

多重风险变量考验日本复苏韧性

亚洲市场蓄势待发



中国市场学会理事
经济学教授
张锐

今年以来日经指数不断刷新33年来最高点位,与此同时,日本经济似乎也在与“失去的三十年”进行着切割与告别;通货紧缩渐行渐远,内需动能联袂发力,就业市场活跃亢奋,增长节奏持续演进……一系列乐观信号都在向国际社会展示与强化日本经济已经回归正轨。不过,旧伤未愈的日本经济不仅很难做到矫健高飞,康复过程中还必将遭遇许多变量的侵蚀与干扰,接下来很长一段时间内都可能维持低速增长的常态。

日本内阁府公布的最新数据显示,今年一季度日本名义GDP按年率换算为570万亿日元,刷新历史最高纪录,环比增长1.7%,同时,扣除通胀因素的实际GDP终值环比增长0.7%,折合年率增长2.7%,超出预估初值的1.1个百分点,也比市场预期值高出0.8个百分点。另外回溯发现,去年第三季度日本经济为负增长,而第四季度微弱反弹实现环比增长0.2%,年化率增长0.4%,这样,加上本季度的增长,日本经济已连续两个季度增长,先外界担心的技术性衰退风险荡然全无。

消费释放、企业扩张

完全不同于欧美国家经济复苏呈现出非常明显的结构性特征,即服务业提速加码而制造业却短腿拖后,日本经济则是服务业与制造业火力全开。据标准普尔全球市场情报调查公司Markit的最新数据,5月份日本服务业PMI(采购经理人指数)为56.3,升幅创下历史纪录,同期制造业PMI升至50.8,为7个月来首次实现扩张。受到影响,日本5月综合PMI抬高至54.3,连续5个月保持在50荣枯线以上,而且扩张速度创下近10年来同期之最快。

映射到现实经济活动中,服务业PMI与制造业PMI的同向竞速可具象为消费需求的迅猛释放以及企业投资的快速扩张。消费需求方面,占日本GDP一半以上的居民消费在一季度同



李曦子 摄

比增长0.5%,为连续第四个季度上涨,实现对GDP的增长贡献1.0个百分点;企业投资方面,一季度日本企业资本支出增长了1.4%,环比增长0.5%,其中住宅投资一举扭转了连续五个季度下滑的态势,一季度实现了0.2%的超预期增速。

就消费而言,需求端的增量拉力既来自于日本国内工资状况的持续改善,也有国外游客激增的辅助作用。数据显示,去年日本企业薪资涨幅为2.27%,进入今年以来,企业加薪率的加权平均为3.67%,创出近30年来的最高水平,且已有超四成企业兑现了涨薪,至今年7月底该数据有望升至七成以上。另据日本国家旅游局的数据,今年4月赴日外国游客人数近200万,同比增长14倍并创疫情后的新高。同时,根据日本政府的统计,一季度每位外国游客在日本国内平均消费21.2万日元,相比2019年同期高出44%。

企业投资方面,增长动能既有低利率环境对企业扩大支出的进一步刺激,更有消费需求的强劲构成了对企业投资信心的极大提振。日本央行的最新货币政策会议决定维持-0.1%的货币利率不变,同时继续实行国债收益率曲线控制(YCC)政策,等于企业可以继续低成本

融资,加上物价回升为企业所创造的经营利润空间放大,企业扩产投资的意愿与预期获得有效刺激。同时扫描消费需求端的刺激力量发现,汽车业所做的贡献格外显,该产业占日本GDP达10%以及全部工业产值的50%。数据显示,今年前5个月日本汽车累计完成销售205.79万辆,同比增长17%,而按照日本经济产业省的分析报告,每单位的汽车制造业需求能够带来整体经济2.7个单位的附加需求,汽车业成为了企业投资乃至整个经济扩张的最强劲拉力。

