

KKR

# 出访观察

ASIA | October 2023

最近, 我和我同事Frances Lim (亚太地区宏观部门的负责人) 一同出访了新加坡、中国和日本, 并与这些国家的主要企业首席执行官、政策制定者, 以及KKR的投资团队等进行会面交流。

此次亚洲之行结束时, 我们深深感到投资者们可能低估了这一地区的投资前景。今年以来, 市场比较关注亚洲经济增速放缓以及地缘政治趋紧所带来的压力——这些自然重要, 而且也应当在投资中慎重考虑——但我们觉得以下两点也应该得到重视:



**Henry H. McVey**  
Head of Global Macro  
& Asset Allocation,  
CIO KKR Balance Sheet  
[henry.mcvey@kkr.com](mailto:henry.mcvey@kkr.com)



**Francis Lim**  
Managing Director,  
Head of Asia Macro &  
Asset Allocation  
[francis.lim@kkr.com](mailto:francis.lim@kkr.com)

Special thanks to  
Changchun Hua, Deepali  
Bhargava, and Allen Liu.

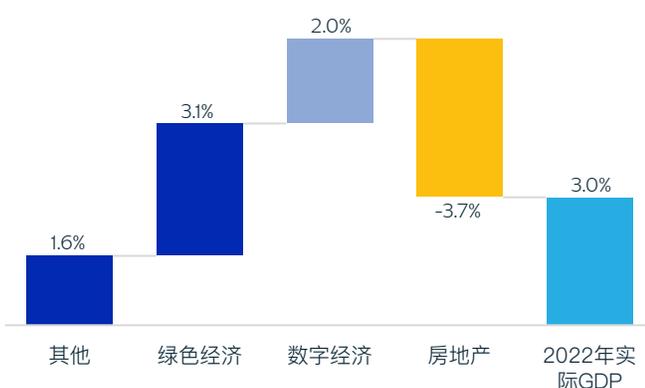
## #1

## 中国经济正在转型，一个“新的中国”正在迅速崛起，这或许更值得关注。

新冠疫情之前，中国企业家就通过技术改善了消费者体验，线上购物、社交媒体和电子商务等蓬勃发展，也造就了当时的巨量市值和财富。时至今日，中国经济新的增长动力——工业数字化和能源转型——已经和疫情之前看起来大不相同了。与我们交谈过的一些高管表示，这两个行业增速能达到40%，而且也各占中国经济10%左右。更重要的是，中国在这两个领域都具有成本和资源优势，尤其是在电动汽车领域。总结起来，我们的基本观点是，随着时间的推移，投资者将会更多地谈论这些驱动因素，而非传统的房地产市场和出口——其占GDP中的比值已达峰值。我们可以在图1中看到这种转变。

**图1:** 新经济：中国的绿色和数字经济将迅速而全面地抵消固定投资的放缓，包括饱和的住房市场

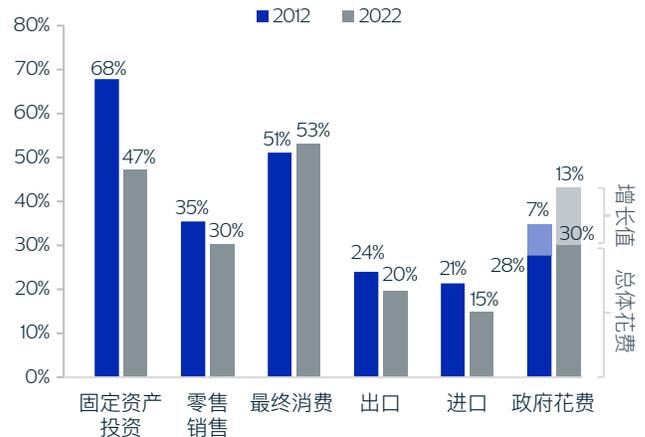
### 中国2022年GDP增长细分



注：绿色经济是基于彭博新能源财经（“BNEF”）发布的能源转型投资。中国信息通信研究院（“CAICT”）发布的数字经济附加值包括信息产业增加值和信息产业给其他产业带来的附加值。房地产的掣肘由KKR GMAA团队用IO表估算，包括房地产行业本身及其对上下游的影响。数据截至2022年12月31日。资料来源：中国国家统计局、BNEF、CAICT、北京绿色金融与可持续发展研究院、KKR全球宏观与资产配置的分析。

