

淡马锡吴亦兵:

长期超配中国资产 企业竞争优势“三级跳”

□本报记者 王雪青



在华资产净值进一步增长

中国证券报: 淡马锡在2025财年的投资回报率达到11.8%（按新元计算），如何评价这一成绩？

沈晔: 2025财年的业绩反映了淡马锡长期投资的理念。我们这些年一直在调整，希望更多地投资于有韧性、现金流较好、能够经得起周期考验的资产。2025财年的业绩体现出了这类资产的价值。

过去一年，我们投资组合中长期持有的新加坡重要资产，通过经营战略更新，实现了比较好的业绩增长。同时，相比于很多投资者，淡马锡多年来一直超配中国资产，去年中国市场上我们关注的TMT（科技、媒体、通信）领域以及一些金融机构，都有比较明显的价值修复，对我们的投资业绩有比较好的推动。

整体来讲，我们作为长期资本，还是要不断穿越周期，所以一年的业绩其实没有那么重要，更重要的是长期发展。

吴亦兵: 需要强调的是，我们不是特别看重单一年度的业绩，因为短期业绩难以摆脱市场波动的影响。虽然过去一年的成绩令人满意，但我们更重视长期投资回报，特别是十年期、二十年期的持续稳健收益。

面对日益复杂的市场环境，穿越周期是我们的核心使命。当前资本市场正面临越来越多的宏观因素扰动，这些挑战不仅将持续存在，还可能进一步加剧。因此，构建更具韧性的投资组合显得尤为重要。淡马锡是跨世代的投资者，让一艘大船在越来越剧烈的风暴中稳步前行，是我们最大的任务。

中国证券报: 截至2025年3月末，按照标的资产所在地划分，淡马锡投资组合中的中国资产占比为18%，比上一财年的19%有小幅下降。当前，淡马锡对中国市场采取了怎样的投资策略？

吴亦兵: 相比于绝大多数的全球性投资公司，我们多年来一直超配中国资产。相对于MSCI全球指数来说，我们更是严重“偏离”指数，因为淡马锡不是一个资产配置者，我们是以自下而上的方式进行投资。

资本流向决定了资本市场的发展，作为一个长期投资者，我们还是相信均值回归。虽然在华资产在淡马锡投资组合中的占比略有下降，但是按照投资组合净值计算，淡马锡2025财年的在华资产净值规模比上一财年增加了逾40亿新元。

新加坡国有投资公司淡马锡日前公布的2025财年（2024年4月1日至2025年3月31日）报告显示，其投资组合净值达到4340亿新元，比上一财年增加了450亿新元，创出历史新高。按新元计算，淡马锡一年期股东回报率为11.8%，二十年期和十年期的年化回报率分别为7%和5%。

近日，淡马锡中国区主席吴亦兵、淡马锡中国区副总裁沈晔接受了中国证券报记者的采访。谈及中国市场，吴亦兵表示，淡马锡长期超配中国资产，虽然2025财年投资组合中的在华资产占比略有下降，但从金额来看，在华资产的净值规模增加了逾40亿新元。从人工智能、生命科学，到先进制造以及新消费，中国资产价值凸显。中国企业结构性竞争优势正在经历从劳动力优势到工程优势，再到研发优势的“三级跳”。中国企业正在实现价值链的持续攀升，中国商品开始拥有“品牌溢价”。

中国证券报: 在一些因素未来仍有不确定性的背景下，淡马锡对中国市场的投资态度会有什么变化？看好哪些中国资产？

吴亦兵: 我们的投资态度没有变化。虽然宏观环境会影响企业短期业绩，但长期而言，我们更看重企业的发展韧性。近年来，中国企业的全球竞争力持续提升，这是我们作为自下而上的基本面投资者最为看重的事情。

在中国，创新是最大的投资主题。创新也是贯穿淡马锡十余年的投资主线。我们看到，越来越多的中国公司确立了全球领先地位，从TMT到新能源领域，例如宁德时代等公司，再到生命科学领域，例如药明康德、信达生物等公司，还有先进制造以及更多新兴领域皆是如此。

中国企业的竞争优势已经实现了三级跃升：第一阶段是劳动力优势，这是大家熟知的；第二阶段是工程能力的突破，工程师红利开始显现；现在正在进入第三阶段，也就是研发效率的领先。最典型的例子就是创新药研发。以前都是中国方面引进国外的药物，现在国际药企开始来中国采购早期研发成果。这说明中国企业的研发体系已经达到国际先进水平。

全球化趋势不会逆转，任何国家都无法实现完全自给自足，所以我们认为，一些扰动因素只有短期的影响。贸易保护其实是全球经济失衡的

中国商品拥有品牌溢价

一个体现，当前大家共同的话题是怎么恢复这个平衡，或者怎么更好地在动态中获得新的平衡。

中国证券报: 近年来，以泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪冰城等为代表的中国新消费品牌持续火热。淡马锡对中国消费领域有何投资观点？

吴亦兵: 消费一直是我们的投资的重点。很多新消费品牌，过去五到八年我们都在持续观察，因为这是一个重要趋势。中国整体品牌形象已经发生改变，不再是低质形象，中国商品开始进入品牌溢价的新时代。

