



Research and
Development Center

历次美联储加息周期中美股与 A 股表现分析

2022 年 05 月 16 日

证券研究报告

策略研究

策略深度报告

樊继拓 策略首席分析师

执业编号: S1500521060001

联系电话: +86 13585643916

邮箱: fanjituo@cindasc.com

张颖锐 联系人

邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

历次美联储加息周期中美股与A股表现分析

2022年05月16日

核心结论:

- 截至今年5月,美联储已累计加息75bp,缩表也将于6月份开启,市场预计美联储在年内至少加息200bp的概率高达89%。往前看,支撑A股实现V形反转的力量正不断积蓄,如股权风险溢价已处于历史极高值、稳增长政策不断发力等,那么美联储加息会否对A股的反转行情构成压制?
- 加息周期中,美股的表现可以分为两种情况。
 - 第一,美股面临盈利上行+货币紧缩的组合。此时美股通常会在加息初期出现5%-10%幅度的调整,持续时长也通常在2个月以内。随后盈利上行仍将支撑美股继续走高。直到盈利增速出现下行,或投资者对盈利的预期转弱,美股才会真正开启大级别的下跌行情,而这通常发生在加息周期结束之后。
 - 第二,美股面临盈利下行+货币紧缩的组合。换言之美国经济处于滞胀状态,典型如20世纪70年代。这段时期,美股通常在货币政策收紧之前就出现调整,因为经济下行压力已经开始显现。而滞胀期美股能够企稳的最关键原因是估值能达到历史低位,或滞胀结束。
- 加息周期中,A股的大级别涨跌并无显著规律。1) 2007年之前的两次加息周期中,A股的大级别行情主要受股权分置改革等制度的影响。2) 2015年至2018年,A股成熟度提升,中美股市联动性相较之前有所增强。但中美经济周期错位、两国货币政策的差异(2016年、2018年)、以及2016年熔断事件均导致两国股市的表现存在差异。3) 总结来说,我们认为不宜将美联储加息纳入判断A股大级别行情的框架中。美联储加息对A股的影响至多是月度级别或周度级别的。
- 美联储加息对A股的影响机制有二。
 - 第一,全球流动性收紧,叠加美元指数走高,全球资金在加息预期发酵、加息刚刚落地时持续流出新兴市场股市。但这一规律在A股市场上不够显著,原因在于上一轮加息周期恰逢A股国际化程度快速提升。互联互通机制的落地、A股积极寻求纳入MSCI、富士罗素指数,这些因素导致外资在加息期间依然对A股保持了净流入。
 - 第二,相较于加息,海外经济下行、美股剧烈波动的风险更值得关注。这源于每轮加息周期结束后,美国均会出现经济下行,并出现15%-50%不等的大级别下跌,1970年以来未有例外。从历史经验来看,美股剧烈波动曾导致A股熊转牛的拐点滞后1-3个月。
- 风险提示:报告基于对历史规律的总结,历史规律在未来可能失效。



目 录

一、美联储加息期间美股表现复盘	6
1.1.1 1999 年至 2000 年，美股受盈利支撑整体走高，仅加息初期小幅调整	7
1.2 2004 年至 2006 年，地产业繁荣，美股在加息周期强势上涨	8
1.3 2016 年至 2018 年，后危机时代首次加息，美股于 2018 年出现剧烈波动	9
1.4 1970 年至 1980 年，滞胀年代，美股共出现三轮下挫	10
1.5 历次美联储加息周期中，美股的表现可分为两类	11
二、美联储加息期间 A 股与新兴市场指数表现复盘	14
2.1 1999 年至 2000 年，新兴市场指数在加息后期走弱，A 股行情较为独立	14
2.2 2004 年至 2006 年，新兴市场指数走势与美股接近，但波动更大	15
2.3 2015 年至 2018 年，中美经济周期异步，A 股领先于美股下跌	17
2.4 美联储加息对 A 股影响	19
2.4.1 分时间段来看，2007 年之后中美股市联动性有所增强	19
2.4.2 美联储加息往往推升美元，带来资金流出新兴市场的压力	20
2.4.3 A 股仍处于国际化初期，外资净流出压力尚可	21
2.4.4 相较于加息，海外经济下行的风险更值得关注	22
三、美联储加息期间 A 股的板块表现	23
风险因素	27

表 目 录

表 1: 2000 年以来美联储三次加息周期中美股的表现	11
表 2: 历次加息周期结束之后，美股均会出现一波大级别调整	12

图 目 录

图 1: 历史上看，美联储加息与 A 股大级别涨跌并无直接关系	5
图 2: 美联储有效联邦基金利率与标普 500 指数走势	6
图 3: 美联储资产负债表规模与标普 500 指数走势	6
图 4: 1999 年至 2000 年，加息周期前后标普 500 指数走势	7
图 5: 美国经济增速和标普 500 指数 ROE (单位: %)	7
图 6: 2004 年至 2006 年，加息周期前后标普 500 指数走势	8
图 7: 美国经济增速和标普 500 指数 ROE (单位: %)	8
图 8: 2015 年至 2018 年，加息周期前后标普 500 指数走势	9
图 9: 美国经济增速和标普 500 指数 ROE (单位: %)	9
图 10: 20 世纪 70 年代，加息周期前后标普 500 指数	11
图 11: 美国经济增速和标普 500 指数 ROE (单位: %)	11
图 12: 加息初期美股会出现小幅调整，但不太会出现大级别的熊市	11
图 13: 美联储每一轮加息周期之后，美国经济均会出现一段下行期	12
图 14: 20 世纪 70 年代，美股的三次企稳均对应着估值低位	13
图 15: 1999 年-2000 年，加息周期前后 MSCI 新兴市场指数与 A 股的走势	15
图 16: 新兴市场 GDP 增速在 1990 年弱于美国	15
图 17: 加息期间美元指数 (单位: %)	15
图 18: 加息期间美股股票市场、非美股股票市场的资金净流入	15
图 19: 2004 年-2006 年，加息周期前后 MSCI 新兴市场指数与 A 股的走势	16
图 20: 2007 年，新兴市场国家经济增速仍在上行	16
图 21: 加息期间美元指数 (单位: %)	17
图 22: 加息期间美股股票市场、非美股股票市场的资金净流入	17
图 23: 2015 年-2018 年，加息周期前后 A 股的走势	18
图 24: 国内经济增速和万得全 A 指数 ROE (单位: %)	18
图 25: 2018 年，美股剧烈波动曾在上半年影响 A 股，但下半年的影响趋弱	18
图 26: 2015 年至 2018 年加息期间，陆股通维持净流入	19
图 27: 美元兑人民币中间价 (单位: %)	19
图 28: 2008 年之后标普 500 和万得全 A 指数的走势联动性增强	20
图 29: 美联储加息期间新兴市场指数的表现	20
图 30: 美联储加息期间美元指数的变化	20
图 31: 1995 年以来，全球资金净流入美国股票市场、非美股股票市场的情况	21
图 32: 截至目前，陆股通对于 A 股的持股比例尚未超过 4%	21
图 33: 美股 2008 年暴跌时 A 股的走势	22
图 34: 美股 2018 年、2020 年暴跌时 A 股的走势	22

图 35: 海外营业收入占比较高的行业 (申万一级行业)	23
图 36: 2016 年国内 GDP、CPI、PPI (单位: %)	24
图 37: 2017 年大盘指数走势 (单位: %)	24
图 38: 2016Q1 申万一级行业涨跌幅 (单位: %)	24
图 39: 2016 年全年申万一级行业超额收益 (单位: %)	24
图 40: 2017 年国内 GDP、CPI、PPI (单位: %)	25
图 41: 2017 年大盘指数走势 (单位: %)	25
图 42: 2017 年全年申万一级行业超额收益 (单位: %)	25
图 43: 2018 年国内 GDP、CPI、PPI (单位: %)	26
图 44: 2018 年大盘指数走势 (单位: %)	26
图 45: 2018 年申万一级行业涨跌幅 (单位: %)	26
图 46: 2018 年申万一级行业超额收益 (单位: %)	26
图 47: 美联储加息周期内申万一级行业超额收益 (单位: %)	26

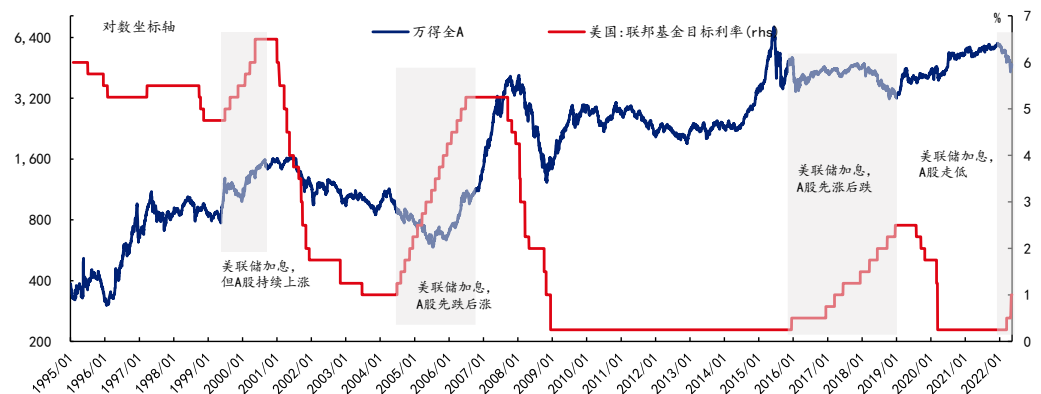
自 2021 年 11 月美联储宣布启动 Taper 以来，美联储货币正常化的步伐不断。截至今年 5 月，美联储已累计加息 75bp，缩表也将于 6 月份开启，市场预计美联储在年内至少加息 200bp 的概率高达 89%。往前看，支撑 A 股实现 V 形反转的力量正不断积蓄（如股权风险溢价已处于历史极高值、稳增长政策不断发力等），那么美联储加息会否对 A 股的反转行情构成压制？

历史上看，美联储加息与 A 股大级别的涨跌并无直接的关系。

2000 年以来，美联储共出现了四次紧缩周期，期间 A 股的涨跌表现并无统一规律。具体来看，1) 1999 年 6 月-2000 年 5 月，美国联邦基金目标利率累计上调 175bp，但 A 股整体收涨，期间回撤幅度仅 20%，这一回撤幅度在 A 股高波动的年代中并不能算很大，这轮加息没有打破 A 股在 1996 年至 2001 年的牛市进程。2) 2004 年 6 月-2006 年 6 月，联邦基金目标利率累计上调 425bp，期间 A 股先涨后跌，于 2005 年 7 月开启了新一轮大牛市。3) 2015 年 12 月-2018 年 12 月，联邦基金目标利率累计上调 225bp，期间 A 股先涨后跌，直到 2018 年 1 月才开启熊市。此外，美联储货币政策边际转松发生于 2019 年下半年，但 A 股在 2019 年初就开启了新一轮牛市。4) 2022 年 3 月以来，联邦基金目标利率累计上调 75bp，而 A 股在联储加息之前开始走低。

我们认为上述现象的重要启示在于，**不宜将美联储加息纳入判断 A 股大级别行情的框架中。美联储加息对 A 股的影响至多是月度级别或周度级别的。**

图 1：历史上看，美联储加息与 A 股大级别涨跌并无直接关系



资料来源：万得，信达证券研发中心

此外，考虑到近年来 A 股国际化程度提升，互联互通机制加深了外资对 A 股的影响，同时也在影响 A 股与全球资产的联动性。在讨论美联储加息对 A 股的影响时，我们有必要先厘清美联储加息对 A 股可能的影响机制，再通过历史复盘观察哪种影响机制曾发挥过作用。

理论上来说，美联储加息对 A 股可能的影响机制有三。我们在复盘 A 股表现时将同时关注以下三点。1) 美联储开启加息后，市场出现美国经济下行的预期（或美国经济确实进入衰退），美股出现小级别波动（或大级别调整），进而影响 A 股的风险偏好。2) 美联储开启加息后，全球流动性收紧，进而导致资金从包括 A 股在内的新兴市场中流出。3) 美联储开启加息后，国内货币政策跟随收紧或放缓宽松步伐，这对国内流动性不利，进而对国内股票与债券市场均产生影响。

一、美联储加息期间美股表现复盘

从 1965 年以来的美股经验来看，美联储加息一般不会成为美股进入技术性熊市的触发因素。1) 比较常见的情况是，美联储加息是为了应对经济增长过热的风险。所以在货币政策刚刚开始收紧时，美股面临着盈利上行和流动性收紧这两股相反的力量，更偏向于震荡。直到投资者对盈利走弱的担忧增强时，美股才会出现调整。典型如 2018 年 9 月、2015 年 8 月、2000 年 3 月、1973 年 1 月等均是如此。2) 较为特殊的情况是，美联储加息期间，美股同时面临其他利空，此时美股的表现不佳。如 1972 年 4 月-1974 年 7 月，美国经济处于滞胀阶段，美联储加息以应对通胀问题。再如 1977 年 4 月-1981 年 7 月，美元危机爆发、美元指数下跌、美国国际收支恶化等迫使美联储加息，但同时经济已处于下行期。

整体上看，美股在加息期间大跌的概率不高，基本面下行才是核心利空。

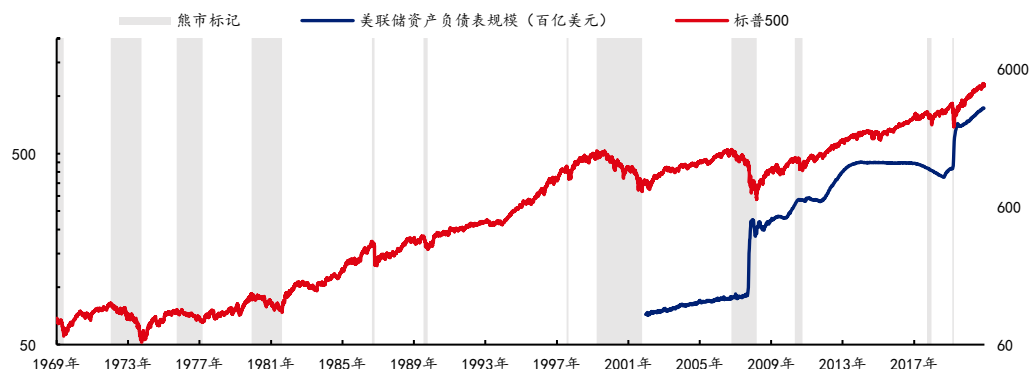
下文中，我们分别对最近三次加息期间、20 世纪 70 年代加息期间的美股表现做详细复盘。

图 2：美联储有效联邦基金利率与标普 500 指数走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：美联储资产负债表规模与标普 500 指数走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.1.1 1999 年至 2000 年，美股受盈利支撑整体走高，仅加息初期小幅调整

伴随着通胀压力的走高，美联储在 1999 年 6 月至 2000 年 5 月持续 6 次加息，累计幅度为 175bp，将联邦基金目标利率从 4.75% 提高到 6.5%。在此之前，美国经济已连续扩张近 10 年——在逐步摆脱了储贷危机之后，1992Q1 之后的每个季度美国实际 GDP 增速均保持在 2% 以上。加息期间美国经济增速小幅放缓，但 GDP 增速的环比折年率仍维持在 4% 以上。

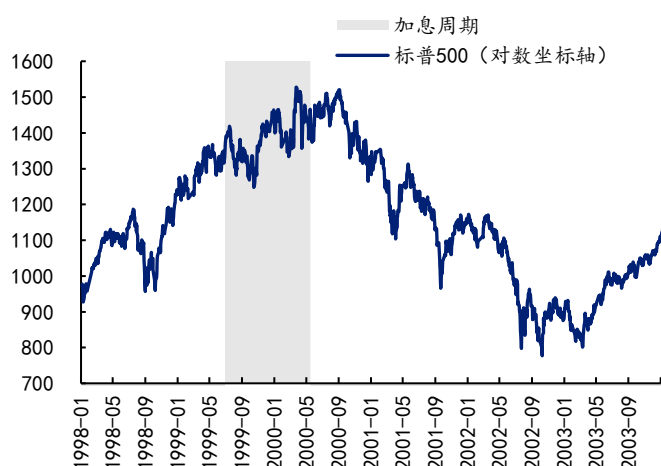
在加息初期，美股出现小幅波动。标普 500 指数从 1999 年 7 月 16 日的 1419 点下跌至 1999 年 10 月 15 日的 1247 点，跌幅达到 12%，持续时间长达 13 周。从估值与盈利的贡献程度来看，这段时期标普 500 的市盈率从 1999 年 6 月的 29.88x 下降至 9 月的 27.03x，估值跌幅达到 9.5%，本轮调整大多由估值贡献。

在加息中期，盈利支撑美股继续上行。从 1999 年 10 月到 2000 年 4 月，美股迎来了一波反弹，标普 500 指数从 1999 年 10 月 15 日的 1247 点上涨到 2000 年 4 月 7 日的 1516 点，涨幅超过 20%。随着初期加息市场担忧情绪的消退，美股迎来了估值和盈利的双双上行。其中估值在 2000 年 3 月回升至 28.94x，接近加息前的水平，同期标普 500 指数 ROE 继续走高，GDP 增速也维持在一个比较稳定的水平。值得关注的是，即使是 2000 年 2 月下旬美国国债期限利差（10y-2y）倒挂也没能阻止美股的上涨行情。

在加息末期，市场对美股盈利下行的担忧加剧，互联网泡沫破裂就此开启。标普 500 指数在 4 月 7 号冲至高点后开始回落，随后开始了一波两年之久的下跌行情。美股在 4 月开启调整的触发因素有，微软公司反垄断案引发市场对互联网企业盈利前景的担忧（2000 年 4 月）、国际油价走高加重了市场对美联储加息的担忧。

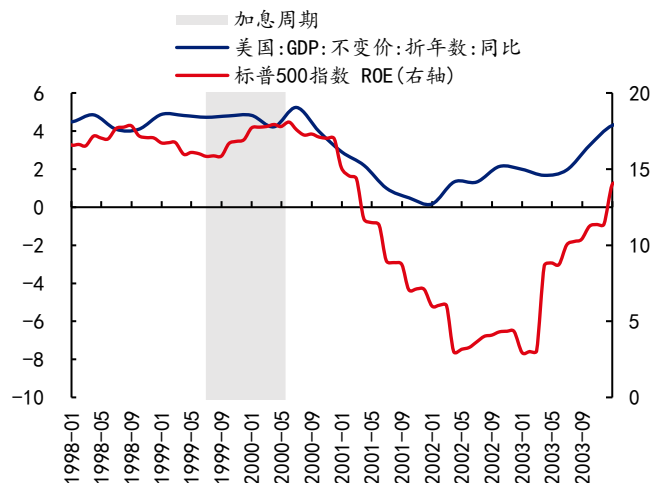
事后来，美股盈利的下行才是驱动行情的关键因素，标普 500 指数 ROE 在达到 2000 年 5 月的 18% 后开始迅速走弱，直到 2002Q2 止跌，由期初的 16.32% 下降至 9.92%，降幅达到了 6.4pct。这个降幅创出了历史新高。美股盈利下行既有宏观经济走弱、911 事件冲击的影响，也有上市公司财务造假丑闻暴露、此前虚增的利润悉数回吐的影响。

图 4：1999 年至 2000 年，加息周期前后标普 500 指数走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：美国经济增长和标普 500 指数 ROE（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 2004 年至 2006 年，地产业繁荣，美股在加息周期强势上涨

互联网泡沫破灭之后地产业繁荣发展，却为下一次通胀与经济危机埋下伏笔。为了应对 2000 年互联网泡沫破灭引致的经济衰退，美联储在 2001 年开始大幅降息，且联邦基金目标利率在此后的长时间中维持在极低水平。与此同时小布什政府在 2002 年 6 月推出了“美国梦的蓝图”计划，旨在帮助贫困家庭购房。在此背景下，美国地产行业飞速发展，经济回升的同时通胀亦走高。美联储自 2004 年 6 月开启了新一轮加息，本次加息周期时长达到两年，累计加息 17 次，联邦基金利率从 1% 提到 5.25%，加息幅度达到 425bp，上调幅度为 20 世纪 80 年代以来之最。

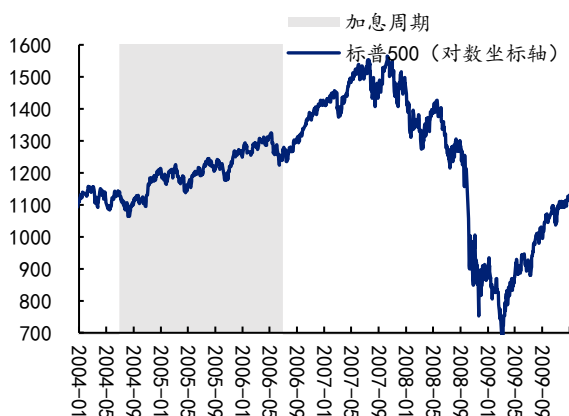
在加息初期，美股仅出现 5% 幅度的调整。在本轮加息初期，美股市场情绪亦出现小幅波动。标普 500 指数从 2004 年 6 月 30 日的 1141 点跌至 2004 年 8 月 12 日的 1063 点，随后企稳，这轮调整的幅度和时长均小于上一个加息周期初期的情况。

在完整的加息期间，上市公司盈利走强，美股持续上行。美股在 2004 年 8 月 12 号到 2006 年 5 月 9 号处于上涨行情，期间标普 500 指数从期初的 1063 点上涨到 1325 点，涨幅达 25%。从估值与盈利的贡献程度来看，标普 500 指数 ROE 在这一阶段持续上行，由 2004 年的 13.77% 上升至 2006 年 5 月的 16.17%。这期间，美联储在 2005 年 2 月到 2006 年 6 月加快了加息步伐，一年多的时间中共加息了 12 次，累计加息幅度达到了 200bp；在快速加息的背景下，美国国债期限利差（10y-2y）在 2006 年 2 月出现倒挂。这些利空因素均未能影响美股的上涨行情。

美联储停止加息后的一年，美股才开启大级别下跌。标普 500 指数在 2007 年 10 月至 2009 年 3 月累计收跌 57.69%，创 70 年来最大跌幅。

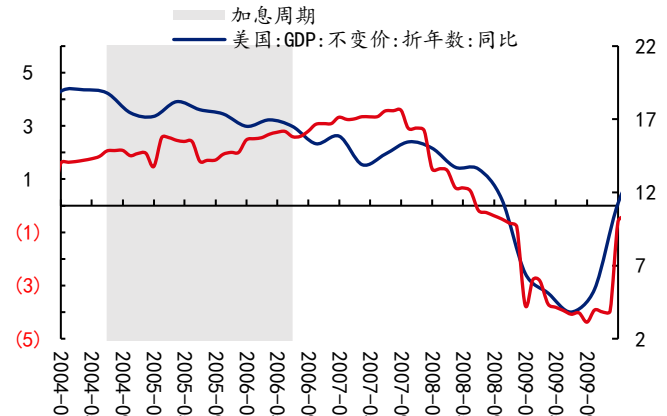
相较于上一轮加息周期，美股开启大级别调整的时间更滞后。一方面，上市公司盈利增速非常强劲，标普 500ROE 直到 2007 年 6 月才开始走弱。另一方面，美股的下跌又滞后于盈利的下行，显示资本市场在前期对于危机的认识不足。次贷危机对美国的影响在 2007 年上半年就逐渐浮现，如美国第二大次级贷款抵押机构 New Century Financial 在 2007 年 3 月宣布濒临破产；标普调低次级按揭贷款评级发生于 7 月，但股票市场直到同年 10 月才真正见顶。

图 6：2004 年至 2006 年，加息周期前后标普 500 指数走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：美国经济增速和标普 500 指数 ROE（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 2016 年至 2018 年，后危机时代首次加息，美股于 2018 年出现剧烈波动

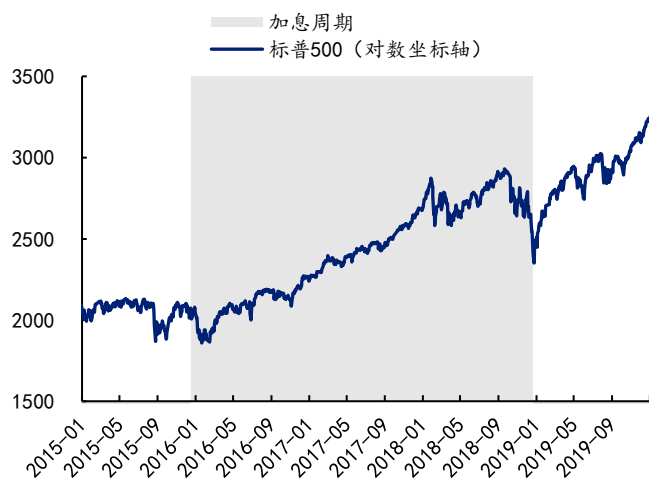
美国经济逐渐从金融危机的阴霾中恢复，美联储自 2015 年末开启货币正常化。在本轮加息开启之前，美国为了应对金融危机带来的强烈冲击，实施了史无前例的货币宽松政策和先后三轮的量化宽松。到 2015 年上半年，美国经济已经基本上从金融危机带来的影响中恢复，居民消费逐渐恢复，就业市场数据强劲，市场加息预期不断升温。最终美联储在 2015 年 12 月开启了新一轮加息。2015 年 12 月至 2018 年 12 月，美联储累计加息 9 次，联邦基金利率由 0% 调高至 2.25%。累计加息幅度为 225bp。

在加息初期，美股出现了 10% 的小幅调整。在本轮加息周期开启之初，受到加息情绪扰动，美股经历了 2 个月左右的短暂调整，标普 500 指数从 2015 年 12 月 24 日的 2061 点跌至 2016 年 2 月 15 日的 1865 点，跌幅为 10% 左右。

在加息中期，加息步伐放缓与特朗普减税计划均构成利好，美股持续上涨。美股在 2016 年 2 月之后就持续上涨至 2018 年 9 月 20 日，累计涨幅高达 57%。分时间段来看，1) 2016 年美股的上涨主要源于加息步伐放缓。2016 年全年美联储仅实行了一轮加息，远少于 2015 年底所宣布的 4 次。2) 2017 年至 2018 年 9 月，美股的上涨主要源于特朗普在 2016 年 11 月获选总统后提出大规模减税计划。这带来上市公司盈利增速和美国 GDP 增速先后在 2016Q1/2016Q2 企稳。

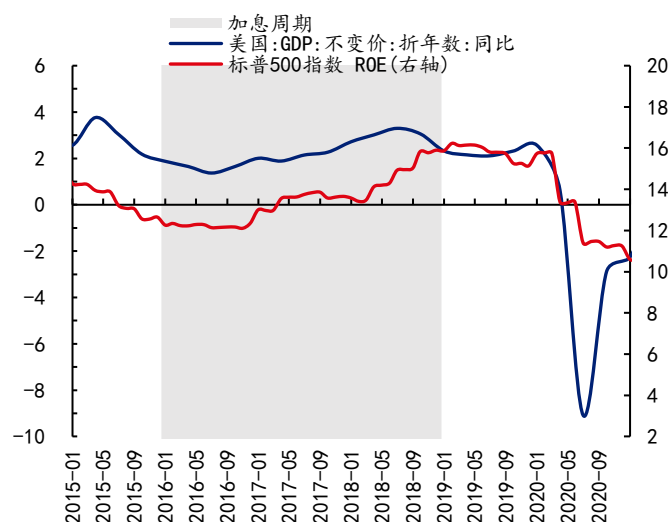
在加息末期，美股出现 15% 幅度的调整。在 2018 年 9 月 20 日站上最高点之后，美股迎来一波大跌，至 2019 年 1 月 3 日标普 500 累计收跌 483 点，跌幅超过 15%。这段时期，美股下跌的核心因素是经济增速的放缓。2018 年下半年，美国实际 GDP 增速、标普 500 指数 EPS 增速、标普 500 指数 ROE 先后出现了高位放缓。与此同时，虽然美联储加息进程在 2018 年 12 月按下暂停键，但缩表还在缓慢推进，流动性对美股同样构成利空。

图 8：2015 年至 2018 年，加息周期前后标普 500 指数走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 9：美国经济增速和标普 500 指数 ROE（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心



1.4 1970 年至 1980 年，滞胀年代，美股共出现三轮下挫

20 世纪 70 年代美国经济处于长期的滞胀中。一方面，美国经济面临内生性增长动能的回落。另一方面，食品供应不足、第一次石油危机（1973 年 10 月-1974 年）、第二次石油危机（1978 年底至 1980 年底）又给经济带来了巨大的通胀压力。

滞胀期的货币政策面临两难，20 世纪 70 年代的货币政策以加息为主，这段时期美联储共出现了两轮加息周期。1）美联储先是在 1973 年 1 月开启加息，至 1974 年 4 月累计加息 8 次，累计加息幅度为 350bp。在 1974 年底，高企的通胀终于开始回落，美联储在当年 12 月开启降息，以促进经济的回暖。2）但美联储自 1977 年 8 月重启了加息，本轮加息持续到了 1981 年。分时间段来看，1977 年美联储开启加息主要源于美元危机再次爆发（1977 年 10 月）、美元指数下跌、美国国际收支恶化等制约了美联储的降息行为，此时通胀不是影响货币政策的主要因素。随后，第二次石油危机爆发，美联储的紧缩货币政策维持到了 1981 年。

经济滞胀与联储紧缩对美股是双重利空，美股仅在估值极低的情况下才会上涨。

1）1973 年 1 月美联储加息之前，美股就已经开启调整。

美股在 1972 年 12 月至 1974 年 10 月出现持续的调整，累计收跌 48.20%，创过去 40 年来的最大跌幅。美股的调整同步于经济的见顶，小幅领先于货币政策的收紧。

2）1977 年 8 月美联储重启加息之前，美股再次领先货币政策的收紧而出现调整。

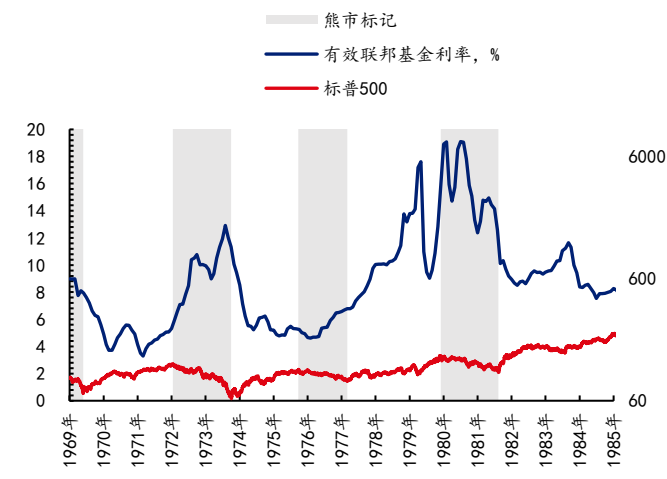
美股在 1976 年 9 月至 1978 年 3 月出现持续的调整，累计收跌 19.41%。美股调整的原因在于市场对“滞胀”重启的担忧。1971Q1 GDP 曾一度下降到 3%，主要是因为严寒气候导致能源价格尤其是天然气价格上涨、工厂停工、经济活动放缓等，一度导致市场担忧“滞胀”问题回归。但是事后来看，这一轮经济回升是持续到了 1978 年底的。当然美联储在 1977 年重启的紧缩周期也对美股后续的行情构成利空。

美股在 1978 年 3 月至 1980 年 11 月出现了回升行情，这是发生在加息背景之下的美股这一轮回升的时点既领先于上市公司盈利增速的回升，也领先于美元指数企稳，可以算作是一个“估值底”行情。美股在回升时的估值已接近 1974 年的前低水平。

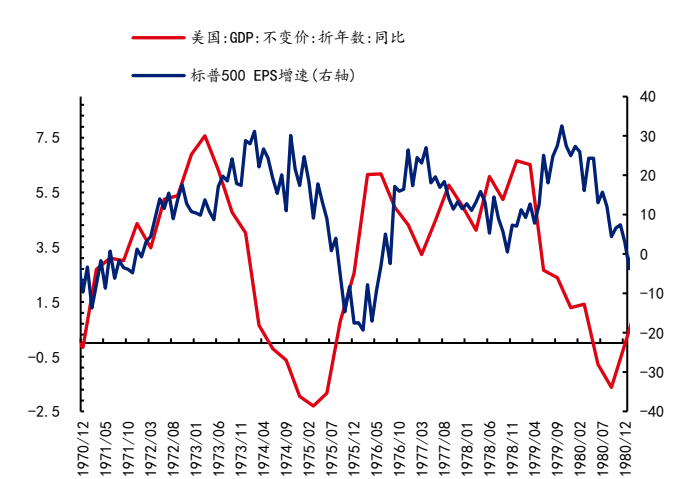
3）滞胀回归，美股在 1980 年 11 月至 1982 年 8 月再次出现了 27.27% 的调整。

第二次石油危机冲击之后，美国 GDP 增速、美股 EPS 增速、美股 ROE 先后在 1979 年见顶回落。美国 GDP 增速从高位开始快速回落，由 1979 年初的 6.5% 大幅下降至 1982Q3 的 -2.56%。NBER 将 1980 年 1 月至 1980 年 7 月、1981 年 7 月至 1982 年 11 月定义为经济衰退期。

美股在 1982 年 7 月企稳回升，与美联储降息时点接近（1982 年 7 月 19 日），略领先于经济企稳的时点（1982Q3）。

图 10：20 世纪 70 年代，加息周期前后标普 500 指数


资料来源：万得，信达证券研发中心

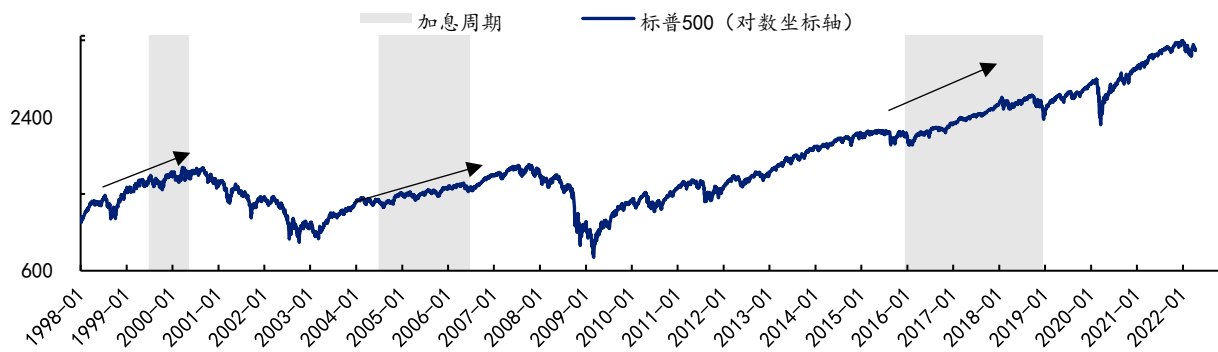
图 11：美国经济增长和标普 500 指数 ROE（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.5 历次美联储加息周期中，美股的表现可分为两类

总结来说，在美联储加息周期中，美股的表现可以分为两种情况。

一种情况是，**美股面临盈利上行+货币紧缩的组合**。此时美股通常会在加息初期出现 5%-10% 幅度的调整，持续时长也通常在 2 个月以内。随后盈利上行仍将支撑美股继续走高。直到盈利增速出现下行，或投资者对盈利的预期转弱，美股才会真正开启大级别的下行行情，而这通常发生在加息周期结束之后。

图 12：加息初期美股会出现小幅调整，但不太会出现大级别的熊市


资料来源：万得，信达证券研发中心

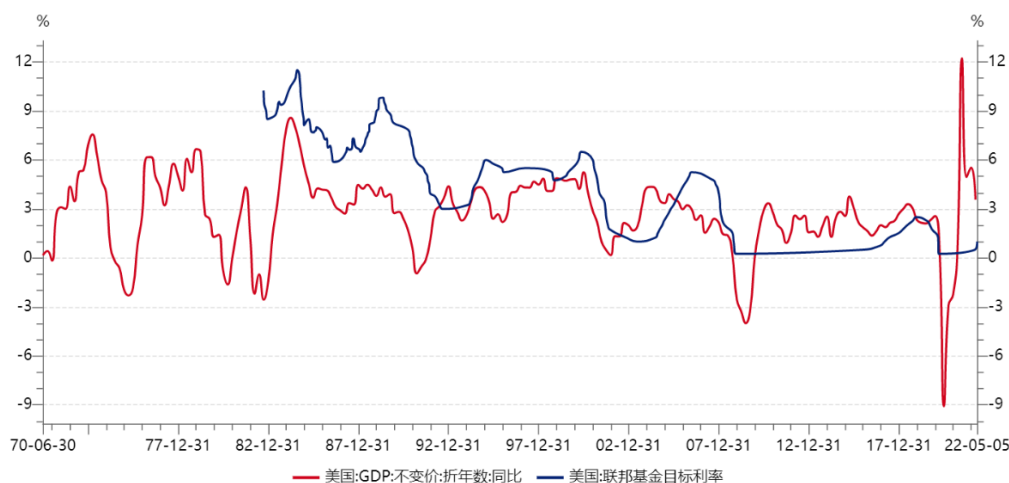
表 1：2000 年以来美联储三次加息周期中美股的表现

	1999 年 6 月~2000 年 5 月加息期			2004 年 6 月~2006 年 6 月加息期			2015 年 12 月~2018 年 12 月加息期		
累计加息幅度	175bp			425bp			225bp		
市场变化	期初-调整	期中-上涨	期末-调整	期初-调整	期中-上涨	期末-调整	期初-调整	期中-大涨	期末-大跌
持续时间	13 周	25 周	7 周	6 周	91 周	5 周	8 周	135 周	15 周
标普 500 指数涨跌幅	-12.08%	21.56%	-9.12%	-6.80%	24.63%	-7.66%	-9.52%	57.16%	-16.48%
PE 变动	-9.54%	-1.33%	-7.33%	-11.00%	-8.37%	-7.70%	-7.20%	10.27%	-24.50%

资料来源：万得，信达证券研发中心

不过每轮加息周期结束后，美国均会出现经济下行，并出现 15%-50% 不等的大级别下跌，1970 年以来未有例外。这意味着，最大的风险并不是加息本身，而是加息之后的美国经济下行风险。

图 13：美联储每一轮加息周期之后，美国经济均会出现一段下行期



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 2：历次加息周期结束之后，美股均会出现一波大级别调整

熊市周期	1973年1月~1974年10月	1976年9月~1978年3月	1980年11月~1982年8月	1983年10月~1984年7月	2000年3月~2002年10月
下跌幅度	-48.20%	-19.41%	-27.27%	-14.71%	-50.05%
熊市周期	2007年10月~2009年3月	2011年4月~2011年10月	2015年5月~2016年2月	2018年9月~2018年12月	2020年2月~2020年3月
下跌幅度	-57.69%	-19.82%	-15.21%	-20.06%	-35.41%

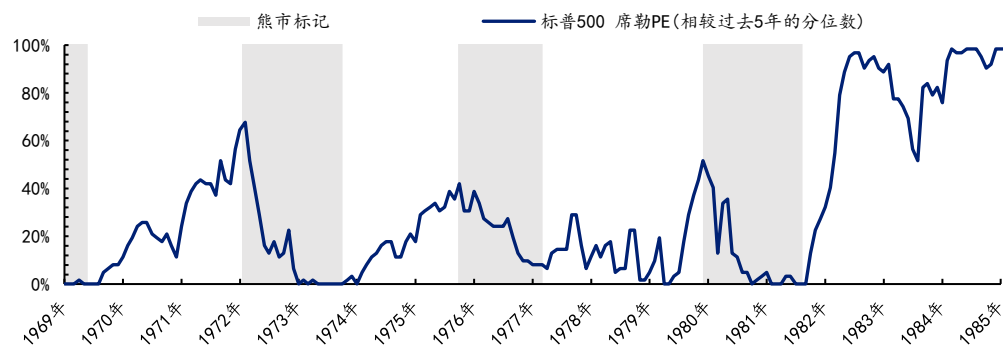
资料来源：万得，信达证券研发中心

另外一种情况是，美股面临盈利下行+货币紧缩的组合。换言之美国经济处于滞胀状态，典型如 20 世纪 70 年代。

这段时期，美股通常在货币政策收紧之前就出现调整，因为经济下行压力已经开始显现。

而滞胀期美股能够企稳的最关键原因是估值能达到历史低位，或滞胀结束。美股在 20 世纪 70 年代的三次企稳均对应着席勒市盈率的历史分位数达到历史极值（1974 年 9 月、1978 年 2 月、1982 年 7 月），此外其中有两处企稳同时伴随着滞胀环境的边际好转——通胀压力暂缓、货币政策边际转松（1974 年 9 月）；经济增速回升（1982 年 7 月）。

图 14: 20 世纪 70 年代, 美股的三次企稳均对应着估值低位



资料来源: 万得, 信达证券研发中心



二、美联储加息期间 A 股与新兴市场指数表现复盘

接下来我们复盘美联储加息期间、加息之后 A 股的表现。

自 A 股 1990 年成立以来，美联储共出现了三轮加息周期。但考虑到 A 股成立初期在制度建设方面尚不够成熟，我们在复盘时会同时参考美联储加息期间新兴市场指数的表现。

2.1 1999 年至 2000 年，新兴市场指数在加息后期走弱，A 股行情较为独立

从新兴市场股票指数的表现来看，本轮加息周期中，指数整体震荡上升，但见顶时间领先美股。在加息周期的后段，新兴市场指数于 2002 年 2 月开始回撤，领先了美股见顶的时间有半年之久。具体来看，新兴市场指数的表现可以划分为三个阶段：

1) 加息初期，MSCI 新兴市场指数出现一波小幅调整。从 1999 年 7 月 9 日的 18278.07 点下跌至 1999 年 10 月 18 日的 16985.85 点，跌幅为 7.58%，持续时间在 3 个月左右。

2) 加息中期，MSCI 指数重回上行趋势，在 2000 年 2 月 17 日达到高点，涨幅超过 30%，此轮上涨的持续时间达到 6 个月。从估值盈利的贡献度来看，这段时期新兴市场股票指数的上涨几乎完全由估值贡献。

3) 加息后期，MSCI 新兴市场指数开始回调。新兴市场 GDP 增速在 2000 年仍在上行，但 MSCI 新兴市场指数从 2000 年 2 月 17 日的 22595.7 点跌至 2000 年 5 月 23 日的 18273.73 点，跌幅达到 19%。新兴市场指数的见顶领先于美股见顶半年之久。

4) 加息结束之后，美股因科网泡沫破裂而大幅收跌，新兴市场指数也同步走低。

从全球流动性来看，1) 美联储加息期间，美元指数先跌后涨。全区间来看，美元指数是收涨的。2) 美联储加息期间，全球资金净流出非美市场，净流入美国市场。直到 2001 年 7 月，美股企稳之后，全球资金对非美市场的净流入才开始止跌。

而 A 股市场的表现则较为独立，不论是大级别行情的拐点，还是季度级别的行情均与海外市场有较大差别。在 1999 年 6 月到 2000 年 5 月的美联储加息周期中，万得全 A 指数先跌后涨。

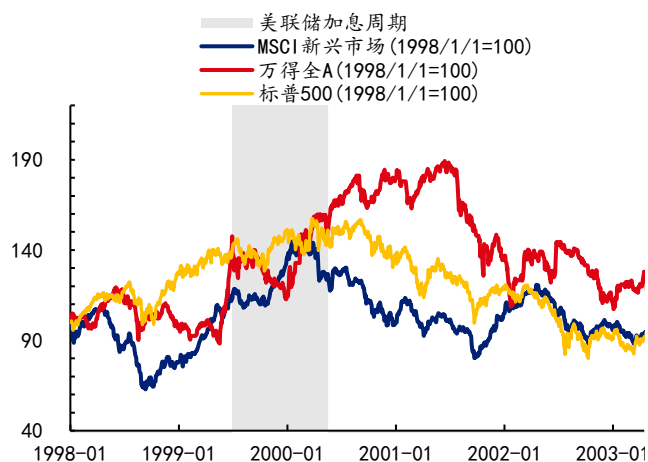
1) 加息初期，万得全 A 指数在 1999 年 6 月 30 日至 1999 年 12 月 29 日持续下跌，累计收跌 23.02%。A 股下跌的原因主要在于经济仍处于下行期。

2) 加息后期，A 股重回升势。支撑 A 股上涨的因素有两方面。一是，2000 年中国经济增速触底回升。二是，股票市场存在制度性利好。如证监会先后发布 2000 年十大工作任务、允许向二级市场投资者配售新股、允许股票质押、发布《开放式证券投资基金试点办法》以培育机构投资者等。

3) 加息周期结束之后，A 股的上涨也未受到美股的影响。A 股直到 2001 年 6 月才开始出现调整，调整原因也与内部因素有关。一是，宏观经济方面，2001 年中国经济增速出现二次探底。二是，股市制度方面，2001 年 6 月 14 日，国务院发布《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，宣布国有控股公司发行流通股时，国有股减持 10% 以充实社保基金。

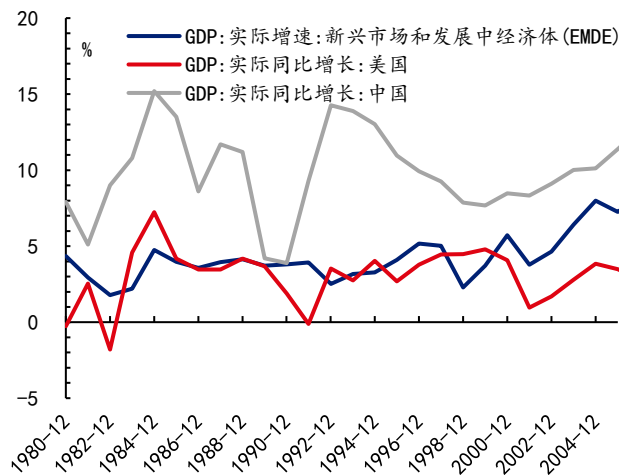


图 15：1999 年-2000 年，加息周期前后 MSCI 新兴市场指数与 A 股的走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 16：新兴市场 GDP 增速在 1990 年弱于美国



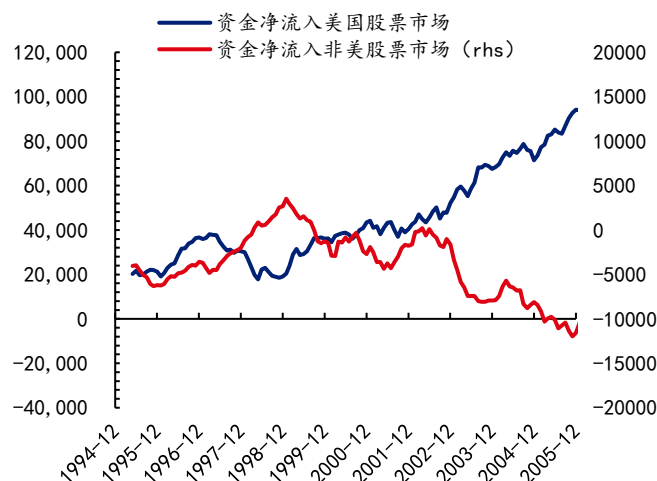
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 17：加息期间美元指数（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18：加息期间美股股票市场、非美股票市场的资金净流入



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 2004 年至 2006 年，新兴市场指数走势与美股接近，但波动更大

从新兴市场股票指数的表现来看，在 2004 年至 2006 年的加息周期中，指数走势与美股接近，在加息初期与加息末期出现调整，不过新兴市场指数的波动幅度更大。具体来看，新兴市场指数的表现可以划分为三个阶段：

1) 加息初期，MSCI 新兴市场指数在美联储加息落地前到加息初期这段时间进行了为期 5 个月的调整，从 2004 年 3 月 19 日的 22538.91 点下跌至 2004 年 8 月 11 日的 19910.52 点，跌幅为 12%。

2) 加息中期，MSCI 新兴市场指数重回升势。指数从 2004 年 8 月 11 日 19910.52 点上涨至 2006 年 5 月 9 日的 37443.59 点，涨幅达到 88%，持续时间长达 21 个月。

3) 加息末期，MSCI 新兴市场指数出现了一波一个月的小幅回调，回调幅度为 21%，走势和标普 500 指数保持一致。

从全球流动性来看，1) 美联储加息期间，美元指数依然是先跌后涨。全区间来看，美元指数微跌。2) 美联储加息期间，全球资金整体上净流出非美市场，净流入美国市场。这与上一次加息周期的情况较为一致。不过，全球资金在加息后期对非美股票市场的净流入有边际改善，具体的时间是 2005 年 11 月至 2006 年 5 月，可能源于这段时期新兴市场国家的经济增速强劲。

A 股市场的表现依然较为独立，大级别行情未有受到美联储加息的影响。

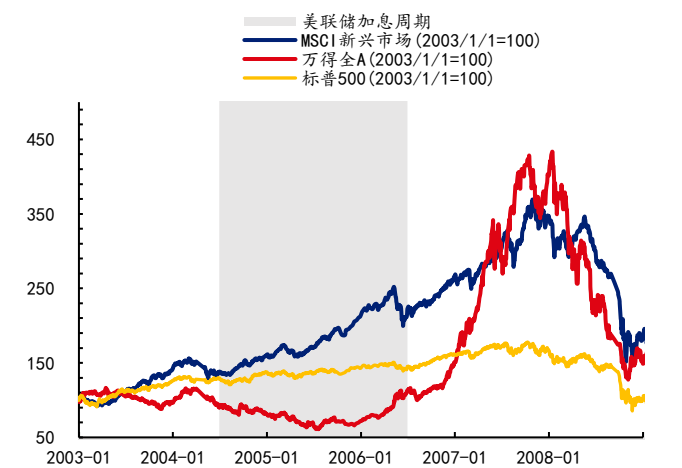
1) 这轮加息周期中，万得全 A 指数先是在 2004 年 7 月至 2005 年 7 月下跌，随后在 2005 年 7 月至 2006 年 6 月收涨。这段时期 A 股的表现主要受到制度性因素的影响。

前期的下跌主要源于市场认为股权分置改革对股市流动性的影响偏负面，放开大股东减持反而会侵害小股东的利益，这段时期股市的调整几乎完全忽略了宏观经济高速增长的利多。

而进入到 2005 年 7 月之后，先是当年 5 月酝酿已久的股权分置改革试点正式落地，投资者对股权分置改革的悲观预期有所修复；随后是其他利多因素推升指数继续上涨，如宏观经济增速保持高增长、“7·12” 汇改之后人民币持续升值、监管层为缓解大股东减持压力而积极引入国外投资者。

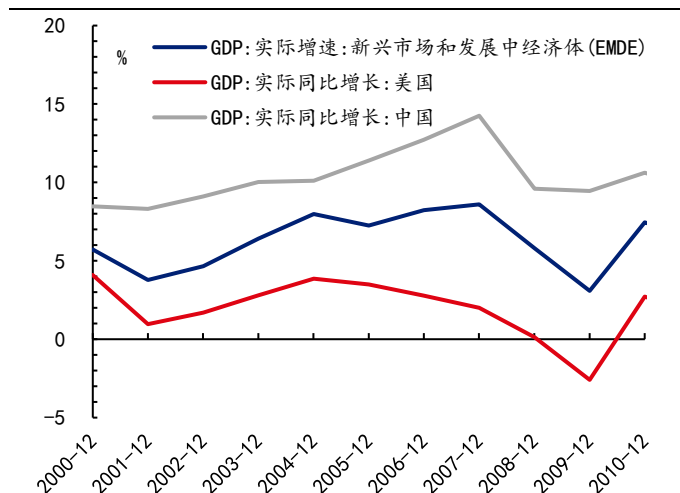
2) 加息结束后，美股因金融危机暴跌，A 股走熊的拐点滞后于美股，A 股企稳回升的时点又领先于美股，主要源于中美经济增速拐点的异步。

图 19：2004 年-2006 年，加息周期前后 MSCI 新兴市场指数与 A 股的走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 20：2007 年，新兴市场国家经济增速仍在上行



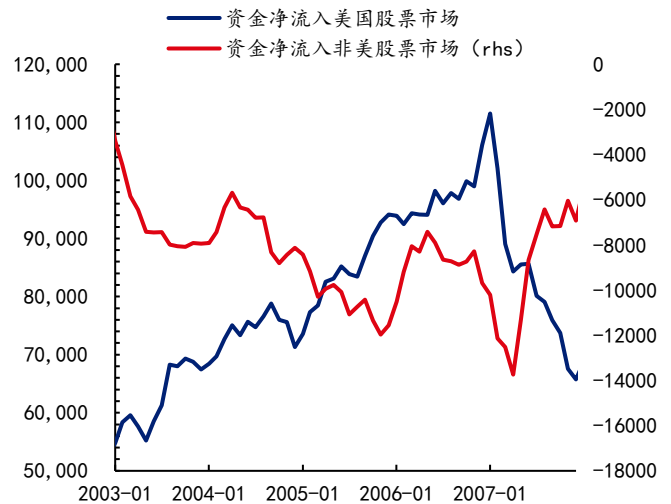
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：加息期间美元指数（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：加息期间美股股票市场、非美股股票市场的资金净流入



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.3 2015 年至 2018 年，中美经济周期异步，A 股领先于美股下跌

从 A 股的表现来看，在 2015 年至 2018 年的加息周期中，A 股在 2016 年-2017 年于美股的走势接近，但 2018 年转熊的时点较美股领先。具体来看，A 股在本轮加息周期中的表现可以分为以下三个阶段：

1) 加息初期，股灾余震，A 股在 2016 年初剧烈波动

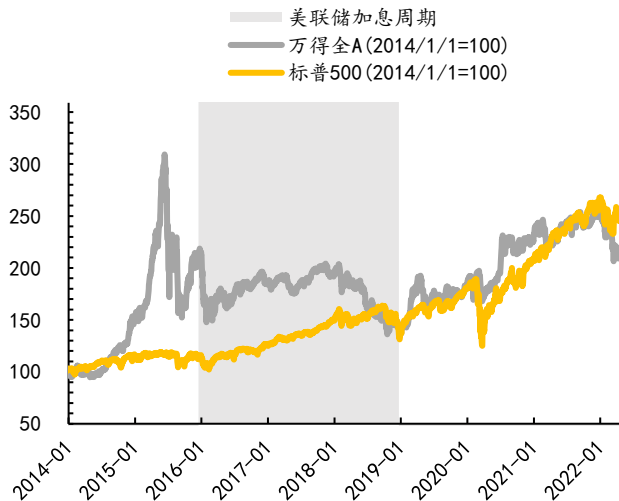
在美联储加息初期，A 股在加息落地前及加息初期都发生了剧烈波动。在加息落地之后的两个月时间内，万得全 A 指数从 2015 年 12 月 25 日的 5066.93 点下跌至 2016 年 2 月 29 日的 3489.03 点，跌幅超过 30%。这段时期影响 A 股行情的关键因素有二。一方面，投资者在经历 2015 年股灾之后情绪一致偏弱，2016 年初执行的“熔断”机制反而引致市场恐慌。另一方面，上市公司盈利增速未见好转。事后来看，上市公司盈利增速在 2016 年二季度才触底回升。

2) 加息中期，A 股在 2016 年至 2017 年维持弱势上涨，国内货币政策于 2017 年开始收紧

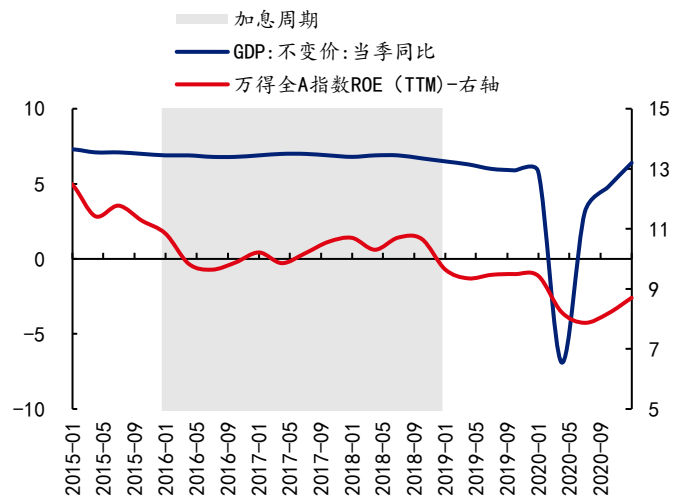
A 股在 2016 年 2 月至 2017 年 11 月出现弱势上涨。不过，美联储加息节奏存在变化，我们分 2016 年、2017 年两年来看，

先看 2016 年的情况。中美货币政策方面，在美联储 2015 年 12 月第一次加息后，2016 年全年加息幅度很弱，仅在 2016 年底加息了 25bp；而央行在这段时间没有进行任何加息或者降息的操作，保持了中性的货币政策。A 股表现方面，2016 年全年 A 股呈现震荡上行的态势，万得全 A 指数从 2016 年 2 月 29 日的 3489.03 点上涨至 2016 年 11 月 28 日的 4589.04 点，涨幅超过 30%。从盈利与估值的贡献度来看，2016 年 A 股上涨的主要力量来自于上市公司盈利增速的改善。

再看 2017 年的情况。中美货币政策方面，美联储加快加息步伐，在 2017 年全年累计加息 3 次，加息幅度 75bp；与此同时，国内央行货币政策也开始收紧。A 股表现方面，2017 年 A 股的涨幅较 2016 年偏弱，A 股面临盈利上行与宏观流动性收紧的复杂局面。

图 23：2015 年-2018 年，加息周期前后 A 股的走势


资料来源：万得，信达证券研发中心

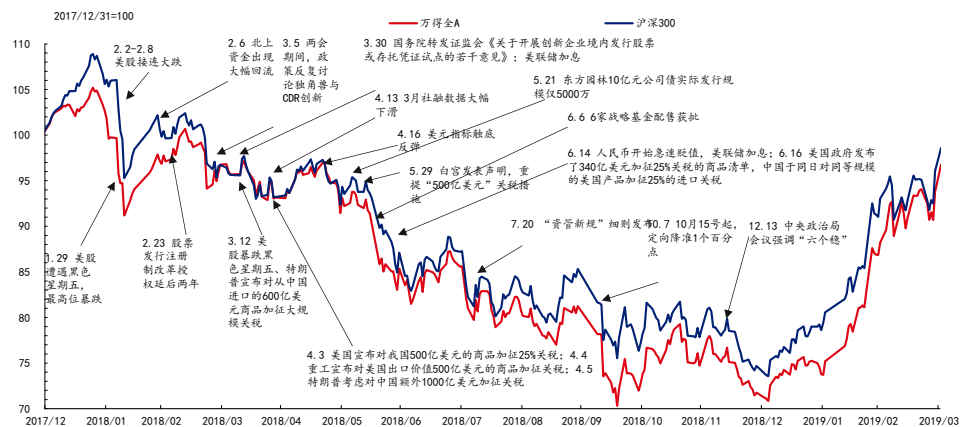
图 24：国内经济增速和万得全 A 指数 ROE（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

3) 加息后期，A 股开启下跌行情，国内货币政策再度转松

进入 2018 年，中美货币政策方面，美联储依然保持较快的加息节奏，在 2018 年全年累计加息 4 次，累计加息 100bp；而同年央行为了应对去杠杆背景下的经济下行压力，货币政策在 2018 年再度转向宽松。央行在 1 月、4 月、7 月、10 月连续下调存款准备金率。

但 A 股在此期间的表现则较为疲弱，万得全 A 指数由 2017 年 11 月 28 日的 4589 点下跌至 2019 年 1 月 3 日的 3203.56 点，跌幅超过 30%。导致 A 股下跌的因素有二。一方面国内去杠杆政策带来企业信用风险上升，A 股上市公司 ROE 自 2018 年 9 月达到阶段性顶部后开始回落，基本面的下行压力是 A 股下跌的主因。另一方面，中美贸易摩擦、美债收益率曲线倒挂预示美国经济下行、美股剧烈波动等均打击着投资者的信心。

图 25：2018 年，美股剧烈波动曾在上半年影响 A 股，但下半年的影响趋弱


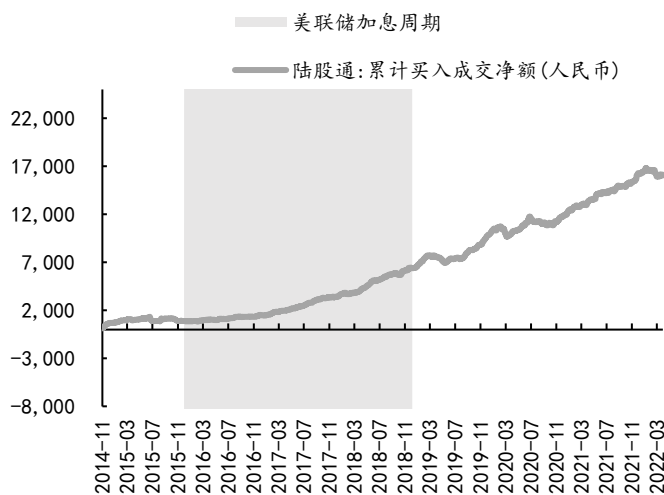
资料来源：万得，信达证券研发中心

从流动性因素来看，

1) 美联储加息期间，人民币汇率震荡走贬。在这期间，人民币汇率在 2017 年升值，人民币汇率升值的动力源于中美货币政策同步收紧、央行在人民币汇率中间价的形成机制中引入“逆周期因子”。

2) 美联储加息期间，陆股通资金对 A 股维持了净流入，这与前两次加息周期中全球资金净流出非美股票市场的规律不同。产生这一现象的原因在于，这段时期恰好处于 A 股国际化程度提高的时期。关键事件有，A 股于 2014 年 11 月开通沪港通，于 2016 年 12 月 15 日开通深港通，于 2017 年 6 月 21 日被纳入 MSCI 新兴市场指数。

图 26：2015 年至 2018 年加息期间，陆股通维持净流入



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 27：美元兑人民币中间价（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

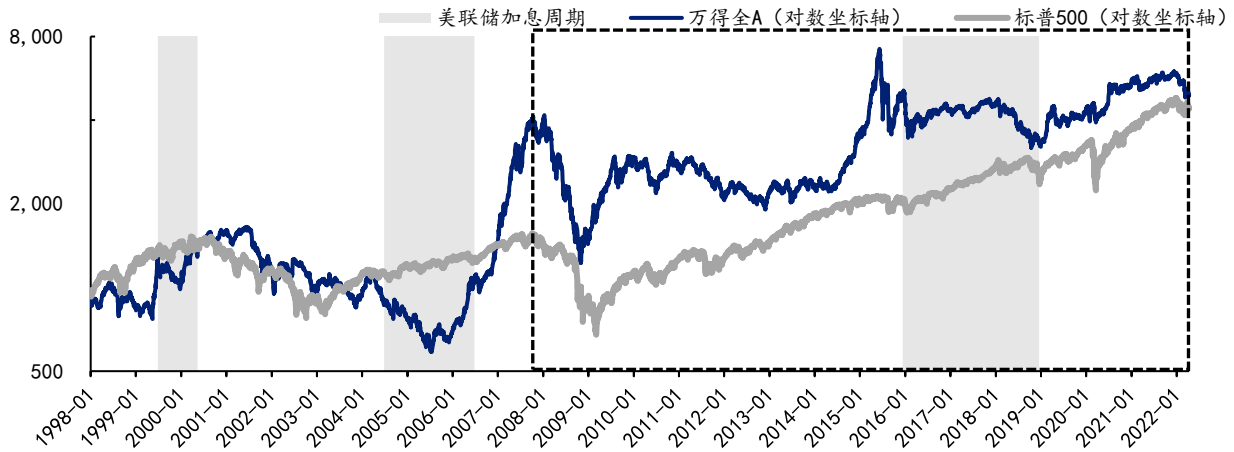
2.4 美联储加息对 A 股影响

2.4.1 分时间段来看，2007 年之后中美股市联动性有所增强

通过复盘最近三轮加息周期，我们会发现前两轮美联储加息对 A 股的影响比较微弱。我们认为产生这一现象的原因有三。一是，A 股成立初期在制度建设方面尚不够成熟，A 股在 2007 年之前的大级别行情大多受到制度的影响。二是，中国在 2005 年之前采取的还是盯住美元的固定汇率制，之后才改为有管理的浮动汇率。美联储加息导致新兴市场货币贬值，进而加剧新兴市场资金流出压力，这一情景在 2005 年之前的 A 股是不存在的。三是 A 股的国际化程度还不高。虽然 QFII 制度早在 2002 年就已经建立，但 QFII 制度的准入门槛较高，投资灵活性相较目前的互联互通机制是更弱的。在这种情况下，美联储加息期间，海外资金回流的压力也不是很大。

此后随着 A 股各方面成熟度的提升，股票市场的波动和国内宏观经济、无风险利率等宏观因素的联系更加密切。此外，随着 QFII 投资额度的持续提升、2014 年沪港通开通、2016 年深港通开通，外资进出 A 股更加便利，A 股受到海外资金的影响越来越大。

图 28：2008 年之后标普 500 和万得全 A 指数的走势联动性增强



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.4.2 美联储加息往往推升美元，带来资金流出新兴市场的压力

美联储加息对新兴市场资金面的利空来自于两方面。

一是，美联储货币政策紧缩之后，全球流动性下降。

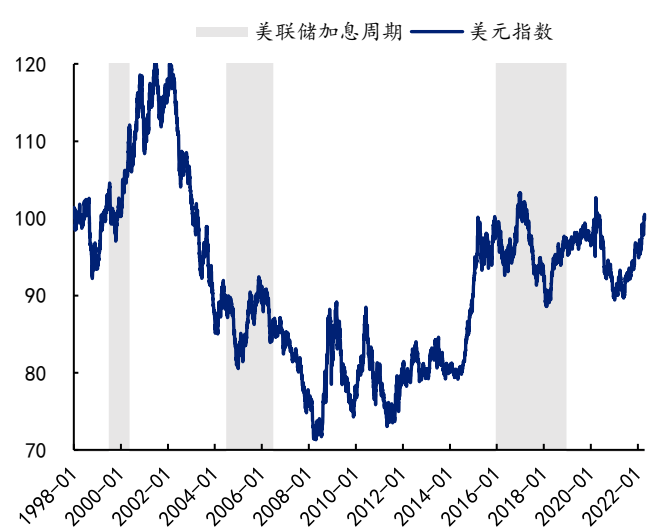
二是，美联储紧缩后往往会推升美元指数，新兴市场股票指数的预期回报下降，存量资金更倾向于回流美国市场。1) 从美元指数的变动节奏上来看，美元指数通常在加息落地之前就提前抬升；加息落地初期美元指数回调，走出预期落地的行情；加息中后期美元指数再次上涨。2) 从全球资金在非美市场的动向来看，美联储加息预期发酵与加息落地初期是资金净流出非美市场最快的时期，此后资金动向则以震荡为主。甚至在部分情况下，全球资金还会在美联储加息期间大幅净流入非美市场。如 2005 年-2007 年这一次，主要源于新兴市场的经济增速强劲，相较于美国经济增速还有很大优势。

图 29：美联储加息期间新兴市场指数的表现

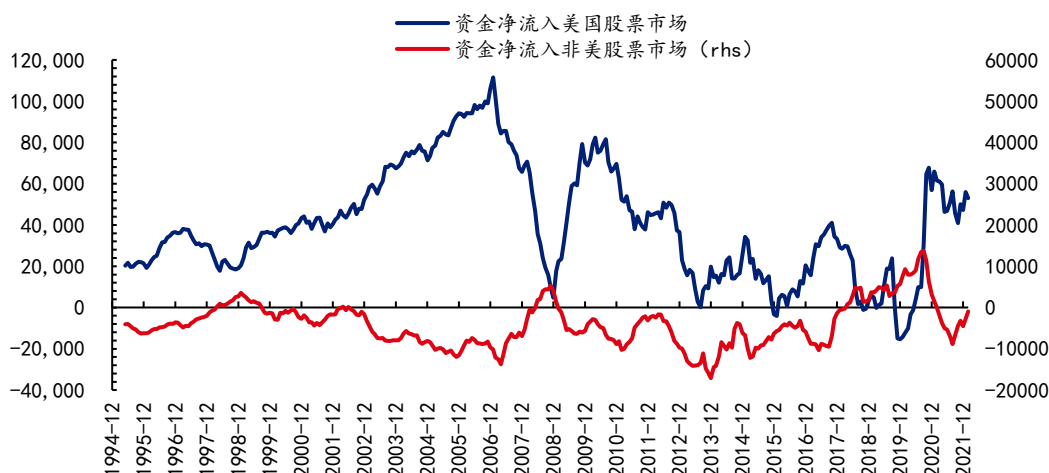


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 30：美联储加息期间美元指数的变化



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 31：1995 年以来，全球资金净流入美国股票市场、非美股票市场的情况


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.4.3 A 股仍处于国际化初期，外资净流出压力尚可

对于 A 股来说，最近一轮加息周期前后，外资反而是持续净流入 A 股的，与新兴市场的规律有所不同。这与 2015 年至 2018 年恰逢 A 股国际化程度快速提升有关。

往前看，参考中国台湾股市、韩国股市逐步纳入 MSCI 指数时的情况，在外资持股比例达到 10% 之前，资金大幅净流出的压力都不会很大。

图 32：截至目前，陆股通对于 A 股的持股比例尚未超过 4%


资料来源：万得，信达证券研发中心

2.4.4 相较于加息，海外经济下行的风险更值得关注

通过上文对美联储加息周期的复盘，我们认为相较于加息本身，海外经济下行的风险更值得关注。一方面，每轮加息周期结束后，美国均会出现经济下行，并出现 15%-50% 不等的大级别下跌，1970 年以来未有例外。另一方面，当美股出现大级别波动时，全球股市的共振效益更强，资金净流出非美市场的也更大。

对于 A 股市场来说，历史上美股剧烈波动不会影响 A 股大级别行情，至多会导致 A 股熊转牛的拐点出现延后。1) 2008 年 A 股的熊转牛拐点领先美股四个月。美股在 2009 年 3 月出现二次探底时，A 股虽然也出现了调整，但调整幅度很弱。2) 2018 年 A 股的熊转牛拐点几乎同步于美股。在此之前，A 股曾在 10 月下旬出现一波反弹。虽然美股下跌打断了 A 股 10 月下旬的反弹行情，但事后来看 A 股的点位并没有继续下探。A 股大级别的牛熊拐点相较 2018 年 10 月滞后了两个半月。3) 2020 年 3 月，美股受新冠疫情的影响出现暴跌。在此之前，A 股已在当年 2 月初出现一轮大幅调整。美股的暴跌虽然打断了 A 股的反弹行情，但 A 股 3 月的低点几乎与 2 月初的低点持平。美股这次下跌导致 A 股上涨的拐点滞后了一个月。

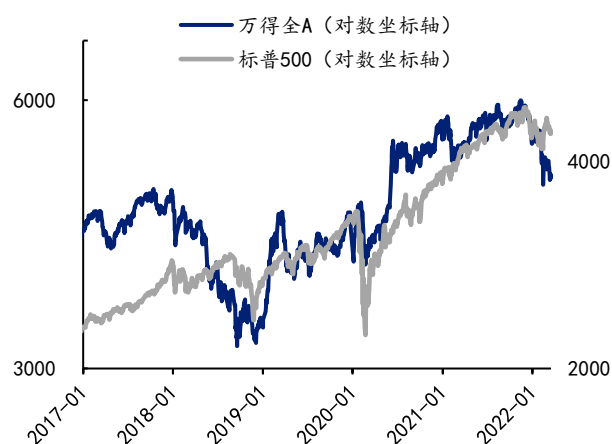
值得关注的是，历史上来看美股熊市的持续时间不是很久。除了 2002 年、2008 年危机式的下跌，美股的熊市时长通常在半年以内。这也会导致美股下跌对 A 股拐点的影响会比较有限。

图 33：美股 2008 年暴跌时 A 股的走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 34：美股 2018 年、2020 年暴跌时 A 股的走势



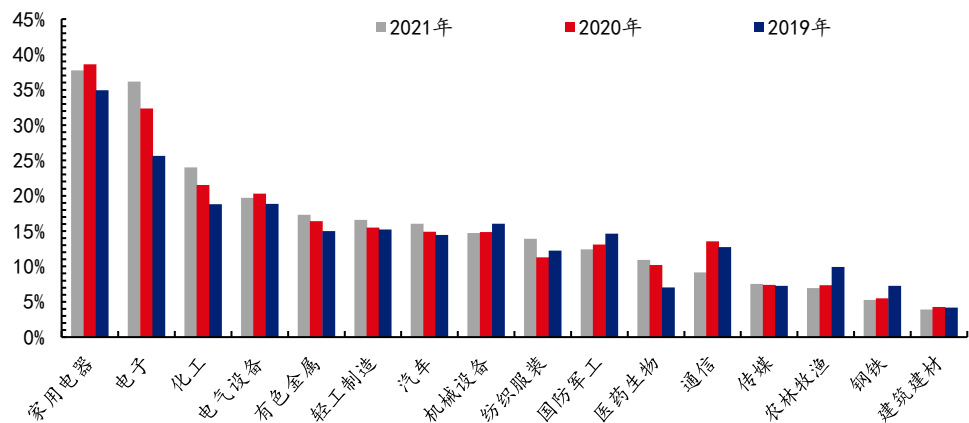
资料来源：万得，信达证券研发中心

三、美联储加息期间 A 股的板块表现

如前所述，海外宏观变量对 A 股的影响是在 2008 年之后才开始逐渐显现的。在讨论美联储加息对 A 股板块的影响时，我们主要关注 2015 年至 2018 年这一段加息周期。

理论上来说，容易受到海外宏观变量影响的行业主要是海外营收占比较高的行业。美联储加息既可以通过影响汇率，进而影响到相应上市公司利润表中的汇兑损益项目；也可以通过影响海外需求，进而影响到相应上市公司的销量情况。对应到 A 股市场上，家电、电子的海外营收占自身主营业务收入的比例较高，能达到 25% 以上，其次是化工、电气设备、有色金属、轻工制造等行业。

图 35：海外营业收入占比较高的行业（申万一级行业）



资料来源：万得，信达证券研发中心

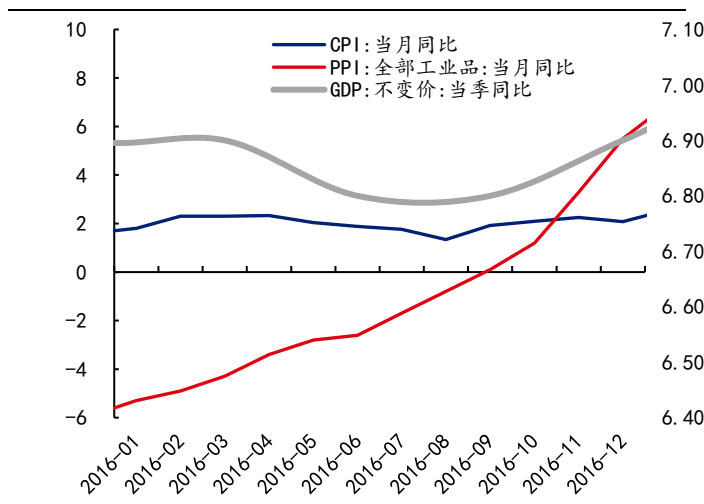
2016 年，中美货币政策逆行，汇率贬值，家电行业超额收益不差

2016 年全球经济处于共振上升期。国内 GDP 增速在当年二季度开始企稳回暖，全年实际 GDP 增速达到 6.85%。同时，受益于供给侧改革，大宗商品前期产能过剩问题明显缓解，PPI 在 2016 年全年处于上行期，并且当年 9 月份结束了连续 54 个月的负值状态。

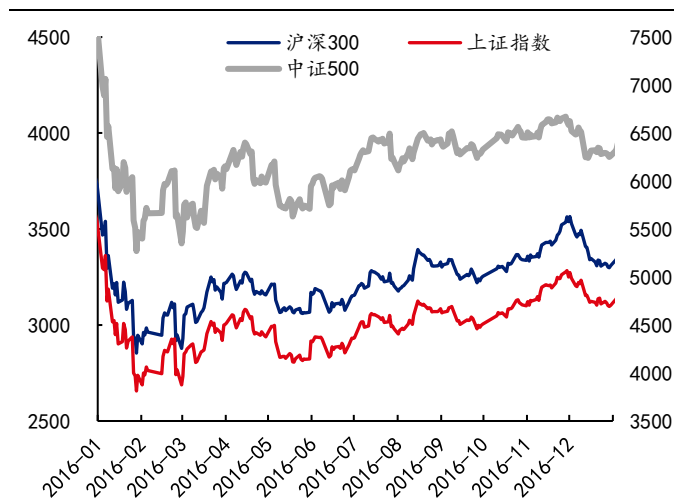
从大盘表现上来看，在经历了年初的恐慌式下跌之后，各大宽基指数均进入震荡上行的状态。上证综指、沪深 300、中证 500 在全年分别收跌 12.3%、11.3%、17.8%。

从行业超额收益上来看，2016 年第一季度遭受“熔断恐慌”的影响，A 股各行业呈现普跌状态，其中 TMT 板块跌幅较大。不过全年来看，随着经济的复苏，各行业超额收益呈现分化。周期与消费板块表现占优，食品饮料、家用电器、煤炭、有色金属、农林牧渔等行业均相对沪深 300 产生了超额收益。

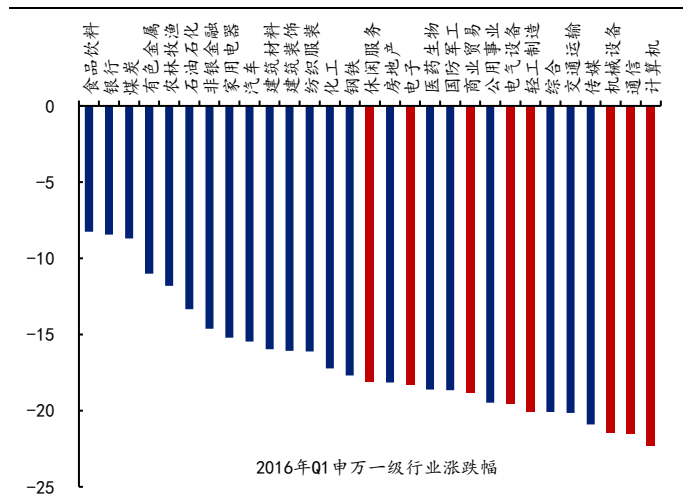
值得关注的是，家用电器行业的营收虽然对海外经济与汇率较为敏感，但美联储加息并未影响其相对沪深 300 指数产生接近 10% 的超额收益。家电行业领涨的原因在于地产竣工面积上行，提振家电销量；同时白电价格战终结，行业竞争格局转好。而电子行业则跑输大盘，主要的原因还是在于全球半导体周期在 2016 年上半年仍处于下行周期。

图 36：2016 年国内 GDP、CPI、PPI（单位：%）


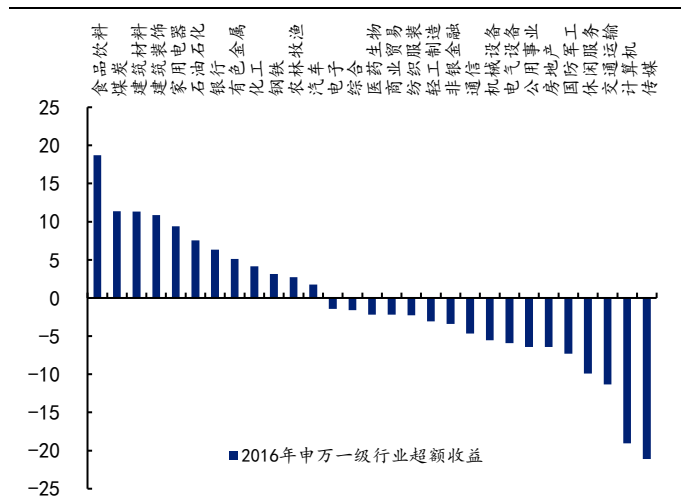
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 37：2017 年大盘指数走势（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 38：2016Q1 申万一级行业涨跌幅（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 39：2016 年全年申万一级行业超额收益（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

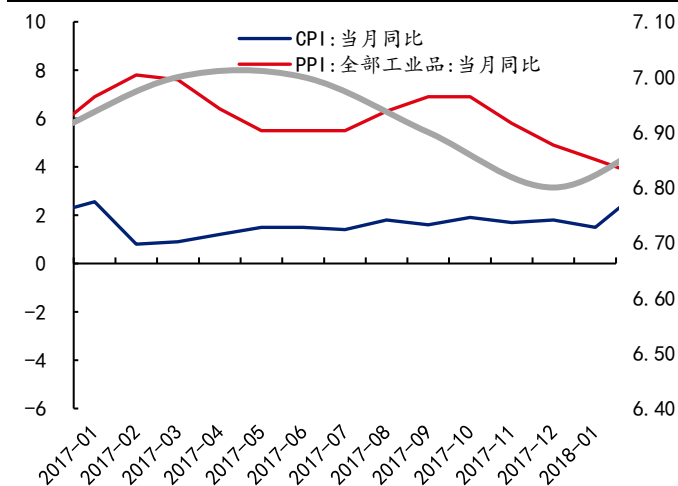
2017 年：中美货币政策同时收紧，汇率升值，电子行业表现依然疲弱

2017 年国内经济周期短期筑顶，GDP 全年增速 6.95%，全年 GDP 增速的高点出现在当年二季度。PPI 升势最快的时期已经过去，PPI 同比在 2017 年 3 月份达到高点后逐渐回落，全年 PPI 同比基本保持在 5% 以上。国内政策方面，去杠杆政策延续，央行多次上调 7 天逆回购利率，房地产调控再度转向严。

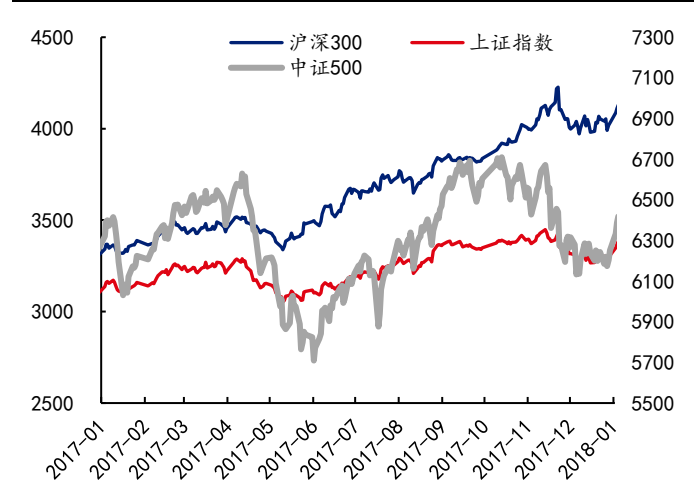
从大盘表现上来看，上证指数涨幅 6.6%，沪深 300 涨幅 21.8%，中证 500 全年表现震荡，截止年末跌幅-0.2%。

从行业超额收益上来看，以金融、消费为代表的大盘股占优，A 股呈现出结构性牛市的特征。具体行业表现方面，仅消费板块的食品饮料和家用电器相对大盘产生了超额收益。此外，钢铁和非银金融的涨幅和沪深 300 指数持平。

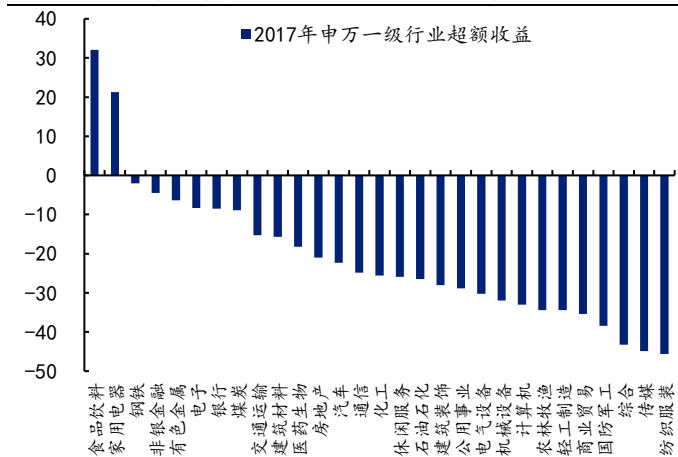
对于电子行业来说，虽然汇率升值理论上会构成利好，但智能手机出货量逐步见顶、全球半导体销量增速疲弱依然拖累了电子行业的表现。

图 40：2017 年国内 GDP、CPI、PPI（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 41：2017 年大盘指数走势（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 42：2017 年全年申万一级行业超额收益（单位：%）


资料来源：万得，信达证券研发中心

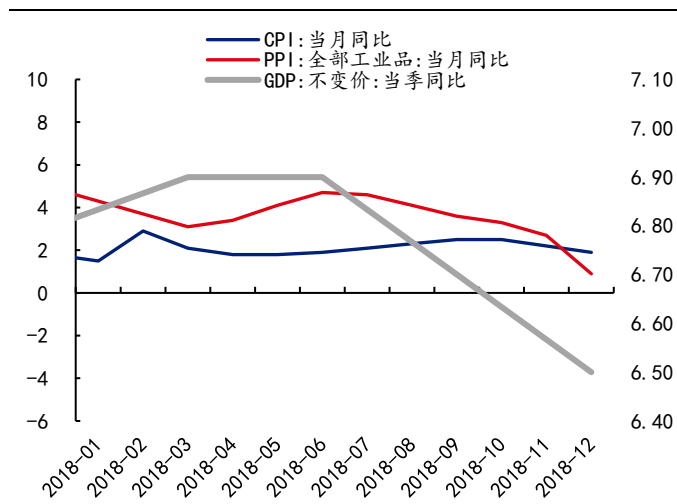
2018 年，中美货币政策再次逆行，贸易摩擦伤害了很多行业的盈利

2018 年国内经济周期步入下行期，全年 GDP 增速 6.75%，较 2017 年下降 0.2 个百分点。分时间来看，全年 GDP 增速高点出现在 2018 年二季度。与此同时，PPI 同比也于当年二季度出现下行。货币政策方面，货币政策于 2018 年 4 月份转向宽松，去杠杆政策也于当年 7 月转向稳杠杆。全年人民币汇率贬值 5% 以上，这既有两国经济周期、货币政策错位的影响，也有贸易摩擦事件的影响。

从大盘表现上来看，上证指数跌幅达到 24.6%，中证 500 和沪深 300 跌幅分别为 33.3% 和 25.3%。

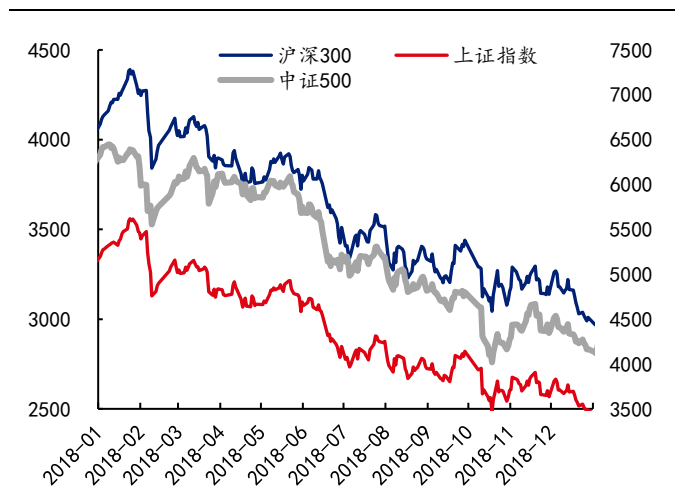
从行业表现来看，2018 年全部申万一级行业处于普跌状态，绝对收益均为负。从行业超额收益来看，1) 消费板块中的休闲服务和食品饮料分别受益于免税业务高增、白酒提价等因素相对沪深 300 指数产生了超额收益。2) 其次是建筑装饰、公用事业、金融股因存在抗跌属性而超额收益居前。3) 电子，轻工制造，机械设备和电力设备和汽车行业受到汇率贬值和贸易摩擦的双重负面影响，跑输沪深 300 指数 15% 以上。

图 43：2018 年国内 GDP、CPI、PPI（单位：%）



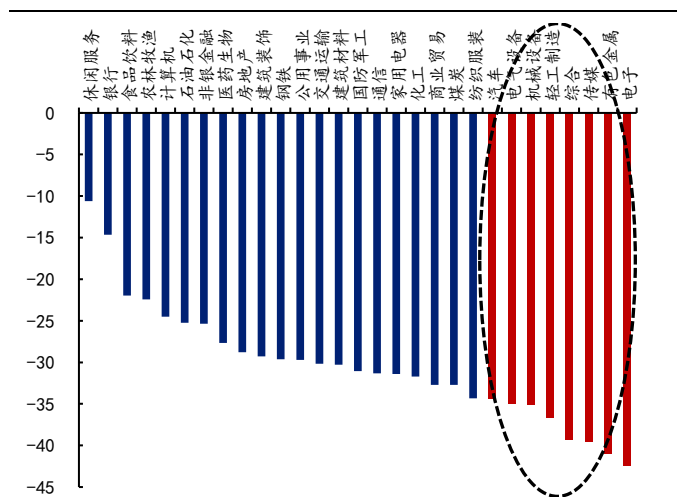
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 44：2018 年大盘指数走势（单位：%）



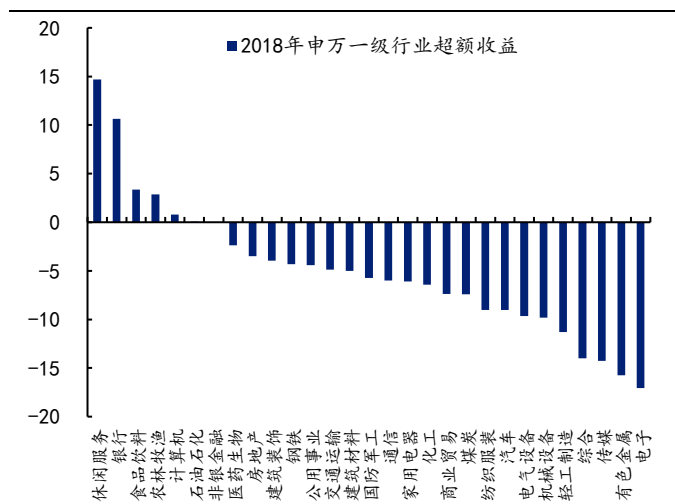
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 45：2018 年申万一级行业涨跌幅（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

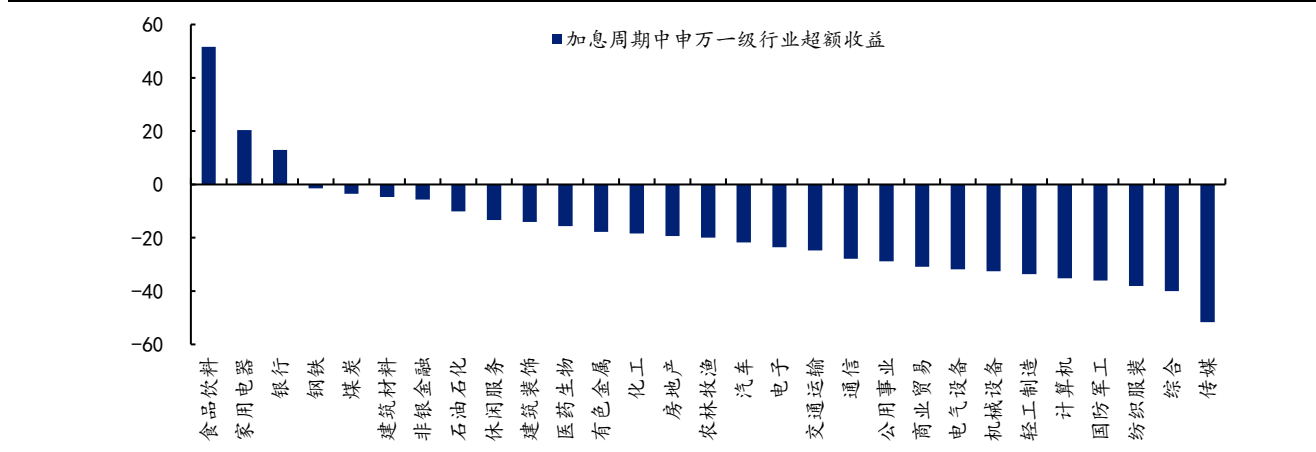
图 46：2018 年申万一级行业超额收益（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

总体来看，美联储加息很难作为特定行业超额收益的唯一决定因素。

图 47：美联储加息周期内申万一级行业超额收益（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

报告基于对历史规律的总结，历史规律在未来可能失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。2018-2021年代表观点：2018年6月《全面对比2011年熊市》，2019年3月《3月震荡，4月决断》，2019年8月《战略性看多A股》，2020年6月《增量资金已是趋势》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，3年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，3年宏观策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。