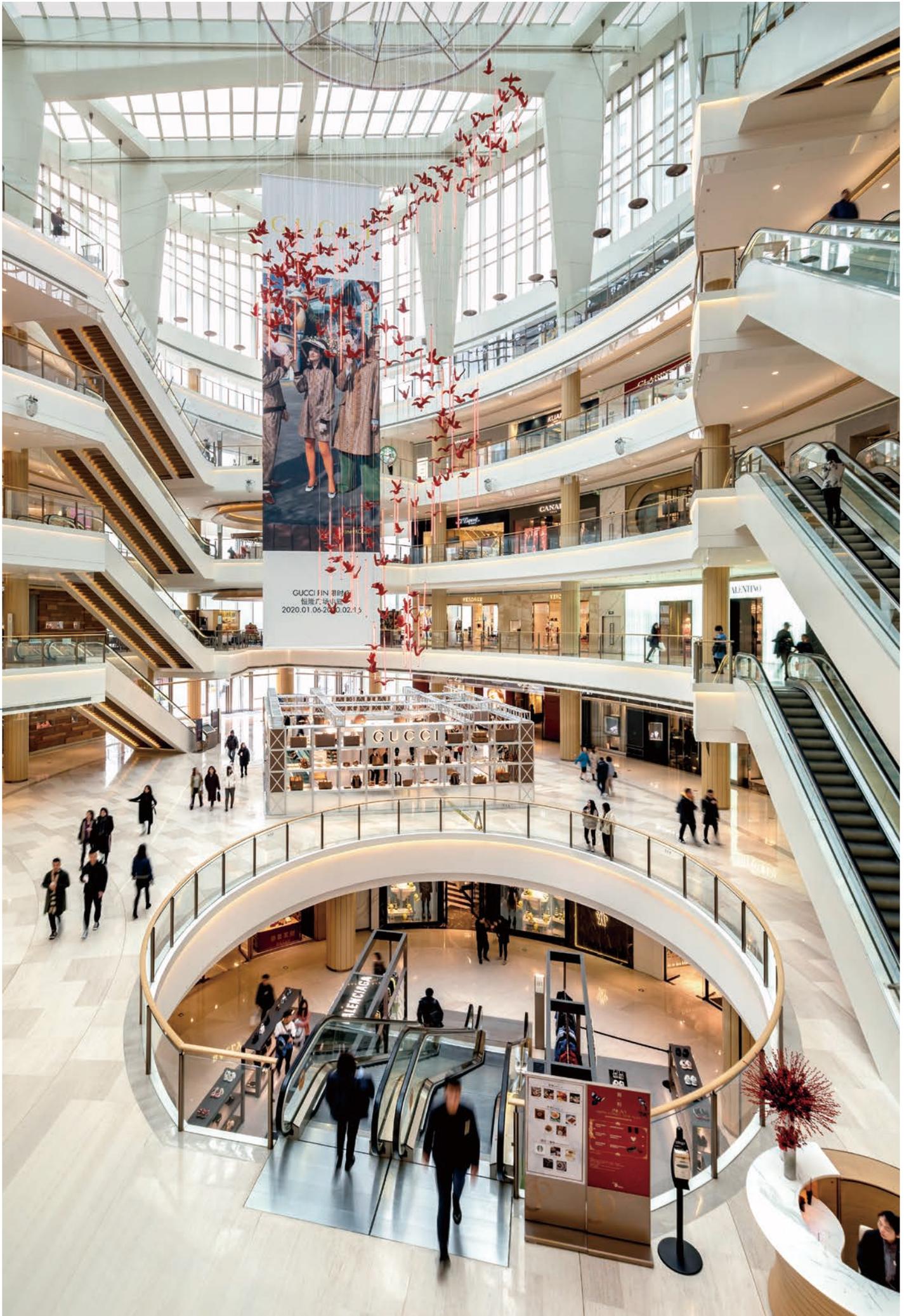






以客為尊





上海恒隆广场





陳啟宗
董事長

業績及股息

截至2019年12月31日止年度內，由於我們幾乎沒有售出任何香港住宅單位，收入減少6%至港幣88.52億元。股東應佔純利下降24%至港幣61.72億元。每股盈利相應下降至港幣1.37元。

倘扣除物業重估收益的影響，股東應佔基本純利上升9%至港幣44.74億元。每股基本盈利相應增加至港幣0.99元。

董事局建議派發末期股息每股港幣5角9仙，於2020年5月20日派發予於2020年5月7日名列股東名冊的股東。如獲股東批准，截至2019年12月31日止年度的每股股息總額為港幣7角6仙。

每股股息增派一仙的緣由需做一些說明。在2015年底，董事局認為妥當起見應向股東傳達一個明確的信號，即我們的市場已經非常疲弱，且很可能會持續。股息減少一仙對我們的現金流其實毫無實質影響。

其實，早在2011年中，我們就開始感覺到市場有一股寒意。到2012年底，那些市場觸覺敏銳的人已知寒冬正悄然而至。到了2013年，經濟明顯放緩已是眾所周知。在2014至2015年，經濟下滑情況嚴重，以至無人指望會迅速復甦。無人知道何時會春回大地，我們亦然。正在那個時刻，董事局認為有必要向市場發出信息。我們相信這是唯一負責任的做法。此後又過了兩年，經濟才開始復甦。

我們特意減派股息後發生的事，顯示了投資者與管理層之間的看法存在分歧。後者主要關心公司的長遠健康，以負責任的態度行事，顧及所有持份者，

尤其是我們的股東。另一方面，大部份投資者主要着眼短期（有時甚至是極短線）的考量，即投資回報，包括股價表現和股息，這是可以理解的。

令人驚訝的是，減少一仙股息竟惹得那麼多股東不悅。或許他們心理上不好受，因為在過去至少30年，我們只曾減派股息兩次，一次是1988年，另一次是1999年，都是處於嚴峻的區域或環球金融和經濟動盪之中。投資者和分析員當時都明白我們的理據，也明白對現金流無實質影響，但他們就是不喜歡。這是許多人曾當面告知本人的。最常聽到的一句話是：「你甚麼時候會還我一仙？！」我們有注意到他們的意見，並樂意在時機成熟時聽從。

董事局認為這個時機到了。長久的熊市在2017年底或2018年初結束。在復甦兩周年之際，我們對業務的短期至中期前景充滿信心。我們充分認識到我們兩個市場的不確定因素——香港的社會動盪，及內地受中美貿易戰牽連。正如本人在上一份中期報告中提及後者一樣，本人會在這函件中的稍後部分分享對前者的看法。同在六個月前，在我們母公司恒隆集團有限公司（恒隆集團）的《董事長致股東函》中，本人也論述了中美之間牽涉更廣的爭端，及隨之而來的影響。

結論是，內地的消費，尤其是奢侈品零售，應該會繼續表現良好。事實上，全球兩個最大經濟體之間的紛爭，可能反而對我們的業務稍微有利。此外，我們預料內地物業組合的租金增長強勁，足夠彌補任何可能出現的香港租金減幅有餘。

由於我們的內地業務迎來盛夏，董事局認為現在是時候提高股息了。不過，我們必須在派息與未來支出之間取得平衡。未來數年，公司的年度資本支出將不會少。正如本人過去曾提及，我們正處於增長階段。在2019至2025年的七年間，我們每年將建成近380,000平方米、以世界級的商業空間為主。本人向讀者提出挑戰，想必尋遍世界各地也難找到另一地產商有如此數量的在建項目，就算有也是極少數。因此，我們應審慎運用資金，不應掉以輕心。

至於長期的派息政策，在審慎理財原則下，我們一直是多賺多派。我們儘可能傾向不減派息，相反，我們樂意看到股息以絕對金額值計算平穩或上升。

業務回顧

作為母公司恒隆集團的運營實體，本人半年前花了相當長的篇幅，闡述令我們的業務如此具吸引力之市場因素和商業模式因素。有些觀點本人在早些年已詳述過，讀者不妨參閱。一如以往，本人慣常在這函件中重點講述一些較直接影響我們業務上有關策略及營運的事項。由於我們未來的發展主要在內地，本人會探討一些可能影響我們的相關內地經濟及其他發展。至於在恒隆集團的《董事長致股東函》裏，本人傾向退後一步，着眼於可能會影響我們企業的宏觀環球事態，有時甚至會淺談這些事件背後的哲理緣由。純粹與香港有關的問題也會大多放在那裏。

忠實讀者都知道，本人十分認真看待這兩篇半年度的函件。定期與股東（及潛在股東）詳細交代可能影響公司的重大外部事件，本人視之為個人職責。當然，這是身為董事長除了本應報告基本公司信息以外的額外分析。不過，這溝通平台的本質可說是限閱的，即在某種意義上只限於對我們公司感興趣的讀者。然而，互聯網改變了現今世界。最近有位內地股東跟本人說，這樣的「私人信件」很少會得到如此廣泛的傳閱。事實上，這兩篇半年度的函件，已遠及投資界以外的眾多讀者，尤其是在內地。這並無不妥，因為本人不會為此而對自己的撰寫方法作絲毫調整。

縱使處於極不利的市場環境，管理層再次交出令人滿意的業績。儘管中美貿易糾紛最近達成了首階段協議，但兩國關係仍然如履薄冰。香港的社會動盪或許表面上平靜下來，但可接受的折衷解決方案依然未見影蹤。

