

研报精选

2024年5月12日 第170期

宏观专栏

出口复苏，也部分带动进口——2024年4月进出口数据点评

2024年4月以美元计价出口同比+1.5%、进口同比+8.4%。报告认为，得益于外需的稳步增长和高基数因素的消退，4月出口同比增速转正。进口同比增速改善有内需改善和基数下降因素的贡献，同时进料加工贸易进口的相对高增也反映出外需的改善。

新宏观范式下的全球“现金牛”

报告认为，新宏观范式下，全球同步开启新一轮“脱虚向实”，全球投资者更看重企业的盈利质量和资金回笼周期，因此能够产生稳定现金流的资产将愈发受到全球投资者的青睐。

专题聚焦

从绿色转型看新质生产力发展：规模经济、产能过剩与国际贸易

报告认为，驱动中国绿色产业快速发展的根本力量是中国的大市场和制造业体系带来规模经济效应，而不是政府补贴。中国应积极参与全球贸易与投融资体系的治理改革，并加强全球绿色产业链合作。

避免日本化的德国有何借鉴意义？

报告认为，在《广场协议》后，德国采取了与日本不同的政策，并未实施大规模的总量宽松，且注重金融监管以预防资产泡沫。与此同时，德国还重视结构性改革，成功避免了日本化。

宏观专栏

出口复苏，也部分带动进口——2024年4月进出口数据点评

2024年4月以美元计价出口同比+1.5% (2024年3月为-7.5%)，进口同比+8.4% (2024年3月为-1.9%)，出口基本符合市场预期、进口高于市场预期(Bloomberg出口、进口市场预期分别为+1.5%、+4.6%)。高基数消退，外需整体稳步增长，出口同比转正。进口同比增速改善也同样有较大的基数下降因素贡献，排除基数因素后的三年复合增速较3月小幅改善0.8ppt，固然有内需改善的带动，但或也有部分外需的带动。我们预计未来出口仍将稳定增长，符合我们年度展望报告里面所说的2024年中国经济从“内生探底”到“外生复苏”的态势。

高基数消退，出口同比转正。高基数是3月出口同比增速明显转负的主因，实际上环比来看强于季节性相似的2021年3月。而随着高基数因素有所消退，4月出口同比增速转正。从需求的边际变化来看，虽然4月海外制造业PMI有所波动，4月发达国家制造业PMI为48.6% (3月为49.3%)，但整体仍然处于改善过程中。而从三年复合增速来看，4月为3.6%，略低于3月的5.2%和1-2月的4.1%。

分区域来看，2024年4月对东盟、美国、欧盟出口的三年复合增速分别为6.7%、-0.2%、2.6%，分别较3月下降5.2ppt、上升1.5ppt、上升0.4ppt，其中美国边际改善幅度最大。分产品来看，4月机电产品出口的三年复合增速为3.8%，略低于3月的4.4%，而劳动密集型产品为2.6%，低于3月的5.2%。4月出口三年复合增速较3月改善较多的是家用电器(+3.2ppt)、手机(+2.9ppt)，汽车出口三年复合增速为60.5%，较3月下降3.9ppt。

进口同比增速改善也同样有较大的基数下降因素贡献，排除基数因素后的三年复合增速较3月小幅改善，或也有部分外需的驱动。2023年4月进口同比-8.8% (2023年3月为-2.0%)，基数有较大幅度的下降。而排除基数因素后，2024年4月进口的三年复合增速为-0.4%，较3月的-1.2%小幅改善。制造业稳步恢复支撑了进口的改善，4月PMI连续第二个月处于扩张区间，0.4个百分点的环比回落幅度介于季节性相似的2021年4月(0.8ppt)和2013年4月(0.3ppt)之间。值得注意的是，进口改善固然有内需改善的带动，但或也有部分外需的带动，

