

董事長致股東函



陳啟宗
董事長

業績及股息

由於人民幣貶值及物業銷售收入減少，截至2023年12月31日止年度，整體收入微降1%至港幣108.81億元。租賃收入增加2%至港幣108.79億元。

倘扣除物業重估的所有影響，股東應佔基本純利下降2%至港幣29.31億元。每股基本盈利相應下降至港幣2.15元。

計及物業重估的所有影響後，股東應佔純利增加3%至港幣28.11億元。每股盈利相應上升至港幣2.06元。

董事會建議派發末期股息每股港幣6角5仙，於2024年6月14日派發予於2024年5月10日名列股東名冊的股東。如獲股東批准，截至2023年12月31日止年度，每股股息總額為港幣8角6仙。

回首

這是本人最後一次撰寫《致股東函》，因為本人快將卸下恒隆集團及其所有附屬公司（包括上市公司恒隆地產）的所有行政職務。這將於2024年4月26日生效，即我們下一屆股東周年大會舉行當天。此後，本人將擔任榮譽董事長。本董事會及恒隆地產的董事會已委任陳文博先生接任本人目前的所有職務。自2020年起，他一直擔任公司的副董事長。

鑑於上述轉變，本人這次會偏離本函一貫的格式。詳盡的營運業績可見於本年報其他部分。至於本人

對2023年表現的分析，建議讀者參閱恒隆地產的《致股東函》。而在這最後一封《致股東函》中，本人會討論影響我們行業和業務的重大問題。

本人於1991年1月1日出任本公司董事長時，公司的業務幾乎全集中在香港。（1980年代末，我們曾涉足泰國，在當地經營一家小型房地產公司，並擁有一座甲級辦公樓作租賃用途。我們也曾在澳洲和印尼購買資產。本人接任董事長後不久，我們便退出了所有非香港業務。）本人接任後首要做的，除了處理一些必要的高層人事變動，就是研究內地的經濟。結果，我們在1992年12月進軍上海。如今，內地收入佔我們租賃收入68%，而且這個佔比還在上升。這就是為何本人過去數年大量篇幅談論內地經濟和社會議題。那是爆炸性增長的時期，我們受益匪淺。

同期，我們身處的香港在1997年回歸祖國後，發生的變化同樣令人驚嘆。經濟繼續增長，商業活動如常。這就是為何本人在過往《致股東函》中提及香港的篇幅不及內地市場的多。後者對我們來說比較陌生，但也是我們未來的發展所在。然而，過去數年，香港進入了一個前所未見的新階段。因此，談談對香港的看法或許是本人作為董事長的最後職責。可以肯定的是，我們無意把總部遷往別處，沒有城市比香港更適合經營我們的業務。

容本人先聲明，不論1997年前還是今天，我們由始至終從未對香港失去信心。誠然，香港是有別於過去，但這並不代表香港如我一位美國朋友最近所寫的「已玩完」。香港現在只是不同了。我們應該了解是甚麼造就了這座城市昔日的樣子，又是甚麼令其成為如今的模樣。

首先，且讓本人回顧過去曾與我們股東分享的一次個人經歷。1995年6月，即香港回歸前兩年，一本西方商業雜誌刊登了一篇封面文章，表示「香港已死」。作者是本人的一位朋友，可惜現已離世。讀完文章後本人聯絡他，並前往美國東岸與他見面，指出他錯誤之處。他看似接受了本人的論據，並承諾發表另一篇文章，把本人的一些觀點納入其中。當這篇後續文章在1996年9月刊出，距離原文已經過了15個月，當中一半的篇幅是關於我本人的，而另一半則幾乎沒有表達本人的觀點。本人很失望，於是再赴美國華府見他。這次他提議若本人願意親自執筆，他將會刊登。本人答應了，但此文章最終在1997年1月才出版，即首篇文章刊登後19個月，香港的聲譽已受損。他第一篇文章的標題譁眾取寵，純粹是誹謗。

這究竟是一名追求個人名利記者的偏見，還是出版社想推高雜誌銷量，抑或出於政治動機？我們永不知曉。

可幸的是，1997年後香港繼續繁榮，事實推翻了這位朋友的觀點。十年後，這本雜誌刊登了另一篇文章，承認當年他們錯了。（這篇同樣暢銷！）鑑於這段經歷，本人現在表達對香港的看法也大概有理。畢竟，本人應該是1997年前後，以個人身份最頻繁到訪西方國家說好香港故事的本地市民。

