

## 二季度经济与市场展望：

### 分母的逻辑

#### 投资要点：

**宏观形势：积极因素增多：（1）国内经济：起步平稳、持续向好：**2024年我国经济实现平稳开局，供需两端主要指标均稳中有升，国民经济延续回升向好态势。不过当前房地产市场整体仍然处于低迷状态，企稳仍需时间。价格方面，2024年以来名义价格因素出现了积极变化，预计后续在相关政策刺激以及需求不断释放的情况下将持续好转，为名义经济的增长以及企业盈利的回升都创造了更为有利的环境；**（2）海外经济：降息窗口渐近，制造业迎来复苏：**欧美主要央行最早或二季度开启降息，全球流动性或迎来拐点。但需要指出的是，年内美联储降息仍是大事，但二次通胀风险仍在，6月降息或仍较为乐观，不排除继续推后的可能性。另一方面，发达经济体去库接近拐点、欧美加大对制造业投入及降息预期均对全球制造业复苏带来支撑。

**经济政策：发展新质生产力持续构成主线：（1）首要目标：**根据《政府工作报告》的部署，大力推进现代化产业体系建设、加快发展新质生产力将是贯穿2024全年的首要工作目标；**（2）财政和货币政策：**财政政策上，今年的主基调将是适度加力、提质增效。针对政府债务在结构上存在地方政府偿债压力较大、地方债务分布不均的问题。后续中央财政预计将适度发力，以优化中央和地方政府债务结构。货币政策上，总量层面仍将保持适度宽松，存在进一步降准降息的可能。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。值得注意的是，推动大规模设备更新和消费品以旧换新是今年财政政策及货币政策的重要内容之一；**（3）把握内需刺激政策的量纲：**随着我国经济发展步入新的阶段，宏观政策的重点也有所改变，“依靠质优来促量稳”是当前宏观政策的一大特点，这一特征在面对2008年金融危机以及面对2020年新冠疫情冲击时政策取向的转变中表现的较为明显。

**资本市场：分母的逻辑大概率继续演绎：（1）利率：大概率维持低位。**稳经济仍构成主线，货币政策大概率仍偏宽松，叠加经济复苏仍需时间，对应利率有望维持低位；**（2）汇率：人民币汇率常态化波动或加大。**强美元和中美资金利率差对人民币汇率仍构成一定压制，但国内货币政策稳汇率基调不变，贬值幅度或相对有限；**（3）权益：把握创新时代机遇。**大势研判上，分母逻辑推动下，A股有望维持整体向上的势能；行业板块上，以TMT为代表的科技板块、受益于全球制造业复苏的出口链板块值得重点关注；风格特征上，小微盘占优行情或将延续。

#### ➤ 风险提示

内需修复不及预期、海外二次通胀风险、地缘政治风险等。

#### 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

联系人 石琳  
 邮箱：sl30332@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 1、《集中精力推动高质量发展——2024年政府工作报告学习解读》—2024.03.05
- 2、《分母的逻辑》—2024.01.02
- 3、《2024年宏观经济展望：盈利回升，顺风而行》—2023.12.13

## 正文目录

1	宏观形势：积极因素增多	1
1.1	国内经济：起步平稳、持续向好	1
1.2	海外经济：降息窗口打开，制造业迎来复苏	4
2	经济政策：发展新质生产力	9
2.1	新质生产力是首要目标	9
2.2	偏积极的财政和货币政策	11
2.3	把握内需刺激政策的“量纲”	13
3	资本市场：分母的逻辑	15
3.1	利率：大概率维持低位	15
3.2	汇率：常态化波动加大	16
3.3	权益：把握创新时代机遇	17
4	风险提示	20

## 图表目录

图表 1:	2024 年主要经济指标表现一览	1
图表 2:	2024 年机电及高新技术产品出口增速明显回升 (%)	2
图表 3:	商品房销售面积同比增速变化情况 (%)	2
图表 4:	70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比及环比变化 (%)	3
图表 5:	2020 年以来 CPI 及 PPI 同比增速走势 (%)	4
图表 6:	市场预期主要央行最早或二季度开启降息	5
图表 7:	2023 年以来欧美 CPI 大幅回落	5
图表 8:	2 月油价上行带动能源项环比大幅转正	6
图表 9:	2024H2 美国 CPI 住宅同比或二次回升	6
图表 10:	2023Q4 以来中美欧制造业 PMI 边际回升	7
图表 11:	截至 2024.01, 美国去库已明显放缓	8
图表 12:	2022 年开始, 美国制造业建筑支出大幅提升	8
图表 13:	全球制造业 PMI 与中国出口增速高度相关	9
图表 14:	高技术制造业增加值增速有所提升 (%)	10
图表 15:	2022 年不同地区债务情况	12
图表 16:	2009 年人民币贷款增速大幅提升 (%)	14
图表 17:	2016 年以来我国社融存量同比增速 (%)	15
图表 18:	2020 至 2021 年美国 M2 同比增速创下有数据以来新高 (%)	15
图表 19:	截至 4 月初, 10 年期和 30 年期国债利率创历史新低	16
图表 20:	人民币汇率与美元指数	17
图表 21:	人民币汇率与中美资金利率差	17
图表 22:	盈利增速接近探底时, 利率下行对估值提升的拉动更显著	18
图表 23:	2023H2 以来, 全球半导体销售额增速触底回升	19
图表 24:	全球制造业 PMI 上行阶段, 出口链组合通常取得正收益	19
图表 25:	2000 年以来 A 股小盘股相对市盈率走势	20

