

研究所

证券分析师：胡国鹏 S0350521080003

hugp@ghzq.com.cn

证券分析师：袁稻雨 S0350521080002

yuandy@ghzq.com.cn

历次美联储首次加息后影响几何？

——策略专题研究报告

最近一年走势



相关报告

《——策略专题研究报告：2021年A股深度复盘*

胡国鹏，袁稻雨》——2022-01-22

《——策略专题研究报告：春季躁动的交易主线能否贯穿全年？*胡国鹏，袁稻雨》——2022-01-16

《——策略专题研究报告：五轮宽信用周期的抓手以及对应的投资机会*胡国鹏，袁稻雨》——2022-01-09

《——策略专题研究报告：2022年十大关键词展望*胡国鹏，袁稻雨》——2021-12-31

《——策略专题研究报告：成长调整后看好哪些领域*胡国鹏，袁稻雨》——2021-12-26

投资要点：

■ 核心要点：

- 1、20世纪90年代以来美联储共有四轮加息周期，首次加息分别始于1994年2月、1999年6月、2004年6月和2015年12月，其中1999和2015年国内货币政策正处于宽松周期，1994和2004年国内则已提前进入紧缩周期。美国进入加息周期后，我国仅在2015年-2018年加息周期的中段采取了跟随式策略，其余时间的货币政策思路仍是“以我为主”。
- 2、美债和美元在首次加息前便开始提前交易紧缩，预期先行的特征显著，但加息落地后往往会发生方向性的转变。美股在首次加息后短期内表现不佳，但中长期维度看，宏观层面的变化很难改变美股的运行方向。2014年陆股通开通前，美股涨跌对A股更多是风险偏好层面的扰动，2014年后A股与美股的相关性更强，美联储加息可以造成A股与美股短期内的同步下探。
- 3、今年3月美联储大概率将开启本轮加息周期，下半年有望启动缩表。当前市场对美联储加息的担忧在节奏与幅度两点，全年是否有四次以上的高频加息仍需观察，预期发酵阶段往往是一轮紧缩周期中最悲观的时刻，1月27日的FOMC会议将是重要的观察窗口。
- 4、美联储加息周期开启前是我国政策宽松的重要窗口期，靠前发力至关重要，预计后续仍会有宽松的操作。2-3月降准降息大概率将交替使用，需要关注1-2月稳增长政策发力后的经济成色如何。二季度后的货币政策取向将面临美联储收紧的约束，价格性工具继续使用的可能性在下降，数量型工具和结构性货币政策工具将占据主导。
- 5、加息与缩表短期内均会对美股会形成负面压制，但流动性拐点并非决定美股中长期方向的核心变量，基本面才是关键。美股因流动性环境扰动造成的最大下行幅度约20%，本轮美股调整已经基本进入尾声。实际利率的快速攀升会对全球高估值资产造成负面压制，美债在美联储加息正式落地前仍有上行空间，2%是关键点位，加息后由于政策兑现，很难继续维持在之前的高点。

■ 摘要:

1、20世纪90年代以来美联储共有四轮加息周期，首次加息分别始于1994年2月、1999年6月、2004年6月和2015年12月，其中1999和2015年国内货币政策正处于宽松周期，1994和2004年国内则已提前进入紧缩周期。美国进入加息周期后，我国仅在2015年-2018年加息周期的中段采取了跟随式策略，其余时间的货币政策思路仍是“以我为主”。1994年2月美国加息周期启动前，我国为了应对投资热潮推高的通胀，货币政策已于1993年Q3边际趋紧，央行于1993年5月和7月已两次上调宏观利率；1999年美联储加息前，1997至1999年，人民银行实施5次降息，美联储加息开启后，央行于同月降低存贷款利率；2004年美联储加息前，我国领先两次加准，随后在2006年国内经济步入过热、通胀出现失控迹象后，2006年二季度起我国央行进一步密集发力；2015年美联储加息开启前，国内正在连续降准降息，2014年到2015年10月，1年期存贷款基准利率分别下降150BP、165BP至1.5%和4.35%，在美国首次加息后，国内不再降息但依旧降准，形成一段短期的背离，在2017年美国连续加息后国内开始跟随加息，并在2018年逐步退出跟随状态。

2、美债和美元在首次加息前便开始提前交易紧缩，预期先行的特征显著，但加息落地后往往会发生方向性的转变。美股在首次加息后短期内表现不佳，但中长期维度看，宏观层面的变化很难改变美股的运行方向。2014年陆股通开通前，美股涨跌对A股更多是风险偏好层面的扰动，2014年后A股与美股的相关性更强，美联储加息可以造成A股与美股短期内的同步下探。美债收益率和美元指数在加息启动的前三个月往往已经开始上行趋势，首次加息落地后，美债收益率在1994和1999年的阶段上行斜率放缓，在2004和2015年则出现长达半年的见顶回落态势，美元指数同样在历次加息开始后出现短暂下跌，直至二次加息预期来临时美债收益率和美元指数再度上行。美股方面，前几轮加息落地后美股由涨转跌，2015年呈现出明显的二次探底趋势，但降幅通常在半年内收窄，主要指数在半年后通常可以创下新高，具体来看，20世纪90年代符合产业周期的纳斯达克指数以及信息技术行业表现占优，2000年后首次加息的半年内道指和标普500表现往往优于纳指，顺周期的通讯设备和公用事业凸显防御属性。2014年陆股通开通前，美股涨跌对A股更多是风险偏好层面的扰动，2014年后A股与美股的相关性更强，美联储加息可以造成A股与美股短期内的同步下探，风格层面消费与金融相对占优。

3、今年3月美联储大概率将开启本轮加息周期，下半年有望启动缩表。当前市场对美联储加息的担忧在节奏与幅度两点，全年是否有四次以上的高频加息仍需观察，预期发酵阶段往往是一轮紧缩周期中最悲观的时刻，1月27日的FOMC会议将是重要的观察窗口。加息与缩表作为美联储货币政策收紧的两大工具，前者是价格型的，后者是数量型的。从上一轮美联储紧缩周期的进程来看，Taper结束后开启加息与缩表是顺其自然的，但二者实际功能略有不同，加息

通过对借贷成本的增加，控制通胀的效果更明显，缩表对减少流动性的作用更大。从政策演进路径来看，今年 3 月美联储大概率将开启本轮加息周期，下半年有望启动缩表，今年两大收紧工具大概率将并行而至，以实现对流动性的实质收紧，1 月 27 日的 FOMC 会议是后续重要的观察窗口。当前市场对美联储加息的担忧在节奏与幅度两点，全年是否会有四次以上的高频加息仍需观察，预期发酵阶段往往是一轮紧缩周期中最悲观的时刻。节奏方面，最新的美联储会议纪要显示，2022 年大概率将加息 3 次，但当前联邦利率期货隐含的加息预期是 4 次，部分激进的机构甚至预期将加息 5 次以上。美联储实际操作的情况取决于通胀形势，尽管今年美国 CPI 很难回到 2% 的目标区间，但随着需求端的回落和供给约束的缓解，下行方向还是确定的。如果美国通胀在下半年出现明显缓和，放缓加息节奏是合意的。此外，预期发酵阶段往往是一轮紧缩周期中最悲观的时刻，市场往往按照最坏的情形给予假设和推演，随着加息预期逐步计入市场价格、直至最后落地，市场预期会逐步由悲观向乐观情形转变。频率方面，市场担忧美联储首次加息会上调政策利率 50BP，但从 2000 年以来美联储加息的节奏均是每次 25 BP，如果加息太急并且太快，有可能会造成衰退的预期，所以首次加息为 50bp 的可能性并不大。

4、美联储加息周期开启前是我国政策宽松的重要窗口期，靠前发力至关重要，预计后续仍会有宽松的操作。2-3 月降准降息大概率将交替使用，需要关注 1-2 月稳增长政策发力后的经济成色如何。二季度后的货币政策取向将面临美联储收紧的约束，价格性工具继续使用的可能性在下降，数量型工具和结构性货币政策工具将占据主导。当前同 2014 年底-2015 年底中美政策周期出现背离时的情形较类似，一方面美联储加息周期开启前仍是我国政策宽松的重要窗口期，用国内流动性宽松去对冲海外收紧的负面效应仍有必要，2-3 月降准降息大概率将交替使用，需要关注 1-2 月稳增长政策发力后的经济成色如何。另一方面在美联储加息正式落地后，我国货币政策取向确实会面临一定约束，价格性工具继续使用的可能性在下降，数量型工具和结构性货币政策工具将占据主导，央行大概率会通过定向降准、MLF 超额续作、结构性货币政策工具的创新使用等方式实现对流动性环境的呵护。

5、加息与缩表短期内均会对美股会形成负面压制，但流动性拐点并非决定美股中长期方向的核心变量，基本面才是关键。根据历史经验，美股因流动性环境扰动造成的最大下行幅度约 20%，本轮美股调整已经基本进入尾声。估值与业绩是决定股市运行方向的两大变量，估值与流动性高度相关，业绩和宏观经济运行较紧密。加息与缩表等流动性收紧举措对美股形成负面压制是毫无疑问的，但影响一般仅局限于短期，且在市场未充分预期的情形下。比如 2018 年 Q4 美联储连续三次加息，大幅超出市场预期，从而对美国风险资产的影响也是较显著的。但流动性层面的扰动并非决定美股中长期方向的核心变量，基本面才是关键，特别是 2021 年 4 月以来，美股同样呈现出业绩驱动、估值收缩的市场特征，所以企业盈利是否会发生逆

转才是决定今年美股运行方向的关键。从历史经验来看，美股因流动性环境扰动造成的最大下行幅度约 20%，即 2018 年 Q4 因为加息频次过高导致的调整。当前纳指自去年 11 月以来调整幅度约 14%，标普 500 指数回调约 10%，综合来看本轮美股调整已经基本进入尾声。

6、实际利率是主导近期美债上行的核心驱动力，从历史经验来看，实际利率的快速攀升会对全球高估值资产造成负面压制。实际利率可以较好地反映出美国实体投资的回报水平，当实际利率处于上行区间时，资金更有意愿进入实体而不是金融市场，从而全球范围内估值处于高位的股票将明显承压，比如美股的纳斯达克指数和中国的创业板指。当实际利率回落时，表明在金融市场可以获得更高的收益，资金将回流至股市。从历史经验来看，实际利率的快速攀升将对全球高估值资产造成明显的负面压制，无论是 2018 年四季度、2020 年 3 月、2021 年 2 月，还是今年以来的市场，均反映出这一现象。1 月 27 日的 FOMC 会议是观察后续美联储政策取向的重要窗口，如果美联储释放出明确的 3 月加息的预期，不排除实际利率仍有进一步上行的可能，直至 3 月加息正式落地后才有望迎来拐点。

- **风险提示：流动性收紧超预期，经济失速下行，中美摩擦加剧，疫情超预期恶化等。**

内容目录

1、 历次美联储首次加息后影响几何?	7
1.1、 20 世纪 90 年代的加息周期	7
1.1.1、 1994 年 2 月的加息周期	7
1.1.2、 1999 年 6 月的加息周期	10
1.2、 2004 年 6 月的加息周期.....	13
1.3、 2015 年 12 月的加息周期.....	17
1.4、 本轮美联储加息的后续演绎	21
2、 三因素关键变化跟踪及首选行业	24
2.1、 经济、流动性、风险偏好三因素跟踪的关键变化.....	24
2.2、 1 月行业配置： 首选电子、传媒、国防军工.....	25
3、 风险提示	28

