

淡马锡吴亦兵：

中国资产是全球投资组合“稳定之锚”

□本报记者 王雪青 郝健



吴亦兵，拥有哈佛大学生物化学博士学位和中国科技大学分子生物学学士学位。2013年10月加入淡马锡，目前担任中国区主席。加入淡马锡之前，担任中信产业投资基金管理有限公司总裁，同时兼任金石投资有限公司董事长兼首席执行官。

中国AI应用领先全球

中国证券报：在中国市场的科技投资方面，淡马锡主要看好哪些赛道？

吴亦兵：目前，全球逐渐形成了一个共识：中国已经从“制造大国”变成了“科技大国”。

今年5月份，淡马锡带着新加坡投资组合公司来到中国，这些公司是很重要的科技用户，我们用一个星期走访了多家中国科技企业，印象深刻。中国科技在实体经济中的应用领先于全球，我们的新加坡投资组合公司也都扎根于实体经济，他们觉得与中国科技企业的合作空间非常之大。

我们看好的中国科技赛道非常广泛，包括所有的先进制造、生命科学、AI全产业链。在AI基础设施和应用层，尤其是在实体经济中的应用，中国属于世界领先水平。

值得强调的是，中国的互联网公司，比如字节跳动、阿里巴巴、腾讯等，他们也是中国AI科技的引领者。从AI基础设施——算力中心的建设来说，这些互联网公司就是中国的科技巨头，我们对于这些公司也是持续投资的。

中国证券报：中美AI有哪些差异？中国的优势在哪里？

吴亦兵：中美是全球仅有的两个具备AI全生态系统的市场。由于AI技术迭代极快，未来充满未知，大家都在探索之中。在这种不确定性中，有一点是确定的——中国在AI基础设施和算力供应链上，拥有强大且可持续的优势。

在全球投资界，目前最稳妥的AI投资策略就是“卖铲子”。而在“卖铲子”这件事上，中国相关企业无疑是全球最重要的生产部门之一。这种优势不仅体现在大家熟知的光通

信领域，还广泛存在于PCB（印制电路板）、精密连接件等众多核心零部件的制造中。

更深一层来看，AI基础设施还离不开机柜外的能源支撑。中国不仅拥有丰富的绿电资源，更具备将电力高效转化为数据中心算力的强大工程能力。中国建设数据中心的速度全球领先且成本低，这种将“电”转化为“算力”的能力，正逐渐成为全球AI发展的关键瓶颈，而中国在这方面具备极强的竞争力。

归根结底，AI算力的生产是一个庞大的系统工程。我们不仅要关注机柜内的芯片，还要看芯片如何组装成机柜、如何通电并接入数据中心，最终才能产出AI的“数字产品”（Token）。在这个过程中，无论是机柜内的精密连接，还是机柜外的传统基础设施，都离不开强大的制造业支撑。随着中国先进制造业的不断发展，越来越多优秀的传统制造企业正加速切入AI基建领域。中国整体制造能力处于全球领先地位，这也为本质上属于高端制造的AI基础设施建设领域提供了独特优势。

中国证券报：中国制造业的体量和质量优势，在AI浪潮中如何转化？

吴亦兵：规模是一个方面，另一个方面可以看到，中国产业链齐全。我们经常听到一个词叫“复利”，一个产业链上有20个环节，每一个环节提升8%，1.08的20次方，就是非常可观的提升。

中国还有工程师优势。现在全世界都在谈怎么重新培训和再培训新的技能，中国市场，包括制造业和劳动力市场是最快能够重新部署的，非常柔性。

强调整体投资组合的韧性和灵活性

中国证券报：上次采访时，你提到看好瑞幸和泡泡玛特，新一年淡马锡在消费领域有什么新的投资标的和趋势观察？

吴亦兵：我们还是持续看好这些公司，消费永远是年轻一代驱动的。年轻一代更看重个性，不从众，要表达自己独特的个性。2026财年我们投资的一个比较有意思的例子是Golden Goose（主打产品“小脏鞋”），这是一个意大利品牌，强调个性的伸展。

沈晔：世界消费品行业正在经历转型。以前消费是完全由产品定义，现在最主要的消费生力军是Z世代，年轻人希望彰显自己的个性，大家买东西不再用logo定义，而是会关注产品与自我的相关性。正是基于这一趋势，我们投资了Golden Goose，交易刚刚完成。品牌注重社区运营，和消费者有互动体验。个性化和有互动体验的产品目前在欧美市场有非常亮眼的增长。

