

# 董事長致股東函



陳啟宗  
董事長



## 業績及股息

儘管受2019冠狀病毒病疫情影響，加上期間沒有物業銷售收入，但截至2021年12月31日止年度，收入仍增加15%至港幣103.21億元。

股東應佔純利為港幣38.68億元（上年度淨虧損為港幣25.71億元），每股盈利為港幣8角6仙。

倘扣除物業重估的所有影響，股東應佔基本純利上升4%至港幣43.65億元。每股基本盈利相應增加至港幣9角7仙。

董事會建議派發末期股息每股港幣6角，於2022年5月19日派發予於2022年5月4日名列股東名冊的股東。如獲股東批准，截至2021年12月31日止年度，每股股息總額為港幣7角8仙。

## 業務回顧

儘管世界各地（包括香港）正面對多項嚴峻挑戰，疫情只是其中之一，但我們的業績仍令人相當滿意。雖然我們沒有錄得物業銷售收入，但單是租賃收入便超過港幣100億元，創我們的歷史新高。內地市場目前佔我們總租賃收入的67%，並會繼續上升。

只要最近的第五波疫情不會持續太久，香港的租賃業務因疫情所受的打擊應該已成過去。雖然全年收入仍較2020年下降7%，但下半年零售租金與上年度同期相比已持平。本人預計2022年的情況會再略有改善。

一如預期，我們的內地物業表現亮麗，購物商場和辦公樓都非常出色。在評估購物商場的表現時，我們不應只以2020年的數據來對比2021年的，因為2020年上半年的情況異常。2020年1月底至約4月中旬，疫情首次來襲，當時幾乎全部商戶都停業。因此，比較過去兩年下半年的表現，以及本報告期前後六個月的表現才合理。還有值得注意的是，因為奢侈品消費者在2020年上半年無法購物，故同年下半年的業務表現尤其強勁，勢頭持續至2021年夏季疫情再間歇爆發時。數個月後，上海、無錫等華東地區遭風暴來襲而生意受累，否則報告期下半年的表現應更理想。

從全年表現來看，倘撇除期內人民幣升值7%，我們十座購物商場的租賃收入，以人民幣計增長了25%。若不計算新開業的武漢恒隆廣場，升幅為21%。正如媒體的廣泛報道，內地一般個人消費並不強勁，但很多時候大家忽略的是，奢侈品市場非常蓬勃。這些事實可見於我們的業績。撇除去年3月開業的武漢恒隆廣場，我們六座高端購物商場的租賃收入增長介乎12%至47%之間，平均升幅為25%，三座次高端購物商場則增長2%。

表現最好的兩座購物商場是無錫恒隆廣場和昆明恒隆廣場，升幅分別達40%和47%。上海的兩座旗艦購物商場繼續表現出色：上海恒隆廣場的租賃收入增長了25%，而上海港匯恒隆廣場則增長了18%。後者的資產優化計劃在2020年第四季才完成，加上不少頂級品牌到2021年初才進駐，所以其增長勢頭實際上比上海恒隆廣場還要強。

2020年下半年的營業額已非常強勁，本報告期內下半年與之相比，所有高端購物商場的租賃收入皆有增加，升幅從上海恒隆廣場的5%到大連恒隆廣場的41%不等，所有高端購物商場的平均升幅為11%。2021年下半年與上半年相比，同一組的高端購物商場的租賃收入上升了7%，升幅介乎上海恒隆廣場和無錫恒隆廣場的4%，以及大連恒隆廣場的45%之間。

各座購物商場的租賃邊際利潤率及租出率都有所提高，昆明恒隆廣場和大連恒隆廣場表現尤其強勁。稍後本人會闡述大連恒隆廣場這個純購物商場的轉型。

要預測未來的表現，租戶銷售額及其趨勢是好的指標。與去年相比，我們所有高端購物商場都有顯著升幅。商戶的生意比2020年增長了33%至89%不等。若不計2021年3月新開業的武漢恒隆廣場，平均升幅為50%。2021年下半年與2020年同期相比，所有購物商場的銷售額都有雙位數的增長，只有一個例外。一如所料，表現最突出的是大連恒隆廣場，升幅達95%。2021年下半年與上半年相比，同樣所有購物商場的銷售額都有增長，只有一個例外。無錫恒隆廣場因數波疫情及惡劣天氣，表現稍遜，但及至年終已見回升。到目前為止，大連恒隆廣場的表現仍是最好，升幅達56%。

大連恒隆廣場因各種原因起初被定位為次高端購物商場，但已成功升級至高端類別，是我們第三座成功升級的購物商場，其回報非常可觀。按升級時間順序，先是無錫恒隆廣場，繼而是上海港匯恒隆廣場，現在是大連恒隆廣場。過去十年，本人不只一次撰述，我們在內地的策略是在經濟蓬勃的大都市中成為高端購物商場的龍頭，或雄心勃勃地緊隨龍頭的次位。

若情況許可，而我們又做得對的話，最理想的是物業一開始便是所在城市內最佳的高端購物商場。例子有上海恒隆廣場，其後的昆明恒隆廣場，及至去年的武漢恒隆廣場。上海恒隆廣場開業時，上海以至全國都沒有真正的「高端」購物商場。因此，有人說我們創造了這個市場；但準確來說，我們只是適時開拓這個市場的第一個發展商。

反觀，昆明恒隆廣場和武漢恒隆廣場的故事則略有不同。兩座購物商場分別於2019年8月和2021年3月開業，此前這兩個城市已有坐擁眾多頂級時尚品牌的購物商場。但由於選址、規模、設計、建築質素，以及本人認為的管理質素等各種因素的結合，我們得以超越當時的龍頭，成為市內實至名歸、首屈一指的高端購物商場。我們成功吸納了大批環球頂級的時尚品牌進駐成為租戶，過程並沒有像某些競爭對手般用上威逼手段。由於這些品牌的邊際溢利遠高於在次高端或大眾消費品購物商場的租戶，故無論是基本租金還是營業租金，都可以多付很多。昆明恒隆廣場和武漢恒隆廣場現在都成為龍頭了，就如當初的上海恒隆廣場一樣。



無錫恒隆廣場

然而，無錫恒隆廣場、上海港匯恒隆廣場和大連恒隆廣場落成之際則沒那麼幸運。無錫恒隆廣場在2013年開業時，正值奢侈品市場的熊市，低迷期由2011年中延至2017年。高端時裝品牌暫緩所有擴張計劃。我們不得不讓任何願意進駐的品牌都來，大多是次高端的，甚至更實惠的品牌。所有頂級時尚品牌都已經落戶另外兩座不達標的商場，其業主盡最大努力，有時甚至用上不公平的手段，以留住那些租客。我們默默克服最初的困難，我們購物商場的優越之處也愈加明顯。環球頂級品牌也注意到，但他們的總公司仍不允許他們遷店。

但是，2016年前本人的團隊就已經知道，贏取這些品牌只是時間問題。果然，2017年熊市開始退去時，許多知名品牌都向我們招手。他們在兩三年間開始一一進駐。到2019至2020年，我們徹底勝出，成了公認的贏家。過去三年，租戶銷售額和租賃收入雙雙飆升，而且很可能會持續一段時間。無可否認，疫情使原本的海外銷售都回流，所有高端購物商場都受益。但誰獲益最多？當然是市場龍頭！

我們第二個成功蛻變的購物商場，沒緊貼市場的人可能會感到意外，那就是啟業至今22年的上海港匯恒隆廣場，也即是我們在內地的首個購物商場。1999年我們開業時，上海還未有真正的五星級購物中心，同市遲一年開業的上海恒隆廣場創了先河。那時的上海市場小得多，上海港匯恒隆廣場當時的定位是四星級購物商場，雖然商場以這個檔次營運取得巨大成功，但租賃收入卻無法與五星級物業相提並論。然而，在上海港匯恒隆廣場落成後10到15年間，上海以至全國的經濟騰飛。如今，上海的繁榮足以支撐每個頂級品牌在市內開六至八家分店。其他發展商（大多來自香港）跟隨上海恒隆廣場的先例，成功在上海興建高端購物商場，那麼港匯恒隆廣場為何不可呢？