誠然，香港在1997年前以及其後的成功，有一關鍵之處是不可持續的，那就是香港經濟過於依賴房地產，這情況直至最近才改變。據本人所知，1970年代起的殖民政策旨在有系統地製造樓市泡沫。由於政府掌控佔總量逾70%的未開發土地，只要刻意限量土地供應，便能輕易操縱地價走向。結果，數十年來，香港的地價和樓價一直高踞全球主要大都市。與房地產相關的政府收入通常佔其總收入30%至40%或以上，令利得稅和薪俸稅可維持在低水平，而且帶來許多好處：這吸引了外國企業來港、高樓價為香港市民帶來財富效應、這令經濟顯得活力十足，以及當時殖民宗主國可以盡斂財富。似乎所有人都得益。

在1997年前中英談判期間，中國政府擔心英國政府會以高價盡量出售香港的土地，然後把收益帶回英國。因此，北京堅持在1997年前每年限售50公頃土地。地價事實上在1997年6月30日見頂，也就是英國管治香港的最後一天。真是離奇！在亞洲金融危機期間，地價曾短暫回落，但由於土地供應有限，地價再次持續急升。

另一方面，內地經濟在那些年間持續驚人增長，按年增幅經常達雙位數。香港對此有貢獻也有獲益。只要這種情況持續下去，高樓價似乎可以接受。然而，這也衍生了嚴重的社會問題。考慮到住宅面積中位數不到50平方米，以平均每戶三人計算，即人均面積僅約15平方米。這不過是內地的三分之一，以香港的經濟發展水平來說，這是世界上最低之一。社會不滿情緒高漲，某程度上加劇了後來的社會動盪。至少，高樓價為社會不滿情緒提供了一個方便的藉口。

鑑於這些情況，房地產已成為主導香港經濟的首要支柱。其他傳統經濟支柱在1997年後也表現不俗，如金融服務、貿易（包括物流）和旅遊業等，並因中國的崛起而受益。但若論重要程度，無一可媲美我們房地產行業——它的供應鏈最長，從建築施工、家居裝修到地產代理等等。但長遠來看，擁有世界上最高的樓價又是否可取或可持續？

那幾年頭，似乎無人會費心討論這個問題。一方面內地經濟增長強勁，另一方面香港土地供應受人為限制，樓價只會持續上升。這對社會來說短期是喜訊，但長遠卻可能是問題。樓價已經高得令人咋舌。

樓價上升對社會的影響也許是最令人憂慮的問題。住宅單位面積不斷縮小；東京已相當擁擠，而香港的平均住宅面積只有其一半。年輕人無力置業成為了嚴重的社會問題。

因為香港地少，甲級辦公樓的土地供應又短缺，所以租金居高不下。由於人口稠密、經濟強勁、工資水平持續上漲，故此零售空間也很昂貴。這些情況持續了數十年。

本人在上文闡釋過為何1997年前的土地供應量被刻意壓低，過後再多一個原因。英國人在1997年前不久設立了一個公營機構負責賣地，這個賣地機制在1997年後大致沿用。然而，香港的政治和社會氛圍已變。決策者過於重視社會平等，阻礙了賣地，擔心遭反對政府的政客指控賤價賣地，令富裕的發展商得益。結果，土地成交量變得不合理地低，以致地價飆升。這漸漸釀成災難。

諷刺的是，反對政府的政客本應爭取大眾福祉，卻讓地產價格高企不下，嚴重傷害社會。事實是，

他們只在乎自身的政治目的。綜觀世界，這不是香港獨有的現象，但在2020年6月頒布《港區國安法》前，香港政治內鬥尤其惡劣。在某種意義上，《港區國安法》的實施最終解除了數十年來樓價異常高企的魔咒，而《港區國安法》之所以有效，正是約束或消除了一些時任立法會議員自私而不當的行為。

猶如人生中和社會上的一切事物，禍福總是並存。降低樓價是必要的，因為有近半人口無力置業，而且長遠有利於香港的競爭力。然而，香港大多數業主或會受累於資產貶值。這也會對社會上較富裕的階層構成負面的財富影響。土地供應由短缺變成充裕，將逐漸改變市民既有的一個信念，就是投資物業永不會錯。這是香港社會遲早必須面對的過程。

