

美联储加息末期大类资产运行规律（更新版）

——历史回顾与未来展望

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

宏观分析师：丁俊菘
邮箱：dingjs@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523070003
联系电话：021-50380388

投资要点：

► 美联储加息末期的经济和政策信号

1) 类比的重点应放在 1990 年后，而不是 70-80 年代。上世纪 70-80 年代沃克尔任联储主席时期，货币供应量是货币政策的中介目标，而格林斯潘上任后将货币政策操作目标从货币供应量转向利率，因此从货币政策操作目标的连贯性来看，1990 年后的加息周期对当前的参考意义或许更大。

2) 加息末期经济信号：加息末期，通胀已无上行动力，失业率从低位略有回升，PMI 回落至荣枯线以下，新增非农趋势性跌破 20 万人。

3) 加息末期政策信号：加息末期美联储 FOMC 会议基本都会提到经济增速开始放缓，并且预计在一段时间后可能低于潜在增速。

► 历史回顾：加息末期，大类资产表现特征

权益市场：1) 美股：美联储末次加息后，除 2000 年美国互联网泡沫破裂时期之外，美股均在半年内有不俗表现。2) A 股：A 股主要受国内经济影响，美联储末次加息后，短期 A 股虽有上涨，但整体以震荡行情为主。3) 港股：美联储末次加息后，受美联储政策溢出效应影响，恒生指数与美国股市表现相似，短期表现较好。

债券与汇率：1) 美债：紧缩政策对利率牵引作用减弱，叠加经济衰退预期，国债收益率多呈现下降趋势。2) 汇率：美联储加息结束后，短期内美元指数承压，而人民币相应走强。

大宗商品：1) 黄金：美联储末次加息后，受美元走弱影响，黄金价格整体呈现震荡上升趋势。2) 铜、油：美联储末次加息后，不同时期下 LME 铜和布伦特原油价格涨跌不一，以震荡行情为主。

► 未来展望：再临加息末期，大类资产将如何表现？

7月或是最后一轮加息：7月 FOMC 会议美联储加息 25bp，鲍威尔的讲话整体中性偏鸽，指出后续加息将采取依赖数据的做法。我们认为下半年虽然基数走弱以及房租的粘性可能会带来通胀读数的短暂小幅回升，但其整体下行的趋势不会改变。当前这种通胀已无明显上升势头、失业率维持低位略有回升态势符合历史上美联储停止加息的条件。

权益市场：1) 美股：由于利率压制缓解，经济韧性仍在，美股或仍将有所表现，其中纳指弹性可能更高。2) A 股：随着美联储进入加息平台期，A 股主要矛盾转向国内基本面，在国内刺激政策落地生效、经济逐步企稳的驱动下，A 股后续也将整体向好。3) 港股：港股与美股关联性较强，美联储加息末期港股或与美股联动上涨，恒生科技弹性更高。

债券与美元：1) 美债：我们预计下半年 10 年期美债收益率或将向 3.5% 靠拢；2) 美元：受停止加息预期和美国经济放缓预期影响，美元或将走弱。

大宗商品：1) 黄金：美联储加息末期，美国实际利率回落以及美元走弱，黄金有望走强。2) 铜、油：美元有所走弱；供需方面，近期 OPEC 减产计划以及中国经济温和修复或将带动原油、铜、铝等大宗价值震荡上行。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

正文目录

1. 美联储加息末期的经济和政策信号	4
1.1. 1990 年后的加息周期更具参考意义	4
1.2. 加息末期有哪些经济及政策信号?	6
2. 历次加息末期, 大类资产表现梳理	8
2.1. 美股: 利率压制缓解, 整体胜率较高	8
2.2. A 股: 以国内基本面为主, 涨跌没有明显规律	9
2.3. 港股: 与美股关联密切, 末次加息后表现较好	10
2.4. 美债: 收益率整体下行, 长短利率利差扩大	11
2.5. 汇率: 美元大概率走弱, 人民币相应走强	12
2.6. 黄金: 整体震荡上行, 与美元表现负相关	14
2.7. 大宗商品: 整体表现震荡, 涨跌不一	15
3. 再临加息末期, 大类资产将如何表现?	16
3.1. 7 月或是最后一次加息	16
3.2. 未来大类资产展望	17
4. 风险提示	18