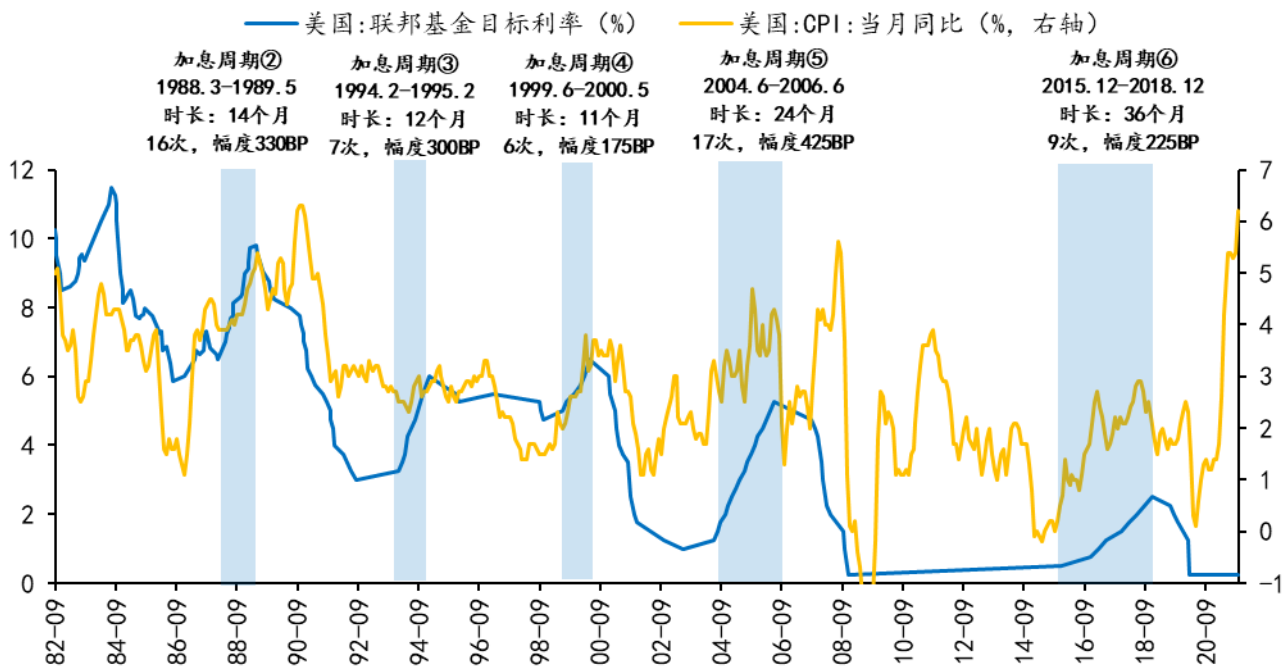
图表目录

图 1: 20 世纪 80 年代以来美联储共开启六轮加息周期	7
图 2: 在贸易全球化及科技革命的推动下, 1994 年美国经济增长持续上升	9
图 3: 1994 年我国 CPI 同比增速达到改革开放以来的最高点, 政策收紧以应对高通胀	9
图 4: 为应对通胀, 1993 年三季度起我国货币政策边际转紧	9
图 5: 本轮加息周期开启后, 美国十债利率震荡上行, 股票市场维持宽幅震荡	10
图 6: 1997 年亚洲金融危机率先从泰国爆发	11
图 7: 在信息技术革命的推动下, 20 世纪末美国 GDP 增速维持在 5% 左右	11
图 8: 美联储加息周期中, 我国经济正处于脱通缩状态	12
图 9: 为应对国内通缩, 我国央行于 1998 年 Q4 至 1999 年 Q4 连续降准	12
图 10: 本轮加息周期开启后, 美国十债利率震荡上行, 股票市场维持宽幅震荡	12
图 11: 2002-2004 年美国房价加速抬升	14
图 12: 本轮加息周期开启后, 美国十债利率结束上行趋势拐头向下, 权益资产短期承压、中期回暖	15
图 13: 2004-2007 年中美政策利率变动情况	15
图 14: 2005-2006 年中国通胀压力暂缓, 经济发展繁荣	15
图 15: A 股市场对美联储加息的反应更多体现在风险偏好上, 国内货币政策变化还是主导	16
图 16: 美联储加息落地后, 短期内煤炭、传媒、交运涨幅居前, 行业自身的逻辑还是行情的主要驱动因素	16
图 17: 本轮加息周期开启后, 美国十债利率拐头向下, 股票短期承压, 中长期反弹回暖	18
图 18: 前两次加息发生后造成美元指数走势拐头向下	19
图 19: 从利率来看美联储 2015-2018 的加息周期中前段国内货币政策前段背离, 中段跟随	19
图 20: 美联储的 2015 年底的首次加息对国内股指形成不小的扰动	19
图 21: 从具体操作应对来看 2015 年-2018 年美联储加息后国内先背离, 再跟随, 后背离	20
图 22: 美联储 2015 年底的首次加息短期内 A 股整体走弱, 银行、食品饮料抗跌属性较强	21
图 23: 近期美债利率飙升, 主要是实际利率驱动	23
图 24: 2020 年疫情后, 创业板指同美债实际利率的走势总体呈现负相关的关系	23
表 1: 1 月重点看好行业及标的	27
表 2: 1 月行业配置表	27

1、 历次美联储首次加息后影响几何？

1月以来，市场对美联储加速收紧的担忧不断加剧，一方面将今年预计的加息次数从三次提高至四次，且3月的首次加息有一定概率直接上调50BP。另一方面，1月6日公布的FOMC会议纪要显示，美联储官员已经就缩表问题展开深入讨论，预计本轮启动缩表的时间也会较以往更加接近启动加息的时间，以更早实现对流动性的实质收紧。在加息与缩表有较大概率并行而至的背景下，2022年以来美股、美债呈现双杀的局面，年初至今纳指跌幅达到12%，十年期美债收益率也再度出现快速攀升，最高达到1.88%，创下2020年初疫情以来的新高。尽管国内的宽松力度在持续加力，但A股同样受到全球流动性收紧的负面冲击，进入新年后持续向下。历次美联储首次加息后，对美股和美债的影响几何？我国货币政策是如何应对的？对A股市场又会造成什么影响？本次周报我们将复盘20世纪90年代美联储四次加息周期内首次加息后的影响，兼论2022年中美两国的货币政策取向，以启迪投资者如何把握后续行情。

图 1： 20 世纪 80 年代以来美联储共开启六轮加息周期



资料来源：Wind、国海证券研究所；单位：%

1.1、 20 世纪 90 年代的加息周期

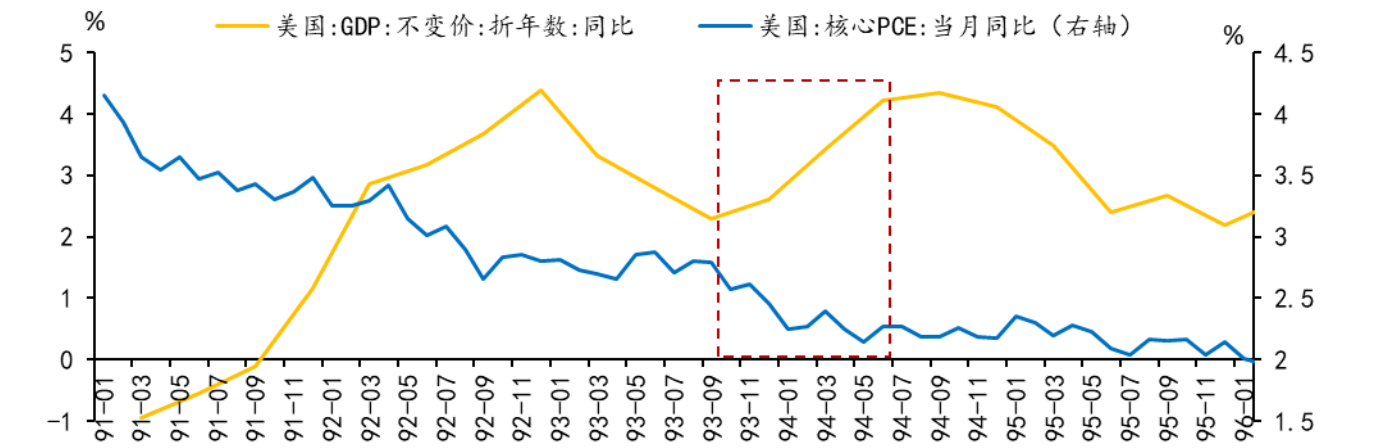
1.1.1、 1994 年 2 月的加息周期

1994年2月4日美联储开启新一轮加息周期，本轮加息周期延续24个月，主要原因是为了防止净对外投资扩张势头加剧及应对预期通胀上行压力，加息周期中美国十债利率震荡上行，股票短期快速下探，随后维持宽幅震荡态势，美元指数震荡回落。本轮加息启动前，贸易全球化快速发展以及高新技术产生溢出

效应成为彼时美国经济增长的重要动能。1994年Q4美国GDP同比增速由1991年Q1的-0.95%回升至4.12%，美国失业率持续回落，经济处于复苏周期。但是1991年-1994年美国净对外投资占经济比重持续偏高，且经济复苏下通胀预期持续提升。为了防止净对外投资扩张势头的加剧及应对预期通胀压力，1994年2月4日美联储加息25BP，开启新一轮加息周期。其中，1994年11月15日，美联储一次性加息75BP，为1981年以来最大力度的一次加息。主要原因在于1994年10月美国工业84.9%的产能都投入运行，创下近15年最高值，经济快速增长引发了美联储对经济将产生恶性通胀的担忧。资本市场来看，债市方面，加息启动前长短端利率已出现不同程度的抬升，正式加息后美债收益率震荡走高，从1994年2月的5.94%抬升至1995年2月的7.66%。股市方面，加息后市场短期内快速下探，随后维持宽幅震荡态势。加息开启后半年内，美国三大股指均下跌超过4%，其中纳指跌幅最大，达到-9.3%。行业层面来看，首次加息启动后的短期内，受益于新一轮信息技术革命，信息科技行业走出独立行情，取得4.33%的绝对收益，其他行业均取得负收益；加息后的半年内，市场整体转熊，三大股指均取得负收益，其中纳指跌幅接近10%。行业层面，所有行业均取得负收益，但材料、通信设备相对抗跌。美元指数方面，加息后美元指数持续震荡下行，由1994年1月的94.9个单位点回落至1995年2月的88.2个单位点。

