

## 如果加息，这次与以往不同

### 策略分析师：

荀玉根 CIIA

(021) 5010 6029  
xunyg@lhq.com

穆启国

(021) 5010 6020  
muqg@lhq.com

1月20日，A股市场在加息预期和传闻催化下大幅下跌。我们无法考证加息传言是否属实，但从研究角度或者从防患于未然的角度需要考察加息后市场与行业的变化。我们的视角是从历史回顾开始，但是为了防止犯刻舟求剑的问题，我们也考察了这一次和历史加息周期的不同，进而提出行业配置建议。

**首次加息后股票市场的历史表现。**A股市场首次加息后没有改变市场趋势，行业超额收益除了06、07年较为特殊的金融地产外，主要集中在中游制造和下游。而美国股市首次加息后出现小幅调整，行业超额收益主要集中在对流动性不敏感的信息技术和能源上。

**与历史不一样：从通胀控制向管理预期转变。**历史上看，除06年8月外，3%以上的通胀才促使首次加息。从CPI-利率历史走势看，历次利率调整落后于CPI，无论是2004年、2007年，还是1993年，加息均在CPI明显上涨之后。2010年全年通胀较温和，但是上半年单月通胀较高，这样必然使得央行防范通胀预期转化为真实的高通胀。前四次加息的宏观背景均是经济已经出现明显过热，而目前经济刚刚从国际金融危机中走出来。因此，如果加息，更多的是管理通胀预期，而非真正的加息周期开始。

**投资主线：关注出口好转和通胀回升，回避流动性敏感行业。**我们对行业配置的逻辑没有发生大变化，关注出口好转和产能利用率上升带动的通胀回升，适当回避流动性敏感的行业。

**关注超跌板块的反弹机会。**从三个角度筛选存在反弹机会的板块：1) 跌幅较深；2) 对利空已经消化；3) 基金持仓较低。3471点以来钢铁、金融、地产三大板块跌幅最深，且2640点低点后的反弹幅度较小。其中，钢铁跌幅超过20%，关注行业供需改善下的反弹机会。158支公布年报的基金行业配置显示，地产是四季度减持最大行业。逻辑上加息对地产板块利空影响非常大，但1月20日加息传闻下地产跌幅与大盘基本相当，显示对利空反映较充分，地产仍存结构性机会，关注二三线城市。

## 目 录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>一、股票市场在首次加息之后的表现 .....</b>       | <b>3</b>  |
| A 股市场经历的四次加息周期 .....                | 3         |
| 首次加息后 A 股市场及行业表现 .....              | 3         |
| 首次加息后美国股市及行业表现 .....                | 6         |
| <b>二、与历史不一样: 从通胀控制向管理预期转变 .....</b> | <b>9</b>  |
| 除 06 年 8 月外, 3%以上的通胀促发首次加息 .....    | 9         |
| 控通胀预期可能促发加息, 但不是新一轮加息周期的开始 .....    | 10        |
| <b>三、市场和行业观点: 震荡格局 .....</b>        | <b>12</b> |
| 投资主线: 中游、战略新兴产业、区域经济 .....          | 12        |
| 关注超跌板块的反弹机会 .....                   | 13        |

1月20日, A股市场在加息预期和传闻催化下大幅下跌。我们无法考证加息传言是否属实, 但从研究角度或者从防患于未然的角度需要考察加息后行业超额收益的变化。我们的视角是从历史回顾开始, 但是为了防止犯刻舟求剑的弊端, 我们也考察了这一次和历史加息周期的不同, 进而提出行业配置建议。

## 一、股票市场在首次加息之后的表现

### A股市场经历的四次加息周期

A股市场经历了四次加息周期, 起始日分别为1993年5月15日、2004年10月29日、2006年8月19日、2007年3月16日。加息一般出现在通胀比较明显之后, CPI超过3%。

1993年加息属于“急刹车”, 次数少但幅度很大, 这主要源于当时CPI涨势过快, 通胀压力较大。而之后的三次加息周期, 总体上都是“点刹车”式的。

表 1、1990 年来四次加息周期

| 加息起始日            | 加息终止日            | 首次加息<br>基点 | 当月 CPI | 加息次数 | 累计加息<br>基点 | CPI 高点滞后加息终止时间       |
|------------------|------------------|------------|--------|------|------------|----------------------|
| 1993 年 5 月 15 日  | 1993 年 7 月 11 日  | 162BP      | 14%    | 2 次  | 342BP      | 15 个月                |
| 2004 年 10 月 29 日 | 2004 年 10 月 29 日 | 27BP       | 4.30%  | 1 次  | 27BP       | 领先加息 2 个月            |
| 2006 年 8 月 19 日  | 2006 年 8 月 19 日  | 27BP       | 1.30%  | 1 次  | 27BP       | CPI 涨势延续到 2008 年 2 月 |
| 2007 年 3 月 16 日  | 2007 年 12 月 21 日 | 27BP       | 3.30%  | 6 次  | 162BP      | 2 个月                 |

资料来源: Wind, 联合证券研究所

### 首次加息后 A 股市场及行业表现

由于1993年资本市场规模和格局与现在差异比较大, 参考价值不大, 我们统计了近三次加息后市场指数及各行业表现, 具体见下表:

