場以及傳統及「影子」銀行體系的狀況。自2020年3月下旬以來，這項指數已大幅回落，特別是在美聯儲的行動導致多國金融市場因為困難而啟動寬鬆措施的情況下。

10.非一般政策寬鬆措施

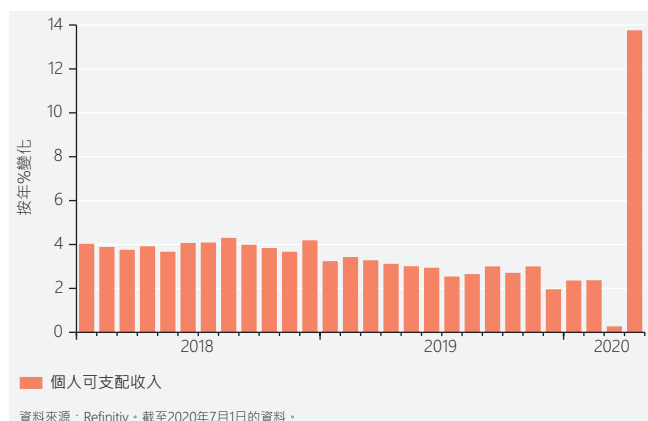


2020年的財政及金融寬鬆程度，在兩大措施之下，將大大超過1970年代初的石油危機、2001至2002年互聯網泡沫破裂，以及次按/環球金融危機。

寬鬆措施會否有效？

迅速採取財政支援措施，對可支配收入有直接影響。總括而言，有關數字在五月急速上升（見圖11）。然而消費者以各種不同方式來回應（見圖12）。

11.家庭可支配收入



收入位於最高四分之一的人，支出削減多達13%。削減對象主要集中在面對面服務，例如餐廳用餐、休閒及娛樂。這些行業的員工通常收入低、遭受疫情影響，但他們的消費卻未見減少，特別是4月15日開始發放刺激經濟補助之後。

12.家庭開支



然而更長遠的消費趨勢將取決於總體經濟活動能否恢復，而這目標卻會因為經濟模式變化而變得更複雜。納斯達克指數包含大量科技企業，這類企業有望在經濟活動轉向新模式之時受惠；指數的走勢顯示科技界對這種轉變感到樂觀。目前，納斯達克指數的市值已超過全球所有非美股市場的市值⁶。

⁵ <https://www.thebalance.com/us-deficit-by-year-3306306#deficit-by-year-since-1929>。