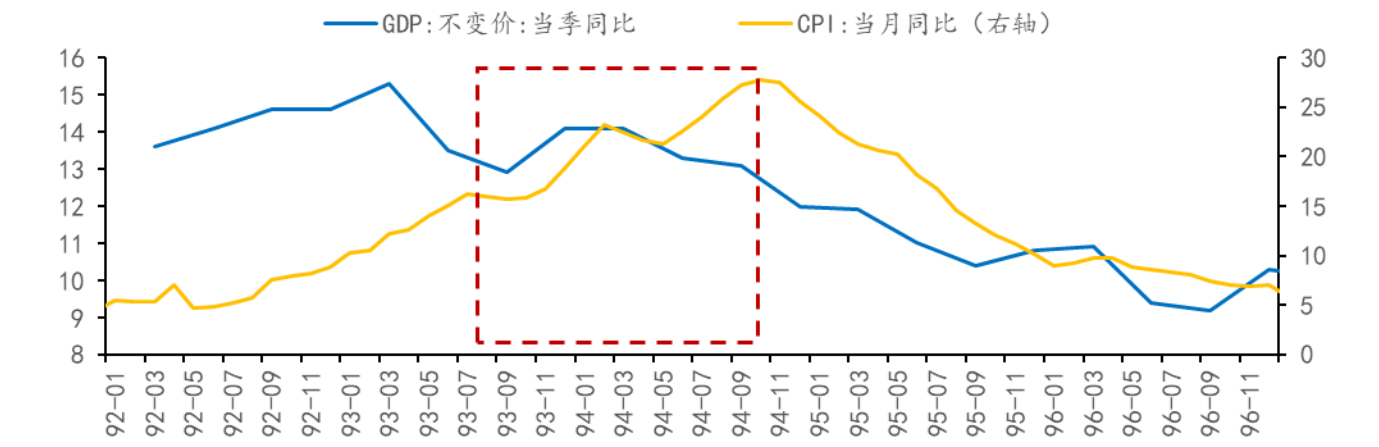
1994年2月美国加息周期启动前，我国为了应对投资热潮推高的通胀，货币政策已于1993年Q3边际趋紧，彼时国内股市初步建立，国内外股市之间的联动性较弱。一方面，1993年中国经济保持较高的增长势头，各项需求均旺盛，国内通胀压力逐渐显现；另一方面，20世纪90年代中国改革开放正式启动，地方投资潜力充分释放，叠加前期宽松的货币政策和缺乏合理监管约束的银行体系均助长了信贷扩张，进一步加剧了各地的投资热潮，推高通胀水平。在此背景下，央行于1993年5月和7月已两次上调宏观利率，货币政策边际转紧。1994年美国正式进入加息周期，我国的通胀压力进一步增大，货币政策继续收紧。1994年我国PPI同比增长达到19.5%，全年CPI同比增速达到24.1%，创下改革开放以来的最高水平，过高的通胀引起了市场的普遍担忧，为了应对过热的经济态势，1994年我国加强金融纪律，使国有银行与其隶属的信托投资公司分离、所有专业银行必须立即取消计划外贷款等措施，紧缩政策进一步加码。整体来看，1994年中美两国货币政策均有所收紧，但中美的主动紧缩都是由彼此国内经济周期波动驱动的，中美紧缩周期的重合内在关联不大。股票市场方面，彼时我国股市刚成立不久，涨跌并不由经济基本面决定，国内外股市之间的联动性较弱。

图 2: 在贸易全球化及科技革命的推动下, 1994 年美国经济增长持续上升



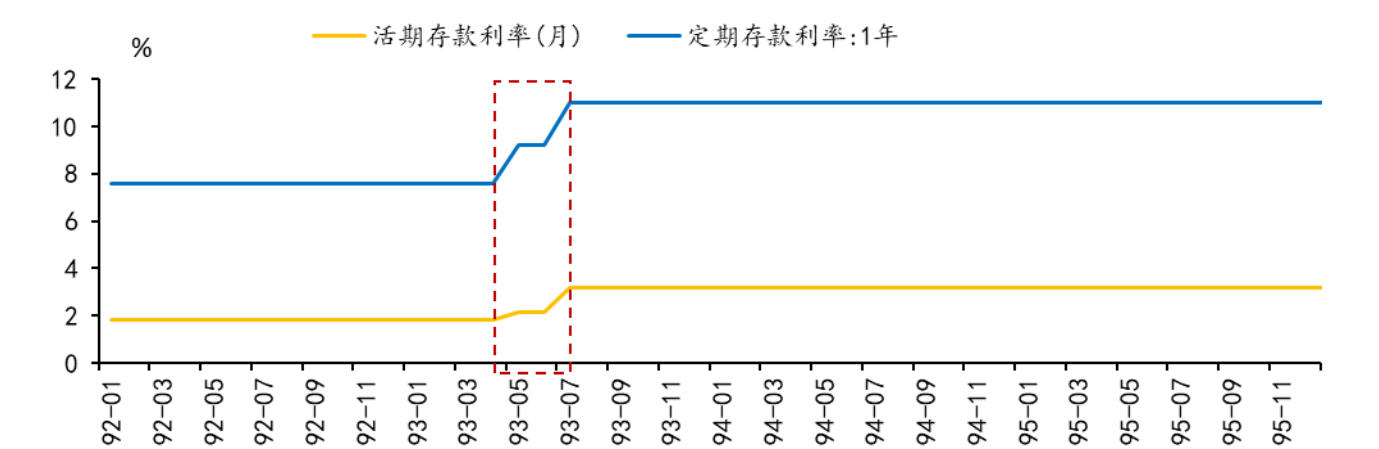
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 3: 1994 年我国 CPI 同比增速达到改革开放以来的最高点, 政策收紧以应对高通胀



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 4: 为应对通胀, 1993 年三季度起我国货币政策边际转紧



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 5: 本轮加息周期开启后, 美国十债利率震荡上行, 股票市场维持宽幅震荡

大类资产表现		-3M	+1M	+3M	+6M
指数	纳斯达克指数	1.87	-0.91	-7.17	-9.29
	标普500	2.23	-3.32	-6.10	-4.01
	道琼斯工业指数	6.26	-3.41	-6.85	-4.41
行业	信息技术	4.91	4.33	-4.58	-1.99
	非必需消费	2.23	-1.03	-7.16	-8.35
	工业	8.34	-2.43	-7.53	-6.61
	必需消费	1.39	-2.58	-4.64	-3.26
	能源	-0.73	-4.06	-5.40	-2.57
	公共事业	-3.78	-4.17	-11.93	-11.61
	材料	1.84	-4.62	-7.36	-0.10
	通信设备	-5.81	-5.15	-4.12	-0.17
	金融	2.05	-6.17	-3.80	-0.98
	医疗	1.30	-7.75	-6.30	-2.47
	债券	2年期美债收益率 (BP)	24	38	117
5年期美债收益率 (BP)		29	45	146	154
10年期美债收益率 (BP)		28	45	138	138

资料来源: Wind、国海证券研究所

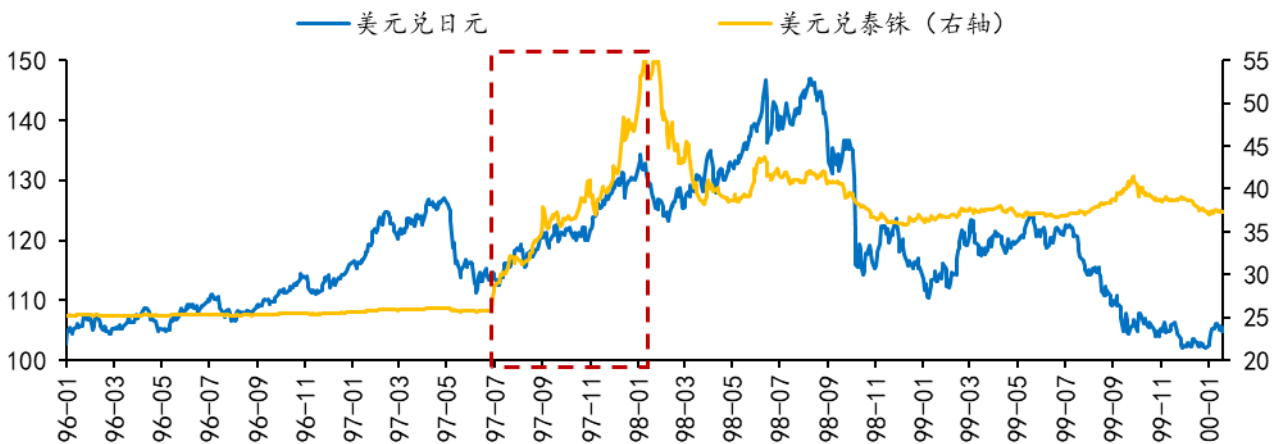
1.1.2、1999 年 6 月的加息周期

1999 年 6 月 30 日美联储开启新一轮加息, 本轮加息周期延续 18 个月, 亚洲金融危机令本轮加息延迟至经济过后期; 加息周期中, 美国十债利率前中期震荡上升, 后期回落; 股票短期下挫, 中期回暖, 美元指数震荡上升。20 世纪 90 年代中后期, 以互联网为代表的“新经济”驱动美国经济高速发展。1997 年 4 月美联储为应对经济过热宣布加息, 1997 年爆发的亚洲金融危机冲击全球市场, 打断了美联储的加息节奏。随着亚洲金融危机临时性冲击减弱, 美联储于 1999 年 6 月重启加息。从宏观背景来看, 1999 年 Q2 美国实际 GDP 同比增速为 4.7%, 上升斜率放缓, 加息周期启动时, 美国已处于经济过后期。资本市场方面, 债市来看, 首次加息后美债利率短期内有所回落, 中后期加速抬升。股市来看, 加息开启后三个月内, 美国三大股指走势分化, 纳指走出独立行情, 获得 4.32% 的正区间收益。加息中后期, 美股市场迎来“互联网泡沫”, 纳指涨幅迅速扩大。在首次启动加息后的半年内, 纳指涨幅超过 50%, 道指和标普 500 同样实现 V 型反转, 区间收益转正。行业层面来看, 加息启动后, 短期内能源及信息技术行业领跑, 分别于一个月内取得 2.51%、1.28% 的正收益, 金融、必选消费表现较差。加息中后期, 以计算机为代表的信息工业全面爆发, 推动信息技术行业在加息半年内取得了 44% 以上的绝对收益。美元指数来看, 在本轮加息周期中, 美元指数延续此前的震荡上行态势, 由 1999 年 1 月的 102.9 个单位点抬升至 2000 年 12 月的 112.9 个单位点。

本轮美国加息周期启动前, 中国经济尚处于内忧外患后的修复阶段, 国内货币政策已提前进入宽松周期, 彼时国内股市处于牛市中后期, 市场交易的主线是网络科技概念, 很大程度上是美股网络股和科技股繁荣行情的映射, 并不存在业绩的支撑。一方面, 1997 年亚洲金融危机集中爆发, 人民币汇率坚持不贬值, 外需受到显著负面影响, 出口大幅承压; 另一方面, 前期国内投资热潮后的供给

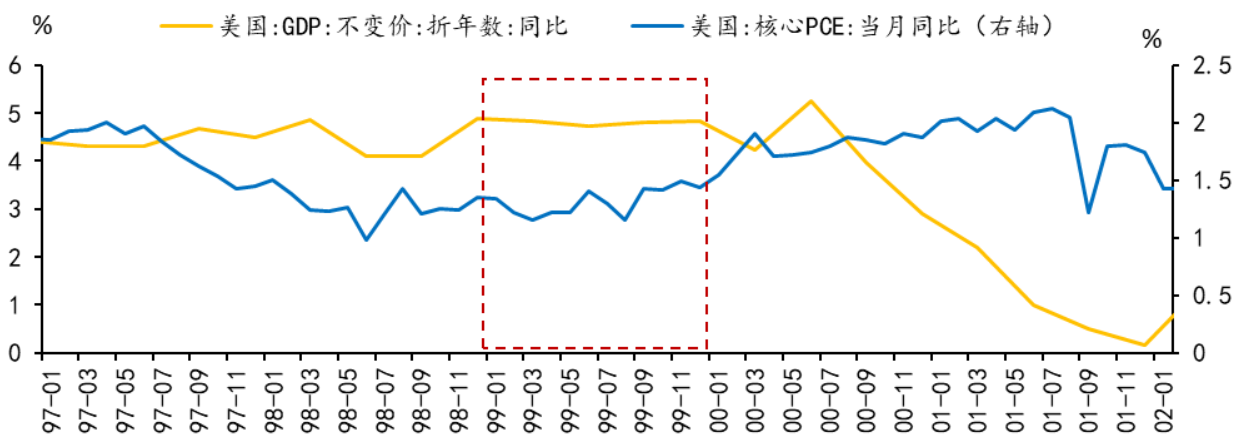
过剩带来总需求趋弱，叠加当时国企改革和银行业整改同时推进，进一步加剧了经济增速下台阶、通缩风险持续上升的局面，1999年Q4我国GDP同比增速已由1997年Q2的10.0%降至6.7%。为了应对国内通缩困局，国内政策从1997年Q4已转向宽松，1997年10月至1999年6月，人民银行实施5次降息，1年期贷款、存款基准利率分别由9.36%、5.67%降至5.94%和2.25%，降息幅度均达到423BP。在1999年6月美联储加息开启时，我国货币政策已处于宽松周期的中后期，央行于1999年6月10日降低存贷款利率，1999年11月央行再次降准200BP。整体来看，本轮中美货币政策出现背离的根本原因在于两国所处经济周期的不同。一方面，20世纪末期美国正经历信息技术革命推动下经济由繁荣走向过热的阶段，而中国正遭受外部亚洲金融危机冲击与内部国企改革阵痛的双重压制，通缩压力持续加码。股市来看，1999年6月美国首次加息之后中国股市处于“519”行情的尾声，但整体处于1996-2001年的牛市过程之中，当时市场交易的主线是网络科技概念，很大程度上是美股网络股和科技股繁荣行情的映射，并不存在业绩的支撑。

