

亚洲：不断变化的市场形势

作者：Henry H. McVey, 林明莲 (Frances B. Lim), 花长春, 刘星辰



Henry H. McVey
KKR资产负债表首席
投资官, 全球宏观与
资产配置主管
henry.mcvey@kk.com



林明莲 (Frances B. Lim)

KKR亚洲宏观主管
frances.lim@kk.com

花长春

KKR大中华区董事总经理及
首席经济学家
changchun.hua@kk.com

刘星辰

全球宏观, 资产负债表及风
险分析师 HYPERLINK
"mailto:allen.liu@kk.com"
"h allen.liu@kk.com"

近日, 我与负责亚洲宏观事务的同事林明莲 (Frances Lim) 到访了日本和中国。在此次访问中, 我们与日本和中国的KKR同事们见了面, 包括私募股权、成长型股权、房地产、信贷和基础设施投资等部门的同事, 当然也包括我全球宏观团队的同事花长春和刘星辰。不仅如此, 我们也拜见了当地的政府官员、企业首席执行官、外部宏观专家以及投资者等。

毫无疑问, 我们此行获益良多, 特别这还是我在疫情之后首次重返中国。能够同时访问并对比中日这两个亚洲最大经济体很有价值。以下是我们此次行程的主要感受, 主要结论如下:

1. 亚洲并非“单一市场”, 因此我们的策略应更为细致。在对日本的访问中, 我们感觉其更类似于欧美国家——劳动力短缺、服务业的粘性通胀和紧缩的货币政策是我们探讨的重点领域。相较之下, 中国的通胀率较低 (PPI实际为负)、海外出行大幅减少 (中国入境点在仅有6名海关人员办公的情况下无需排队等待, 而日本入境点有超过25个窗口却仍需等待1小时以上), 以及中国出口增长强劲 (3月份更是达到15%, 而日本并无增长)。联系到去年秋季我的东南亚之行 (详见《亚洲出访观察: 2022年10月之不同的轨迹》), 此行再次提醒我们需要采取本土化及差异化的方法与策略来看待中国这一拥有世界最大消费经济体的地区, 如图4所示。
2. 当然, 我们也观察到有四大投资主题是具有全球普遍性的。第一, 此次出访让我们对KKR关于全球劳动力市场变迁的研究 (见《老虎之眼 (Eye of the Tiger)》, 2023年2月) 所揭示的重要投资机会更有信心。伴随人口不利因素增加、劳动力供给萎缩, 日本和中国的工资水平都有上涨压力, 自动化 (尤其对企业的部门来说) 是大势所趋。第二, 我们的“安全至上” (security of everything) 理论是符合亚洲市场发展的。每一位与我们沟通的首席执行官都表达出对安全问题的担忧, 包括能源、数据、交通、食品、水资源等方面。正如我的同事Vance Serchuk所说, 越来越多的人意识到我们已从原先的“良性

全球化时期”转变为“大国竞争时代”。第三，尽管不同国家、不同行业在发展的节奏方面存在较大差异，但能源转型已成为了各国政府、企业高管和公民的首要任务。值得一提的是，即便是在中国这样的新兴市场，政府也在大力推行绿色发展，消费者偏好也正在驱动环保品牌的兴起。最后，储蓄未被充分利用且回报率低，在我们看来也是一大投资主题。储蓄账户里存有过量的资金，且其回报微乎其微，这很难支撑日本、中国以及欧美国家地区的65岁以上居民的生活。