⁶ 資料來源：FRED截至2020年7月1日的資料。

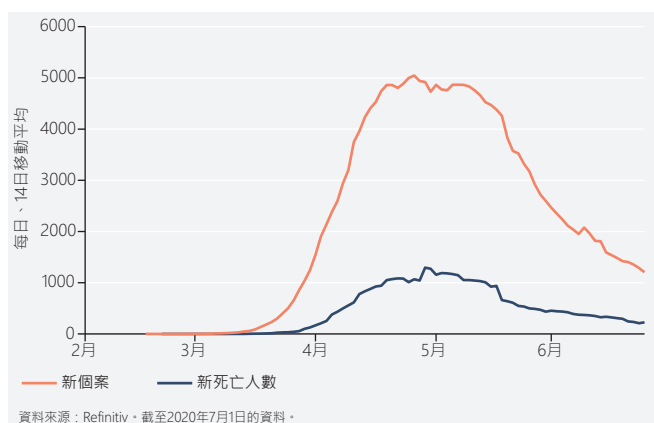
英國

英國持續因為三個問題而裹足不前，即當前的肺炎危機、一直懸而未決又可能引發更大危機的問題——貨幣氾濫及信貸增長過度、英國脫歐方案未明。

冠狀病毒肺炎危機

英國處理冠狀病毒肺炎危機的手法實在算不上是好。不幸的是，英國的冠狀病毒肺炎死亡率（每百萬人）已屆全球第二，僅次比利時。政策措施常常缺乏清晰及連貫。無可否定，由於英國與世界其他地區高度互聯，因此會比許多國家更易受影響。倫敦仍然是全球領先的金融中心之一，在全球教育、研究及科技方面發揮重要作用。所以，預計英國2020年會錄得較大的GDP跌幅（以國際貨幣基金的最新預測為例，下跌10.2%）。自今年初起，英國股市已經落後其他發達股票市場，再加上英鎊走弱。在如今肺炎個案及死亡人數正在下降（見圖13）之際，經濟是否能走出疲弱將會是重要議題。其中一個關鍵問題是，隨著經濟重開，英國是否會遭遇第二波爆發。

13. 英國冠狀病毒肺炎疫情：感染及死亡人數

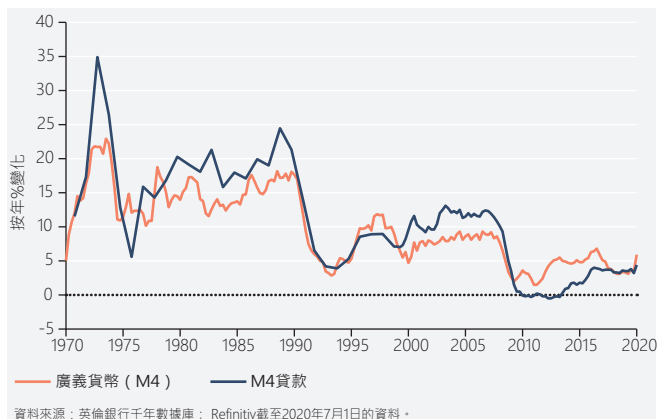


信貸及貨幣增長

英國經濟的長遠問題之一是周期性的貨幣過剩及信貸過度增長，又主要因為英國採取應付大流行的政策措施，貨幣及信貸量又開始上升（見圖14）。兩者的增長速度固然比不上1970年代（隨之而來的是通脹率攀升）。然而，由於貨幣增幅強勁加上其他根本變化，有人擔心通脹率上升只是遲早問題，

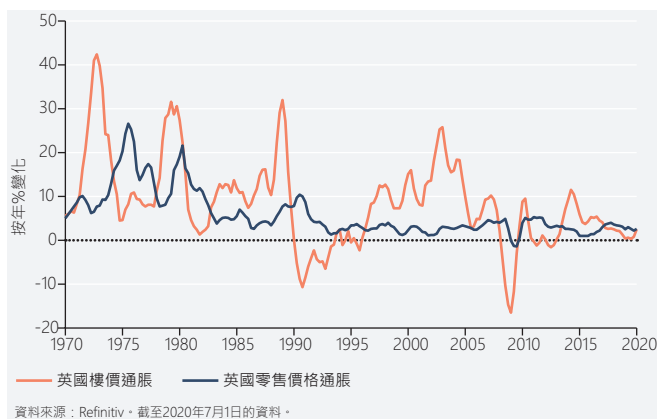
但我們認為他們過分擔憂。英國通脹更有可能會是保持溫和。在過往，信貸增長強勁會觸發貨幣增長更快（信貸增長又通常是金融體系自由化的結果）。在目前情況下，信貸增長加快大體是反映政府計劃向企業提供的優惠貸款，以幫助他們渡過疫症難關，而這些貸款不太可能可以全數收回。由此可見，信貸有增長其實多少是假象。信貸增長

14. 英國貨幣增長及銀行貸款



加快不太可能令樓市及房價的暢旺。相反，由於樓價攀升在過往已導致英國總體通脹（見圖15），我們認為通脹會維持溫和。

15. 英國樓價與通脹



英國脫歐後部署

由於英國並未要求延長脫歐過渡期（最後期限為7月1日），因此無論是否達成協議，英國都會在今年底離開歐盟。由於英國政府一直表現靈活，加上歐盟早已習慣在最後一刻妥協，因此我們認為雙方會在年底前以談判達成解決方案。然而這樣不代表會有全面協議，更可能的是雙方商議好大致輪廓，然後在未來幾個月甚至幾年內商定細節。我們仍然認為英鎊被低估，但是在經濟及英國脫歐的前景明朗之前，不會有太多人會樂意接收英鎊及英國資產。