图6：1997年亚洲金融危机率先从泰国爆发



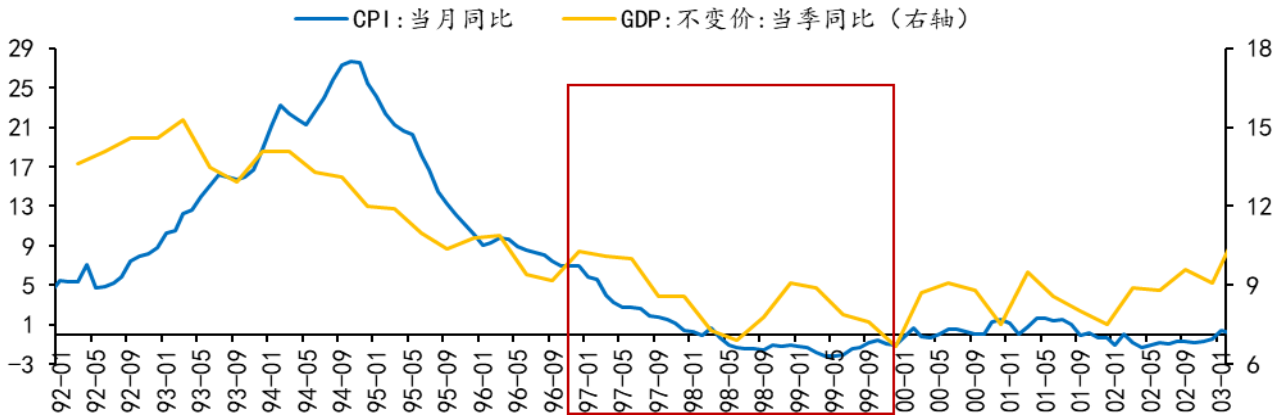
资料来源：Wind、国海证券研究所

图7：在信息技术革命的推动下，20世纪末美国GDP增速维持在5%左右



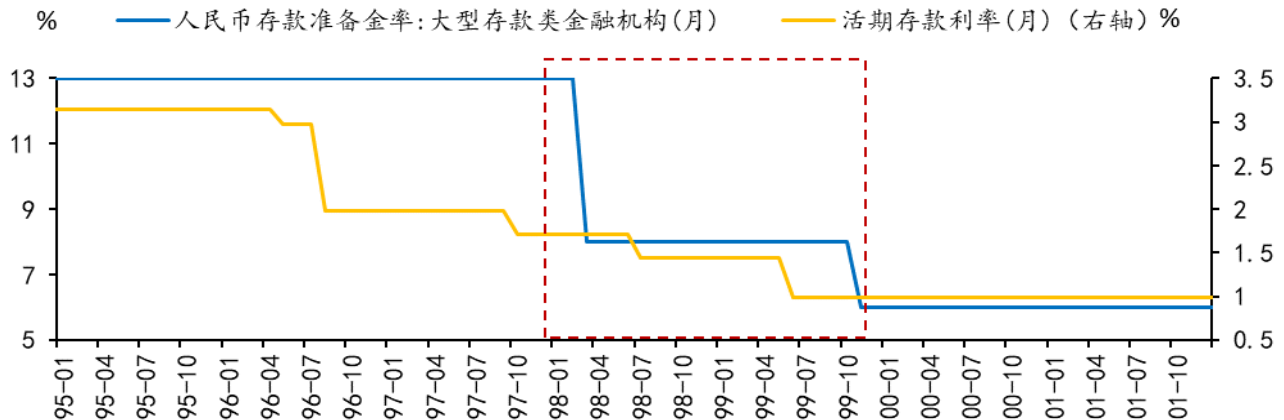
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 8: 美联储加息周期中, 我国经济正处于脱通缩状态



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 9: 为应对国内通缩, 我国央行于 1998 年 Q4 至 1999 年 Q4 连续降准



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 10: 本轮加息周期开启后, 美国十债利率震荡上行, 股票市场维持宽幅震荡

大类资产表现		-3M	+1M	+3M	+6M
指数	纳斯达克指数	9.13	-0.14	4.32	50.46
	道琼斯工业指数	12.11	-1.48	-4.99	5.32
	标普500	6.71	-1.68	-5.12	7.82
行业	能源	12.03	2.51	-2.95	-1.74
	信息技术	11.64	1.28	8.78	44.22
	必需消费	0.05	-0.02	-8.91	-7.66
	通信设备	12.92	-1.14	-5.65	1.23
	材料	20.02	-2.00	-10.42	-3.08
	医疗	-5.41	-2.43	-7.64	-3.32
	工业	12.14	-2.58	-5.95	3.39
	公共事业	10.29	-3.47	-9.93	-13.88
	非必需消费	3.93	-4.38	-8.81	7.94
	金融	4.60	-4.70	-14.80	-9.00
债券	2年期美债收益率 (BP)	52	10	12	68
	5年期美债收益率 (BP)	52	15	11	65
	10年期美债收益率 (BP)	54	11	8	59

资料来源: Wind、国海证券研究所

1.2、2004年6月的加息周期

2004年6月30日美联储开启新一轮加息周期，本轮加息周期延续24个月，主要是为了抑制房地产泡沫和通胀预期的不断抬升。受互联网泡沫破灭、“9·11”恐袭等事件影响，2001年美国再度陷入衰退，GDP增速与CPI水平持续回落，通缩压力加剧。随后在2001年至2003年期间，美联储连续13次下调联邦基金目标利率，构成了长达三年的低利率环境。在货币政策的强力刺激下，美国房地产泡沫和通胀预期不断抬升。一方面，自2002年开始，美国房价持续上行，标准普尔房价指数于02年至04年间维持加速增长。另一方面，2003年下半年美国经济走强，通胀水平也于2004年上半年随之抬升，经济过热迹象开始显现。为抑制由宽松的货币政策带来的经济过热和房地产泡沫风险，美联储于2004年6月30日加息25BP，开启了新一轮加息周期。本轮加息周期从2004年6月持续至2006年6月，24个月的时间内加息17次，美国联邦基金目标利率累计上行425BP。

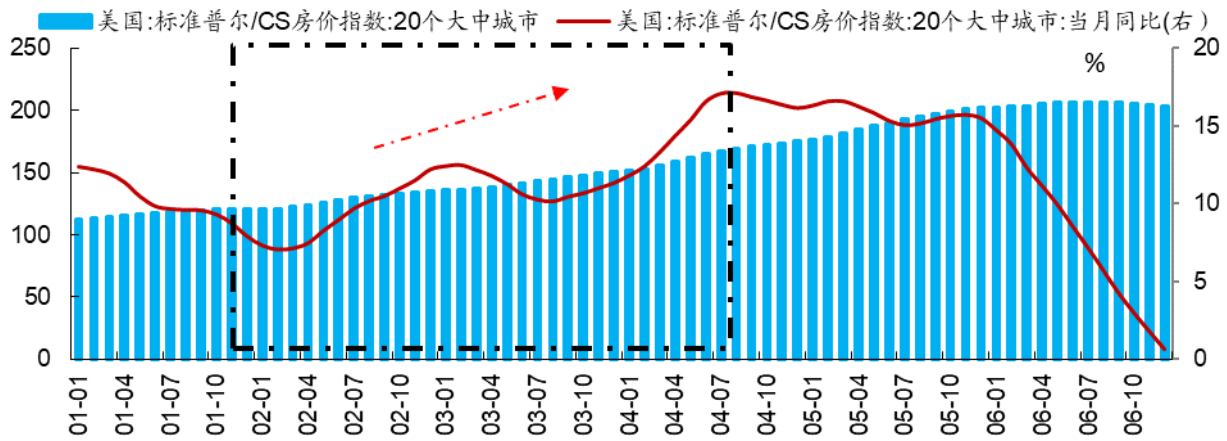
本轮美联储加息周期开启后，美国十债利率结束上行趋势拐头向下，权益资产短期承压、中期回暖。从本轮加息周期前后美国大类资产表现来看，在加息正式落地前，受益于经济基本面的持续好转，美国股市基本维持震荡向上，纳指涨幅略优于标普500与道琼斯工业指数。从行业层面来看，顺周期风格的工业、能源领涨市场，经济复苏与基本面业绩的改善是进入加息周期前市场交易的主要逻辑。但从债市的维度来看，在本次加息落地之前，债市已经在提前交易收紧，各期限美国国债利率均是上行态势，且短端利率上行幅度大于长端利率。在本次加息落地后，无论是美国股市还是债市均发生了方向性的改变。股市方面，在本轮加息周期开启后的三个月内，美股主要指数均呈现不同程度的回调，对流动性环境更加敏感的纳指与科技股调整幅度更大，区间涨跌幅为-8.11%，表现弱于道琼斯工业指数与标普500指数。但从中长期维度看美股在经历短暂调整后仍将重回上行趋势，在本轮启动加息后的半年内，三大指数区间收益率尽数转正。债市方面，首次加息的落地标志着各期限利率拐点的出现，特别是短期内长端利率回落幅度更大。整体来看，本轮降息周期开启后，美股市场短期走熊、中期回暖，对流动性环境相对敏感的纳斯达克指数表现较弱，与此同时，美债利率短期内拐头向下，特别是长端利率回落幅度显著。美元指数来看，在本轮加息开启后的半年内，美元指数大幅回落，由2004年6月的88.80个单位点回落至2004年12月的80.87个单位点，随后于本轮加息周期的下半场迎来“V”型回升。

本轮中美加息周期虽有重合，但我国货币政策未有跟随式调整，“以我为主”仍是政策主基调，随着国内经济步入过热，2006年二季度起我国央行方才密集发力。在本轮美联储加息周期开启前，我国处在经济繁荣发展期，随着通胀压力在2003年至2004年初的逐步抬头，我国央行采取了较为克制的适度紧缩政策以应对国内的通胀压力，分别于2003年9月、2004年4月两次加准，分别调升100BP、50BP，领先于这一轮的美联储加息周期，但信号意义更强烈的存贷款基准利率并未做变动。在2004年6月美联储首次加息后，我国无论是价格型还是数量型的货币政策工具均未有跟随式的调整，直至2004年9月美联储完成年内第三次加息后的1个月左右，我国央行才正式开启了新一轮加息周期。在此之后，由于通