我們在2017至2020年進行了資產優化計劃，把上海港匯恒隆廣場變成另一座高端購物商場，直逼鄰近的上海恒隆廣場。許多頂級時尚品牌與我們的看法一致而陸續進駐。資產優化計劃在2020年年底完成，頂級品牌的數量很快便增加了一倍。租金迅速上漲，並預計趨勢會維持好一段時間。



大連恒隆廣場

我們第三個成功從次高端提升至高端的是大連恒隆廣場。購物商場最初於2015年開業時，正值前述的熊市，雪上加霜的是其碩大的面積。佔地222,000平方米，是我們物業組合中迄今為止最大的。此外，大連恒隆廣場是一個純購物商場，缺乏辦公樓和高價住宅單位的協同效應。該地段是新的零售零售點，此前所有時尚品牌都落戶在市內另外兩個地區。上述挑戰加起來迫使我們在2015年時保留約13%的零售空間，是為購物商場的第二期，現在終於開業。

我們有信心發展這個項目的原因不僅是地價合理，我們審視市內的潛在競爭對手時，發現沒有一個是設計與建築俱佳的。我們認為成功吸引頂級品牌進駐的機會相當大。因此，就如無錫恒隆廣場，2017年熊市結束後，我們便付諸行動。但跟無錫恒隆廣場不一樣的是，競爭對手的財力雄厚，而我們的地段也具挑戰性。但相信憑藉我們優越的硬件，可以奮力一試。由於項目規模龐大，有足夠空間容納所有頂級品牌，成功的話回報會非常可觀。經過一番努力後，我們最終成功了，上述的業績是我們初步的成果。

像大連恒隆廣場這樣的轉型速度非常罕見。一年前，我們幾乎沒有任何高端品牌進駐，但現在已跟無錫恒隆廣場一樣多。無錫恒隆廣場的轉型是數年間循序漸進的；大連恒隆廣場則一年多就做到了。雖然大連恒隆廣場去年急速增長，但效益在未來數年才會全面顯現。隨着購物商場第二期的空間逐步租出，也會令收入提升。

雖然武漢恒隆廣場開業僅十個月，但所有跡象都顯示，它會如近期的昆明恒隆廣場般成功，甚至更佳。六個月前，本人已提出樂觀的理由；現在更為確定。武漢恒隆廣場不只銷售額走勢非常強勁，還獲多個頂級時尚品牌進駐，數量比我們任何一座購物商場都要多，唯獨不及上海恒隆廣場而已，未來數月還會有更多品牌進駐。若接下來的兩三年內，武漢恒隆廣場的租戶銷售額趕上無錫恒隆廣場，本人不會感到意外。當杭州恒隆廣場於2024年竣工並將於不久後開業，這兩座購物商場很可能會是我們在上海以外表現最佳的購物商場。



我們現在有七座高端購物商場，包括武漢恒隆廣場。我們估計有近100家國際高端品牌在中國有業務，其中只有約不超過25家可以稱得上是真正的頂級品牌，包括「六大巨頭」，他們在業內都極具影響力。

就以那100家左右的國際高端品牌在我們的購物商場而言，五年前主要在我們上海的兩座購物商場和瀋陽市府恒隆廣場找到。時至今日，我們七座購物商場，每座平均有30家這些品牌。而那100家中超過一半在上海恒隆廣場。過去兩年加上接下來的數月，我們的購物商場組合中，此等品牌的數目會增長幾近一倍。

至於那25家左右的最頂級品牌，以前幾乎都只會在上海恒隆廣場和瀋陽市府恒隆廣場找到，但現在七座高端購物商場中都可見其踪影，每座購物商場最少可以找到七家。六個月後本人再撰寫此函時，上海恒隆廣場應該已有23家（現在22家），而武漢恒隆廣場則有17家（現在13家）。

我們七座高端購物商場中「六大巨頭」的分店數量已從2018年的八家增至現在的23家，另有四家已經簽約並會在今年進駐，加起來總共27家，是三年多前的三倍。事實上，我們已成為幾乎所有最頂級品牌在中國的少數重要合作夥伴之一。

內地辦公樓的表現也令人滿意。我們的全年租金增長了16%，撇除新開業的武漢恒隆廣場辦公樓，升幅為11%。每個項目都錄得增長。租賃邊際利潤率和租出率皆保持穩定，或有所提高。

或許有人會問：你從前的文章提過，內地幾乎所有一、二線城市的辦公樓供應都嚴重過剩。所謂的甲級辦公樓（說實話大多數獲評為甲級的，在其他已

發展經濟體中充其量只是乙級）的空置率維持在30%至50%左右，並不罕見。因此過去10至20年，發展商繼續建新辦公大樓，實是瘋狂至極。那為甚麼恒隆能夠保持高租出率，同時收取合理租金呢？

答案要追溯到我們2000年代中期的想法，當時我們決定要在上海以外的地方興建辦公樓。當然，我們的辦公樓總是輔助下層的購物商場。兩種產品相輔相成，提升彼此聲譽，有助引進優質租戶。坦白說，這種兩者共存的綜合項目，通常是由作為地塊賣方的政府所規定的。這些都是事實，但在管理層心中，我們另有盤算。在激烈的競爭中，我們仍能突圍而出，是有合理原因的。

中國經濟增長快速。國家希望儘快讓數百萬人脫貧，故城市化事在必行。事實上，中國城市化的規模和速度，人類史上前所未見。新城舊城都會比以往有更多高樓，人口密度只會增加。各種服務供應商會主要集中在辦公高樓，如銀行、保險、資產管理等金融服務，又如會計、法律、工程、建築等專業服務，以及也會有其企業總部或地區總部。這些服務都是國內生產總值的關鍵組成部分，他們需要，也喜歡靠近彼此。因此，很多都會擠進辦公高樓。

雖然商家都不願多付不必要費用，但這些公司可以負擔較高租金。畢竟，租用辦公室的支出不是他們經營成本的主要部分。然而，由於聲譽及實際考慮，他們重視選址、建築質素和物業管理等因素。事實上當數千人集聚在附近工作，四通八達的地理位置很關鍵，附近還應該有餐飲和購物中心等配套設施。

我們的辦公樓正符合這些條件。當供應嚴重過剩，只有最好的才會吸引到租客。同樣重要的是，財務穩健、聲譽卓著的優質租戶都會聚集在那裏。招來劣質租戶總是比較容易，但只有優質租戶才會吸引到其他優質租戶。看看我們辦公樓的租戶名冊就知道。我們每棟辦公樓，無論在哪個城市，名冊都猶如國際和中國商界的名人錄。

無可否認，供應過剩影響租金水平，而辦公樓租戶本來就不如零售租戶那麼固定。但辦公樓作為資產類別，即使單從財務角度看，租賃收益率也是可以接受的。但如前所述，辦公樓帶來其他較無形但重要的好處，如高質客流量和聲望，還令下層的購物中心防禦力更強，反之亦然。兩類租戶都喜歡靠近對方的物業類型。最簡單的例子或許是購物商場的餐館。他們喜歡樓上的白領客人，而辦公樓的租戶也享受到用餐的方便。

即使內地辦公樓供應嚴重過剩，我們的策略仍可成功。大多數辦公樓的發展商假設：我建樓，租戶就會來。這與事實完全不符。那些人不尊重市場，所以市場也不會尊重他們。他們的下場通常是極高的空置率。此外，他們的選址一般不適合建甲級辦公樓，而設計和施工都通常較差。令情況更糟的是，他們大多數都以分層地契出售，這樣物業管理注定好不了。據我們所知，除了上海，所有我們有辦公樓的城市都存在同樣問題。這就是我們所處的競爭環境；對我們相當有利。

我們七個高端綜合項目中，三個附有酒店，即瀋陽市府恒隆廣場、昆明恒隆廣場和無錫恒隆廣場，也有某些上述辦公樓與購物商場互動互利的效應。酒店作為獨立的資產類別，還不如辦公樓。只有情況非常合理，即我們為經濟現實所驅使，我們才會



瀋陽市府恒隆廣場



興建酒店。大約自1966年起，我們母公司恒隆集團的前身在香港擁有酒店。然而，在1994至2003年的十年間，我們把全部三間酒店轉至其他用途，主要是辦公樓，並獲得最佳的財務回報。幸運的是，我們目前在內地唯一已開業的酒店——瀋陽市府恒隆廣場的康萊德酒店——表現尚算理想。我們做得不錯，因為我們針對特定的市場板塊，然後根據該板塊的特色以嚴謹的態度興建並運營。同樣原則也適用於我們未來的酒店。