表 2、近三次加息周期中市场及行业表现

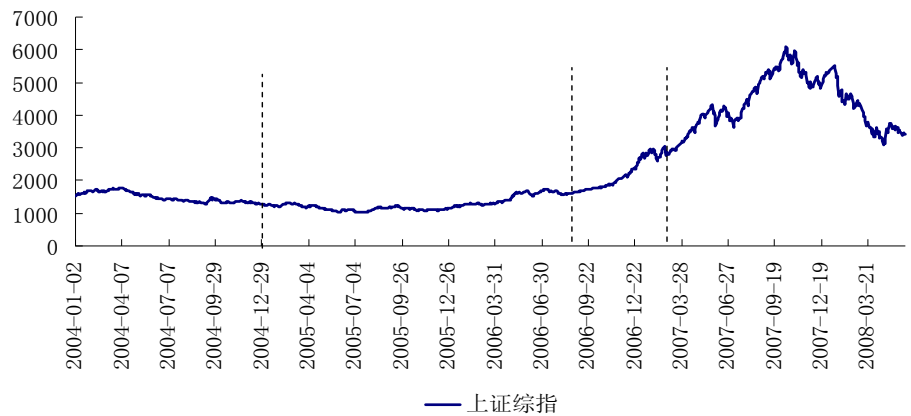
| 加息周<br>期 | 上证综指涨跌幅 (%) |       |       | 超越大盘的前三大行业   |                            |              |
|----------|-------------|-------|-------|--------------|----------------------------|--------------|
|          | 1 周后        | 1 个月后 | 3 个月后 | 1 周后         | 1 个月后                      | 3 个月后        |
| 2004 年   | -2.73       | 1.12  | -9.54 | 金融、交通运输、轻工制造 | 电子信息、轻工制造、医药、<br>餐饮旅游、机械设备 | 钢铁、信息服务、交通运输 |
| 2006 年   | 1.57        | 7.70  | 23.39 | 有色、餐饮旅游、金融   | 餐饮旅游、金融、地产、信<br>息服务、交通运输   | 金融、钢铁、地产     |
| 2007 年   | 4.15        | 19.19 | 40.02 | 化工、有色、交通运输   | 纺织服装、有色、机械设备、<br>建筑建材、医药   | 纺织服装、采掘、地产   |
| 平均       | 2.99        | 28.01 | 53.87 | 金融、交通运输、有色   | 餐饮旅游、医药、机械设备<br>(拓展至前五名筛选) | 钢铁、地产        |

资料来源: Wind, 联合证券研究所

从市场表现来看, 首次加息后一般不会改变市场趋势。2004 年小幅调整, 2006、2007 年没有改变市场上行趋势。取均值看, 加息后 1 周、1 个月、3 个月上证综

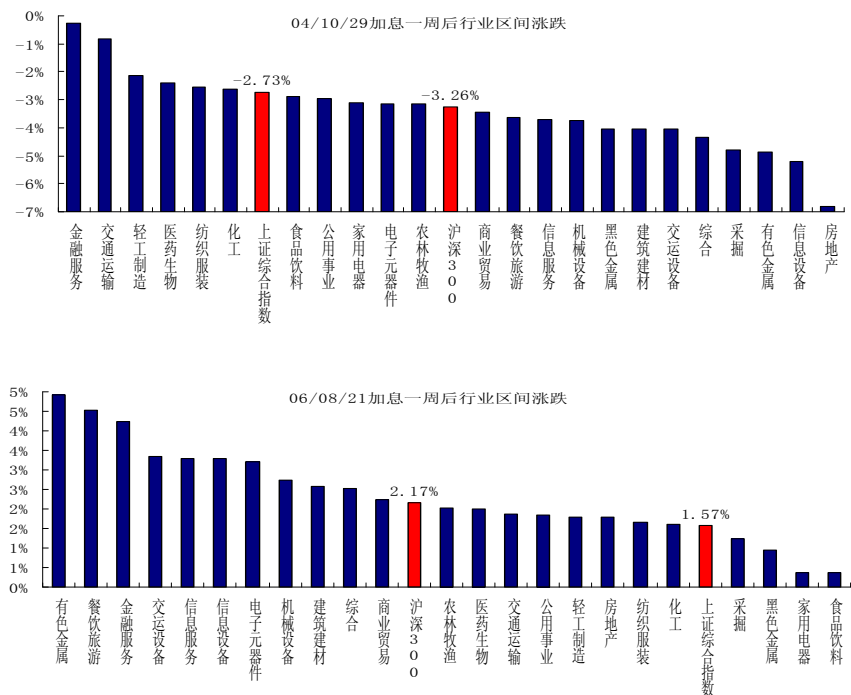
指涨幅分别为: 2.99%、28.01%、53.87%, 超额收益最高的行业分别为金融+交通运输+有色、餐饮旅游+医药+机械设备、钢铁+地产, 很明显, 除了 06、07 年较为特殊的金融地产外, 主要集中在中游制造和下游。

