

2026 年 09 月 12 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

市场对美联储加息预期定价已较为充分，等待靴子落地

报告摘要

核心观点：

- ◆ 本周 A 股震荡下跌，市场焦点依旧在 9 月美联储是否会加息。美国 8 月核心 CPI 环比上涨 0.3%，高于市场预期的 0.2%。数据公布后，市场预计下周美联储加息的概率约为 90%，隔夜指数掉期显示，到年底市场累计计入约 53 个基点的紧缩幅度，相当于完全计入至少两次每次 25 个基点的加息。
- ◆ 虽然 AI 产业大规模资本开支和地缘局势紧张下的高油价支撑美国通胀上行，但当前美国经济 K 型分化，居民部门转弱。同时，当前美国政策利率依旧处于较高水平，因此即使未来美联储进行预防式加息，我们倾向于加息空间有限。
- ◆ 当前美国经济与 1990 年以来的美联储历次加息背景均存在较大差异。鉴于当前的科技革命以及政策利率处于高位的背景下，美联储 9 月若进行预防式加息，美国新经济时代下的 1997 年 3 月和 1999 年 6 月两次加息或对当下存在一定借鉴意义。但需关注的是，这两次加息背后的居民消费和就业均明显好于当下。
- ◆ 进一步看，美联储 1997 年 3 月预防式加息 25bp，但不久后亚洲金融危机、俄罗斯债务危机以及 LTCM 危机先后爆发，因此美联储按兵不动 1 年多，后于 1998 年 9 月降息 25bp 连续降息 3 次。1999 年 6 月，美联储再次进行预防式加息 25bp，并开启新一轮加息周期。
- ◆ 具体来看两次加息对于前后大类资产表现。1997 年 3 月加息，中期维度看，加息前后半年，美股整体趋势性上涨，十年期美债收益率整体偏震荡，反映其强劲的经济基本面和市场对信息技术持续发展

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书：S0640520030001	
联系电话：010-59219572	
邮箱：liuqd@avicsec.com	
庞晨	分析师
SAC 执业证书：S0640526040001	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	分析师
SAC 执业证书：S0640525100001	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
杨子萌	分析师
SAC 执业证书：S0640526060001	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《逢低布局，静待修复》

中航策略周报：《九月转向：不确定性峰值已过，积极做多窗口开启》

中航策略周报：《蓄势待变——警惕月末扰动，静待 9 月反攻》

中航策略周报：《修复行情将迎来业绩密集期的检验》

中航策略周报：《结构性修复行情持续》

中航策略周报：《全球去杠杆或已临近尾声，A 股科技修复行情宜徐徐图之》

股市有风险 入市需谨慎

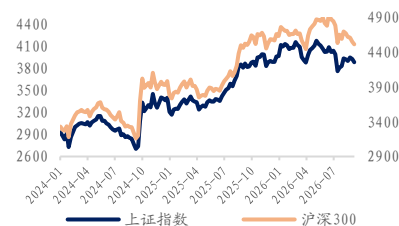
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

的信心。短期维度，1997年3月加息前，美债收益率自96年12月开始上行，美股自97年1月开始回落，提前反映加息预期。加息落地后，美债收益率基本见顶，美股基本见底。4月下旬起，美债收益率转为回落，美股持续上涨。

市场走势：



- ◆ 1999年6月加息，美股、美债在交易节奏上均明显提前交易美联储预期。在1998年美联储连续降息期间，十年期美债收益率和美股均见底回升。美联储转为按兵不动后，美债收益率持续快速上行，但美股上行斜率逐步放缓。1999年6月美联储加息落地前后半个月，美股反而短暂加速上行，或交易加息落地。
- ◆ 中期趋势看，美股由基本面景气度决定。随着美联储持续加息，美股先经历4个月震荡后，在景气度持续上行支撑下，美股逆势美联储加息下迎来牛市主升浪，行情高点与基本面节奏较为一致。