**图2:** 长期以来，中国过于关注固定投资和政府支出，因此转变的发生是必然的

### 中国2022年的主要数据与10年前相比（GDP的百分比）



数据截至2023年7月26日。资料来源：中国国家统计局、中国人民银行、国际货币基金组织、KKR全球宏观与资产配置的分析。

新冠疫情之前，中国企业家就通过技术改善了消费者体验，线上购物、社交媒体和电子商务等蓬勃发展，也造就了当时的巨量市值和财富。时至今日，中国经济新的增长动力——工业数字化和能源转型——已经和疫情之前看起来大不相同了。

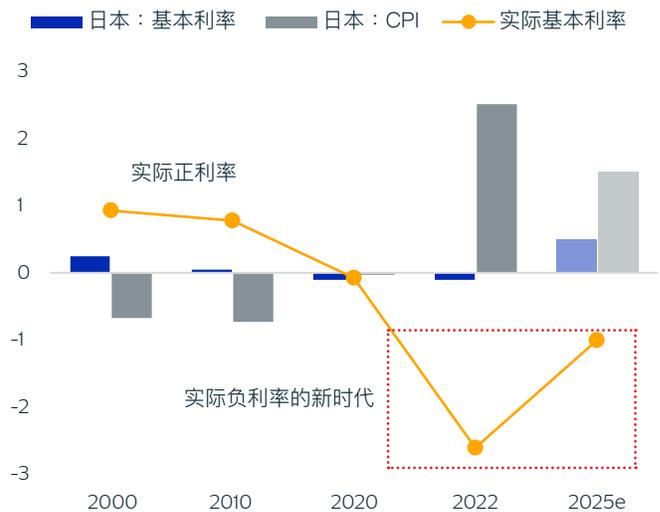
## #2

## 亚洲经济总体仍在成长，城市化进程也在持续，而且大多数国家也处于数字和能源转型的征途中。

亚洲，曾经作为全球低成本商品制造业中心而出名，但现在其竞争优势正在向工业服务（如物流、废弃物管理和数据中心等）所转移。这是内部需求和外部因素共同作用下的结果。在这背景下，我们相信，对印度、中国、印度尼西亚、菲律宾、越南甚至日本等关键市场的基础设施和物流领域的投资将会明显加速。总而言之，我们是带着对实物资产经营更加乐观的想法结束此行的。

对于日本和印度，我们的观点一直未变。我们仍然相信日本是一个“必须拥有”的市场。日本正在逐渐摆脱几十年的通货紧缩。这意味着其股市也受益于我们的通胀中枢抬升的理论。与此同时，日本正在进行一场企业改革复兴，或可与投资者们在1980年代的美国所看到的情况相媲美。最后，尽管货币政策必然在经历变化，但我们更加相信，收益率曲线的长端不会损害经济健康和/或资本市场的向好趋势。重要的是，日本市场尚未充分定价。事实上，尽管今年迄今为止上涨了37%，但其估值仍然合理，为14.5倍，而且有很多股票以净现金头寸和/或低于账面的价值进行交易。在这种背景下，我们寻找更多的企业分拆、利润率提升的故事，以及私有化的机会（我们认为此类机会因更多活跃股东的推动，而将更频繁地出现）。

**图3:** 日本正处于实际负利率的新时代，这使得现金变得不怎么有吸引力。这种回落可能会推动资产配置的转变



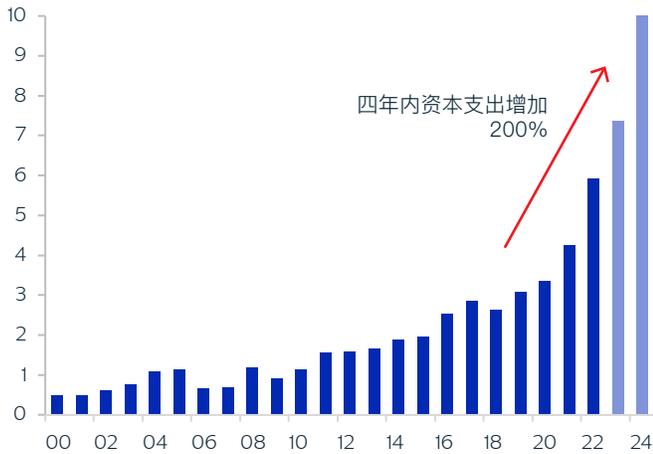
注：全要素生产率是过去五年的平均值。数据截至2023年7月19日。资料来源：Haver Analytics、日本银行、KKR全球宏观与资产配置的分析。