因此，與其他擁有商業項目的香港地產商一樣，我們的租金收入也受到一定影響。受惠於2019年上半年的租金增長，我們還能在年內實現2%的按年升幅。幸好我們的內地業務增長強勁，足夠抵銷香港市場疲弱的影響有餘。以人民幣計，我們在香港以外地區多收12%的租金——上海為8%，其他城市為19%。撇除新開幕的物業，內地項目組合的租金收入增長了10%。



上海恒隆廣場

雖然我們內地辦公樓的租金收入只有溫和增長，但我們購物商場的租金則錄得較高的增幅。在上海，上海恒隆廣場的租金收入增幅達14%，而上海港匯恒隆廣場雖然現正進行資產優化計劃，主體只局部開放，但仍錄得6%升幅。撇除新開幕的昆明恒隆廣場，上海以外的六座購物商場中，有四座的收益均錄得雙位數增長，當中三座的收益增幅更達20%或以上——瀋陽皇城恒隆廣場20%，無錫恒隆廣場22%，以及大連恒隆廣場28%。濟南恒隆廣場的增幅亦有10%，甚至表現較為遜色的瀋陽市府恒隆廣場和天津恒隆廣場也分別錄得3%和4%的升幅。換言之，每個購物商場的租金收入都有所上升。

物業租賃營業溢利的成績令人振奮。由於香港和上海的項目都甚為成熟，兩地的營業溢利因此僅有輕微增幅。不過，在內地其他地方，增長卻十分驚人。這是一個甚好的徵兆，表示我們的營運效率已大大提升，即是成本已穩定或下降，同時收入持續長足

增長，而且升幅可觀。最理想的是，本人預期數字會繼續增長。

看看這組業績：營業溢利表現最差的購物商場（天津恒隆廣場）上升了13%，非常不錯。緊隨其後的是濟南恒隆廣場，增長了21%。其餘的表現都出類拔萃。按增幅由低至高排列，分別是瀋陽皇城恒隆廣場56%、無錫恒隆廣場59%、瀋陽市府恒隆廣場68%，而大連恒隆廣場則高達81%。

這些數字與收入升幅不相稱。這就是本人從前提及過我們業務的特色，即是開幕後的數年，成本增幅就算沒有被壓低，也會放慢下來，而租金收入則會持續攀升。這個逆向走勢一旦開始，相距只會越來越大，讓越來越多收入直接轉成純利。我們一直如此預計，只是2012至2017年的熊市使之推延。當市場在2018年初回暖時，我們就知道我們的購物商場業務很快會重拾正軌，在經濟復甦的第二年便兌現了。各個購物商場的租賃邊際利潤率都有提升。



上海港匯恒隆廣場

在香港這樣成熟的市場，我們的投資物業歷史較久，租賃邊際利潤率多年來一直維持在84%至85%左右。上海的兩座購物商場落成已有近20年，其數字一直徘徊在90%左右。縱然上海港匯恒隆廣場正進行資產優化計劃，但仍達85%。不久，它將會回到上海恒隆廣場的水平。

上海以外有三座購物商場的租賃邊際利潤率增至45%或以上：瀋陽皇城恒隆廣場和無錫恒隆廣場均達45%，而濟南恒隆廣場更達56%。所有其他物業的表現都有增長，尤其是大連恒隆廣場，其第二期佔總空間約13%，最近才開幕。我們把它逐步推出市場，推高了租出率，也大大拉高了租賃邊際利潤率。本人預期，我們所有發展項目都會朝這個理想趨勢前進，租出率和平均單位租金也是如此。

要了解內地市場有多強勁及我們在內地的表現，可從另一角度看看租金收入的持續增長。讓我們比較一下以下四組按年數據：2019年全年與2018年同期相比；2019年上半年與2018年同期相比；2019年下半年與2018年同期相比；最後是2019年下半年與同年上半年相比。無論在上海還是其他地方，所有數字都是正數。事實上，上海以外的物業全部四組數字都錄得雙位數增長，分別是19%、14%、24%和16%，而上海的數字分別為8%、4%、12%和9%。所有內地項目的整體增幅則分別為12%、7%、16%和11%。

當然，我們持續成功的關鍵是零售額。只有當租戶做更多生意，我們才能向他們收取更高租金。再一次，有關數據同樣令人鼓舞。撇除正進行資產優化計劃的上海港匯恒隆廣場及新開幕的昆明恒隆廣場，我們其他購物商場的租戶在2019年的營業額皆比前一年高。四座購物商場的銷售額增幅逾20%——瀋陽皇城恒隆廣場達20%，上海恒隆廣場和無錫恒隆廣場皆為21%，大連恒隆廣場更高達29%。

一個有關零售額的有趣現象是，單單上海恒隆廣場的零售額，已佔我們所有香港零售租戶總銷售額的90%以上。當上海港匯恒隆廣場完成資產優化計劃後全面投入營運，加上所有頂級時裝品牌進駐後，上海的租戶銷售總額很可能很快便會趕上我們香港的總額。更令人振奮的是，把所有上海以外的內地購物商場加起來，其銷售額已經超過了香港市場的80%。

由於每個城市的競爭環境和購買力不同，城市之間的單位租金差異很大。這就是為何香港至今仍遠遠高於所有內地城市。即使前者在未來數年不會下跌（這假設值得商榷，本人會在下一節再談），但兩地市場的差距幾乎無可避免地會繼續收窄。這對我們的業務來說是好事，因為我們一直大舉擴張內地業務。

換個角度看：如果我們過去沒有進軍內地市場，會是怎麼樣？多年來，由於對內地不穩定因素的擔憂，我們一直很謹慎，不出售過多香港投資物業。可是，近期本港動盪說明了香港市場也不見得那麼可靠。可以肯定的是，在兩地都有業務，即分散投資組合，我們起碼不會陷於最壞情況：即是把所有雞蛋放在一個籃子裏，要是籃底一穿，所有雞蛋都會無一倖存。

今年的財務賬目特別繁瑣。有幾項元素，有舊的也有新的，很容易把我們業績的真實情況混淆，只有非常細心的分析員才能充分地剖析我們的表現。管理層已竭盡全力，使之更易理解，我們也鼓勵所有讀者仔細閱讀這份年報。在這裏，本人請大家注意幾項關鍵要素。

近20年來，我們一直專注在內地興建商業物業，以賺取長期租金收入。因此，我們目前和未來的業績應主要按這部分的業務來衡量。而且，由於我們還有近半租金收入來自香港，香港租賃業務的表現短期內仍然重要。其他業務如物業銷售等應視作旁支，看我們業務表現時應撇除不計。畢竟，主要業務終究是主要業務。

精明的專業分析員一直以這種方式來評估我們，而本地報章報道則是另一回事。由於物業銷售對我們而言實為次要，且偶有成交，將有關收入與我們穩定的租金收入併起來看，只會令真相模糊。但由於香港大多數地產同業都主要依賴物業銷售，傳媒也以此衡量我們的表現。數十年來，我們已從那種模式轉型至投資主導的地產商。由於我們仍然偶爾銷售物業，傳媒因而感到困惑。我們明白期望

本地記者理解這種細微差別是徒勞的。儘管如此，在編製如本年報般的對外刊物時，管理層仍會盡最大努力令讀者明白。

另一個存在已久的問題就是貨幣換算。這同樣會嚴重地扭曲對我們營運狀況的正確評估。以港幣作為業績報告的貨幣單位，人民幣升值便會誇大我們的利潤，相反人民幣貶值時會帶來反效果，情況就如過去數年一樣。因此，要合理地評估我們的業務表現，應以當地貨幣單位來看，即以人民幣為單位來評估我們的內地租賃業務。由於現時我們的租金收入有一半以上都是人民幣，因此董事局一直有考慮以人民幣作為業績報告的貨幣單位。但是，到目前為止，我們認為仍未有充分理據作此變更。

今年的業績報告出現兩件略新的事項。首先是香港會計準則（HKAS 23）的變更。這改變在一年前已開始，本年報稍後章節亦會再作說明。簡而言之，利息支出的進一步資本化降低了目前的利息支出，從而提高了純利。

第二項是關於我們半年度重估投資資產。很多報道我們公司業績的分析員都知道，與同業相比，多年來用於估算我們物業價值的資本化率一直偏高。當考慮到我們的內地發展項目質量超卓，及其相應的盈利能力，這尤其不合理。同區次等大樓的實際銷售交易中使用甚低的資本化率，足以反覆證明這點。

我們外聘的估值師因此決定全面降低我們內地物業的資本化率。對於上海的兩座物業這尤其合理，因為兩者在近期的資產優化計劃後都表現出色。（儘管上海港匯恒隆廣場仍在翻新改造，但相當可能會如上海恒隆廣場般創出佳績。）

要為複雜的投資資產給予一個價值或數值，既是一門藝術，也是一門科學。雖然其方法，以我們的做法為例，必須嚴格和一致，但難免會涉及很多主觀決定。例如，估值的其中一環是估值師對我們未來收入流的預測，他可能會考慮到當前的中美貿易戰及其對租金增長的影響。另外，有關資產類別供應過剩等市場因素又如何？需要多大的競爭才會影響我們的租金議價能力？影響又有多大？這些都說明了估算出來的數字有多主觀。缺乏可比的銷售活動，任何的估值也不過是推測。就算同區有實際銷售，如何衡量不同建築物的品質差異？