胀压力的暂缓，尽管在 2005 年美联储进入了本轮加息周期的高潮，但我国央行对存款准备金率、存贷款基准利率并未进行任何调整，在 2006 年国内经济步入过热、通胀出现失控迹象后，2006 年二季度起我国央行才开始密集发力。2006 年 4 月至 2007 年 12 月，央行合计加息 8 次，其中 6 次加息密集发生在 2007 年 3 月至 12 月的 10 个月内，对应着这一时期通胀的快速上行。总的来看，尽管这一轮中美加息周期时间有重合，但加息高潮期有错位，“以我为主”还是政策调控的核心考量。

本轮美联储加息周期开启前后，A 股市场均处下跌趋势，国内货币政策变化是主导力量。从本轮美联储加息周期开启前后 A 股的表现来看，由于当时外资参与 A 股的途径有限，A 股市场对美联储加息的反应更多体现在风险偏好上，国内货币政策的变化仍是主导力量。具体来看，在本轮美联储加息周期开启前，A 股呈现普跌的格局，主要还是受制于当时市场对国内政策快速收紧的担忧，万得全 A 指数在前三个月内下跌 21.98%。在美联储加息落地后，A 股市场继续呈下跌趋势，但由于国内短期内并未继续出台紧缩性的政策，2004 年 9 月在高层督促落实“国九条”的提振下，A 股在短期内出现一定修复，以上证指数为代表的大盘股修复程度更优。而随后伴随央行正式开启加息周期，A 股市场再度转跌。从行业层面来看，煤炭、交通运输、传媒等行业市场表现居前，主要是受拉闸限电、运力紧张、外资并购等行业自身因素驱动。整体来说，本轮美联储加息周期的开启前后 A 股均处在下跌趋势，A 股市场对美联储加息的反应更多体现在风险偏好上，国内货币政策的变化仍是主导力量。

图 11：2002-2004 年美国房价加速抬升



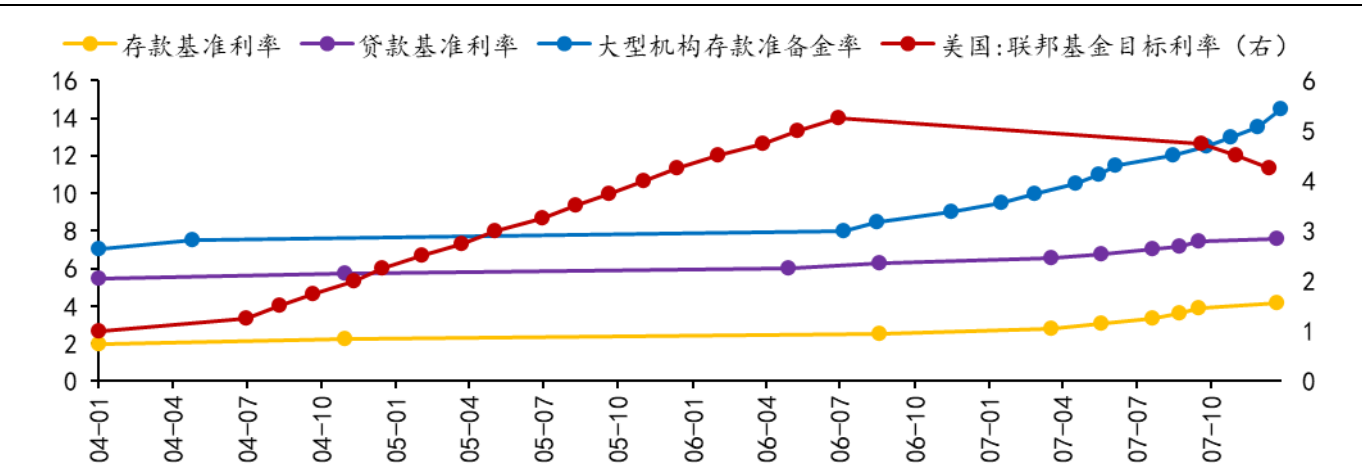
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 12: 本轮加息周期开启后, 美国十债利率结束上行趋势拐头向下, 权益资产短期承压、中期回暖

大类资产表现		-3M	+1M	+3M	+6M
指数	道琼斯工业指数	0.75	-2.63	-3.23	3.48
	纳斯达克指数	2.69	-7.25	-8.11	5.86
	标普500	1.30	-3.03	-2.30	6.05
行业	非必需消费	-0.49	-3.70	-1.91	10.50
	必需消费	-0.01	-4.63	-6.36	0.85
	医疗	2.34	-5.11	-3.87	-1.77
	工业	7.97	-1.65	-1.17	9.35
	信息技术	2.77	-7.12	-1.08	1.94
	材料	1.97	-1.50	1.79	12.10
	通信设备	-1.77	3.38	5.69	14.10
	公共事业	-2.27	1.94	6.31	17.72
	金融	-2.94	-1.95	-0.04	6.83
	能源	6.98	3.89	11.51	14.45
	债券	2年期美债收益率 (BP)	105	-2	-15
5年期美债收益率 (BP)		94	-10	-53	-16
10年期美债收益率 (BP)		71	-12	-60	-32

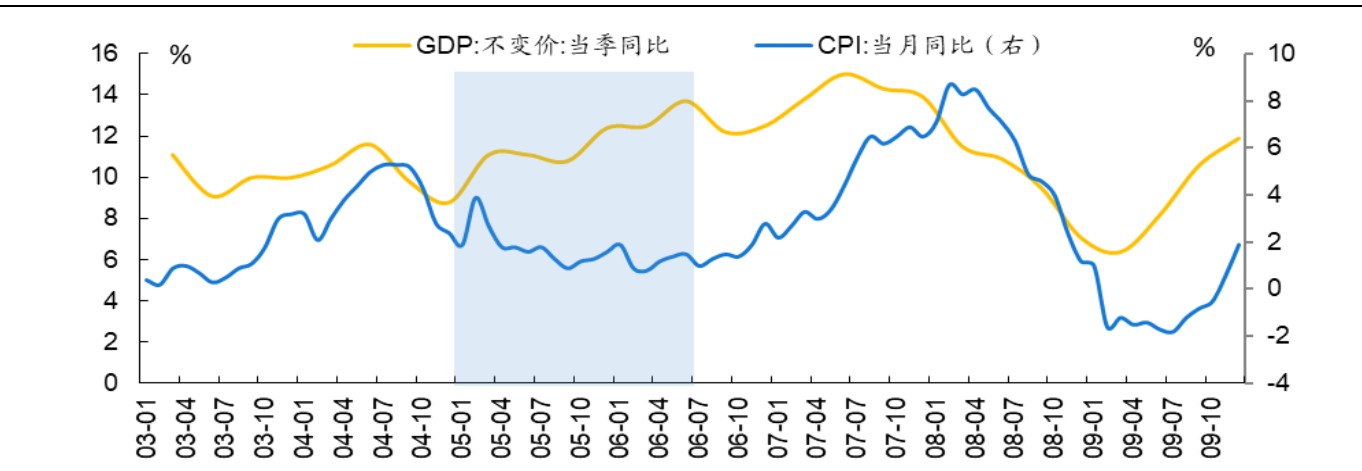
资料来源: Wind、国海证券研究所

图 13: 2004-2007 年中美政策利率变动情况



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 14: 2005-2006 年中国通胀压力暂缓, 经济发展繁荣



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 15: A 股市场在美联储加息的反应更多体现在风险偏好上, 国内货币政策变化还是主导

股票		-3M	+1M	+3M	+6M
指数	万得全A	-21.98	-1.85	0.91	-9.71
	上证指数	-19.66	-1.60	1.91	-9.12
市值	大盘	-21.45	0.03	4.28	-7.32
	中盘	-21.43	-0.34	2.97	-6.58
	小盘	-21.20	-7.41	-7.52	-14.04
估值	高市盈率	-28.75	-2.83	-3.58	-15.69
	中市盈率	-20.81	-1.63	2.26	-7.38
	低市盈率	-18.66	0.85	8.68	-3.96
价格	高价股	-22.16	2.05	6.49	0.48
	中价股	-21.24	-2.00	1.83	-9.47
	低价股	-22.91	-2.03	2.69	-12.12

资料来源: Wind、国海证券研究所

图 16: 美联储加息落地后, 短期内煤炭、传媒、交运涨幅居前, 行业自身的逻辑还是行情的主要驱动因素

行业	-3M	+1M	+3M	+6M
煤炭	-18.96	7.10	8.64	8.19
传媒	-20.92	4.39	11.41	15.28
交通运输	-15.93	3.80	10.53	6.76
电力设备	-17.68	2.89	3.44	-4.57
食品饮料	-25.89	2.23	10.19	-1.34
银行	-15.99	1.43	3.12	-13.87
通信	-21.69	0.89	2.92	-4.65
有色金属	-26.04	0.72	4.73	-9.27
电子	-20.30	0.07	-2.78	-7.71
钢铁	-21.63	-0.38	11.11	2.59
家用电器	-13.26	-0.90	-8.33	-18.91
纺织服装	-20.57	-1.34	3.71	-12.36
基础化工	-19.54	-1.36	3.74	-8.80
石油石化	-16.99	-1.54	1.82	-7.90
社会服务	-26.16	-1.68	9.97	-1.49
房地产	-27.05	-1.76	0.94	-10.28
综合	-25.72	-1.78	-2.73	-13.62
公用事业	-17.00	-1.89	-1.81	-14.51
商贸零售	-20.77	-2.37	4.92	-6.75
医药生物	-23.17	-2.49	-0.37	-9.83
建筑装饰	-23.89	-2.74	0.73	-10.38
机械设备	-28.00	-2.89	-1.61	-12.62
环保	-20.75	-3.11	-8.48	-20.53
轻工制造	-24.19	-3.34	2.64	-6.42
建筑材料	-20.90	-3.50	-5.85	-21.25
美容护理	-24.98	-4.01	-4.17	-14.17
国防军工	-28.08	-4.67	-1.96	-13.92
农林牧渔	-25.82	-4.74	0.55	-13.19
计算机	-22.10	-5.23	0.07	-4.35
非银金融	-24.93	-6.81	3.00	-10.64
汽车	-28.66	-6.96	-2.23	-26.34

资料来源: Wind、国海证券研究所

1.3、2015年12月的加息周期

2015年12月美联储开启新一轮加息周期，本轮美联储加息周期持续时间较长，相比以往也更加缓慢，主要为减少前面三轮量化宽松后扩表过快带来的系统性风险。加息周期由2015年持续至2018年，期间每年分别加了1、1、3、4次息，美联储将联邦基金利率从0.25%上调至2.5%。加息周期开始前，针对美国GDP于2011-2012年再度回落的情况，美联储在2013年启动第三轮量化宽松货币政策。2014年美国开始企稳向好，美联储在9月16日第一次正式提出货币政策正常化原则和计划，并进入加息观察期，直至2015年12月才开始缓慢加息的进程。此次加息与以往加息进程的不同之处在于一是这次加息计划并不针对经济过热和通胀过高情况，美国经济仅温和复苏，核心通胀率在危机之后始终没有超过3%，而是主要针对三轮量化宽松后，美联储资产负债表急剧膨胀，商业银行超额准备金过多，短期利率持续下行助推了股价、房地产等资产泡沫的形成，系统性风险不断提升，货币政策的正常化调整是为后续防范风险和危机应对留出更多的操作空间。二是加息节奏非常缓慢。从2014年9月提出计划到2015年12月，时隔一年多美联储才第一次加息，且幅度为25个基点，到2016年12月美联储才第二次加息，也只加了25个基点，直至2017年才开始连续加息。