種種跡象顯示，我們的香港租賃業務已有好轉。我們的零售租賃收入，2021年上半年比2020年同期低14%。2021年下半年，我們的租金收入與前一年同期相若；與同年上半年相比，則升了2%。儘管全年租金收入仍較2020年低7%，除非疫情再次顯著惡化，否則是次業績清楚顯示市場正在好轉。最近第五波疫情爆發，我們不能排除這個可能，但至少過去一年，香港整體的市場趨勢和我們的租戶銷售額都向好。香港業務或許不會再拖低我們的整體表現。

香港辦公樓的租賃業務依然疲弱，但正朝好的方向走。不過，本人預料短期內不會有快速而明顯的復甦。

目前所有內地和香港的工程正如期進行。壽臣山的豪宅項目亦在籌劃階段。我們或會只興建四至五幢獨立式豪華大宅，現時市場對此需求非常殷切。

截至年底，我們在東九龍的住宅項目皓日(The Aperture)共售出123個單位，尺價相當可觀。

本人預料單位全數售出後，會有相當不錯的溢利。然而，根據會計準則，其中大部分在數年前已以公允價值收益入賬，這些收益在完成銷售後不會再入賬。

藍塘道項目的一間大宅去年6月以高價售出，會在本季完成交易，屆時利潤可以入賬。

電氣道的辦公樓會作長期租賃用途。基於歷史原因，項目三分之一業權由母公司恒隆集團持有，三分之二由本公司持有，預計項目將於今年下半年落成。

物業重估收益為港幣4.6億元，內地物業組合錄得港幣17.5億元的重估收益，香港物業組合則錄得港幣12.9億元的重估虧損。截至年底，各處項目的資本化率與一年前基本維持不變。考慮稅務影響及少數股東權益後，淨重估虧損為港幣4.97億元。

財務方面，本公司維持相對低的槓桿比率，淨負債率少於25%。我們的債項總額，包括可用信貸額度中，有30%獲歸類為可持續金融。未來數年，本人預期年均資本支出為港幣30億至40億。現有的可用信貸額度及物業銷售收入足以應付有餘。任何土地購置將在此預期的資本支出之外。

今年5月，我們將刊發第十份《可持續發展報告》，其中的內容本人在此不贅，只想一提，昆明恒隆廣場所用電力現已全部來自可再生能源，這是個重要的里程碑。我們會持續竭力推動我們的其他購物商場朝可持續發展方向走。

## 展望

一如以往，本人在本節開篇時會分析本公司的策略、行業狀況，以及可能影響我們的宏觀經濟和／或地緣政治格局。本人會先從本公司的業務開始，然後探討我們投資者經常憂慮的三個問題：北京最近的共同富裕政策及與之相關的議題、多家內地房地產發展商的財困問題，以及香港的防疫政策及其經濟影響。最後，本人會概述本公司的中短期展望。

我們2021年的業績清楚地表明了數點。首先，儘管環球其他經濟體動盪不安，我們卻在一個增長理想的經濟體中佔據了極有優勢的位置，而這個經濟體就是中國。

正如本人之前公開講述那樣，儘管中美幾乎在各領域都短兵相接，但這兩個大國恰恰是最佳的投資地。如果不出意外，而意外總有可能發生，兩國經濟都會蓬勃發展。正如有位美國風險投資人跟我們一位董事說，他們過往只會投資科技，現在他們幾乎涉獵所有經濟領域，因為科技日益普及，無處不在。此現象會在兩國比比皆是，美國尤甚。中國的經濟增長則會有許多其他推動力。在此只列舉兩個最明顯可以改善的領域，其一是轉型至更高附加值的製造業，另一個是目前較滯後的服務業快速擴張。除此之外，兩個經濟體還有許多可發展和增長的領域。由於我們是香港公司，地理因素決定了我們的主要市場只能是中國內地。

誠然，中國正面對許多內部挑戰，不過這並非新鮮事。例如，最近多家房地產發展商出事就是其中之一。過去20至30年，中國稍有風吹草動，西方專家便會宣稱中國大難臨頭，但事實其經濟和社會基本

維持穩健。錯估形勢的主因有二：一是不了解與中國文化有關的中國制度；二是有政治目的。某些西方國家並不希望看到中國繁榮，故只挑出負面消息貶抑中國。最近，這種做法有愈演愈烈之勢；許多徹頭徹尾的謊言在外廣傳。不但西方民眾相信，始作俑者也開始模糊了事實與虛構之間的界線。這就是人性的陰暗面。正如本人經常說的，錯誤解讀中國最佳方法就是只讀西方報章。其實應避之則吉。

中國經濟會有一天崩潰嗎？有可能，但機會極微。中國經濟很可能會繼續增長很多年，甚至數十年。我們能投身中國市場，實屬幸運。

不過中國的增長並不平均，從來都是如此。一直以來，各行各業總是此消彼長。例如，因為疫情和科技進步，大眾紛紛轉至網上消費。這是無法逆轉的趨勢，就像科技一樣：一旦發展起來，就不能「逆發展」！奢侈品消費卻剛好相反，市場數據和我們經驗都證明了這點。去年我們的次高端購物商場租戶銷售額增長20%，高端購物商場更躍升了55%。

就此，本人轉而直接分析公司最近的內地業務營運。2020年1月底疫情急轉直下，不到三個月時間，4月疫情基本受控，租戶銷售額隨即迅速上升，高端購物商場尤為出色，到了今天仍然持續強勢。變異病毒株 Omicron 出現，加上上海和無錫等華東地區的極端天氣拖累，因而2021年下半年的租戶銷售額升勢稍為放緩。儘管如此，雖然2020年下半年和2021上半年的租戶銷售額已定下一個非常高的基數，但2021年下半年，我們大致上所有高端購物商場表現仍超越上述兩個半年期。



這些數據帶出了一個強而有力的故事。疫情來襲以來，海外旅遊基本停擺，可以預期疫情前佔奢侈品總銷售額70%以上的海外消費會回流國內，這確實發生了，就如本人之前所報告那樣。但是這種疫情觸發的飆升只會發生一次，並最多維持一年。此後便建立了一個高得多的基數，而任何進一步的增長必須來自內部增長。自疫情受控、市場復甦以來，已過了20至21個月，但目前銷售額增長依然強勁。若增長再持續一段時間，尤其是我們在二線城市的高端購物商場，本人不會感到意外。

在此本人再多說一點。疫情已大大促使高端消費回流國內，本人不相信海外旅遊恢復後，已回流國內的銷售額會大量外流。這種憂慮某些分析師近月總掛在嘴邊，但並沒有足夠理據支持。要更好地評估銷售前景，我們要思考一個問題：為甚麼中國人之前要到外地購物？相信本人可在下文說服各位，就算是次疫情沒有出現，消費回流國內遲早都必然會發生。

直至數年前，同一件奢侈品，在內地比在巴黎、倫敦或東京賣貴得多，價錢可高20%至30%。現在情況不一樣了。不同品牌都主動收窄價格差距，而帶頭人正是世界最負盛名的奢侈品牌之一的香奈兒 (Chanel)。該品牌的領導層向來以眼光獨到和審慎精明著稱。

第二個到外地購物的原因是以前內地對奢侈品徵稅非常高，推高內地奢侈品的定價。數年前，北京下調稅率以鼓勵國內消費。事實上，中國海關已開始在各國際入境關口審查從海外購入的奢侈品，並對此徵收相當高的進口關稅。

第三個原因是，從前與米蘭或香港等地的門店相比，內地的奢侈品門店的商品線相當有限，許多商品只能從外地購得。現在情況逆轉了。頂級品牌意識到他們的產品在中國的市場比起其他地方的要大得多，現時內地門店的产品款式和尺碼已非常齊全，與外地的無異。事實上，有些品牌甚至專門為中國市場設計專屬產品線，消費者只能從內地購得那些商品。

另一個到海外購物的原因是更佳的消費體驗。無論在羅馬、馬德里、首爾還是紐約市，商店裏總見到訓練有素又會說中文的銷售員準備就緒，隨時為顧客提供服務。不過時至今日，顧客可以放心，現時在內地如我們的高端購物商場裏的店員，同樣訓練有素，知識豐富，待客誠懇。今天在中國的消費體驗可說是首屈一指。

