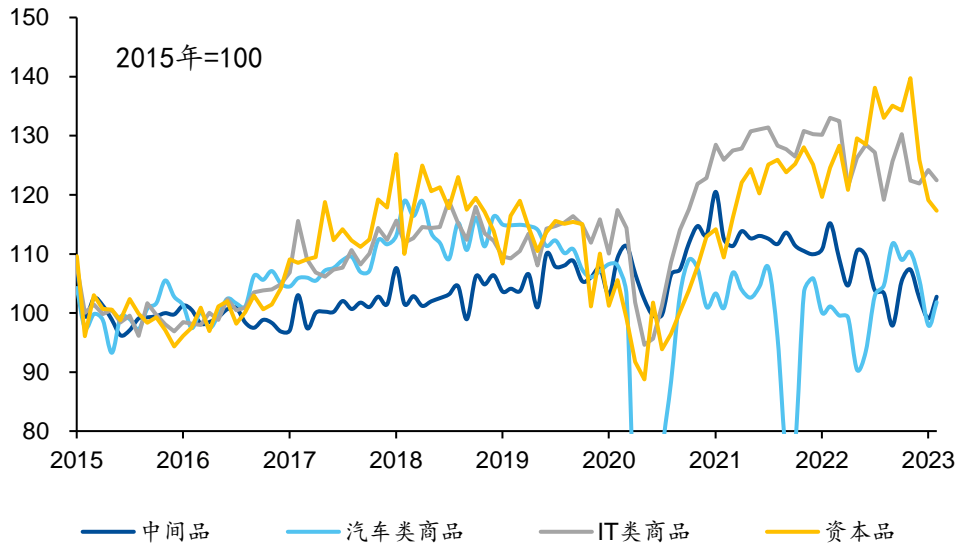




日本：“股神”巴菲特的新宠？

资本品和IT商品领跑日本出口



数据来源：彭博，国泰君安国际

- 美国“股神”巴菲特近日的日本行再次将日本拉回了大众视野，这是否意味着在他看来，日本经济已经走出了三十年的“泥泞”，开始重回正轨？
- 长期以来市场对于日本经济的研究很少，在多数人的印象中，日本经济存在几个结构性痛点：首先，劳动力短缺将长期是日本经济发展的掣肘。在任何一种可以预见的情境下，日本的劳动力人口都会在未来几十年内出现大幅下滑。其次，日本的高债务水平也将长期拖累经济发展。
- 但是，在新的地缘政治格局下，日本在亚太格局中扮演了更加重要的角色，同时日本在芯片等产业发展中野心勃勃，这都成为了边际上的重要变量。仔细观察日本的经济脉络，我们也会发现日本的设备投资开始进入加速期，这背后有产业自身发展的原因，也暗合地缘变迁的逻辑。
- 值得一提的是，日本相对稳定甚至略显僵化的政治格局，在全球动荡的大背景下反而成为了“避风港”。与此同时，劳动力的下滑趋势固然不可避免，但良好的医疗体系以及人工智能的发展，也意味着劳动力萎缩的风险在一定程度上出现了下降。
- 当我们再提“通缩”时，很多人会把目光转向日本。在过去的三十年中，日本经历了漫长而痛苦的通缩，也被认为将会撤离世界舞台的中心。但事实上，日本并没有完全失去竞争优势，与此同时，在国际格局大变化的背景下，日本经济的边际变化值得研究并重视。

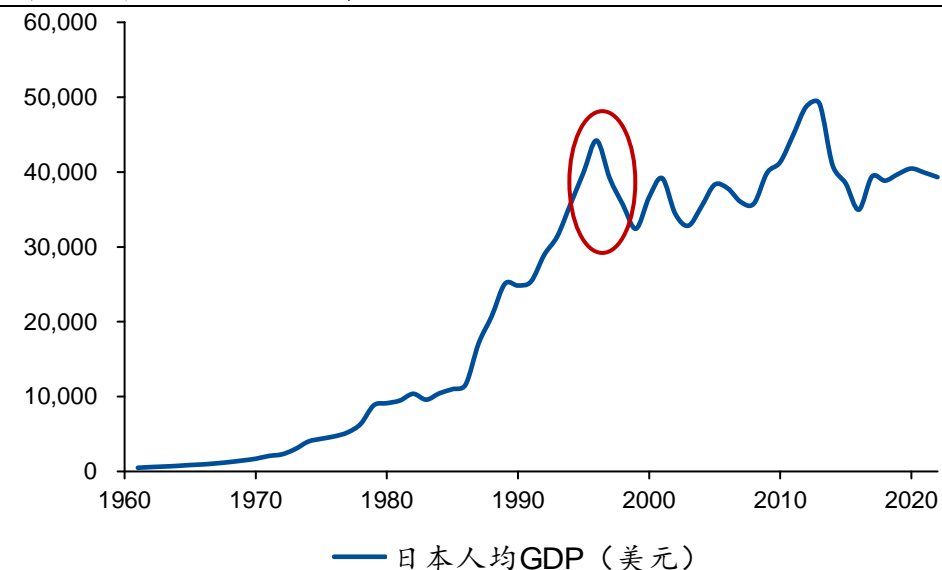
自2020年8月以来，巴菲特已经三次购买并扩大了对日本五大商社的股份持有量，这让很多人觉得疑惑。长期以来，市场普遍对日本经济有以下几个根本担忧：**首先，劳动力短缺将长期是日本经济发展的掣肘。**在任何一种可以预见的情境下，日本的劳动力人口都会在未来几十年内出现大幅下滑。**其次，日本的高债务水平也将长期拖累经济发展。**截至2022年底，日本的政府债务占GDP比重已经升至惊人的226%，是世界上债务水平最高的国家之一。“债台高筑”也意味着财政的弹性空间相对较小。此外，人口老龄化意味政府需要通过增加债务来应对社会福利支出的增加。