品牌有双重价值，一个叫实用性，也就是性价比；另外一个是情绪价值。情绪价值反映在两个层面，最基本的层面叫审美观，在这之上的层面能够带来自豪感和情绪依托。国际明星会自发地把LABUBU玩偶挂在上万元的包上，这种审美认同和社交属性，说明中国品牌已经建立起真正的情绪价值。这种转变不是孤例，瑞幸、蜜雪冰城等中国品牌都在走向全球。

中国企业通过打造自主IP和品牌价值，实现向价值链上游的攀升。中国消费品牌的建立是一个慢变量，因为建立品牌是一个长期的过程。今天我们已经看到破冰者出现，就像自行车队的第一个骑行者已经到终点了，可以想象，后面会跟着一大群人。

中国证券报: 如何看待近些年国内宏观政策的实施效果？

吴亦兵: 过去一两年，中国的宏观政策组合拳不仅是简单的短期刺激，而是形成了全方位的体系化改革。

在内需方面，可以按照政策效果，分成直接和间接两个部分，在直接效果部分，以旧换新系列政策已经对于促进消费起到了比较大的积极作用。近期中国社会消费品零售总额数据向好，显示出消费市场的复苏势头。

我们更受鼓舞的是，看到了间接举措对于消费的积极影响。目前，政策层面已经转向了提升消费信心的两个重要指标：房地产和股市。居民资产负债表主要由房产、存款和金融资产构成，资本市场对中国消费的间接影响效应至关重要。因此，要真正实现消费持续增长，除了短期见效的政策之外，更需要建立包括资本市场高质量发展和长效保障体系在内的制度性安排，让民众不必过度储蓄，从而释放消费潜力。

在供给侧改革方面，近期的“反内卷”政策将引导企业从价格战转向价值创新。市场化的竞争本身不存在“过度”问题，真正需要防范的是“带补贴的竞争”扭曲市场。通过建立全国统一大市场促进企业良性竞争，有助于实现真正的市场化选择。

这些政策需要继续与开放的市场环境相结合。充分竞争才能培育出具有全球竞争力的企业。中国的政策组合正在推动形成这样的市场环境，既鼓励创新又维护公平竞争。

中国资产估值仍有上升空间

中国证券报: 近日A股上证指数创出今年以来新高，如何看待当前A股的投资价值？

吴亦兵: 我们不对单一市场的点位做评价。但从MSCI中国指数来看，当前中国资产估值仍处于历史均值下方，而MSCI全球指数（尤其是美股）则显著高于历史平均水平。若采用PEG（市盈率相对盈利增长比率）等指标衡量，中国企业仍处于非常合理的估值。

我们始终认为，估值终将回归基本面。从长期来看，随着中国企业基本面的持续改善，当前的估值水平合理，未来仍存在进一步的修复空间。去年中国资本市场的表现正是这种均值回归的体现。就像重力作用一样，偏离基本面的估值最终都会回归合理区间，只是时间点难以精确预判。

中国证券报: 有消息称，淡马锡对早期初创企业的直接投资有所放缓。淡马锡目前的早期投资策略是否发生了变化？

吴亦兵: 我们还会继续投资初创公司，早期投资不会停止。不过，毕竟管理半径有限，在全球投资组合中，早期投资的占比不超过6%。与追求分散投资的传统风投不同，我们更注重对

优质项目的持续加注，伴随其成长。

为提升早期投资专业性，我们成立了专门的团队。我们还会继续投资早期项目，尤其在中国，创新是最大的投资主题。创新也是贯穿淡马锡十余年的投资主线。我们不仅投资创新企业，更通过产业资源助力头部公司发展壮大。淡马锡成立了淡明资本，旗下设立了专注于中国生命科学早期投资的人民币基金。

中国证券报: 今年6月，淡明（上海）私募基金管理有限公司在中国证券投资基金管理业协会完成私募基金管理人登记，其实际控制人为淡明资本。请介绍一下淡明私募的成立目的、投资领域、经营目标分别是什么？

吴亦兵: 淡马锡旗下的淡明资本成立于2021年。过去几年是全球投资中国规模相对比较低的时候，淡马锡在全球其他类似的投资机构中具有标杆效应，同时也有合作伙伴希望一同投资中国。淡马锡本身并不是资产管理机构，于是我们在2021年成立了淡明资本。

淡明资本的首期基金规模达33亿美元，采用与淡马锡共同投资的模式。

过去几年，淡明资本的投资效果是不错的。目前，淡明资本计划把币别从美元扩展到人民币，不是公开募

资，只是找志同道合的合作伙伴，投资策略还是延续淡马锡的投资策略。近期，淡明资本拿到了在中国的资管牌照，成立了淡明私募，进一步深化在中国市场的长期布局，该机构的第一只基金会专注于投资早期的中国生命科学公司。

中国证券报: 近期市场对于稳定币的关注度不断升温，如何看待稳定币的发展趋势？如何看待稳定币相关企业的长期投资价值？

吴亦兵: 稳定币尚处于非常早期的发展阶段，其监管框架还在逐步形成。任何一个金融产品，如果要拥有长期生命力，一定要处理好跟监管的关系。当前，稳定币的主要价值体现在提升跨境支付效率，但是其长期发展需要全球监管的协同。

我们会继续关注这个方面，更多关注使用场景。例如，其真实应用是什么？对于整个经济体系的附加价值在什么地方？

香港金管局近期出台了稳定币条例，很多金融机构和企业也关注稳定币，因为区块链技术能解决目前金融体系存在的一些痛点。但是金融必须要跟监管在一起，这是下一步稳定币发展很关键的一点。