歐元區

在2020年下半年，歐元區放寬閉關限制的進程會成為關注的焦點。之後的重點將轉移至進一步的支援措施，例如歐洲復甦基金。

閉關對GDP的影響

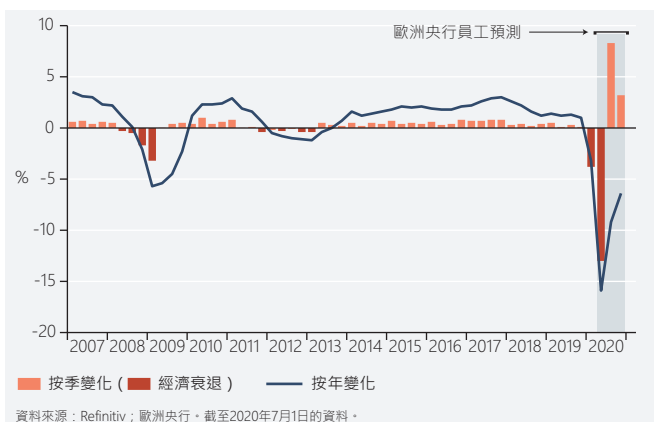
在整個歐元區內，許多國家已放寬閉關政策，並且經濟活動有反彈跡象。然而，最新的GDP增長數據只去到2020年第一季，其中大部分更是在閉關開始之前。在第一季，各國閉關的嚴厲程度與GDP增長之間按道理看有密切關係（見圖16）。整個歐元區的GDP下跌3.5%；平均嚴厲程度（由0至100，越高越嚴）為24。瑞典（不在歐元區）較為寬鬆，而其實際GDP有溫和增長；意大利的措施最嚴厲，GDP下降5.3%。

16. 閉關嚴厲程度與GDP增長



主要因為整個第二季都幾乎實施閉關措施，所以歐元區的平均嚴厲程度幾乎是之前的三倍。第二季的GDP將急劇收縮（數據將於7月底公布）。歐洲中央銀行的工作

17. 歐元區GDP增長



人員預測，如圖17所示，GDP會下降13%，然後急劇反彈，當然，當中仍有很多未確定因素。

政策措施

歐盟與其他發達國一樣有大規模的政策措施。歐盟五月宣布的歐洲復甦基金規模達7500億歐元，將用來支援歐元區的贈款及貸款。有人稱之為歐洲的「漢米爾頓時刻」（Hamilton Moment）：期待已久的中央財政政策終於來臨⁷。然而，該基金尚未得到一致商定，不太可能來得及在2021年前撥出任何資金，而且不會用來抵償成員國的未償還債務。

各國其實都有自己的財政方案，其中一些更相當大規模。國際貨幣基金組織估計，「預算內」措施（額外支出及已放棄收入）佔德國GDP的8%；佔法國、意大利及西班牙GDP的2.5%。「預算外」措施（包括貸款、擔保及注資）會更大，在這四個國家平均佔GDP的25%。我們預料，「預算內」措施對經濟的支持會更加有效。在現階段，「預算外」措施的使用及有效程度尚未明確。

歐洲央行買債

然而，有一項政策一推出就立即有明顯效果，就是歐洲央行改變買債方式，取消按照其資產購入計劃對可購入主權債券比例的限制。效果是扭轉2020年初（特別是意大利）與德國息差的擴大效果（見圖18）。而這項息差或許是歐元區政策可信度的關鍵指標，而且是即時可見的指標。