除了地產業的轉變，另一個從根本改變香港社會的連帶問題是政治角色的轉變。1997年前，殖民宗主嚴格禁止這個議題。香港一直不被允許有民主，直至英國人意識到他們快將要被迫放棄這個地方。他們蓄意令香港1997年後變得難以管治，他們極之成功。一個經濟城市變成了政治叢林。

北京在談判香港回歸或起草基本法時，不知道有否預料到這一點。1997年後，似乎他們仍未意識到，又或是選擇不作為。但無可爭議的是，北京多年來在處理香港事務時太過寬鬆。記得當時常聽到：管治香港的最佳方法就是無為而治。他們誤信了大多數香港人，也低估了英國人。

2000年代初，在一個很小的私人晚宴上，本人有機會向一位來自北京的原部長級、曾是中英談判前線人物的朋友表達了對香港的看法。本人告訴他，當北京以為中國成功確保了香港回歸後會繼續繁榮安定，其實英國人已處處設陷。這位朋友對此大為不快，此後我們再也沒有見過對方。數年後，一些香港年輕人在街頭揮舞英國國旗抗議香港政府時，他終於忍無可忍，公開譴責那年輕人。他早該料到。

無論如何，香港的情況持續惡化，直至2019年下半年爆發駭人的騷亂。實施《港區國安法》是恢復社會秩序和安寧的唯一方法。坦白說，大概只有香港這個司法管轄區會在沒有安全法規的情況下運作20多年。當時不能坐視不理，於是《港區國安法》便出台了。

不論是好是壞，這就是香港的一段歷史。《港區國安法》實施前，香港是政治撕裂的社會，歷史教曉我們，這不會有好結果。若沒有《港區國安法》，香港街頭將一直混亂，在這樣的情況下經濟也無法蓬勃發展。有國家安全法便好得多。更棘手的是，騷亂緊接三年疫情，加劇了經濟不景，也延遲了復原過程。

然後發生了同樣嚴重或更甚的事。美國對中國的攻擊已延伸到香港。西方國家首次錯誤地否認「一國兩制」框架的落實與執行。《港區國安法》在2020年實施前，香港被拖進本地政治渾水；現在，香港陷入國際政治交鋒。1997年前，在英國管治下，香港與世界和平相處。1997年後，在「一國兩制」框架下，香港獲西方接納。一切現在已經改變了。

20多年來，本人一直主張承中國崛起之勢繼續與外界交往。過去香港人對西方略有認識，但由於意識形態之故，對內地缺乏深入了解。而我們的祖國那時是全球發展最快的主要經濟體之一，若不與其緊密合作，只會害了我們自己。現在形勢有變，由於與外界合作越見困難，香港別無選擇，必定要與內地合作。過去，西方向我們招手；現在，出於政治原因與我們疏遠。不過我們別無他法——作為城市經濟體，我們必須跟所有人打交道。

總括來說，香港變了，主因有三：圍繞1997年香港回歸的一系列不幸問題、疫情的影響，以及中美緊張局勢升級的牽連打擊。以下是一些與我們未來息息相關的問題。

香港人的確不懂如何管理西方留下來的制度。更複雜的是，很多香港市民都是以前內地出現問題時，從內地逃難來的，就如在1949年、1960年代初的饑荒、文化大革命期間或1989年6月後，他們都不是親北京的。因此，很容易在情感上使他們與祖國疏遠。當時的殖民宗主因而能培育一群完全沒有國民身份認同的民眾。這在國際間確實罕有。

這些人傾向不滿北京，1997年後的事態發展正好是個時機，讓香港內外的矛盾浮面。香港變成反北京的溫床，導致了最暴力的2019年騷亂，反對派呼籲政權更迭；當中也明顯有外國勢力干預的跡象，有外國人在街頭指揮活動。事後看來，或許無需對2020年實施《港區國安法》前23年間種種問題感到意外。

現時的關鍵難題不僅是如何解決當前的經濟困境，還有如何建立國民身份認同以及該由誰來牽頭。香港鮮有人思考這些問題。我們都知道，國民身份認同不能強加，必須長時間培養。已故的新加坡總理李光耀先生於1960至1980年代就成功做到了。若無人積極而明智地推動，這根本不會出現。這就是香港和北京目前要面對的重大挑戰。

一些香港市民近來抱怨現時本地官員比北京的「左傾」，這說法相當大程度是事實。但考慮到香港一個世紀以來沒有國民身份認同，對祖國也沒有感情，一些過度調整是難以避免的，鐘擺總不會突然停在中間點。