投资建议：

- ◆ 往后看，9月美联储或预防式加息，但后续空间或有限。当前市场已计入年内约两次加息预期下，短期A股或仍为震荡，但建议逢低布局，等待靴子落地，落地对市场影响或体现为利空出尽。中期看，科创50、沪深300业绩增速均有望于四季度再创新高，盈利驱动下，绝对收益角度，A股下半年有望震荡上行，“新登”、“老登”或均存在机会；结构上，科创50、沪深300业绩增速差有望于四季度再创新高，年内市场风格或仍将再度转向科技成长风格相对占优。但市场经历了年中极致分化后的大幅回撤后，下一轮风格分化程度或相对缓和。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场表现分化，创业板指（1.08%），表现较强；上证指数（-1.07%）、深证成指（-0.34%）、沪深 300（-0.83%）、科创 50（-1.52%）、中证 500（-0.94%）、中证 1000（-1.08%），表现较弱。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 0.17%；消费风格表现较弱，下跌 3.04%。分行业来看，申万一级行业中通信、建筑材料、综合表现较强，分别上涨 6.87%、3.05%、2.09%；非银金融、计算机、美容护理表现较弱，分别下跌 4.62%、4.61%、4.61%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 18929.62 亿元，较上周减少 768.15 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 21.41 倍，较上周下跌 0.87%。

正文：

本周 A 股震荡下跌，市场焦点依旧在 9 月美联储是否会加息。北京时间 9 月 11 日 20:30 公布的美国 8 月核心 CPI 环比上涨 0.3%，高于市场预期的 0.2%。数据公布后，市场预计下周美联储加息的概率约为 90%，隔夜指数掉期显示，到年底市场累计计入约 53 个基点的紧缩幅度，相当于完全计入至少两次每次 25 个基点的加息。

虽然 AI 产业大规模资本开支和地缘局势紧张下的高油价支撑美国通胀上行，但当前美国经济 K 型分化，居民部门转弱。消费方面，消费者信心指数承压，8 月数据仅位于近十年 5.04% 百分位；就业方面，在世界杯的加持下，美国新增非农人数近几个月刚由负转正，8 月新增非农人数位于近十年 43.69% 百分位，但稳定性仍需跟踪。同时，当前美国政策利率依旧处于较高水平，因此即使未来美联储进行预防式加息，我们倾向于加息空间有限。

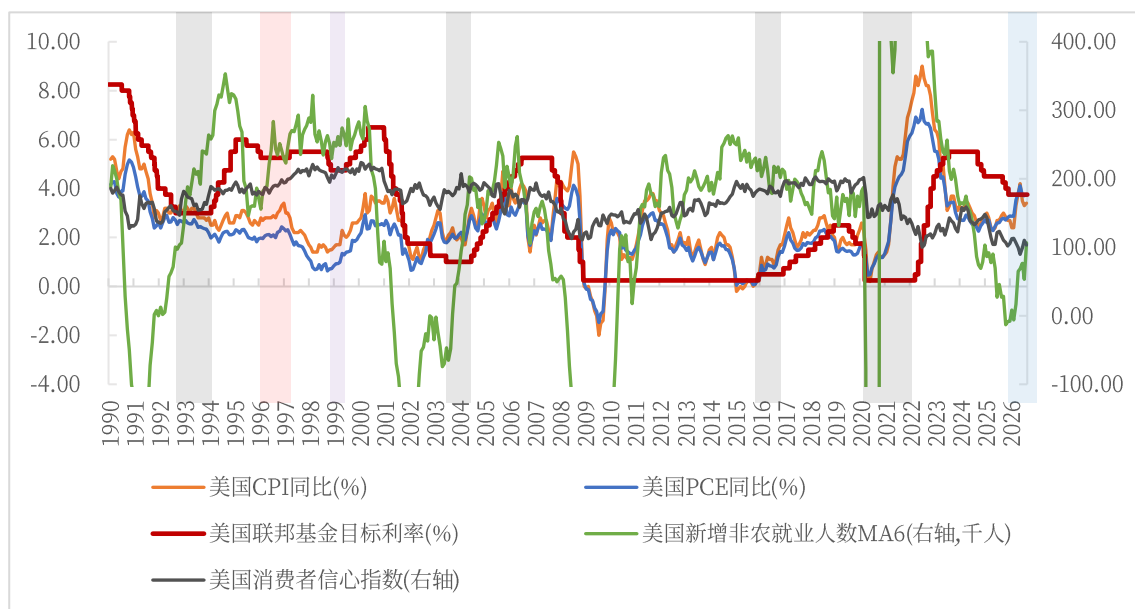
当前美国经济与 1990 年以来的美联储历次加息背景均存在较大差异。鉴于当前的科技革命以及政策利率处于高位的背景下，美联储 9 月若进行预防式加息，美国新经济时代下的 1997 年 3 月和 1999 年 6 月两次加息或对当下存在一定借鉴意义。但需关注的是，这两次加息背后的居民消费和就业均明显好于当下。