## 1 宏观形势：积极因素增多

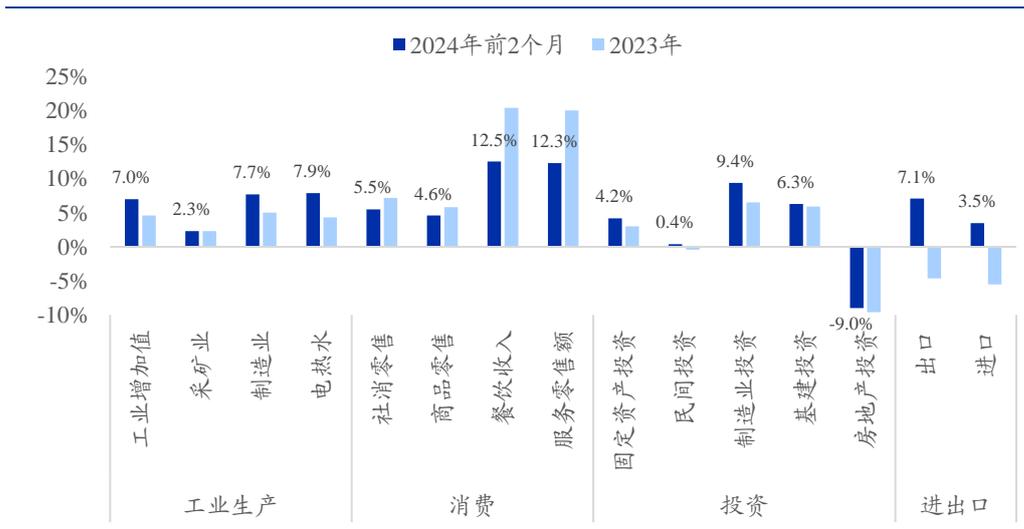
### 1.1 国内经济：起步平稳、持续向好

2024 年我国经济实现平稳开局，供需两端主要指标均稳中有升，国民经济延续回升向好态势。

生产端来看，工业生产活动增长加快。1-2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 7.0%，高于 2023 年 4.6% 的增速。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.56%。结构上看，三大门类工业增加值同比增速走势分化，制造业及电热水行业增长加快。分行业看，消费品制造业及高技术制造业表现较为亮眼。

需求侧来看，节假日推动服务消费潜力继续释放，制造业投资带动投资增速回升。具体来看，1-2 月社会消费品零售总额同比增长 5.5%，分类别来看，商品零售同比增长 4.6%，服务零售额同比增长 12.3%，餐饮消费同比维持 12.5% 的较快增速。投资方面，1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长 4.2%，增速比 2023 年全年加快 1.2 个百分点。其中，三大领域投资增速加快或者降幅收窄，制造业投资增长 9.4%，加快 2.9 个百分点；民间固定资产投资同比增长 0.4%，增速由负转正。

图表 1：2024 年主要经济指标表现一览

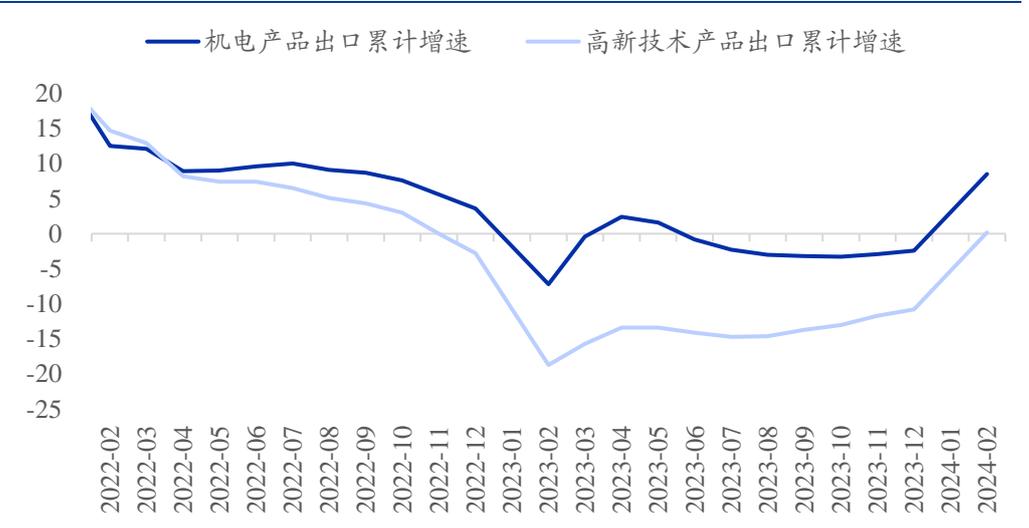


来源：iFind、华福证券研究所

外需方面，进出口保持较快增长。按美元计价，2024 年前 2 个月，我国进出口总额同比增长 5.5%；其中，出口同比增长 7.1%，进口增长 3.5%。分国别来看，2024 年前 2 个月，我国对东盟、美国出口增速实现增长，对欧盟出口增速大幅回暖，

对日本出口降幅持续扩大。从出口产品类别来看，2024年前2个月，机电产品出口出现大幅增加，出口同比增长8.5%，增幅较2023年的-2.4%大幅上涨。

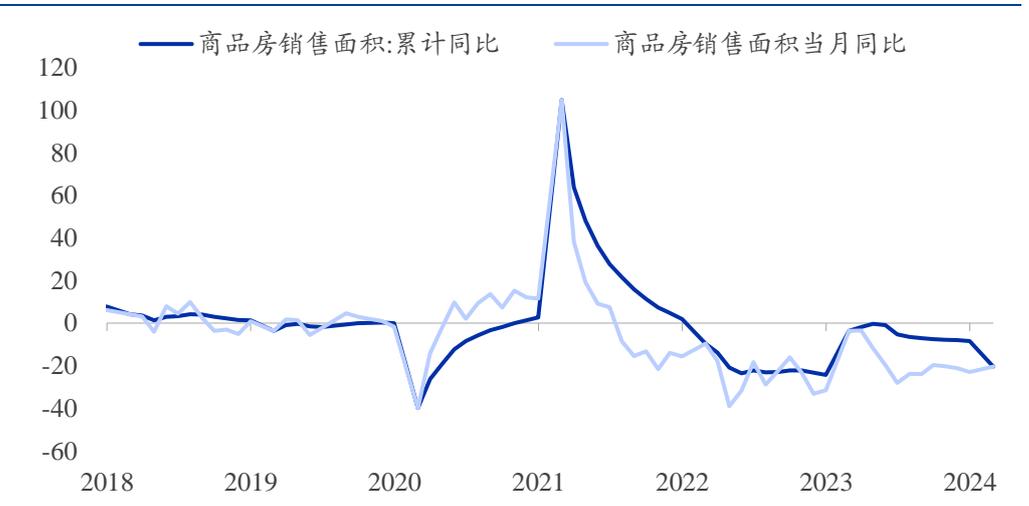
图表 2：2024 年机电及高新技术产品出口增速明显回升 (%)