兩項本公司與母公司恒隆集團去年初分別售出的投資物業，正是一例。成交價是賬面值的兩至三倍，而按定義，賬面值是六個月內的估算（我們每六個月重估整個組合）。我們過去十年出售的所有租賃物業都有類似情況。

因此，半年一度的重估應僅作參考。預測未來雖是徒然，但有時候仍是必要的，我們的業務便是一例。本人明白並同意在賬目中反映實體資產較真實價值的概念，但任何查閱賬目的人都必須意識到估值方法及估值師的局限，皆因我們都不是無所不知的。有太多因素影響那個最終數字，而這些因素許多都沒有也無法有一個確切的答案。

昆明恒隆廣場於2019年8月下旬才開幕，所以無法作比較。一言蔽之，初期的表現相當令人鼓舞。逾90%的空間經已租出，或已訂定租賃合同，而且很多全球頂級時裝品牌已承諾進駐。部分仍在進行內部裝修，將於本年度第二季開始營業。購物商場會於5月底舉行正式的開幕典禮，無疑將會成為昆明市Home to Luxury。昆明是中國通往東南亞和南亞的首要門戶。值得一提的是，有三分之一的品牌若非首次進駐中國，也是首次落戶昆明。



昆明恒隆廣場

我們所有的辦公樓表現雖不特別卓越，但保持平穩。相對而言，瀋陽市府恒隆廣場的辦公樓以營業溢利增長計表現最好，而去年8月開幕的無錫恒隆廣場第二座辦公樓租賃情況令人滿意。

位於瀋陽市府恒隆廣場的瀋陽康萊德酒店在2019年9月1日開始營業，已經成為市內房價最高的酒店，並迅速吸引到瀋陽及周邊城市的富裕人士光顧，而這些富裕人士何其多！

所有內地項目的工程正按計劃進行，包括我們的最新項目——杭州恒隆廣場。我們被政府程序耽擱了五個月，終於在去年9月動土。所有前期建築工程已經開始，希望儘可能趕上進度。我們委任了總部設於美國紐約市的KPF建築事務所為項目設計建築師。此前，我們已經與他們合作完成了多個項目。

香港社會動盪，經濟受到嚴重損害，復甦需時。即使復甦後，某些行業也難以重回動盪前的水平。

接下來，本人會嘗試探討香港的長遠未來。本人只能說，過去七個月發生的一切是徹底的瘋狂。與過去數十年來在世界各地發生的重大騷亂，如倫敦、巴黎、巴塞羅那、紐約市等的相比，暴力行徑更為殘暴。這是何等愚蠢！但自由主義政治往往是非理性的。為了某種意識形態、宗教信仰或政治制度，有些人會大灑金錢、賭上前途，以換取一點點東西。沒錯，街頭暴力損害生意，對我們這些大企業而言尚可應付。但對於激進的年輕人，可能就這樣便毀掉了自己一生的前途。在背後煽動暴力的成年人，要負上相當大部分的責任。



瀋陽市府恒隆廣場

目前，零售業首當其衝。商店和購物商場不得不關閉，以免被激進示威者破壞，所有人都受累。造就香港十多年繁榮的內地訪客現已卻步。作為業主，我們必須在尊重合約精神與商業夥伴關係之間取得平衡。因此，在過去三個月我們不得不按個別情況給予一些租金寬減。幸而我們大多數的零售空間都是為切合本地人需要而規劃的，雖然未能完全倖免，但所受的影響較小。

香港的辦公樓市場也受到影響，續約租金回軟。

2019年上半年，我們的香港租金輕微增長逾3%。街頭動盪始於6月，我們過去六個月所收的租金保持平穩。最終，全年的租金收入上升2%。

在這形勢下，要出售如藍塘道這般的豪宅變得困難。這就是為何我們只錄得一宗成交，成交價與去年的三宗相若。

暴力事件發生之前，我們售出了一些成熟的投資物業。我們原想出售更多，但市況變得非常淡靜。

我們香港的兩個發展項目如期進行。去年4月，我們成功整合位於牛頭角的前淘大工業村的業權。拆卸工程正在進行，將重建為住宅單位，下層附設一個小型購物商場，其總樓面面積略超過16,000平方米。我們預計在2021年預售，2023年完工。

北角電氣道的重建項目，拆卸工程已經完成。我們將建造一座面積接近10,000平方米的辦公樓，預計2022年竣工。

剛過去的一年，人民幣兌港元貶值4.3%。因此，來自內地的收入在業績報告以港元計算時有相應折讓。

儘管我們的基本業務在內地表現強勁，但股東應佔純利下降24%，原因有二：第一，我們在香港售出的發展物業大幅減少；第二，股東應佔物業重估收益不及2018年高。剔除第二項因素，純利增長9%；如同時撇開第一項因素，整體物業租賃業務增長了29%，成績頗為稱心。

展望

短期展望而言，舉例說未來兩年，內地和香港兩個市場之間可能截然不同。香港社會動盪很可能會持續影響本地零售及相關業務，本人稍後將就此詳述，而我們的內地業務應會繼續蓬勃發展。我們固然不希望看到本地市場蒙受損失，然而我們的投資組合將發揮互補作用，所以對整體盈利能力的影響將會很輕微。

讓本人以一個較嚴峻的情況為例：假設未來兩年，香港租金按年下降5%。這意味着公司整體年度租金收入將下降約2.3%。要完全抵銷這個損失，我們的內地投資組合便要額外增長4.4%。然而在此期間，我們很大機會把內地物業組合的租金每年提高逾10%，甚或高至接近20%（去年為12%）。這讓我們整體租金收入仍有合理的增長。

事實上，在過去十年，我們大大減少了對香港的依賴。內地業務的內部增長速度更快，而且我們有很多新物業快將落成並開始帶來收入。香港業務的重要性只會隨時間變得越來越低。

過去七個月，嚴重街頭暴力事件隨處可見。就我們的城市而言，有些微相似的情況要追溯到1967年的暴動。那時本人在香港，正要上大學。當年的動盪比較受控；這次騷亂則更廣泛。當年的警察毫不留情，迅速把暴亂分子鎮壓下來；這次警察卻極其克制，所以街頭的暴力分子更為膽大。一個年輕人怎可以把汽油潑向一個陌生人，然後點火！還有其他類似的暴行。同樣嚴重的是，許多本來理智的市民居然會縱容這種非理性的罪行。

現在，我們希望最糟的街頭暴力已經過去。到目前為止，動盪對我們純利的影響仍可控制。若暴力事件重現，對我們今年和明年的影響又如何？

近日，投資者普遍提出的一個問題是：香港經濟下行會持續多久？正確的答案當然無人知曉。不過，我們身為管理層，不得不作出一些假設，作為制訂業務計劃的基礎。話雖如此，外在環境的混亂狀況可讓人沒法作出合理估計。於本人而言，此刻正是這種狀況。可以做的，就只有參照一些類似的歷史事件，希望有所啟發。

六個月前，本人向讀者重提，1997年7月2日開始爆發的亞洲金融危機時情況有多嚴重。我們的香港租金下降，直到2008年始恢復金融危機前的水平，花了將近11年的時間。這次會一樣糟嗎？本人不知道，也不想猜測。然而，有幾項觀察或許可以給我們一些啟示。

在1997至2002年的亞洲金融危機期間，香港面對的基本上是一個經濟問題，惟因那年香港回歸祖國的政治不確定性而加劇。1998年8月，即金融危機爆發後的13至14個月，六家國際金融機構（三家投資銀行及三個對沖基金），認為可以利用港元與美元掛鈎的聯繫匯率制度大賺一筆。他們都是本人私下認識的，知道擊潰這個制度便可以賺取暴利，即使他們深知這會摧毀我們的經濟和眾多市民的生計也在所不惜。

他們找到的切入點是股票市場，它比貨幣市場小得多，因此比較容易操控。在發生嚴重地域性金融危機之時擊潰股票市場，將會引起社會恐慌，從而有可能打垮貨幣聯繫匯率制度。他們已沽空港元，

準備獲取巨額利潤。對於我們的城市而言，可幸時任香港行政長官董建華先生在北京的支持下，採取果斷行動來抵抗狙擊並獲取勝利。否則，我們的經濟會陷入萬劫不復之地，或許需要十年的光景才能復甦。

儘管狙擊者的行為可能並非違法，但道德上絕對說不過去。僅僅為了一己私利，他們可以摧毀無辜市民的生計也不眨一眼。這種行為不道德，參與者當然亦不道德，因為他們策劃並執行了這計劃。香港得以倖免，有賴穩健的金融體系，以及遇上出色的領袖。泰國和印尼則沒有那麼幸運。本人經歷了那個時期，不僅見證了那些經濟體整體所遭受的損害，更耳聞目睹各國無數人民，尤其是窮人所遭受的創傷。很多人的一生就此被摧毀；其他的則掙扎了許多年，方能重新開始正常生活。這就是資本主義最醜惡的一面。

在被狙擊的那一年（1998年），香港經濟萎縮了近6%，將近三年後本地生產總值才回到1997年的水平。除了2000年出現的必然反彈外，經濟增長一直非常緩慢，直至2004年。我們經歷了1998年、1999年、2001年、2002年和2003年五個萎靡不振的年頭。那五年的本地生產總值按年算僅增長0.4%。

儘管恒隆當時如今天一樣財力雄厚，但也花了十年時間才使香港的租金回復到金融危機前的水平。慶幸的是，我們當時（在2000年）在上海的新項目迅速帶來收入，減緩了香港租金下滑帶來的衝擊。很多其他企業則沒有那麼幸運。把這個悲慘故事倍大數千，你便會明白香港整體經濟為何要這麼久才重新站起來。