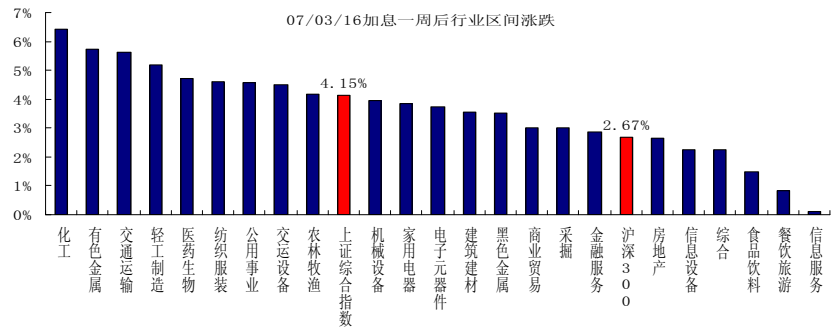
图 1、近 3 轮加息周期股指表现



资料来源: Wind, 联合证券研究所

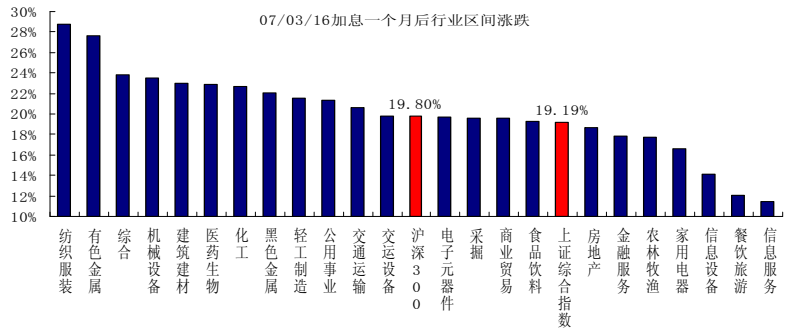
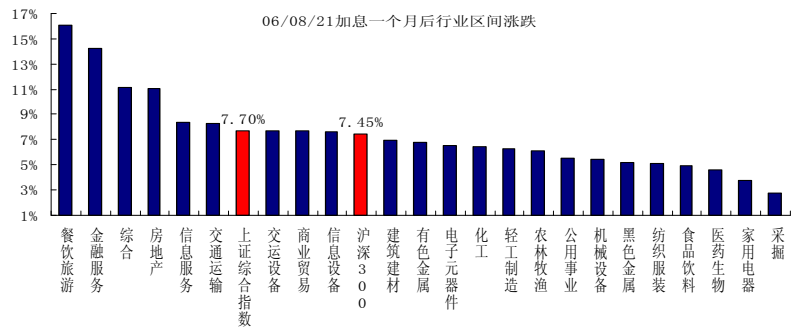
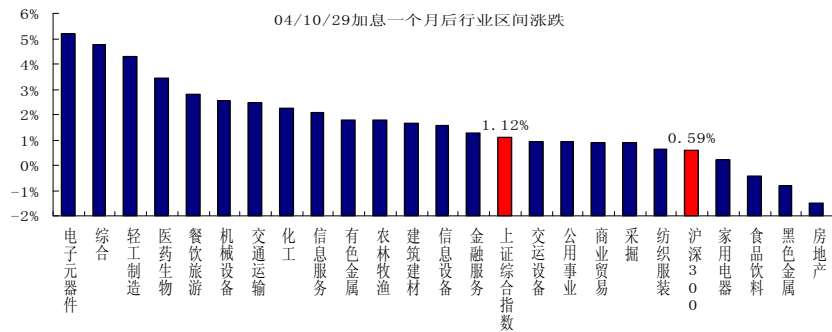
图 2、中国加息 1 周后各行业表现





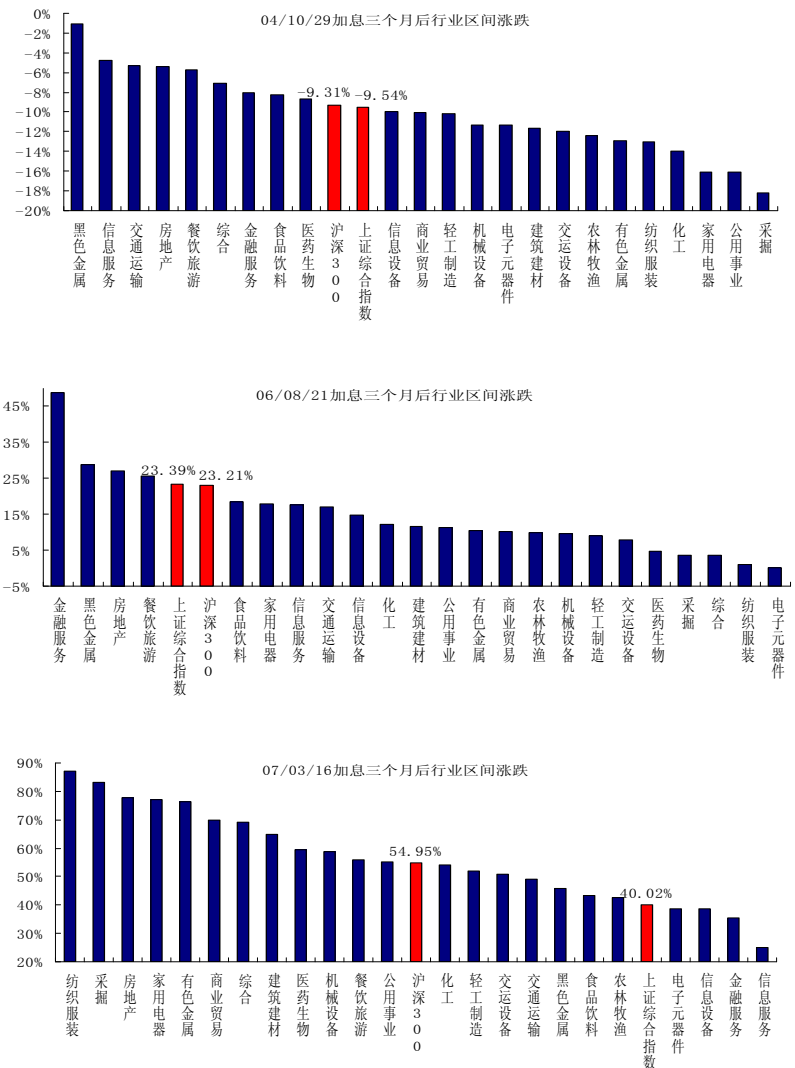
资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 3、中国加息 1 个月后各行业表现



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 4、中国加息 3 个月后各行业表现



资料来源: Wind, 联合证券研究所

## 首次加息后美国股市及行业表现

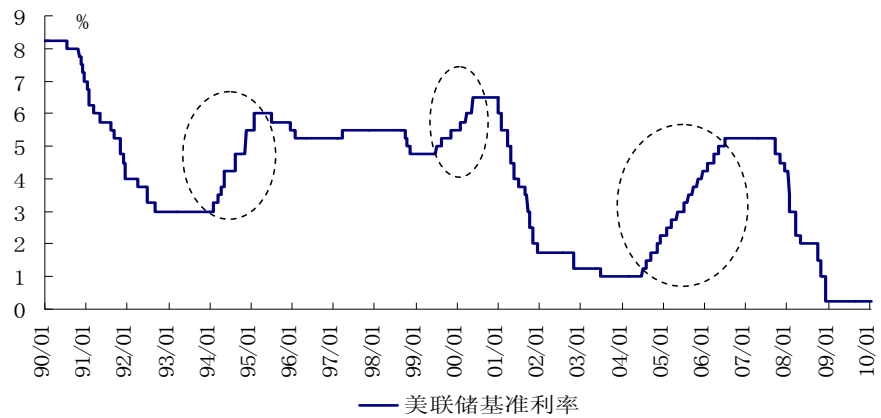
近 20 年来, 美国共有三轮加息周期, 首次加息日分别为 1992 年 2 月 4 日、1999 年 6 月 30 日、2004 年 6 月 30 日。

表 3、美国近三次加息周期中市场及行业表现

| 加息周期   | 标普指数涨跌幅 (%) |       |       | 超越大盘的前三大行业  |               |              |
|--------|-------------|-------|-------|-------------|---------------|--------------|
|        | 1 周后        | 1 个月后 | 3 个月后 | 1 周后        | 1 个月后         | 3 个月后        |
| 1994 年 | 0.08        | -1.08 | -4.02 | 信息技术、能源、工业品 | 信息技术、可选消费、工业品 | 信息技术、必须消费、能源 |
| 1999 年 | 1.69        | -0.53 | -4.53 | 信息技术、能源、原材料 | 信息技术、电信、能源    | 信息技术、能源      |
| 2004 年 | -1.97       | -3.98 | -2.39 | 能源、公用品、电信   | 电信、能源、公用品     | 能源、电信、公用品    |
| 平均     | -0.07       | -1.86 | -3.65 | 信息技术、能源     | 信息技术、能源       | 信息技术、能源      |

资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

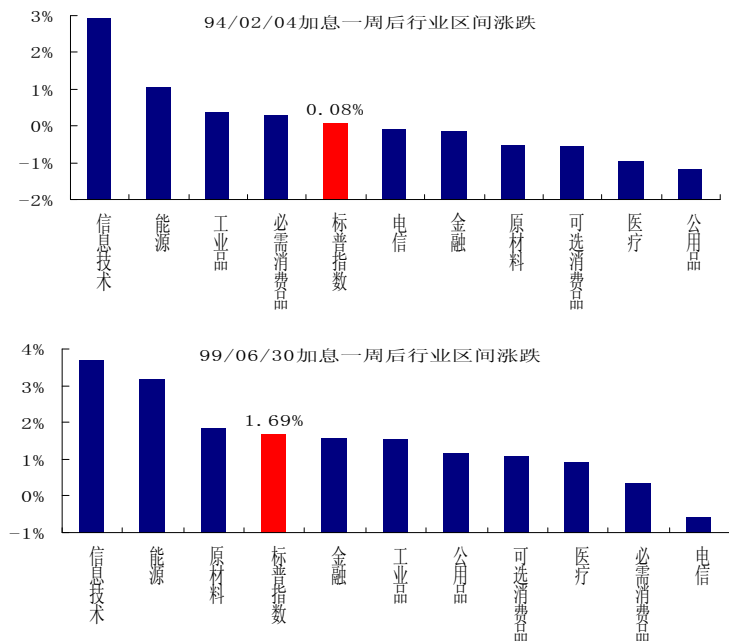
图 5、美国近 20 年经历了 3 轮加息周期

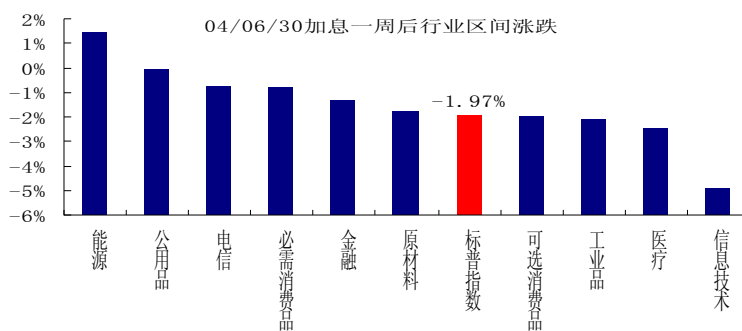


资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

加息后美国股市出现小幅调整, 其中加息后 1、3 个月市场均出现下跌。均值看, 加息后 1 周、1 个月、3 个月标普指数跌幅分别为:  $-0.07\%$ 、 $-1.86\%$ 、 $-3.65\%$ , 超额收益最高的行业分别为集中在信息技术和能源。

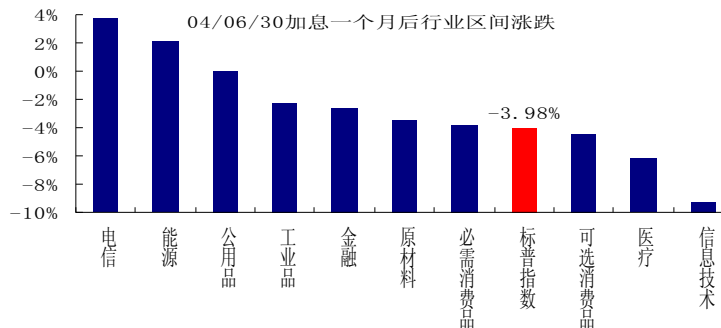
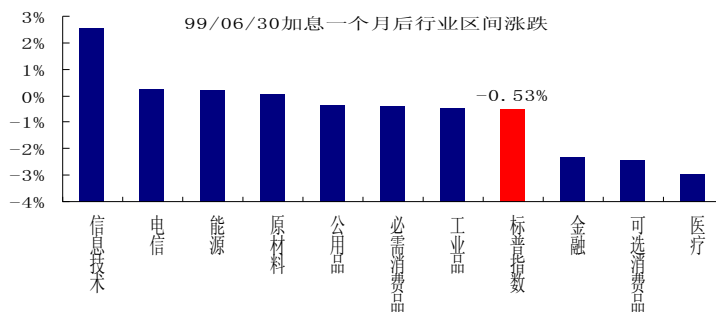
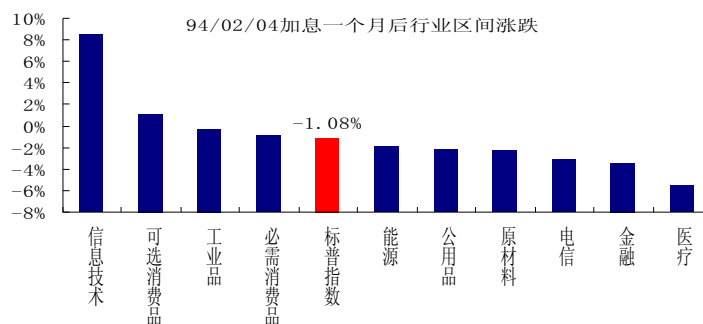
图 6、美国加息 1 周后各行业表现





资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

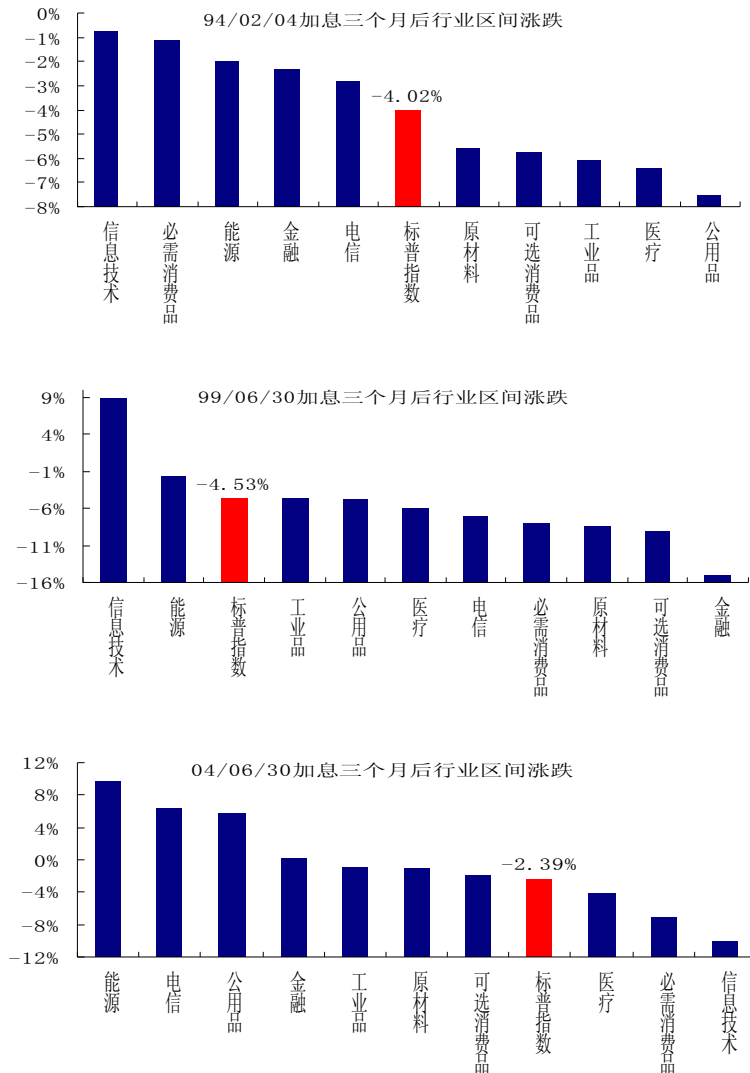
图 7、美国加息 1 个月后各行业表现



资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所



图 8、美国加息 3 个月后各行业表现



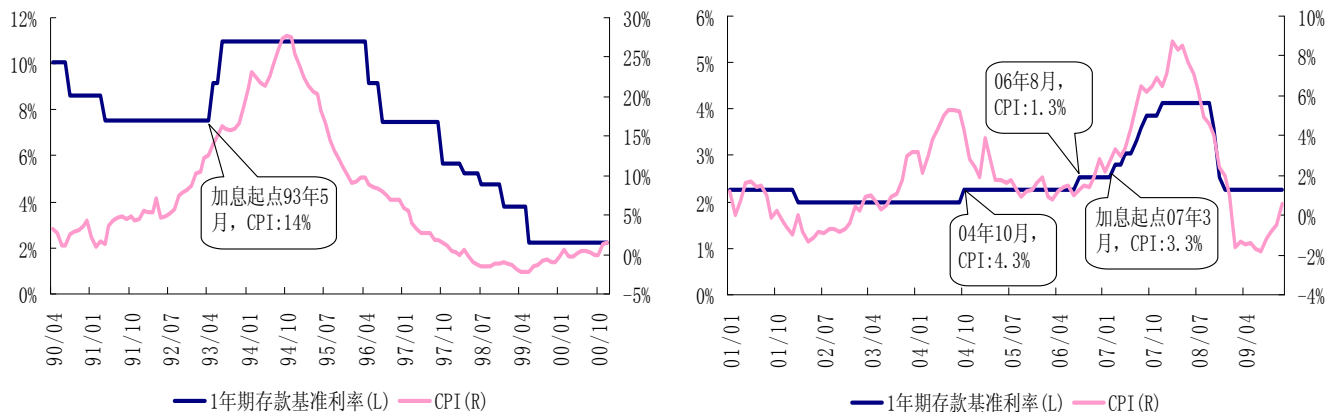
资料来源: Bloomberg, 联合证券研究所

## 二、与历史不一样: 从通胀控制向管理预期转变

### 除 06 年 8 月外, 3%以上的通胀促发首次加息

从 CPI-利率历史走势看, 历次利率调整落后于 CPI, 无论是 2004 年、2007 年, 还是 1993 年, 加息均在 CPI 明显上涨之后。从中央经济工作会议中工作目标看, 近十年仅 1 次提防通胀 (2007 年定调 2008 年, 其实已经滞后), 由此可见 GDP 导向下, 经济增长仍是首要目标, 通胀次之。

图 9、历年看, 加息总在 CPI 明显回升后

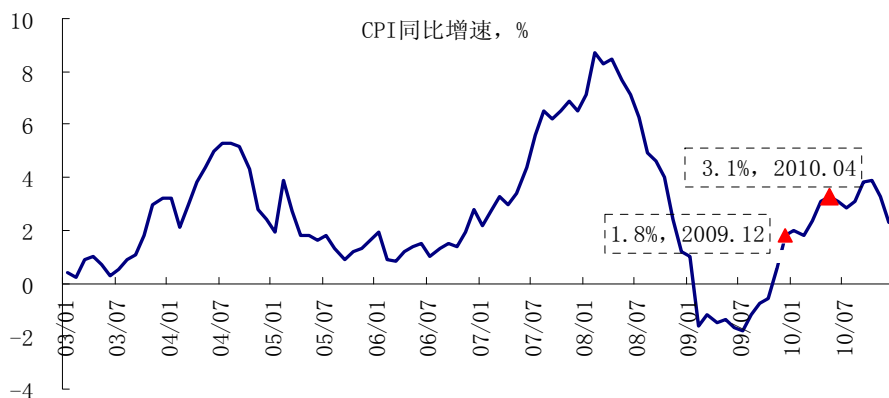


资料来源: Wind, 联合证券研究所

### 控通胀预期可能促发加息, 但不是新一轮加息周期的开始

我们宏观分析师认为: 2010 年全年通胀较温和, 但是上半年单月通胀较高。这样必然使得央行防范通胀预期转化为真实的高通胀。

图 10、预计 2010 年 4 月 CPI 将超过 3%



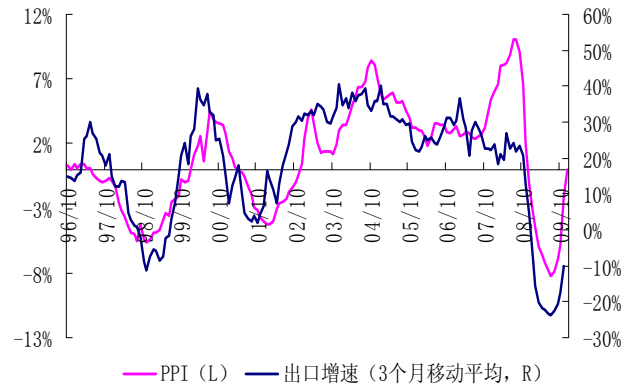
资料来源: Wind, 联合证券研究所

此外刺激通胀超预期的因素也若隐若现。1) 雪灾天气下国内农产品及食品价格可能大幅上涨。2009 年 11 月以来低温影响下农产品价格指数已经创出新高。2) 政策主导下普遍担心的制造业产能过剩问题可能没有想象的那么严重, 而出口大幅增长可能拉高物价。3) 09 年过度的货币投放和快速上涨的房价加大居民通胀的预期。

图 11、低温天气影响下农产品价格大幅上涨



图 12、出口增速与 PPI 呈较明显正相关



资料来源: Wind, 联合证券研究所

图 13、房价上涨提升通胀预期

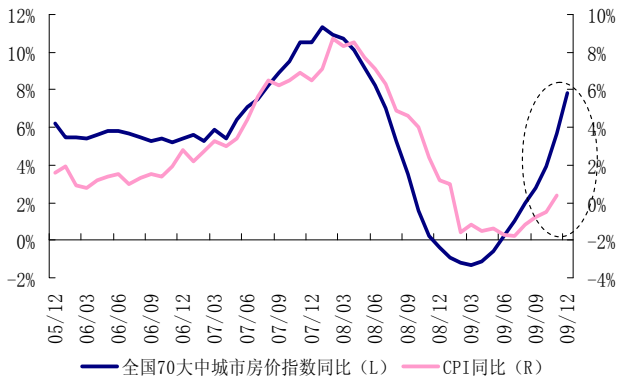
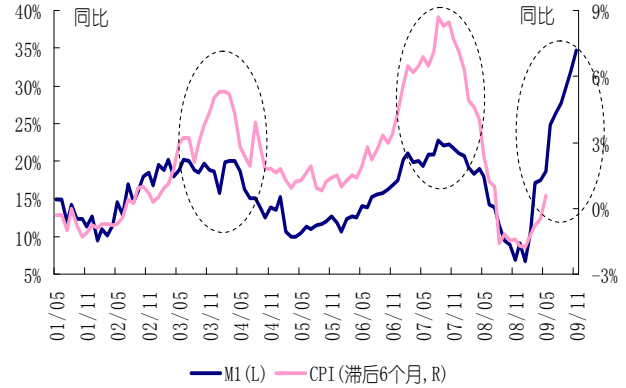


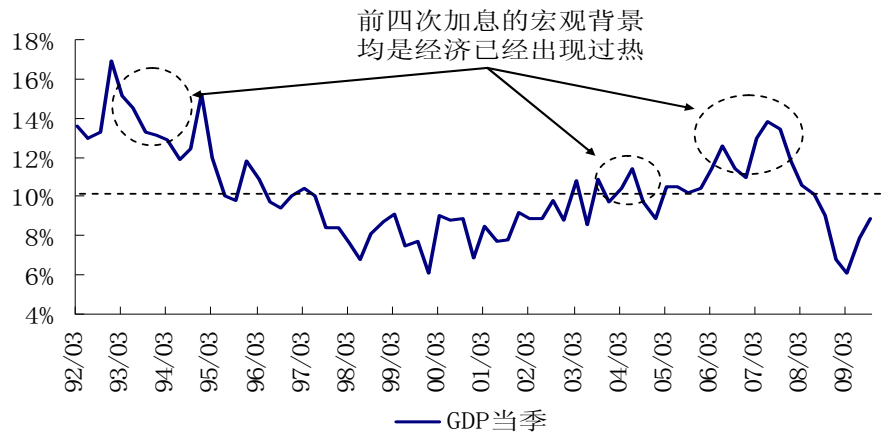
图 14、货币幻觉提升通胀预期



资料来源: Wind, 联合证券研究所

近四次加息的宏观背景均是经济已经出现明显过热, 而目前经济刚刚从国际金融危机中走出了。因此, 当前如果加息, 我们理解为“提前管理通胀预期”, 真正的加息周期, 还需要等到CPI的明显上涨。这个角度看, 和2006年8月的加息有点相似。

图 15、前四次加息的宏观背景均是经济已经过热



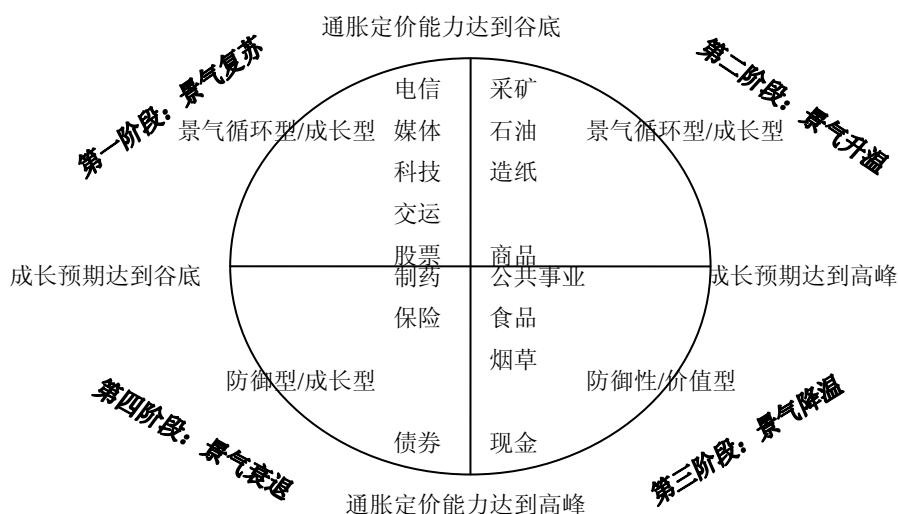
资料来源: Wind, 联合证券研究所

### 三、市场和行业观点：震荡格局

#### 投资主线：中游、战略新兴产业、区域经济

从投资时钟来看, 目前美国仍处于景气复苏初期, 中国可能处于景气加速成长期, 因此以科技、交运、造纸等中游的行业为主。Merrill Lynch (2000) 认为在不同的景气阶段应该投资不同的产业。(1) 景气复苏初期股票表现最好, 资产应以投资股票为主, 行业应选择电讯、媒体与科技, 策略以经济周期型/成长型 (cyclical/growth) 为主; (2) 景气进入加速成长的阶段, 产出缺口消失, 资产应以投资商品为主, 行业应选择矿业、石油与纸业, 策略以经济周期型/价值型 (cyclical/value) 为主。(3) 景气由峰顶回落, 经济增长开始减缓、单位成本上升引发成本上涨时, 资产应以保留现金为主, 行业则应选择公用事业、食品与烟草, 策略以防御型/价值型 (defensive/value) 为主。(4) 景气进入衰退, 资产应以投资债券为主, 行业应选择化学制药与保险, 策略以防御型/成长型 (defensive/growth) 为主。

图 16、美林的经济周期与行业轮动



资料来源：Merrill Lynch fund manager survey –september

从投资主线来看，我们对行业配置的逻辑没有发生变化，关注出口好转和产能利用率上升带动的通胀回升，适当回避流动性敏感的行业，重点关注交运、科技、煤炭、化工、机械、商贸、农林牧渔。

从政策角度来看，为了防范资产泡沫和管理通胀预期，货币政策紧缩预期比较强，而财政政策支持力度有增无减，因此对于财政政策支持的战略新兴产业、区域经济中期来看仍有机会。

## 关注超跌板块的反弹机会

从近期披露的基金年报来看，截止 1 月 20 日，已经有 158 支基金公布了 2009 年年报，我们比较了这些基金行业配置变化，发现地产行业是基金四季度减持最大的行业。由于三季度各行业配置比重统计样本是所有基金，因此样本的差异可能会带来结果的不同，但我们认为总体上能反映趋势的变化。

表 4、基金行业配置变化

| 行业名称               | 2009 年年报             |                             |                        | 2009 年三季             |                             |                        | 绝对配置差<br>(2009Q4<br>-2009Q3) | 相对配置差<br>(2009Q4<br>-2009Q3) |
|--------------------|----------------------|-----------------------------|------------------------|----------------------|-----------------------------|------------------------|------------------------------|------------------------------|
|                    | 占股票<br>投资市<br>值比 (%) | 股票市场<br>标准行业<br>配置比例<br>(%) | 相对标准<br>行业配置<br>比例 (%) | 占股票<br>投资市<br>值比 (%) | 股票市场<br>标准行业<br>配置比例<br>(%) | 相对标准<br>行业配置比<br>例 (%) |                              |                              |
| 房地产业               | 4.30                 | 4.63                        | -0.33                  | 6.53                 | 5.96                        | 0.58                   | -2.24                        | -0.91                        |
| 金融、保险业             | 23.69                | 27.50                       | -3.81                  | 24.23                | 24.26                       | -0.03                  | -0.54                        | -3.77                        |
| 电力、煤气及水的<br>生产和供应业 | 1.30                 | 3.45                        | -2.15                  | 1.78                 | 4.20                        | -2.42                  | -0.49                        | 0.27                         |
| 社会服务业              | 1.04                 | 1.14                        | -0.11                  | 1.29                 | 1.31                        | -0.02                  | -0.25                        | -0.08                        |

|             |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 建筑业         | 1.86  | 1.85  | 0.01  | 2.10  | 2.09  | 0.00  | -0.24 | 0.01  |
| 其他制造业       | 0.32  | 0.59  | -0.28 | 0.50  | 0.56  | -0.07 | -0.18 | -0.21 |
| 交通运输、仓储业    | 2.36  | 5.10  | -2.74 | 2.47  | 5.36  | -2.90 | -0.11 | 0.15  |
| 农、林、牧、渔业    | 0.35  | 0.90  | -0.55 | 0.43  | 0.98  | -0.55 | -0.08 | 0.00  |
| 木材、家具       | 0.04  | 0.14  | -0.10 | 0.08  | 0.15  | -0.07 | -0.04 | -0.03 |
| 造纸、印刷       | 0.64  | 0.61  | 0.03  | 0.64  | 0.64  | 0.00  | 0.00  | 0.03  |
| 石油、化学、塑胶、塑料 | 4.36  | 4.14  | 0.22  | 4.36  | 4.60  | -0.24 | 0.01  | 0.47  |
| 机械、设备、仪表    | 12.14 | 9.93  | 2.21  | 12.08 | 10.33 | 1.74  | 0.06  | 0.46  |
| 综合类         | 1.62  | 2.06  | -0.44 | 1.55  | 2.49  | -0.94 | 0.07  | 0.50  |
| 纺织、服装、皮毛    | 0.57  | 1.23  | -0.66 | 0.46  | 1.37  | -0.91 | 0.10  | 0.24  |
| 传播与文化产业     | 0.55  | 0.50  | 0.05  | 0.36  | 0.63  | -0.26 | 0.19  | 0.31  |
| 金属、非金属      | 7.84  | 6.86  | 0.97  | 7.28  | 7.88  | -0.60 | 0.56  | 1.57  |
| 信息技术业       | 4.45  | 3.92  | 0.52  | 3.84  | 4.49  | -0.65 | 0.60  | 1.17  |
| 采掘业         | 9.27  | 12.45 | -3.18 | 8.65  | 8.19  | 0.46  | 0.62  | -3.64 |
| 电子          | 1.31  | 1.65  | -0.34 | 0.68  | 1.66  | -0.98 | 0.63  | 0.64  |
| 医药、生物制品     | 5.67  | 3.71  | 1.96  | 5.03  | 4.26  | 0.77  | 0.64  | 1.19  |
| 批发和零售贸易     | 6.10  | 3.52  | 2.58  | 5.16  | 3.78  | 1.38  | 0.94  | 1.20  |
| 食品、饮料       | 7.27  | 4.11  | 3.17  | 5.95  | 4.79  | 1.17  | 1.32  | 2.00  |

资料来源: Wind, 联合证券研究所

从市场统计来看, 3471 点以来, 钢铁、金融、地产三大板块跌幅最深, 远超过大盘, 而 2640 点低点后的反弹幅度较小, 明显落后大盘。其中钢铁跌幅超过 20%, 而地产的反弹幅度为各行业之末。

**表 5、各阶段行业表现**

| 指数名称       | 区间涨跌幅 (%)     |             |              |
|------------|---------------|-------------|--------------|
|            | 3471 点至今      | 2640 点至今    | 10/01/20 当日  |
| 黑色金属       | -22.63        | 9.23        | -3.87        |
| 金融服务       | -16.2         | 9.2         | -2.59        |
| <b>房地产</b> | <b>-15.87</b> | <b>3.21</b> | <b>-3.27</b> |
| 有色金属       | -13.25        | 10.19       | -3.58        |
| 采掘         | -12.53        | 10.64       | -3.77        |
| 公用事业       | -10.46        | 7.8         | -2.39        |
| 沪深 300     | -10.37        | 11.41       | -3.22        |
| 上证综合指数     | -8.97         | 10.18       | -2.93        |
| 建筑建材       | -5.43         | 10.88       | -3.42        |
| 化工         | -2.19         | 12.23       | -4.35        |
| 交通运输       | -0.79         | 17.54       | -2.31        |
| 综合         | 5.72          | 23.78       | -2.15        |
| 信息服务       | 8.17          | 28.44       | -4.69        |
| 机械设备       | 9.46          | 22.05       | -2.74        |
| 交运设备       | 11.12         | 22.6        | -3.67        |

|       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|
| 纺织服装  | 12.79 | 30.95 | -2.96 |
| 轻工制造  | 14.46 | 29.38 | -4.01 |
| 农林牧渔  | 17.81 | 27.15 | -3.58 |
| 食品饮料  | 18.07 | 24.68 | -2.9  |
| 餐饮旅游  | 18.1  | 28.46 | -3.26 |
| 商业贸易  | 22.36 | 32.73 | -3.69 |
| 电子元器件 | 23.98 | 39.35 | -5.41 |
| 信息设备  | 28.09 | 38.75 | -5.46 |
| 家用电器  | 29.99 | 38.25 | -3.51 |
| 医药生物  | 31.71 | 31.82 | -3.34 |

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

从市场对于信息的反应来看, 加息、信贷控制的信息对于地产来说影响较大, 但1月20日加息传闻影响下的地产板块跌幅与大盘基本相当。

## 联合证券股票评级标准

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上         |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上       |

## 联合证券行业评级标准

|     |               |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘    |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘  |

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。