来源：iFind、华福证券研究所

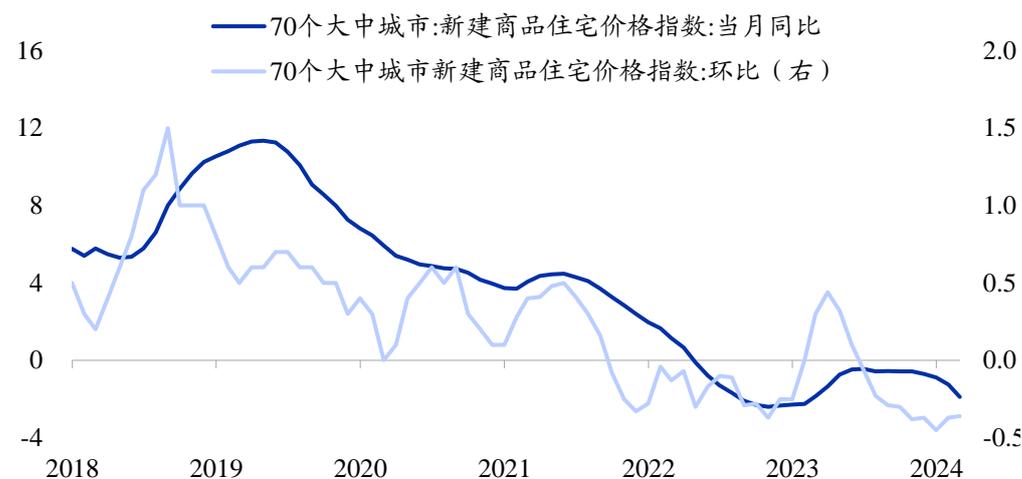
不过当前房地产市场整体仍然处于低迷状态。从供给端来看，房企开工意愿相对较弱，1-2月份，新开工面积同比下降29.7%；房屋竣工面积同比下降20.2%。需求端来看，1-2月份，商品房销售面积11369万平方米，同比下降20.5%。价格方面，2月份，70个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格环比降幅总体继续收窄，同比继续下降，分别为下降0.36%和下降1.9%。其中，北京、广州和深圳分别环比下降0.1%、0.8%和0.5%，上海环比上涨0.2%。北京、上海同比分别上涨1.0%、4.2%，广州、深圳同比分别下降4.6%、4.8%。

图表 3：商品房销售面积同比增速变化情况 (%)



来源：iFind、华福证券研究所

图表 4：70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比及环比变化（%）

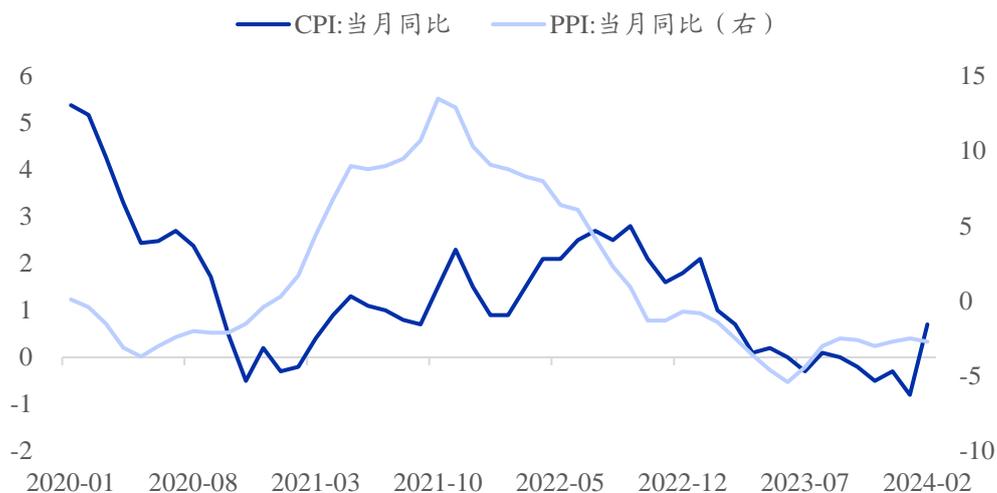


来源：iFind、华福证券研究所

价格与数量都是经济运行不可或缺的组成成分。实际 GDP 增速是剔除价格因素的，但企业利润和居民收入都是包含价格因素的名义值，2023 年国内通胀整体偏弱，特别是工业品价格 PPI 同比出现较大幅度负增长，这是我们认为除了宏观整体与微观个体本身可能存在的结构性差异外、导致宏观数据与微观感受之间出现“温差”的重要原因。

2024 年以来，名义价格因素出现了积极变化，我们预计后续在相关政策刺激以及需求不断释放的情况下将持续好转，这为名义经济的增长以及企业盈利的回升都创造了更为有利的环境。2 月份，在春节期间居民出行、购物等消费需求较快增长带动下，CPI 同比由上月下降 0.8% 转为上涨 0.7%。PPI 由于春节假日工业生产处于传统淡季，1 至 2 月份同比增速分别为 -2.5% 和 -2.7%，表现较为平稳。往后看，随着消费需求的持续释放以及以旧换新等政策的刺激，低基数下后续 CPI 预计将温和上涨；同时工业生产方面随着大规模设备更新相关政策的落实，行业需求有望得到提振，PPI 预计也将低位回升。