18. 歐元區債券息差



⁷ 美國第一任財政部長漢米爾頓（Alexander Hamilton）帶領美國聯邦政府承擔並如期償還獨立戰爭期間各州所欠的所有債務。

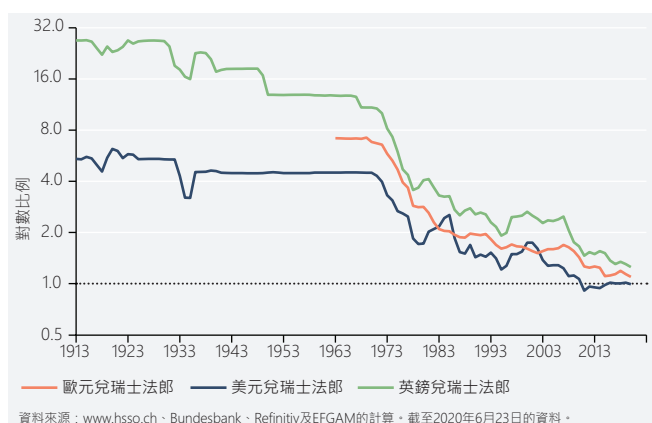
瑞士

考慮瑞士法郎近期的強勢時，最好以長遠角度出發，這樣可以看到瑞士法郎的實際價值仍被中度高估，並且很有可能會溫和下跌。

瑞士法郎1913年至今走勢

圖19顯示瑞士法郎1963年至今對歐元的匯率，以及1913年至今對美元及英鎊的匯率。經過一段較為穩定的時期，直至1930年代，大蕭條引發瑞士法郎第一波升值。在1936年瑞士法郎唯一一次貶值之後，美元對瑞士法郎匯率一直保持不變，直至1971年。由此可見瑞士確實有跟從布雷頓森林體系的固定匯率。

19. 瑞士法郎1913年至今匯率

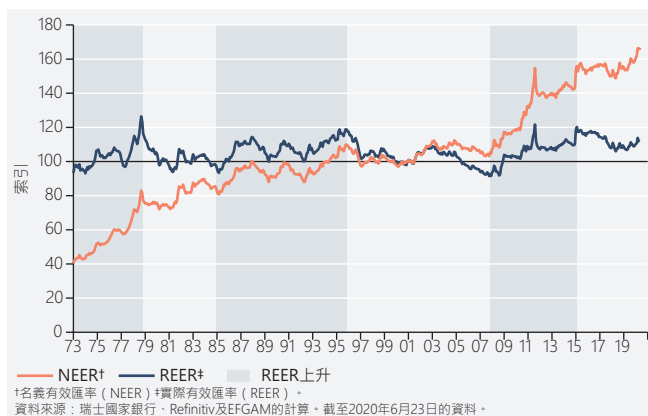


在1960年代，美國預算赤字及通脹率上升，導致美元有貶值壓力。1971年8月，當瑞士放棄布雷頓森林體系之後，美國暫停黃金兌換，自此浮動匯率制度及瑞士法郎的升勢開始。

實際及名義匯率

如果某國在匯率上升時能保持自己與貿易夥伴的通貨膨脹差異一致，就不會損害自己的競爭力，而經通脹調整後的實際匯率亦可保持穩定。圖20顯示瑞士法郎的貿易加權名義及實際有效匯率的指數（分別為NEER及REER）⁸。自1973年起，瑞士法郎的NEER上升超過300%，但其REER仍處於相對狹窄的範圍。我們仔細留意瑞士法郎的REER，就會看到它在升值階段（圖20的陰影區）與貶值階段之間來回⁹，這些波動是受到瑞士及國外貨幣政策變化的強烈影響。

20. 瑞士法郎貿易加權指數



REER在2015年1月終止歐元對瑞士法郎匯率下限後升至最高，但由於瑞士央行增加對貨幣市場的干預，REER下跌8%。然而，從瑞士法郎過往的REER走勢可見，高峰過後通常會出現長時間下滑。實際上，在1973年1月至2015年12月抽樣期間所估算的瑞士法郎REER的簡單計量經濟學模型中，已預測REER會由2016年1月起下跌（見圖21）¹⁰。