受到服务业与制造业、消费与投资双重扩张影响,日本劳动市场进入了空前的繁荣与活跃状态。按照日本总务省的说法,无论是国内的服务企业还是制造业企业,至今年5月的用工需求一直在连续扩张状态,就业增速创出了过去15年的次高;另外,日本文部科学省公布的数据显示,2023年毕业生的就业率同比提升了1.5个百分点,达到97.3%,同期高中毕业生的就业率也达到了98%。

动态观察,企业资本支出的投资效应释放存在时滞,居民收入的增加尤其是大学生工资的上涨还会叠出新的消费需求,同时,全球数据分析公司Global Data预测,今年访日的国际游客

人数将增加到1860万,客观上会进一步加大日本服务业出口需求,两方面的因素决定日本国内的消费还具有值得期待的弹性。消费需求释放也意味着企业至少在本年度还可以看到更多的投资机会,因此接下来至少一个季度日本整体经济数据的表现可能不会令人失望。

四大风险

不过,笔者认为,即便是今年上半年开局不错,也并不能完全保证全年高枕无忧,后续依然不排除日本经济增长减速与失速的可能。

首先,通货膨胀存在高位盘整的风险。在去年全年全国消费者物价指数(CPI)上涨3.0%的基础上,进入今年以来,日本前4个月的物价涨幅分别达到4.2%、3.3%、3.2%和3.4%,为连续20个月同比上升,且长达9个月的升幅维持在3%以上。按照高盛预测,2024年财年日本物价涨幅将升至2.8%,高出日本央行最新预期的一个百分点。通货膨胀维持在高位,既加大了货币政策收紧的压力,更会反噬消费增量,从而对整体经济增长构成逆风。

其次,实际收入存在不升反降的风

险。尽管日本国内的名义工资已经连续增长两年,但若扣除通胀影响因素,去年实际工资指数同比下降了0.9%,而进入今年以来,日本厚生劳动省发布的最新数据显示,4月份的实际平均月工资同比下降3%,为连续第13个月下降。实际收入的不升反降必然令家庭削减消费支出,全球数据分析公司Global Data就此预测,日本实际家庭消费支出增长将从2022年的2.1%放缓至2023年的0.9%。

再次,中小企业存在力不能支的风险。截至目前,日本国内私人投资的增加绝大部分由大型企业所贡献,而且工资的上升也基本发生在大型企业员工身上。但必须面对的事实是,日本在中小企业工作的人数占到了私人单位员工总数的68.8%,中小型企业能否扩大投资与加薪才是微观经济地带最为关键的部位。而据日本商工会议的调查,一季度虽然日本中小企业投资支出也同比增长了1.4个百分点,但却较前值收缩了2.4%,同时目前日本各产业面临着十年来最严重的人力短缺,中小企业加薪的倒逼压力定然不轻,若无奈之下全面加薪或增大加薪幅度,势必对设备投资形成“挤出效应”,结果也会削弱中小企业的竞争力并可能抑制微观经济细胞的活跃度。

最后,贸易逆差存在持续放大的风险。今年以来日元继续走软,但没有带动日本出口的显著改观。表面上看,截至5月份,日本出口连续27个月小幅增长,但月度增幅却一路下滑,出口对GDP的贡献为负值。接下来美联储已放缓了加息节奏,日元后续可能出现升值,客观上也势必进一步加强日本出口增速的递减趋势,既存的贸易逆差会不断放大。

数据显示,截至5月份,日本已连续22个月发生贸易逆差,而且贸易逆差与日元贬值实际存在着负反馈的关系,贸易逆差会削弱日元走强的基础,而日元贬值又会进一步抬高进口商品价格,进而恶化贸易逆差程度。总体看来,受到强势美元的压制以及国内货币政策持续宽松的牵引,日元年度继续贬值的趋势难以逆转,且在全球经济增长进一步放缓的背景下,日本出口也很难彰显出较强韧性,日本贸易逆差因此存在继续放大的可能,最终也会对经济增长构成不小拖累。