此外，內地購物商場（而非單一商戶）推廣的會員計劃成效卓著，實應記一功。我們的「恒隆會」會員計劃固然成功，我們競爭者的也不錯。一位來自中國的尊貴顧客到巴黎消費時，可能要在店外排隊好一段時間才能進店，即使進去後，也不會被銷售員認出。在我們的購物商場，不會有這種情況。我們與時尚品牌緊密合作，確保品牌（以及我們）的尊貴顧客能享受頂級的購物體驗。我們更一起為某類特定的尊貴「恒隆會」會員提供獨特、以體驗為本的會員計劃。在我們購物商場的消費額度越高，享受到的禮遇越佳，那還要到海外消費嗎？！

由於上述原因，我們租戶的尊貴顧客變得非常黏附我們的購物商場。他們不只是某個品牌的顧客，也是我們購物商場的顧客。綜上所述，本人預計這些銷售一旦回流國內，流失的只會有限。



上海港匯恒隆廣場

分析過行業狀況後，接下來本人會深入討論本公司的營運。本公司在1992年12月進軍內地商業房地產市場，今年已邁入第30個年頭。這段時間可粗略分為三個階段。1993至2004年的12年間，我們的業務專注於上海，完成了兩個成績斐然的項目，就是上海恒隆廣場和上海港匯恒隆廣場。2005至2018年的14年間，我們在上海以外購置土地，在五個城市發展了六個項目。這些項目在2016年年底都已基本落成並順利營運。少數例外的是無錫恒隆廣場和瀋陽市府恒隆廣場，兩個項目現時正完成其最後一期的發展。

第三階段始於2019年。當時，持續六年的熊市已在2017年結束，我們最新一批項目開幕，率先落成的是昆明恒隆廣場，它於2019年8月開幕；緊接的是武漢恒隆廣場，而下一個將會是杭州恒隆廣場。已經開業的兩個項目從一開始即成為所在市內首屈一指的高端購物商場。第三階段項目的租賃邊際利潤率上升迅速，遠超第二階段的六個項目；第二階段的項目，所有都在漫長熊市期間開業，只有第一個例外。

此外，自2019年開始，環球舉足輕重的高端品牌幾乎全部一起進駐我們多座不同檔次的購物商場——第一階段的上海港匯恒隆廣場，第二階段的無錫恒隆廣場、大連恒隆廣場，以及濟南恒隆廣場，當然還有第三階段的兩座購物商場。這意味我們現有的十座購物商場中有七座屬於高端購物商場，濟南恒隆廣場2024年完成資產優化計劃後有望躋身此列。

自本公司首次涉足內地業務，過去30年間我們獲益良多。第二階段尤其艱辛，主要由於熊市席捲奢侈品市場。恰巧我們那時期的六座購物商場中有五座都在熊市中開幕。在某些方面而言，我們那時學到最多。學習甚麼不該做，往往與知道該做甚麼同樣重要。

在熊市之前，我們構思或許可以有兩類項目，即高端和次高端購物商場。後來，我們的想法改變了。高端購物商場是唯一值得做的業務類型。我們在過去兩年的業績便是最佳明證。我們一向深知較高端

物業始終表現較優越，故此我們堅定不移，致力把次高端物業升級至高端。我們曾以為四星級物業或許仍可發展，現在我們確信，除非沒有能力興建五星級物業（幸虧具此實力的公司甚少），否則應該只經營高端購物商場。高端購物商場除了租賃邊際利潤率可觀得多，被電子商貿取代也難得多。高端購物商場的守成能力高很多。

有一家信譽優良的國際顧問公司就中國奢侈品市場發表定期報告，最近發布了更新報告，內容與我們的結論似乎不謀而合。我們的確處於中國經濟中極有優勢的據點。該市場內既成功又有能力的參與者為數不多，而且大多數跟我們一樣來自香港。不過我們所走的路似乎略有不同——很少房地產發展商可同時在那麼多城市成功營運。有些發展商把業務局限在一線城市，本人非常尊重此策略。（在奢侈品市場，只有北京和上海屬於一線。兩個城市的規模和深度在內地均無可比擬。廣州和深圳則與其他較

好的二線大都市不相伯仲。）包括我們在內的一小撮發展商也在頂尖的二線城市開展業務。無可否認，如果營運得當，北京和上海的回報會更豐厚，但必須是市場領導者，就像上海恒隆廣場和上海港匯恒隆廣場那樣。但若你只是陪跑分子，回報便會低很多。

在此本人應補充說明，有少數頂尖二線大都市，其水平較其他二線城市好，可稱這些城市為「1.5線」。就奢侈品市場而言，除了廣州和深圳，還有三至四個城市，包括杭州和武漢。達標的城市必須有雄厚的經濟實力，也要有相當龐大的人口。最近，據報無錫的人均收入為全國最高，但無錫的人口不夠多。舉例而言，一家「六大巨頭」奢侈品牌在北京和上海可開六家或更多分店，在1.5線城市可能開三家，在發達的二線城市則只能開一兩家。



上海恒隆廣場

那麼，我們會採取甚麼策略邁步向前？其中會有我們一貫秉持的兩個要素。第一個是只發展有望成為所在城市的龍頭高端購物商場，最好能一開業便做到。正如本人過往反覆撰述，市內最成功的購物商場與第二最成功的購物商場相比，財務回報的差距會很大。這並非單純為了滿足自豪感，當中亦有非常務實的理由，就是我們要盡力為股東創優增值。第二個要素則是，若有次高端物業受某種原因所限，開業時未能成為高端購物商場，可能的話便要儘快提升該物業的檔次。

上海恒隆廣場大概是我們發展的高端購物商場之中，唯一在開業之時市內沒有任何購物商場能雲集頂級時裝品牌的。因此，在進入某個市場前，我們必須謹慎評估競爭環境。如果沒有在某城市的市場搶佔首位的合理優勢，我們便不應開展計劃，不應購置土地。即使我們認為勝算頗高，仍可能迫不得已先以次高端的檔次營運，再吸引頂級品牌進駐。這個過程的預計時間不應過長，否則會影響財務回報。

在第二階段的六個項目，相關地塊在2005至2010年間購入，全都預期會成為五星級購物商場，只有瀋陽皇城恒隆廣場例外。由於其選址，瀋陽皇城恒隆廣場只能成為四星級購物商場。這是我們首次嘗試該產品類型。很可惜，在天津恒隆廣場竣工後不久，我們就發現天津的經濟實力遠比統計數據顯示的疲弱。我們觀察這個曾經輝煌的大都市已有30年，卻仍未見過一座成功的高端購物商場。故此，在可見的將來，我們的購物商場會停留在次高端檔次。鑑於硬件優秀，當市場及競爭環境許可，天津恒隆廣場總有一天會升級的。

其餘四座購物商場都具備潛力。就瀋陽市府恒隆廣場而言，我們錯估了形勢。我們容讓競爭對手的購物中心早於我們的一年半前落成。連同某些設計上的問題，我們自開業以來就只能屈居次位。雖不致命，但仍是代價頗高的失誤。

剩下的三座購物商場中，有兩座已成功升級，還有一座正向目標邁進。無錫恒隆廣場和大連恒隆廣場都是所在城市中無可爭議的龍頭高端購物商場。無錫恒隆廣場早在2019年便晉身高端之列，財務回報也相應豐厚，此後強勁的租賃收入增長可望持續。較它遲兩年晉身此列的大連恒隆廣場表現並不遜於前者，頂級時裝品牌在去年蜂擁而至，說明了為何租賃收入有如此驚人的躍升。此勢頭並未停竭，今年仍會持續，還可能延續至明年。濟南恒隆廣場去年開展了資產優化計劃，可見正穩步朝高端購物商場行列邁進。這兩年來，我們已開始見到有更多較高檔品牌進駐。

這類轉型是本公司能長期成功的關鍵，不但肯定了我們購置土地的決策和對競爭環境的評估正確無誤，亦證明了管理層有勇有謀。誠然，要不是長達六年的熊市低潮在2017年才告結束，無錫恒隆廣場和大連恒隆廣場本來會更早嶄露鋒芒。本人估計，熊市很可能把我們的優勢推後了至少兩三年。其實，若不是受累於漫長的市場低迷，無錫恒隆廣場從2013年開幕起便能主導市場。兩三年的耽誤造成嚴重的財務損失。