首次加息后美国股票市场短期二次探底后于中期反弹，美国十债名义和实际利率同时结束上行趋势拐头向下，美元指数在加息落地后同样见顶回落。从大类资产表现来看，在加息预期升温阶段，美股表现依旧强劲，道指领涨。具体行业来看，消费和科技短期也有超额收益；债市方面，受加息预期影响，长端及短端利率均出现不同程度的抬升，期限利差收窄；汇率方面，加息预期推动了美元汇率步入上涨周期，经历了一轮大幅升值，美元指数从2014年8月的82一路上扬至2015年4月的98。在首次加息后，美股经历了二次探底，并在次年2月（加息后的2个月）后触底回升，随后进入新一波长牛，主要指数在6个月内回到加息落地前的水平。从行业表现来看，公用事业和通讯设备在这一阶段存在明显的防御属性，走出独立行情，必须消费、工业、能源和材料行业也在6个月内创下新高，对流动性敏感的科技行业和金融受到加息影响相对较大，跌幅较高，但同样在6个月内收窄；债市在首次加息后领先股指走强，长端及短端利率均出现不同程度的回落，下行趋势一直延续到2016年中旬。汇率方面，美元指数在加息开始后出现短暂下跌，直至二次加息预期来临时再度反弹。

本轮美国加息预期持续升温的过程中，国内正实施一轮稳增长为主基调的货币宽松周期，在美国首次加息后，国内不再降息但依旧降准，形成一段短期的背离，在2017年美国连续加息后国内开始跟随加息，并在2018年逐步退出跟随状态。2014年我国经济增速换挡趋势明显，由于投资、消费均表现不佳，经济下行压力逐步增大，此外，受到油价暴跌、出口萎缩等因素的影响，国内经济还面临了较大的通缩压力。货币政策方面则触发了于2014年10月启动的新一轮持续1年半的连续降息降准过程。具体来看，到2015年10月，1年期存贷款基准利率分别下降150BP、165BP至1.5%和4.35%。美联储首次加息后，国内停止降息，进入了冷静观察期，2016年底美联储加息时国内央行在投放量上加大，价上保持不动。在美国2017年年内第一次（加息周期第三次）加息后开始跟随加息。这一时期美联储加息是为了实现货币政策正常化，而中国更多考量的是金融体系去杠杆，2017年3月、12月我国央行两次跟随式加息。加息形式以上调OMO、

MLF 和 SLF 利率为主要手段。2018 年美联储的连续四次加息期间，国内央行仅跟随了第一次，随后开始转向，并在美联储加息之间降准。随着贸易战的爆发和国内经济下行压力的加码，国内逐渐脱离美联储的加息步伐。

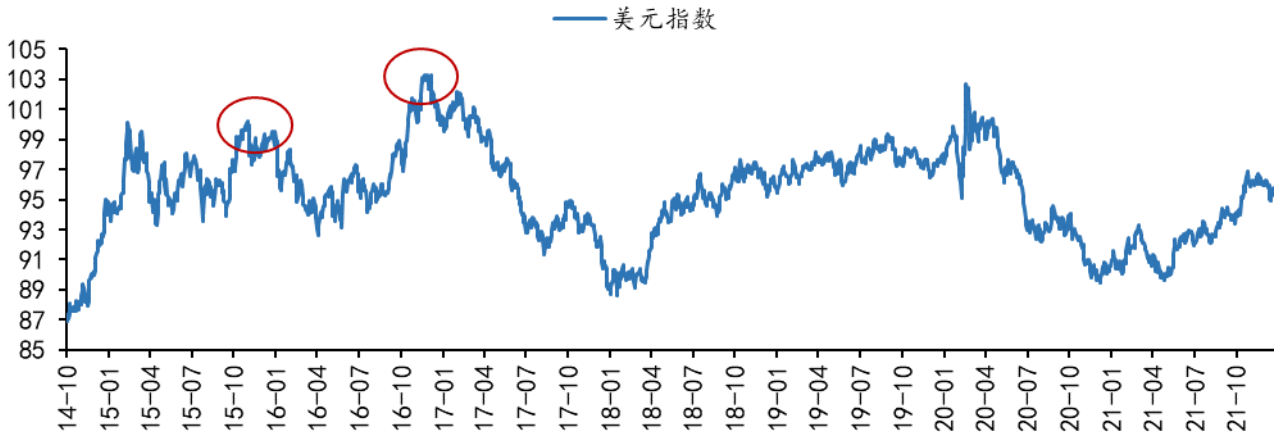
从股票市场表现来看，美联储首次加息后，尽管国内并未跟随，但对 A 股形成不小的扰动，后面的连续加息周期中，第五次美联储加息后 A 股高点确立。2015 年美联储加息前，国内市场走势较为极端，已经经历了降息带来的估值行情，并在 6 月证监会彻查场外配资的背景下冲高回落。美联储降息的前三个月，国内市场经历了 2015 年 8 月降息催化的一波短暂的反弹，主要股指和全部行业收涨。美联储加息后，国内市场跟随海外进一步拐头下探，并于 2016 年 2 月（美联储加息后的 2 个月）同步企稳，此时，随着 2016 年 2 月 29 日央行宣布降准 0.5 个百分点的催化，国内春季躁动行情启动，前期回调幅度最大的成长及周期板块实现超跌反弹。至 4 月春季躁动结束后，随着供给侧结构性改革全面铺开，经济基本面出现好转，经济企稳使得消费和金融板块具备超额收益，其中，传统产业中的龙头公司受益于结构性改革带来的产业集中度的提升以及行业盈利水平的修复，“以大为美”行情初具雏形，由 2013 年起始的成长风格正式切换向价值。2016 年 4 月春季躁动行情结束至 2016 年年末，消费及金融板块以 6.13% 和 3.88% 的涨幅领跑市场，其中食品饮料、银行等行业涨幅居前，分别取得 15.86%、3.48% 的绝对收益。2016 年 12 月和 2017 年 3 月的加息对美股和 A 股造成小幅回撤，2017 年 6 月的加息并未对 A 股造成趋势扰动，2017 年底美联储加息后，A 股确立高点，开启了长达一年的下行通道。尽管 2018 年国内再度降准，并逐渐退出跟随美联储加息状态，但受到中美关系等内外部环境不利因素的催化，A 股未改一路下行的态势。总的来看，首次加息和第五次加息对 A 股扰动较大，趋势性回调明显。风格配置上，金融和消费整体胜率更高。

图 17：本轮加息周期开启后，美国十债利率拐头向下，股票短期承压，中长期反弹回暖

大类资产表现		-3M	+1M	+3M	+6M
指数	道琼斯工业指数	4.92	-9.92	-2.39	-0.42
	纳斯达克指数	2.22	-11.49	-6.06	-4.49
	标普500	2.60	-9.30	-2.21	0.11
行业	公共事业	1.43	0.90	12.58	17.10
	通信设备	2.93	-3.41	13.31	14.48
	必需消费	5.40	-5.31	2.65	4.97
	医疗	-0.62	-7.58	-7.67	-1.78
	工业	2.32	-9.04	0.90	3.51
	能源	-6.13	-10.48	1.90	9.25
	非必需消费	2.52	-10.55	-2.52	-2.83
	信息技术	6.50	-10.90	-2.44	-2.53
	金融	3.63	-12.06	-8.52	-7.24
	材料	0.55	-12.55	1.15	6.31
债券	2年期美债收益率 (BP)	31	-12	-26	-13
	5年期美债收益率 (BP)	28	-24	-50	-32
	10年期美债收益率 (BP)	11	-18	-46	-30

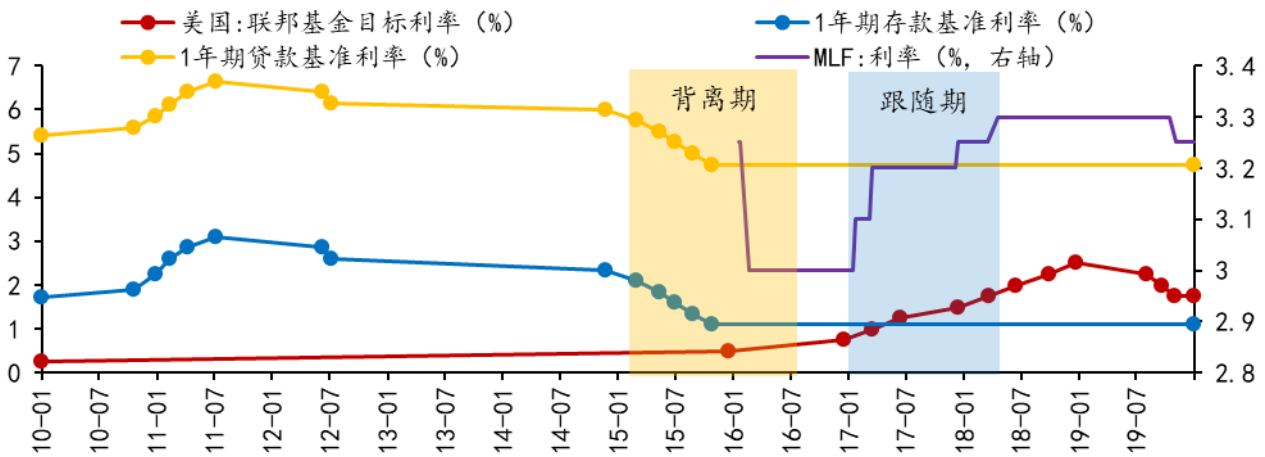
资料来源：Wind、国海证券研究所

图 18: 前两次加息发生后造成美元指数走势拐头向下



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 19: 从利率来看美联储 2015-2018 的加息周期中前段国内货币政策前段背离, 中段跟随



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 20: 美联储的 2015 年底的首次加息对国内股指形成不小的扰动

股票		-3M	+1M	+3M	+6M
指数	万得全A	3.83	-21.00	-23.57	-20.34
	上证指数	1.01	-17.50	-18.37	-19.17
	创业板指	4.68	-23.53	-28.43	-25.51
市值	大盘	15.00	-14.74	-15.37	-16.04
	中盘	26.96	-22.64	-26.32	-24.48
	小盘	36.00	-23.06	-27.16	-22.46
估值	高市盈率	30.59	-23.66	-29.76	-28.15
	中市盈率	40.37	-23.11	-28.44	-22.69
	低市盈率	18.87	-13.91	-13.70	-13.50
价格	高价股	26.83	-20.18	-25.22	-19.64
	中价股	31.50	-18.97	-20.32	-16.12
	低价股	16.40	-14.75	-17.04	-19.23
行业	金融	25.01	-14.38	-14.04	-13.88
	周期	34.17	-22.08	-24.51	-20.62
	消费	33.62	-19.94	-22.70	-17.63
	成长	50.73	-25.90	-31.02	-25.38