3. 更强劲的亚洲增长将为“硅谷银行事件”影响下的金融紧缩困境提供支撑。我的同事花长春预测今年中国GDP增速将达5.8%(相比之下，2022年的GDP增长则为3%)，而且仍有一定提高空间。重要的是，2023年第一季度GDP的增长超过4.5%，高于市场预期的4%，这也从侧面证实了我们的相对乐观的观点，尤其是有关消费触底反弹的观点。我们为全球投资者划出的重点是：虽然亚洲的经济势头可能不足以扶持依靠地方银行提供融资的美国小型企业，但其定将有利于欧美日等发达市场股指成分中具有代表性的大型跨国公司。
4. 在2023年，我们依然主张“保持简明”的投资理念。当前宏观环境仍充满不确定性，我们此次出访并未缓解我们的相关担忧。资本市场存在较大错配，但也正如我们反复强调的，这些错配也创造了投资机会：毫无疑问当前或是一个进行信贷投资的良机；企业分拆的机会正随着股本回报率的下降和股东积极性的上升而增加；以及一些高质量的上市公司的估值也处于非常低位。“保持简明”就是我们在不需要明显增加风险的情况下其实就可以获得较好的回报。另外，我们相信当前正处于一个新的投资体系之中，因而我们需要采取不同于过去十年的做法与策略。最后，资产目

前在技术层面正在变得十分具有吸引力，尽管在基本面层面还不是。

央行回购正在蓬勃发展但市场供应很少，在前25大央行之中，仅有8%的央行选择在年底前收紧政策(而这一比例在去年高达84%)。因此，我们认为投资者的部署应循序渐进，采取“从步行到慢跑”(walk to a jog)的策略。尽管资本成本较高，但我们认为，另类投资领域在2023年和2024年将大有可为。

接下来，我们将分享本次行程的更多细节以及重要洞察。

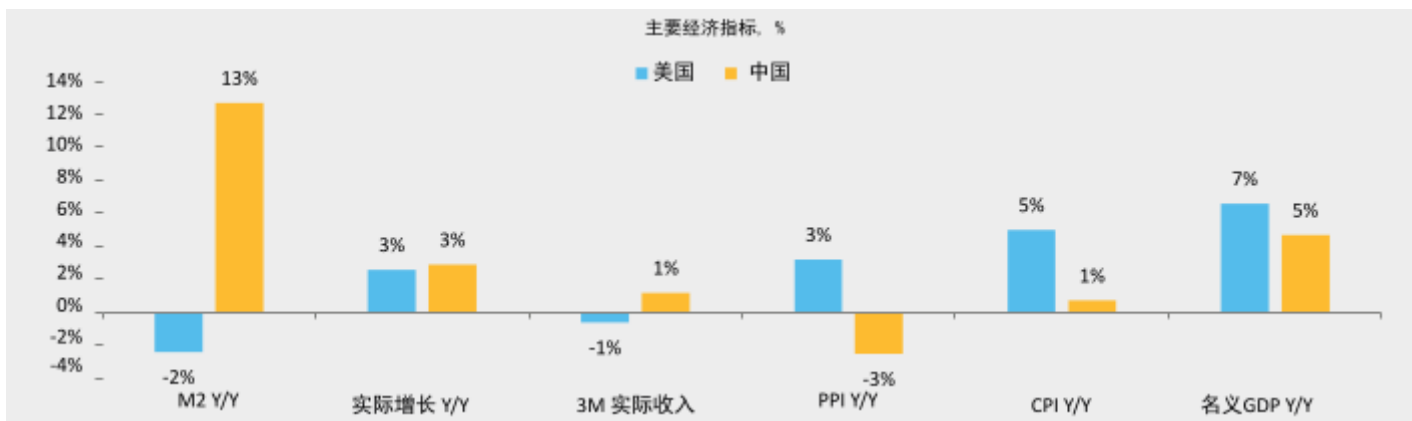
首先，此次出访让我们对KKR关于全球劳动力市场变迁的研究所揭示的重要投资机会更有信心。伴随人口不利因素增加，劳动力供给萎缩，日本和中国的工资水平都有上涨压力，自动化(尤其对企业的部门来说)是大势所趋。第二，我们的“安全至上”(security of everything)理论是符合亚洲市场发展的。每一位与我们沟通过的首席执行官都表达出对安全问题的担忧，包括能源、数据、交通、食品、水资源等方面。