吴亦兵：新消费的大趋势是强调体验、个性化、社区化。我们之所以投Golden Goose，是它可以个性化，你可以定制，可以把自己的名字签上去，可以用不同的鞋带。年轻人要的不再是一个大logo，而是希望与众不同。

现在中国制造代表着高质量，这一点基本已经形成共识。与此同时，我们还需要更好的

叙事，就是讲故事的能力，品牌提供的是情绪价值，社区、情感、个性都是叙事。叙事需要时间沉淀、需要历史，也需要耐心。

这是中国品牌的下一个课题——如何把握消费者的情绪需求，然后如何塑造一个能形成共识的叙事，这个共识先是国家层面的，下一步就是全球层面的。其实中国电动车的全球共识已经形成了。

中国证券报：如何看待目前全球经济的不确定性，以及中国市场在其中扮演什么角色？

吴亦兵：从宏观层面来看，波动性是在逐渐增加的。除了中国资本市场有吸引力之外，全球很多资本市场的估值都在历史高位，在高流动性、高估值的情况下，一定会有高波动性，而且是频繁的波动。所以淡马锡更要强调整体投资组合的韧性和灵活性。

为什么我们看好中国资本市场？过去五年，我们在中国的净投资增加，确实是“用脚投票”的结果。在全球资产组合中，中国资产堪称“稳定之锚”。

从基本面而言，中国资产是非常有吸引力的，不管是从估值倍数还是利润前景而言，再加上科技赋能和产业链、制造链、工程师红利，在AI应用层，中国会成为强大的受益者。

中国市场估值有吸引力

中国证券报：截至今年3月底，淡马锡在华标的资产敞口增加了100亿新元，这一变化反映了淡马锡对中国市场怎样的长期判断？淡马锡在中国的主要投资方向有哪些？

吴亦兵：今天中国市场的估值水平还是非常有增长潜力的。例如，MSCI中国指数的未来12个月预期市盈率约为10倍，低于其11倍的历史平均水平。更重要的是市场共识，MSCI中国指数在未来12个月盈利增长率的预测中位水平是15%左右，对于基本面投资者而言，这是一个非常有吸引力的市场。

当前AI等热门主题对资金形成了一定的虹吸效应，一些基本面较强、但暂时不属于热门主题的企业可能被错杀。主题和资金流向会变化，但企业基本面始终是我们投资决策的核心。我们非常看好中国资本市场的基本面，其在估值和盈利增长方面都很有吸引力。

我们在过去二十年持续投资中国，过去这一财年，受投资额增加和市场估值回升带动，淡马锡在中国总体的投资敞口增加了100亿新元，也体现我们对中国市场的长期看好。更重要的是，在2021年到2024年市场表现不尽如人意的时候，淡马锡持续投资中国市场。作为一个长期基本面投资者，淡马锡看重的是中国经济的基本面，尤其是中国创新的基本面。

我们投资中国资产的方向，用一句话来说，就是跟中国国家发展的方向一致。第一是科技及其应用，包括AI、先进制造；第二是生命科学，如今中国成为全世界的创新药中心；第三是能源转型方向；第四是消费方向；另外还有金融方向。

中国证券报：淡马锡今年完成了业绩报告方法的重要变更，从部分按账面价值计算，转变为统一按市值计算，为什么会有这样的改变？

吴亦兵：淡马锡约75%的投资组合原本就按市值计算。过去，一级市场的直接投资按成本计算，可能导致同一项资产通过不同方式持有时出现不同估值。统一按市值计算，可以更及时地反映组合真实的情况。这只是估值和风险管理方式的调整，并不意味着长期投资策略发生变化。

例如，淡马锡通过直投和风险投资基金等途径在一级市场投资了Momenta。在Momenta上市之前，公司价值已经翻了几倍，但我们的和风险投资基金的记账方式不一样，Momenta上市之后我们的记账方式就统一了。

沈晔：从风险管理的角度来讲，二级市场投资以市值计算已经反映了风险，而原来直接投资一级市场的部分反映得不够。如果都按照市值来计算，比较有利于资本配置，尤其是有利于内部管理对风险敞口的监控。