三年疫情也重創香港。作為中國一部分，經濟上越見依賴內地，香港別無選擇，只能跟隨內地的抗疫方式。結果，香港對中國其他地區和世界各地都封關了。這對我們的經濟是最壞的情況。許多外籍專業人士搬往別處，他們部分在這裏已生活了數十年。

至於美國對中國的全面攻擊，中美交惡已醞釀了至少30年，但從未像如今這般切身。西方資本多被禁止投資香港，令香港股票市場交易量急跌便是一例。本人相信，未來更多攻擊會接踵而來，但香港大多數市民似乎還未意識到。話雖如此，這不只是個本地問題，而是國家層面的問題。

要與內地建立更緊密的經濟聯繫，我們需要增進對國家的認識。第一步，香港人必須練好普通話。（香港除了英語，主要用廣東話。）內地龐大市場是個強力誘因；現在我們還有一個推動因素——西方的舉動在促使我們與內地合作得更緊密。

這不是要取代外面世界，反而是我們要加倍努力了解並聯繫外界。此外，香港不能再如以往般只專注於美國。現在我們必須探索更遠的地方，與世界其他大多數地方合作。對於那些我們視為可建立新經濟聯繫的地區，香港商人必須迅速跟上腳步，對當地語言、習俗、歷史和制度深入了解；很多新事物需要學習。

香港必須達成的另一件事，是快速提升我們在高科技方面的技術水平和適應力。世界正朝着這個方向迅速發展，而內地作為我們的主要經濟夥伴，正是這領域的先驅。

綜上所述，現今的香港與1997年以及隨後的首20年相比，已有重大變化。香港過往所享的繁榮，是建基於高地價等不可持續的因素。出現重大轉變是難免的，即使無人能預測會如何發生。事實證明，這個過程並不好受，像香港2019年的騷亂。現在是時候找一種切合本地和國際新現實的新模式。畢竟，唯有變化才是永恒。當外在環境改變，每個人、每個城市、每個國家都必須作出調整，才能求存求榮。

雖然本人過去曾花很多篇幅談及內地，但還是該在此總結一下本人的觀點。只有充分認識過去和現在，我們才有機會更準確地預測未來。

約有20年，中國是世界各地資金的投資熱點。中國看似無限大的市場，對資本和人才都具有強大的吸引力。這種趨之若鶩的情緒很大程度上是基於實實在在的經濟增長。猶記得本人在1990年代中

第一次參加當時在內地開展業務的一家著名美國高科技企業的董事會會議。管理層報告的一項內容是把5億美元匯返美國。款項一揮便匯過去了。

過去數年在現屆美國政府執政下，國際對華投資的熱度冷卻了。異常冷淡！無可否認，中國經濟正面對嚴峻挑戰。過去40年裏，北京也曾面對各種嚴重問題，既有經濟的，也有政治的。回想一下，1989年天安門事件後數年，或是1990年代由三角債引起的銀行危機。

然而這次跟以往有一重大不同之處。以前，問題只圍繞經濟或內地政治。這次，卻多了一個可惡的因素，就是國際政治。不管過去還是現在，純粹經濟問題通常都可以解決。但人類近代以來都未曾見過史上最強大的國家挑釁一個快速崛起的第二大國。

這是把修昔底德陷阱表現得最極致的例子。上一次發生此類重大事件是在十九世紀，美國強勢崛起，威脅到當時的霸主大英帝國。北美天然資源豐富，人口增長迅速，英國難以匹敵。由於當時全球化程度較低，有足夠空間讓兩個大國共存。兩國只是二分天下——美國統領新世界，而英國則繼續從其眾多殖民地中攫取財富，如印度、緬甸和馬來西亞等地，以至遠東的香港。

同樣的局面，今天無法重現。科技令世界真正全球化，世界最強大的兩個國家相互對立，難免會陷入全面的對決，任何地域或行業皆無一倖免。這是前所未見的，美國決意全力遏制中國的崛起。這場戰爭雙方都會全力以赴，只差正面軍事衝突。熱戰的可能性不高，因為現時雙方都有核武，交戰起來必