虽然此行没有去印度，但我们在出访期间与相关企业高管一起研究了我们在该国的投资案例。简单来说，印度正在蓬勃发展，尤其是其国内基础设施投资和出口的增长。更多的投资和更多的出口意味着经济增长变得更加平衡、波动性更小，而这又将有助于推高该国的估值溢价。随着印度又快又稳地成长起来，亚洲正在成为一个更加多样化和平衡的经济舞台。

简单来说，印度正在蓬勃发展，尤其是其国内基础设施投资和出口的增长。更多的投资和更多的出口意味着经济增长变得更加平衡、波动性更小，而这又将有助于推高该国的估值溢价。

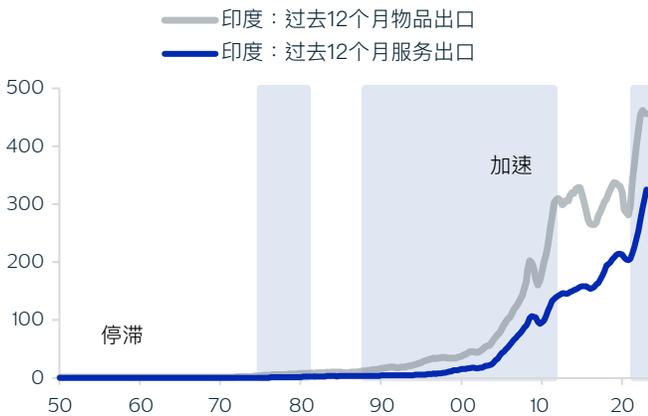
**图4:** 近年来对印度的投资大幅增长，特别在基础设施投资方面

#### 印度：公共资本支出（印度卢布，万亿）



注：数据为截至2023年3月的财政年度数据。2023年和2024年是预算估值。其他年份均为实际支出。1万亿卢比=120亿美元。数据截至2023年3月31日。资料来源：CEIC数据库，印度财政部。

**图5:** 在十年的停滞期之后，印度的出口引擎得到了释放



数据截至2023年3月31日。资料来源：印度储备银行、Haver Analytics、KKR全球宏观和资产配置的分析。

当然，亚洲也有令人担忧的问题。类似于我们在欧洲、美国和拉美所看到的，民族主义情绪、地缘政治压力在亚洲也明显上升，正如几乎每一次交流人都会谈及中美等紧张地缘局势。在这一点上，我们认同必须将政治因素也纳入我们投资考量中。然而，这并不意味着要放弃该地的投资。我们仍然对KKR资产负债表20%配置在亚洲感到满意，特别是考虑到其在资产类别（PE、信贷、基础设施和房地产）和国家之间的多样性。

我们无疑生活在一个复杂的时代，但此次亚洲之行强化了我们的信念，即如果想要在亚洲投资取得有效成果，就需要在该地区进行更大规模的固定资产投资，也需要更多专业的交易策划者、更多资本和技术资本、更多法律专家和辅助人员。我们认为这是一种长期趋势。同时，我们不认同所谓的“中国完全不值得投资”的说法，也不认为亚洲对于许多全球投资者而言过于复杂。很多全球投资者减少了他们在亚洲的投资，这颇具讽刺意味，因为在我们看来，亚洲的交易活动即将加速扩张，这将带来风险资产的进一步增值。鉴于此，我们的建议是坚持现有计划，同时通过专注于特定的市场和产品来“保持简单”。这些市场和产品需有助于建立竞争优势，特别是在关键增长领域，比如脱碳、工业数字化以及企业重新定位。

我们不认同所谓的“中国完全不值得投资”的说法，也不认为亚洲对于许多全球投资者而言过于复杂。很多全球投资者减少了他们在亚洲的投资，这颇具讽刺意味，因为在我们看来，亚洲的交易活动即将加速扩张，这将带来风险资产的进一步增值。鉴于此，我们的建议是坚持现有计划，同时通过专注于特定的市场和产品来“保持简单”。这些市场和产品需有助于建立竞争优势，特别是在关键增长领域，比如脱碳、工业数字化以及企业重新定位。