图表目录

图 1 美国货币政策目标变动情况梳理	4
图 2 1990 年以来美国联邦基金目标利率变动情况	5
图 3 美国联邦基金目标利率、通胀和失业率 (%)	6
图 4 美国联邦基金目标利率、GDP 同比与制造业 PMI (%)	7
图 5 美国联邦基金目标利率、新增非农就业	7
图 6 历次加息末期, 大类资产表现	8
图 7 美股走势 (1995. 2. 1 末次加息=100)	9
图 8 美股走势 (2000. 5. 16 末次加息=100)	9
图 9 美股走势 (2006. 6. 29 末次加息=100)	9
图 10 美股走势 (2018. 12. 19 末次加息=100)	9
图 11 A 股走势 (1995. 2. 1 末次加息=100)	10
图 12 A 股走势 (2000. 5. 16 末次加息=100)	10
图 13 A 股走势 (2006. 6. 29 末次加息=100)	10
图 14 A 股走势 (2018. 12. 19 末次加息=100)	10
图 15 港股走势 (1995. 2. 1 末次加息)	11
图 16 港股走势 (2000. 5. 16 末次加息)	11
图 17 港股走势 (2006. 6. 29 末次加息)	11
图 18 港股走势 (2018. 12. 19 末次加息)	11
图 19 美债走势 (1995. 2. 1 末次加息)	12
图 20 美债走势 (2000. 5. 16 末次加息)	12
图 21 美债走势 (2006. 6. 29 末次加息)	12
图 22 美债走势 (2018. 12. 19 末次加息)	12
图 23 美元指数走势 (1995. 2. 1 末次加息)	13
图 24 美元指数走势 (2000. 5. 16 末次加息)	13
图 25 美元指数走势 (2006. 6. 29 末次加息)	13
图 26 美元指数走势 (2018. 12. 19 末次加息)	13
图 27 美元兑人民币走势 (2006. 6. 29 末次加息)	14
图 28 美元兑人民币走势 (2018. 12. 19 末次加息)	14
图 29 黄金走势 (1995. 2. 1 末次加息)	14
图 30 黄金走势 (2000. 5. 16 末次加息)	14
图 31 黄金走势 (2006. 6. 29 末次加息)	15

图 32 黄金走势 (2018.12.19 末次加息)	15
图 33 LME 铜价走势 (2006.6.29 末次加息)	15
图 34 LME 铜价走势 (2018.12.19 末次加息)	15
图 35 布伦特原油价格走势 (2006.6.29 末次加息)	16
图 36 布伦特原油价格走势 (2018.12.19 末次加息)	16
图 37 美国 PCE 同比将继续回落, 年底或回落至 3.2%	17
图 38 美国失业率或将逐步反弹, 年底回升至 4.1%	17
图 39 CME 对于美联储加息概率的预测	17

美联储货币政策是过去三年来影响资本市场最重要的变量之一。自去年3月以来，美联储已累计加息11次，共计525bp。通胀的持续回落以及劳动市场的逐渐平衡预示着7月或是最后一次加息。我们详细梳理了1990年以来美联储加息末期经济特征以及大类资产表现情况，以期对当下提供一定的参考。

1. 美联储加息末期的经济和政策信号

1.1. 1990年后的加息周期更具参考意义

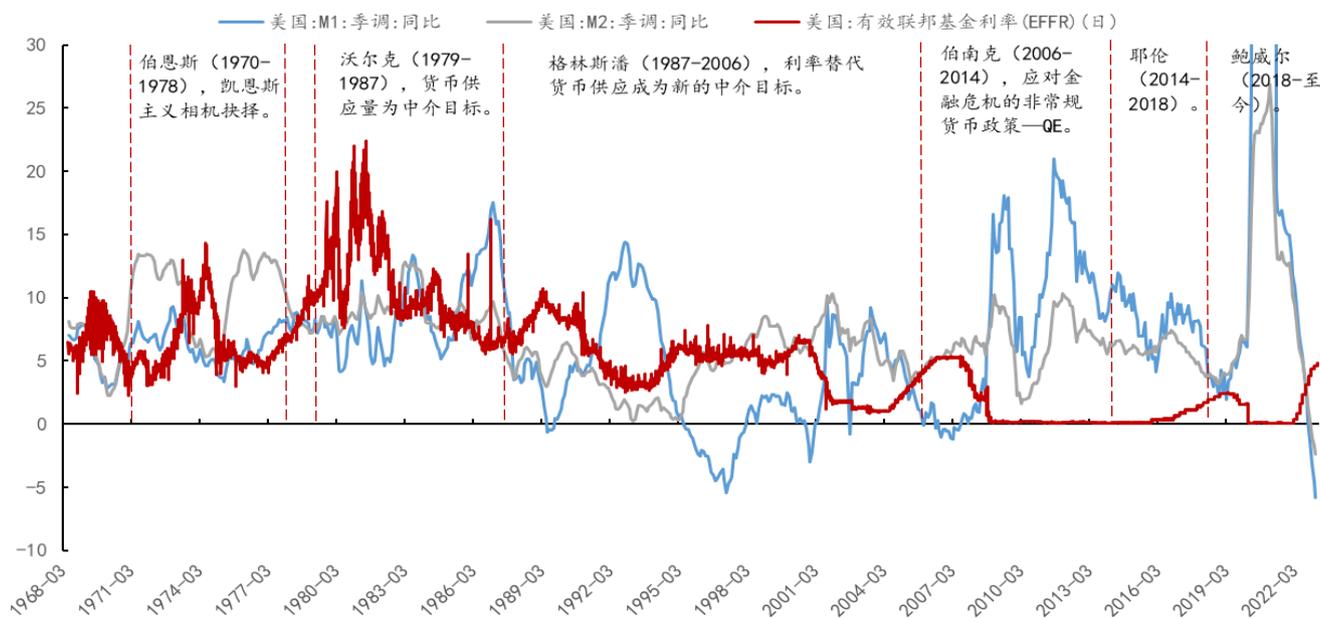
类比的重点应放在1990年后，而不是70-80年代。不少研究者将当前美联储的操作与70-80年代进行类比，不过这种类比存在一个较大的问题，就是忽略了美联储货币政策框架的演变。