美联储官方对于这两次加息的定性均为预防式。其中 1997 年的加息，美联储认为彼时通胀仍然非常温和，但强劲的总需求和高资源利用率使未来通胀上升的风险明显增加，需要采取明确的预防性政策行动，在通胀真正抬头之前将其遏制。并且美联储主席格林斯潘曾于 1999 年将其定性为“针对潜在不利结果的一次保险式加息”。对于 1999 年的加息，格林斯潘曾表示，通胀压力控制得很好，要在经济失衡真正威胁经济稳定之前，提前采取行动。对于通胀预期，美联储认为通胀力量已经出现，或者未来可能出现。美联储也曾将其直接定性为“适度的预防性措施”，可以避免日后不得不采取更激烈的、可能会破坏经济稳定的行动。

进一步看，美联储 1997 年 3 月预防式加息 25bp，但不久后亚洲金融危机、俄罗斯债

务危机以及 LTCM 危机先后爆发，因此美联储按兵不动 1 年多，后于 1998 年 9 月降息 25bp 连续降息 3 次。1999 年 6 月，美联储再次进行预防式加息 25bp，并开启新一轮加息周期。

图1 若美联储加息，可借鉴 1997 年 3 月和 1999 年 6 月两次加息

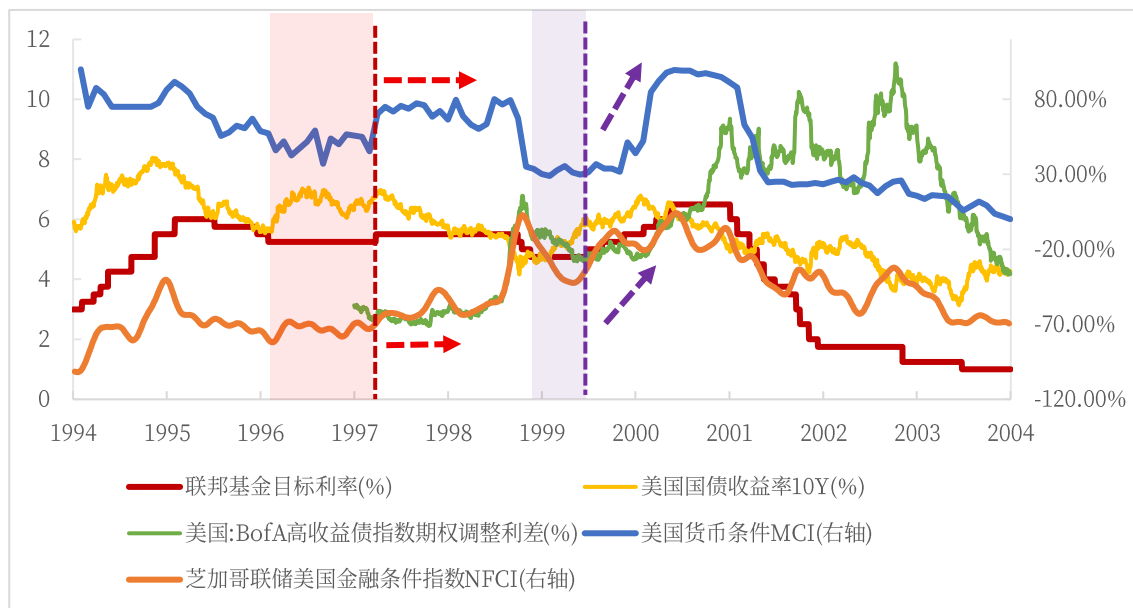


资料来源：Wind，中航证券研究所整理（注：阴影区域为加息前夕的美国宏观环境，最后蓝色阴影区域为当前环境）

我们构建的美国货币条件指数 MCI 上升指向货币环境紧缩，下降指向货币环境宽松。芝加哥联储的美国全国金融状况 NFCI 指数为正值表示金融条件较历史平均水平更趋紧，负值表示金融条件较历史平均水平宽松。1997 年和 1999 年加息前的货币和金融条件均处于阶段性较为宽松，与当前类似。加息后，后续政策路径不同使货币条件和金融条件出现差异：1997 的单一加息后货币条件迅速紧张，随较为平稳，短期内金融条件同样并未出现较大变化。1999 的连续加息后货币条件紧张水平整体上升，金融条件短期迅速紧张。

通过美国银行高收益债指数期权调整利差观察美国信用利差及其背后反映的市场风险情况。两次加息时都回落至阶段性低位，并且在加息后一段时间内变化不大。直至市场风险爆发，信用利差中枢整体上移，股市下跌，美联储转为降息。当前信用利差持续回落至低位，或显示美国科技产业趋势下，市场风险偏好较强，对企业盈利、现金流和偿债能力较为乐观，风险相对可控。

图2 1997 年和 1999 年预防式加息前后美国金融环境



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

具体来看两次加息前后大类资产表现。1997 年 3 月加息，中期维度看，加息前后半年，美股整体趋势性上涨，十年期美债收益率整体偏震荡，反映其强劲的经济基本面和市场对信息技术持续发展的信心。短期维度，1997 年 3 月加息前，美债收益率自 96 年 12 月开始上行，美股自 97 年 1 月开始回落，提前反映加息预期。加息落地后，美债收益率基本见顶，美股基本见底。4 月下旬起，美债收益率转为回落，美股持续上涨。

1997 年美联储预防式加息前，美国经济正处于“新经济”推动的扩张阶段，经济增长强劲，通胀尚未失控。产业层面，互联网商业化加快，1995 年网景上市成为互联网进入资本市场视野的重要标志；1996 年《电信法案》进一步推动通信市场开放，叠加互联网接入需求增长，带动网络建设及信息通信设备投资扩张。

美股方面，加息前，市场已开始交易信息技术投资带来的长期增长前景，标普 500 和纳斯达克指数均处于上升趋势。1997 年 3 月加息落地后，两者短暂调整；随着长端利率自 4 月中旬回落，且美联储此后未连续加息，货币政策压力有所缓解，美股于 4 月底重新恢复上涨。

美债方面，加息前市场已提前计入货币政策收紧预期，10 年期美债收益率从阶段低位明显回升，债券价格承压。加息落地后，收益率继续小幅攀升，并于 4 月中旬触及阶段高点；此后随着进一步加息预期降温，收益率转而回落。

同期，黄金并非受美元及美债实际利率主导。欧洲推动一体化，欧央行进入储备调整

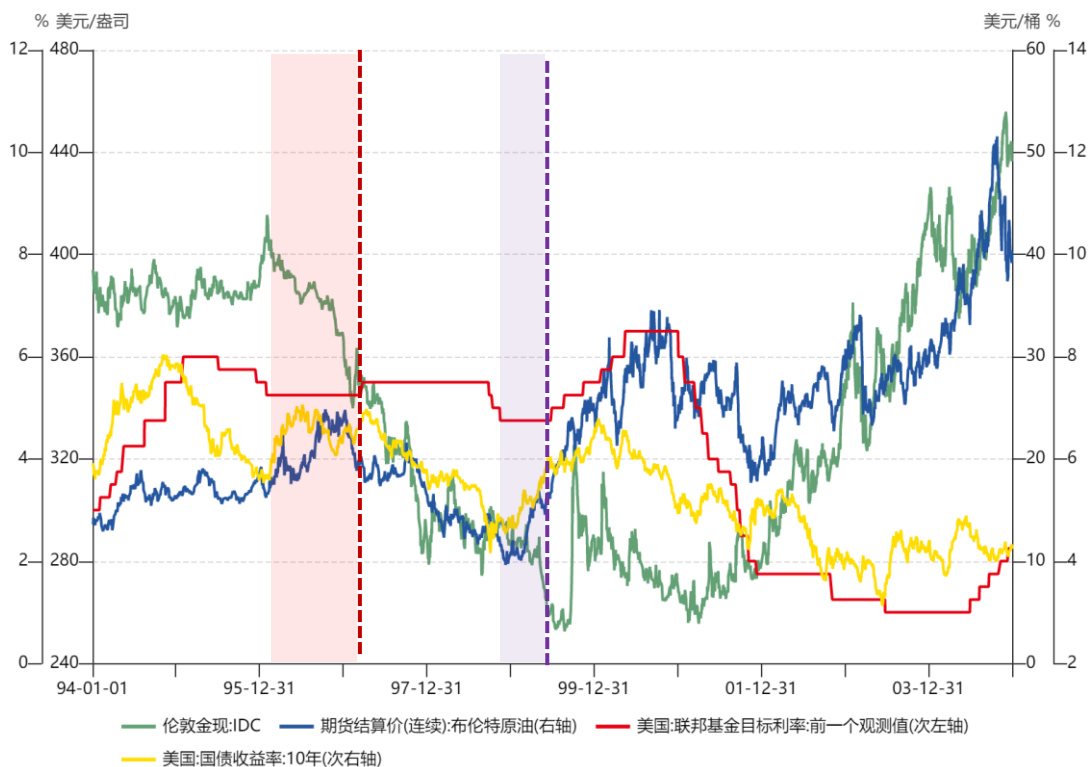
阶段，但黄金占欧央行外汇储备比例以及之后欧洲各国央行对于黄金储备的控制程度存在不确定性，欧洲多国央行抛售黄金，黄金持续大跌。

1999 年 6 月加息，美股、美债在交易节奏上均明显提前交易美联储预期。在 1998 年美联储连续降息期间，十年期美债收益率和美股均见底回升。美联储转为按兵不动后，美债收益率持续快速上行，但美股上行斜率逐步放缓。1999 年 6 月美联储加息落地前后半个月，美股反而短暂加速上行，或交易加息落地。

中期趋势看，美股由基本面景气度决定。随着美联储持续加息，美股先经历 4 个月震荡后，在景气度持续上行支撑下，美股逆势美联储加息下迎来牛市主升浪。在科网的大级别产业趋势中，标普 500 指数和纳斯达克指数并未被市场计入加息预期压制，并且在加息的当天和次日均收涨。标普 500 指数收入增速和每股收益增速均在加息背景下继续震荡上行，于 1999 年四季度创下高点，支撑指数持续走高。随后 2000 年一季度收入增速和每股收益增速持续回落，指数于 2000 年 3 月创下本轮行情高点后泡沫破灭。科技产业面，受到产业趋势的强支撑，美国计算机、通讯设备及半导体产能利用率甚至进一步提升，直到 2000 年 8 月才开始调头向下。具体美股业绩复盘见周报《利率上行不是科技牛市泡沫破灭的充分条件，产业的高景气水平是股价的关键支撑》。

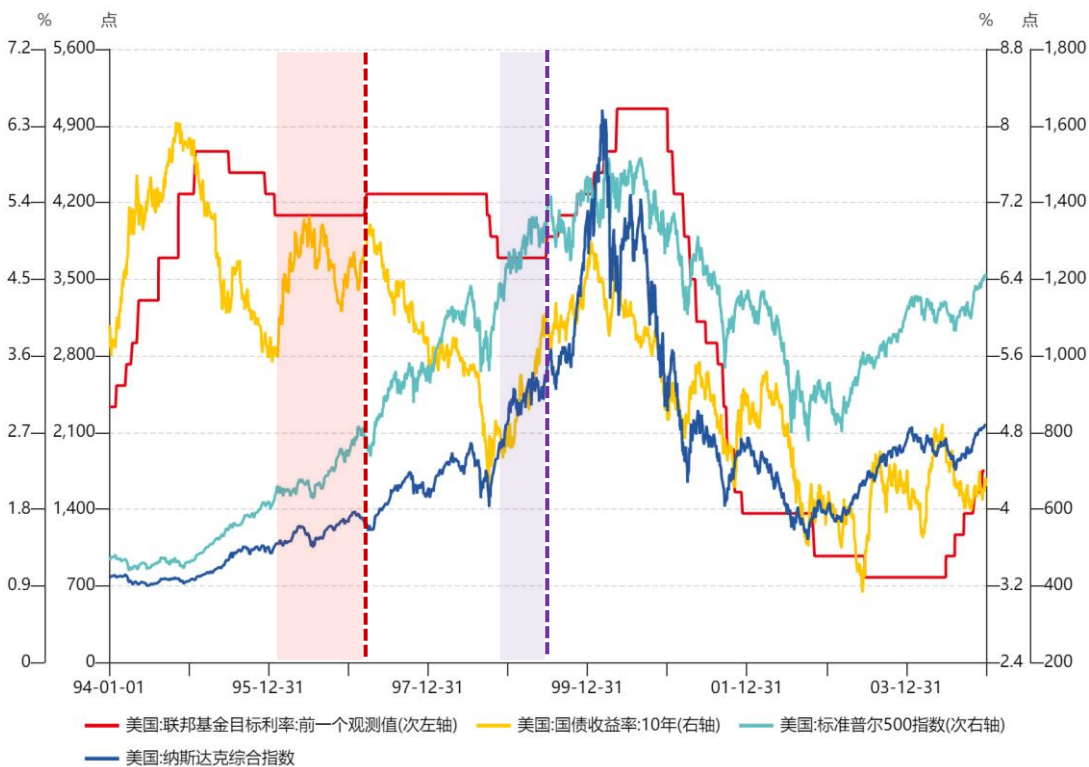
1999 年，源于市场对于各国央行无协调卖出黄金扰乱市场的担忧蔓延，黄金下行周期已经持续长达三年以上，临近 1999 年的预防式加息，由于市场计入美联储加息预期，黄金承压，下跌斜率陡峭程度大幅提高。直到 1999 年 9 月 26 日，15 国欧洲央行签署第一份《中央银行黄金协议》，即《华盛顿黄金协议》，签署银行约持有全球黄金储备的 45%。此外，美国、日本、澳大利亚、国际货币基金组织和国际清算银行等主要黄金持有者，也以非正式方式表示支持该协定，或在其他时间宣布不会出售黄金，随后金价大幅飙升。但由于 1999 年预防式加息后续的政策路径为连续加息并开启加息周期，黄金再度承压，筑底回升的拐点为下一轮降息周期的起点。

图3 1997年和1999年预防式加息前后美国黄金和油价

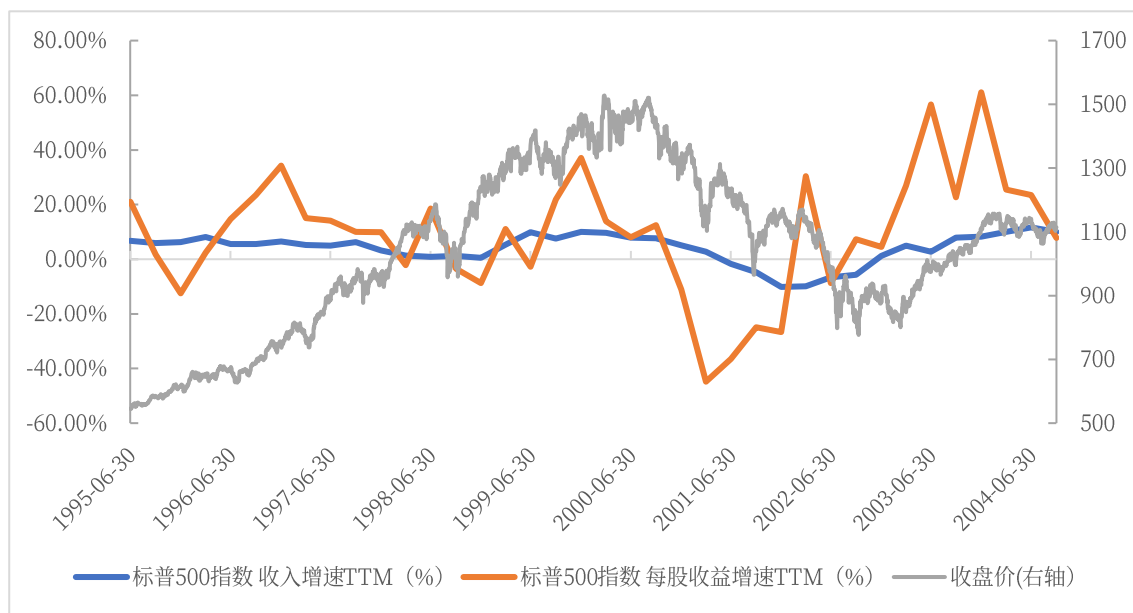


资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

图4 1997年和1999年预防式加息前后美国股指



资料来源: Wind, 中航证券研究所整理

图5 标普 500 指数走势拐点与基本面见顶回落节奏较为同步


资料来源：Wind，Bloomberg，中航证券研究所整理

投资建议：

往后看，9 月美联储或预防式加息，但后续空间或有限。当前市场已计入年内约两次加息预期下，短期 A 股或仍为震荡，但建议逢低布局，等待靴子落地，落地对市场影响或体现为利空出尽。中期看，科创 50、沪深 300 业绩增速均有望于四季度再创新高，盈利驱动下，绝对收益角度，A 股下半年有望震荡上行，“新登”、“老登”或均存在机会；结构上，科创 50、沪深 300 业绩增速差有望于四季度再创新高，年内市场风格或仍将再度转向科技成长风格相对占优。但市场经历了年中极致分化后的大幅回撤后，下一轮风格分化程度或相对缓和。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期。

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用，未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任，包括但不限于立即停止未经授权的转载行为，通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637