# 详情

在下文中，我们将详细介绍此次对中国的实地考察情况。

## 对于中国的看法

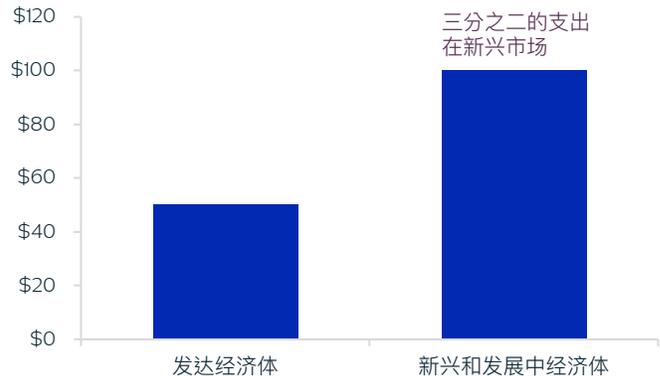
当前，关于中国经济增长的问题有着多种声音，也有不少噪音，比如，有人质疑中国到底有没有真正意义上增长？如果有，那么增长源泉在什么地方？我们将简明扼要地阐述KKR的观点：中国的经济增长故事可以分为两部分——“新的”中国和“旧的”中国。正如图1中所展示的，中国经济增长的新动力主要是脱碳和工业数字化，这两者约占中国经济的20%。更重要的是，这两者之间存在关联，因此我们认为，这两个领域可以产生乘数效应。相较之下，房地产或将陷入长时间的低迷期，而出口在中国经济以及中国出口在全球所占的比例目前可能都达到峰值。

从积极的一面来看，中国整体经济动能呈现出筑底态势，这与我们在四月和六月访华时的情况不同。此外，这次访问伊始，我们与代表“新的”中国经济的企业高管会面，其中蓬勃发展的电动汽车行业让我们印象尤为深刻。我的同事Frances Lim认为，中国不仅是世界上最大的汽车消费和生产国，而且正逐渐成为向全球出口汽车的重要国家。以下一些例子能够证明此观点：

- 2023年7月，中国超越了日本、德国和韩国，成为全球最大的汽车出口国。
- 长期以来，日本、德国和韩国一直主导传统汽车或燃油车（“ICE”）市场，但中国在快速增长的电动汽车市场中占据主导地位，市场份额占比达到了59%，在燃油车市场则为26%。
- 目前，中国汽车占欧洲市场份额已经超过4%。

**图6:** 全球三分之二的脱碳支出在新兴市场，尤其是亚洲

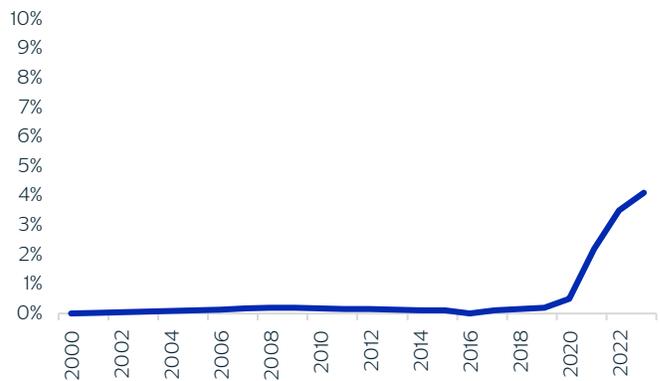
### 全球需要花费150万亿美元来实现净零排放转型



数据截至2021年11月12日。资料来源：麦肯锡《COP26使净零排放成为商业的核心原则——以下是领导者可以采取的行动》（“COP26 made net zero a core principle for business. Here's how leaders can act”）。