图表 5：2020 年以来 CPI 及 PPI 同比增速走势（%）

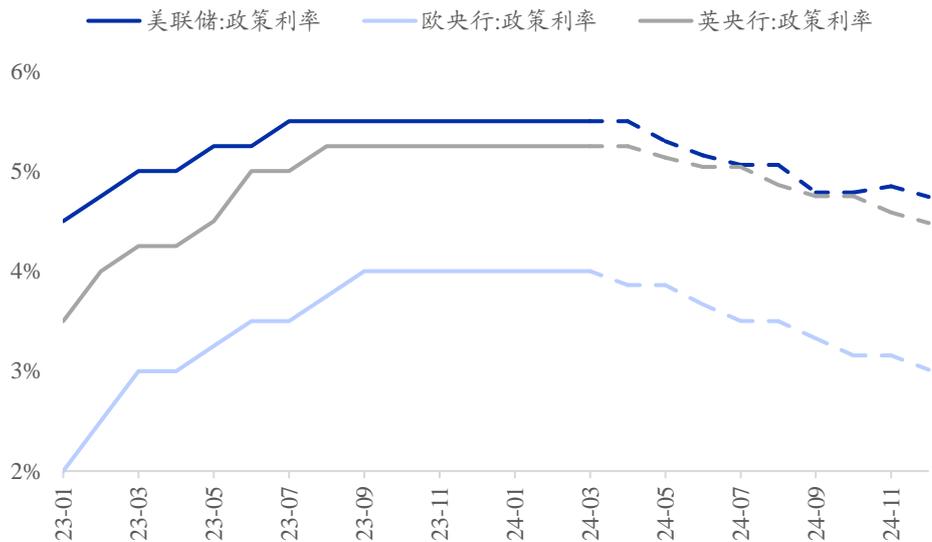


来源：iFind、华福证券研究所

## 1.2 海外经济：降息窗口打开，制造业迎来复苏

欧美主要央行最早或二季度开启降息，全球流动性或迎来拐点。截至 3 月底，市场已普遍预期美联储、欧央行、英央行在内的全球主要央行最早或在 5-6 月份开启降息。其原因一方面在于欧美通胀已经降至偏低位置，截至 24 年 2 月，美国、欧元区 CPI 同比分别为 3.2%、2.6%，尽管去通胀的“最后一英里”仍相对艰难，但通胀很难重演 22-23 年对货币政策构成的较大约束。另一方面，持续高利率环境下，美欧经济持续面临冲击，尤其是对于欧洲经济而言，经济景气度相对较差。因而年内主要央行的转向仍是大概率事件，而 3 月瑞士央行意外降息 25BP，或加速开启海外降息潮，二季度是重要节点。其中对于非美经济体而言，由于经济韧性弱于美国，其降息节奏大概率提前于美联储。

图表 6：市场预期主要央行最早或二季度开启降息



来源：Eikon、华福证券研究所

图表 7：2023 年以来欧美 CPI 大幅回落

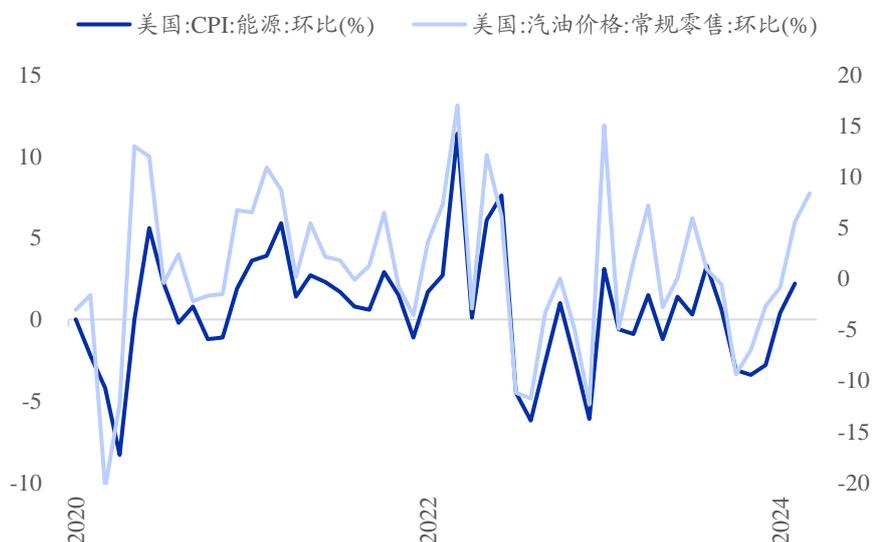


来源：Wind、华福证券研究所

但需要指出的是，年内美联储降息仍是大事件，但二次通胀风险仍在，6月降息或仍较为乐观，不排除继续推后的可能性：（1）大宗商品价格或保持韧性，增加美国输入性通胀压力：2023年以来在降息预期+供给侧扰动带动下，大宗商品价格再度上行，年初至今布油再度回至90美元以上、累计上涨18%，铜价逼近9000关口、累计涨幅9%。体现在CPI数据中，2月CPI环比中能源项大幅反弹（-0.9%→2.3%），是其环比回升最主要贡献。往后看，在欧佩克国家减产、铜矿企业削减资本开支等供给侧扰动下，大宗商品价格或保持韧性，对美国CPI带来提振；（2）租金为核心的核心服务项在2024H2有触底回升趋势：从历史数据看，房价对

CPI中住宅项约领先一年左右，2023H2美国房价同比再度提升，意味着2024H2CPI住宅项或二次回升，而后者占美国CPI比重为45%，或导致美国CPI二次通胀风险抬升；（3）美股和房地产积累较大涨幅，财富效应对内需带来提振，使得核心通胀难以迅速回落：截至4月5日，年初以来道琼斯、纳斯达克、标普500分别上涨3.2%、8.2%、9.1%，而房价在2023年上涨5.6%，2024年在供需紧平衡背景下也大概率维持上涨态势。而从美国居民资产负债表看，截至23Q4，股票和房地产合计占比约52%，股价和房价的上涨，能够有效发挥财富效应，对居民消费在内的内需提供安全垫效应，核心通胀难以迅速回落。