但与此同时，海外投资者尤其是欧美投资人近来对日本却保持着相当高的兴趣，巴菲特近期的日本行就是一个典型事件。在新的地缘政治格局下，日本在亚太格局中扮演了更加重要的角色，同时日本在芯片等产业发展中野心勃勃，这都成为了边际上的重要变量。值得一提的是，日本相对稳定甚至略显僵化的政治格局，在全球动荡的大背景下反而成为了“避风港”。与此同时，劳动力的下滑趋势固然不可避免，但良好的医疗体系以及人工智能的发展，也意味着劳动力萎缩的风险在边际上出现了下降。

“失落”但仍保持竞争力

第二次世界大战后，日本经济高速发展了三十年，在日本的全盛时期（20世纪80年代），全球前20大企业日本占据13个席位。随着日本经济泡沫的刺破，日本随即转入所谓“失落的三十年”。虽然盛景不再，但是日本民众的教育、医疗及各种社会福利并没有受到根本性影响，因此“失落”之说也并不完全准确。从人均GDP的角度来看，日本在1995年之后的几年较之前确实出现过较大幅度下行，但之后恢复了小幅波动上行的趋势。

图 1：日本人均GDP在近30年小幅波动上行

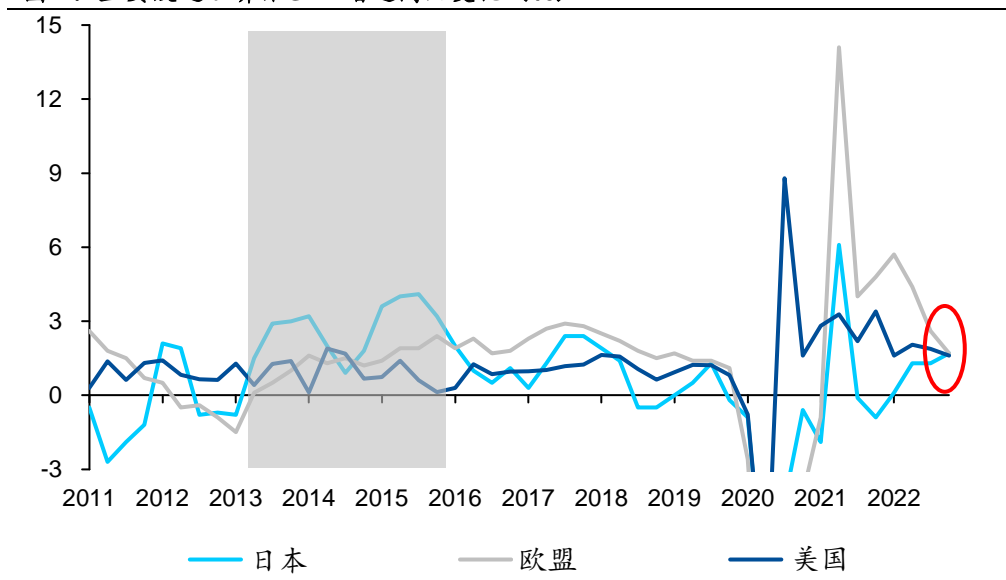


数据来源：世界银行，国泰君安国际

另一方面，尤其在 2011 年之后，日本经济表现得更加平稳，甚至在 2013 年至 2015 年间 GDP 增速一度超过美国及欧盟。自 2020 年以来，受新冠疫情爆发以及俄乌冲突的影响，全球范围内的产业链以及能源结构开始重构，代价之一就是全球主要发达经济体通胀飙升。为解决通胀问题各国央行迅速收紧货币政策，这也对经济发展造成了一定程度的影响。在 2022 年末，美国、欧盟以及日本的经济似乎再次站在了同一“起跑线”，这一次日本经济似乎要一扫过去的颓势，开始重回“正轨”。