然玉石俱焚，但並不表代慘烈的爭鬥會緩和。新型的現代戰爭涵蓋網絡、貨幣、深海和太空，再不只是貿易、天然資源或傳統武器。

過去的30多年，兩國發生過多次經濟和軍事對峙，但雙方各有考量，每次都將問題排除在公眾視線外。然而，在特朗普執政期間，許多問題都浮現了出來。當時，全世界關注的焦點是貿易。現時，美國把這場較量提升至國家安全層面，等於向全世界明示，這場爭鬥屬全方位。愛國就等於反華，美國今天已沒有人敢有異議。媒體紛紛附和，在國內外大力宣揚這個訊息。所有主張與華保持聯繫的人都不得不四處躲避。美國國內幾乎達到一致的共識。

最高危的爆發點之一當然是台灣海峽。數十年來，美國華府一直幾乎公開支持島內的台獨陣營。過去，美國反華派別是低調的，公眾幾乎察覺不到，直至上屆政府執政。

現在，中美衝突成為國家安全事項，反華情緒泛濫，使台海變得比以前更凶險。1996年台灣海峽危機，有兩艘美國航母被派往台海，但在緊張時刻謹慎航行，避免駛進海峽。如今，美國軍艦經常駛過這狹窄的水域。僅在五年前，難以想像會有美國國會議員能夠到訪台灣；但一年半前，眾議院議長高調訪台兩天。美國顯然是在挑釁北京。

故此可以理解中國覺得別無選擇，只能加強軍備作回應，因為軍力強方能保和平。今天，北京已並非無力自保，這是避開麻煩的唯一方法。從上述及其他原因可知，在台海發生軍事衝突的可能性不大。此外，中東和歐洲等世界其他地區的問題，可能

會轉移美國的視線。與普遍的意見相反，本人認為在未來五至15年內，太平洋一帶頗有可能是世界上相對和平的地區。

然而，這並不等於中國可以一帆風順。除了要解決當前的經濟困境，保持國內社會穩定與和諧始終是北京領導人的首要目標。當然，兩者相互關聯。

本人相信，只要國家能夠保持社會凝聚力，其經濟就會繼續增長。

一些西方評論家常說，中國可能會像許多拉丁美洲國家一樣，陷入中等收入陷阱。說這話的人大概並未意識到中國科技行業的蓬勃發展。中國擁有世界上最龐大的工程師團隊，定能確保高生產力。正如中國在數碼軟件應用方面已躋身世界最先進之列，美國發起的這場競賽無疑有助中國建立高科技硬件的實力。

今天，西方愛說中國是「不宜投資」的。這都是西方政客宣揚的政治言論。在經濟和科技領域，以上言論幾乎完全不符事實。可以肯定的是，相比許多西方認可的投資國，中國在許多關鍵方面都遠為優勝。中國「不宜投資」，只是西方一面之辭。

這就是我們所處的外部環境。33年前，本人接任公司董事長時，中國正處於改革開放和經濟發展的初期階段。許多人，包括我本人，都感到擔憂，但隨後數年，中國已成為繁榮興旺的市場，迎來大量機遇。同一時期，香港也面臨着與回歸祖國相關的不明朗因素。1997年前數年及回歸後，香港也安享了經濟欣欣向榮的好日子。

1991年，我們當時面臨的挑戰是，公司既財政薄弱，又缺乏明確方向，可謂無策略可言。公司涉足內地高端商業物業租賃業務，並看準策略時機在香港收購物業，我們遂得以漸漸在業內重建立足點。如今，公司財政穩健，我們的品牌在中國商業房地產可算數一數二。

本人現將公司交給下一代接棒，他們現時身處的形勢跟本人33年前相比截然不同。事實上，情況恰恰相反。如今，公司在所有關鍵範疇都狀態良好。然而，外部環境卻每況愈下。坦白說，本人看不到盡頭。唯一值得慶幸的是，創辦人當年決定將公司設於香港，毗鄰是後來變得龐大的內地市場。本人相信這裏仍會是一處相當不錯的投資地。

若本人上述的分析與未來數年以至數十年的現實大致相符，那麼公司應該前景不俗。

前瞻

由於不想阻礙下任董事長及其團隊的自由發揮，本人不應談論太多具體細節。儘管如此，本人欣然告知各位，我們現時的任何策略都是本人和繼任人多年來共同制定的。這既是本人的策略，也是他的策略。然而，隨着時間推移，外部環境演變，改動無可避免。本人相信，在新任董事長的領導下，公司管理層團隊將能穩妥應變。

與此同時，我們慶幸選對了市場和行業。環視全球，有兩個市場尤其突出，兩者皆龐大且活力十足，即美國和中國。我們成功在香港（中國的一部分）營運了63年，在內地也逾33年，並無遷往別處