中国：重要观察

1. 中国已不同于往日。我第一次出访中国的经历可追溯至1995年，但这次的访问尚属疫情以来首次。许多事情也已发生改变。比如，我此行无法从纽约直飞北京，这可能也侧面说明了两国间的商务往来仍有不少限制，并且比以前要花费更多的时间（我经米兰转机回到纽约大概需要20小时以上）。此外，在进入中国的途中，我需要在东京进行核酸检测，并在米兰获得核酸检测阴性测试证明，这些额外的流程让这趟飞行变得稍显复杂。还有，年轻一代中交换名片的习惯越来越少见，取而代之的是通过扫码添加微信等联系方式。微信也正在取代电子邮箱

件，尤其在大家进行文件共享时。另外，地缘政治的局势也是投资者们所顾虑的。中国经济的状况也与美国大不相同，如图1所示。该图表显示了围绕通货膨胀、M2增长和名义GDP的巨大差异（美国的名义GDP增长实际上快于中国）。在这些变量中，M2与去年同期相比增长加速至12.7%，而通胀率继续保持在很低的水平，这说明中国经济目前存在产能过剩的情况。这也印证了我们在中国听到的情况，即M2增长带来的过剩流动性可能并没有被用于刺激新的需求以及/或者服务的资本投资，而是用于现有公司的再融资或偿债。

图 1
全球复苏步调不一



图表显示了最新数值。实际收益率计算为3M利率-L3M同比CPI通胀。数据截至2022年3月31日。资料来源：彭博社。

中国的热门行业领域也发生了变化,例如,在以往的拜访中我们的精力主要集中于依托互联网进行购买、游戏和休闲娱乐活动的企业。现在,这些公司的发展更加成熟,且受到更严格的监管。同时,他们也面临着更多的广告预算的竞争。相比之下,当下的热门领域主要集中于网络安全、国内芯片生产和高端制造业等。货币安全在中国也是一个新的热门领域,特别是在最近美国对俄罗斯采取了一系列制裁之后。这一观察意义重大,现在大多数全球投资者已经严重增持美元。最后,跨国公司选择在中国开展业务,不再是因为中国是世界的制造商,相反,他们主要是为了争取中国10亿多消费者的青睐,特别是人口规模正不断增长的中产阶级(预计该群体到2035年将从当前的3.4亿增长到4.9-5.7亿)。然而,针对在中国开展业务的外国高管调查表示,不少跨国公司业绩增长的能力已明显下降,部分是因为竞争变得更为激烈,但也有的是因为疫情产生的影响抑制了人们的消费欲望。

2. 中国的经济似乎已经触底反弹,但其复苏可能与过往不同。2023年3月出口增长了近15%(相比之下预测仅为-7%),加之2023年第一季度的GDP数据,均证明了中国经济呈现向好发展趋势。我们看到商场客流日益增多、国内旅游增多以及一些“报复性消费”的出现。总体来说,3月份的零售额增长了10.6%,这几乎是该季度前两个月的两倍。尽管如此,我们依旧认为有一些的不利因素的影响正大幅增长。首先,疫情的持续影响可能削弱中国消费者信心或至少抑制了消费冲动,还需更多时间来恢复。因此,政府可能还需要通过减税或消费激励措施以鼓励公民尤其是中高收入消费者减少储蓄增加消费。此外,我们在与一位专家

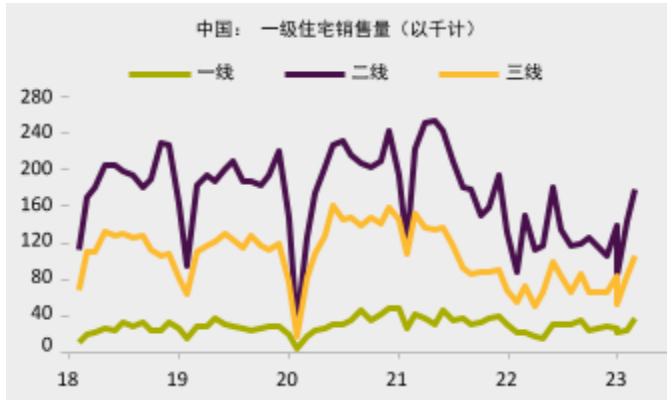
的交流过程中得知,有些不利因素或仍将困扰着住房需求:1)在过去六年中,出生率下降了50%以上;2)与五年前相比,结婚率下降了33%;3)现有住房的渗透率已经处在很高的水平,每户人数或已从1991年的3.4人下降至2.8人,接近美国的水平;4)城市长租公寓市场正成为购房的替代方案,特别是在北京和上海这样的一线城市。上述因素甚至尚未考虑供应端的因素——不少二三线城市仍有大量新房(数百万套级别)尚未出售。