资料来源: Wind、国海证券研究所

图 21: 从具体操作应对来看 2015 年-2018 年美联储加息后国内先背离, 再跟随, 后背离

日期	加息幅度	国内操作	状态
2015 年 12 月 16 日	25BP, 0.25%-0.5%	同年连续降准降息, 2015 年 10 月, 1 年期存贷款基准利率分别下降 150BP、165BP 至 1.5%和 4.35%	背离
2016 年 12 月 15 日	25BP, 0.5%-0.75%	同月加大投放, 对金融机构开展 SLF 常备借贷便利操作共 1357.5 亿元, 前两个月仅为 7.12 和 284.60 亿元, MLF 中期借贷便利操作共 7330 亿元, 连续三个月维持较高水平	背离
2017 年 3 月 16 日	25BP, 0.75%-1%	上调 7 天、14 天、28 天期逆回购操作中标利率 (OMO) 和 6 个月和 1 年期中期借贷便利的中标利率 (MLF) 10 个基点	跟随
2017 年 6 月 15 日	25BP, 1%-1.25%	—	—
2017 年 12 月 13 日	25BP, 1.25%-1.5%	12 月 14 日上调逆回购中标利率和 MLF 操作利率各 5 个基点。进行了 2880 亿元 1 年期 MLF 中期借贷便利操作, 利率达到 3.25%。上调隔夜、7 天和 1 个月常备借贷便利利率各 5 个 BP, 分别达到 3.35%、3.50%和 3.85%。	跟随
2018 年 3 月 21 日	25BP, 1.5%-1.75%	3 月 22 日进行了 100 亿元的 7 天期逆回购操作, 中标利率上调 5 个基点至 2.55%	跟随
2018 年 6 月 14 日	25BP, 1.75%-2%	同月加大投放, 6、7 两个月通过 MLF 操作累计净投放 9055 亿元, MLF 操作利率维持在 3.3%没有变化	背离
2018 年 9 月 27 日	25BP, 2%-2.25%	同月净投放四次。使用的货币政策操作工具是两次 MLF, 利率持平于 3.30%	背离
2018 年 12 月 20 日	25BP, 2.25%-2.5%	12 月 19 日创设定向中期借贷便利 TMLF, 支持小微和民营企业融资。新增再贷款和再贴现额度 1000 亿元, 支持对小微企业和民营企业贷款, 使其总额达到了 4000 亿元	背离

资料来源: 新浪新闻、国海证券研究所

图 22: 美联储 2015 年底的首次加息短期内 A 股整体走弱, 银行、食品饮料抗跌属性较强

行业	-3M	+1M	+3M	+6M
银行	6.98	-7.58	-8.98	-4.99
钢铁	2.74	-9.32	-19.39	-22.10
煤炭	12.03	-10.45	-11.58	-7.22
食品饮料	15.79	-12.21	-10.92	1.03
家用电器	28.81	-15.29	-16.67	-9.96
美容护理	33.64	-16.30	-18.08	-6.74
社会服务	38.56	-16.57	-22.29	-22.02
房地产	39.95	-17.38	-19.56	-20.39
医药生物	27.19	-19.32	-22.05	-19.84
石油石化	12.57	-19.39	-16.78	-8.64
汽车	35.44	-19.39	-21.51	-4.55
非银金融	34.43	-19.49	-21.41	-20.33
农林牧渔	33.80	-19.67	-19.52	-15.18
轻工制造	30.05	-19.98	-26.07	-22.98
建筑装饰	11.61	-20.00	-19.81	-23.74
公用事业	13.79	-20.07	-24.60	-25.36
纺织服饰	38.68	-20.95	-21.41	-20.20
商贸零售	25.63	-21.12	-24.48	-23.84
基础化工	36.81	-21.39	-23.11	-19.30
建筑材料	27.68	-21.55	-20.71	-20.72
有色金属	33.11	-21.64	-19.82	-10.65
国防军工	19.68	-21.64	-28.26	-26.77
交通运输	8.16	-21.73	-24.78	-25.88
电力设备	36.63	-21.88	-26.99	-20.59
通信	45.08	-22.55	-26.79	-24.18
环保	36.09	-23.06	-26.90	-25.70
机械设备	31.01	-23.55	-27.73	-23.74
电子	44.85	-24.21	-26.11	-16.09
综合	41.48	-24.49	-29.24	-26.87
传媒	40.83	-24.97	-30.81	-32.00
计算机	50.81	-25.24	-32.02	-28.19

资料来源: Wind、国海证券研究所

1.4、本轮美联储加息的后续演绎

今年 3 月美联储大概率将开启本轮加息周期, 下半年有望启动缩表, 1 月 27 日的 FOMC 会议是重要的观察窗口。加息与缩表作为美联储货币政策收紧的两大工具, 前者是价格型的, 后者是数量型的。从上一轮美联储紧缩周期的进程来看, Taper 结束后开启加息与缩表是顺其自然的, 但二者实际功能略有不同, 加息通过对借贷成本的增加, 控制通胀的效果更明显, 缩表对减少流动性的作用更大。从政策演进路径来看, 今年 3 月美联储大概率将开启本轮加息周期, 下半年有望

启动缩表，今年两大收紧工具大概率将并行而至，以实现对流动性的实质收紧，1月27日的FOMC会议是后续重要的观察窗口。

当前市场对美联储加息的担忧在节奏与幅度两点，全年是否会有四次以上的高频加息仍需观察，预期发酵阶段往往是一轮紧缩周期中最悲观的时刻。节奏方面，最新的美联储会议纪要显示，2022年大概率将加息3次，但当前联邦利率期货隐含的加息预期是4次，部分激进的机构甚至预期将加息5次以上。美联储实际操作的情况取决于通胀形势，尽管今年美国CPI很难回到2%的目标区间，但随着需求端的回落和供给约束的缓解，下行方向还是确定的。如果美国通胀在下半年出现明显缓和，放缓加息节奏是合意的。此外，预期发酵阶段往往是一轮紧缩周期中最悲观的时刻，市场往往按照最坏的情形给予假设和推演，随着加息预期逐步计入市场价格、直至最后落地，市场预期会逐步由悲观向乐观情形转变。频率方面，市场担忧美联储首次加息会上调政策利率50BP，但从2000年以来美联储加息的节奏均是每次25BP，如果加息太急并且太快，有可能会造成衰退的预期，所以首次加息为50bp的可能性并不大。

美联储加息周期开启前是我国政策宽松的重要窗口期，靠前发力至关重要，预计后续仍会有宽松的操作。2-3月降准降息大概率将交替使用，需要关注1-2月稳增长政策发力后的经济成色如何。二季度后的货币政策取向将面临美联储加息缩表的约束，价格性工具继续使用的可能性在下降，数量型工具和结构性货币政策工具将占据主导。当前同2014年底-2015年底中美政策周期出现背离时的情形较类似，一方面美联储加息周期开启前仍是我国政策宽松的重要窗口期，用国内流动性宽松去对冲海外收紧的负面效应仍有必要，2-3月降准降息大概率将交替使用，需要关注1-2月稳增长政策发力后的经济成色如何。另一方面在美联储加息正式落地后，我国货币政策取向确实会面临一定约束，价格性工具继续使用的可能性在下降，数量型工具和结构性货币政策工具将占据主导，央行大概率会通过定向降准、MLF超额续作、结构性货币政策工具的创新使用等方式实现对流动性环境的呵护。

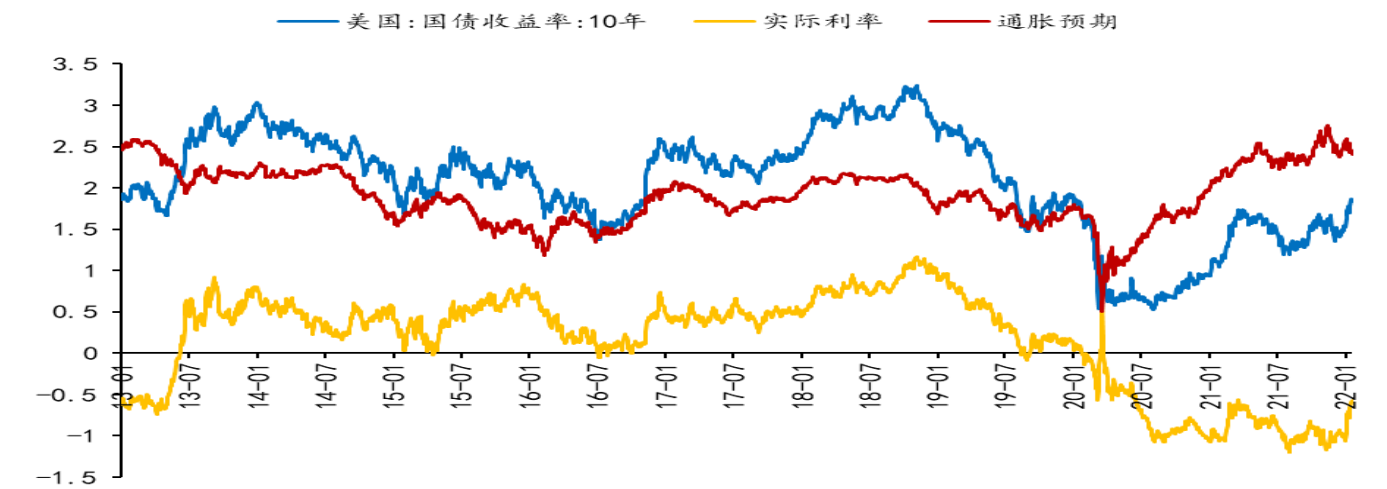
加息与缩表短期内均会对美股会形成负面压制，但流动性拐点并非决定美股中长期方向的核心变量，基本面才是关键。根据历史经验，美股因流动性环境扰动造成的最大下行幅度约20%，本轮美股调整已经基本进入尾声。估值与业绩是决定股市运行方向的两大变量，估值与流动性高度相关，业绩和宏观经济运行较紧密。加息与缩表等流动性收紧举措对美股形成负面压制是毫无疑问的，但影响一般仅局限于短期，且在市场未充分预期的情形下。比如2018年Q4美联储连续三次加息，大幅超出市场预期，从而对美国风险资产的影响也是较显著的。但流动性层面的扰动并非决定美股中长期方向的核心变量，基本面才是关键，特别是2021年4月以来，美股同样呈现出业绩驱动、估值收缩的市场特征，所以企业盈利是否会发生逆转才是决定今年美股运行方向的关键。从历史经验来看，美股因流动性环境扰动造成的最大下行幅度约20%，即2018年Q4因为加息频次过高导致的调整。当前纳指自去年11月以来调整幅度约14%，标普500指数回调约10%，综合来看本轮美股调整已经基本进入尾声。

美债在美联储加息正式落地前仍有上行空间，2%是关键点位，加息后由于政策兑现，美债很难继续维持在之前的高点。1月以来，美国国债收益率对今年美联储多次加息、开启缩表的预期逐步定价，十年期美国国债收益率上行幅度超过

30BP，基本都是由实际利率驱动，而同期的通胀预期反而在回落，表明推高名义利率的关键是对政策收紧过快的担忧，而不是通胀持续超预期。从上一轮美联储紧缩周期时的利率走势来看，期间美国十债利率共出现两个 3% 的高点，一个发生在 2013 年 5 月缩减恐慌爆发后，一个在 2018 年底美联储加息周期进入高潮时，3% 的利率高点也和当时美国的长期利率中枢相吻合。在今年 3 月美联储首次加息正式落地前，美债利率易上难下，突破 2% 的概率在加大。但往往政策落地预示着利率下行拐点的出现，预计 3 月后美债利率快速上行的压力将会有所缓解，下半年美债利率是否会重回上行趋势需关注美联储加息的节奏与频率。

实际利率是主导近期美债上行的核心驱动力，从历史经验来看，实际利率的快速攀升会对全球高估值资产造成负面压制。实际利率可以较好地反映出美国实体投资的回报水平，当实际利率处于上行区间时，资金更愿意进入实体而不是金融市场，从而全球范围内估值处于高位的股票将明显承压，比如美股的纳斯达克指数和中国的创业板指。当实际利率回落时，表明在金融市场可以获得更高的收益，资金将回流至股市。从历史经验来看，实际利率的快速攀升将对全球高估值资产造成明显的负面压制，无论是 2018 年四季度、2020 年 3 月、2021 年 2 月，还是今年以来的市场，均反映出这一现象。1 月 27 日的 FOMC 会议是观察后续美联储政策取向的重要窗口，如果美联储释放出明确的 3 月加息的预期，不排除实际利率仍有进一步上行的可能，直至 3 月加息正式落地后才有望迎来拐点。