**图7:** 自新冠疫情以来，中国汽车占欧洲市场的份额增长显著

### 中国汽车占欧洲轻型汽车销售市场份额

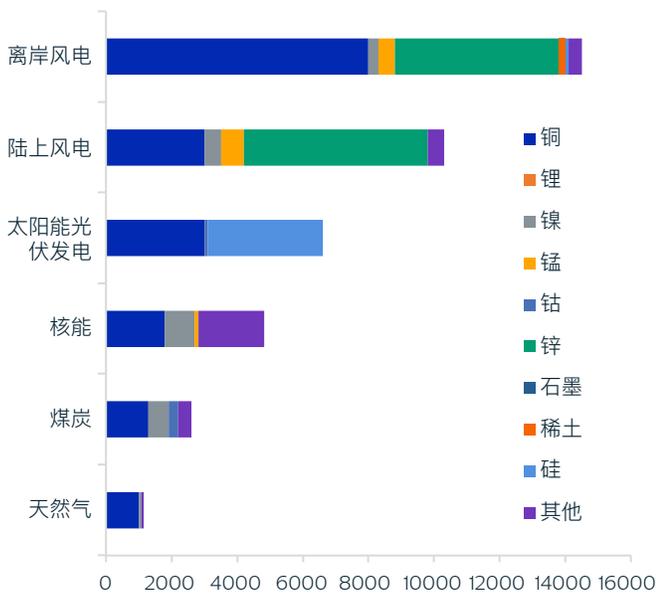


数据截至2023年7月31日。资料来源：摩根士丹利《一点一滴，中国电动汽车将如何重塑汽车业》（“At First, A Trickle... How China EVs Will Reshape Autos”）、瑞银《中国电动汽车巨头的崛起》（“The rise of China EV giants”）、高盛《机遇、挑战和新能源汽车商业模式的潜在演变》（“Opportunities, challenges, and potential NEV business model evolution”）。

我们预计中国在脱碳方面将作出更为“绿色”的努力，因为生产将由电池和太阳能设备转向环保钢铁、环保石化产品和可重复使用纸张，政府和私营部门都不遗余力地促进这些领域的增长。其中，“绿色融资”作为其中的关键部分，迎来了巨大增长，市场规模由2018年的8.9万亿元人民币（约合1.2万亿美元）激增至2023年6月的30万亿元人民币（约合4.2万亿美元）。此外，中国还拥有生产绿色产品所需的原材料。从图10中可以看出，中国是世界级脱碳工作所需的大多数矿产资源的主要生产国。