上世纪70-80年代沃克尔任联储主席时期，货币供应量（M1、M2）是货币政策最主要的中介目标。沃克尔上任初期，将M1作为货币政策的中介目标，FOMC每年会设定一个M1增速目标，美联储通过控制货币供应增速来实现控制通胀的最终目标。不过1987年之后，由于M1增速波动加大，美联储转为以M2增速作为中介目标。

而格林斯潘上任后将货币政策操作目标从货币供应量转向利率。格林斯潘认为，随着美国金融创新和投资多样化的发展，M2与经济增长以及通胀之间的关系逐步减弱，再将货币供应量作为中介目标已经不合时宜，并在1993年正式宣布将利率作为中介目标，并延续至今。

因此，我们认为从货币政策操作目标的连贯性来看，1990年后的加息周期对当前的参考意义或许更大。

图1 美国货币政策目标变动情况梳理（%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

1990 年以来美联储共实施了四轮加息：分别是 1994/02-1995/02, 1999/06-2000/05, 2004/06-2006/06, 2015/12-2018/12。表 1 梳理了 1990 年以来，美联储历次加息次数、幅度、持续时间、间隔时间以及降息时间等情况。

单纯观察美联储历次加息幅度、持续时间、间隔时间，规律性并不十分明显。

从累计加息幅度来看，第三轮最大（2004/06-2006/06），达到 425bp；第一轮（1994/02-1995/02）次之，为 300bp；第二轮（1999/06-2000/05）和第四轮（2015/12-2018/12）分别加息 175bp 和 225bp。

从加息持续时间来看，第四轮（2015/12-2018/12）最长，持续 36 个月；第三轮（2004/06-2006/06）次之，24 个月；第一轮（1994/02-1995/02）和第二轮（1999/06-2000/05）则是在 12 个月左右。

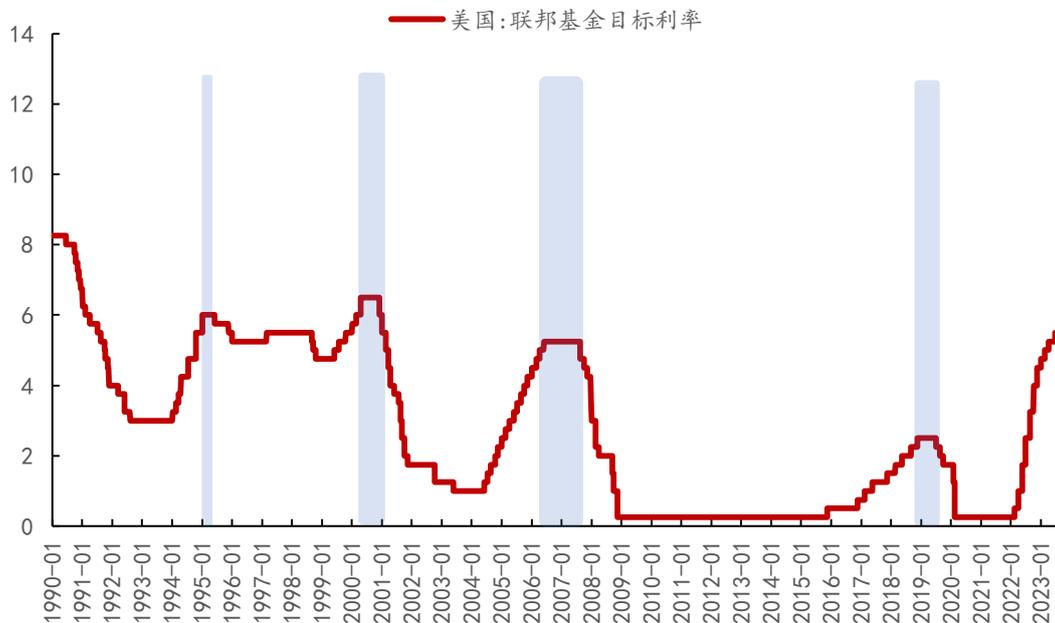
从最后一次加息到降息间隔来看，平均为间隔时间为 9.75 个月，其中第三轮（2004/06-2006/06）最后一次加息到降息间隔时间最长，为 15 个月，其余则是在 5-8 个月之间。

表 1 1990 年以来美联储历次加息情况梳理

初次加息	末次加息	加息次数	加息幅度	持续时间	利率峰值	间隔时间	初次降息
1994-02	1995-02	7 次	300bp	12 个月	6.00%	5 个月	1995-07
1999-06	2000-05	6 次	175bp	11 个月	6.50%	8 个月	2001-01
2004-06	2006-06	17 次	425bp	24 个月	5.25%	15 个月	2007-09
2015-12	2018-12	9 次	225bp	36 个月	2.50%	8 个月	2019-08
2022-03	— —	— —	475bp	— —	— —	— —	— —

资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 1990 年以来美国联邦基金目标利率变动情况 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所，蓝色阴影部分为加息结束到降息的平台期