图表 8：2 月油价上行带动能源项环比大幅转正



来源：Wind、华福证券研究所

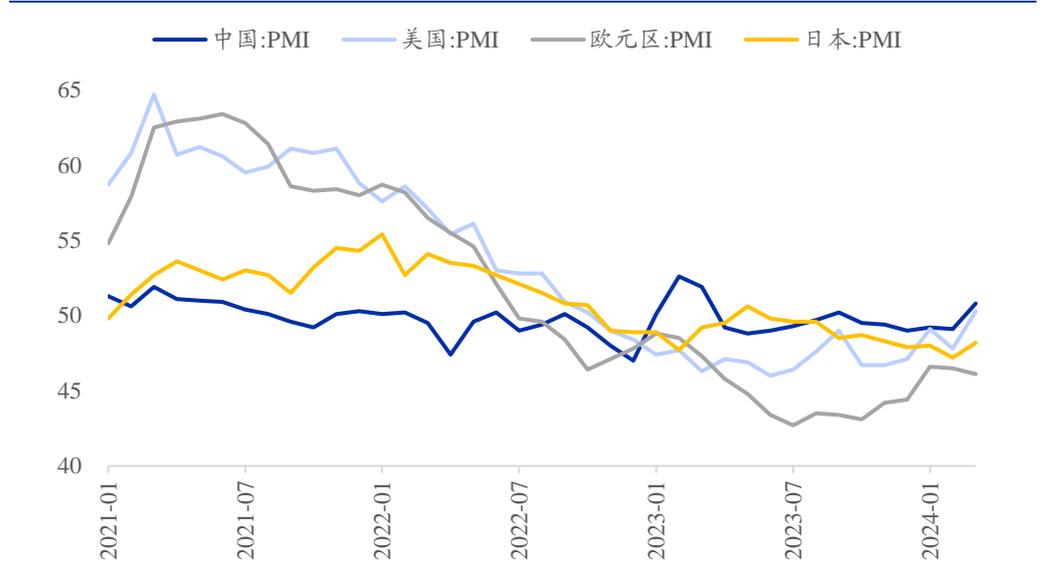
图表 9：2024H2 美国 CPI 住宅同比或二次回升



来源：Wind、华福证券研究所

除降息窗口渐近外，海外经济另一值得关注的是全球制造业 PMI 已呈现复苏迹象。截至 2024.03，中国、美国、欧元区、日本制造业 PMI 分别为 50.8、50.3、46.1、48.2，其中美国自 2022.10 以来再次回到荣枯线以上，反映全球制造业景气度已边际回暖，持续高利率对制造业的抑制已经大幅削弱。

图表 10：2023Q4 以来中美欧制造业 PMI 边际回升



来源：Wind、华福证券研究所

发达经济体去库接近拐点、欧美加大对制造业投入及降息预期均对全球制造业复苏带来支撑：（1）发达经济体去库接近拐点，补库对制造业需求带来提振：以美国情况为例，截至 2024 年 1 月，美国制造商、批发商、零售商名义库存增速分别为 -0.5%、-2.5%、5%。2022H2 以来美国整体处于去库阶段，目前已处于去库尾声，补库迹象逐渐显现，对制造业需求带来提振；（2）欧美加大对制造业投入，制造业直接接受到财政支持：2022 年拜登政府先后通过《芯片和科学法案》和《通胀削减法案》，向半导体、新能源等行业提供巨额补贴，并鼓励制造业回流。受此影响，2023 年美国制造业投资受高利率的抑制效果并不突出。BEA 统计的制造业建筑支出从 2021 年底的 800 亿美元附近上行至 2024 年 2 月的 2200 亿美元附近，大幅领先广义的建筑支出，反映制造业受产业政策提振较大；（3）23Q4 以来市场持续交易降息预期，流动性环境实质转松，对制造业需求带来利好：2023.11 以来，随着美联储暗示大概率不会继续加息，市场持续交易降息预期，带动全球流动性边际转松，对美国在内的全球制造业需求直接带来提振。

图表 11: 截至 2024.01, 美国去库已明显放缓



来源: Wind、华福证券研究所

图表 12: 2022 年开始, 美国制造业建筑支出大幅提升



来源: BEA、华福证券研究所

历史经验看, 全球制造业 PMI 上行阶段, 中国出口通常转好。历史上看, 全球制造业 PMI 尤其是美欧日等发达经济体 PMI 向上阶段, 通常对应外需转好, 中国出口增速边际回升。开年以来中国出口增速大幅转正, 除基数因素外, 很重要原因即外需的转暖。往后看若全球制造业 PMI 持续修复, 出口面临的外部环境有望继续优化, 映射到股票市场上, 出口链有望持续带来超额收益, 需要持续关注。

图表 13: 全球制造业 PMI 与中国出口增速高度相关



来源: Wind、华福证券研究所

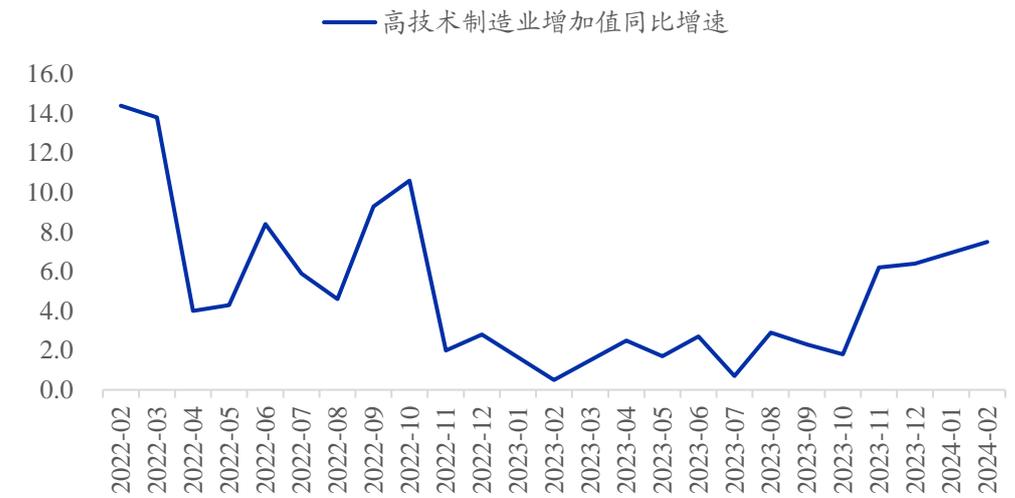
## 2 经济政策：发展新质生产力

### 2.1 新质生产力是首要目标

发展新质生产力是推动我国高质量发展的内在要求和重要着力点。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。