在市场还在纠结美国经济是否会衰退、欧洲经济刚刚摆脱衰退担忧之际，日本央行将 2023 年 GDP 增速预期定为 1.7%，这在相当程度上体现出日本经济在一定程度上具有韧性；相比之下，美联储对 2023 年 GDP 增速预测为 0.4%，欧盟对 2023 年 GDP 增速预测为 1.0%。这自然而然带来了这样一个问题，日本央行缘何认为日本经济会“逆流而上”。

图 2：主要发达经济体GDP增速同比变化（%）



数据来源：彭博，国泰君安国际

设备投资开启新周期

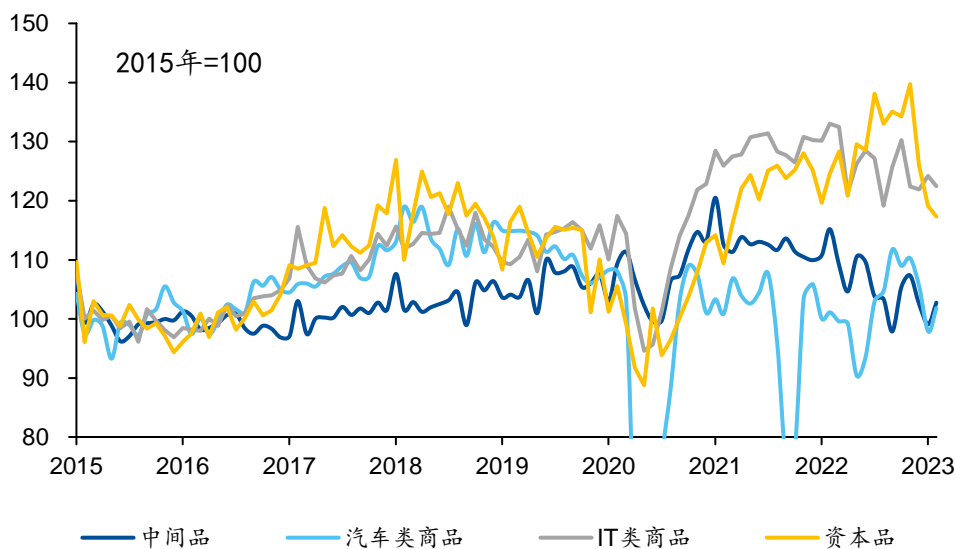
与欧美等发达经济体类似，日本劳动力市场火爆、通胀率上行，国内消费是支撑经济成长的主要动力。但与此同时，日本在芯片等高端制造业上的雄心不可忽视。

日本是一个以制造业为核心的出口导向型经济体，在全球需求放缓的环境中，日本出口在 2023 年伊始出现了逆势小幅回升。在所有出口品类中，运输设备、电机以及机械等资源密集型产业产品出口占总出口额的比重约为 56%。分类来看，日本的资本品（设备为主）以及 IT 商品的出口在过去几年中保持着强劲的态势，这也意味着相关产业的景气度更好。

就日本经济结构而言，设备投资对于经济增长的推动作用就至关重要。私人企业设备投资是衡量日本总体设备投资的重要指标。从下图可以看

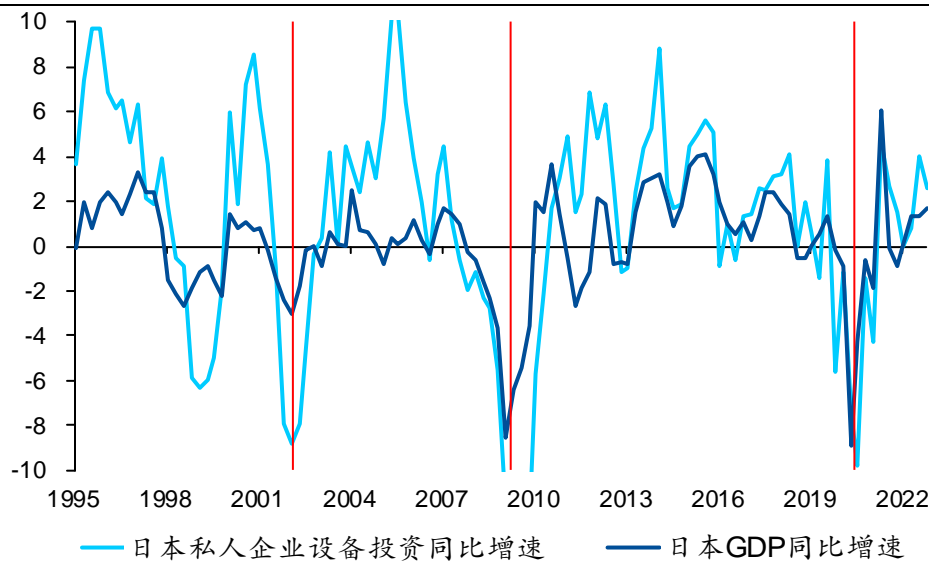
出，虽然该指标对经济增速并没有显著的领先性，但却相当于经济发展的“放大器”，它与经济周期表现出了极强的一致性。

图 3：资本品和IT商品出口领跑



数据来源：彭博，国泰君安国际

图 4：日本私人企业设备投资与GDP周期具有较强一致性（%）



数据来源：Choice，国泰君安国际

新的设备周期刚刚开启。投资对于经济发展的推动作用无需多言，设备投资作为重要一环，受设备磨损（折旧）、技术迭代等因素影响，呈现出较强的周期性。在理论与实际的结合中，泛用性最高的是法国经济学家提出的朱拉格周期理论。在该理论下，制造业的设备平均迭代周期为 7-10 年，因此企业设备投资也存在相应时长的周期性规律。

从另一个角度看，日本“失落的三十年”在一定程度上是因为错过了第三次工业革命——信息技术，这使得日本经济在过去三十年间主要依靠第二次工业革命的成果苦苦挣扎。受新冠疫情爆发以及俄乌冲突的影响，全球范围内的产业链重构给日本制造业带来一次新的机会，日本私人企业设备投资在 2020 年前后也进入了新一轮周期。

人口老龄化倒逼经济转型

人口老龄化是全球很多发达经济体面临的严重问题，这个情况在日本更加棘手。作为老龄化问题最为严重的国家之一，日本的劳动力人口逐年下降，这也导致企业用工成本持续上升。在当下社会人口老龄化的趋势很难逆转，这种现状就倒逼经济不得不转型升级。因此我们看到日本政府积极引入“第四次工业革命”概念，并引导鼓励企业进行设备投资。

第四次工业革命：市场目前对第四次工业革命并没有完全一致的定义，相似的概念可以追溯到 2013 年德国汉诺威工业博览会上出现的“工业 4.0”概念，随后随着科技的发展，“工业 4.0”逐步演变成“第四次工业革命”，较为普遍的看法是以人工智能、新材料技术、分子工程、虚拟现实、量子信息技术、清洁能源以及生物技术等为技术突破口的工业革命。

进一步看，“第四次工业革命”对日本可谓是天赐良机。一方面，人工智能或者说深入自动化的发展可以有效地缓解老龄化带来的劳动力不足难题，我们在之前的《人工智能对欧盟及美国劳动力市场的影响》一文中就人工智能对劳动力市场的影响已经做了全面的解读，可以肯定的是，人工智能在提高自动化及提高工人生产率上的效果是显著的；另一方面，日本可以依托强大的机械制造业在清洁能源领域取得进一步发展。

在更广泛维度，不难看出“芯片”依旧是第四次工业革命发展的重要基石，目前在芯片行业具有垄断地位的美国、日本及荷兰三国配合默契，它们达成的芯片协议通过限制技术出口可以在很大程度上加固已有的垄断地位。换言之，芯片方面的联合垄断可以保障日本在“第四次工业革命”中不落下风。

资金成本优势显著

自 2022 年以来，除日本外全球主要发达经济体为了限制通胀走高陆续提高政策利率，高企的资金成本对经济发展无疑是巨大的钳制。虽然日本也在一定程度上受到了通胀问题的干扰，但是新任央行行长植田和男上台后还是延续了饱受诟病的“收益率控制曲线（YCC）”政策，将日本的实际利率维持在相当低的水平。在过往各国利率相差无几时，YCC 政策限定下的日本利率并没有过多优势。站在现在的时间节点，即使有其他负面影响，但是与美国已经飙升至 5.0% 的利率相比，日本的资金成本优势相对显著，这将在很大程度上推动企业设备投资的增长。

另外值得一提的是，日本相对稳定甚至略显僵化的政治格局，在全球动荡的大背景下反而成为了“避风港”。尽管安倍晋三遇刺身亡，但日本政坛的整体格局并没有太大的变化，派系林立下的日本政坛仍然维持着自身独特的运行法则。

当我们再提“通缩”时，很多人会把目光转向日本。在过去的三十年中，日本经历了漫长而痛苦的通缩，也被认为将会撤离世界舞台的中心。但其并没有完全失去竞争优势，与此同时，在国际格局大变化的背景下，日本经济的边际变化值得研究并重视。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6 至 18 个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间: 6 至 18 个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com