4月进料加工贸易进口同比+14.9%（3月为1.9%），增速高于整体进口增速，而进料加工贸易进口更多代表了外需的改善。从主要来源地来看，4月中国大陆从美国、中国台湾地区进口的三年复合增速分别为1.5%、-3.4%，较3月分别上升8.8ppt、6.9ppt，改善幅度高于其他经济体。而从主要商品来看，4月进口的三年复合增速较3月改善较多有：煤（+12.1ppt）、医药材及药品（+11.8ppt）、大豆（+6.1ppt）、自动数据处理设备及其零部件（+5.1ppt）、原油（+4.2ppt）、集成电路（+2.7ppt）。

我们预计未来出口仍将稳定增长，符合我们年度展望报告里面所说的**2024年中国经济从“内生探底”到“外生复苏”的态势**。美国经济整体仍然保持韧性，商品相关需求有望继续改善，支撑中国出口，使得出口成为今年经济增长的重要支撑因素。



以上观点来自：2024年5月10日中金公司研究部已发布的《出口复苏，也部分带动进口——2024年4月进出口数据点评》

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

新宏观范式下的全球“现金牛”

近期，中国红利股关注度持续升温，我们认为中国红利股的本质是稳定的现金流溢价。通常情况下，有能力和意愿提高分红比例的企业，往往具有稳定的自由现金流作为支撑。值得一提的是，中国一些硬科技和消费企业其实具有较高的盈利质量，从定价层面反映了中国经济结构转型过程中的韧性；而这些行业在中证红利指数中较少涉及。

实际上，现金流溢价在新宏观范式下具有全球普适性。按照Pacer美国金牛100 ETF（COWZ）的构建方式，基于自由现金流比率，我们构建了中国和欧洲“现金牛”指数，疫情以来这三个指数均跑赢各自大盘。2022年5月，我们在报告《[宏观范式大变局下的资产定价](#)》中明确指出，由于全球供需格局结构性变化，美欧等发达国家低通胀一去不回，高利率、高波动是新常态，这将长期利好三类资产：实物资产、能够产生稳定现金流的资产、以及高效的生产性资产。

在全球金融危机后的“便宜钱”时代，收益率稀缺，投资者为了追逐收益率，不惜加杠杆投资高风险、高成长的资产，压低其风险溢价，在定价体系中逐渐忽视了稳定现金流的确定性溢价。高成长成为了全球一二级投资者的共同审美偏好，彼时华尔街流行一句话：“Cash is trash”。

新宏观范式下，全球同步开启新一轮“脱虚向实”，美欧的去金融化体现在长期更紧的流动性派生、更强的金融监管，而中国的去金融化更多体现在金融地产周期下半场内生货币放缓。在此背景下，全球资金更稀缺，经济与政策不确定性上升。因此，我们判断全球范围内能够产生稳定现金流的资产将打开估值重估空间。

新宏观范式，既有上述共性，也存在异质性。美国更多体现为供给与资金更稀缺，更贵的资金成本倒逼企业提高盈利质量来对冲。在中国，则更多体现为需求与成长更稀缺，成长性与稳定性此消彼长。这意味着，有韧性的刚需、

通过出海或精耕细作挖掘需求、通过新质生产力等高质量供给来创造需求的企业将享有更高溢价。中美宏观环境虽有所差异，但都指向稳定的自由现金流愈发受到全球投资者青睐。

通过分析中美欧“现金牛”指数的行业分布，我们发现“现金牛”往往来自三类资产：1)天然稀缺性和壁垒性行业，如能源资源、金融、公用事业等；2)盈利与经济周期弱相关，如公用事业、必选消费等；以及3)高效的生产性资产：如AI、高端硬件设备等高质量成长。第三类资产往往集中在高成长风格，在新宏观范式下，短期也许不能但长期有较大潜力持续产生稳定自由现金流的高质量成长同样值得关注。

新宏观范式下，全球一二级投资者审美偏好可能正在朝着另一方向趋于一致并形成共振：对于自由现金流的不懈追逐。不求只争朝夕的爆发力，但求细水长流的持久力。快就是慢，慢就是快。我们正在并将继续亲历全球“现金牛”的徐徐开启。

以上观点来自：2024年5月5日中金公司研究部已发布的《新宏观范式下的全球“现金牛”》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