从当前实际情况来看，新质生产力已经展示出了对经济高质量发展的强劲支撑力。今年 1-2 月，规模以上高技术制造业增加值同比增长了 7.5%，增速连续 3 个月加快；新动能及新兴产业领域产品保持高速增长，如服务机器人、3D 打印设备等产品产量同比分别增长 22.2%和 49.5%，充电桩、单晶硅等产量同比分别增长 41.8%和 65.5%。新动能、新优势不断培育壮大，为我国经济的高质量发展注入强大的动力。

图表 14：高技术制造业增加值增速有所提升（%）



来源：iFind、华福证券研究所

**大力推进现代化产业体系建设、加快发展新质生产力将是贯穿 2024 全年的首要工作目标。**《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。

**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兴产业。“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。

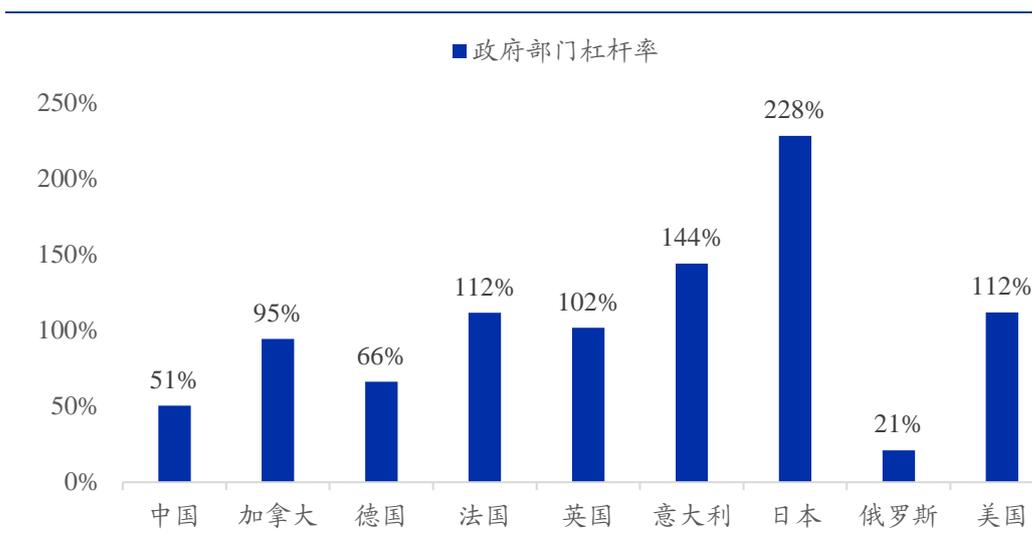
## 2.2 偏积极的财政和货币政策

**财政政策方面，今年的主基调将是适度加力、提质增效。**《政府工作报告》对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。

**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。**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。

**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。因此，2024年中央财政预计将适度发力，以优化中央和地方政府债务结构。**《政府工作报告》中不仅提到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，还提出了要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。本次特别国债纳入政府性基金预算，由中央自发自还，暂按央地各使用5000亿元安排。超长期特别国债的发行体现为中央加杠杆、地方稳杠杆，有助于化解地方债务风险；此外，超长期特别国债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，还是我国未来长远发展所需要的重要财政工具。

图表 15：2022 年不同地区债务情况



来源：iFind、BIS、华福证券研究所

货币政策方面，《政府工作报告》提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。

区别于 2023 年提出的“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，今年社会融资规模、货币供应量的目标设定为同经济增长和价格水平预期目标相匹配。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”。2024 年经济增长目标为 5%左右，居民消费价格预期涨幅 3%左右，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。

因此综合来看，我们认为后续货币政策总量上仍将保持适度宽松，存在进一步降准降息的可能；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。

值得注意的是，推动大规模设备更新和消费品以旧换新是今年财政政策及货币政策的重要内容之一。

国务院印发的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》（后续简称《行动方案》）提出，到 2027 年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等

领域设备投资规模较 2023 年增长 25%以上，报废汽车回收量较 2023 年增加约一倍，二手车交易量较 2023 年增长 45%，废旧家电回收量较 2023 年增长 30%。

《行动方案》提出，要加大财政支持力度。把符合条件的设备更新、循环利用项目纳入中央预算内投资等资金支持范围。坚持中央财政和地方政府联动支持消费品以旧换新，通过中央财政安排的节能减排补助资金支持符合条件的汽车以旧换新；鼓励有条件的地方统筹使用中央财政安排的现代商贸流通体系相关资金等，支持家电等领域耐用消费品以旧换新。

《行动方案》还提出，要优化金融支持。运用再贷款政策工具，引导金融机构加强对设备更新和技术改造的支持；中央财政对符合再贷款报销条件的银行贷款给予一定贴息支持。发挥扩大制造业中长期贷款投放工作机制作用。引导银行机构合理增加绿色信贷，加强对绿色智能家电生产、服务和消费的金融支持。鼓励银行机构在依法合规、风险可控前提下，适当降低乘用车贷款首付比例，合理确定汽车贷款期限、信贷额度。

**大规模的设备更新以及消费品以旧换新能够扩大国内需求，增强内需对经济增长的拉动作用。**一方面，大规模的设备更新意味着大规模的资本投入，这将显著刺激国内投资需求的提升，初步估算设备更新需求年规模将超过 5 万亿元。此外，设备更新并不仅仅意味着机器的重复替换，还包含设备的更新迭代，不仅能够提升企业的生产效率与经营水平，还能为企业的技术创新与转型升级提供坚实的保障，对促进经济高质量发展有着积极作用。另一方面，我国耐用消费品市场空间巨大，2023 年底民用汽车保有量达到 3.36 亿辆，冰箱、洗衣机、空调等家电保有量超过 30 亿台，实施消费品以旧换新将有助于激发市场消费潜力，汽车、家电的更新换代便能够创造万亿元规模的市场空间。

