仅供内部参考，请勿外传

投资策略

美联储重启加息后的市场经验

一、策略专题：美联储重启加息后的市场经验

前言：9 月份美联储加息如期落地，但加息的持续性仍有分歧，依旧取决于地缘、关税的持续性，以及 AI 技术推动的“通胀”或“通缩”效应的赛跑。那么在加息周期重启过后，市场的预期波动与股市表现有何经验值得参考？本篇报告将围绕历史经验进行探讨。

（一）美联储重启加息的演绎路径

美联储重启加息后，存在两类演绎路径。鉴于 70-80 年代的沃尔克时代的特殊性，我们重点关注 90 年代以来的六次加息过程。按加息路径的演绎看，大致可以分为两类：一是演绎为连续性的加息，也是最常见的形式；二是演绎为暂时性加息，首次加息落地后重返按兵不动。

政策利率预期在一定程度上可以辅助判断加息的演绎路径。当一轮加息重启，会否演变成一轮持续的加息过程，往往需要等待下次议息的验证。以首次加息落地后的月度窗口看，若美债中性风险利率在首次加息落地后呈现趋势性的抬升，且在月度窗口内未见拐点，则演绎为持续加息的概率更高；若美债中性风险利率在加息落地后先抑后扬，也有望演绎为持续性的加息过程；若美债中性风险利率在加息落地后先扬后抑，则演绎为间歇性加息或暂时性加息的概率更高。

（二）首次加息落地后，美股表现有何特征？

大势层面：美股整体承压居多，暂时性加息影响相对较小。短期可能因定价加息落地的利空出尽形成一定修复，但持续性往往偏弱，月度级别普遍表现承压。

风格层面：大盘、价值风格在月度级别占优的概率较高。1）大/小盘维度，在首次加息落地后的 1-2 个月内，大盘风格占优的持续性往往更强，小盘风格仅在 90 年代的预防性加息类样本中显现阶段性超额。2）成长/价值维度，成长风格在加息落地后的早期可能呈现一定的修复迹象，但一般在两周左右后开始陆续转弱。此外，若产业趋势持续强化，成长风格仍有继续走强的可能，如纳指在 1999-2000 年就顶住了加息压力，并在月度盘整后迎来了超额收益的二次扩张。

行业层面，能源、科技、消费相对占优概率更高。以六次样本的行业表现排名均值看，能源、信息科技、日常消费是贯穿 10 日、20 日、60 日的高胜率选项，背后更多对应着阶段性的资源品涨价、科技独立景气和必选消费的护城河优势等因素的支撑，业绩确定性在流动性逆风下显得更加重要。

二、本周市场表现回顾（本周指 9 月 20 日当周）

A 股市场：本周主要宽基指数普遍收涨，中小创弹性较强，科创 50、中证 2000、中证 1000 涨幅居多，上证 50、沪深 300 小幅收跌。风格层面，科技 TMT 与必需消费、小盘、高市盈率和微利股相对占优。行业层面，AI 资产强势领涨。本周电子、通信涨幅居前，石化、农牧等行业跌幅居多。

海外股市：本周全球主要股指涨跌分化，台湾加权指数、日经 225 指数、纳斯达克指数涨幅居前，道琼斯工业指数、法国 CAC40、德国 DAX 跌幅居多。具体来看：美股方面，纳指逆势走强，医疗服务、通信服务逆势领涨，公用事业、金融、跌幅居多；港股方面，恒生科技逆势走强，能源跌幅居多，医疗保健逆势领涨。

重点商品：商品表现分化，金属走强，原油与农产品回踩。其中伦敦银现、NYMEX 天然气、LME 铜涨幅居多；CBOT 小麦、ICE 布油、CBOT 玉米跌幅居多。

风险提示：1、地缘政治恶化；2、历史经验有效性失效；3、政策超预期变化。

作者

分析师 杨柳

执业证书编号：S0680524010002

邮箱：yangliu3@gszq.com

分析师 王程锦

执业证书编号：S0680522070004

邮箱：wangchengjin@gszq.com

相关研究

1、《投资策略专题：美债长端利率中枢抬升背后的宏观趋势及策略应对》 2026-09-15

2、《投资策略：技术分析系列：波动率回升，关注市场方向选择》 2026-09-15

3、《投资策略：美债“抢跑”上行的择时经验》 2026-09-14

内容目录

一、策略专题：美联储重启加息后的市场经验 3
二、本周市场表现回顾（本周指 9 月 20 日当周） 6
2.1 A 股市场 6
2.2 全球股市 7
2.3 重点商品 8
风险提示 8

图表目录

图表 1：90 年代以来加息阶段的特征对比 3
图表 2：美债利率定价隐含的政策利率预期变化大概在 10-15 个交易日后陆续显现方向性差异 3
图表 3：标普 500 指数的历史走势对比 4
图表 4：标普 500 在首次加息落地后的表现对比 4
图表 5：纳斯达克/标普 500 的超额收益走势对比 4
图表 6：大/小盘风格对比：罗素 2000/罗素 1000 4
图表 7：不同行业在首次加息落地后的表现统计（未来 10 日、20 日、60 日） 5
图表 8：A 股核心指数本周涨跌幅（%） 6
图表 9：A 股各类风格指数本周涨跌幅（%） 6
图表 10：科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300 走势 6
图表 11：中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 走势 6
图表 12：申万一级行业本周涨跌幅（%） 7
图表 13：全球重要股指本周涨跌幅（%） 7
图表 14：美股市场与行业指数本周涨跌幅（%） 8
图表 15：港股市场与行业指数本周涨跌幅（%） 8
图表 16：重点商品价格本周涨跌幅（%） 8
图表 17：铜金比、油金比走势 8

一、策略专题：美联储重启加息后的市场经验

前言：9 月份美联储加息如期落地，但加息的持续性仍有分歧，依旧取决于地缘、关税的持续性，以及 AI 技术推动的“通胀”或“通缩”效应的赛跑。那么在加息周期重启过后，市场的预期波动与股市表现有何经验值得参考？本篇报告将围绕历史经验进行探讨。

（一）美联储重启加息的演绎路径

美联储重启加息后，可能面临两类演绎路径。鉴于 70-80 年代的沃尔克时代的特殊性，我们重点关注 90 年代以来的六次加息过程，首次加息时点分别出现在 1994 年 2 月、1997 年 3 月、1999 年 6 月、2004 年 6 月、2015 年 12 月和 2022 年 3 月。按照加息路径的演绎看，大致可以分为两类，一是演绎为连续性的加息，也是最常见的形式，对应样本①、③、④、⑥；二是演绎为暂时性加息，首次加息落地后重返按兵不动，对应样本②、⑤。

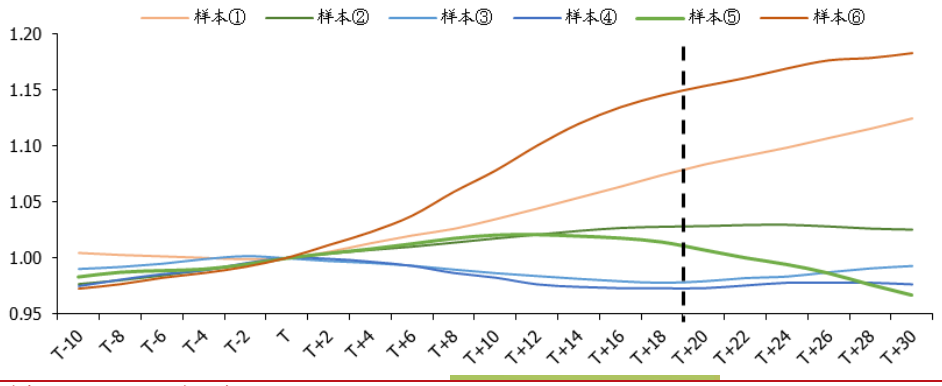
图表1：90 年代以来加息阶段的特征对比

序号	区间起点	区间终点	持续时长（月）	累计变动幅度(%)	加息次数	加息类型	首次加息后是否连续加息
样本①	1994-02	1995-06	17	3.00	7	预防式加息	是
样本②	1997-03	1998-08	18	0.25	1	预防式加息	否
样本③	1999-06	2000-12	19	1.75	6	预防式加息	是
样本④	2004-06	2007-08	39	4.25	17	政策正常化	是
样本⑤	2015-12	2019-07	44	2.25	9	政策正常化	否
样本⑥	2022-03	2024-08	30	5.25	11	抗通胀加息	是

资料来源：Wind，国盛证券研究所

政策利率预期在一定程度上可以辅助判断加息的演绎路径。当一轮加息重启，会否演变成一轮持续的加息过程，往往需要等待下一次议息会议的验证，那么市场预期的波动将成为议息会议等待期的重要观测锚点。结合上述六次加息过程的经验看，美债中性风险利率的趋势性变化其实对路径演绎的判断形成一定辅助作用。以加息落地后的月度窗口看，若美债中性风险利率在首次加息落地后呈现趋势性的抬升，且在月度窗口内未见拐点，则演绎为持续加息的概率更高，对应样本①、⑥；若美债中性风险利率在加息落地后先抑后扬，也有望演绎为持续性的加息过程，对应样本③、④；若美债中性风险利率在加息落地后先扬后抑，则演绎为间歇性加息或暂时性加息的概率更高，对应样本②、⑤。

图表2：美债利率定价隐含的政策利率预期变化大概在 10-15 个交易日后陆续显现方向性差异



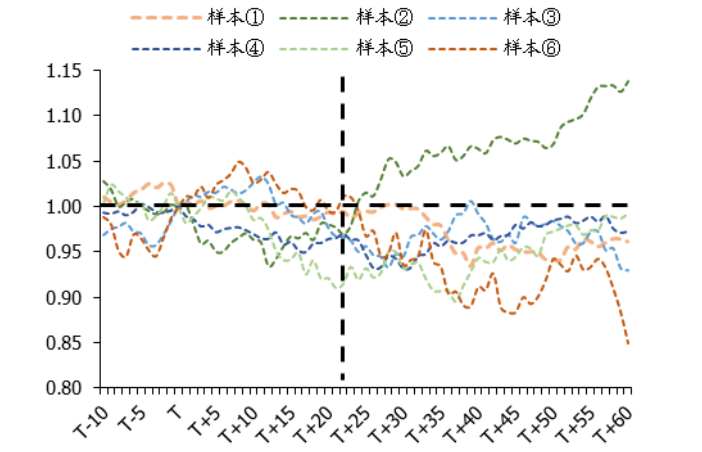
资料来源：Wind，国盛证券研究所

（二）首次加息落地后，美股表现有何特征？

鉴于可观测样本多集中在 2000 年及以前，A 股市场的统计观测意义更弱，我们在此重点对美股经验进行分析与统计：

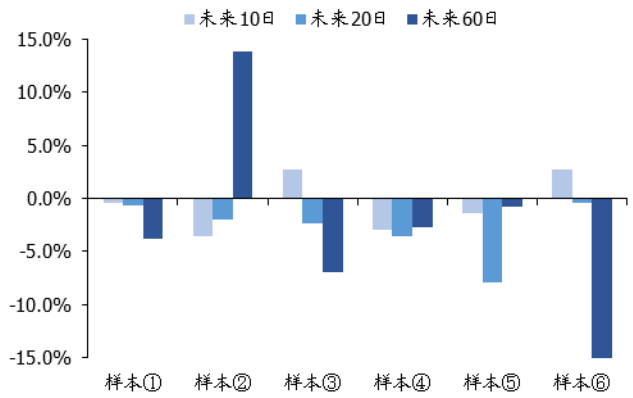
大势层面，美股整体承压居多，暂时性加息影响相对较小。以标普 500 在加息落地前后的表现看，短期可能因定价加息落地的利空出尽形成一定修复，但持续性往往偏弱，月度级别普遍表现承压。季度级别则将伴随加息持续性的验证迎来趋势性定价，如样本②在加息确定暂缓后，重返上行趋势；样本⑥则在持续加息验证后呈现更大幅度的回调。

图表3：标普 500 指数的历史走势对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

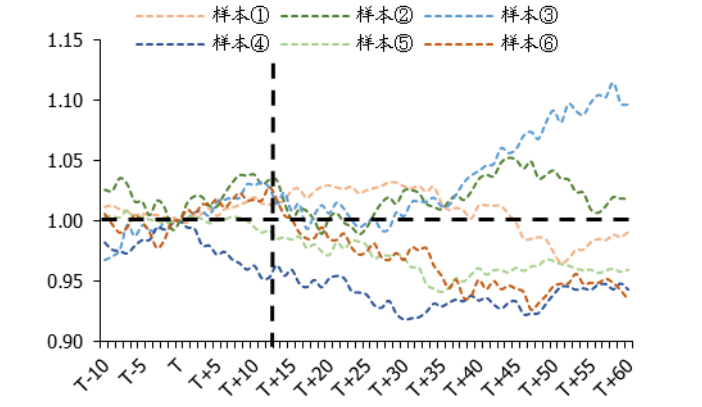
图表4：标普 500 在首次加息落地后的表现对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

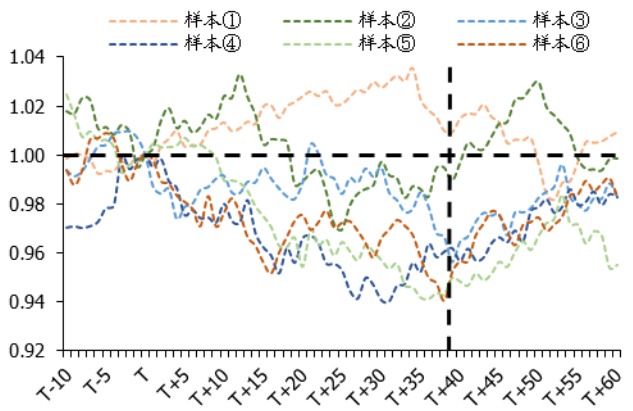
风格层面，大盘、价值风格在月度级别占优的概率较高。大/小盘维度，我们以罗素 2000/罗素 1000 为代理观测变量，在首次加息落地后的 1-2 个月内，大盘风格占优的持续性往往更强，小盘风格仅在 90 年代的预防性加息类样本中显现阶段性超额。成长/价值维度，我们以纳斯达克/标普 500 作为代理观测变量，成长风格在加息落地后的早期可能呈现一定的修复迹象，但一般在两周左右后开始陆续转弱。此外，若产业趋势持续强化，成长风格仍有继续走强的可能，如纳指在 1999-2000 年（样本③）就顶住了加息压力，并在月度盘整后迎来了超额收益的二次扩张。

图表5：纳斯达克/标普 500 的超额收益走势对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6：大/小盘风格对比：罗素 2000/罗素 1000



资料来源：Wind，国盛证券研究所

行业层面，能源、科技、消费相对占优概率更高。以上述六次样本经验看，绝对收益波动性较高，行业收涨概率普遍不高，相对视角下的超额更有参考意义。以六次样本的行业表现排名均值看，能源、信息科技、日常消费是贯穿 10 日、20 日、60 日的高胜率选项，背后更多对应着阶段性的资源品涨价、科技独立景气和必选消费的护城河优势等因素的支撑，业绩确定性在流动性逆风下显得更加重要。

图表7：不同行业在首次加息落地后的表现统计（未来 10 日、20 日、60 日）

未来10日	样本①	样本②	样本③	样本④	样本⑤	样本⑥	上涨概率	排名均值
能源	-0.4%	-4.1%	4.3%	2.3%	0.5%	4.1%	66.7%	2.8
信息技术	5.7%	3.2%	8.6%	-8.3%	-2.0%	4.9%	66.7%	3.7
日常消费	0.7%	-2.7%	1.4%	-1.1%	-1.0%	2.7%	50.0%	4.2
工业	0.6%	-3.6%	1.2%	-0.9%	-0.5%	0.7%	50.0%	4.7
公用事业	-4.4%	-4.7%	0.4%	0.6%	0.2%	4.8%	66.7%	5.2
材料	-0.1%	-4.8%	0.8%	-1.6%	-0.5%	3.3%	33.3%	5.3
可选消费	-0.5%	-2.6%	1.0%	-3.1%	-2.3%	4.0%	33.3%	5.8
通讯服务	-2.4%	-4.9%	0.2%	-2.7%	0.2%	2.7%	50.0%	6.7
医疗保健	-3.0%	-7.3%	1.8%	-3.3%	-1.2%	0.7%	33.3%	7.8
金融	-1.1%	-6.1%	0.1%	-2.9%	-2.5%	-1.2%	16.7%	8.8
未来20日	**样本①**	**样本②**	**样本③**	**样本④**	**样本⑤**	**样本⑥**	**上涨概率**	**排名均值**
日常消费	-0.2%	0.9%	-0.9%	-4.9%	-2.9%	6.9%	33.3%	3.8
能源	-2.1%	-1.5%	-0.3%	2.8%	-10.2%	8.6%	33.3%	4.0
公用事业	-1.6%	-6.1%	-1.7%	0.8%	2.3%	7.1%	50.0%	4.2
信息技术	9.2%	5.0%	-0.1%	-8.0%	-9.5%	-3.4%	33.3%	4.8
工业	0.5%	-0.3%	-2.4%	-2.0%	-7.5%	-2.2%	16.7%	4.8
通讯服务	-2.9%	-6.3%	-1.2%	3.7%	-1.3%	-2.3%	16.7%	5.5
可选消费	1.5%	-2.0%	-4.2%	-3.9%	-8.7%	0.0%	16.7%	5.8
材料	-1.6%	-3.3%	-1.1%	-2.1%	-11.9%	4.4%	16.7%	6.0
医疗保健	-4.6%	-2.6%	-5.1%	-5.8%	-6.6%	2.1%	16.7%	7.3
金融	-3.6%	-7.5%	-4.1%	-2.3%	-10.7%	-4.9%	0.0%	8.7
未来60日	**样本①**	**样本②**	**样本③**	**样本④**	**样本⑤**	**样本⑥**	**上涨概率**	**排名均值**
能源	-3.9%	10.0%	-3.8%	9.1%	4.5%	13.8%	66.7%	3.5
通讯服务	-1.9%	10.1%	-9.4%	6.2%	14.5%	-19.8%	50.0%	4.3
信息技术	-0.7%	24.3%	4.8%	-10.8%	-0.8%	-18.0%	33.3%	4.5
日常消费	-2.2%	14.5%	-9.5%	-6.8%	4.0%	-5.5%	33.3%	5.0
公用事业	-9.2%	1.7%	-6.8%	4.9%	12.5%	-4.8%	50.0%	5.0
工业	-5.6%	16.3%	-6.9%	-1.6%	2.6%	-14.1%	33.3%	5.7
医疗保健	-3.8%	15.2%	-9.6%	-4.4%	-6.6%	-10.6%	16.7%	6.2
金融	-1.6%	12.9%	-15.1%	-0.3%	-7.1%	-19.0%	16.7%	6.5
材料	-5.4%	9.5%	-11.8%	-1.1%	3.1%	-8.4%	33.3%	6.7
可选消费	-5.0%	10.1%	-10.8%	-1.4%	-0.9%	-23.6%	16.7%	7.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所

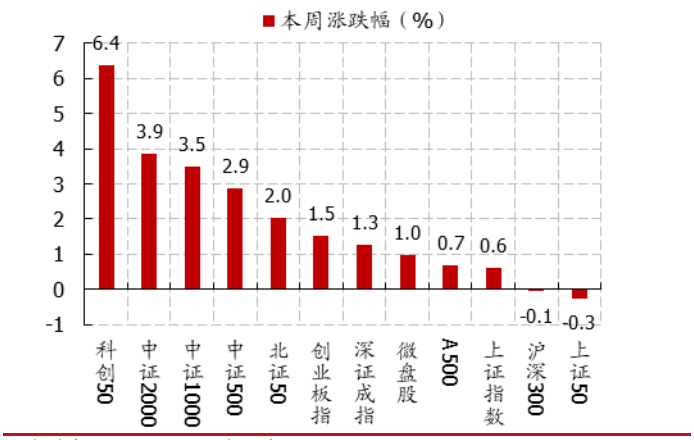
二、本周市场表现回顾（本周指 9 月 20 日当周）

2.1 A 股市场

本周主要宽基指数普遍收涨。本周市场整体震荡修复，中小创弹性较强，科创 50、中证 2000、中证 1000 涨幅居多，上证 50、沪深 300 小幅收跌。

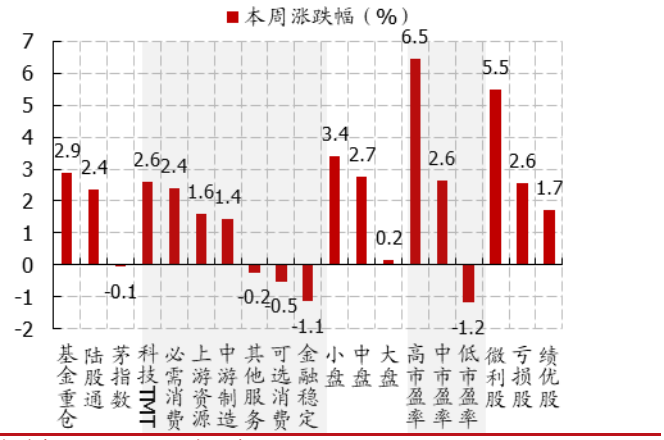
风格层面，科技 TMT 与必需消费、小盘、高市盈率和微利股相对占优。资金风格方面，基金重仓指数、陆股通指数、茅指数的涨跌幅分别为 2.9%、2.4%和-0.1%；行业风格方面，科技 TMT（2.6%）和必需消费（2.4%）表现占优；个股特征方面，小盘（3.4%）、高市盈率（6.5%）和微利股（5.5%）表现占优。相对而言，双创超额修复，小微盘超额同步修复。本周科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300、中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 表现分别为 6.5%、1.6%、3.9%和 1.0%。

图表8：A 股核心指数本周涨跌幅（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表9：A 股各类风格指数本周涨跌幅（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表10：科创 50/沪深 300、创业板指/沪深 300 走势



资料来源：wind，国盛证券研究所

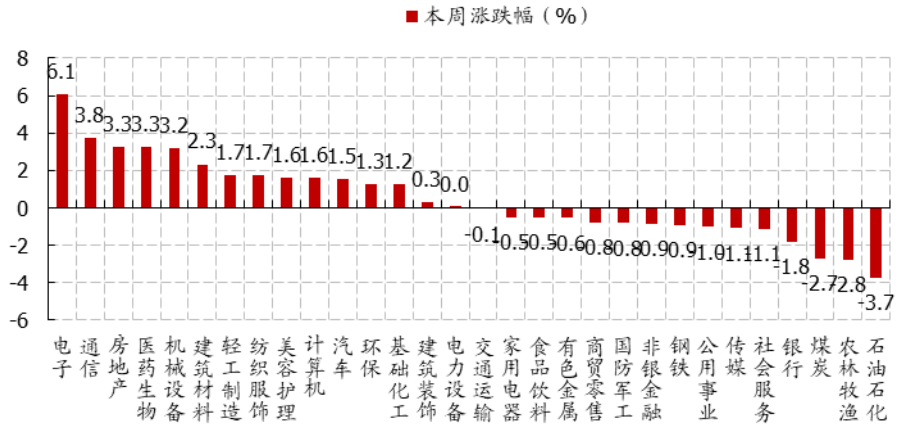
图表11：中证 2000/沪深 300、微盘股/沪深 300 走势



资料来源：wind，国盛证券研究所

行业层面，AI 资产强势领涨。本周电子、通信涨幅居前，分别上涨 6.1%、3.8%；石化、农牧等行业跌幅居多，分别下跌 3.7%、2.8%。

图表12：申万一级行业本周涨跌幅（%）

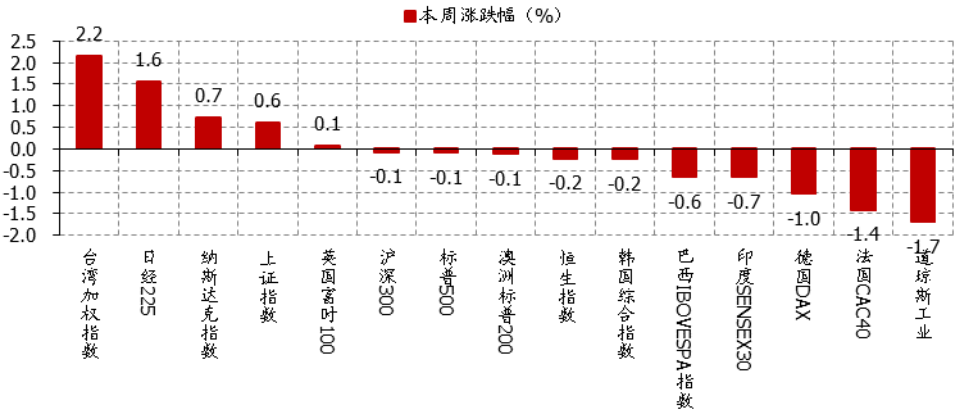


资料来源：wind，国盛证券研究所

2.2 全球股市

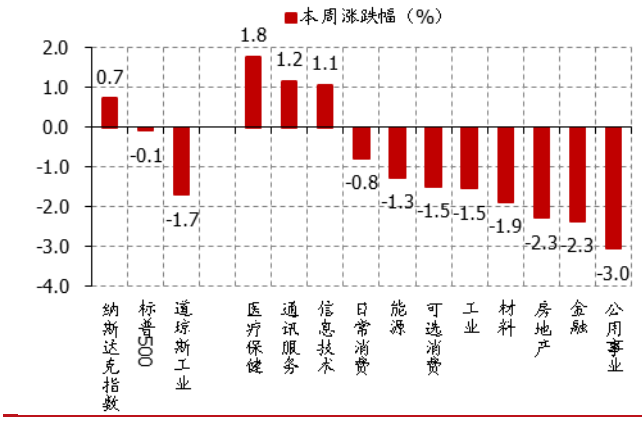
全球股市涨跌分化，台湾加权指数领涨。本周全球主要股指涨跌分化，其中台湾加权指数、日经 225 指数、纳斯达克指数涨幅居前，本周涨跌幅分别为 2.2%、1.6%和 0.7%，道琼斯工业指数、法国 CAC40、德国 DAX 跌幅居多，本周涨跌幅分别为-1.7%、-1.4%和-1.0%。具体来看：美股方面，纳指逆势走强，行业层面以医疗服务、通信服务、信息技术逆势领涨，公用事业、金融、房地产跌幅居多；港股方面，恒生科技逆势走强，行业以能源、综合跌幅居多，医疗保健逆势领涨。

图表13：全球重要股指本周涨跌幅（%）



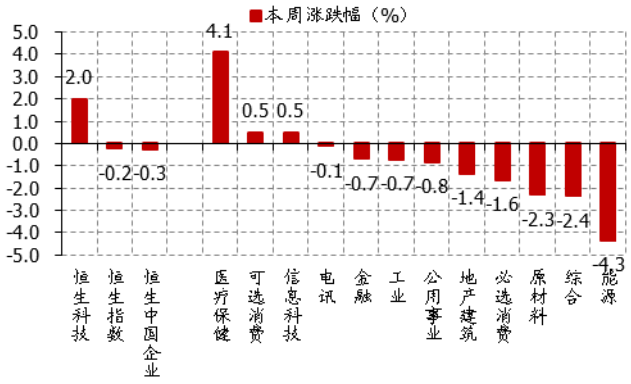
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表14：美股市场与行业指数本周涨跌幅（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表15：港股市场与行业指数本周涨跌幅（%）

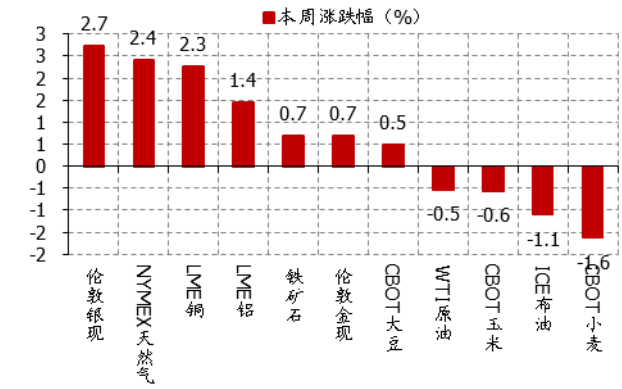


资料来源：wind，国盛证券研究所

2.3 重点商品

商品表现分化，金属走强，原油与农产品回踩。本周主要商品表现走向分化，其中伦敦银现、NYMEX 天然气、LME 铜涨幅居多，本周涨跌幅分别达到 2.7%、2.4%和 2.3%；CBOT 小麦、ICE 布油、CBOT 玉米跌幅居多，本周涨跌幅达到-1.6%、-1.1%、-0.6%。

图表16：重点商品价格本周涨跌幅（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表17：铜金比、油金比走势



资料来源：wind，国盛证券研究所

风险提示

1、地缘政治恶化：将抑制全球贸易增长与跨境资本流动，阻碍全球经济复苏；
2、历史经验有效性失效：报告结论主要基于历史经验总结，但历史经验可能无法指引未来；
3、政策超预期变化：可能引发国内经济与市场情绪出现超预期波动。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com