另一个重要的启示是,中国需要付出更多的努力来实现经济转型。具体来说,通过银行信贷来刺激经济可能更多带动的是传统经济的增长,如国有企业和房地产等。相比之下,服务业中仍有很大空间和很多机会待挖掘,更需要支持。此外,贡献大部分就业的中小型企业也需要更好的方式获得资金。

2023年3月的实际出口增长了近15%(相比之下预测仅为-7%),加之2023年第一季度的GDP数据,均证明了中国经济呈现向好发展趋势。我们看到商场客流日益增多、国内旅游增多以及一些“报复性消费”的出现。

图 2

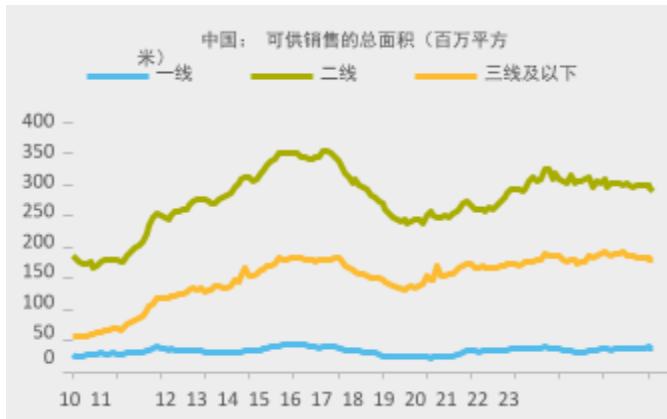
中国房地产销售正在复苏.....



截至2023年3月31日的数据。资料来源：瑞银、CEIC、国家统计局。

图 3

.....但房地产库存水平依然较高



截至2023年2月28日的数据。资料来源：瑞银、CEIC。

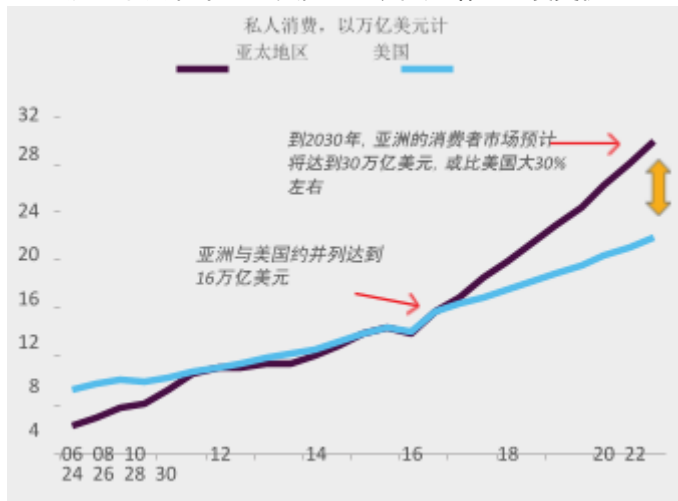
和欧洲一直积极追求的投资概念。我们的基本论点是，在二战、9/11等全球大震荡之后，家庭往往会倾向于改进住宅环境，并且在其中花费更多的时间。然而，在中国，“筑巢”的概念在很大程度上是对房屋的重装，使其更加节能和高效，包括升级到扫地机器人，更环保的洗碗机和空调，以及智慧照明。同时，中国的人口走势也正在加速变化；我们发现其中一些模式可以借鉴此前我们在欧洲、美国和日本的投资经验，并为中国带来一些更先进的技术方法。对于有储蓄且消费活跃的老年人来说，营养、损伤恢复服务和移动行业也在蓬勃发展。最后，随着中国将注意力更多地转移至国内，中间产品制造业将在借鉴国际优秀的经验中，发现更多的机会。