**图8:** 大多数脱碳计划所需的矿产，都来自于难以开采或运输的区域

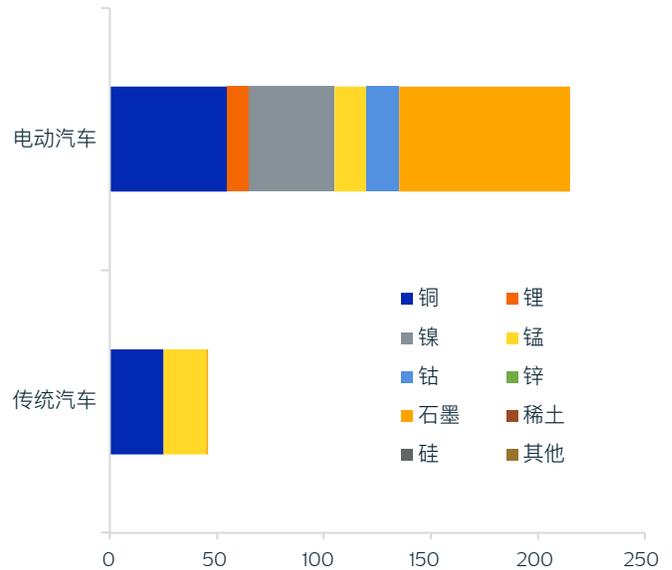
**能源转型所需的矿产**



数据截至2021年12月31日。资料来源：国际能源署。

**图9:** 生产高效节能的车辆需要大量难以获取的矿产资源

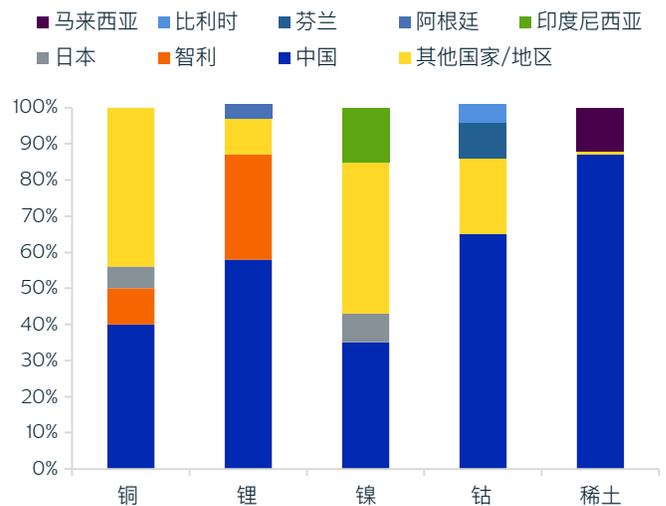
**生产每台电动汽车所需的矿产，以千克计算**



数据截至2022年5月4日。资料来源：国际能源署。

**图10:** 与此同时，很大程度上来说，中国主导着许多关键矿产的加工

**按国家/地区划分的个别矿产加工量份额**

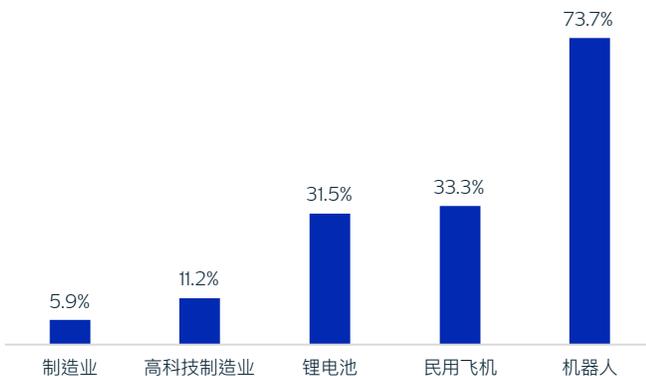


数据截至2021年5月6日。资料来源：国际能源署。

我们亦对中国在数字化和自动化方面的努力印象深刻，尤其是与制造业相关的部分。从图11中可以看出，中国不再是大量低附加值商品的出口大国，相反，它已向价值链上游迁移到了更复杂的产品和服务上。在这个转型过程中，工业企业越来越多地利用更精确的数据来改进生产流程，减少运输时间，更有效地调控仓库温度，提高其安全性。诚然，全球供应链正在变得愈发复杂，特别是在亚洲。但好消息是，许多中国的企业高管认为，通过实施前述变革，可以在未来三到五年内降低10%至20%的成本。而这些变革和升级所需的部分资本大概率将由企业内部来消化。

**图11: 中国的出口重点正在转向集中全球经济的增值工业领域**

### 中国生产同比增幅



数据截至2023年8月31日。资料来源：中国发展高层论坛。

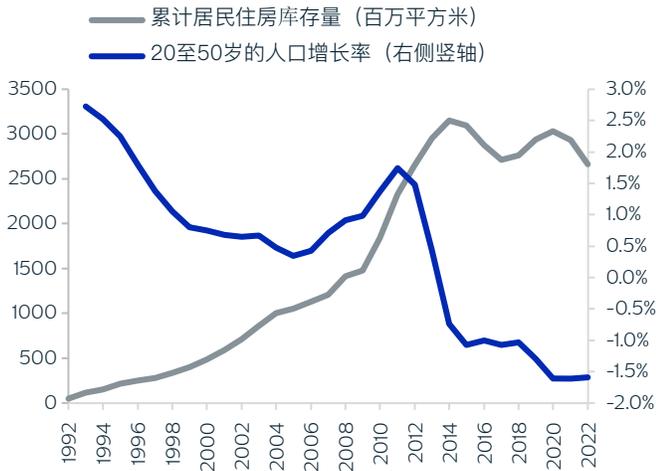
我们还研究了科技领域，尤其是美国最新的限制措施对中国的影响。这个领域引发了投资者最多的疑问，中国媒体也强调，算力稀缺及其高昂成本实际上正在掣肘人工智能的发展。我们注意到，华为公司现在每年投入数十亿美元以提高竞争力；还与2500多所大学合作成立了技术学院，每年培训超过20万名学生。随着中国日益对技术自主可控的重视，毕马威（“KPMG”）预估，到2025年，中国算力核心产业规模将达到4.4万亿元人民币（约合6000亿美元），而如今这一数字仅为1.8万亿元人民币（约合2500亿美元）。

另一方面，中国经济中依然存在不少增长停滞并出现不小失衡问题的传统行业。其中，房地产是中国经济传统成分中比较薄弱部分的代表。房地产行业直接或间接地带动了两到三成的中国经济，其重要性不容忽视。中国政府对该行业采取了一系列扶持措施——我们估算这些措施可以将GDP提高60个基点。例如，政府近期通过降低首次购房者首付比例、认房不认贷等举措希冀提高住房需求，但问题在于行业总体供给实在太大。市场测算显示目前未售出的房屋存量在300万到5000万套之间（这个范围差距巨大，我们更倾向于图12中显示的300万套的估计值。5000万套是包括了已破土动工在建的更加广义的库存）。与此同时，现存的1000到2000家房地产开发商中，许多公司的资本结构都处于不稳定的状态，之前支撑整个房地产行业的融资，包括银行贷款、理财产品和地方政府融资工具的资金后续可能难以为继。政府将拯救房地产开发商视为道德风险，而我们也认同这一观点。经济学家们对中国房地产市场前景的预测不尽相同；其中相对积极的观点指出，房地产对中国经济的负面影响可能于2024年底降到0至负1%的范围（其近年对经济产生的掣肘为3%到5%）。然而，考虑到现今的低通胀率、高实际利率以及较多的过剩库存，实现这一目标仍具挑战性。

换句话说，“低调奢华”已经取代了中国大部分千禧一代在疫情前的炫耀型消费模式。

**图12: 房屋库存量与最佳购房年龄段的人口增长有显著差距**

### 人口增长与房屋库存量（百分比与百万平方米）



注: 数据截至 2023 年 7 月 19 日。资料来源: 中国国家统计局、中国人民银行、中国住房和城乡建设部、KKR 全球宏观与资产配置分析。

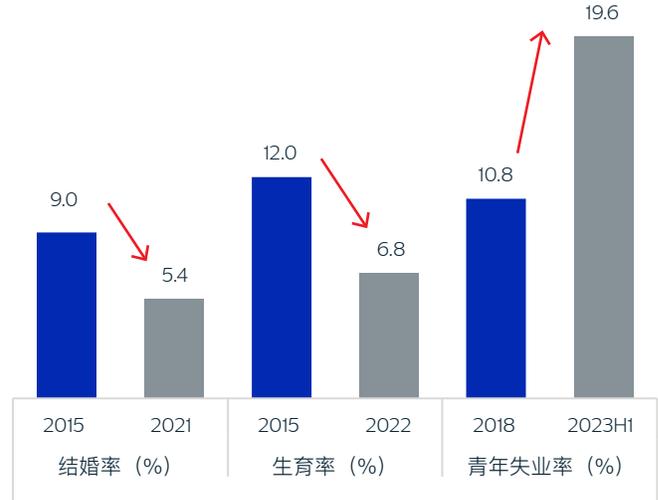
我们还利用百观科技 (BigOne Lab) 的追踪消费者活动和情绪的数据库来对中国消费者进行研究。自新冠疫情以来, 中国消费者的偏好发生了实质性的变化。比如, 对许多千禧一代来说, 户外活动变得更加重要。虽然奢侈品牌仍然在市场上占有一席之地, 但与过去相比, 现在更多的中国消费者更容易接受高性价比的优质品牌。换句话说, “低调奢华” 已经取代了中国大部分千禧一代在疫情前的炫耀型消费模式。另外, 在“后疫情时代” 的中国, 宠物仍然是满足中国居民陪伴需求的重要来源。

然而, 从宏观的角度来看, 相比于储蓄, 中国的消费仍然处于较为低迷的状态, 且这一趋势可能持续到 2024 年。如图 14 所示, 在中国的生育率和结婚率降低 (图 13) 的大背景下, 人们对于消费仍旧保持较为谨慎的态度。通过与经济学家讨论中国青年失业率的问题, 我们还发现, 青年群体的就业形势依然复杂, 特别是在房地产等领域 (百观科技的样本显示, 该领域给年轻毕业生工作机会下降了 70-90%)。

那么, 上述的数据对中国的经济增长和通货膨胀意味着什么呢? 从纯粹“数字”的角度来看, 我们不会改变对中国 2024 年 GDP 和通货膨胀的预测。我们预计中国 2024 年的实际增长率为 4.5%, CPI 通胀为 1.9% 左右, 均与市场预期基本一致。

**图13: 数个中国主要社会变化趋势对需求端造成不利影响**

### 中国社会趋势（人口的百分比）



数据截至 2023 年 6 月 30 日。资料来源: 彭博。

**图14: 新冠疫情后, 家庭开始储蓄而非消费**



数据截至 2023 年 8 月 31 日。资料来源: 中国国家统计局, CEIC。

但更为重要的是，展望未来，我们看到绿色经济和数字经济将会全面推动中国消费、投资和出口的增长。我们认为，在这些领域中，最显著的变化可能是中国在 2024 年及以后开始将更多相关商品和服务出口到海外地区。因此，正如我们之前在文章中指出的，中国经济的潜在结构性驱动因素正在发生变化。具体来说，中国现在愿意将劳动密集程度极高的低附加值商品制造业让给其他新兴国家，但同时打算增加高附加值商品和服务的市场份额，其中包括航运、汽车、航空和电车等各个不同领域。