當時的經濟衰退為周邊引發，但這次完全是內部引發的。20多年前，那主要是金融問題；現在，我們面對的是一場政治危機，而這場危機正在拖垮我們的經濟。復甦或許需時，但是單純經濟問題通常有解決方法，當前局勢的本質則是關乎政治，可能需要更長時間才能解決。實際上這是一個棘手的難題，沒有人，可能包括北京在內，有任何解決辦法。連事起何由大家都莫衷一是，更遑論解決方案了。本人從第一天起便公開表示，沒有北京的參與便無法解決這個問題。不過，如果有的話，他們的解決方案也許有助緩和當前的局勢，亦有可能弄巧反拙。良好意願不一定造就美好結局；且看事態如何發展。

這就是政治麻煩的地方，一個舉措招致的反應往往比經濟領域裏的事難測得多。政治學和經濟學都是社會科學，但經濟學裏的驅動力或運作都簡單得多。雖然金錢並非衡量一個經濟體的唯一標準，但絕對是主導標準。另一方面，政治世界裏的動機則複雜得多，而往往是不可言喻，或難以言喻的。話雖如此，政治也可能出奇地反助我們一把。有時候，再難解的結也可能突然鬆開，但這次本人則不敢奢望。

撇開當前難題的政治根源，我們可輕易地做些經濟上的觀察，然後得出合理的預測。一個顯而易見的預測是，首當其衝的會是零售業及相關行業，例如餐廳、酒店和某些服務行業，如主題公園、美容院、醫療診所等，其中一些會影響我們的營運。

去年，本人在海南島結識了一對相對富裕的夫婦。他們曾經每月都會來香港一趟度週末。他們入住五星級酒店，品嚐不同的美食，然後帶着年幼的兒子到香港迪士尼樂園或海洋公園（另一主題樂園）。太太去購物時，丈夫則在網上瀏覽並為太太支付

賬單。全家人不時到藥店買些藥品，去醫務所接種疫苗，有需要時會去看牙醫。他們對我們的街道十分熟悉，認識的本地餐廳可能比本人還多。作為一名香港市民，得悉他們每月來港短遊，本人表示感謝。他們是否光顧本公司的購物商場或時常出入我們租戶的餐廳都是其次；他們正撐起本港的經濟。

難怪過去的15至20年是香港零售商的黃金時代。要不是有外來的幫助，我們的內部增長將會非常緩慢。我們的自然人口增長是發達地區中最低之一。大規模的財富創造似乎已成過去；我們的市民並不熱衷尋找或發展新產業。結果，由本地消費帶動的零售增長只能毫無起色。

大量的內地訪客是過去20年來零售業銷售強勁的主要原因。他們甚麼都買，從日用品到昂貴和不太昂貴的珠寶手飾，以及高端和不太高端的時裝和化妝品。部分香港人或其他地方的人都有着錯誤的印象，以為內地人很窮。遠非如此！那些訪港的內地人肯定有錢可花。雖然並非所有人都能負擔或喜歡入住五星級酒店，但許多人會入住中檔次和低檔次的酒店。在這過程中，為本港居民創造了就業機會。

現在這一切都已成過去。示威者不僅針對香港政府，他們亦不希望與中央政府有任何關係。如果他們就此打住，對香港經濟仍不會造成很大的負面影響。但是他們也針對內地人，而正正是這些訪客試圖把錢塞進我們的口袋裏。

另一宗軼事或有助於闡明這一觀點。大約兩星期前，一個由頂尖高科技企業家組成的小型內地組織到訪香港。他們在一家豪華酒店下榻三天，並邀請本人在一個星期日為他們演講。前一天晚上，他們打算在一家距離酒店約200米的高級餐廳用餐。

當天下午，兩名女職員想確認一下是否需要預訂車輛，於是盡責地步行往餐廳檢查路線。在街上，她們的普通話對話定是「暴露」了她們的身份。一名「黑衣人」（即眾人皆知的示威者）聽到她們在說普通話，而不是香港的本地方言廣東話，便騷擾那兩名年輕女士，十分卑劣。她們被嚇壞了，馬上跑回酒店，並租了小型旅遊巴代步。這絕不只是個別事件。本人那些朋友會再次在香港舉行會議嗎？本人表示懷疑。

既然內地人明顯不再受到香港人歡迎，他們為甚麼還要來？！他們口袋裏有錢，去甚麼地方花都可以。很多其他城市將熱烈歡迎他們。我們必須認清一個事實，過去20年來香港經濟的急速發展與內地及內地訪客息息相關。把他們嚇走，等同把他們的錢推往別處。

我們必須了解問題的嚴重性，這一點十分重要。過去多年，內地人佔所有訪港人數的75%至80%。他們的人均消費為全球最高之列，在世界各地皆是，比日本人、德國人、美國人等消費更多。鑑於這群訪客的數量和質量，沒有了他們將會嚴重損害我們的經濟。

正如我們過去數月所經歷的那樣，香港經濟立刻受到了衝擊。商店和餐廳首當其衝，市況低迷的氛圍向外蔓延。零售和辦公樓租金有所下降，商業地產交易已然消失。大眾住宅的價格和成交量均有所放緩。香港人口逾半擁有物業，他們並不樂見這個情況。當負面財富效應開始，人們會減少支出。經濟螺旋式下滑。

香港要在來年維持現有租金並非易事。一如既往，我們在續租方面會務實進行，為達到更高的租出率

而在價格上作出一些讓步。我們寧可缺一，也不要兩者皆失。物業空置往往是最壞的情況。

香港的長遠前景如何？畢竟，恒隆一直是長線市場參與者。簡短的答案是：本人真的很擔心。事實上，自香港1997年回歸祖國以來，本人從未這般擔心過。如果這個城市失去了它的光芒，不會是經濟問題使然；反之，會是社會發展，尤其是政治發展，使我們受到傷害。這正正就在我們眼前發生。

若問題的本質主要是經濟的，我們可能需要一些時間，但早晚會重新振作起來。復甦可能甚至比以往更快，因為中央政府現在財力雄厚，可以給予支持。但由於目前的問題本質是政治的、內部引發的，解決起來會困難得多。

正如本人過去曾公開指出，香港及其管治的根本問題是，香港人的社會基因與內地人的截然不同。前者大部分是逃難到香港的，不論是在1949年前後、1950年代末的政治運動、1960年代初的大饑荒、為期十年的文化大革命（1967至1977年）期間，或1989年6月的學生運動後。因此，他們對北京有一種既有的不信任和根深蒂固的恐懼。

不論在哪個時期，這些華人一旦移居到香港，他們都會被巧妙地褪去國家意識。考慮到他們對北京的態度，這並不十分困難。他們也不被允許參與政治。這便產生了一個具備三項強烈特徵的群體：極不信任北京、缺乏國民身份認同，以及政治思維幼稚。這與我們的內地同胞正好相反。他們在一個政治至高無上的環境中長大；大部分熱愛祖國，並且幾乎所有人都支持政府。

可以肯定的是，過去40年來，內地幾乎在社會的各個方面都取得驕人成績，尤其是經濟方面。然而自1949年以來，首30年的動盪歷史記憶，已深深銘刻在香港人的心理或社會基因中。此外，兩地的社會規範也存在很大差異。香港人非但沒有嘗試理解內地同胞，反而乾脆看不起他們。

低估這種情感之深不可能管治香港。北京能理解嗎？本人抱有懷疑，但這正是當前困難的根源。

更糟的是，儘管這是大多數香港人對內地的普遍態度，但就如其他社會一樣，總會有一小撮激進分子。對他們來說，北京是萬惡之源。不論有否宣之於口，他們的目標是切斷香港與祖國之間的所有聯繫，除非他們能把北京改變成他們想要的樣子。由於後者幾乎是不可能的，因此這一群人內心渴望香港獨立，即使他們不敢說，或是過於聰明而不願承認。

數個月前，一些有影響力的人士從北京到訪香港。他們很困惑為何有些香港人想爭取獨立。本人告訴他們，這些人打從心底裏並不真正想要獨立。與其說他們的目標是改變香港的政治制度，倒不如說是想改變國家的政治制度。如果他們在後者上取得成功，他們還會想要香港獨立嗎？絕對不會！這清楚說明，這些激進分子的最終目的並非要推翻香港，而是推翻北京。有鑑於此，中央政府怎能不萬分小心處理我們的問題！

在當前中美關係惡劣的時勢中，這些激進分子很容易變成更大的地緣政治棋盤上的一枚棋子。總會有外國政府非常樂於利用香港的動盪形勢來給北京造成傷害，或至少製造麻煩。

在2014年香港的佔領中環或雨傘運動期間，異見人士的組織能力非常強大。儘管有很多本地人能夠設計並執行複雜的項目和架構，但與暴動相關的專業知識在這城市未曾見過。因此，幾乎可以肯定，這當中涉及外國勢力的指點和支持。

與僅僅六年前相比，這次的示威組織者將運動推到更高的水平。一位博學之士告訴本人，當中採取的戰術和應用的科技屬於世界最精密之列。若說這些人沒受過世界級的專家訓練，實在難以令人置信。很多觀察者都對這些幫助的來源下了相同的結論。至少可以肯定，這些幫助裏的一環是透過台灣而來。示威者領袖亦已公開承認此事。