中国正发展其特有的“筑巢”文化，这是一个我们在美国和欧洲一直积极追求的投资概念。我们的基本论点是，在二战、9/11等全球大震荡之后，家庭往往会倾向于改进住宅环境，并且在其中花费更多的时间。然而，在中国，“筑巢”的概念在很大程度上是对房屋的重装，使其更加节能和高效。

3. 极具吸引力的投资机会仍然存在。我们于几日内见到了众多才华横溢的高管，他们正带领公司成为有着强劲增长和出色盈利潜力的世界级企业。与此同时，中国正释放“打造开放营商环境”的积极信号，其中一个例子便是房地产投资信托基金市场的设立和发展。我们认为它既能帮助银行改善其资产负债表，又能满足个人对更有效的储蓄工具的巨大需求。另外，中国正在发展其特有的“筑巢”文化，这是一个我们在美国

图4

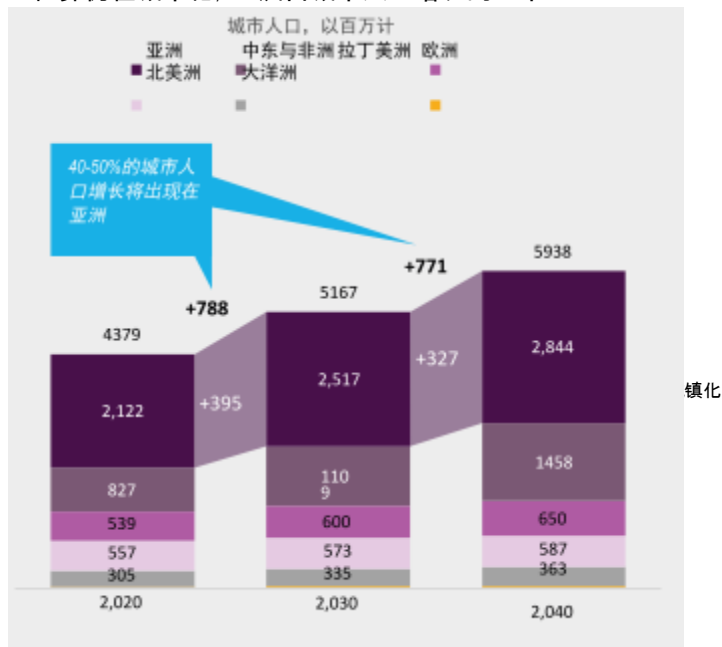
亚洲的消费者市场与美国类似，但其增长速度更快



图表显示的亚太地区包括中国、印度、日本、中国香港、韩国和东盟(印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、新加坡和越南)、澳大利亚和新西兰。数据截至2021年5月31日。资料来源：世界银行、国际货币基金组织(IMF)、经济合作与发展组织(OECD)、Haver、KKR全球宏观与资产配置分析。

图5

世界仍在城市化，亚洲占城市人口增长的一半



结语

“若永远仅生活在世界的一角，一个人无法获得有广阔、健康、宽厚的人生观。”— 马克·吐温

作为一家全球投资公司，KKR的竞争优势之一源于从2006年开始便在亚洲建立了最大的另类投资业务。今日的亚洲有着一系列难能可贵的机会，我们将举公司之力(如投资团队、全球宏观工作、运营改进团队和公共事务团队)来助力驾驭更复杂的宏观经济和地缘政治环境。

不同于美国恼人的服务通胀和更高的短期利率之间的拉锯战，我们认为亚洲没有财政和货币刺激留下来的“堰塞湖”。此外，亚洲的强大消费增长潜力现已超过美国，这将为另类投资管理提供一个重要的机会。然而，正如文中所述，充分了解当地新兴消费者行为的细微变化，包括更多的数字化、更环保的品牌和更多的服务的趋势，可能是成功的先决条件。同时，我们认为中国和日本等主要市场的亚洲人口在未来十年将会毫无疑问地在各种退休和医疗保健产品上花费大量资金。