1.2. 加息末期有哪些经济及政策信号？

加息末期，通胀已无上行动力，失业率从低位略有回升。观察美联储的两大政策目标通胀和失业可以发现两条规律：

一是并非通胀降至 2% 才会停止加息，而是只要通胀没有明显的上升动力时加息便会停止；

二是并非等到失业率明显上行时才会停止加息，而是劳动力市场仍然较为强劲，失业率维持低位略有回升时，加息便会停止。

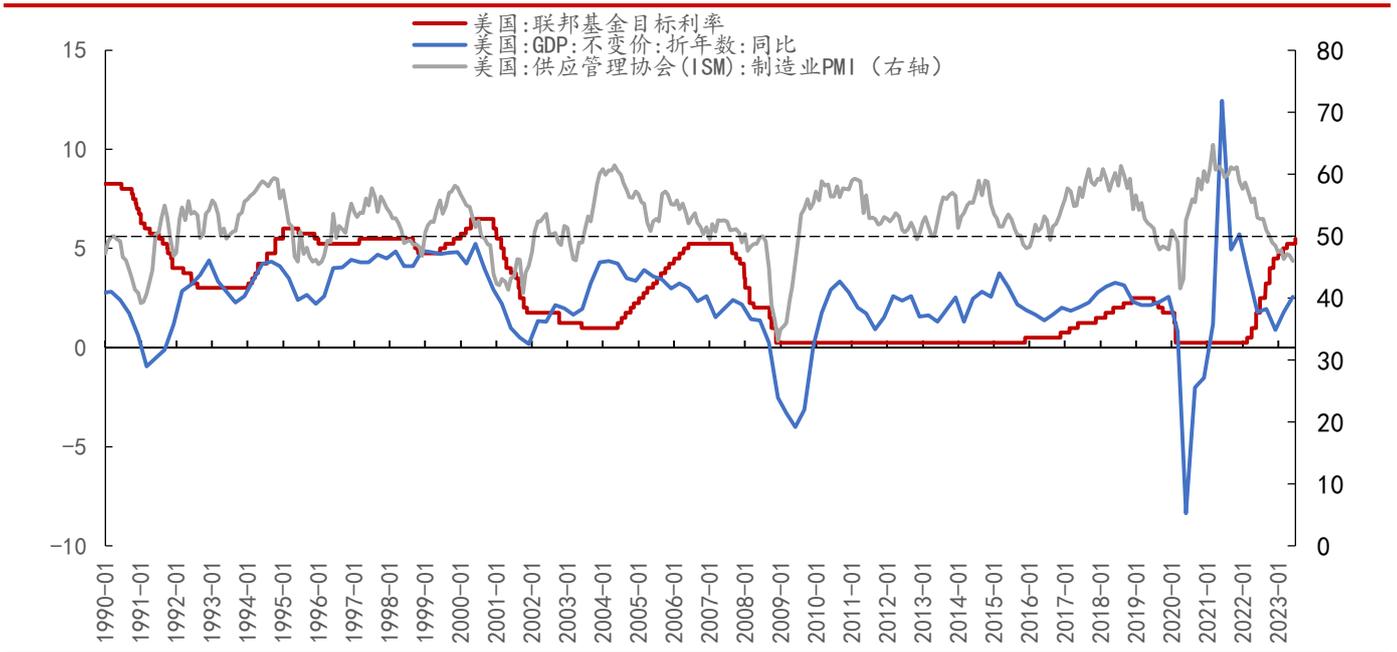
图 3 美国联邦基金目标利率、通胀和失业率 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

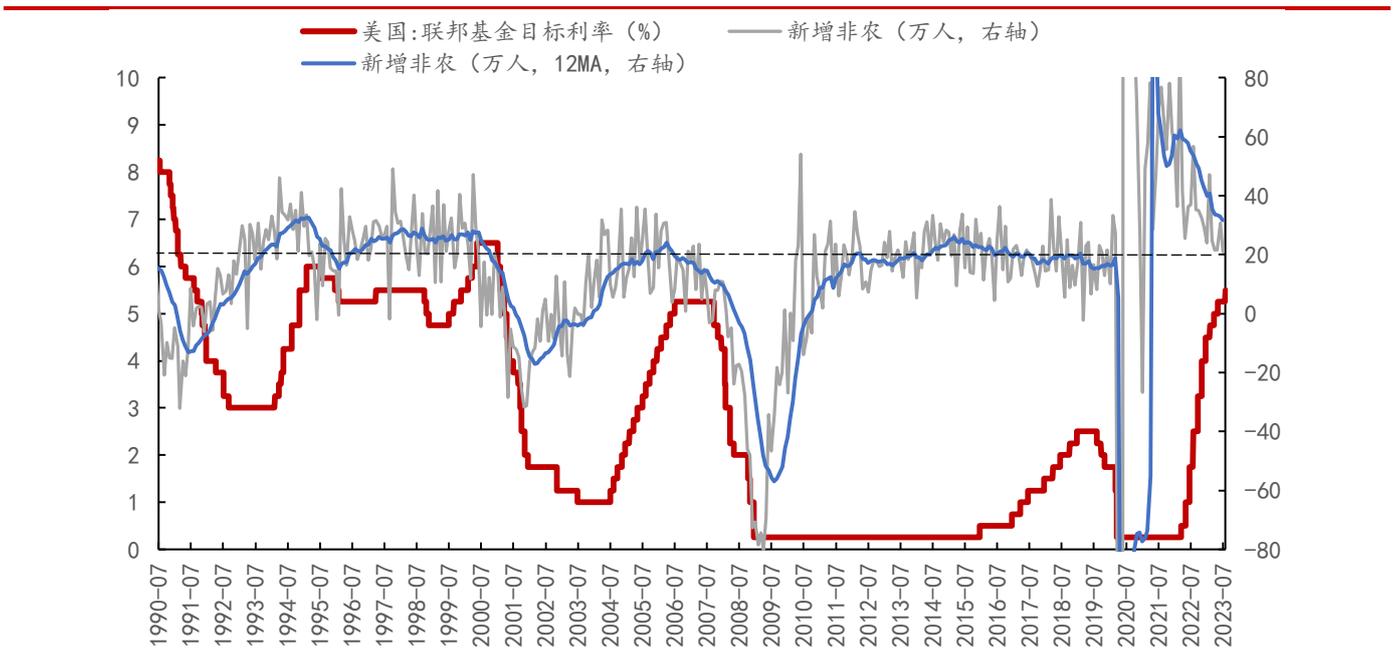
加息末期，PMI 回落至荣枯线以下，新增非农趋势性跌破 20 万人。从经济指标来看，加息末期，PMI 往往回落至枯荣线以下，GDP 同比折年数出现加速下行，新增非农就业 12 个月移动平均趋势性跌破 20 万人。