若這些煩亂發生於中美關係友好時期，情況不可能惡化到如此地步。不僅本地的激進分子成了被利用的棋子，連整個香港都一樣！

在目前的動盪中，本地政府扮演了甚麼角色？政府現已撤回的「引渡條例」修訂草案點起了火頭，而其能力不足和領導無方則火上加油。目睹政府的作為與不作為實在令人驚訝。這引發了很多人釋放出對北京根深蒂固的不信任，以及某些人對北京的怨恨。

此外，「一國兩制」框架的設計存在結構性瑕疵，漸漸使香港人與中央政府之間的關係變得緊張。例如，我們的行政長官和所有主要官員都是按照《基本法》的規定由北京任命。像世界上大多數國家一樣，中國是單一政體國家，香港的一切權力都由中央政府下放而來。然而在《基本法》之下，中央承諾香港享有高度自治，而非完全自治。高度自治有多高才算高？有些人顯然在爭取完全自治。這使

得雙方之間的關係非常微妙且棘手。事實上，無論是在這裏還是在北京，就算是在世界上的任何地方，都沒有處理這方面的經驗。

任何人若是客觀和公正，便不得不同意北京基本上已履行承諾。香港回歸祖國後好些年，中央都實行「不管便是管好」的政策。到1997年7月1日，大部分當時負責香港事務的內地官員已經退休或調任他職。一些規則使內地政府官員前往香港特別行政區（香港特區）極為困難，每次到訪都必須得到最高層批准。北京幾乎完全信任港人治港。

另一方面，每當香港有何需求，諸如經濟援助之類，中央幾乎每次都有求必應。例如，亞洲金融危機期間，我們的金融體系得到了極其需要的支援。再者，在2003年非典型肺炎爆發期間和之後，中央亦改變了某些內地政策，並制定了一些新政策來幫助香港。若不是允許數百萬內地居民每年訪港旅遊和消費，這20年來，我們的經濟會如此強勁嗎？絕對不會！

試站在北京的立場想想：他們從香港得到甚麼回報？主要是被西方列強分割數世紀後，得享國家統一的自豪感。諷刺的是，許多香港人並無同感。如前所述，他們沒有絲毫國民身份認同。

北京得到的其他好處通常對內地和香港都有利。例如，我們的香港交易所為內地企業提供了一個爭取國際資本的平台。然而，試想想這為香港創造了多少高薪工作，帶來了多少經濟效益。坦白說，沒有香港，這些公司仍然可以去新加坡、倫敦或其他地方籌集資金，儘管香港比較方便。但是如果沒有這些內地企業，我們的金融服務業將會大大

萎縮！現今，香港交易所的市值及其日常交易大部分都與內地公司息息相關。換句話說，他們可以沒有我們，我們卻幾乎不能沒有他們。

正如本人六個月前所撰述，北京在1997年後對主理香港事務過於寬鬆。當《基本法》的某些方面沒有被嚴格遵守時，他們沒有多加理會，信賴香港人知道自己在做甚麼。這22年來，國家領導人不懂得如何處事強硬。可悲的是，這被批評中央的人視之為軟弱，而事實的確如此！於是他們開始鼓動變革，而所爭取的往往與《基本法》抵觸。北京一次又一次的讓步，反倒令反對者變本加厲。2003年7月1日，時任中國國務院總理溫家寶在一次慶祝活動結束後離港不到一小時，50萬民眾上街遊行，反對特區政府計劃在香港推行國家安全法。根據《基本法》，香港有憲制責任制定此法，如不履行，其實英國人遺留下來嚴厲的安全法今天仍然適用。

自1997年以來，反對派領袖抓緊每一個機會與香港政府抗衡，將其視為北京的代表。這些人不在乎自己的所作所為是否會傷害本港居民，只求自己在政治上得益。北京是否應該收緊一點，恢復以較恰當的方式詮釋和實施《基本法》？是應該的，但他們會嗎？或他們可以嗎？

1997年之前，在英國管治下的本港居民不被允許參與政治。如果一不小心，你的下場不是未審入獄就是被驅逐出境。本人先父的一位商界朋友的兒子曾面臨那樣的抉擇。這位年輕人不得不逃離香港數十年，直到1997年後才得以回來。以前，某些有地位人士的電話每天都會被竊聽，查核他們是否有參與顛覆活動。1997年之後，這一切都是難以想像的。

因此，1997年之前，香港幾乎完全是一個商業城市。除了某些只允許英國人經營的特定行業和服務，其餘經濟領域都可以自由競爭。直到1997年之前不久，電訊、電力、航空等行業仍是本地華人禁止涉足之領域。在服務業方面，醫護和法律等專業只允許在英國體制下受訓的人投身其中。幸運的是，其餘的商業和專業領域仍然廣闊，足夠讓香港人參與其中。

此外，1997年前途未卜，香港人在這數十年間始終覺得自己是生活在借來的時間、借來的地方；因此必須快速賺錢，以便購買外國護照，以防萬一！結果，香港成了一個由經濟推動的城市，特別着重短期利益。像這樣的地方並不多見。

在這個背景下，香港造就了許多成功的商人。出於同樣的原因，不被允許參與政治也導致香港缺乏有能力的政治家，尤其是那種在1997年後能駕馭香港選舉政治的人才。前身是公務員的可能是能幹的行政人員，但卻不是政治家的材料。更不用說在英國管治時期，他們並非重要決策者。殖民管治者掌握了決策權；本地官員只負責執行。這就是為何我們缺乏政治領導人才和高層決策者。

有人可能會問：那為甚麼反對派中似乎有能幹的政治人才？當政府作出一個決定，就必須堅持下去，並對社會負責。因此，必須萬分謹慎。反政府陣營則並非如此。批評總是容易的，尤其是當不必為自己的言行舉止承擔責任時。反對派的工作很簡單：無論政府提出甚麼建議，他們都會自然而然反對。他們為反對而反對；而且沒有妥協的餘地。這樣既無建樹，又往往不利於社會。但他們在乎甚麼？他們的反對聲喊得越響亮，從媒體獲得的頭條便越多，這對選舉政治很有幫助。每個人都天

生不喜歡權威，所以大家喜歡看人攻擊政府。有時，就像在西方國家那樣，這種現象已成為一種奇觀。

此外，許多反對派人士言語侮辱，態度惡劣。為了減少其攻擊，許多官員乾脆選擇甚麼都不做，那麼便沒有甚麼可被攻擊了。結果，政府變得低效。這該怪誰？也許雙方都有責任，但主要是反對派。這種現象在西方民主社會同樣可以見到，只是在香港這種情況可能更糟，因為反對派上台的機會極低，他們自然更加肆無忌憚。

然而，這些政客很容易受到西方民主國家青睞。那些國家會純粹出於政治目的而支持香港的反對派。是非對錯被拋諸腦後，因為國際政治中沒有這些考慮的空間。自詡正義的西方國家可以成為最不正義的一方。看看他們最近如何支援我們的示威者吧。本地街頭上演的罪行，其罪孽應該也算在那些西方政客頭上。

現在讓本人談回一些沒那麼極端的事情，以香港的土地供應為例，這與我們的業務有關。我們的第一、第三和現在第四任行政長官的土地政策皆屬可取，但因為反對派作梗，這些政策都無法執行。我們的首任行政長官董建華先生在1997年建議每年建造85,000個住宅單位，但遭反對派抨擊，原因純粹是因為這是政府提出的。不錯，我們的第二任行政長官刻意不賣地，因而必須負上責任，而背後說服他的少數貪婪發展商也難辭其咎，但罪魁禍首絕對是那些反政府的政客。

在這裏談談一些事實。香港約有41%的土地被指定為郊野公園；只有不到25%的土地已經開發。住宅用地僅佔總面積約7%。那麼，為何不從郊野公園

拿出1%至2%的土地，並將其轉變為住宅用地呢？正因為反對派，所以無法成事。反對派根本無意解決問題；他們旨在製造更多問題。有問題才顯出他們的存在價值。

香港人與居港內地人之間也存在社會鴻溝。一方面是經濟的，另一方面是政治的，兩者都促成了如今不如人意的局面。

正如本人先前所撰述，數十年來，香港人普遍看低內地人，因為內地人曾經貧窮。但在短短的時間內，許多來自內地的人現在已比我們富裕得多。對於很多來港工作或定居的內地人來說，確實是這樣。高級餐廳裏擠滿了說普通話的人。過去，他們居住在北角和觀塘等中產地區；現在他們也住在港島半山或南區。以往我們只見他們在旺角之類的地方購物；現在他們在中區走動，往往比本地人穿戴得更好。這些現象令某些香港人心理失衡。那些曾經被我們——當然不包括本人！——看低的人，現在不知何故在我們之上。從看不起到妒忌，這種變化對許多人來說實在是太快也太難以接受了。

如果說香港人在經濟上有點兒感到不如別人，那麼在社會文化方面則有極大的優越感。他們相信香港的社會及政治價值觀較好。的確，內地的價值體系截然不同，我們當中很多人都不喜歡。但這樣的觀點和態度是否合理卻是另一回事。像在其他地方一樣，我們當中大多數市民都不閱讀歷史或研究國際時事。他們可能意見偏頗甚至陷於無知，但這並不能改變現實。