### 2.3 把握内需刺激政策的“量纲”

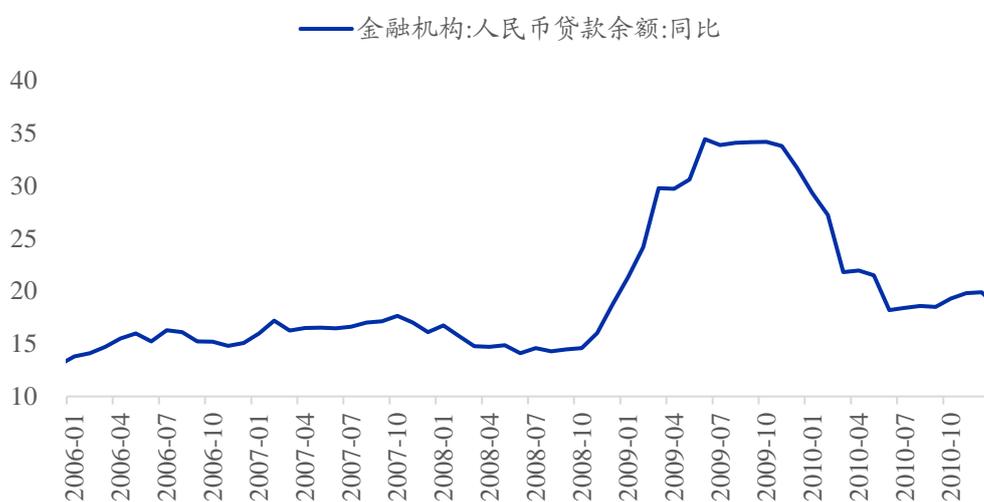
随着我国经济发展步入新的阶段，我们宏观政策的重点也有所改变，“依靠质优来促量稳”是当前我们宏观政策的一大特点，这一特征在面对 2008 年金融危机以及面对 2020 年新冠疫情冲击时政策取向的转变中表现的较为明显。

为了应对 2008 年金融危机的冲击，我国采取了一系列经济刺激政策，包括四万亿经济刺激计划。2008 年 11 月 5 日国务院常务会议召开，研究部署进一步扩大内需促进经济平稳较快增长的措施，提出实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，

并出台十项措施刺激经济；会议通稿中提到“初步匡算，实施上述工程建设，到2010年底约需投资4万亿元”，被誉为史上最大经济刺激计划的“四万亿计划”正式出台。

2009年的各项政策也都是放松的，叠加四万亿计划的刺激，2009年出现了天量信贷。2007年和2008年全年新增人民币信贷分别是3.6万亿元和4.9万亿元，但2009年一季度便达到了4.6万亿元，全年为9.6万亿元，比上一年增加了95%。从金融机构的贷款余额增速来看，人民币贷款增速从2008年的14%左右快速上升到了2009年最高的34.44%。

图表 16：2009 年人民币贷款增速大幅提升 (%)



来源：iFind、华福证券研究所

2020年新冠疫情对经济的冲击也是巨大的，但与2008年不同的是，这一轮史无前例的货币大放水出现在西方国家而不是中国。新冠疫情爆发后，以美国为代表的西方国家普遍采取了包括零利率、无限量宽松在内的极度宽松的货币政策，到2021年初，美国M2同比增速最高接近27%，创1960年有历史数据以来的最高水平。当然，面对疫情带来的冲击我国也采取了一系列经济刺激政策，但相比于国外的大放水，我国政策则相对“克制”，更多的是依靠质优来促量稳。从社融数据的表现来看，2020年，我国社融存量增速最高仅上升至13.7%，相较于疫情前10.7%的水平仅上升了3个百分点，拉长时间维度来看，2020年新冠疫情后我国社融增速的提升并不大。

图表 17: 2016 年以来我国社融存量同比增速 (%)



来源: iFind、华福证券研究所

图表 18: 2020 至 2021 年美国 M2 同比增速创下有数据以来新高 (%)



来源: iFind、华福证券研究所

### 3 资本市场：分母的逻辑

#### 3.1 利率：大概率维持低位

稳经济仍构成主线，货币政策大概率仍偏宽松，对应利率有望维持低位：（1）**货币政策仍以宽松为主基调**：开年以来经济起步平稳，整体超市场预期，但房地产市场整体仍然处于低迷状态、价格信号偏弱，意味着有效需求不足、社会预期偏弱仍然构成主要挑战。在此背景下，货币政策大概率仍以偏宽松为主，存款利率继续下调值得关注，降准降息工具有望继续运用，其中降准概率大于降息；（2）**经济复**

苏仍需时间，资产荒状况或继续演绎，对应债券市场利率或维持低位，但需警惕交易风险：往后看，本轮经济复苏仍然需要时间，尤其是地产和居民消费的提振相对偏慢，对应年初以来的资产荒或继续延续。对应到债券市场端，中长期利率仍然主要反映经济预期，在经济呈现持续稳健复苏迹象前，利率大概率维持低位，继续下行空间或相对有限，同时需警惕交易层面风险。

图表 19：截至 4 月初，10 年期和 30 年期国债利率创历史新低



来源：Wind、华福证券研究所

### 3.2 汇率：常态化波动加大

人民币汇率常态化波动或加大，强美元和中美资金利率差对人民币汇率仍构成一定压制，但国内货币政策稳汇率基调不变，贬值幅度或相对有限：（1）2024 年以来美元兑人民币中间价在 7.1 附近波动，人民币汇率一方面受强美元压制。尤其是在海外二次通胀风险逐步上升、美国经济韧性超预期背景下，Q2 美元指数有望保持偏强状态，或对人民币带来一定压制。另一方面，美联储降息节奏有望继续推迟，幅度有望削弱，意味着美元利率大概率维持 high for longer，体现在中美资金利率上，3 个月 Libor 利率（美元）与 3 个月 Shibor 利率差仍维持在历史偏高水平，同样对人民币汇率带来一定压力；（2）央行货币政策表述仍然强调稳汇率，工具箱仍较为丰富，人民币继续大幅贬值的空间不大：3 月 29 日央行货币政策委员会召开 2024Q1 例会，会议通稿强调“深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，综合施策、校正背离、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水