图 4 美国联邦基金目标利率、GDP 同比与制造业 PMI (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 5 美国联邦基金目标利率、新增非农就业



资料来源：WIND，华西证券研究所

加息末期，美联储 FOMC 会议基本都会提到经济增速开始放缓，并且预计在一段时间后可能低于潜在增速。

第一轮（1994/02-1995/02），最后一次加息 FOMC 会议上，美联储表示，预计经济活动的增长将在未来几个季度大幅放缓，并且在此后的一段时间内平均低于经济潜在产出的增长率。

第二轮（1999/06-2000/05），最后一次加息 FOMC 会议上，美联储表示，消费者支出在二季度初明显放缓，经济扩张将从目前的高速步伐逐渐放缓至大约或略低于经济估计增长潜力的速度。与早前股票价格大幅上涨相关的积极财富效应的预期减弱以及更高的利率将越来越多地阻碍国内最终需求的扩张。

第三轮（2004/06-2006/06），最后一次加息 FOMC 会议上，美联储表示，第二季度经济活动的增长较第一季度的快速增长大幅放缓，到 2007 年底的增长速度将略低于经济的潜在增长率。

第四轮（2015/12-2018/12），最后一次加息 FOMC 会议上，美联储表示，预计 2019 年经济增长将保持高于趋势水平，然后在中期内放缓至接近趋势水平的速度。

2. 历次加息末期，大类资产表现梳理

图 6 历次加息末期，大类资产表现

轮次	时间	道指	标普500	纳指	上证综指	深证成指	沪深300	恒生	恒生科技	10年期美债	10年期中债	美元指数	人民币/美元	黄金	LME铜	布伦特原油
第一轮	末次加息前1个月 (1995.1.1-1995.2.1)	0.34	2.42	0.84	-13.16	-9.00		-10.36		-0.22		-1.15		-1.48	-4.75	2.30
	末次加息后1个月 (1995.2.1-1995.3.1)	3.93	3.24	4.86	-1.00	1.53		13.00		-0.43		-2.31		-0.40	-4.69	-1.13
	末次加息后3个月 (1995.2.1-1995.5.1)	12.29	9.32	11.44	3.08	-5.92		12.03		-0.57		-6.94		3.20	-7.15	14.11
	末次加息后6个月 (1995.2.1-1995.8.1)	22.28	18.97	31.24	27.16	-5.17		27.82		-1.16		-7.78		2.97	-1.72	-3.87
第二轮	末次加息前1个月 (2000.4.16-2000.5.16)	6.10	8.07	11.93	-5.95	-5.91		-6.09		0.42		5.55	-0.02	-2.95	10.72	25.39
	末次加息后1个月 (2000.5.16-2000.6.16)	-3.32	0.83	7.01	13.04	10.71		10.44		-0.44		-4.15	-0.01	5.35	-1.48	1.65
	末次加息后3个月 (2000.5.16-2000.8.16)	1.86	1.89	7.03	22.23	16.35		19.17		-0.60		-0.30	0.02	2.13	2.84	6.63
	末次加息后6个月 (2000.5.16-2000.11.16)	-1.40	-5.51	-15.96	22.96	15.28		2.80		-0.75		5.65	0.00	-3.65	-1.61	17.50
第三轮	末次加息前1个月 (2006.5.29-2006.7.29)	-0.78	-0.57	-1.63	3.58	2.00	4.82	-0.19		0.13	0.13	0.89	-0.37	-9.54	-11.33	3.24
	末次加息后1个月 (2006.6.29-2006.7.29)	2.24	2.61	-0.84	1.39	-2.68	-1.58	7.70		-0.22	0.10	-1.47	-0.35	9.26	10.82	2.77
	末次加息后3个月 (2006.6.29-2006.9.29)	6.43	7.21	6.94	6.90	3.19	2.96	11.44		-0.58	-0.15	-0.73	-1.13	3.99	9.21	-12.51
	末次加息后6个月 (2006.6.29-2006.12.29)	13.57	13.83	14.37	63.21	58.53	49.76	26.82		-0.51	-0.13	-3.43	-2.39	9.81	-9.78	-14.77
第四轮	末次加息前1个月 (2018.11.20-2018.12.20)	-8.63	-8.30	-7.11	-6.19	-8.42	-6.90	-2.84	-10.86	-0.27	-0.08	0.25	-0.80	3.11	-3.86	-18.01
	末次加息后1个月 (2018.12.20-2019.1.20)	5.93	6.53	7.84	1.82	2.19	2.49	4.74	1.07	0.00	-0.21	-0.68	-1.59	1.98	0.68	8.93
	末次加息后3个月 (2018.12.20-2019.3.20)	10.38	12.66	16.46	21.22	32.11	24.08	13.36	16.57	-0.25	-0.16	-1.04	-2.86	4.47	7.95	18.49
	末次加息后6个月 (2018.12.20-2019.6.20)	14.70	17.84	21.31	17.16	23.13	23.86	10.38	8.28	-0.78	-0.07	-0.39	-0.58	10.82	-0.71	11.47