為了說明在香港兩地居民之間的差距有多大，讓本人描述一個本人長期以來觀察所得，但甚少

公開討論的現象。本人的廣東話和普通話皆流利且沒有口音，實屬少見。或許由於這個原因，加上本人對世界各地的人，包括內地的人都感興趣，所以在兩個群體之間的交往都游刃有餘。

本人許多在內地出生的朋友，在香港雖然已生活和工作了20至30年，但仍完全無法融入本地的社群。當中有許多都是常春藤聯盟或這類名牌大學的畢業生，會說流利的英語，並在跨國機構中擔任非常高級的職位。有些則是非常成功的企業家，其身家之豐厚足以讓99%的本港居民羨慕不已。在職場上，他們通常是老闆，或至少是本地土生土長的專業人士的同儕。他們是一群有自信的人。然而，在職場以外，這些新香港人與舊香港人之間的社交互動很少。語言也許是最大的障礙，其次是社會文化。儘管如今我們的大多數年輕一代都會說普通話，惟通常頗為蹩腳，但內地人能說得出比較像樣的廣東話的又寥寥無幾。如果連這兩個群體的精英都無法融合，那就別指望其他社會階層能做到。

與其他地方的少數群體一樣，在港的內地人總是低調。他們喜歡香港的許多方面，例如稅率低和政府干預較少，但隨時可以選擇返回內地。相反，大多數香港人卻無處可去。不論是否屬實，他們覺得從內地來的同胞不知怎樣以某種方式侵擾了他們。

這一切就像給火堆添上乾柴，一觸即發，激進的少數派充分地加以利用，並宣稱自己現在是多數派。他們有效地利用了反北京的情緒。香港政府（而非北京當局）提出的「引渡條例」修訂草案點起了火頭，港府官員無力善後，反而起了以火救火的作用。香港因此陷入一片火海。

本人從沒這般擔心過，不僅因其規模之大和持續之久，更因數個本人從沒見過的現象，至少不是這種程度。

首先，過去大多數容易被誘使走上街頭的是年輕人；這次，許多較年長的人也加入了他們的行列，可見不滿的情緒有多普遍。

第二，近來的騷亂比以往的要暴力得多，這可能是由組織縝密的激進主義造成的。基本人性都消失殆盡，野性本能都釋放出來了。還記得北京的一位老教授曾經跟本人說，在1960年代末的文化大革命期間，一個善良純潔的年輕女生可以在一夜之間變成魔鬼，並毫不留情地毒打她的同學和老師。大體上，這就是我們過去數月在香港所目睹的景況。文化大革命已經重現，就在眼前。誰能想像得到！由此可見，人人本性都有其非常黑暗的一面。

第三，反北京的情緒從未如此廣泛、激烈和公開。憎恨北京的激進分子已經成功驅使我們許多市民公然反對中央政府。

幸而，北京當局沒有反擊，也確實沒有過度反擊。如果他們作出嚴厲的回應，或把香港人當作對手，那麼裂痕就會加深，甚至可能永遠無法復原。正因他們保持沉默——出奇地沉默——所以我們仍然存有一些希望。這就像雙方之間的積怨，如果大家都行事幼稚，那便沒救了。但是，如果其中一方處事成熟，那麼就還有希望。今天的情況正是這樣。

第四，香港作為法治城市的聲譽正受威脅。儘管違法者的行為諒必足以令其入罪，但目前為止卻只有很少被依法懲處。令人驚訝的是，為何大多數人

會縱容極端暴力，而他們以往都是很理智的。如果不能把罪犯繩之以法，我們的法律制度還算甚麼？到最後，本人希望至少對那些觸犯嚴重罪行的人必須予以懲罰。

諷刺的是：眾所周知，民主不能立足於沒有法治的地方，因為法律是民主的基石。今天，許多在街頭示威的人呼求民主。他們對民主是否理解則是另一回事。對他們來說，這是遏制北京的唯一途徑。然而，在這批人裏許多都是公然犯法的人。他們並非只是違反小規小章，而是公然觸犯刑事罪行。因此，那些人在贏得民主之前，已經摧毀了民主的基礎。如果有朝一日這樣的違法者得其所哉，他們會突然奉公守法嗎？當然不會！

由於迄今似乎鮮有人需要承擔法律後果，所以鼓動了社會中某一些人，推動各種公眾行動，其目的往往既非法也不合理。這些行動將會進一步分裂社會，也會降低香港的經濟效率。

第五，這20年來，香港日益變為一個政治掛帥的城市。為了政治目標，經濟被大肆犧牲。為了赤裸裸的政治目的，商業活動往往被那些聽起來不錯但其實錯誤、有時甚至是荒謬的理由阻礙。漸漸地，經濟會在不知不覺中衰退，難以恢復活力。大家都被政治沖昏頭腦，再沒有人對營商感興趣。從世界歷史可知，在20至30年內，經濟將變得萎靡不振。順道一提，1997年至今已22年了。

這讓本人想起台灣。台灣自從實行選舉政治以來，經濟一直停滯不前，只能依賴以往的商業成就撐下去。社會上，希望台灣獨立的人，與希望維持現狀的人之間存在巨大鴻溝。在香港，鴻溝就在親北京和反北京陣營之間。正如政治學家所說，

若社群中存在深層次的意識形態、宗教或種族分歧，一人一票的民主制度便行不通。台灣就是這種情況，而香港現在也是如此。台灣的衰落正在香港上演。

第六，也是最後一點，由於少數派的大力發聲，令內地人民對香港反感，其負面印象可能會持續很多年。除非為了商務等事必須來港，大多數內地人都不會到訪了。過去的美好日子已經一去不復返，就香港的經濟而言，目前還看不到有甚麼可以取而代之。香港成功殺掉了這隻會下金蛋的鵝。

就目前而言，因近期動盪遭受的經濟影響也將即時浮現。今年和明年的本地生產總值增長將無可避免地放緩，甚至收縮。許多香港市民將會失業，每個人都會受苦。如果不是因為最近的紛擾，來港置業的內地富裕人士有可能會越來越多。現在他們會再三考量。

還有兩個與我們社會有關的重要範疇值得一提。本人最近在一次傳媒訪問中提到，香港最強勁的經濟推動力有兩個，一個是金融服務業，另一個是香港的大學。由於沒有其他更好的選擇，本人希望香港將能保持我們作為亞洲主要國際金融中心的地位。內地公司一直是這些服務的最大客戶，我們必須竭盡所能留住他們。在這領域具實力的新加坡人，若不設法吸納內地公司成為其客戶，那就是不愛國。有何不可呢，因為這是公平競爭。

相比金融服務業受到任何干擾都會對經濟有即時影響，香港的大學若經歷衰落，其對社會的影響則會比較長期。一流的高等教育機構能有助提高人民和經濟的質素，成效久遠，反之亦然。

20至30年前，眾所周知，香港的大學給予相對較高的薪酬。我們的大學教育資助委員會（教資會）向教授提供研究經費。因此，許多來自世界各地的頂尖學者蜂擁而至。對於內地或台灣的華人，香港近在咫尺還有一個額外好處，就是方便他們回鄉探望家中長者。這是香港的大學得以如此出色的原因之一。在某權威機構的最新排名中，香港八所大學中有三所躋身世界前50名，香港排名第四的大學世界排名為52，另外一所在世界排名前100之內。世界上沒有其他城市能擁有如此驕人的成績！這些排名從而又吸引了優秀的內地和外國學生來港修讀本科生或研究生課程。

可悲的是，近來的動盪將無可避免地改變這一切。我們非香港出生的大學教授中，無疑以來自內地的最多。他們當中有許多人都獲得了哈佛、麻省理工、史丹福、劍橋和牛津這類頂尖大學的高等學位。在移居香港之前，有許多已經在知名學府獲得終身教席。鑑於過去數月的駭人經歷，以及針對他們的惡劣社會環境，很多這些教授會否長期留港實在成疑，而那些考慮來港任教的大概不會來了。

再者，在這十多二十年間，內地大學的薪酬水平已經追上了香港的大學，頂尖學者的工資尤其如此，而許多領域的研究經費比在香港可以找到的還要充裕。因此，近年來我們看到越來越多這類人才選擇內地大學而非香港的大學。現在，我們自己毀掉了吸引或挽留這些人才的機會；只有能力不強、其他選擇不多的人才會來港或留下來。這種趨勢持續下去，只會對香港不利。若發生這種情況，各地具才華的學生也不會視香港為升學首選，本地的大學可能會急速衰落。

以上概括了最近的情況，這對於理解當前的困境是必不可少的。從中可見，動亂將對香港社會造成即時及深遠的負面影響，所帶來的改變將是系統性而不僅僅是周期性的。除非實施恰當的嚴厲措施（如真的存在），否則香港不會有光明的未來。

1995年6月，本人的一位記者朋友、已故的路易斯·克拉爾（Louis Kraar）先生在《財富》雜誌上撰寫了一篇長文，題為《香港之死》。文章是在香港回歸祖國之前發表的。許多英國人和所有討厭中國的人都感到高興，香港人感到震驚，而北京則感到不悅。本人決定為此做些事情，兩次飛往美國與作者會面。本人所作的努力從未公開過，亦只有一些朋友知道。

不用說，本人向克拉爾提出了事情的另一面，克拉爾從中獲得一些新知，但是承認錯誤並不容易。經過多個小時的交流，克拉爾說會與編輯討論，並承諾以所得新知發表另一篇文章。本人飛回香港，抱着達成部分目標的希望。