艾泽文 分析员 SAC 执证编号：S0080523070012 SFC CE Ref: BTK165

于文博 分析员 SAC 执证编号：S0080523120009

范理 联系人 SAC 执证编号：S0080123120031 SFC CE Ref: BUD164

张捷 分析员 SAC 执证编号：S0080520120001 SFC CE Ref: BTM969

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

从绿色转型看新质生产力发展：规模经济、产能过剩与国际贸易

绿色产业对发展新质生产力有两方面贡献，绿色能源是新的生产要素，同时绿色技术作为通用技术，和科技创新紧密相关，带动全要素生产率的提升。为推动绿色转型，需要克服化石能源使用的负外部性和绿色能源创新的正外部性，通过碳定价、碳税来降低化石能源需求的做法着眼于前者，利用财政补贴和制度设计来促进市场主体投入、提升新能源供给的做法则聚焦于后者。过去几十年，欧盟的公共政策干预注重前者，中国则偏向后者，美国居于中间，但近年来欧美在向中国靠齐。从结果来看，中国的绿色产业取得长足的发展，在全球处于领先地位，但也带来保护主义压力。

就绿色转型对全球经济的影响而言，我们需要关注两个关键点。第一，化石能源是初始的资源禀赋，具有规模不经济的特征，绿色能源属于制造业，具有规模经济效应，即产量越高、单位成本越低。驱动中国绿色产业快速发展的根本力量是中国的大市场和大制造业体系带来规模经济效应，而不是政府补贴。规模经济的一个重要体现是价格下降，不能把成本与价格下降等同于产能过剩，实际上近期的数据显示，新能源车的产能利用率超过100%，而传统的燃油车只有60-70%¹。第二，从化石能源转向绿色能源改变市场竞争格局，在促进效率提升的同时也带来产业结构变化和利益的调整。采矿业与土地相关，天然地带有垄断属性，可竞争性不足，在国际贸易层面往往体现为通过卡特尔组织形式影响价格，而制造业，比如汽车、光伏组件和风电设备等可竞争性强，已经形成以自由贸易为导向的治理机制。绿色转型不仅因为规模经济也通过促进竞争而提升全球经济运行的效率，同时规模经济隐含的大型经济体和先发者优势带来利益格局的调整，可能对全球治理体系产生重要影响。

应对绿色转型的新机遇和新挑战，中国可在两方面有所作为，与其它国家

¹ 资料来源：上汽大众、广汽三菱、比亚迪2019-2023年上市公司公告

实现互利共赢。一方面，中国可积极参与到清洁能源时代全球贸易与投融资体系的治理改革进程中，促进相关规则的修订和完善，使之与全球绿色转型的发展需求相匹配。同时，中国可围绕国内绿色产业的规模优势，推动国内企业出海与对外投资，参与构建一个高效的全球绿色产业布局。加强全球绿色产业链合作、积极参与国际竞争，也将反哺于国内创新与绿色产业、促进新质生产力发展。



以上观点来自：2024年5月10日中金研究院已发布的《从绿色转型看新质生产力发展：规模经济、产能过剩与国际贸易》

彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

专题聚焦

避免日本化的德国有何借鉴意义？

对于日本“失去三十年”的一个传统解释是总量政策应对迟缓，松货币节奏慢、退出早、通胀目标制定晚，财政政策屡踩刹车。但在《广场协议》后兑美元升值幅度相当、对外依存度更大的德国，并未采取大规模的总量宽松，却成功避免了日本化，增长中枢未明显下降，房价平稳过渡，股价稳定上行，走出了一条不一样的路径。

日德差异的关键是升值后的政策选择不同。虽然面临一样的“总量松”压力，日德扩内需以降低经常账户顺差，出口受冲击后国内企业承压进而刺激内需，但日本参照美联储（Fed）的观点，在热钱涌入时仍刺激内需，助长了资产泡沫与金融风险，而德国采取不同的政策，总量政策稳健，楼市严监管，私人杠杆平稳。

除了总量政策不同，日德的结构改革也差异较大。德国重视结构改革，放松管制、促进竞争、发展多层次资本市场、支持优势产业、淘汰过剩产能、引入移民，提升了全要素生产率（TFP），也为股市长牛创造了条件。但日本结构改革缓慢，私有化收效甚微，日本二板市场（Jasdaq）发展缓慢，劳动力市场僵化，并陷入人口陷阱，TFP持续下降，新一轮创新浪潮滞后。

日德的差异也引发了货币政策的争论，两个主要派别是美联储和国际清算银行（BIS）的观点。美联储观点更关注经济周期和总量政策，认为通胀稳定是货币政策的基本目标；对于资产泡沫，更强调事后救助；对于危机后复苏，主张多应用货币政策。而国际清算银行观点更强调金融周期，央行不应只关注金融周期，还应关注金融风险；对于资产泡沫，事前监管可能较事后救助更为关键；对危机后的复苏，私人资产负债表修复和结构改革更为重要，传统的货币和信贷组合失效，只靠超宽松货币政策可能再度积累风险、扩大贫富差距、加重资源错配。

德国“重结构、轻总量”的政策之所以能够成功有两个前提条件，一是对美国的贸易占比更小，二是可遇不可求的欧洲新市场和新进入劳动力。此外，德国总量谨慎是在事前为防通胀并在客观上抑制了泡沫，而非事后应对泡沫破灭和低通胀。而在金融周期下行期，结构性改革需要总量政策的配合以形成良性互促。IMF研究显示结构性改革长期可提高潜在产出，但短期可能带来成本上升，经济形势较弱时更甚，而宽松的总量政策有助于对冲改革的不利影响，加强其有利影响²。



以上观点来自：2024年5月7日中金公司研究部已发布的《避免日本化的德国有何借鉴意义？》

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

薛皓月 联系人 SAC 执证编号：S0080122080580 SFC CE Ref: BUN826

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

² Aufsätze in Sammelwerken. (2016). Time for a supply-side boost? macroeconomic effects of labor and product market reforms in advanced economies. World Economic Outlook(apr.), 101-142.
https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2017/eng/assets/_c3pdf.pdf

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2024.5.6 中国宏观简评：在分化中延续改善——4月经济数据前瞻
- 2024.5.7 中国宏观专题报告：避免日本化的德国有何借鉴意义？
- 2024.5.10 中国宏观热点速评：出口复苏，也部分带动进口——2024年4月进出口数据点评

策略及大宗商品

- 2024.5.6 主题策略：行业配置月报：成长风格有望迎来修复
- 2024.5.7 贵金属：聚焦：黄金：反身性交易的泡沫风险
- 2024.5.10 海外中资股策略：港股通红利税三问三答
- 2024.5.11 全球资金流向监测：更多区域外资转为流入

固定收益

- 2024.5.6 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2024.5.7 简评：超额行情总体放缓，行业利差涨跌互现——2024年4月行业利差跟踪
- 2024.5.7 简评：弯路已过——五月十大转债
- 2024.5.8 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2024.5.9 简评：外贸短期反弹但中期仍承压，经济内生动能偏弱继续利好债市——4月贸易数据分析
- 2024.5.9 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2024.5.10 中国可转债策略周报：资金的逆流
- 2024.5.10 中国房地产债券月报：4月房地产债券月报：政治局会议提及消化存量优化增量
- 2024.5.11 简评：低通胀局面延续，名义利率仍有向下空间——4月通胀数据分析
- 2024.5.11 信用债收益率跟踪周报：信用债需求仍强，信用利差低位压缩
- 2024.5.11 简评：政策逻辑下，中短期债券利率优先下行——一季度货币政策执行报告点评
- 2024.5.11 中国利率策略周报：美国双赤字难持久，美债利率或将短期回升长期回落
- 2024.5.11 简评：消费贡献回落、基建或将迎来回暖——中金固收高频数据跟踪