资料来源：WIND，华西证券研究所

2.1. 美股：利率压制缓解，整体胜率较高

美联储末次加息后，除 2000 年美国互联网泡沫破裂时期之外，美股在半年内均有不俗表现，并且纳指弹性更高。

第一轮：1995 年 2 月 1 日美联储最后一次加息后，美国三大股指均出现了较大幅度上涨，停止加息 6 个月后，道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克综合指数分别上涨 22.3%、19%、31.2%。

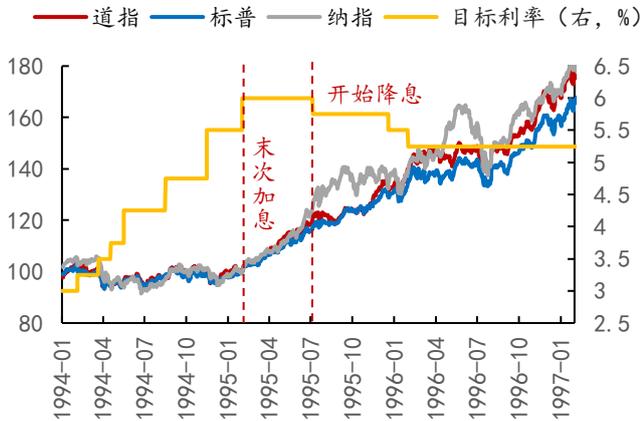
第二轮：2000 年 3 月，美国互联网泡沫破裂，纳斯达克综合指数从 3 月 10 日的 5048 点迅速下降到 5 月 10 日的 3384 点，下跌幅度高达 33%。在此背景下，美联储于 5 月 16 日进行了本轮最后一次加息，并于 2001 年 1 月 3 日开始降息，期间纳斯达克综合指数累计下跌 30%，而标普 500 指数和道琼斯工业指数下降幅度较小，分别下降 8%和 0.1%。

第三轮：2006 年 6 月 29 日，美联储末次加息 6 个月内，道指、标普 500 和纳指分别上涨 13.6%、13.8%、14.4%。

第四轮：2015 年 12 月，美联储加息 25 个基点，开启货币政策正常化，期间美股保持上行趋势。2018 年 12 月 20 日，美联储末次加息 25 个基点后，三大股指均出

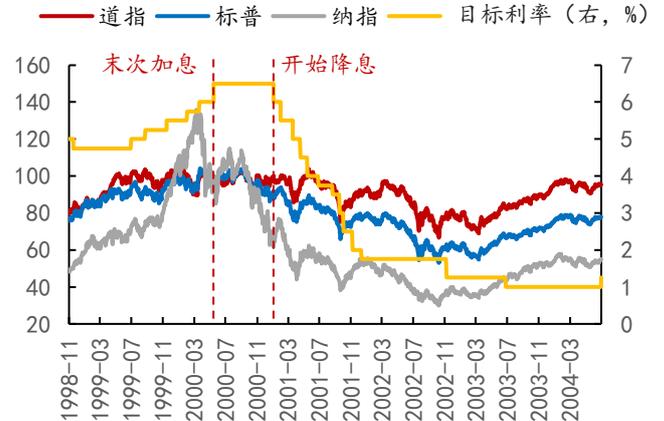
现较大幅度上行。末次加息 6 个月后，道指、标普 500 和纳指分别上涨 14.7%、17.8%、21.3%。

图 7 美股走势（1995. 2. 1 末次加息=100）



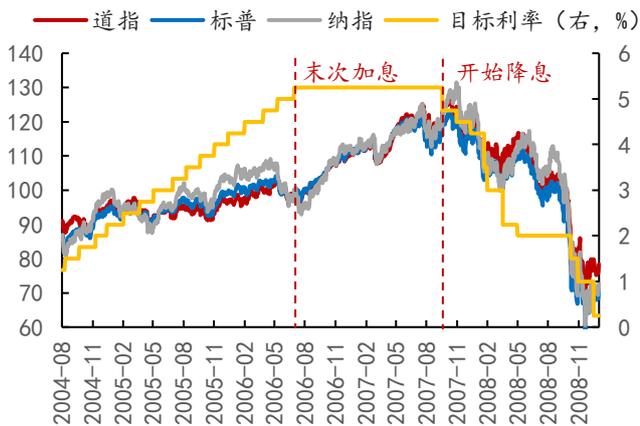
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 8 美股走势（2000. 5. 16 末次加息=100）