由此可引入本人要論述的下一個事項。在大多數情況及正常的市場環境下，我們應該一開始便可執市場牛耳。我們兩座近年相繼落成的購物商場勢如破竹——2019年8月啟用的昆明恒隆廣場和開業才十個月的武漢恒隆廣場，讓我們躊躇滿志。



武漢恒隆廣場

在我們進軍昆明和武漢兩座城市以前，已有一兩個主要競爭者。他們的選址同樣理想，甚或更佳，但是我們優越的設計和建築，加上環球頂級品牌對我們的出色管理早有所聞，我們正式開幕前便已能吸納到這些品牌。佔下風的競爭者只能把最好的租戶拱手相讓；實力較強的，或許經常以非經濟手段，留住某些大品牌，不過這些品牌仍會到我們的購物商場開業。即使這些競爭者能迫使品牌暫時繼續在其購物商場營運，他們也無法左右消費者到哪裏購物。頂級時裝店對於顧客喜歡在哪裏購物總是了然於心。

武漢恒隆廣場正好是這種情形。結果，銷售正在流向我們的購物商場。事實上，本人預計武漢恒隆廣場會成為我們在上海以外數一數二成功的購物商場。無錫恒隆廣場的實力也不遑多讓，不過無錫無論是經濟規模還是購物商場面積都不能跟武漢的相比。武漢作為一個大都市，比無錫大得多，而武漢恒隆廣場佔地亦比無錫恒隆廣場大得多——近180,000平方米與不足120,000平方米之比。

若論上海以外盈利能力最高的購物商場，能挑戰武漢恒隆廣場的可能就是杭州恒隆廣場。當然，杭州恒隆廣場還有三年才落成，現在言之尚早。正如前述，杭州亦屬1.5線城市，每個頂級品牌可在市內開至少三家分店。杭州恒隆廣場座落具歷史意義的第一高端購物區的中心。競爭環境對我們頗為有利，因此可望收穫能與昆明恒隆廣場和武漢恒隆廣場媲美的佳績。本人認為，整個綜合項目的設計非常迷人，購物商場之上還可容納數量可觀的辦公室。世界一流的文華東方酒店已跟我們簽約，將進駐杭州恒隆廣場。

杭州恒隆廣場唯一的缺點可能是購物商場面積本可以更大，因受到規劃限制，其面積不到110,000平方米，不過仍幾乎是上海恒隆廣場的兩倍。事實上，按每平方米銷售額計算，上海恒隆廣場顯然是迄今為止全中國最高效的高端購物商場，其規模並不礙事。

現在本人來談談內地兩個主要的社會和經濟問題。第一個是共同富裕及與之相關政策，例如限制互聯網平台公司和某些教育機構。第二個是「恒大現象」，這關乎房地產發展商的財務困難。其後，本人會討論香港應對疫情的方式，以及我們城市的經濟前景。這些問題困擾了許多投資者和政策方面的專家。

每個對北京的共同富裕宣言反應過度的人，都忘記了中國是個社會主義國家，只是這40年來實行市場經濟而已。西方有很多人仍不能接受還有其他形式的資本主義也能為社會創造財富。因此，他們下意識地或不自覺地排斥中國具有社會主義特色的市場經濟模式，行事方式與其不同便反對。難怪這些狹隘的人難以理解中國。他們的偏見通常源於情感多於理智。

記得鄧小平先生在改革開放政策之初說過的一句話——讓一部分人先富起來。關鍵詞當然是「富起來」，但大家也別忘記「先」這個字。每個社會都必須先創造財富，然後在某程度上公平地分配。

對本人和家人而言，最佳的「分配」方式是自願把全部或幾乎全部財富捐出。我們不贊成財富繼承，寧願讓資金回饋社會，這是我們秉承了數十年的原則。但這不應該在非自願的情況下進行，所以政府的角色便變得重要。稅收和其他再分配的方法是必要的，每個國家都必須自己決定怎樣才算合適水平。

開明的富人應接受甚至歡迎這些措施，只要這些措施不過分到嚴重削弱創造更多財富的動力便行。畢竟，要維持相對和平的社會環境，在財富再分配取得平衡是個重要因素。否則，歷史已充分證明社會會有嚴重反彈，對任何人都沒有好處。當然，在這種情況下，誰擁有最多，誰就會「失去」最多。

我們亦不要低估北京領導人的智慧。他們大大提升14億人的生活水平，靠的不是愚昧。中國在1949至1978年間沒有採取市場政策，那時國家十分貧窮，一旦改變便富有起來了。北京會再次逆轉政策嗎？只有愚昧的人才會這樣想。從本人這個局外人觀察所得，北京完全心裏有數。雖然他們採用的方法遠非完美，但其決策有明確的邏輯。當他們發現有錯便會迅速調整，而且有能力調整。他們可能遇上挫折嗎？當然可能，但經過43年的改革，到目前為止還不錯。

那麼，為甚麼要共同富裕？其實，應該問的是：為何不呢？至於為甚麼要現在做和這意味甚麼，本人有以下看法。第一，時機。經過40年的快速經濟增長，已累積可觀的財富，不過社會中的財富分配仍非常不均。只要社會上大多數人自覺生活仍然在改善，未來的日子大概會比過去好，大家還是比較滿足的。肯努力的人在經濟上仍然有機會成功，因此社會尚算平靜。然而，有些暴發戶（包括一些超級富豪）的行事方式也確實不甚明智。例如，炫富就不是好主意。因此，不同經濟階層之間的矛盾，總有可能會在某天升溫。政府的工作是好好預防這種矛盾，而不是在矛盾造成嚴重麻煩後才解決問題。



可以肯定的是，這些問題並非中國獨有。貧富懸殊的現象到處可見，包括幾乎所有先進的西方經濟體也存在。這20多年來，從投資銀行家到私募投資者，金融奇才都累積了極多財富。大約在同一時期，科技巨擘累積的個人財富甚至可能更多。在本人看來，與金融奇才相比，科技巨擘至少為社會增加了巨大的裨益，縱使伴隨一些問題。無論如何，特朗普主義現象是個明確警號，預示了美國社會即將面臨更大的問題。

由此種種可見，個人財富竟可像過去20年般堆積起來，這大概是古今中外前所未見的事。若不小心處理，便絕不會有好結果。這個難題美國似乎無力解決，而北京卻至少正在努力。

由於中國政府對金融安全非常謹慎，所以私營機構在金融服務領域的參與有限。然而，有些科技公司，主要是軟件公司，已發展到難以想像的規模，而其中某些公司已越界涉足金融服務。由於這類公司沒有受到對金融服務機構般的監管，有些已變得異常強大。

在世界其他地方，被認為一旦倒閉便會對全球經濟形成系統風險的最大型銀行，一直受到嚴厲審慎的規則監管，2008年環球金融危機後尤然。在中國，有些非銀行金融機構，螞蟻金服就是典型例子，幾乎不受任何監管，其規模卻比世界各地受嚴格規管的銀行都大得多。正因這些機構最多只受到輕微監管，故此可以瘋狂的速度增長。如果其中一些公司公開上市，而股東來自世界各地，後果將會更加

複雜。如果當中有一家公司生意失敗呢？有多大可能引致其他類似的機構同樣受困？試想像，這會對中國經濟構成多大的系統風險，而其實全球經濟也會因世界緊密相連而受到牽連。只要有一家這樣的公司破產，對世界構成的風險便不可估量！即使這樣的災難沒有發生，仍可預見財富會更為集中。

在20世紀，有人說石油是黑金。別忘記1973年和1979年兩次石油危機，大體上把財富從能源貧乏的國家重新分配到擁有天然資源的國家。在21世紀的今天，數據就是數碼黃金，能獲得數據的公司和個人會成為王者。中國是世上數一數二先進的數碼化經濟體，加上互聯網公司主要是私有的，貧富差距只會愈拉愈闊。

另外還有兩個複雜的情況。首先，數據監管在世界任何地方都是新現象。人工智能等新科技出現，數據量會隨之激增。那麼，誰會擁有這些數碼黃金，又有何目的？數據可能被嚴重濫用，引致重大的社會甚至政治災難。每個政府都正聚精會神密切監察。其次，由於中美關係惡劣，數據安全已成為國家安全的首要議題。