21. 瑞士法郎實際有效匯率及模型預測



此外，該模型顯示瑞士法郎的REER僅被中度高估，多得瑞士央行的積極行動。考慮到瑞士央行有關貨幣市場干預的承諾，瑞士法郎的實際匯率溫和下降似乎仍會繼續。

⁸ 該分析考慮了經生產物價指數 (PPI) 調整後的REER，因為這樣能更有效反映可交易商品價格的相對發展。

⁹ 升值階段會由低谷到高峰。當低谷低於之前的連續次要低位而且至少比走勢最低兩個標準差時，即代表有一個主谷。同樣，當一個高峰高於之前的連續次要高位而且比走勢最高兩個標準差時，即代表有一個主峰。唯一的例外是2008年至2015年，匯率下限終止後的高峰被視為瑞士法郎升值階段結束。

¹⁰ 在該模型中，REER的每月變化乃根據其過往變化以及其水平與潛在走勢之間差距而估算。

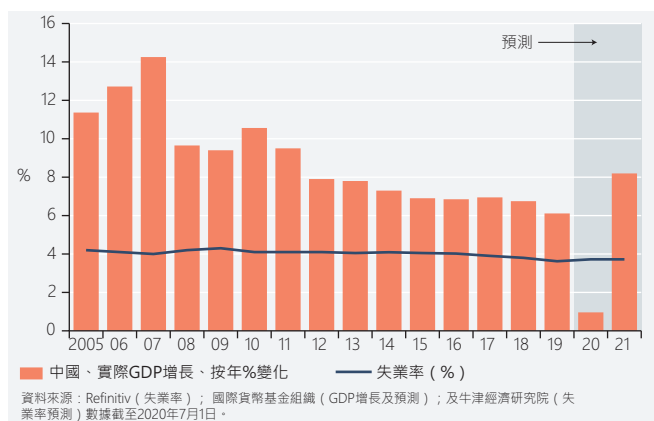
亞洲

我們幾乎可以肯定中國會在今年底宣佈貧窮已消除，此後，大家的注意力會放在不平等之上。然而，在減少不平等時，經濟增長可否不受影響？

中國的GDP增長及就業

中國勢將成為2020年唯一增長的主要經濟體，雖然是中國自1970年代末以來的最低增長率——1%，但失業率很可能不會有大變化（見圖22）。

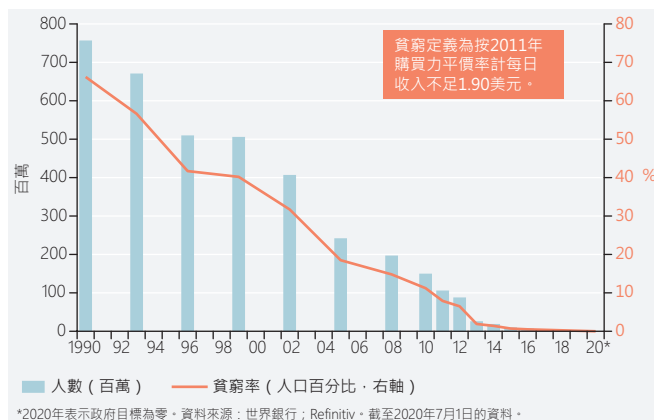
22. 中國：GDP增長與失業率



有記錄的失業率只涉及城市失業率，而城市失業率與全國2.36億農工的狀況息息相關。戶籍制度容許他們在工作地點（通常在城市）登記申請社會福利。即便如此，由於農工通常選擇保留其農村戶口（因為一般會帶來土地所有權及享用社會服務等好處），近年的登記率較低。即使是有城市戶口持有人，登記為失業的經濟利益仍然是低。