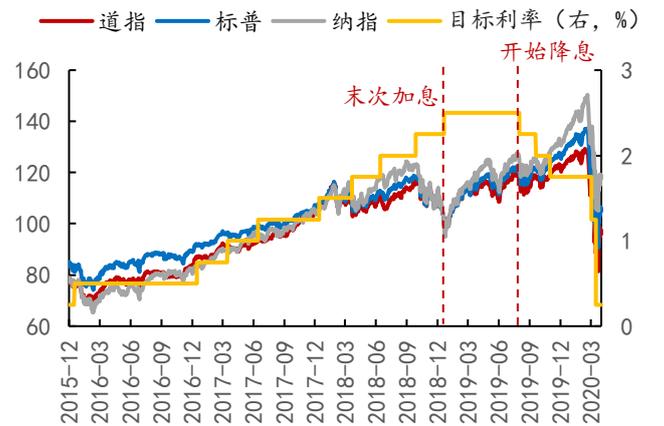
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 9 美股走势（2006. 6. 29 末次加息=100）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 10 美股走势（2018. 12. 19 末次加息=100）



资料来源：WIND，华西证券研究所

2.2. A 股：以国内基本面为主，涨跌没有明显规律

A 股主要受国内经济影响，美联储末次加息后，短期 A 股虽有上涨，但整体以震荡行情为主。

第一轮：1995 年 2 月 1 日美联储末次加息后，上证综指和深证成指均平稳运行，对美联储是否加息反应较小。

第二轮：A 股走势受美国互联网泡沫破裂影响较小。2000 年 5 月 16 日美联储末次加息后，在国内网络科技热潮带动下，A 股延续 1999 年 5 月来的上涨行情，上证综指和深证成指 1 个月内分别上涨 13%和 10.7%，随后以震荡行情为主。美联储开始降息后，受国内国有股减持影响，A 股呈现下跌趋势。

第三轮：2006年6月29日美联储末次加息后，A股开启牛市行情。本轮末次加息半年后，上证综指和深证成指分别上涨63.2%和58.5%。本轮A股上涨主要得益于国内股权分置改革和汇率制度改革带来的国际资金。

第四轮：2018年12月19日美联储末次加息后，受国内宽松政策影响（2019年1月两次全面降准），A股迅速上涨，3个月内，上证综指和深证成指分别上涨21.2%和32.1%，随后A股震荡运行。

图 11 A股走势（1995.2.1 末次加息=100）



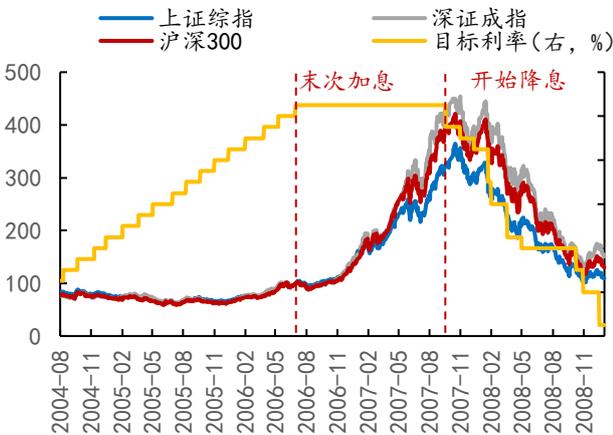
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 12 A股走势（2000.5.16 末次加息=100）



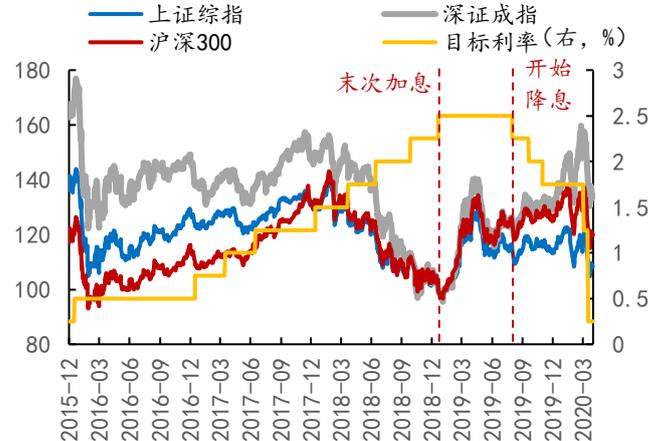
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 13 A股走势（2006.6.29 末次加息=100）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 14 A股走势（2018.12.19 末次加息=100）



资料来源：WIND，华西证券研究所

2.3. 港股：与美股关联密切，末次加息后表现较好

美联储末次加息后，受美联储政策溢出效应影响，恒生指数与美国股市表现相似，短期表现较好。

第一轮：1995年2月1日美联储末次加息一个月后，恒生指数累计上涨13%，3个月后上涨12%，6个月后上涨27.8%，同期美股亦有不俗表现。

第二轮：2000年5月16日美联储末次加息一个月后，恒生指数累计上涨10.4%，3个月后上涨19.2%。随后受美国互联网泡沫破裂影响，港股急速下跌，从9月初的17600点下跌到14600点，下跌17%。