從以上討論清晰可見，北京打壓某些互聯網平台公司並非要劫富濟貧。政府現時並非針對富人，而是有很多更重要、更關鍵的考慮因素，包括國家金融穩定、數據安全，甚至政治穩定。

如果共同富裕不是為了把富人拉下來，那是為了甚麼？首先，旨在增大經濟規模，讓更多人受惠。其次，仍有許多工作要做，好讓經濟能力較低的民眾向上流。的確，中國已成功使大約一億人口脫離赤貧，但與例如世界銀行等所定的國際標準相比，其貧窮線仍然頗低。除了防止剛脫貧的人再陷入貧困，北京現在還必須在未來數年甚至數十年內達到更高標準。的確，北京正鼓勵富人關顧窮人，但理論和實踐都告訴我們，單靠行善永遠無法解決貧窮問題。雖然有幫助，但不足以解決問題。

唯一的解決方法就是增大經濟規模，同時藉稅收等行政措施實行再分配。說到誰最了解除去個人致富意欲有何後果，就是北京。中華人民共和國立國後首30年裏嘗試過，結果是共同貧困而不是共同富裕。今天的北京領導人都在50年代和60年代長大，他們對這個教訓感受最深。

本人認為中國政府打擊一些互聯網平台公司和教育機構，可能至少還有一個重要原因。美國的教育學家、心理學家和社工都非常清楚，他們的社會正日益受到另一種流行病困擾，這就是精神疾病，年輕人尤其嚴重。一所頂級的常春藤聯盟大學有70%本科生需要某些形式的心理輔導。本人的母校是美國一所大型且具聲譽的大學，本人也曾擔任其校董，其校董會就曾嚴肅討論學生的心理健康問題。這些絕非個別例子，相關問題非常普遍。

本人不認為這問題是美國獨有，不過個人自由不受約束，又沒有以責任去適當平衡，一定加劇了問題。歐洲也不例外，包括中國在內的亞洲國家亦然。

問題在於如何處理。由於其社會規範和政治制度，西方政府為防止學生患上精神疾病能做的頗為有限，最多只能做一些治標的工作，但坦白說已經太遲了。另一邊，中國的制度可能有較大機會成功，即使避免不了，至少也能儘量減輕問題。

在此談談科技的弊端。我們知道科技為人類帶來無數好處，但討論科技的弊端卻近乎是禁忌。本人且用一件軼事來說明。

最近本人碰到一位多年好友。他和他的30歲女兒都喜歡玩電腦遊戲，最近也開始接觸虛擬實境（VR）遊戲。據他所說，他們現在必須配戴一副遊戲眼鏡才能進入VR世界，而下一代的科技可能只需一副裝有晶片的隱形眼鏡便可。無論如何，因為長時間在VR領域中逗留，他女兒經常做噩夢；而我們都知道這類遊戲可以有多暴力。

本人朋友和他女兒的經歷讓本人很困擾。本人要問：如果我們那些十歲的孩子每天花數小時在VR世界裏會怎樣？他們會發生甚麼事？過一段時間，他們還能分清現實和虛擬世界嗎？不論這些孩子是被主動操控（科技很容易做得到），還是被動地對所看、所體驗的作出反應，他們的精神狀態和精神健康會怎樣？他們的獨立思考、分析能力、道德判斷力和社交能力會有甚麼改變？本人非常擔心世界各地的下一代，尤其西方的青少年。

本人猜測，中國最高領導人不可能注意不到這種流行病。限制學生每天玩電腦遊戲的時間等措施，會否是為了保護國內青少年免受精神扭曲的一種方式？本人相信的確如此。



對某些教育機構的限制也是為了防止類似問題惡化。眾所周知，中國學校對學生施加很大壓力，例如要死記硬背。這必然會對中國青少年的整體發展有影響。最新政策有望改善他們的整體福祉，包括其心理健康。此外，新政策着力使窮人與富人機會均等。政策是否有效是另一問題，但目的則似乎很明確。

投資者經常討論的第二個主要問題就是本人所說的「恒大現象」，即大量內地房地產發展商出現財務違約或接近違約的情況。這會影響我們的業務嗎？如果會，會怎樣影響？

誠然，本人十多年來一直公開表示，內地房地產發展商所玩的遊戲是不可持續的。他們追求的是規模和速度，而不是盈利能力和素質。這種音樂椅遊戲遲早會結束，許多公司會倒閉，股東和債券持有人會受損。這件事完全可以預見。要指出多年前誰最瘋狂並不難，他們很可能會造成最大的爛攤子。相反，我們也早就知道誰比較穩打穩紮。他們的思路和行事都比較合理，而且負債率低得多。

多年前，有位朋友告訴本人，有四家公司會消失。本人當時完全同意其看法。時至今日，一家已消失，兩家已被重組，最後一家就是恒大。本人的朋友說中並非因為聰明（儘管他的確聰明），而是因為頭腦清醒。

有些西方的專家稱恒大為中國的「雷曼時刻」。本人從來都不同意，這種比較簡直匪夷所思。恒大確實負債纍纍，但稱職的會計師在剖析資產負債表以外的項目後，可準確算出總債務。這是一個有限的

數字。相反，像雷曼兄弟這樣的投資銀行，其金融衍生工具可以是無底洞，包括第一階客戶、第二階客戶，以及第三階客戶的數量分布也廣泛得多。

與金融機構不同，包括恒大在內的房地產公司，賬面上包括有形資產，即土地和實體房產，其價值或低於相關的債務票據，因此在公司破產時，許多人會損失很多錢，但至少第一留置權人很可能會獲得某些東西，尤其若清盤過程井然有序則更是如此。由於幾乎所有中國金融機構都受政府嚴格管轄，井然有序的過程似乎有所保證。而且，由於同一政府還控制着許多大型企業，不管是金融還是非金融的，不管有沒有房地產專業知識，破產發展商的實體資產都可由這些公司瓜分。原則上，只有少數職位會被削去，而原來的管理層完全是可有可無的。

從歷史可見，只要有形資產得到有序處置，在對原擁有人和貸款人進行估值折扣後，剩下的資產仍有可能以公司形式經營下去。奇怪的是，中國制度的一個好處是，政府在這種情況下既是球證亦是球員。在西方聞所未聞或不可能的事，在中國可能會發生。

儘管如此，這個過程會很痛苦。本人只想知道，為甚麼政府讓情況惡化到如此程度才介入。會否有可能因為貪污？當然會，但這解釋不了整件事。原因之一可能是，政府本來要依靠房地產發展來維持整體經濟。很難想像這麼多精明的銀行家會閉上雙眼，繼續向這些已經或即將倒閉的發展商提供貸款。唯一原因是有高層人士開綠燈吧。在那更高的層面，考慮的問題一定不單單是某家公司，必然還有其他經濟、社會甚至政治方面的考量。只能說，這也是具有社會主義特色的市場經濟的一部分。

這個爛攤子會影響我們的業務嗎？不見得會。但如果會，結果其實可能對我們頗為有利。我們不受影響，因為我們從事非常不同的行業。儘管可能性很低，但因為買地的房地產發展商少了，地方政府可能變得財政緊絀，從而需要快速推售某些商業用地。如果恰巧有我們喜歡的地塊，我們或許能以低價購入。在過去約15年來，我們不止一次這樣購置土地。正如上述，沒有多少工作會因而被裁減。因此，對消費的影響應該不大。此外，這些人反正也不是我們的目標顧客。

現在本人轉而談談香港，闡述一下香港處理疫情的方式，以及疫情對香港經濟和我們業務的潛在影響。若你們是此信函的長期讀者，一定知道本人認為2019年的騷亂已經從根本上改變了香港經濟，而隨之而來的《港區國安法》雖然絕對必要，但還是從根本上改變了香港社會的本質。當本人談到這種轉變時，我並沒有作出價值判斷，評價它對香港是有利還是有害。新的現實環境就是這樣。畢竟，改變或許是無可避免的。

