仅供内部参考，请勿外传

主题策略：加息如何影响中国市场？

2026-09-21

9 月FOMC上，美联储如期加息25bp。对于加息本身，与我们此前多次提示的情形一致，即从维护美联储信誉的角度，最好是加（《如何才能“预防式加息”？》、《沃什转鹰意味着什么？》）；对市场影响，加息后的反应也与我们提示的基本类似，即加息有助于稳定市场预期，且加息的影响更多是提前计入，所以兑现时反而是利空出尽，市场会“反着做”（《如果加息会发生什么？》）。总结而言，我们与市场最大的不同，就是认为会加息、但不认为加息是洪水猛兽，加息不是坏事，不加息也未必是好事，加息后美债利率一度回落、市场反而反弹，也印证了这一点。潜在风险来自持续且大幅的加息（如三次以上），但现在不具备连续加息的基础，除非油价彻底失控（《美联储加息一次够么？》）。

相比全球市场，市场更关注的是美联储加息如何影响中国市场，尤其是对海外流动性更敏感的港股市场。

综合来看，有如下几个结论：1）与全球类似，整体影响幅度也与加息周期的长短和大小直接相关，例如短暂的加息或降息，影响多是提前计入，如2024 年和2025 年降息，而长期且大幅加息影响要大很多，如2022 年加息；2）美联储只是其中一个、甚至有些时候不是主导的影响变量，例如降息周期市场依然可以跌，外资流出，如2019 年，而加息周期市场依然可以涨，且外资流入，如2017 年；3）一般情况下，相比A股，港股整体对美联储政策变动的敏感度更大，尤其是因联系汇率制度加息而更敏感的本地地产与金融股，现金流久期较长的成长板块也会承压。

放在当下：1）美联储连续且大幅加息的基础并不存在，更可能是短暂预防式加息，类似1997 年；2）但当前中国自身的内需基本面偏弱，又会放大外部扰动，所以两两相抵，整体影响依然有限，更类似2025年降息的反例。但是，如果变成连续且大幅的加息，在内在基本面疲弱下影响就会明显放大，需要防范。

只要加息就有大影响？短暂加息与持续收紧要区别看待，全球资产和中国市场均是如此与全球市场类似，美联储加息对中国市场的影响大小，也要看加息本身的幅度与时长。复盘1990 年以来六轮加息，虽然全球市场在加息后平均都有不同程度下跌，但不同加息周期的差异很大，因此不能不区分情形地看简单平均。

持续且大幅的加息，影响会明显放大。持续大幅加息不仅推高无风险利率、压制风险偏好，还会通过提高融资成本、收紧金融条件对实际增长和金融市场造成更大冲击。历史上五轮连续加息，恒生指数和上证指数在加息后一个月的平均跌幅大于1997 年的“预防式加息”。以2022-2023 年为例：

美联储在16 个月内累计加息525bp，10 年美债利率直到2023 年10 月才见顶。紧缩冲击最集中的2022 年3 月至年底，除美元和短端美债外，股票、长债、黄金等资产普跌（《如果加息会发生什么？》）；中国市场也不能幸免，10 年美债利率从2022 年3 月的1.7%攀升至2022 年10 月4.2%的期间，恒生指数和上证指数分别下跌33%和14%，甚至跑输标普500（-13%）。

相反，短暂“预防式加息”影响有限，且通常“反着走”。1997 年3 月底美联储仅加息25bp，加息落地后两到三周美债利率见顶，美股也见底回升；中国市场也是类似，恒指加息后一周下跌5.3%，随后迎来反弹，上证指数则持续上涨，加息后一周上涨4.1%。

降息也有类似规律，2019、2024 和2025 年都是3 次的短暂降息，美债利率在降息前下行，降息后反而见底回升。对中国市场的影响也很有限：1）2019 年，恒指和上证在降息前的2019 年6 月均有反弹，降息后反而分别下跌5.3%和0.4%，呈现利好兑现的局面；2）2024 年AH两地受“924”政策影响在10 月初大涨，随后美联储虽还有两次降息，但恒指和上证反而分别下跌4.3%和2.6%；3）2025 年也是类似，恒指在宽松交易下两周反弹3.2%，利好兑现后于10 月初见顶回落，即便后续还有两次降息，上证指数则震荡持平。