平上的基本稳定”。央行表述意味着国内货币政策对汇率问题仍相对重视且以稳为主，当前外汇的工具箱仍相对充足，后续有望为人民币汇率保持稳定提供支撑。

图表 20：人民币汇率与美元指数



来源：Wind、华福证券研究所

图表 21：人民币汇率与中美资金利率差



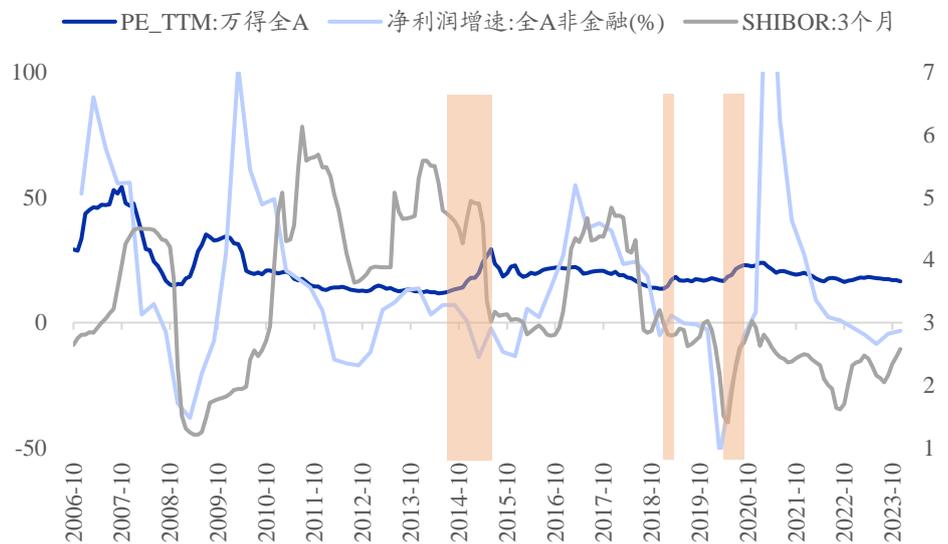
来源：Wind、华福证券研究所

### 3.3 权益：把握创新时代机遇

大势研判上，A 股有望维持整体向上的势能：（1）根据我们在报告《分母的逻辑》中所指出的，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；（2）当前位置已处于盈利底部，可期的利率下行带来的分母行情以及 2024 年盈利回升均有望对 A 股带来提振，当前位置可以更乐观。2021.03-2023.06，全 A（非金融）盈利增速处于持续下探过程，2023Q3 略有反弹，调整接近一年半，盈利已处于绝对底部，市场已经逐步钝化。而后续若再度降息，分母行情再度上演的概率不低。对于盈利端而言，根据我们此前的测算，2024 年全 A（非金融）净利润累计增速有望逐季回升至年底的 7% 附近，盈利的改善同样值得期待。

图表 22：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：Wind、华福证券研究所

行业板块上，以 TMT 为代表的科技板块、受益于全球制造业复苏的出口链板块值得重点关注：（1）政策基调是发展新质生产力，科技创新持续构成年内的主旋律：《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；（2）AI 在全球范围内方兴未艾，半导体周期见底回升，为 TMT 板块提供产业和周期逻辑双重支撑：一方面 AI 有望成为继新能源后又一重大产业革命，年初以来海外 Sora 和国内 Kimi 等新模型的问世，意味着 AI 仍然具备广阔发展空间。另一方面，2023 年下半年以来，全球半导体销售增速触底回升，景气度已经明显反弹。在新动能加速+旧动能企稳背景下，TMT 板块潜力仍然较大；（3）全球制造业温和回升，出口链有望持续受益：2023Q4 以来全球制造业 PMI 触底回升，对应外需有改善迹象，出口

链机会需要引起重视，尤其是对欧美出口占比高、金额大且库存处于偏低的细分行业，目前看家具灯具、玩具等劳动密集型产品相对占优。

图表 23：2023H2 以来，全球半导体销售额增速触底回升



来源：Wind、华福证券研究所

图表 24：全球制造业 PMI 上行阶段，出口链组合通常取得正收益



来源：Wind、华福证券研究所

风格特征上，小微盘占优行情或将延续。经历年初大幅调整后，2 月以来 A 股市场小微盘风格再度明显占优。往后看，二季度小微盘占优格局或将延续，其驱动力主要源于以下两个方面：（1）周期性逻辑看：大小盘风格轮动具有很强的均值回

归属性。当前 A 股市场小盘股（市值最小的 20%公司）相对市盈率和相对市净率历史分位数分别为 20%和 35%，总体处在较低的历史分位数。无论是超额收益还是相对估值，从均值回归角度看，后续都有进一步向上的空间和可能性；**（2）基本面逻辑看：**小微盘风格反映了经济转型升级期的创新探索特征。在 GDP 平减指数负增长阶段，宏观经济面临转型升级寻找经济新增长点的任务，但这中间包含非常多的未知和不确定性，需要企业去创新和探索。资本市场中的小盘股占优行情特征，包含了探寻和试错的过程，本质上是一个寻找新增长点创新探索的逻辑。关于小微盘行情的具体论述，参见我们之前发布的报告《小微盘行情驱动力》。

图表 25：2000 年以来 A 股小盘股相对市盈率走势



来源：Wind、华福证券研究所

#### 4 风险提示

**内需修复不及预期。**当前经济仍然存在较多不确定性，复苏基础仍需巩固，市场需求不足、通胀低迷等问题尚待修复，不过随着稳增长政策的陆续出台，未来经济恢复情况有待观察。

**海外二次通胀风险。**上游周期品涨价，及美国经济韧性超预期，或导致美元流动性持续偏紧，美联储降息时点大幅推后，对国内货币政策和流动性环境带来一定掣肘。

**地缘政治风险。**2024 年是全球超级大选年，政治风险或对大宗商品、权益资产的风险偏好带来影响。

## 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