在疫情的影響下，香港確實深陷兩難之境。政府應對疫情固然有許多不足之處，但外圍現實環境也讓我們面對一些獨特的挑戰。公共衛生問題對任何國家或城市來說都不容易處理，因為政府必須在遏制病毒傳播和保護經濟之間取得平衡。官員必須做非常艱難的選擇：一方面社會可以接受多少人因而喪生，一方面經濟還可以撐多久。當中有非常艱難的現實考慮：包括醫療體系的配套是否足夠（例如醫院病床和醫護人員的數目），疫苗是否充足，疫苗的效用如何，社會大眾對接種疫苗在接受程度，以及一系列其他社會與經濟問題，幾乎所有這些都是敏感議題。最壞的情況是讓恐懼在社區中蔓延。

本人明白問題有多複雜，所以過去兩年一直不作公開評論。只有那些別有用心的人（如帶政治目的）或無知的人會輕率發表意見，因為他們大部分人跟我一樣，都是外行人。本人現在談及這問題的原因是，公司管理層需要讓持份者知道我們的評估，因為許多持份者對此表達的擔憂也不無道理。

數十年來，香港這小島先後靠美國、歐洲、日本，以及現在的中國大陸來維持生計。香港與外國的關係主要以經濟為主，我們今天與祖國的關係則全面廣泛得多。香港社會與內地的關係千絲萬縷。在疫情之前，我們與深圳連接的邊境口岸是世界上最繁忙的！每天平均有超過60萬人次跨境往來。這比北美最繁忙的口岸——來往美國聖地牙哥和墨西哥提華納——還要多一倍多。許多人在香港生活，在深圳工作，反之亦然。孩子們早上過境上學，下午回去。人們為工作或消閒，徒步也好，開車也好，往來幾乎從不間斷。裝載貨物的卡車排成長長車龍等待過境也是日常現象。若因疫情等因素而往來受阻或中斷，香港經濟和社會都會遭受巨大損失。例如，香港的食品大部分都來自內地。幾乎所有經濟階層的市民生計都會受損。

然而，另一方面，香港是國際大都會，我們的經濟福祉也十分依賴世界其他地區。香港經濟是外向型的，不僅僅是面向內地。我們或許比大多數甚至所有亞洲主要城市，有更多跨國公司總部或地區總部。香港在2019年經歷了七個月的騷亂，經濟已經受創。我們與祖國的經濟關係，尤其是政治關係已從根本上改變。我們現在承受不起同時失去國際商界的信心。



眾所周知，應對疫症大流行基本上有兩種方法，即清零和群體免疫。如果這個病毒真的致命，那麼必須儘可能用清零政策；如果它尚算溫和，那麼群體免疫較為可取，因為這對經濟的損害較小，尤其在現今相互連通的世界。

兩年前，2019冠狀病毒病的報道首見於武漢，當時沒有人知道其殺傷力有多大。北京採取果斷的措施加以圍堵，措施嚴厲但有效。從那時起，他們不斷完善他們稱為動態清零的策略。將中國與美國做對比，按人均計算，美國的病例數目是中國的2,000多倍，死亡人數是中國的600倍。(到目前為止，中國的大部分病例都在2020年初疫情爆發首三個月內出現，當時既沒有疫苗，也沒有應對病毒散播的經驗。因此，當時的死亡率要高得多。)

既然香港已與內地一起採納清零政策，原因我稍後會闡述，我們必須先了解內地在疫情下的走向，才能預測香港會怎樣走下去。

眾所周知，世界其他地方選擇了群體免疫政策。只有當疫情特別嚴峻時，某些政府才會實施封城或封區。老實說，病毒或細菌要致命得多，才會迫使那些政府仿效中國的做法。西方社會的民眾如此堅持個人自由，不受社會責任束縛，政府很難強迫民眾接種疫苗或遵守嚴格的社交距離措施。他們簡直把個人自由看得比自己的性命還重要，但問題是，他們也把個人自由看得比其他人的性命更重要。另一方面，要找到一個如此有組織、可以成功執行清零政策的國家並不容易，更遑論這個世界人口最多，擁有14億人的國家。坦白說，只有如中國這般執行力極強的威權國家才做得到。

正如西方無法做到中國所做到的，北京目前也不宜採取世界其他地區的做法。中國民眾是否會接受像西方那樣高的死亡率？如果各種變異病毒株仍然致命，醫療體系能應付嗎？會有社會甚至政治後果嗎？這些問題都沒有簡單答案。但一旦國家選擇清零的路線，就不容易改道。

然而，長遠來看，世界其他地方總有一天能實現群體免疫，中國可以一直與其在經濟上隔絕嗎？無論是外國人來訪還是中國公民回國，能否一直對任何入境人士施以嚴格的檢疫要求？因美國已決定與中國為敵，這樣的措施對已在去全球化的世界有甚麼影響？畢竟，中國在貿易方面已屬世界第一或第二大國，她難以與世界其他地區隔絕。中國需要世界，正如世界需要中國一樣。因此，中國遲早要開放，並放寬其清零政策。

那可能是甚麼時候？有數個先決條件。首先中國必須研製出更有效的疫苗。西方最好的疫苗其效力大概達95%，但中國的疫苗遠低於這個數字。如果做不到，中國民眾可能得不到充分保護，倉促對外開放會有非常不利的後果。根據本地報章報道，中國正朝這個方向發展，即開發一種更有效的疫苗。

情況也取決於病毒會如何變異。如果接連發現的新病毒株變得更致命，那麼中國將不會也不應該開放。但如果病毒越變越弱，那麼就有機會了。變異病毒株 Omicron 雖然傳染性高，但被認為不太嚴重。現行政策是否會因而逐步放寬？無論如何，希望世界各地，包括中國，能早日開發出更好的預防性藥物及更佳的療法。

一旦滿足了這兩個先決條件，北京就可以宣布勝利並對外開放。如上所述，許多中國民眾的性命得以保住，過去兩年其經濟也保持相對穩健。習近平主席不久前倡議的雙循環，其中主導的內循環（另一個則是外循環），已經做到了應有的效果。

中國是世界最大的製造業樞紐，其出口近來相當興旺。由於南亞和東南亞等地無法遏制疫情，這些較小的生產基地實際上都已經停運。儘管美國故意通過貿易戰減緩其出口，但世界對中國的依賴卻已變得更高。事實上，世界應該感謝中國採取清零路線，令全球供應鏈沒有受到更多干擾。否則，許多產品及其零部件會短缺，情況會很混亂。許多行業會因而停運，全球經濟體系會進一步受損。若然這樣的話，想像一下通脹會飛升多少！

那香港怎樣？中國內地是個大陸型經濟體，即使與世界其他地區往來受到影響，本地活動仍足夠使其經濟運行好一段時間。但香港是個轉口港和國際金融中心。我們的經濟規模要小得多，也簡單得多，因此也更脆弱。聯繫內地和聯繫世界其他地區，兩者同樣至關重要。

與西方朋友一樣，香港市民主見強，有時候會任意表達意見。如果他們不喜歡接種疫苗，他們就會直接拒絕，即使免費且接種效率又高。加上政府遇上重重挑戰，於是動態清零失敗了，與內地通關也無法實現。另外，由於動態清零需要實行嚴格的檢疫規定，因此與世界各地的人員往來也大受限制。

在港設有地區總部的跨國企業正相繼遷移。在2019年發生七個月騷亂和隨後的《港區國安法》實施後，許多公司本已開始懷疑香港作為國際商業中心的前景。現在多國已逐步重開邊境，而我們則對最新一波疫情處理失當，要讓這些公司留在此地只會更難。

結果是：我們最終與內地或世界各地皆無法通關，進退維谷，長期的經濟後果非同小可。

現在能重振香港中短期經濟的，只有北京。但無論北京以甚麼形式幫忙，我們都已今非昔比。或許這是在所難免，也未必是壞事，因為對本港經濟最關鍵的要素是內地。為了保持經濟健全強盛，我們將不得不與中國其他地區和世界各地開拓新的業務領域。

眼前之事是將於7月1日上任的下一屆特區政府行政長官。六個月前，本人希望到了今天局勢會較為明朗，結果證明並非如此。

面對以上種種，恒隆應採取甚麼策略？我們應如何邁步向前？

首先，我們有幸在過去10至20年大幅擴展了我們在內地的物業組合。上海以外，我們在2005年開始購置土地，2010年開設了第一座購物商場，業務增長勢頭一直迅猛，2019年以來尤其強勁。同時，自2001年起，我們沒有在香港啟動過任何大型項目，只有遇上特殊情況時才出手。觀乎香港的種種挑戰和內地的大好機遇，我們確實處於有利的位置。



我們可參考以下事實：我們的品牌在內地享有盛譽。眾所周知，我們興建、擁有並管理內地一些最好的商業項目。我們的高端零售物業特別蓬勃；我們的辦公樓總是所在城市裏最優秀的。以我們最細小的購物商場上海恒隆廣場為例，其租戶銷售額約等於我們所有香港零售店舖總和的2.4倍。同樣位於上海的上海港匯恒隆廣場是我們第二高租戶銷售額的購物商場，其租戶銷售額很有可能在約兩年內追上我們所有香港店舖的總和。我們接下來的兩座購物商場，即無錫恒隆廣場和昆明恒隆廣場，其總租戶銷售額已經大大超過我們香港業務的總和。而且，如果在未來兩年內，這兩個內地物業都被我們開業至今不足一年的新成員武漢恒隆廣場超越，也不足為奇。

在辦公樓方面，以總租金收入而論，在2021年我們的內地業務首次超越香港。毫無疑問，在未來數年，差距只會進一步擴大。今天，香港的辦公樓供應正在增長，而需求卻跟不上。事實上，如上所述，隨着跨國公司遷離本港，屆時需求可能會萎縮。現階段的未知之數是內地企業是否會大量來港。

與中國其他地方相比，香港面積極小。在歷史上，本港房地產的單位價格和租金都極高。與世界很多地方相比，由於本港的面積和地理位置，房地產價格和租金即使稍微放緩，仍會保持高企，但預料不會持續上漲，只有住宅價格可能例外。總體而言，香港這城市正在衰落。除非北京採取一些大刀闊斧的行動，否則我們的經濟不太可能會大幅增長。

另一方面，中國大陸則恰恰相反。領土和人口都碩大無朋。中國是世界第二大經濟體，而且仍像發展中國家一樣不斷增長，國內生產總值在未來數年每年增長5%至6%是有可能的。內地的城市化儘管已快速推行約30年，但仍未停下腳步。其經濟素質仍有大幅提高的空間，箇中原因有二，就是基數相對較低，以及科技的快速發展和應用。例如，與西方先進國家相比，服務業佔國內生產總值的百分比仍然很小。事實上，世上很少經濟體兼具低基數和先進科技，而這兩大優勢都有利於極高速的增長。在未來十年左右，中國很可能會呈現這種態勢。

有些人對目前中美的激烈競爭感到擔憂，因為這涉及中國經濟的所有重要範疇。山姆大叔正盡全力拖慢中國的增長，尤其在科技方面。這顯然值得關注，因為世上最強大的國家若視你為敵人，日子會非常難過。

但經過仔細考量，本人相信中國的整體發展水平已經夠高，足以承受美國的全面打壓，當然仍未到全面戰爭的地步。其實，美國的打壓只會加快中國的進步。例如，切斷中國取得某些技術的渠道，只會促使她自己加以開發，長遠來說會減少對西方的依賴，從而提高競爭力。這絕非華府所樂見，但刁難中國很可能會導致這種結果。

這數年來，本人在本函中詳細分析過發展中的中美關係，所以在此不會贅述太多，只想說這場角力雙方都贏不了。如果變成曠日持久的爭鬥，那麼心理準備做得更充分的一方將會大有優勢。面對一場沒有贏家的較量，美國的政治制度將會面臨巨大的離心力，而太平洋另一邊的情況可能恰恰相反。我們可參考韓戰、越戰和去年的阿富汗撤軍。華府會退縮。無人得勝。

在此之前，台灣海峽仍會是危險地帶，隨時發生意外。這是一個我們在香港和內地做生意都必須面對的風險。

無論外面發生甚麼事，國內經濟的進一步發展都至關重要。由於出口不再是經濟的可靠驅動力（情況有利時儘可能多加利用，例如在疫情期間），而基建發展的增長也有限制，因此北京必須確保國內消費市場強勁而健全。這對我們的業務只會有利。

除了保持經濟以合理速度擴張，北京還會着力提高經濟素質。東西方的專家會立即想到進一步的改革，但本人寧願換一種說法，原因是太多人認為改革就是在經濟或政治方面變得更像西方，但這並非必然。

其實所需的是修正以往不合理的制度和做法，使之變得合理，包括好好協調經濟的不同領域和政府內部的不同部門，從而消除或彌補錯位，提高效率。美國經濟的一個優勝之處正在於它的合理性，中國不得不學習，但誰也不應以為可行之法只有一個。中國開放40多年來，領導人始終務實。他人之法若可在國內直接套用，便從學於他人，不然便另找最切合自身特定情況的方法。無論如何，中國將會令國內的經濟和其他制度變得更合理，以提高其效率。這在激烈的國際競爭時期尤為重要。

在此，本人來談談為甚麼這麼多西方專家經常誤解中國。他們以為自己的方式是唯一可行之法，不願意學習新事物。他們太妄自尊大和自以為是了。還有一點是不利於一般西方人看清中國。以精英為首的新聞媒體，一直把每一則關於中國的報道炮製成負面新聞來反對中國。說這種報道不準確已算厚道了，人們日復日地閱讀難免會被洗腦，久而久之也就眾口一詞。西方如何報道2019年香港發生的事正正反映了這一點，事實被歪曲得可怕。

隨着中國經濟的素質提高，薪金應該會迅速上漲，尤其在大城市。能夠擁有更優質產品的人會愈來愈多，老幼皆然，但年輕人尤其如此。奢侈品消費將會是受益的領域之一。只要我們把自己的業務做好，我們便應能成為主要受益者。這包括明智地發展新項目，好好地管理物業，並保持低負債。我們應該能做到這一切。



為把握即將到來的機遇，我們會一如既往，繼續尋找土地發展新的商業項目。在過去近30年，我們在內地平均每兩三年左右便增加一個新項目，而市況合適時便購置數塊土地。我們的業務就是以這樣的周期運作。這種節奏頗為適合我們的財務規劃和人事管理。未來數年裏，我們大有可能會繼續覓地。

我們並沒有放棄香港，香港仍是我們的家。但跟過去20年一樣，我們只會在時機和價格都非常吸引時才購置土地。無人能說這樣的機會不會出現，但短期內本人還沒有看到任何機會。若我們購置土地，很可能是買來興建住宅，尤其是豪宅市場。本港的低稅率，以及本地社會的許多其他方面，對內地的富人仍很具吸引力。

在結束本函之前，本人想談談我們的管理團隊。與任何機構一樣，人員流動是不可避免的。我們很少高級管理層會主動離職，離開的原因主要是退休。大約12年前，我們沒有那麼幸運，經歷了一場迅速的人事變動。為配合我們當時的需要，時任行政總裁陳南祿先生負責整固管理層，成績驕人。在他帶領下，我們在2010至2016年的七年內有六個大型綜合商業項目開業。因此，在2010年起計的十年間，員工數目大增；在我們的高級管理層團隊中，很少人已加入公司逾12年。在這期間，我們也栽培了一群接班人。

團隊的一名主要成員陳家岳先生，為公司服務八年後於去年退休。這50年來，本人既從旁觀察也參與其中，本人敢說他是我們投資物業組合的最佳主管。多虧有他，由他栽培的數名副手現正分擔其職務。這是一支有深度的優秀團隊。陳先生退休後，獲管理層邀請擔任顧問。

在公司工作了13年後，我們的首席財務總監何孝昌先生將於下月底退休。這些年來，他一直是一位值得信靠的工作伙伴。本人祝願他退休後身體健康，平安幸福。

本人在此欣然介紹即將上任的首席財務總監趙家駒先生。趙先生是本地人，出身於普通家庭，卻憑藉一己聰明才智和勤奮工作力爭上游，其工作經驗正好令他勝任現在的職位。他年紀雖輕卻經驗豐富，自大學畢業並獲得專業資格後，先任職於一家歐洲投資銀行，其後在一家頂級的主權基金負責房地產投資（包括中國大陸地區），較近期的是在一家成功的區域房地產基金擔任首席財務總監，其職責包括投資業務。本人歡迎他加入我們的高級管理層團隊。

董事長

**陳啟宗**

香港，2022年1月27日