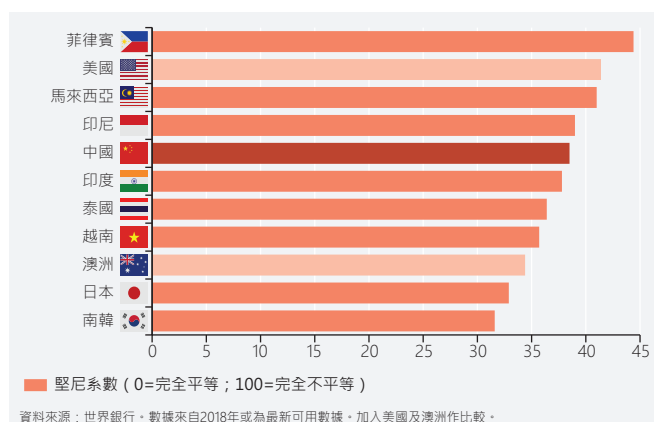
雖然以上原因令失業率一直處於低水平，但是消除貧窮的進度仍然相當快（見圖23）。中國政府似乎極有可能宣布其2020年底前徹底消除貧窮的目標已經達成。即使

23. 中國：消除貧窮



如此，五分之二的人均月入仍然不到1000元人民幣（141美元）。在另一端，城市高收入人數急劇增加。結果是中國的收入不平等幾乎與美國一樣高（雖然仍然低於不少亞洲經濟體）。有人覺得，政府的下一個目標是消除收入不平等現象，但是限制私營機構薪酬不會推動中國達成長遠增長目標。

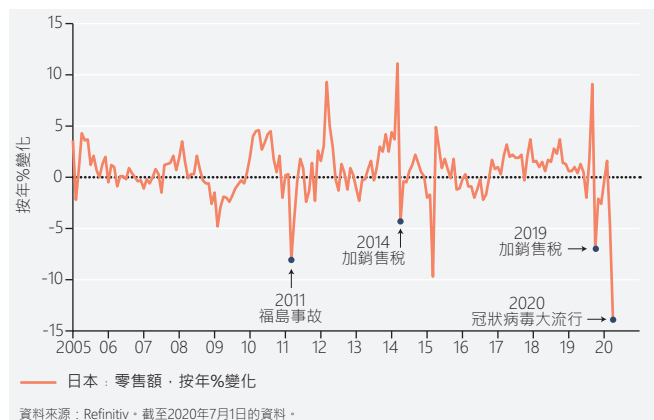
24. 亞洲收入不平等狀況



日本：出乎意料的政策方案

另一方面，日本宣布大幅放鬆財政政策，其預算內刺激措施相當於佔GDP的12%，而預算外措施更達GDP的兩倍，是全球最大規模的刺激措施之一。除了抵銷冠狀病毒肺炎的影響外，政策亦反映國民擔憂國內經濟會再次疲軟（見圖24）。那些認為日本政府負債水平非常高，限制了他們再多借款能力的人，相信已經掉了眼鏡。日本與其他經濟體一樣，股市對寬鬆政策反應良好。