房地产市场重新定价后寻找价值



Cuong Nguyen
德信房地产(PGIM Real Estate)
亚太投资研究部主管

过去18个月对全球房地产投资市场来说是一段疯狂的旅程。过去一年,政府债券收益率、投资级债券收益率和股票股息收益率均走高,房地产必须提供相当的回报才能勉强获投资者垂青。随着借贷成本同时上升,限制了可配置的资金以及投资者可以竞购资产的金额。这些因素结合起来意味着房地产将按更高的收益率重新定价,而调整过程目前正在进行中。

亚太地区在这次全球房地产重新定价中受到影响,但该地区市场多样化有助于令其更具韧性。总体而言,我们预计亚太地区房地产价值从高峰到低谷的平均跌幅将小于10%。澳大利亚市场、香港市场和韩国市场的资产估值

一直在下降,交易资产的资本化率大幅上升,即估值出现了大幅折扣。

然而,新加坡和日本等其他主要市场的资产价值仍相对稳定,其中,日本的资产在过去12个月更呈现升值趋势。

市场变化对于投资者如何在这种环境下作出投资决策变得越来越重要。过去周期的经验告诉我们,市场回调时会带来投资机会,尤其是在价格调整结合租金增长前景改善的领域中。

在短期内,全球经济衰退的担忧持续,租金增长前景不确定因素仍然存在,投资者应放眼受惠于长期结构性趋势而收益稳健的行业或市场,例如具有刚性需求的经济型住房、老年群体住宅以及与全球社会持续数字化发展息息相关的物流和数据中心,这些预期是未来12个月内风险调整后最具吸引力投资领域。

在经济实惠型住房行业中,悉尼、墨尔本和东京等主要市场的空置率已降至历史低位,预计租金增长在未来

几年将保持强劲。然而,在日本以外的大多数亚太市场,房屋租赁的机构投资市场仍然没有得到充分发展。对于注重核心收入的投资者来说,日本仍是房屋租赁的主要市场。但对于愿意承担更大风险的投资者来说,有利的租赁条件、强劲的租金增长前景和政策激励措施正在支持发展机会。悉尼、墨尔本、香港等主要城市和地区枢纽城市,以及中国其他一线城市是最具吸引力的,预计这些市场在未来几年将继续增长和成熟。

与此同时,随着社会向公共云端的长期转型,对数据中心的需求保持强劲,东京、悉尼、新加坡和香港等主要市场的数据中心租赁活动大幅增长,于2022年达到300兆瓦。预计公共云端市场将在未来两年内保持每年约30%的增速,而超大规模数据中心的增速无疑最为强劲。租赁基本面正在改善,提振了对数据中心租金增长前景的预期。随着资本化率可能在未来12个月内趋于稳定,回报也有望开始出现改善,其

中收入回报与租金增长将成为其增长的主要驱动力。

就物流领域而言,相关需求依然稳健,但租户正将目光转向东京湾、首尔等优质的子市场,与分散的新兴子市场相比,这些优质子市场的吸纳量更强,且空置率更低。同样,未来几年内,悉尼、墨尔本和新加坡等优质子市场的租赁需求和可实现租金方面预计将表现强劲。

在写字楼租赁领域,各主要市场的租金增长势头可能会呈现不平衡及差异。经过过去两年的强劲复苏,新加坡和首尔的甲级写字楼租金已经重返甚至高于疫情前的水平。然而,随着大量新供应在2023年年底涌入市场,新加坡写字楼租赁的基本面转趋疲软。相比之下,由于新增供应量非常有限,首尔写字楼市场仍然紧张,租金增长可能会在短期内保持强劲。同时,澳大利亚的甲级写字楼租金虽然已经开始回升,但与香港市场一样,租金水平仍较2019年低15%-25%,这大大提高了租户的

负担能力。随着经济复苏后租户需求的提升,我们预计未来几年,这些市场的甲级写字楼租金将会累计增长10-15%。

最后,跨境旅游业的持续复苏正在创造周期性的机会,推动旅游相关的房地产领域需求的增加,例如核心商业区的零售与酒店。东京、大阪、香港和新加坡等国际旅游业较为发达的市场正展现出非常令人鼓舞的复苏迹象。尤其是香港的酒店入住率和平均房价几乎已恢复至新冠疫情前的水平。