因此，美联储政策影响的大小不在“加息”或“降息”这一标签本身，而要区分加息的时长与幅度。

加息有多大影响？对中国市场而言，并不是主导变量对于中国市场，美联储货币政策只是其中一个、甚至一些时候都不是主导的变量，国内基本面更为关键。

2017 年和2019 年提供了两个方向相反、但逻辑一致的例子：

2017 年美联储持续加息，但中国市场大幅上涨、并伴随外资流入。2016 年12 月至2017 年底，美联储累计加息4 次共100bp，2017 年10 月又启动缩表；但同期棚改等政策支持带动中国基本面明显改善，信用周期扩张，2017 年上证和恒指分别上涨7%和36%，主动外资也于2017 年4 月后转为流入中国市场，至2017 年底累计流入约17 亿美元。

仅供内部参考，请勿外传

2019 年恰恰相反，美联储降息，中国市场反而走弱，外资也依然流出。2019 年7 月至10 月，美联储连续降息3 次共75bp，但由于中国信用周期震荡走弱，叠加中美贸易摩擦，美联储降息后1 个月，上证和恒指分别下跌2.2%和8.6%，主动外资并未因海外流动性转松流入，降息期间反而流出约35 亿美元。

以上两个反例表明，美联储加息降息对中国市场会有影响，但并非主导。究其原因，美联储政策的影响更多体现在短期的分母端，对港股的传导比A股更为直接；但影响分子端需要更长时间，通过美国金融条件、海外需求、中国出口和企业盈利逐步传导。因此，美联储短周期的政策调整难以改变中国市场趋势；只有国内基本面偏弱时，才会凸显外部影响。

加息对谁的影响更大？港股比A股敏感，本地地产金融与科技更敏感AH两地市场和不同板块对加息的敏感度也有差异：1）受离岸市场开放金融体系，以及联系汇率制度跟随美联储加息影响，港股对美联储加息更敏感，加息前后通常跑输A股；2）板块层面，香港本地的地产、金融因为香港跟随美联储加息也会更敏感；AH两地成长板块因为高估值也会更敏感。具体来看：

预防式加息：港股跑输A股。1997 年美联储加息后1 个月，恒生指数下跌1%，上证指数上涨14%，港股跑输A股。

板块上，港股通信服务和房地产跌幅较大，加息后1 个月分别下跌5.9%和5.0%，公用事业、可选消费分别下跌2.3%和2.0%，但信息技术、原材料和金融板块上涨，预防式加息下因为影响较短，也并非所有利率敏感板块都会承压。A股地产、原材料和医疗保健板块领跌，加息后1 个月分别下跌4.8%、4.3%和3.7%，工业、公用事业、金融等板块上涨。

连续加息：港股依然跑输A股，利率敏感和科技板块跌幅更深，行业下跌范围扩大至周期板块。历史上五轮连续加息，初期港股均会跑输A股，恒指加息后1 个月内最大跌幅中位数为-12%，超过上证指数的-11%，且加息前港股已经承压，加息前至加息后一个月恒指收益中位数为-13%，上证指数则为-10%。

板块上，港股房地产、信息技术、通信服务、金融板块偏弱，历史上五轮连续加息，加息后一个月收益中位数分别约为-4.7%、-3.9%、-3.8%和-2.9%，能源和原材料也下跌约4%，受全球需求影响的周期板块同样承压。A股金融、消费和原材料承压较大，加息后一个月金融、可选消费、原材料和必需消费板块收益中位数分别约为-13%、-10.2%、-9.1%和-7.7%，信息技术也下跌约6%。

当前更像哪个阶段？加息节奏类似1997 年，结合基本面类似2025 年的反面

首先，本轮大概率是短暂的“预防式加息”，更接近1997 年，美国当前基本面并不支持连续且大幅加息。一方面，9 月FOMC会议表态并未进一步释放明显超预期的鹰派信号，点阵图给出的年内一次加息和明年没有加息低于市场担心和CME期货此前隐含的大幅加息预期（《美联储加息一次够么？》）。另一方面，高利率会抑制传统需求，美国30 年期按揭利率升至近7%，成屋销售已再度回落，甚至AI投资对融资成本的敏感度也在上升，美国基本面未必“扛”得住连续加息。因此，除非油价大幅失控，当前不具备连续加息的基础。我们测算，若油价中枢维持在100 美元以上甚至更高，CPI将无法继续走低，从而给美联储带来更大压力；但若油价三四季度中枢降至80 美元，CPI同比会在年底回落至3%左右，美联储进一步大幅加息的必要性也将下降（《美联储加息一次够么？》）。

其次，当前中国基本面偏弱，外部扰动容易被放大，更类似2025 年底以来的信用周期震荡。正如2019 年中国信用周期震荡，美联储降息都无法有效提振市场，那2026 年以来信用周期震荡走弱，加息反而可能会放大影响。今年财政增量有限，且资金投向仍更多集中于科技和产业升级，对居民消费、地产等传统信用部门带动不足，尽管三季度信用周期可能小幅扩张，也不改变全年偏弱格局。

因此，当前美联储连续且大幅加息的基础并不存在，更可能是短暂预防式加息，类似1997 年；但中国自身的内需基本面偏弱，又会放大外部的扰动，所以两两相抵，整体影响依然有限，更类似2025 年降息的反例：市场在短暂扰动后回归基本面定价，恒生指数冲高后于10 月2 日见顶回落，上证指数则震荡持平；板块层面，降息后一个月原材料、资本品、保险板块领涨，信息技术、房地产、医疗保健板块领跌，也说明预防式降息影响有限，否则利率敏感和科技板块本应上涨。当然，在极端风险下，如果变成连续且大幅加息，影响就会明显放大，需要防范。

当前策略：市场“反着走”，加息落地缓解估值压制，但上行空间仍受基本面约束指数层面，加息影响逐步消化，符合我们提示的“反着走”的规律。美联储加息落地后，上周五市场已经反弹，恒指上涨0.6%，上证指数上涨0.9%。若美联储不持续大幅加息，扰动可能暂告段落。其中，港股对美债利率的敏感程度高于A股，加息落地或缓解前期估值压制，尤其是恒科。但在信用周期震荡、结构分化的格局下，上行空间依然有限，更多是波段行情和“赔率”思维。

仅供内部参考，请勿外传

板块层面，科技看产业、周期压制减少、消费看政策、分红做对冲。1）科技仍是主线，随着加息影响消化，前期估值压制较多、但基本面仍有支撑的方向也有更大修复弹性，但整体空间仍取决于产业进展。

2）有色等周期板块在加息兑现后承受的压制会逐步减少，但黄金的上行空间不如不加息大，除非加息持续并拖累全球需求和增长，才会明显承压。3）消费板块依然取决于国内财政政策发力和倾斜情况，目前进展有限。4）分红则作为其他板块都疲弱时的“哑铃型”对冲。

此外，值得关注的是实际受加息影响的香港本地地产和银行板块。今年以来香港本地地产和银行指数上涨10%和35%，主要得益于香港地产的持续修复，中原地产指数上涨12.5%，也是恒指跑赢恒科的原因。香港地产的修复与去年底美联储降息以及大量新增需求密不可分：加息前香港金管局基本利率为4%，按最优惠贷款利率BLR减175bp测算，部分浮息按揭利率为3.25%，7 月A类私人住宅毛租金回报率则为3.4%，超过按揭利率；此次加息后，基本利率走高至4.25%1，BLR尚未同步上调2，后续如果调整，可能产生一定影响。