25. 日本：零售銷量



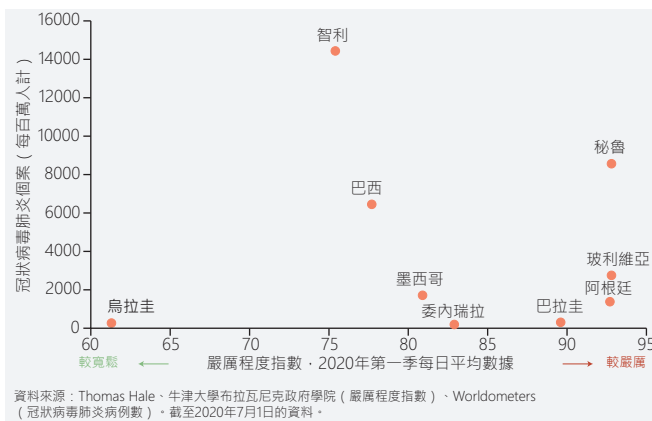
拉丁美洲

在拉丁美洲，各國的防疫措施與成效可謂大相逕庭。財政政策寬鬆受到限制，但利率已經降低，並且有可能推出更多貨幣寬鬆政策。

防疫措施

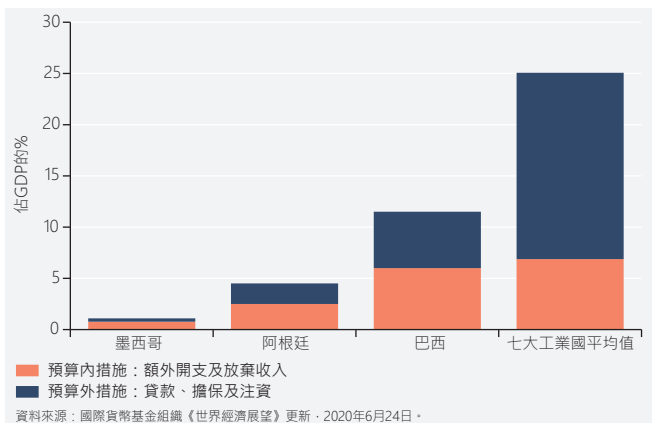
巴西對待新冠病毒肺炎大流行的反應在拉丁美洲裏是一大奇葩。總統博索納羅 (Jair Bolsonaro) 最初否認病毒的威力 (「只是小流感」)，之後又反對閉關，並試圖維持經濟活動。然而到直至2020年7月1日，巴西錄得的新冠病毒肺炎個案與死亡人數高踞全球第二；巴西2020年的GDP收縮程度與閉關措施更嚴厲的國家一樣高 (國際貨幣基金組織2020年6月預測收縮9.1%)。墨西哥總統奧夫拉多爾 (Andrés Manuel López Obrador) 在病毒爆發初期亦表現鬆懈，他三月時豪言：「我們會繼續如常過活。」

26. 新冠病毒肺炎感染病例與閉關嚴厲程度



智利最初成功遏制病毒，但現時每百萬人中的病例數已超過美國。然而亞洲亦有類似情況，閉關程度嚴厲與否與個案數字無直接關係 (見圖26)。與南美其他國家相比，烏拉圭採取的措施未算嚴厲，但感染個案卻較少，僅錄得27人死亡。

27. 防疫財政措施



財政及貨幣措施

由於拉丁美洲的政府預算赤字以及債務水平已相當高，因此缺乏推出刺激措施的「財政空間」，其措施的規模小於主要發達經濟體 (見圖27)。秘魯、智利、哥倫比亞相比其他國家會有更大的財政餘力，然而他們都盡量避免大規模財政擴張，尤其是他們多年來終於取得來之不易的進展以及減少赤字。

在通脹率急劇下降的國家，貨幣寬鬆的餘力會更大，特別是巴西 (見圖28)。即便如此，在巴西及墨西哥，疲弱的貨幣 (見圖29) 可能會加劇通貨膨脹，令寬鬆政策舉步維艱。由於官方利率已經很低，因此秘魯及智利能夠在有需要時利用量化寬鬆政策 (尚未成為拉丁美洲的常用貨幣政策)。

28. 巴西：通脹、利率及債券孳息率



毫無疑問，拉丁美洲能度過這場風暴，但光明的前景要到2021年才會顯現。

29. 貨幣疲弱



特別主題 – 疫情後的環境、社會及企業管治

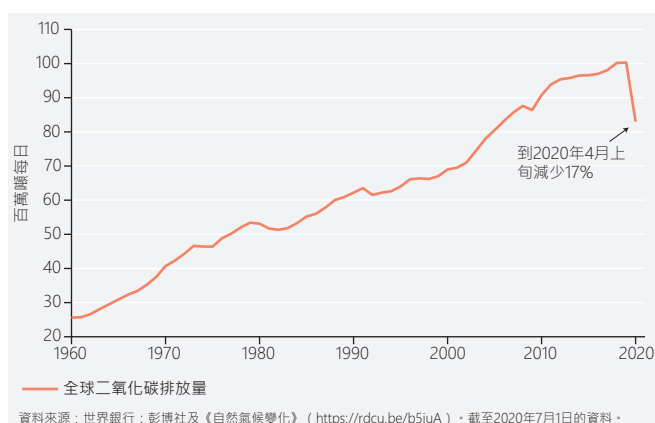
抗疫經驗能夠從多方面幫助我們實現環境、社會及企業管治目標。關鍵是採用新的工作方式，而非回到舊有模式。