的理由。況且，我們在其他地區有甚麼競爭優勢？！未來十至20年，美國經濟按年增長或許有2%至3%，但中國的增長則可能接近4%至5%。因此，我們選對了地方。而中國市場內，奢侈品零售業規模的絕對值雖然小，卻有穩步上升的增長。行業的按年增長可能比國內生產總值增長率高出數個百分點。若一切按預期發展，我們的表現可能領先同業，目標是在未來多年取得按年增長約10%。至少，年均租賃收入可達高單位數增長。本人還期待我們的物業組合進一步擴大。

我們的業務若要有如此增幅，外部環境當然需要配合。若中國不穩或經濟持續疲弱，那就另當別論了。此函的讀者現應知道，本人相信中國能維持社會穩定，其市場也會繼續增長。就如其他地方，發展的道路沿途總有顛簸，而中國的制度似乎總會面對更大的顛簸，但她也有能力學習和調整。自1978年起40多年來的經濟改革開放便是一例。事實上，執政黨長期執政有助國家汲取經驗教訓。中國近數十年的經歷就是不斷適應和調整。

西方痛恨這樣的制度，但對中國人來說，這不過是他們的生活方式，已實行了數千年。正如基辛格博士多番指出，過去數千年的大部分時間裏，當歐洲人還在文明發展初期，中國不論經濟還是文化，都已十分文明昌盛。因此，他們並非必需向西方學習。從近數十年的經驗可見，該學的他們會學。可是，全盤採納西方的做法卻是另一回事。西方及其現行制度的成功在人類歷史上年期尚短，是否能長遠持續還有待驗證。此外，西方理應推崇多元（而中國重視順從），那只是不同，為何要批評？那豈不狂妄自大？

誠然，因為中國過去200年的悲慘歷史——同時也是其社會及政治制度的結果——她必須向西方學習才能迎頭趕上。中國正正做了，而且仍在學習，但該學與不該學的還是由她自己決定。不論個人、國家，還是人民，都必須為自己的選擇承擔後果。同一制度，過去兩個世紀使這個國家陷入貧困，也曾締造了千秋盛世，並在過去數十年令這個國家重拾繁榮。舉例說，中國在短短40年讓大量人口脫貧，歷史上從沒有其他國家做到，尤其是像中國這樣人口龐大的國家。這項人類實驗成功，該慶祝的不只是中國，全世界也應同賀。世上大多數地方仍很貧困，他們大概可從這個歷史悠久的大國學到點甚麼。

且讓本人用兩個事例闡述中國的做事方式，這與西方明顯不同。第一個帶點哲學。如本人長久以來所撰述，西方文明建基於猶太基督教的傳統，往往通過零和棱鏡看待世界，即非此即彼。這個觀念源於他們的一神論宗教，要麼是上帝要麼是撒旦；要麼是天堂要麼是地獄；要麼得到救贖要麼招致滅亡。因此，主流基督教具有強烈的福音派色彩，要讓所有異教徒歸信他們。這些哲學和文化傳統深深影響當今西方國家的行為。

有意思的是，中華文明幾乎沒有任何宗教，沒有人格神或眾神，他們只有所謂的「天」，而「天」是個模糊的概念，意義完全取決於個人詮釋。即使是一千多年前中國從印度傳入的佛教，其本質也無神明，而更像是一種哲學思想。

在中國人看來，萬物皆有「陰」、「陽」，兩者既相互對立，又相輔互補。兩者不只應該共存，而是必須共存，缺一不可。這就是為何中國領導人近年提出

「人類命運共同體」這一西方似乎難以理解的概念。他們要麼全然漠視，要麼全盤否定！

且讓本人舉第二個事例，這比哲學遠為務實。西方金融體系產生的大幅波動，經常損害實體經濟，北京在旁觀察後得出以下結論（正如我們許多人早下的結論）：金融本身應該是一種服務，而不是一種目的。金融是一種必要的工具，它促進社會生產商品和服務的經濟活動。簡單而言，就是讓金融主要服務實體經濟，而非使其受損。金融服務是必要且有利的，但金融業則不一定如是。