最后，我们想要强调：亚洲，特别是中国和日本，正坐拥大量低收益存款，而目前人口统计学和货币政策表明，投资者在未来几年将需要更多的当前收入与增值。因此，我们可以借鉴此前成功收购Global Atlantic的“储蓄策略(saving play)”经验，并将其应用在亚洲的相关案例中。

重要信息

根据上下文需要，提及“我们”和“我们的”相关内容是指McVey先生和/或KKR的全球宏观策略和资产配置(Global Macro & Asset Allocation)团队，而不是KKR。文章所表达的观点反映了McVey先生截至此文发表时的当前观点，McVey和KKR均无义务告知您报告中所表达观点的任何变化。有关金融市场趋势的意见或声明基于当前市场状况，如有更改，恕不另行通知。对目标投资组合和此类投资组合的分配的引用是指假设的资产分配，而不是实际的投资组合。本文表达的观点以及对任何目标投资组合或分配的讨论可能不会反映在KKR提供或投资的策略和产品中，包括McVey先生向KKR或代表KKR提供投资建议的策略和产品。不应假设McVey先生已经或将在未来提出与本文所表达的观点一致的投资建议，或在管理客户或专有账户时使用本文所述的任何或所有技术或分析方法。此外，McVey先生可能会提出投资建议，KKR及其附属公司可能持有与本文表达的信息和观点不一致的头寸(多头或空头)或从事与此不一致的证券交易。

本文中表达的观点是Kohlberg Kravis Roberts & Co.L.P.(及其附属公司，“KKR”)的Henry H.McVey的个人观点，不一定反映KKR本身或KKR任何投资专业人士的观点。本文不是研究性文件，不应被视为研究性文件。此文件不代表对文中可能被描述或引用的任何金融工具、发行人、证券或行业的估值判断，也不代表KKR的正式或官方观点。

本文无意也不专门涉及KKR提供的任何投资策略或产品。本文仅提供一个框架，以协助实施投资者自己的分析和投资者自己对本文所讨论主题的看法。

本出版物仅供信息参考。此处包含的信息仅为截至所示日期的最新信息，可能会被随后的市场事件或其他原因所取代。此处提供的图表仅用于说明目的。本文中的信息是在内部开发的/或从被认为可靠的来源获得；然而，KKR和McVey先生均不保证此类信息的准确性、充分性或完整性。本文中的任何内容均不构成投资、法律、税务或其他建议，也不可作为做出投资或其他决定的依据。

投资策略无法被保证会取得成功。历史市场趋势不是任何特定投资的实际未来市场行为或未来表现的可靠指标，其中可能存在重大差异，因此不应依赖历史市场趋势进行投资。此处包含的目标分配可能会发生变化。无法保证实现目标分配，实际分配可能与此处显示的分配有很大不同。本文不应被视为当前或过去的建议，或买卖任何证券或采用任何投资策略的要约邀请。

本文中的信息可能包含关于本文所述策略的未来事件、目标、预估或期望的预判或其他前瞻性陈述，并且仅在所示日期有效。这些事件或目标无法保证会实现，而且可能与此处所示的情况有很大不同。本文中的信息，包括有关金融市场趋势

的声明，都是基于当前的市场状况，这些会随着市场变化而波动，可能会被随后的市场事件或其他原因所取代。所有引用的指数的业绩都是在总回报的基础上计算的，股息再投资。这些指数不包括任何费用、手续费或收费，不受管理，不应被视为投资。

根据投资者的具体投资目标和财务状况，本文讨论的投资策略和主题可能不适用所有投资者。请注意，货币汇率的变化可能会对投资的价值、价格或收入产生不利影响。

KKR和McVey先生均不承担任何责任，也不承诺更新前瞻性声明。KKR、McVey先生或任何其他人士或其代表对本文所载信息的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不承担任何此类信息责任。通过接受本文件，接收方承认其理解并接受上述声明。

本文件中MSCI来源的信息是MSCI Inc.(MSCI)的专有财产。MSCI不作任何明示或暗示的保证或代表，也不对本文中包含的任何MSCI数据承担任何责任。本文中的MSCI数据不得用于进一步重新分配或作为其他指数或任何证券或金融产品的基础。本报告未经MSCI批准、审查或编制。