當他的第二篇文章於1996年9月——即第一篇後的15個月——發表，本人大失所望。不僅本人的觀點被淡化了，而且文章的一半篇幅都關於本人，整篇文章甚至被包裝成一篇專訪。克拉爾故意混淆視聽。本人飛回美國東岸與他又談了好幾個小時，這次他要求本人自己執筆。然而當本人的文章在1997年1月發表時，克拉爾的文章所造成的破壞已成定局。直到2007年7月，即香港回歸後整整十年、亦即克拉爾第一篇文章發表後的12年，該雜誌才承認錯誤——香港沒有死。

基於這段往事，本人認為自己或可對這個城市今天的事發表評論。香港仍然不會死，但我們有可能會失去東方之珠的光芒。香港的未來目前懸而未決。

北京能做甚麼？坦白說，本人不知道。理論上，有三種可能：繼續懷柔或軟弱、表現強硬，或者雙管齊下，最好是外柔內剛。他們試過懷柔政策，沒有太大的成效，我們今天所處的亂局印證了這一點。強硬態度只會令局勢更趨惡化，現在不是時候。由於反對派決心讓一小撮人成為烈士，北京應該不會讓其得逞，除非決定完全廢除「一國兩制」框架。本人非常懷疑北京會這樣做。

因此，唯一的選擇就是混合解決方案，但執行起來卻極為困難。若代入中國的處境，本人很懷疑美國，甚或幾乎任何其他國家，能否妥善掌握有關方案。假如有人能做到，那就是英國人。從歷史可知，英國人最懂得如何利用人性的弱點而從中得益。這就是為何英國在印度只有約20萬人，而當中僅約10%為官兵，卻能成功管治當地逾3億人口達200年。這也是為何他們能夠自1841年起，在中國地區經歷了一次又一次動盪時，仍能在香港順利發展。

英國人成功的一個關鍵在於他們把偽善拿捏得爐火純青。的確，每個人和每個國家都是偽善的。任何否認的人，不是說謊就是自欺欺人。然而，美國人會說他們是例外，而他們真的這麼想——多麼自欺欺人！當英國人被稱為偽善時，他們會不置可否，只會看着你莞爾而笑。他們偽善的本事已經揮灑自如。不否認才是最誠實。

至於中國人呢？這不是北京的脾性。由於文化因素，他們無法以偽善來從中得益，尤其是現時的北京當局。他們能夠在香港成功走這條路嗎？我們拭目以待，本人當然希望他們取得成功。

當然，本人對香港的預測可能是錯誤的。如果本人錯了，那將不是第一次，也不會是最後一次。但是，如果本人整體方向正確，那對我們的經濟有甚麼啟示？未來許多年的經濟增長都會緩慢。經濟開始下跌後會出現短暫的反彈，但之後可能會再次放緩。

至於我們的業務呢？答案很明顯：我們對內地物業組合的依賴將會增加。香港不會消失，我們在香港的物業也不會消失。我們仍會收取可觀的租金，但未來數年增長會減慢。我們的零售及辦公樓租金都會如是。

可幸的是，我們在香港並沒有像在內地那樣的高端購物商場。隨着內地富裕人士不再來港消費，香港的這類購物商場將會最受打擊。畢竟，北京近來的政策大大拉近了內地城市與包括香港在內的其他城市之間在高端時裝商品方面的價格。許多頂級品牌的全球業務中，香港佔5%至10%，而其中很大部分的銷售份額來自內地訪客。但這比率一定會下降，而且可能會急劇下降。香港損失的業務，大部分將轉移到內地，這只會使內地的購物商場受惠，例如我們在上海及其他地方的購物商場。

這裏正好讓本人轉而談談一個令人愉悅得多的話題，就是我們內地物業的展望。讓本人從較弱的範疇，即辦公樓談起。

縱觀中國的大城市，不難留意到空置的辦公樓隨處可見，其中只有極少是設計得宜或建築完善的。在一線城市以外，幾乎找不到任何達世界級標準的辦公樓。許多辦公樓甚至連選址都不合理。正如本人先前解釋過，那些高端商業項目發展商顯然忽視了「地產業基因」。那些辦公樓幾乎沒可能成功，其中很多會空置或半空置一段長時間，甚至永遠如此。



無錫恒隆廣場

反之，我們所有地區的辦公樓都視這些主要的基因元素為金科玉律，所以成績驕人。儘管如此，供應過盛令租戶多了選擇，租金增長因而受壓。作為辦公樓業界的翹楚，保持全部或接近全部租出對於我們來說應該不是問題，但其投資回報跟高端購物商場的投資回報是永遠無法相提並論的。這點我們從一開始就已經知道。

以無錫恒隆廣場為例，第一座大樓的租出率徘徊於90%，而去年8月開幕的第二座大樓至今已租出了25%，假以時日會全部租出。除了提供合理回報，辦公樓還能幫助樓下的購物商場，帶來優質的客流量，兩種產品類別相輔相成。

然而，這個現象提醒了我們在評估新項目時需要謹慎。杭州恒隆廣場應該屬於例外。杭州接近是一線的城市，有很多辦公樓全部租出，但極少屬於甲級或位於我們辦公樓坐落的傳統市中心。我們應該有能力創造一個真正的「市中心」。

內地的普遍問題，政府和發展商均須負責任。本人多次碰上政府規定多幢辦公樓須建在購物商場上蓋或旁邊的項目。其動機很明顯：地積比率越高，政府通過賣地獲得的收入就越多。要求土地購買者必須遵從不合理的發展大綱，這顯然違反了本人那五點地產業基因中的第三點。很多問題會由此衍生。

首先，當地經濟根本不能容納這麼多辦公樓空間，這完全是無視市場經濟原則中最基本的供求定律。其次，這是重大的資源錯配，並且對環境造成傷害。本人見過一些高層辦公大樓，興建好後空置了數年甚至數十年，最終不得不被拆卸掉。拆卸前既不能出租又不能出售，十分礙眼。

第三，受限於這些政府規定，不能建造優質項目。這30年來，中國的城市建築規模是人類前所未見的，但為何真正出色的建築少之又少？初期的確可以怪罪於資金短缺，經濟開始起飛時，有辦公樓總比沒有好。畢竟，那時的中國人還沒有見過像樣的優質建築。但即使是最近這10至15年，我們看到的優秀建築仍然少得可憐。當地業界根本沒有想過要發展這類物業，甚至連海外發展商也不相信可以做到。我們做到了，真好！但作為一個快速發展的國家，缺乏優良建築無疑令其錯失了重大的機會。

這15年來，我們先後兩次面對以下的抉擇：我們找到了合意的土地，但政府大綱卻完全不合理，那我們應該買還是不買？！那時真的令人揪心。最終，我們決定保守出價，結果兩幅地塊都投不到。本人後悔了嗎？當時十分後悔，但現在已經不大後悔了。一些有能力的發展商投得土地，並盡全力

令項目發展成功。對他們來說，這即使不是不可能，也絕不容易，因為項目有先天缺陷，即地產業基因缺陷。

前車可鑑，在上述情況下，沒有人能打造出世界級發展項目。此外，財政回報可能會受嚴重限制，因為發展商興建的面積越多，獲得的回報其實可能會越少。購物商場所得的豐厚租金必然會包含不合理的高昂成本，即空置辦公室所涉及的土地空間及其建築費用。在這個局面下，沒有贏家——發展商或業主無法賺取最大的利潤；租戶無法享受宜人的環境；市民被迫與空置且日久失修的摩天大廈共存。至於政府，儘管能賣地套現，卻無法從持續稅收中獲取更多。所有人都很失望！

幸好我們從來沒有受困於這類項目。上述經驗提醒我們，在評估新機會時要更加謹慎。到目前為止，我們對現有的一切都非常滿意。我們將繼續竭盡所能，從中獲得最大的長期利潤。

來年，本人預計我們的內地購物商場會繼續表現出色。上海恒隆廣場在完成資產優化計劃後，能否連續第四年實現雙位數的租金增長，對此本人不能保證，但相信機會很大。上海港匯恒隆廣場將在第三季全面重開，屆時租戶的銷售額和租金收入均會飆升。若上海港匯恒隆廣場在未來數年增長均達雙位數，就如在同一城市的上海恒隆廣場一樣，本人不會感到意外。

本人預料上海以外物業的表現將會有全面進步。濟南恒隆廣場規模龐大，多年來維持穩定的租金增長，一直是我們肩負重任的出色物業。該購物商場於2011年落成，現在應是時候進行小型的翻新，甚或一些優化工程，以引入更多能負擔較高租金的



濟南恒隆廣場



瀋陽皇城恒隆廣場

高端品牌。工程計劃已經制定，當執行時無可避免會稍微影響業務，但為了早些賺取最佳的單位租金，這些工程是必須的。

經過我們輕微調整租戶組合後，瀋陽皇城恒隆廣場近年佔據了一個利基市場，租金收入以可觀的速度穩步上揚，比以往更接近最佳表現。話雖如此，市場狀況日新月異，我們必須與時並進。只有這樣，我們才能令租金收入持續增加，不過目前為止一切都相當不錯。

瀋陽市府恒隆廣場正逐步改善。其第二期項目正在擬定，當中包括住宅大樓以及與第一期整合的購物商場。此舉可增加零售空間約50%，整合後的購物商場也會更具競爭力，而住宅單位則會放售。