图 23：近期美债利率飙升，主要是实际利率驱动



资料来源：Wind、国海证券研究所；单位：%

图 24：2020 年疫情后，创业板指同美债实际利率的走势总体呈现负相关的关系



资料来源: Wind、国海证券研究所; 单位: %

2、三因素关键变化跟踪及首选行业

2021年12月经济数据表明稳增长仍需加力, 1月高频经济数据显示供需两端喜忧参半。降息落地, LPR和SLF利率相继调整, 货币宽松窗口打开。1月以来风险偏好较为低迷, 割裂的市场风格背景下, 后续成长股主要取决于美股的演绎, 价值股主要取决于国内的稳增长政策节奏。

2.1、经济、流动性、风险偏好三因素跟踪的关键变化

2021年12月经济数据表明稳增长仍需加力, 1月高频经济数据显示供需两端喜忧参半。2021年12月经济数据公布, 四季度和全年经济数据也相继出炉, 其中2021年四季度实际GDP同比为4.0%, 年度GDP同比为8.1%, 两年平均增速为5.1%, 从12月单月经济数据来看, 消费和地产明显回落, 工业、基建和制造业表现较好。经济数据展现出的经济下行压力较大, 尤其是结构性的矛盾较为突出, 地产的冲击尚未结束, 消费受到点状疫情的影响持续疲弱, 就业的边际变化并不乐观, 稳增长仍需继续加力。从1月最新的高频经济数据来看, 生产端方面, 高炉开工率从去年年底的低点明显回升, 但轮胎开工率较去年年底有所回落。需求端方面, 30城地产销售较去年1月大幅下行, 乘用车车市零售逐周走势较强, 去年四季度以来生产改善明显, 供给充足, 部分车型终端已加大促销。从外需来看, 周边国家出口依然维持较高增速, 其中韩国1月前10天韩国出口同比增长24.4%。

降息落地, LPR和SLF利率相继调整, 货币宽松窗口打开。本周MLF和逆回购利率下调10bp, 随后1年期LPR下调10bp, 5年期LPR下调5bp, 随后1月21日, 央行下调各期限SLF利率10bp。从过去几轮降息周期来看, 很少出现只降一次息的情况, 因此从政策的延续性与可持续性考虑, 一季度大概率仍会有降准降息的操作, 并且会交替使用。二季度之后的货币政策取向将面临美联储加息缩表的约束, 价格型工具继续使用的可能性在下降, 数量型工具和结构性货币政策工具

将占据主导，同时也需要评估前序稳增长政策的效果。参考 2018 年的情形，在美联储快速加息的周期之中，国内的货币政策主要采取的是降准的方式，以缓解人民币贬值的压力。从市场利率水平来看，短端利率保持在政策利率附近，资金面仍相对保持宽松态势，十债利率持续下行至 2.7% 附近。

1 月以来风险偏好较为低迷，割裂的市场风格背景下，后续成长股主要取决于美股的演绎，价值股主要取决于国内的稳增长政策节奏。1 月以来市场风险偏好逐步下行，大小盘风格轮流下跌，从行业风格来看，上涨的行业多为偏防御属性的低估值板块，赛道股持续调整。一方面，市场希望看到更多的稳增长政策出台，能够支持低估值板块的延续性；另一方面，美股近期的持续下跌、美债利率的上行给成长股带来较大扰动。1 月以来纳斯达克指数跌幅超 10%，美债利率一度逼近 1.9%，且上行主要由实际利率贡献。整体而言，当前市场的风格较为割裂，其中成长股主要取决于美股的演绎，价值股主要取决于国内的稳增长政策节奏。

2.2、1 月行业配置：首选电子、传媒、国防军工

行业配置的主要思路：“弱经济+宽货币”条件下市场机会加大，春季躁动布局成长主线的扩散。去年 12 月高频经济数据显示供需仍相对偏弱，但 PMI 回升态势初步形成，特别是新兴产业 PMI 大幅改善，12 月达到 54.2。此外，货币政策方面，继全面降准、结构性降息之后，我国又一重要的稳增长措施落地，12 月 20 日 1 年期 LPR 报价下调 5BP，对资本市场流动性进一步形成有力支撑。展望一季度，仍存在通过降低 MLF 操作利率实现进一步降息、托底经济的可能性。当前“弱经济+宽货币”组合下，春季躁动可期，建议优先布局受益于流动性环境且估值具有相对优势的部分成长板块，兼顾提价逻辑下的消费板块，具体包括，1) 考虑性价比，纵向对比今明两年万得一致预测来看，成长板块业绩增速方面，汽车、计算机、传媒和军工行业存在提升空间，安全边际较高，从估值分位来看，成长行业五年市盈率分位除电力设备外，其余行业均低于万得全 A 位置，配置价值较高；2) 是从科技产业周期的轮动来看，软件领域的突破和开发或将成为预期先行的资本市场中估值扩张的主要驱动力，在本轮以汽车、VR 眼镜等消费产品作为载体的科技周期中，后续仍待杀手级软件和应用的出现，进一步催化销量明显增长，应关注传媒、软件开发、IT 服务、光学图像等景气度持续的细分赛道；3) 前期超跌且业绩具备确定性优势的价值板块，主要集中在消费风格，其中食品饮料和家电行业 2022 年业绩同比预测出现显著改善，具备估值修复动能，存在配置价值。1 月首选行业电子、传媒、国防军工。

电子

支撑因素之一：《上海市电子信息产业发展“十四五”规划》印发，推动整体集成电路产业链自主创新与规模发展。《规划》提出，上海与长三角各地产业协同发展，到 2025 年，初步建成具有全球影响力和竞争力的世界级电子信息产业集群，形成较为完备的产业生态使产业链稳定性和韧性显著增强。

支撑因素之二：苹果 iPhone SE 3 今年 3-4 月发布，售价 2500 元起，廉价版 5G

iPhone 有望成为苹果 2022 年增长的关键之一，国内相关产业链有望显著受益。据 Digitimes 报道，市场传出苹果将于 2022 年上半年推出下一代平价 iPhone，预计将在 3-4 月发布，规格将会与前几代 SE 相符，并搭载最新的 A15 芯片及 5G 功能。有市调机构还指出，苹果对 iPhone SE3 的定价设定在 400 美元（2548 元人民币）以下，较上一代 SE 2 进一步下调。

支撑因素之三：去年 11 月北美半导体设备制造商出货金额为 39.3 亿美金，同比增长 50.6%。根据 SEMI 发布的 11 月设备市场数据订阅 (EMDS) 出货量报告，北美半导体设备制造商在 2021 年 11 月（三个月移动平均数）公布了 39.3 亿美元的全球出货量。出货量数字比 2021 年 10 月的最终出货量 37.4 亿美元高 5.0%，比 2020 年 11 月的 26.1 亿美元高 50.6%，在前期历史高位基础上再创新高，在当前全球扩产大背景下，整体行业有望保持高景气。

标的：斯达半导、北方华创、中微公司、歌尔股份、立讯精密等。

传媒

支撑因素之一：渠道格局稳定的背景下，看好优秀的内容公司，有望通过商业模式升级及品类扩充实现估值提升。当前元宇宙已成为全球巨头开发先进技术和新型场景应用的最终设计目标。当前游戏板块估值较低，预计云游戏、ARVR、元宇宙概念将持续发酵，有望带动板块估值提升。国内外巨头推动 VR 硬件放量后，或将加速国内游戏龙头在该领域的研发投入或投资收购。关注版号重发及出海市场。

支撑因素之二：长视频板块的中长期逻辑是提价及要素成本下降，关注短视频渠道或将带来的版权分销价值增量。国内对于明星主播加强监管，平台方和内容方成本下降迎来利好，看好自制能力领先的平台；会员提价持续落地，短期持续为头部平台贡献收入，年末和春节档期来临，关注院线收入修复。

支撑因素之三：Web3.0 的发展方向清晰明确。相比 PC 互联网，移动互联网提升了便携性、交互方式更自然，其应用场景和总产值获得了倍数放大。Web3.0 有望带来硬件及交互方式的进一步升级。

标的：芒果超媒、三七互娱、吉比特、完美世界等。

国防军工

支撑因素之一：科技赋能训练基地及模拟蓝军建设升级。全军训练基地和模拟蓝军建设研讨活动在某基地举行，这次研讨活动的关键词是“科技赋能”，来自全军军事训练领域的相关领导，训练基地、模拟蓝军部队主官及专家，重点围绕如何提高训练条件建设的科技含量，推动训练转型升级等问题展开研讨交流。

支撑因素之二：关注“一箭双星”成功发射带来航天领域产业链景气度提升。去年 12 月 23 日，由中国航天科技集团一院抓总研制的长征七号改遥三火箭在中国文昌航天发射场点火升空，“一箭双星”成功发射，长征七号改火箭是我国新一代中型高轨液体运载火箭，地球同步转移轨道运载能力不低于 7 吨，填补了我国

运载火箭高轨道 5.5 吨至 7 吨运载能力的空白,关注后续更多发射任务带来景气度提升。

支撑因素之三: 航空装备将迎多型号批产放量期。十四五规划中提出“2027 年实现建军百年奋斗目标,2035 年基本实现国防和军队现代化,2050 年把人民军队建成世界一流军队”,军工发展长期目标明确,支撑行业高景气。2022 年是国企改革最后一年,产能加速释放可期,业绩改善预期加强。

标的: 中航电子、中航沈飞、北摩高科、航天电器等。

表 1: 1 月重点看好行业及标的

最看好的行业	主要标的
电子	斯达半导、北方华创、中微公司、歌尔股份、立讯精密等
传媒	芒果超媒、三七互娱、吉比特、完美世界等
国防军工	中航电子、中航沈飞、北摩高科、航天电器等

资料来源: 国海证券研究所

表 2: 1 月行业配置表

行业名称	沪深 300 权重	配置建议	行业名称	沪深 300 权重	配置建议
食品饮料	12.5%	标配	基础化工	1.74%	标配
电力设备	11.26%	标配	农林牧渔	1.64%	标配
银行	10.76%	标配	建筑装饰	1.6%	标配
非银金融	10.16%	标配	国防军工	1.59%	超配
医药生物	9.42%	标配	建筑材料	1.32%	标配
电子	8.15%	超配	石油石化	1.21%	标配
计算机	3.89%	标配	商贸零售	1.17%	标配
家用电器	3.43%	标配	通信	1.03%	标配
汽车	3.38%	标配	传媒	1.00%	超配
有色金属	3.34%	低配	钢铁	0.67%	低配
交通运输	2.64%	标配	煤炭	0.60%	低配
公用事业	2.41%	标配	美容护理	0.31%	标配
机械设备	2.37%	标配	社会服务	0.29%	标配
房地产	1.82%	标配	轻工制造	0.29%	标配

资料来源: Wind、国海证券研究所

3、风险提示

流动性收紧超预期，经济失速下行，中美摩擦加剧，疫情超预期恶化等。

【策略研究小组介绍】

袁稻雨，策略资深分析师，5年策略研究经验，约翰霍普金斯大学硕士，侧重市场趋势研判与产业专题研究，国别比较等。

胡国鹏，研究所副所长，策略组首席分析师，11年策略研究经验，十四届新财富策略研究入围，西南财经大学金融学硕士，金融界《慧眼识券商》行业配置榜连续5年前五。2010-2014年策略高级分析师，2014-2021年首席分析师、所长助理。侧重经济形势分析、市场趋势研判和行业配置。

【分析师承诺】

胡国鹏，袁稻雨，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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本

报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。