2024.5.11 简评：贷款和M1走弱，货币政策放松可期——4月金融数据点评

行业

- 2024.5.6 旅游酒店及餐饮：五一假期出游热情不减，多元化趋势凸显
- 2024.5.6 可选消费：五一消费持续回暖，“反向游”、出入境游成热点
- 2024.5.6 软件及服务：全球观察-Atlassian：三季度收入超预期，多措并举提高云迁移率
- 2024.5.6 软件及服务：全球观察-ServiceNow：1Q24业绩稳健，GenAI进展亮眼
- 2024.5.6 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2024年5月组合
- 2024.5.6 传媒互联网：2024年五一档回顾：票房同比微增，关注暑期档影片定档进展
- 2024.5.6 机械：中金通用自动化周报：4月制造业PMI为50.4%处于荣枯线之上，生产端持续修复
- 2024.5.6 REITs：公募REITs月报（2024-4）：市场交投维持活跃，公募FOF持续进场
- 2024.5.6 医疗健康：公募基金1Q24医药持仓分析：环比下滑
- 2024.5.7 不动产与空间服务：周评#389：上周供需两端政策现新进展
- 2024.5.7 化工：苏赖氨酸价格回暖，关注行业盈利改善
- 2024.5.7 传媒互联网：2024五一OTA数据一览：旅游需求具备韧性，理性消费主题贯穿
- 2024.5.7 不动产与空间服务：A股房企一季报回顾：低谷期考验内力
- 2024.5.7 电信服务：电信运营商：科技转型持续、分红回报稳健
- 2024.5.7 科技硬件：全球被动元件龙头指引需求稳中向好，价格下行或见缓和
- 2024.5.7 机械：复合集流体月报：复合铜箔进入平价时代
- 2024.5.7 科技硬件：全球观察-Lumentum：100G EML收入环比高增，数通业务指引积极
- 2024.5.7 新能源汽车：Lucid 1Q24业绩追踪：业绩低于市场预期，再获10亿美元融资，专注成本控制
- 2024.5.7 科技硬件：通信安防设备2023/1Q24业绩回顾：AI高景气持续兑现，电信投资继续向算力倾斜
- 2024.5.8 银行：关于PSL净偿还的探讨
- 2024.5.8 传媒互联网：全球观察-Disney：流媒体业务接近盈亏平衡，一次性损失拖累利润
- 2024.5.8 科技硬件：2023&1Q24电子板块业绩回顾暨月报：周期复苏正当时，AI注入新动能

- 2024.5.8 机械：第三方检测2023年&1Q24业绩回顾：行业磨底，静待回暖
- 2024.5.8 科技硬件：苹果发布新款iPad系列及M4芯片，正式开启AI终端时代
- 2024.5.8 传媒互联网：广告3月：大盘同环比平稳，关注新增广告主贡献
- 2024.5.8 交通运输物流：出行月报第9期：航空3月客流延续上涨，网约车订单量环比回升
- 2024.5.8 新能源汽车：Rivian 1Q24业绩追踪：毛利持续改善，R2平台正式发布
- 2024.5.8 交通运输物流：干散货航运周期来临，把握左侧布局机会
- 2024.5.9 银行：禁止手工补息落地，如何评估理财的风险？
- 2024.5.9 科技硬件：智能指环：定位健康监测及交互升级新终端
- 2024.5.9 农业：养殖专题六：猪价或启动上行，猪企资产负债表修复进入关键期
- 2024.5.9 农业：养殖专题七：拆解动保后周期逻辑与投资机会
- 2024.5.10 传媒互联网：全球观察-Roblox：1Q24业绩好于预期，全年订阅收入指引较为保守
- 2024.5.10 保险：银保合作数量放开，从银行侧强化保险“报行合一”
- 2024.5.10 科技硬件：全球硬科技巡礼（一）：日本半导体设备的成长之路
- 2024.5.10 科技硬件：全球观察-Arista：AI以太网集群已进入试点，维持2025年7.5亿美元AI收入目标
- 2024.5.10 科技硬件：全球观察-Coherent：800G光模块单季营收超2亿美元，1.6T光模块2025年量产交付
- 2024.5.10 房地产：4月二手房去化周期趋稳，房价跌幅略收窄
- 2024.5.11 传媒互联网：中金看海外公司 | SM娱乐：韩国娱乐产业龙头，全球“韩流”引领者

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn