

集中精力推动高质量发展——2024年政府工作报告学习解读

事件：

3月5日，李强总理在十四届全国人大二次会议上做了《政府工作报告》，回顾了2023年的工作，提出了2024年经济社会发展预期目标、总体要求和政策取向，部署了2024年政府工作重点任务。

投资要点：

《政府工作报告》提出，2024年全年国内生产总值增长5%左右，与2023年保持一致。在这个基础上，城镇新增就业1200万人以上，城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右；居民收入增长与经济增长基本同步；国际收支保持基本平衡；粮食产量保持在1.3万亿斤以上；单位国内生产总值能耗降低2.5%左右，生态环境质量持续改善。

积极的财政政策要适度加力、提质增效，赤字率方面，2024年的赤字率拟按3%安排，预算赤字规模4.06万亿元。2024年将安排新增地方政府专项债发行3.9万亿人民币，较2023年增加1000亿元。此外，为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。超长期特别国债的发行可以提供更为稳定的资金来源，不仅有助于提升我国财政政策的可持续性，也是我国未来长远发展所需要的重要财政工具。

稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。促进社会综合融资成本稳中有降。增强资本市场内在稳定性。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，基本延续了中央经济工作会议的基调。

总体来看，本次会议更加关注集中力量推动高质量发展，特别是强调现代化产业体系建设与新质生产力的发展。我们认为，未来宏观政策将继续强化逆周期和跨周期调节，积极的财政政策要适度加力、提质增效，中央财政适度发力，优化中央和地方政府债务结构；稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，总体上偏宽松，年内存在进一步降准降息的可能性，结构上将更加注重政策的实施效果，发挥货币政策的结构优化作用，结构性货币政策工具将持续发力。对资本市场而言，当前十年期国债收益率处于历史低位，同时上市公司盈利已经处于底部位置，市场对分子端较为钝化，我们认为分母的逻辑更容易兑现，权益市场继续上行的可能性较大，方向上重点关注与科技创新相关的品种，以及受益于利率下行的红利品种。

风险提示：一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

团队成员

分析师 燕翔
执业证书编号：S0210523050003
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯
执业证书编号：S0210523060005
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《美国12月通胀有所反弹，就业市场平衡趋势未变》—2024.01.12
- 2、《工业企业利润点评：企业利润加速恢复》—2023.12.27
- 3、《美联储首次降息前后资产价格表现》—2023.12.25



正文目录

1	总体要求：巩固增强经济向好态势	3
2	财政政策：万亿超长期特别国债	6
3	货币政策：总量与结构并举	7
4	产业政策：加快发展新质生产力	10
5	市场展望：分母逻辑继续演绎	11
6	风险提示	12

图表目录

图表 1：历年宏观经济增长目标对比	3
图表 2：2019 年以来实际 GDP 同比增速走势	4
图表 3：2023-2024 各省市 GDP 同比增速目标与实际情况（%）	5
图表 4：历年《政府工作报告》财政政策预期目标对比	6
图表 5：2022 年不同地区债务情况	6
图表 6：我国中央及地方政府部门杠杆率情况（%）	7
图表 7：历年《政府工作报告》货币政策预期目标对比	8
图表 8：2023 年名义 GDP 增速不及实际增速（%）	9
图表 9：2024 年初 LPR5 年期利率大幅下调（%）	10
图表 10：2024 年以来国债利率持续下行（%）	11
图表 11：盈利增速接近探底时，利率下行对估值提升的拉动更显著	12

1 总体要求：巩固增强经济向好态势

稳增长仍是 2024 年重点工作内容，全年经济增长目标设定保持稳定。《政府工作报告》提出，2024 年全年国内生产总值增长 5%左右，与 2023 年保持一致。在这个基础上，城镇新增就业 1200 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右；居民消费价格涨幅 3%左右；居民收入增长与经济增长基本同步；国际收支保持基本平衡；粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上；单位国内生产总值能耗降低 2.5%左右，生态环境质量持续改善。

图表 1：历年宏观经济增长目标对比

指标	2024 年预期目标	2023 年预期目标	2023 年完成	2022 年预期目标	2021 年预期目标	2020 年预期目标
GDP	增长 5%左右	增长 5%左右	增长 5.2%	增长 5.5%左右	增长 6%以上	
城镇新增就业	1200 万人以上	1200 万人左右	1244 万人	1100 万人以上	1100 万人以上	900 万人以上
城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%左右	平均为 5.2%	全年控制在 5.5%以内	5.5%左右	6%左右
居民消费价格	涨幅 3%左右	涨幅 3%左右	上涨 0.2%	涨幅 3%左右	涨幅 3%左右	涨幅 3.5%左右
居民收入	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步	居民人均可支配收入实际增长 6.1%	与经济增长基本同步	稳步增长	与经济增长基本同步
能耗强度	单位国内生产总值能耗降低 2.5%左右	单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降		能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性；主要污染物排放量继续下降	单位国内生产总值能耗降低 3%左右，主要污染物排放量继续下降	单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降
进出口	-	促稳提质	货物进出口总额增长 0.2%	保稳提质	量稳质升	促稳提质
国际收支	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡

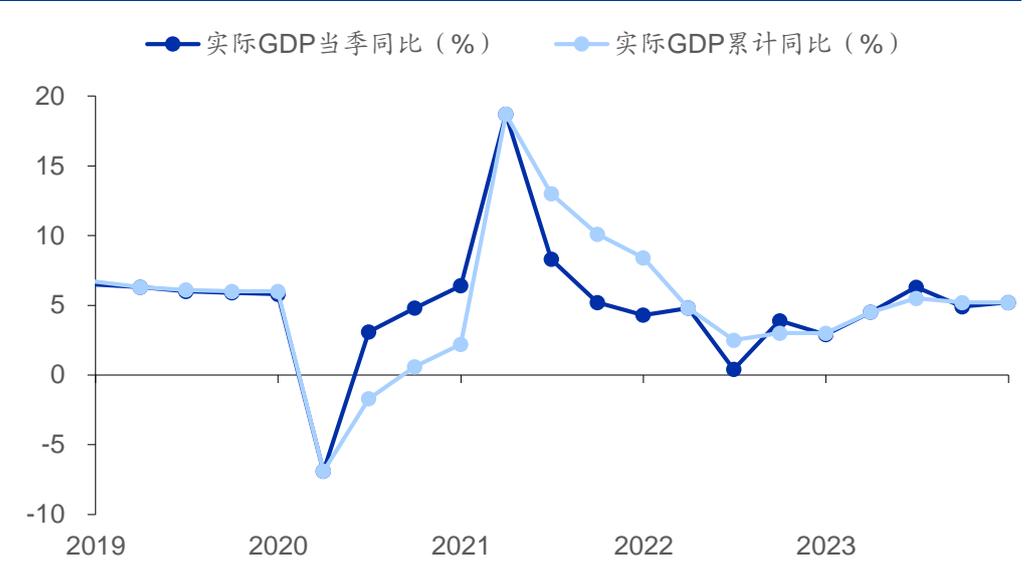
来源：政府工作报告，华福证券研究所

保持 5%左右的经济增长目标主要是考虑到以下两个方面：

一是有助于稳定市场预期，提振市场信心。2023 年是我国疫情防控全面放开的第一年，在年初设定 5%左右的经济增长目标的背景下，全年 GDP 同比增速达到了 5.2%，比 2022 年加快 2.2 个百分点，全年经济整体运行呈现“前低、中高、后稳”不断向好的态势；横向对比来看，2023 年我国经济增速在世界主要经济体中名列前茅，对世界经济增长的贡献率有望超过 30%。但当前我国经济增长仍然面临着来自国内外的较大的不确定性，外部因素看，2024 年是选举大年，全球政治经济风险加剧，国际形势复杂严峻，内部因素看，国内经济仍然存在有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等风险隐患。政府工作报告将 2024 年经济增长目标设定为 5%左

右，与 2023 年保持一致，无疑给市场传递出了稳增长的积极信号，有助于稳定预期、提振信心。

图表 2：2019 年以来实际 GDP 同比增速走势



来源：iFind、华福证券研究所

二是有助于实现 2035 年远景目标。第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要提出，到 2035 年人均国内生产总值要达到中等发达国家水平，要实现这个目标，就要求我国经济保持持续稳定健康的增长。2023 年我国人均 GDP 水平达到 8.9 万元，相比于 2020 年累计增长了 24.4%，若以 2035 年人均 GDP 水平相比于 2020 年翻一番作为衡量标准，在 2024 年至 2035 年剩下的 12 年时间里，人均 GDP 复合增速要达到 4.0%，考虑到随着经济水平的不断提升经济增速会下降这一自然规律，2024 年设定 5% 左右的经济增长目标对于实现长期目标很有必要。

从地方政府设定的经济增长目标来看，2024 年全国经济增速设定为 5% 左右也较为合理。从地方两会公布的数据来看，2024 年 31 个省市自治区经济增长目标相对谨慎，相较 2023 年设定的经济目标，下调、持平、上调的省市自治区数量分别占 52%、35%、13%；相较 2023 年实际增长情况，比重则分别为 42%、16%、42%。2024 年全部地方政府 2024 目标加权平均值为 5.41%，考虑到 2023 年地方政府经济增长目标的达成情况，2024 年全国经济增长目标设定为 5% 左右，略低于地方政府目标加权平均值的水平，目标设定较为合理。

图表 3: 2023-2024 各省市 GDP 同比增速目标与实际情况 (%)

省市	2024 目标	24 年目标 相比上年 实际差值	24 年目标 相比上年 目标差值	2023 实际	2023 目标	23 年目 标达成 率
广东	5.0%	0.2%	0.0%	4.8%	5.0%	96.0%
江苏	5.0%	-0.8%	0.0%	5.8%	5.0%	116.0%
山东	5.0%	-1.0%	0.0%	6.0%	5.0%	120.0%
浙江	5.5%	-0.5%	0.5%	6.0%	5.0%	120.0%
四川	6.0%	0.0%	0.0%	6.0%	6.0%	100.0%
河南	5.5%	1.4%	-0.5%	4.1%	6.0%	68.3%
湖北	6.0%	0.0%	-0.5%	6.0%	6.5%	92.3%
福建	5.5%	1.0%	-0.5%	4.5%	6.0%	75.0%
湖南	6.0%	1.4%	-0.5%	4.6%	6.5%	70.8%
上海	5.0%	0.0%	-0.5%	5.0%	5.5%	90.9%
安徽	6.0%	0.2%	-0.5%	5.8%	6.5%	89.2%
河北	5.5%	0.0%	-0.5%	5.5%	6.0%	91.7%
北京	5.0%	-0.2%	0.5%	5.2%	4.5%	115.6%
陕西	5.5%	1.2%	0.0%	4.3%	5.5%	78.2%
江西	5.0%	0.9%	-2.0%	4.1%	7.0%	58.6%
辽宁	5.5%	0.2%	0.5%	5.3%	5.0%	106.0%
重庆	6.0%	-0.1%	0.0%	6.1%	6.0%	101.7%
云南	5.0%	0.6%	-1.0%	4.4%	6.0%	73.3%
广西	5.0%	0.9%	-0.5%	4.1%	5.5%	74.5%
山西	5.0%	0.0%	-1.0%	5.0%	6.0%	83.3%
内蒙古	6.0%	-1.3%	0.0%	7.3%	6.0%	121.7%
贵州	5.5%	0.6%	-0.5%	4.9%	6.0%	81.7%
新疆	6.5%	-0.3%	-0.5%	6.8%	7.0%	97.1%
天津	4.5%	0.2%	0.5%	4.3%	4.0%	107.5%
黑龙江	5.5%	2.9%	-0.5%	2.6%	6.0%	43.3%
吉林	6.0%	-0.3%	0.0%	6.3%	6.0%	105.0%
甘肃	6.0%	-0.4%	0.0%	6.4%	6.0%	106.7%
海南	8.0%	-1.2%	-1.5%	9.2%	9.5%	96.8%
宁夏	6.0%	-0.6%	-0.5%	6.6%	6.5%	101.5%
青海	5.0%	-0.3%	0.0%	5.3%	5.0%	106.0%
西藏	8.0%	-1.5%	0.0%	9.5%	8.0%	118.8%

来源: Wind, 地方政府工作报告, 华福证券研究所

注: 红色为 24 年目标相对调低, 或未达成 2023 年目标

2 财政政策：万亿超长期特别国债

财政政策方面，《政府工作报告》指出，积极的财政政策要适度加力、提质增效。综合考虑发展需要和财政可持续，用好财政政策空间，优化政策工具组合。与此前中央经济工作会议基调基本保持一致。

赤字率方面，2024 年的赤字率拟按 3% 安排，与 2023 年保持一致。2024 年预算赤字规模 4.06 万亿元，较上年年初预算增加 1800 亿元。预计今年财政收入继续恢复增长，加上调入资金等，一般公共预算支出规模 28.5 万亿元、比上年增加 1.1 万亿元。拟安排新增地方政府专项债 3.9 万亿人民币，较 2023 年增加 1000 亿元。

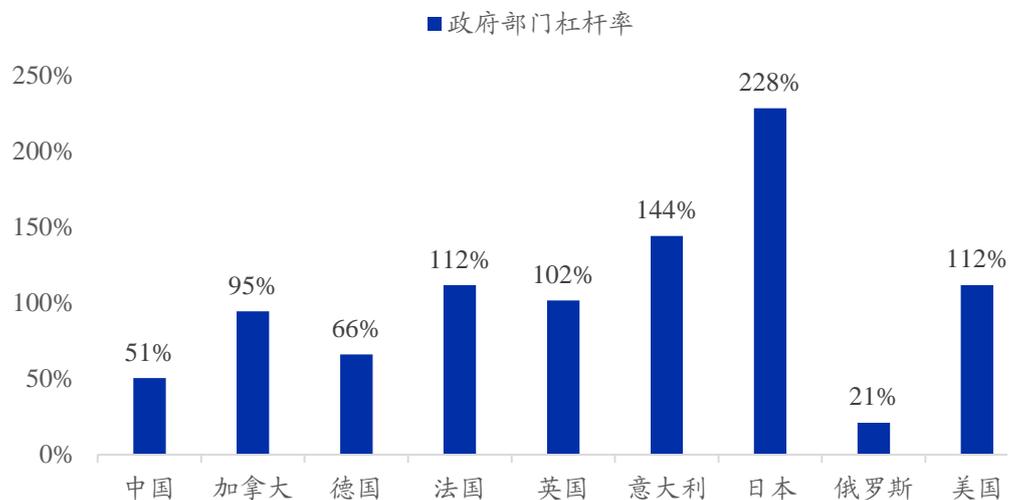
图表 4：历年《政府工作报告》财政政策预期目标对比

指标	2024 年预期目标	2023 年预期目标	2022 年预期目标	2021 年预期目标	2020 年预期目标
总基调	积极的财政政策要适度加力、提质增效	积极的财政政策要加力提效	提升积极的财政政策效能	积极的财政政策要提质增效、更可持续	积极的财政政策要更加积极有为
财政赤字率	3%	3%	2.8% 左右	3.2% 左右	3.6% 以上
全国财政赤字	40600 亿	38800 亿元	33700 亿元	35700 亿元	37600 亿元
地方政府专项债券	3.9 万亿元	3.8 万亿元	3.65 万亿元	3.65 万亿元	3.75 万亿元

来源：政府工作报告，华福证券研究所

当前我国政府整体债务水平处于可控范围之内，财政政策仍然有空间。截至 2023 年底，全国地方政府债务（不含隐性债务）余额不超过 41 万亿元，控制在全国人大批准的限额之内。与全球主要国家相比，我国政府杠杆率并不高。2022 年我国政府部门债务占 GDP 比重为 50.6%，而国外主要发达国家中，美国、法国、英国、意大利政府部门杠杆率均超过了 100%，日本政府部门杠杆率甚至高达 228%。德国与加拿大政府部门杠杆率相对较低，分别为 66% 和 95%，仍然要显著高于我国政府部门负债水平。

图表 5：2022 年不同地区债务情况

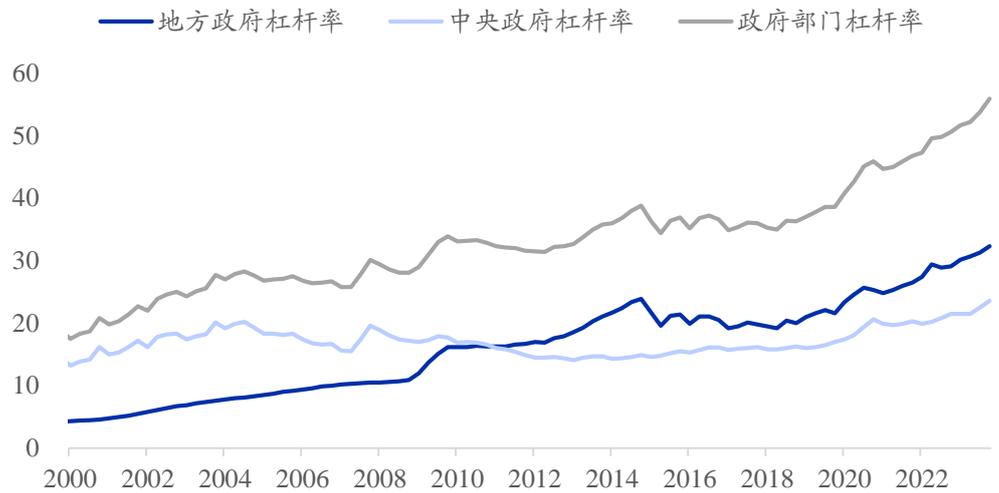


来源：iFind、BIS、华福证券研究所

但我国政府债务在结构上存在中央财政压力负担较小而地方政府偿债压力较大，以及地方债务各地分布不均匀的问题。截至 2023 年底，我国政府部门整体杠杆率为 55.9%，其中地方政府杠杆率为 32.3%，显著高于中央政府杠杆率的 23.6%。分地区来看，根据同花顺数据，2023 年甘肃、广西、青海、云南、重庆和湖南宽口径下债务率（即（地方债务余额+城投平台有息债务余额）/地方政府综合财力）超过了 700%，广东、山西、上海、河北及海南债务率低于 200%，其中，海南债务率最低为 81.07%。

《政府工作报告》提出，中央财政加大对地方均衡性转移支付力度，适当向困难地区倾斜；此前，中央金融工作会议也强调，要“优化中央和地方政府债务结构”。值得注意的是，2023 年除去年初拟定的赤字规模外，四季度增发了一万亿美元的特别国债，2023 年全国财政赤字 38800 亿元提高至 48800 亿元，财政赤字率预计由 3% 提高到 3.8% 左右。增发的万亿国债赤字计入中央财政，本息均由中央承担，但具体资金使用在地方，有助于缓解地方财政收支压力，优化债务结构。

图表 6：我国中央及地方政府部门杠杆率情况（%）



来源：iFind、华福证券研究所

此外，《政府工作报告》提出，为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿元。超长期特别国债的发行可以提供更为稳定的资金来源，不仅有助于提升我国财政政策的可持续性，也是我国未来长远发展所需要的重要财政工具。

3 货币政策：总量与结构并举

货币政策方面，《政府工作报告》指出，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕。社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。促进社会综合融资成本稳中有降。增强资本市场内在稳定性。保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，基本延续了中央经济工作会议的基调。

图表 7：历年《政府工作报告》货币政策预期目标对比

指标	2024 年预期目标	2023 年预期目标	2022 年预期目标	2021 年预期目标	2020 年预期目标
总基调	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效	稳健的货币政策要精准有力	加大稳健的货币政策实施力度	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度	稳健的货币政策要更加灵活适度
广义货币供应量和社融规模	同经济增长和价格水平预期目标相匹配	保持增速同名义经济增速基本匹配	保持增速与名义经济增速基本匹配	保持增速与名义经济增速基本匹配	引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年
汇率	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定

来源：政府工作报告，华福证券研究所

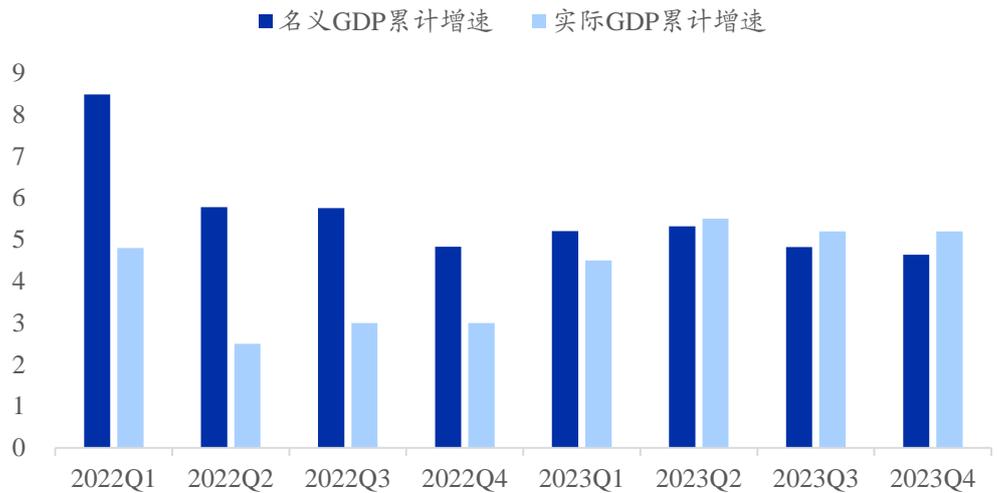
与 2023 年相比，“稳健的货币政策”的总基调从“精准有力”的表述转变为“灵活适度、精准有效”，整体取向更加强调“灵活适度”和“有效”。

我们认为，“灵活适度”意味着 2024 年货币政策将偏向于宽松。“灵活”代表着货币政策根据不同的宏观背景灵活调整，积极适应不同宏观环境的变化，在稳增长、扩内需、巩固经济恢复基础的背景下将偏向宽松，“适度”则代表着货币政策的力度合适，大概率不会搞“大水漫灌”。

同时，与中央经济工作会议基调一致，本次《政府工作报告》提出“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，区别于 2023 年提出的“保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配”。2023 年由于价格指标的低迷导致名义经济增速低于实际经济增速，2023 年全年实际 GDP 增长 5.2%，而同期名义 GDP 增速仅为 4.6%，经济名义增长不及实际增长，也导致了所谓的“温差”。相比于延续以可能不及实际增长的名义经济增速作为匹配目标，将匹配标准设定为经济增长和价格水平预期目标意味着目标中货币供应量以及社会融资规模的增速都将高于 GDP 增速，这也表明 2024 年货币政策大概率会偏向宽松。

实际上，2024 年以来我国货币政策整体上保持宽松。此前 2 月 5 日，央行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.0%；此次下调预计向市场提供长期流动性 1 万亿元，也传递出货币政策巩固经济恢复向好的积极信号。我们认为，年内还存在进一步降准降息的可能性。

图表 8：2023 年名义 GDP 增速不及实际增速 (%)



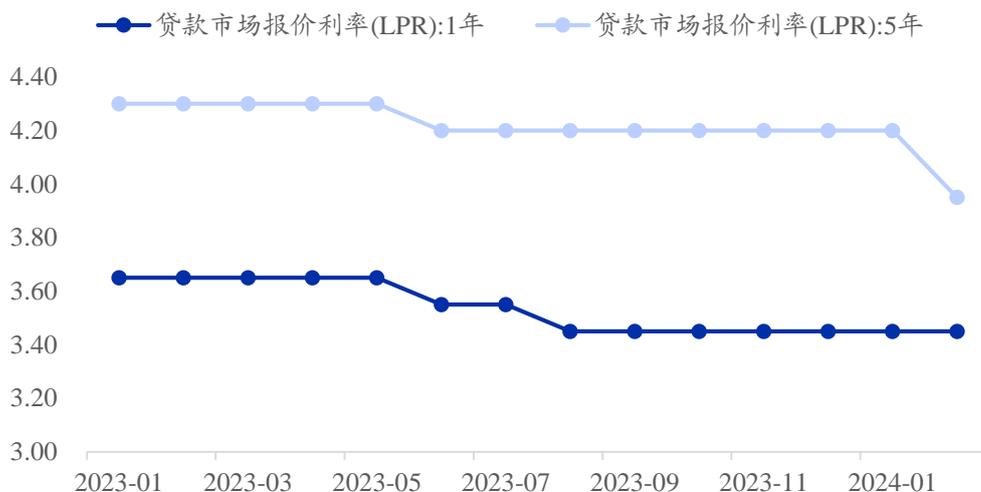
来源：iFind、华福证券研究所

“精准有效”意味着货币政策将更加注重政策的实施效果，发挥货币政策的结构优化作用，结构性货币政策工具将持续发力。

一方面，结合中央经济工作会议与中央金融工作会议的基调，未来货币政策预计将会加大对“科技创新、绿色转型、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”的政策支持力度，运用结构性政策工具引导资金更多流向科技创新、绿色发展等重大战略或重点领域，加快培育经济增长新动能。央行在 2024 年 1 月 25 日分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点便是具体体现。

另一方面，发挥货币政策的结构优化作用，加强对薄弱环节的支持力度，防范化解房地产等重点领域风险。根据央行 2023 年第四季度货币政策执行报告，截至 2023 年末，保交楼贷款支持计划余额为 56 亿元，比年初增加 56 亿元；2023 年 12 月增加抵押补充贷款额度 5000 亿元，支持政策性开发性金融机构为保障性住房建设、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设提供信贷支持。此外，2024 年 2 月 20 日，央行在 1 年期 LPR 利率保持 3.45% 不变的情况下，非对称调降 5 年期以上 LPR 25 个基点至 3.95%，是有记录以来下调幅度最大的一次，向市场释放出稳增长、提振房地产市场的积极信号。

图表 9：2024 年初 LPR5 年期利率大幅下调（%）



来源：iFind、华福证券研究所

4 产业政策：加快发展新质生产力

产业政策方面，大力推进现代化产业体系建设、加快发展新质生产力是 2024 年首要工作目标。《政府工作报告》提出，要大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。充分发挥创新主导作用，以科技创新推动产业创新，加快推进新型工业化，提高全要素生产率，不断塑造发展新动能新优势，促进社会生产力实现新的跃升。

新质生产力是习近平总书记 2023 年 9 月在黑龙江考察时首次提出的。我们认为，当前我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，发展方式转变、产业结构升级、增长动力转换，在生产力数量之外，更对生产力质量提出了新的要求，而新质生产力正是以科技创新为经济增长新引擎、以新兴产业和未来产业为载体，符合高质量发展要求的新型生产力。

加快发展新质生产力，要高度重视科技创新。从理论模型来看，当人口红利逐步减少以及人均资本积累达到稳态后，无论从劳动力还是资本看，依靠资源要素投入推动经济增长的方式都很难行得通。经济进一步发展只能依靠全要素生产率，而提升全要素生产率最核心的方式就是科技创新。新质生产力以科技创新为第一动力，推动创新链产业链资金链人才链深度融合，加快科技成果转化和产业化，形成现实生产力，是高质量发展阶段的经济增长新动力。

加快发展新质生产力，离不开积极培育新兴产业和未来产业。产业是经济之本，是生产力变革发展的具体落地载体，新质生产力的形成依靠整合科技创新资源，引领发展战略性新兴产业和未来产业等新产业。“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要提出，聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保，以及航空航天、海洋装备等战略性新兴产业，在类脑智能、量子信息、基因技术、未来网络、深海空天开发、氢能与储能等前沿科技和产业变革领域谋划布局一批未来产业。《政府工作报告》也提出，要实施产业创新工程，完善产业生态，拓展应用场景，促进战略性新兴产业融合集群发展。巩固扩大智能网联、新能源汽车等产业领先优势，加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、

商业航天、低空经济等新增长引擎。制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道，创建一批未来产业先导区。新质生产力并非无根之树、无源之水，其蕴含的科技创新特征扎根在新兴产业和未来产业培育发展之中，以新产业的壮大升级实现生产力的跃升。

现代化产业体系支撑持续创新，是发展新质生产力的重要举措。现代化产业体系是现代化国家的物质技术基础，改革开放以来我国产业体系建设持续推进，产业门类齐全、基础设施完善，我国是唯一拥有联合国产业分类中所列全部工业门类的国家。未来加快建设以实体经济为支撑，具备智能化、绿色化、融合化特点，符合完整性、先进性、安全性要求的现代化产业体系，是高效聚集各类创新要素、打造科技创新增长引擎、增强新产业全球竞争力，从而形成新质生产力的重要举措。

5 市场展望：分母逻辑继续演绎

2024年以来，我国长端利率持续下行。2023年我国商业银行三次下调存款利率，缓解银行净息差压力的同时，也为降息打开空间。叠加海外美联储加息进程暂止、有望迎来流动性拐点，2024年我国货币政策环境整体偏向宽松，2月18日，LPR超预期降息25个基点。流动性宽松带动利率持续下行，截至3月4日，我国10年期国债到期收益率已经降至2.4%以下，为2.35%，相比于2023年底下降了21个基点。

图表 10：2024 年以来国债利率持续下行（%）



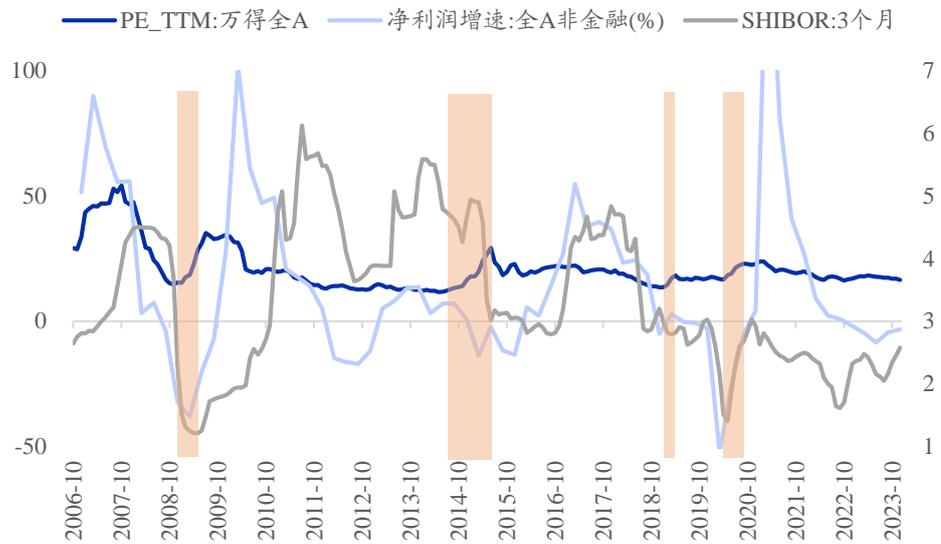
来源：iFind、华福证券研究所

理论上来看，利率下行从分母端带动无风险利率下降，通过估值提升拉动股市，但在实际情况中，由于利率下行通常对应经济下行压力加大，企业盈利承压，分子端盈利下行的影响往往要大于分母段利率下降的影响。

而当经济处于盈利周期底部，市场对分子端较为钝化，分母的逻辑更容易兑现。当盈利增速接近探底时，市场通常对盈利端更为钝化，利率下行引发的分母行情更易出现。从 A 股的历史经验看，利率对估值和大盘的拉动通常在盈利增速接近探底时较为突出，2008-2009、2014-2015、2019Q1、2020 年较为明显。其中 2008-2009、2020 较为类似，经济在外生冲击（金融危机、疫情）影响下大幅下行，股市同样先经历杀

业绩过程，但随后随着逆周期政策发力，经济走出 V 型反转，在盈利增速探底前估值已经开始回升。2014-2015 年的“水牛”行情，其背景是盈利增速已经调整较长时间。PPI 同比从 2011 年高点回落，到 2014 年调整将近 3 年，万得全 A（非金融）净利润增速从 2010 年高位回落近 4 年，“杀盈利”已经较为充分。2014 年 4 月央行定向降准开启货币政策的宽松周期后，股市进入分母行情，利率下行推动 A 股估值大幅提升。2019Q1 的春季躁动，其背景之一是 A 股盈利增速从 2017 年初见顶，持续下行至 2018 年底，调整将近 2 年。2019 年在偏宽流动性环境+稳增长政策带动下，A 股估值得到明显提振。

图表 11：盈利增速接近探底时，利率下行对估值提升的拉动更显著



来源：GFD、华福证券研究所；以降息日的美股收盘价为单位 1，前后标准化处理

当前位置已处于盈利底部，市场对分子端较为钝化，我们认为分母的逻辑更容易兑现，权益市场继续上行的可能性较大，方向上重点关注与科技创新相关的品种，以及受益于利率下行的红利品种。

6 风险提示

一是地缘政治风险超预期；二是宏观经济不及预期；三是海外市场大幅波动等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn