A股策略

投资策略点评

申港证券股份有限公司证券研究报告

美联储加息预期提前指引A股抱团新方向

——高股息率大市值股受到青睐

申港证券 SHENGANG SECURITIES

曲一平 分析师

SAC 执业证书编号：S1660521020001

quyiping@shgsec.com

2021 年 03 月 05 日

事件：

美债收益率快速提升给市场带来诸多恐慌，对于美联储何时收紧流动性和未来加息节点的预测，市场有着不同声音，我们认为根据历史美联储加息前经济复苏度对比，本轮美国经济恢复常态可能大幅快于市场预期，最早至 2021 年二季度前即可实现。

观点：

根据过去 20 年美联储两次加息的实证分析：我们认为美联储加息前考虑因素重要性排序为：1 核心通胀；2 充分就业；3PMI 景气度；4 房地产市场景气度；5 消费者信心恢复度。当前美国经济复苏中的条件 1、3、4、5 都实现了初步复苏，还需要条件 2 完成充分就业预期，本轮宽松周期的核心目标就初步实现。

- 基于美国就业人口 1.5 亿人，需要使得美国失业人口从目前的 1013 万降低到 750 万人，才能实现 5%失业率状态充分就业。全面解封后，以 2009-2015QE 期间非农就业人口稳态增加的速率，就业复苏度最早在 2021 年二季度就可以达到这一目标。
- 核心 CPI 中住房价格是最大扰动因素，按照目前美国住房价格高度复苏情况，核心通胀在今年底达到 2%区间可能性大增。目前美国房地产复苏度远超预期，并且房价上涨同比增速向着过热方向发展。

总体来看，美联储历次加息前一年时间里，美国十年期国债收益率提升都已经提前反馈在了市场中，并且反馈幅度基本匹配加息后第一年度的利率提升幅度。

近三个月美国十年期国债收益率快速提升了 70bp，实际是在反馈一年后美国可以实现初步加息的一致预期正在提升。

中国国债收益率的走势在美联储加息前依然遵从国内货币政策导向，没有完全匹配美债规律，这是中国货币政策相对独立特点而决定的。

根据去年 12 月中央经济工作会议和近期中央政治局会议中的表述，2021 年两会可能重申“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”这一总的货币方针。

随着疫情带来的影响降低、经济恢复常态，房地产泡沫化受到政府关注，货币政策正常化恢复程度更加依赖两会期间政府在防风险和控杠杆方面的总体评估，从而形成全年的货币政策大方针。

随着美国十年期国债持续上升，将美联储的加息预期不断提前，美股和 A 股市场出现了高股息大市值股持续的走强。

2 月 15 日至今，以美国市值前 100 大股票为例，股息率前 10 名在近期阶段调整中平均涨跌幅 6.9%，而股息率后 50 名平均涨跌幅为-3.38%，全市场个股平均涨跌幅是-1.25%。

2 月 15 日至今，以 A 股市值前 100 大股票为例，股息率前 10 名在近期阶段调整中平均涨跌幅 4.15%，而股息率后 50 名平均涨跌幅为-15.76%，全市场个股平均涨跌幅是-8.25%。

目前市场增量资金在中美利率恢复常态后分阶段收紧货币政策的大预期下，有极大可能向着加息周期中最为稳健和防御性强的高股息率大市值股靠拢，一旦形成持续资金调仓趋势，中美高股息率大市值投资风向有可能出现极强的联动效应。

投资策略：在美联储加息预期不断提前背景下，关注高股息率大市值股的投资机会，市场对于防御性板块稳健需求有望成为核心主线。

风险提示：政策风险

内容目录

1. 美联储过去 20 年两次加息回顾 3
2. 美联储加息前最显著考虑因素 4
2.1 核心通胀 4
2.2 充分就业 5
2.3 美国 PMI 景气度 6
2.4 房地产情况 7
2.5 消费者信心指数 8
3. 美债收益率短期拉升提前反馈加息一致预期 9
4. 中国国债收益率主要遵从国内货币政策导向 10
5. 中美高股息率大市值防御性风格可能扩散 12

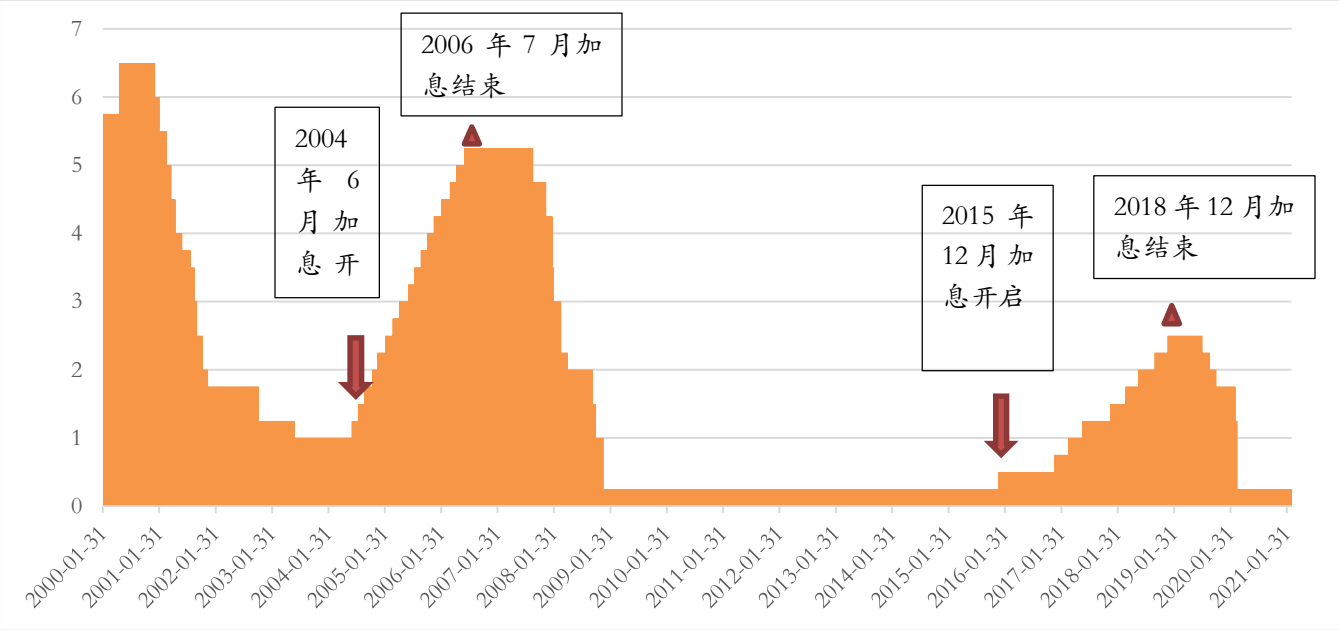
图表目录

图 1： 美联储利率回顾 3
图 2： 美国核心通胀 4
图 3： 美国失业率和新增非农就业 5
图 4： 美国确诊病例:当日新增 6
图 5： 美国 PMI 6
图 6： 美国房价指数 7
图 7： 美国消费者信心 8
图 8： 美国国债收益率 9
图 9： 美国十年期国债利差 10
图 10： 中国国债收益率 11
图 11： 美国中国十年期国债利差 11
图 12： 美股市值前 100 名 2 月 15 日至今行情 12
图 13： A 股市值前 100 名 2 月 15 日至今行情 12

表 1： 过去 20 年两次加息节点 3
表 2： 美国就业加速恢复 5
表 3： 美联储加息前对美债提前反馈 9

1. 美联储过去 20 年两次加息回顾

图1：美联储利率回顾



资料来源：Wind，申港证券研究所

表1：过去 20 年两次加息节点

加息开启节点	加息开始前利率	持续时间	结束时点	加息结束时利率
2004 年 6 月	1%	25 个月	2006 年 7 月	5.25%
2015 年 12 月	0.25%	36 个月	2018 年 12 月	2.5%

资料来源：Wind，申港证券研究所

2004.6-2006.7 加息周期：2001-2003 年的大幅降息激发了美国的房地产泡沫，20 中大城市房价同比增速都进入 15%高泡沫区间，需求快速上升拉动通胀和核心通胀抬头，2004 年 6 月美联储开始从 1%位置加息，在 25 个月时间里连续 17 次加息各 25 个基点累计 425 基点，直至 2006 年 6 月的 5.25%。随着 2008 年美国次贷危机引发全球金融危机，美联储再次开始降息至接近零的水平。

2015.12-2018.12 加息周期：基于 2009 年开始延续长达 6 年的 QE 量化宽松政策逐渐退出。2015 年美国核心通胀出现持续上升态势，就业充分恢复并且失业率不断下降，美国住房价格指数全面上涨超过次贷危机时高点，并且 10 大和 20 中大成熟房价同比增速连续突破 10%以上。美联储 2015 年 12 月开始从 0.25%位置加息，在 36 个月时间里连续 9 次加息各 25 个基点累计 225 基点，使得利率一直上行至 2.5%，直到 2019 年下半年开始三次降息至 2020 年 1 月到达 1.75%，并在 2020 年 3 月美国疫情爆发股市连续熔断后，急速 2 次大规模降息共 150 基点至 0.25%利率，回到历史最低值并维持至今。

2. 美联储加息前最显著考虑因素

我们认为美联储加息前考虑因素重要性排序为：1 核心通胀；2 充分就业；3PMI 景气度；4 房地产市场景气度；5 消费者信心恢复度。当前美国经济复苏中的条件 1、3、4、5 都实现了初步复苏，还需要条件 2 完成充分就业预期，本轮宽松周期的核心目标就初步实现。

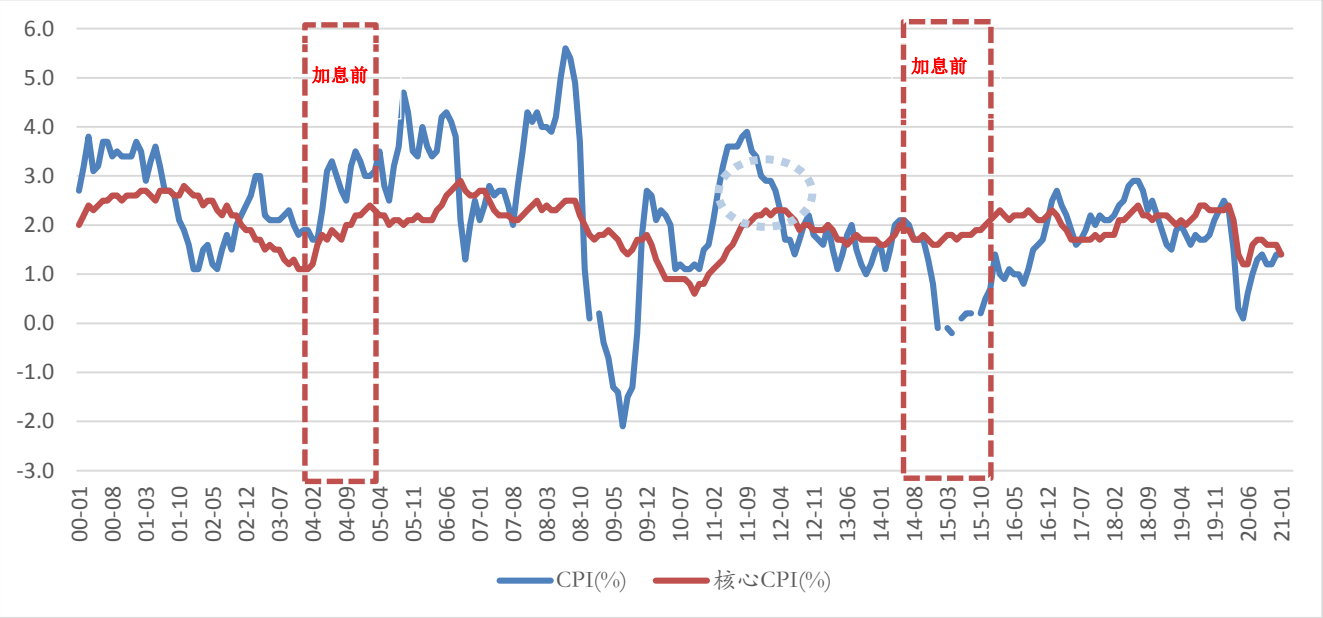
2.1 核心通胀

在美国构成 CPI 指数的商品共有 8 类，其中包括：食品酒和饮品、住宅、衣着、教育和通讯、交通、医药健康、娱乐、其他商品及服务。而美国核心 cpi 指数的计算是剔除了食品、石油等容易被季节气候影响的类型。

美国 CPI 各部分权重是 2011 年新修订的，其中住房(Housing)价格的权重为 41.02%、交通价格的权重为 16.87%、食品价格的权重是 15.25%、医疗价格的权重是 7.06%、教育和通讯价格的权重是 6.79%(其中教育价格的权重为 3.21%)、娱乐价格的权重是 6.04%。

核心 CPI 是美联储过往最为高频提及的衡量经济过热程度的指标，在 2004 年下半年，核心 CPI 大幅上升至 2%以上触发了经济过热担忧。2012 年初，虽然核心 CPI 有突破 2%节点，但充分就业尚未恢复，所以经济复苏尚未完成。2015 年下半年在美联储加息前，核心 CPI 持续性突破 2%区间，并且市场即将实现充分就业，所以符合加息前置条件。**核心 CPI 中住房价格是最大扰动因素，按照目前美国住房价格高度复苏情况，核心通胀在今年底达到 2%区间可能性大增。**

图2：美国核心通胀



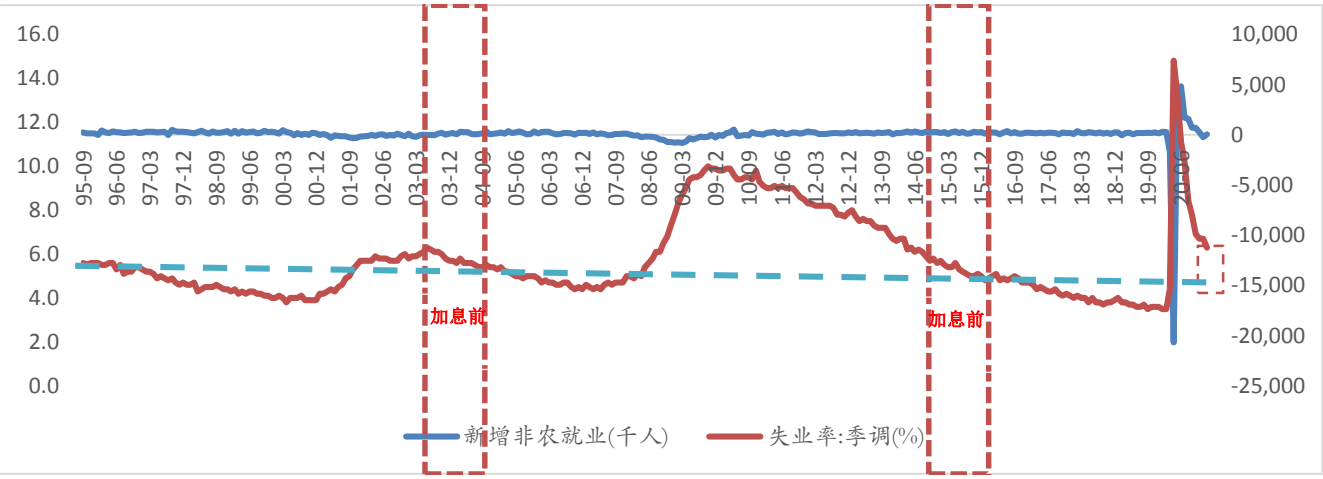
资料来源：Wind，申港证券研究所

2.2 充分就业

美联储高度关注失业率和新增非农就业，当市场达到充分就业和稳定新增非农就业人口，经济复苏的第一目标就得以实现。

在 2003 年 7 月至 2004 年 6 月加息前的一整年，失业率从 6.3%降至 5.5%，并且在后续一年中逐渐降至 5%以下，实现充分就业预期。在美联储大规模 QE 的期间，从 2009 年 10 月到 2015 年 12 月，失业率从 10%缓慢降至 5%，也是达到充分就业预期后才开始加息。美国疫情爆发后的 2020 年 4 月达到了近三十年失业率峰值 14.8%，但随着重启量化宽松的巨量经济刺激，目前失业率已经降至 6.3%。

图3：美国失业率和新增非农就业



资料来源：Wind,申港证券研究所

表2：美国就业加速恢复

美国 劳动力	近期数据	前次数据
失业率	6.30	6.70
非农就业数据	49.00	-227.00
非农就业私人	6.00	-204.00
政府就业	43.00	-23.00
制造业就业人数	-10.00	31.00
首次申请失业救济人数	730.00	841.00
持续申请失业救济人数	4419.00	4520.00
ADP 就业人数变化	117.00	195.00
就业人数	150031.00	149830.00
失业人员	10130.00	10736.00

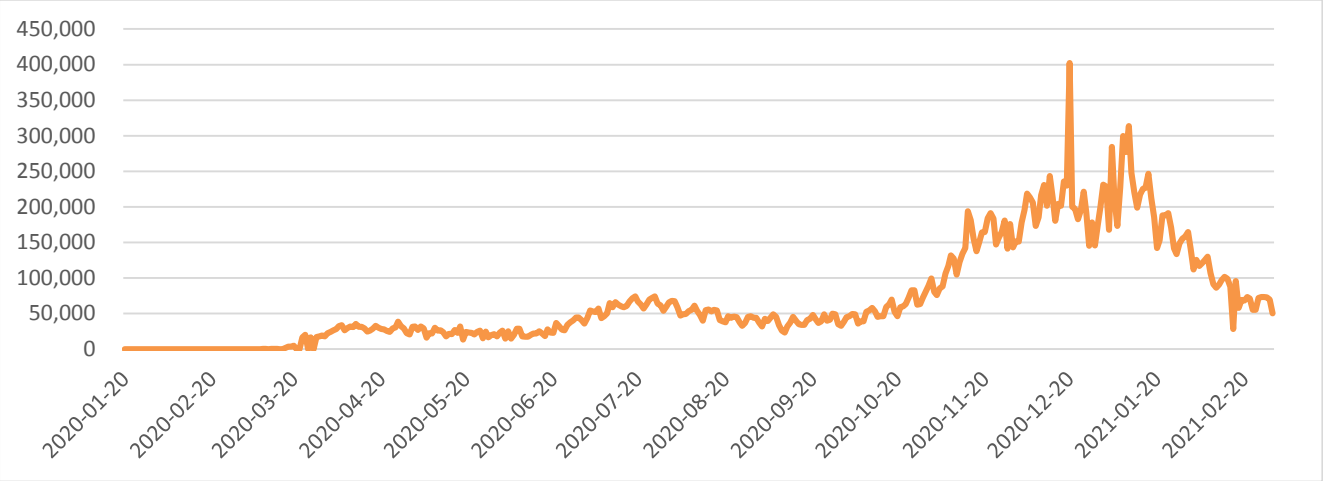
资料来源：Wind，申港证券研究所

从现在开始计算，基于美国就业人口 1.5 亿人，使得美国失业人口从目前的 1013 万降低到 750 万人，才能实现 5%失业率状态充分就业。而以 2009-2015QE 期间非农就业人口稳态增加的速率，美国复苏度最早在 2021 年二季度就可以达到这一目标。

而随着疫苗大规模推广，美国目前新增确诊病例正在急速减少，预计美国在三季度

有望开始全面解封，届时恢复常态的美国月度非农新增就业人口如果达到 15 万人以上，用四个季度时间恢复充分就业的目标可能性大增，也因此我们预计加息节点至早可以提升到 2021 年二季度。

图4：美国确诊病例:当日新增

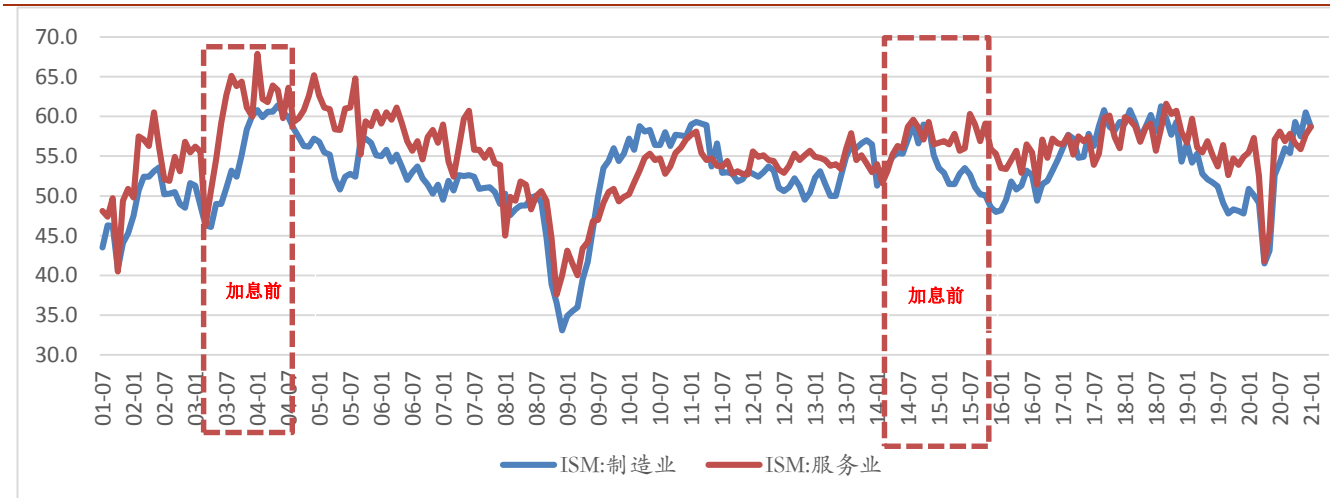


资料来源：Wind，申港证券研究所

2.3 美国 PMI 景气度

美国制造业和服务业经济复苏已经保持两个季度，并且景气度有望持续恢复。衡量美国制造业和服务业景气度的 ISM 指数，也是美联储经济复苏的一项重要指标。在 2004 年中旬加息前，美国制造业和服务业 PMI 都持续超过 5 个季度大幅飙升，并且处于 50 以上扩张区间。虽然 2015 年美国制造业 PMI 呈现先升后降，但服务业 PMI 自 2014 年初呈现连续 2 年的扩张，体现了第三产业高度复苏，2015 年 12 月依然开启加息周期。目前美国 PMI 在 2020 年 9 月才全面转正，扩张区间还不足两个季度，如果至 2021 年上半年持续高景气，保持扩张的周期就达到了 8 个季度，也实现了充分复苏的检验周期。

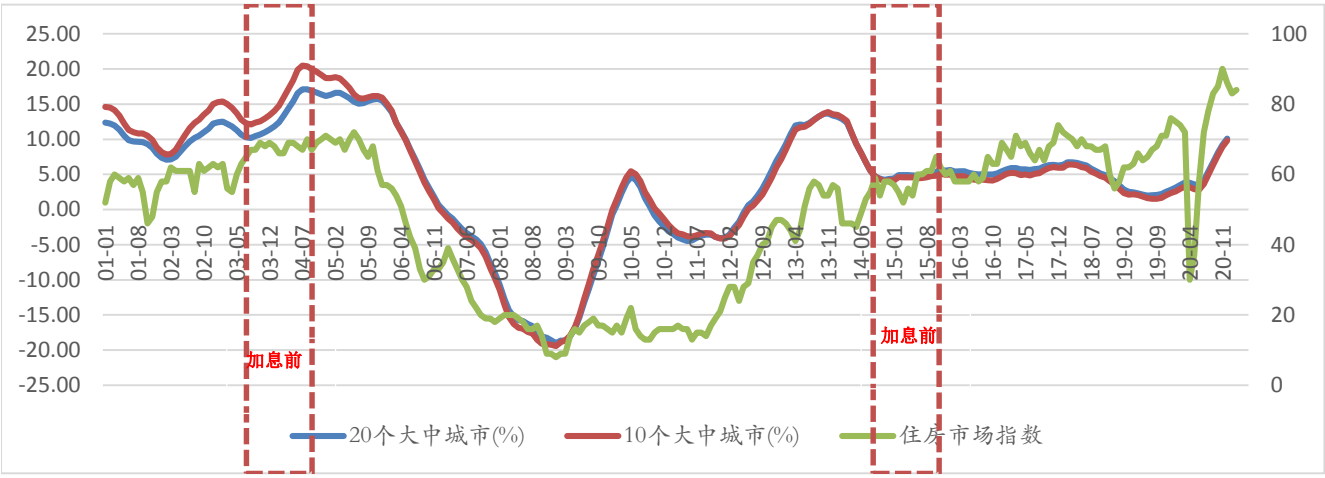
图5：美国 PMI



资料来源：Wind,申港证券研究所

2.4 房地产情况

图6：美国房价指数



资料来源：Wind,申港证券研究所

目前美国房地产复苏度远超预期，并且20个中大城市及10个中大城市房价上涨同比增速向着过热方向发展。

全国住宅建筑商协会（NAHB）房地产市场指数（HMI）说明了住宅房屋销售和未来住宅建筑预测。 它是通过对约 900 家住宅建筑商进行调查而获得的。 高出 50 的指标表示美国房地产市场前景看好。

在2004年6月加息节点前美国20个和10个中大城市同比增速触碰到了15%泡沫区间，住房市场指数复苏超过2年符合加息需求。而2015年12月加息前，美国住房价格指数进入扩张区间超过2年，符合全面复苏初步预期。

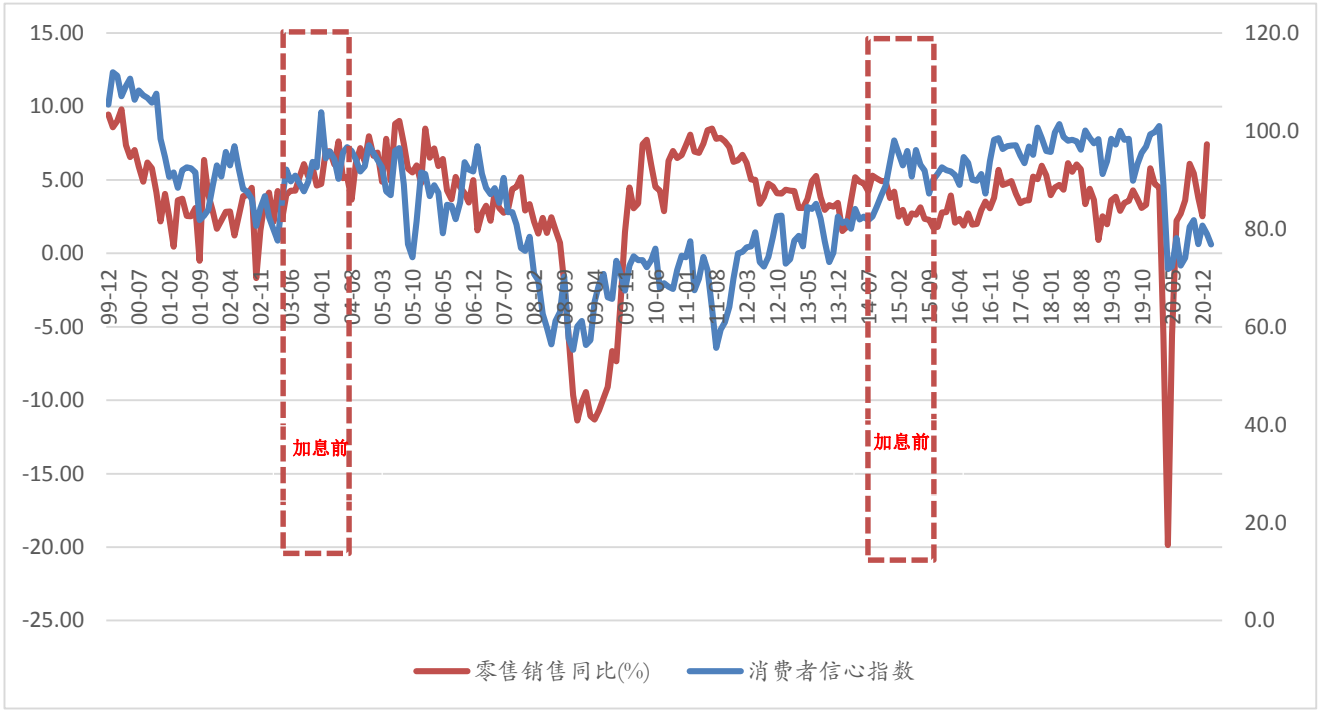
进入2021年，美国住房价格指数创10年新高，从2020年4月低位30（严重收缩），至6月即进入扩张区间并一路升至84，主要城市同比房价增速即将突破10%，房地产资产泡沫也在蔓延，尤其对于核心CPI通胀提升会有显著影响。

尤其在高度注重民生的拜登政府上台后，抑制房价过快上涨和房租过快上涨，将成为美国施政目标中的重要组成部分

2.5 消费者信心指数

在美联储近 20 年的历史 2 次加息前，消费者信心指数保持了四个季度在 80 以上(强复苏)。在复苏周期零售同比增速往往先行于消费者信心指数，最新一期，美国零售销售同比增速已经达到 7.43%，消费者信心指数目前为 76.8，有望在一季度实现突破 80 这一区间。

图7：美国消费者信心



资料来源：Wind，申港证券研究所

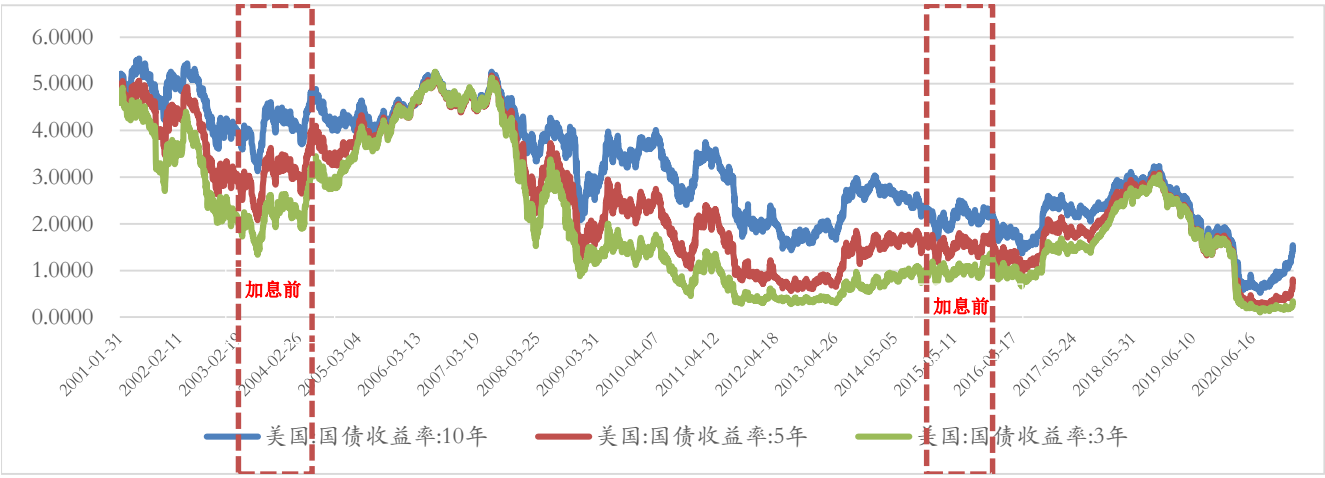
美国新一轮 1.9 万亿美元刺激法案已于 2 月 27 日在众议院表决通过，议程正式迈向最后一步。按照立法流程，法案本周将在美国参议院进行表决。

此次通过的经济刺激计划包括向符合规定（年收入低于 75000 美元）的美国民众发放每人 1400 美元补助。这项补助将惠及大多数美国人。此外，该计划还将每周失业救济额外福利提高至 400 美元(至 8 月)；为新冠疫苗接种计划注资 200 亿美元；提供 500 亿美元用于新冠病毒检测和感染者追踪；为州和地方政府提供 3500 亿美元；为学校重新开放提供 1700 亿美元等。

进一步的刺激法案落地有利于助推美国消费进一步恢复，如果后续消费者信心指数持续在 80 以上扩张区间，可以视为下游消费的复苏初见成效。

3. 美债收益率短期拉升提前反馈加息一致预期

图8：美国国债收益率



资料来源：Wind，申港证券研究所

表3：美联储加息前美债出现提前反馈

		美国十年期国债收益率期间低点	美国十年期国债收益率期间高点	期间最大变化幅度
2003.6-2004.6	加息前一年	3.1	4.85	175bp
2004.6-2006.7	加息后阶段	4.06	5.23	117bp
2014.12-2015.12	加息前一年	1.68	2.2	54bp
2016.1-2018.12	加息后阶段	1.6	3.22	162bp

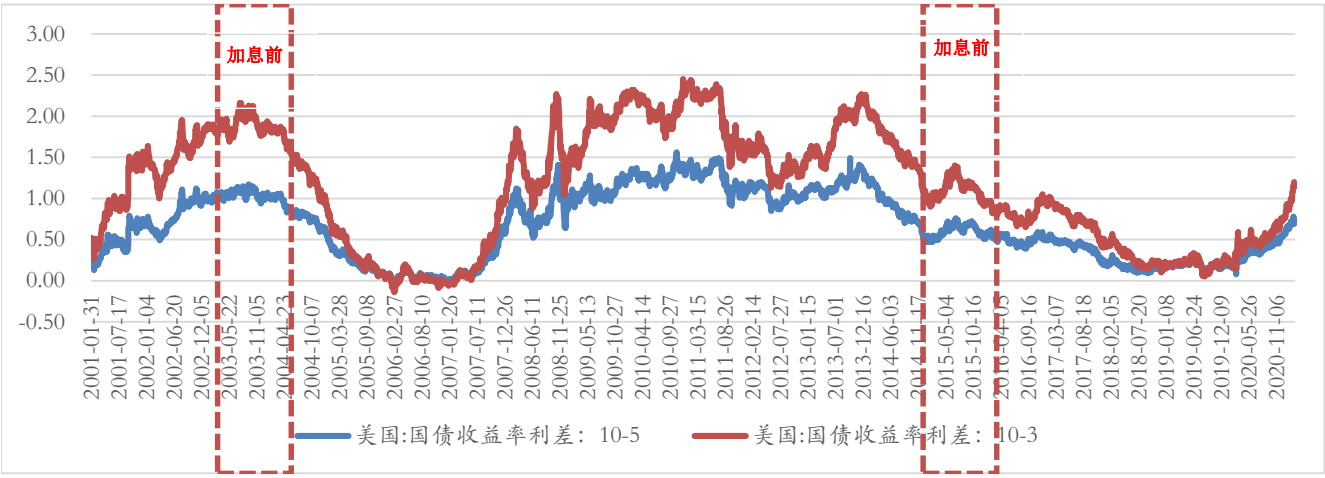
资料来源：Wind，申港证券研究所

总体来看，美联储历次加息前一年时间里，美国十年期国债收益率提升都已经提前反馈在了市场中，并且反馈幅度基本匹配加息后第一年度的利率提升幅度。美联储 2004.6 开始后加息第一年利率提升了 200bp，在之前一年美国十年期国债收益率已经提升 175bp。美联储 2015.12 后加息第一年利率提升了 50bp，在之前一年美国十年期国债收益率已经提升 54bp。

近三个月美国十年期国债收益率快速提升了超过 70bp，实际是在反馈一年后美国可以实现初步加息的一致预期正在提升。

在加息周期之前一年，美债利差会呈现先走高后走低的态势。现阶段美国国债收益率利差正在迅速恢复至 2009-2014QE 期间利差下线区间。等待利差由高到低再次收敛趋势将代表加息的预期逐渐落地。

图9：美国十年期国债利差



资料来源：Wind，申港证券研究所

4. 中国国债收益率主要遵从国内货币政策导向

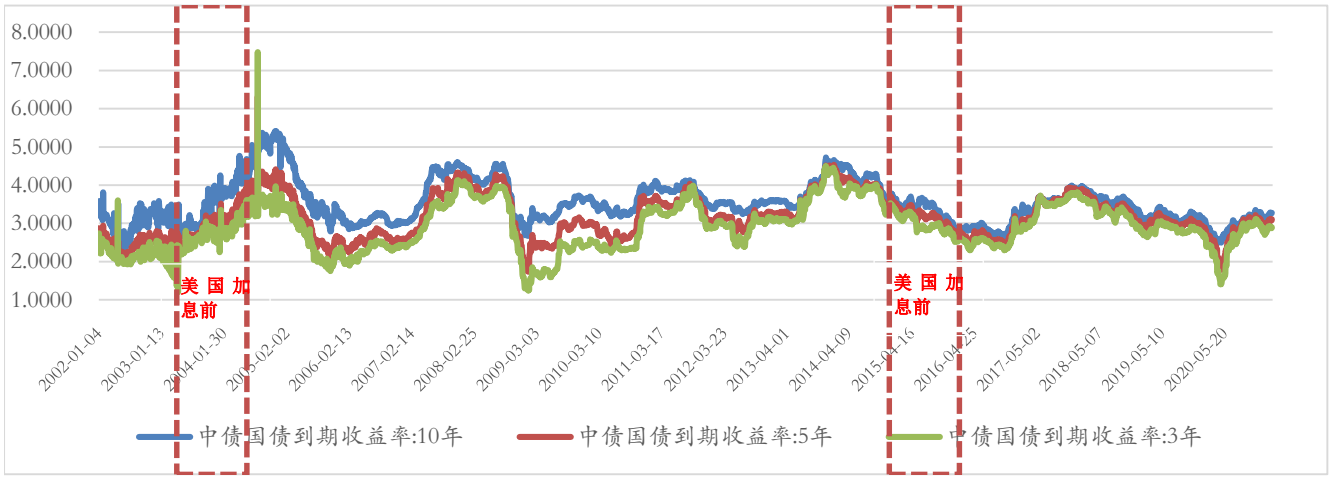
中国国债收益率的走势在美联储加息前依然遵从国内货币政策导向，没有完全匹配美债规律，这是中国货币政策相对独立特点而决定的。

比如 2003.6-2004.6 中国十年期国债收益率从 2.7%上升到 4.7%上升了 200bp，大背景是从 2002 年 4 季度开始生产价格就以高于 CPI 的幅度快速上涨，其间受“非典”影响一度回落，2003 年 9 月份以后部分原材料和能源出现瓶颈制约，同时出现了粮食供求关系趋紧，固定资产投资增长过猛，货币信贷投放过多，煤电油运供求紧张等问题，通胀压力凸显。2004 年，中央根据经济运行中出现的投资膨胀加剧、物价回升加快等新情况，在“两会”以后果断提出要紧紧把握土地、信贷两个闸门，及时加大了调控力度。

2014.12-2015.12 期间中国正逢持续降息降准，中国十年期国债收益率 3.8%降至 2.8%降低超 100bp，没有跟随这期间的美国国债收益率的大幅上升加息预期反馈。央行除了要应对经济下行潜在风险之外，还要解决经济增长和国际收支平衡之间的矛盾。当时面临着应对资本外流和国内经济下行压力的两难选择时，依然选择使用降准降息操作工具，央行货币政策整体为稳健略宽松状态。

根据去年 12 月中央经济工作会议和近期中央政治局会议中的表述，2021 年两会可能重申“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”这一总的货币方针。随着疫情相关的影响降低经济恢复常态、房地产泡沫化受到政府关注，影响货币政策正常化恢复度更加依赖两会期间政府在防风险和控杠杆方面的总体评估。目前需要等待全年的货币政策大方针逐渐落地。

图10：中国国债收益率

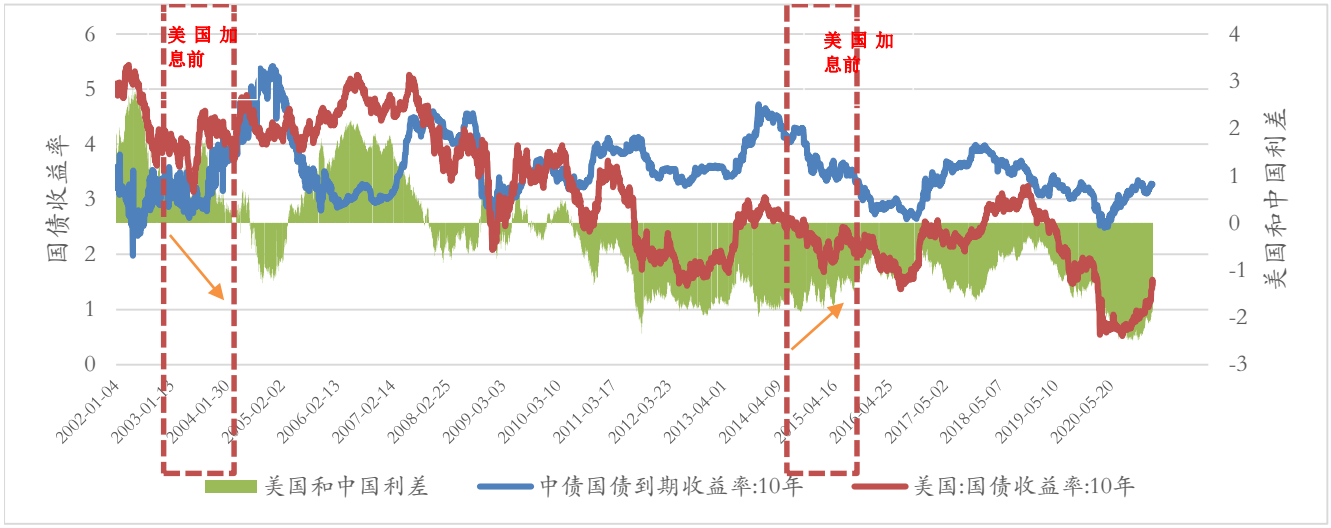


资料来源：Wind，申港证券研究所

从美国国债和中国国债利差角度，2004.6 加息前出现美国和中国利差大幅走弱，2015.12 加息前美国和中国利差大幅上升，美国加息前利率变化没有规律性冲击到中国利率市场。

本轮中国国债收益率提升的拐点快于美国接近 5 个月，中国十年期国债收益率在 2020 年 5 月就开始出现上升趋势恢复常态化，而美国十年期国债收益率快速提升是在 2020 年 10 月份以后。即使如此，美国十年期国债收益率仍然低于 2020 年 2 月疫情爆发前的水平，目前的美国国债的快速拉升，是利率恢复常态的正常表现。美国和中国国债利差也从 4 个月前的历史最低-2.48%上升到-1.83%，这依然是过去五年相对低点。

图11：美国中国十年期国债利差



资料来源：Wind，申港证券研究所

5. 中美高股息率大市值防御性风格可能扩散

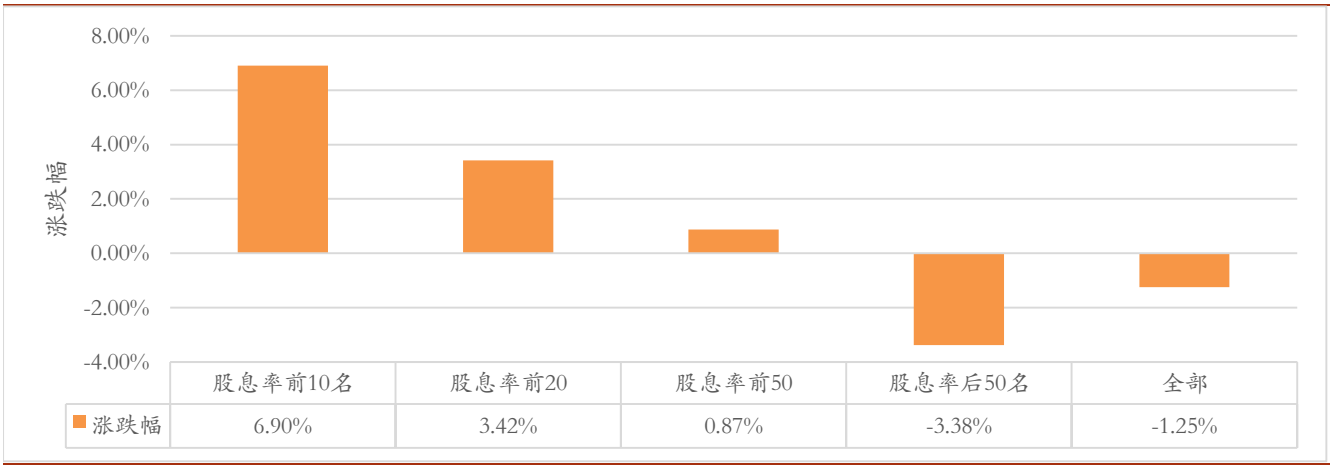
随着美国十年期国债持续上升，将美联储加息预期不断提前，美股和 A 股市场出现了高股息大市值股持续的走强。

2 月 15 日至今，以美国市值前 100 大股票为例，美股股息率前 10 名在近期阶段调整中平均涨跌幅 6.9%，而股息率后 50 名平均涨跌幅-3.38%，全市场个股平均涨跌幅是-1.25%。

2 月 15 日至今，以 A 股市值前 100 大股票为例，股息率前 10 名在近期阶段调整中平均涨跌幅 4.15%，而股息率后 50 名平均涨跌幅为-15.76%，全市场个股平均涨跌幅是-8.25%。

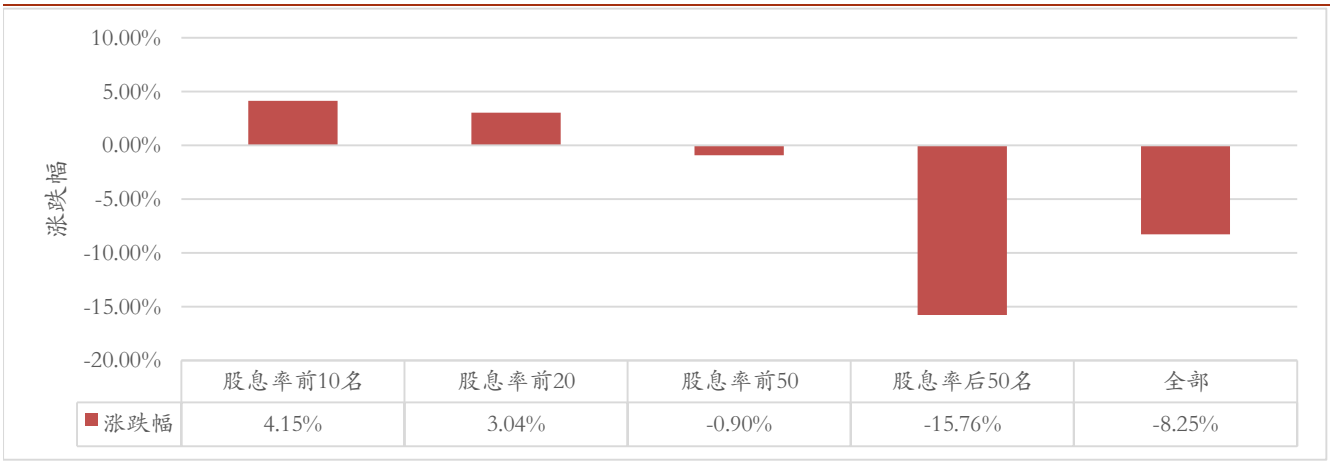
目前市场增量资金在中美全面利率恢复常态收紧货币政策的大预期下，有极大可能向着加息周期中最为稳健和防御性强的高股息率龙头股靠拢，一旦形成持续的资金调仓趋势，中美高股息大市值投资风向有可能出现极强的联动效应。

图12：美股市值前 100 名 2 月 15 日至今行情



资料来源：Wind，申港证券研究所

图13：A 股市值前 100 名 2 月 15 日至今行情



资料来源：Wind，申港证券研究所

分析师简介

曲一平，男，现任职于申港证券，研究方向为策略研究，证书编号：S1660521020001。浙江大学学士，新加坡南洋理工大学硕士。7 年策略研究工作经验。曾在上市公司东方财富（300168）进行策略研究工作，对于股票、商品期货、股指期货、期权、可转债、FOF 有着多年研究，对于风格轮动、大盘择时及行业政策分析有着长期研究。

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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上