## 总结

我们团队的亚洲之行是一段非常宝贵的经历。在宏观经济和地缘政治趋势仍然不明朗的情况下，KKR在亚洲坐拥八个办事处正是我们的优势所在。此行最大的收获是，尽管亚洲地区存在一些挑战，但是我们认识到KKR在该地区仍有很多投资机会。中国经济正在经历一场重大的结构调整，这一过程可能要持续长达数年之久。退一万步来讲，即使不在中国投资，投资者也应该知道中国发展的重点是什么，因为那样会帮助投资者更好地理解全球各行业发展的态势和格局。与此同时，我们认为日本经济的表现可能会持续超出投资者预期，而印度与东南亚部分市场也有着令人期待的投资机会。

然而，我们需要利用我们在私募股权、房地产、基础设施和信贷领域的产品广度，将各点联系起来，并发现不同资产类别和市场的相对价值。虽然这项工作并不容易，但从增长、估值和运营改善潜力的交叉点来看，我们目前现在已经处于一个相当不错的起点上了。

如有任何意见和问题，请致电和或邮件垂询。

Henry McVey、Frances Lim，和亚洲全球宏观、资产负债表和风险分析（“GBR”）团队

## 重要信息

文中根据上下文需要所提及的“笔者”、“我们”和“我们的”指的是McVey先生和/或KKR的全球宏观和资产配置团队，而非KKR。所表达的观点反映了McVey先生截至本文日期的当前观点，McVey先生和KKR均不承担向您告知本文所表达观点有任何改变之义务。有关金融市场趋势的意见或陈述仅基于目前的市场状况，随时可能发生改变，恕不另行通知。对目标投资组合的引用和这种投资组合的配置是一种假设性的资产配置，而非实际的投资组合。本文所表达的观点以及对任何目标投资组合或资金配置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先生为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全部技术或分析方法。此外，McVey先生可能会提出的投资建议，KKR及其附属公司可能会持有的头寸（多头或空头）或进行的证券交易或与本文所表达的信息和观点并不一致。

本文所表达的观点为Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.（连同其附属公司，“KKR”）的Henry H. McVey的个人观点，并不一定反映KKR本身或KKR任何投资专家的观点。本文并非学术研究，也不应被视为学术研究。本文不代表本文内描述或引用的任何金融工具、发行方、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，也不涉及KKR提供的任何投资策略或产品。本文仅提供一个框架，协助投资者实施自己的分析和对本文所议主题的看法。

本文仅供参考。本文中所含信息仅在指定日期内有效，并可能被随后的市场事件或其他原因所取代。本文提供的图表仅用于说明目的。本文中的信息通过内部调研获得，或从被认为可靠的信息渠道获得。然而，KKR和McVey先生均不保证这些信息的准确性、充分性或完整性。本文内容不构成投资、法律、税收或其他建议，也不能作为做出投资或其他决定的依据。

不能保证投资策略必然成功。历史市场趋势并不是未来实际市场行为或任何特定投资未来表现的可靠指标，二者可能会在重大差异，不应以历史市场趋势为依据。此文所含目标配置可能发生改变。不能保证目标配置必然实现，且实际配置可能与本文所示大相径庭。本文不应被视为针对当前或过去的建议，也不应被视为购买或出售任何证券或采取任何投资策略的邀约。

本文所含信息可能包含关于本文所述战略的未来事件、目标、预测或预期的预测或其他前瞻性陈述，且仅在所示日期内有效。不能保证这

些事件或目标会实现，真实情况与本文所示可能大相径庭。本文所含信息，包括有关金融市场趋势的陈述，均基于当前市场条件，而当前市场条件可能发生波动，并可能被随后的市场事件或其他原因所取代。所有引用指数的表现均以总回报率为基础计算，并将股息进行再投资。这些指数不包括任何支出、费用或收费，且不受管理，不应被视为投资。

本文讨论的投资策略和主题可能不适合投资者，这取决于他们的具体投资目标和财务状况。请注意，货币汇率的变化可能对投资的价值、价格或收入产生不利影响。

KKR和McVey先生均不承担任何责任，也不承诺对前瞻性声明进行更新。KKR、McVey先生或任何其他人均不代表他们对本文所含信息的准确性、完整性或公平性作出任何明示或默示的陈述或保证，也不对任何此类信息承担任何责任或义务。接收方接受本文即表示理解并接受上述声明。

本文中来自MSCI的信息是MSCI Inc. 的独家财产。MSCI不就本协议中包含的任何MSCI数据作出任何明示或默示的保证或陈述，也不承担任何责任。不得对MSCI数据进行分发，或用作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、审查或制作。

# KKR

Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.  
30 Hudson Yards  
New York, New York 10001  
+1 (212) 750.8300  
www.kkr.com