當然，問題是兩者如何區分。由於第二次世界大戰後數十年世界相對和平，累積了大量財富，現在世界資本泛濫。以錢滾錢成為了一門非常有利可圖的生意，帶動了金融業的興起。

試想想以下兩種行業的出現。近數十年來，投資銀行（用別人的資金牟利）和私募基金（投資別人的公司賺取利潤）的地位已升至經濟體系的頂端。然而，僅約30年前，投資銀行業務被視為次於商業銀行業務，現在投資銀行家已成了精英階層，因為他們的薪酬遠高於傳統商業銀行家。

1990年代前，沒有人看待私募基金從業者如對大企業行政總裁那樣尊崇。如今，頂尖私募基金經理比真正經營大企業的人賺錢還多得多。少數私募基金經理確能為投資以外增添價值，但大多數都沒有。

這些都是金融業崛起的明顯跡象，其已蓋過了金融服務業。更糟的是，許多投資銀行開始為自己賺錢，而非只為客戶的財務需求而服務。這當中難道沒有利益衝突？當然有，但他們總有辦法掩人耳目。

過去二三十年來，本人一直觀察到內地年輕人的——一個現象。當國家還較貧窮並需要資金時，有頭腦的和富二代都蜂擁成為投資銀行家，因為可以賺很多錢。投資銀行無疑有實際且必需的經濟功能，就是把外國資金引進資本匱乏但增長迅速的中國經濟。後患在於這些年輕人不再願意或不再有興趣投身製造業，而製造業通常賺的錢要少得多。他們的擇業決定是可以理解的，但令人擔憂的是，最有頭腦的都蜂擁投身金融業，而不為社會製造實在的產品。大多情況下，投資銀行家的薪酬待遇都遠高於其服務的公司裏行政總裁的薪酬。

多年來，本人一直有使用投資銀行服務。投資銀行確實發揮了必要的經濟功能，尤其是集資。但當比較那些年輕投資銀行家的花紅與他們真實交付的價值時，本人發現完全不匹配。投資銀行的網絡是其產生價值的關鍵，本人很樂意為其成效付賬。但得知那些沒有創造多少實際價值的年輕銀行家賺到的金額時，本人不禁搖頭。他們當中有些人的收入可以比大型企業的首席財務總監的更高，而首席財務總監是日復日為公司帶來實在價值。

投資銀行坐擁大量資金，還聘請了很多聰明人，為了賺錢而推出了許多非常複雜的金融產品。坦白說，這些產品複雜難懂，本人懷疑那些負責推銷的人是否了解自己在賣甚麼。這些做法可能會令市場不必要地大幅波動，周期性地觸發金融危機。隨着運算得愈來愈快的電腦助資金全球流竄，其速度和成交額大得可以壓垮相當大的經濟體。這是我們近數十年來所經歷的金融危機之源。

西方經濟體崇尚市場效率，並認為這種周期性的金融海嘯即使對實體經濟傷害很大，仍是必要之患。另一方面，中國人重視穩定多於一切，並希望盡可能避免金融危機。數年前中國資金匱乏時，必須遵守包括資本市場在內的西方規則，才能獲得融資。但中國經濟增長了，累積了一些財富，便會傾向維持國內市場穩定。本人認為，這正好解釋為何中國領導人最近聲言，雖然金融服務是必要且有利的，但不要讓金融本身成為產業。換句話說，他們並不熱衷於發展金融業。否則，情況遲早會本末倒置。

在這方面，自2008年環球金融危機以來，投資銀行家的薪酬有所下降是有幫助的。但由於西方的成功源於市場效率至上，所以對從根本改革有着極大的惰性。上一次環球金融危機幾乎拖垮了全球經濟，卻沒有帶來真正的改革，本人恐怕他們要經歷一次更大的災難才會醒覺。西方的思維方式必須有根本性重整，才可扭轉其經濟過度金融化的趨勢，而北京正設法避免這趨勢。本人認為，一個更好的系統是融合了東西方的一些元素。

這就是人性，總要被逼到牆角才會思變。中國如今面對嚴重的經濟困難，唯有推行某些改革才能克服。西方如今或許正面對更大的挑戰，而這是源於更深層的價值觀。然而，其過往的成就蒙蔽了雙眼，對這些問題視而不見，而狂妄自大也妨礙其作出必要的自省和改變。因此，我們如今正處於世道凶險的時代！

金融服務業和金融業之間並無清晰明確的劃分。然而，若理解當中的差異，並不為自身利益而放任金融成為獨立產業，是有好處的。這樣的話，危機或許會減少發生，對實體經濟的破壞也會較輕。