抗疫經驗可以幫助我們實現部分環境、社會及企業管治以及氣候變化目標。

環境考量

街道安靜、低污染、藍天白雲、鳥語花香是我們都見識過的閉關期間好處。二氧化碳排放量減少達17%（見圖30）。《巴黎協議》設定的全球升溫1.5°C目標的達成條件正是2030年前每兩年削減17%排放量。因此可以講，閉關令全球在短短四個月內實現了兩年的二氧化碳減排目標。當然，一旦經濟活動恢復，這種減幅可能無以為繼。但至少我們已知曉成事的必要條件。

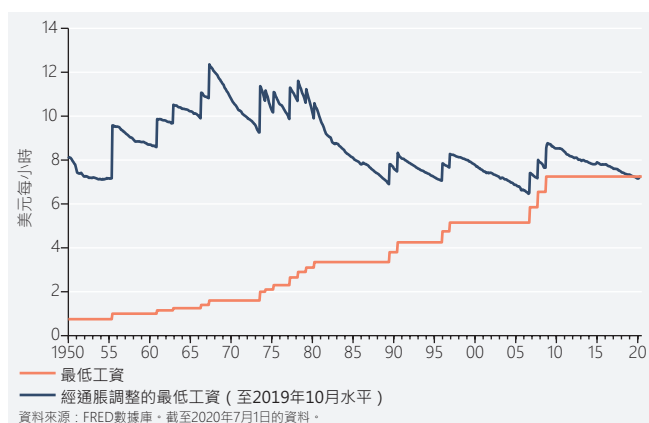
30. 閉關及二氧化碳排放



社會考量

閉關期間許多重要範疇的主要人員，正是工資最低的一群，例如醫療保健、垃圾收集、運輸行業。閉關之後，

31. 美國最低工資



企業及政府將不得不為這類人員加薪。美國的最低工資幾乎是1960年代後期的一半（見圖31）。

工作及生活條件亦將受到更嚴格的監管。英國醫護人員個人防護裝備不足、亞洲農民工的生活環境局促而且不健康，還有病毒在老人院中迅速傳播，都引起人們對全球工人待遇深切關注。

32. 美國行政總裁對工人薪酬比例



現時美國普通工人與行政總裁的工資差距要比1960年代大十倍以上（見圖32）。隨著社會不平等問題受到更多關注，這種差距會越來越受人非難。

管治

閉關期間，親身出席企業年度股東大會大致不可能。用虛擬會議代替真人會議是提高出席、參與、審查的方案之一，所以很難不大受青睞。在閉關期間，管理層往往不得不出作出重大決策，例如有關籌集資金、裁員、薪酬方面的事宜，因此，更簡便快捷的虛擬通訊方案可以加強對此類決策的監察，如果成效理想，很難不大受歡迎。

善治與否實在不容易衡量。我們一般會將重點在易於量化的層面，例如性別多樣化以及行政總裁與董事長職責分離。儘管這些都是重要而且相關的項目，但可能仍然無法體現出善治的許多微妙之處¹¹。採用新的溝通方式或許能令善治的衡量變得容易。

¹¹ EFGAM未來領袖委員會成員Jason Jay在我們最近的《Beyond the Benchmark》播客第13集指出這點。

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集團屬下的全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) 有限公司受迪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，盧森堡居民僅應聯絡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：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 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) 2074919111。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、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。