大連恒隆廣場營業表現持續優秀，能夠與同位於遼寧省的瀋陽皇城恒隆廣場，以及無錫恒隆廣場媲美。這兩項物業的往績現在很可能在大連恒隆廣場重現。

瀋陽皇城恒隆廣場於2010年開幕，是我們上海以外的第一個發展項目。首數年確實十分難熬，而2011至2012年開始的熊市更不濟事。經過管理層多番努力，大約2014年，本人告訴股東，瀋陽皇城恒隆廣場已經扭轉劣勢，或有機會成為新星。它做到了。

2013年，無錫恒隆廣場在市況低迷時開幕。然而，到了2016年左右，即熊市完結前的一兩年，本人斷言，此項目終有一天會成為集團的寵兒。不用多久，它就成為了我們的第二個Home to Luxury（首個是上海恒隆廣場），並從此蒸蒸日上。

前述的2019年業績數據說明了一切。瀋陽皇城恒隆廣場和無錫恒隆廣場的租金增長分別是20%和22%；營業溢利增加了56%和59%；租賃邊際利潤率雙雙提高至45%；租戶銷售額亦分別增長了20%和21%。這兩項物業在未來數年的表現應該仍會十分可觀。

現在，本人預料大連恒隆廣場會是下一個有類似突破的發展項目。原因如下：大連恒隆廣場的租戶銷售額在去年增長達29%，是我們內地購物商場中最強勁的。2019年，租金收入攀升28%，業績改善81%，是增長表現最佳的物業。其內部增長有望持續。該項目的第二期現正推出市場，佔總空間13%。租戶組合正向高端發展，單位租金因此有所提高。某些頂級品牌已經進駐，期望未來數年會有更多。



大連恒隆廣場

天津恒隆廣場會持續緩慢增長。城中不少商界人士都知道，當地經濟狀況令人失望，因此沒有任何購物商場營運商表現理想。在這樣的環境下，我們的表現雖然不算亮麗，但亦尚可接受。市場不像在快速增長，儘管這與經濟數據顯示的不同。不然，為何城中各購物商場都在掙扎？不管怎樣，我們正在作出不同嘗試，希望能提升租戶銷售額從而增加租金收入。我們期望能夠從現有的低至中個位數增長提升至10%左右或以上。

昆明恒隆廣場應該從開幕的第一天便取得成功。昆明恒隆廣場位於雲南省省會，也是中國通往東南亞的大門。市內至今沒有任何購物商場的質素和規模能與我們相提並論。我們預期會吸引來自昆明以及整個地區的顧客。事實上，全球多個最大的時裝品牌都進駐在我們的購物商場，證明我們九年前決定進軍這個市場是正確的。

辦公樓樓高66層、佔地差不多170,000平方米，與購物商場同時開幕。兩座建築互相輝映！本人預期，我們在瀋陽市府恒隆廣場和無錫恒隆廣場的經驗將再下一城，即整座摩天大樓會逐漸全盤租出。大部分租戶會是跨國公司或中國大企業。昆明恒隆廣場辦公樓高350米，是現時全昆明及全省最高的建築物。

該項目還包括住宅和酒店。酒店將於2023年開幕，而酒店營運商會是君悅酒店。住宅單位計劃在2022年開始預售。

武漢恒隆廣場的購物商場及辦公樓均計劃於今年第三季開幕。零售租賃業務頗為強勁，我們正與更多頂級時裝品牌商討。同時，我們也開始與辦公樓租戶簽訂租賃協議。本人期望這個項目開幕時能像昆明恒隆廣場一樣成功。這些好兆頭也有利於長遠佳績。



杭州恒隆廣場

杭州恒隆廣場第一期仍按計劃於2024年開幕，而餘下的將於2025年開幕。

從明年起，我們會開始預售內地住宅單位。按照物業竣工的先後，預售順序為武漢恒隆廣場、無錫恒隆廣場、昆明恒隆廣場，最後是瀋陽市府恒隆廣場。

香港的街頭動盪近日似乎平靜下來，如果動盪沒有捲土重來，今年的零售環境應該比2019年下半年好。事實上，經濟放緩後，通常會因外部因素（即與內部市場因素無關）而有一段銷售反彈期。這是我們希望看到的最理想情境，但更壞的情況就是社會動盪重現。我們不能排除這個可能性。因此，目前尚無法說準今年的租賃業務會如何發展，也很難估計藍塘道的豪宅銷售情況。

大約三個星期前，武漢發現了一種新型冠狀病毒，也是武漢恒隆廣場坐落的城市。2003年，我們經歷過嚴重急性呼吸系統綜合症（SARS）。當年我們香港一幢住宅物業受到重創，因此我們對此非常敏感。我們希望今次疫情不會擴散。若事與願違，我們在內地的業務將難免遭受損失。我們會密切關注事態發展。

今年，我們的母公司恒隆集團慶祝成立60周年。在其致股東函中，本人扼要分析了這段時期業界在香港的情況，並回顧了我們的歷史。總而言之，本人相信美好的日子就在前方。除非有不可預見的情況，否則受惠於我們的內地業務，未來數年應該會頗有收穫。

董事長

陳啟宗

香港，2020年1月21日

董事長致股東函之補充資料

我們最近一次董事局會議在1月21日召開，當天也是本人撰寫年終致股東函的日子。本人在恒隆地產《董事長致股東函》中提到新型冠狀病毒病（或COVID-19），該病現已在武漢廣泛傳播。當時，人們仍未充分意識到事態的嚴重性，但僅數天後，就在農曆新年（1月25日）前，中國乃至全球才開始警覺到這疫情的嚴重程度。其後，不僅從疫情中心地區報道了許多壞消息，其他地方亦然。我們的業務無疑會受到負面影響，故謹在此作出補充。

本人一直想儘可能推遲撰寫此補充資料，大概在年報必須付印前才動筆，以期能取得更多資訊。不幸的是，暫時仍未見疫情完結之期。也許唯一的好消息是，有些專家認為該疫症的傳播可能快將見頂。無論如何，由於本人長年與公共衛生界有往來，所以最近一直與世界各地的許多頂尖專家保持聯繫，盡一己所能提供協助，尤其是在我們營運業務的兩個地方——內地及香港。

武漢，即武漢恒隆廣場坐落的城市，至今已經與外界隔絕了一段時間。內地與其他國家之間的大部分運輸往來經已切斷，作為特別行政區的香港亦然。全國各地的零售業都受挫，一個購物商場的客流量若沒有下跌80%或以上，便已算是幸運。過去

一個月，內地奢侈品銷售額暴跌。1月25日，我們向內地的零售租戶宣布，將基本租金全面削減50%，為期三周；但是情況仍然存在很多變數。我們會與租戶攜手應對，減輕對雙方的潛在影響。

正如本人在恒隆地產《董事長致股東函》中提到，由於社會動盪導致零售業放緩，自去年第四季以來，我們已按香港租戶的個別情況向他們提供租金寬減。正當社會問題似乎有所緩解之際，我們竟又受到新型冠狀病毒爆發的打擊。後者的唯一正面影響是，可減低大規模街頭騷亂出現的機會。然而，與可見的社會動盪相比，無形的病毒對零售業的影響預期會更大，儘管時限較短。

在恒隆地產《董事長致股東函》中，本人提出了一個「較嚴峻的情況：假設未來兩年，香港租金按年下降5%。」這個是基於社會動盪會持續一段長時期的假設。如果疫情於4月前退去，我們的2020年香港租金有望跌幅不會如預期般大，儘管不能排除這個可能。一如早前做法，我們會視乎每位租戶的需要與他們磋商租金。根據本地及海外的過往經驗，公共衛生威脅一旦結束，市況便會反彈，而負面影響也不會延伸到下一年度。

去年底制訂2020年財務預算時，我們預計內地這一年表現會相當好。一月份的業績確實非常強勁，直至該月的最後一周才開始受到影響。由於沒有人知道疫情何時退去，又如何結束，因此於現階段無法預測全年的業績。我們預期的近20%租金增長可能會減半，甚至更多。

各地的建築工程都會減慢，尤其是在武漢。在緊隨業績公布（1月21日）後的傳媒發布會及分析員會議上，本人提到，我們要密切注意建築工人是否在農曆新年後返回武漢復工。其後，北京把全國的春節假期延長至2月16日。然而，各地的建築工程至今仍待政府批准才可復工。在無錫和天津等城市，所有購物商場（以及其他人多聚集的場所）都被勒令關閉。到今天，無錫恒隆廣場終可重新開放，我們目前亦正在申請天津恒隆廣場重新開放營業。

我們希望原定第三季開業的武漢恒隆廣場仍可在年底前開幕。上海港匯恒隆廣場的資產優化計劃進度，以及其他如住宅發展等在建項目可能會稍為延遲。同時，我們需要留意疫情結束後奢侈品商戶的意願，希望在磋商新租約時，不會受到太大影響。

本人欣然匯報，在行政總裁盧韋柏先生的卓越領導下，各地同事皆士氣高昂。在武漢的200多位員工中，有近30位為香港同事，其中的主管還自願與團隊一起留在武漢。本人由衷向他們致敬！不用說，我們在公司總部一直與他們保持緊密聯繫，並會竭盡所能為他們提供支援。

儘管疫情爆發，帶來了慘痛的人命損失，並對企業造成深遠影響，令人深感遺憾。不過，從歷史可知，疫情一旦退去，市況便會復甦。我們堅信，一時的挫折不會影響我們的長遠發展前景，公司的未來依然一片光明。

董事長

陳啟宗

香港，2020年2月21日