人們不應忘記，金融風暴可打擊受影響經濟體的較長遠競爭力。在拉丁美洲等一些社會，這些混亂甚至會引發社會動盪，即使他們的問題主要源於經濟管理不善和腐敗。

但目前無可否認的是，美國經濟數十年來已過度金融化。華爾街的規模已大得不合情理，而有「鐵鏽地帶」之稱的重工業地區正逐漸褪色。這兩個體系的生活方式截然不同。年輕人不再想加入製造業，有些紐約人甚至瞧不起底特律或匹茲堡的長輩。同樣，那些中國投資銀行家可能也會如此。確實，金錢能腐化品格。物欲橫流，而這曾使文明崩壞。

美國人大多相信市場經濟的自我調節機制；這機制的確有效，但所需時間可能極長，調整完成前的痛苦可能難以忍受。我們都不應低估人性的貪婪。市場波幅過大便可能失控。2008年環球金融危機其實主要是一場由西方主導的資本市場危機，當時許多國家，包括強大的美國，都處於經濟崩潰的邊緣，我們本可能輕易掉進那深淵。下次我們會否仍能倖免？真令人擔心！

至於中國市場，北京並非出於意識形態考慮才謹慎行事，純然實事求是。預視危險在前，領導人提醒國民警惕；李光耀先生就是用這種務實至極的領導方式來發展新加坡。今天的中國從中借鏡，也以此作風行事。也許沒有人比中國人更了解意識形態的陷阱。只要回顧國家經濟開放前的歷史就知道。每種意識形態都有些合理之處，但任何想法若提升至教條的層面，而又若忽略了實際情況，都會陷國家於憂患之中。一旦陷入困境，要脫身便可能極難。

建基於其獨特哲學的西方制度具有許多優點，採用之人都從中受益。但世事無完美，任何制度都有致命弱點。保持心態開明，隨時學習和改進，這樣更為安全。否則，下一次金融危機會比預期來得更早。

進步無坦途，總會有曲折。能從錯誤中學習的國家長遠會進步得較快。因此，務實思維是必要的。在過去40多年的中國經濟開放中，務實主義正是政府政策的主調。欲找佐證，可看看新冠疫情防控措施如何戛然而止。許多人認為，北京現時又再轉向意識形態，因此不再那麼務實。本人對此不以為然。我們對很多關鍵問題並不知曉，因此只能推斷真實情況。本人知道的是，領導人有時必須因應新情況作出調整。本人相信今天同樣如此。我們永遠不應忘記，管治的正當性取決於能否改善人民的生活。雖然總有其他優先事項，但最終人民的生活才最重要。

近日，北京似乎正在加強照顧農村人民，此舉實有必要，且長遠對國家有利。目前，城市居民或會感到被忽視，但他們近數十年來受益最多。而到最後，各地的歷史說明，這些教育程度和技術水平較高的人能讓整體經濟更上層樓。這點逃不過領導人的法眼。

綜上所言，可見中國正奮力應對經濟和社會進一步發展的重重阻力。過去40多年，這個大國經歷了許多經濟和政治挑戰，但都一一克服。沒有理由相信現在不能再奏凱歌。唯一不同之處是，這次加上西方，特別是美國的敵意。正如前述，本人認為不會爆發熱戰。相反，美國有一天很可能會退縮。事實上，美國甚至可能因其國內問題與世界其他

地區的一些問題而退回到孤立主義。有鑑於此，本人認為中國在未來數十年可能會是個相對和平的地方，經濟會持續增長。

環顧全球，本人認為值得作新投資的地方委實極少。即使有，也未必是我們能得以利用之地。此外，本人深信做業務應專心一志、盡力做好，只要該事能穩當地帶來可觀回報便行。本人相信，中國內地的世界級商業地產租賃業務正是這樣的好機會。

這是本人第144封、也是最後一封《董事長致股東函》。33年來，本人越感需要更好地與股東和潛在股東溝通。這是唯一平台，可定期告知各位公司內已發生的事情和管理層的想法。結果，此函篇幅逐漸傾向愈來愈長。

由於許多管理職責在身，執筆時受限於此，往往匆忙倉卒，難免遺漏要點或鋪排欠妥。但本人的想法是：片言隻字雖或不完美或不完整，總比毫不著墨好。這些年來《致股東函》中各處不足紕漏，還望各位讀者海涵，感謝各位抽空閱畢。

董事長

陳啟宗

香港，2024年1月30日