展望未来,亚太地区的房地产回报率预计将会在未来12个月内承压,许多投资者将保持观望状态,直到市场完成重新定价。然而,重新定价正在全面而迅速地发生,故难以根据基准投资。上述许多投资机会都取决于房地产重新定价,推动定价达到合理的水平,让其回报率达到能够与其他金融资产类别竞争投资者资本的水平。因此,把握时机将是成功执行结构性和周期性投资策略的关键。

Mike Shiao
景顺亚洲(日本除外)首席投资总监

受惠于相对较低的通胀环境以及疫情后良好的经济增长与复苏,亚洲市场开年表现强劲。对于2023年下半年的亚洲宏观前景,笔者依然保持乐观,相信亚洲经济体将继续跑赢发达市场。发达市场仍不惜以增长为代价来抑制通胀,经济放缓的可能性依然存在。另一方面,亚洲则蓄势待发,且内需保持强劲。

首先,相比于发达市场,亚洲面临的通胀要低得多,加息压力也较小。2023年5月,亚洲整体消费者物价指数(CPI)为2.3%,远低于美国及欧洲。劳动力市场供给也保持良好,工资压力更为温和。亚洲整体通胀继续以超出预期的速度下行。过去10个月中,亚洲整体CPI有9个月低于彭博的共识预期。大部分亚洲经济体的通胀预计均可于2023年内回到各国央行的“舒适区”。

其次,亚洲有望充分受惠于数字化、人工智能及智能化趋势。近年来,中国一直致力于推进数字基础设施建设。韩国在技术实力方面也处于领先地位,尤其是在内存、半导体、动态随机存取内存(DRAM)零件及物联网等不同的技术领域。在技术上的领先优势将使其能够受惠于最新的科技进步。

印度的数字经济正在迅速转型,其增速超国家经济增速两倍有余。特别是,金融服务业的数字化应用正在迅速上升,支付、借贷、投资及保险的数字化市场份额都呈现出强劲增长。例如,在印度的普惠金融政策下,银行开户数量已从2015年的1亿增加至2023年的4.8亿。

东盟的消费者趋势也在不断演变,零售商正在转向在线及电子商务销售。随着过去几年电子商务行业的蓬勃发展,东盟电子商务市场规模至少扩大了35%,其中印度尼西亚和泰国的电子商务市场份额为区内最高。

第三,内需正在回升。印度庞大而年轻的人口将在未来多年继续推动该国内需。印度拥有全世界最年轻的人口,其14亿人口中超过半数年龄位于30岁以下。当中蕴藏诸多机会,其中之一就是婚礼市场的增长及节假日期间可自由支配支出的增加。

印度年均婚礼花费估计约为1250亿至2500亿美元,每年会举办约950万至1000万场婚礼。随着婚礼数量显著增加,黄金、珠宝等需求不断攀升,可支配收入也随之增加。婚礼及婚嫁相关珠宝需求占印度珠宝总需求的60%。可支配收入开支占总消费开支的比重也从2012年的53.4%升至2020财年年度的59.6%。

在东盟,逾60%的人口是35岁以下的年轻人,其可支配收入也在不断增加。稳健的家庭及企业资产负债表和可观的信贷增长表明,民众有消费意愿。我们相信,东盟(尤其是印度尼西亚)的零售需求(包括百货商店、便利店及食品生产)将保持增长,且区内前景依然强劲。

最后,全球经济增长放缓及发达市场可能出现的放缓是我们正在关注的风险。发达市场经济的放缓可能会影响亚洲的出口需求和跨境供应链。然而,我们相信亚洲强劲的基本面和日益扩大的内需或将能够抵消此等外部负面影响。

5月份,MSCI亚洲(日本除外)指数较MSCI美国指数折让约29%。MSCI亚洲(日本除外)指数当前市盈率均低于五年期及12个月远期市盈率均值。我们认为,亚洲股票估值处于舒适区间,较发达市场有所折让。