第三轮：2006年6月29日美联储末次加息一个月后，恒生指数累计上涨7.7%，3个月后上涨11.4%，6个月后上涨26.8%。

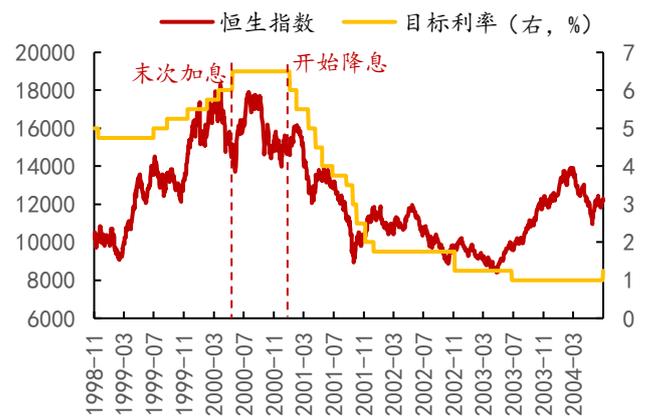
第四轮：2018年12月19日美联储末次加息一个月后，恒生指数累计上涨4.7%，3个月后上涨13.4%，6个月后上涨10.4%，与美股同期走势较为相似。

图 15 港股走势（1995.2.1 末次加息）



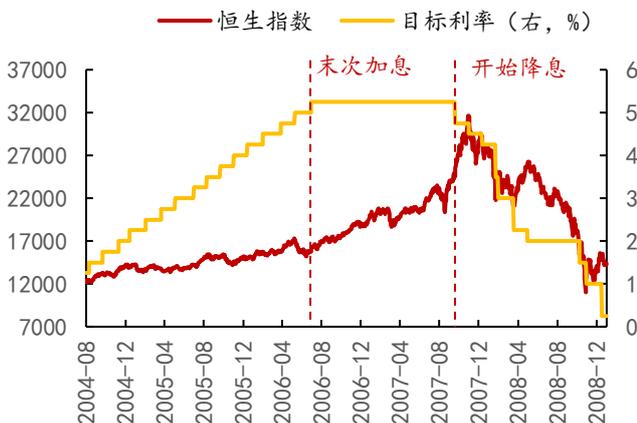
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 16 港股走势（2000.5.16 末次加息）



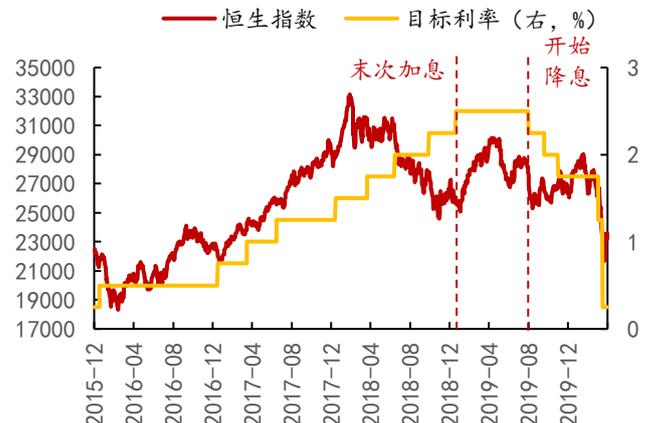
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 17 港股走势（2006.6.29 末次加息）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 18 港股走势（2018.12.19 末次加息）



资料来源：WIND，华西证券研究所

2.4. 美债：收益率整体下行，长短利率利差扩大

美联储末次加息后，美债收益率多表现为下行趋势，但长短利差或扩大。加息周期末期，紧缩政策对利率牵引作用减弱，叠加经济衰退预期，国债收益多呈现下降趋势。

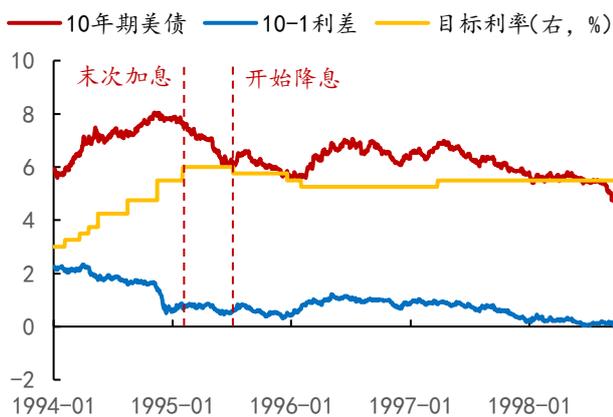
第一轮：1995年2月1日美联储末次加息3个月后，美国10年期国债收益率下降57BP，而10Y-1Y期限利差相较加息期间已明显下降。

第二轮：2000年5月16日美联储末次加息3个月后，美国10年期国债收益率下降60BP。受加息政策和经济衰退预期影响，短端利率下降幅度小于长端利率，10Y-1Y期限利差在末次加息半个月后出现倒挂。

第三轮：2006年6月29日美联储末次加息3个月后，美国10年期国债收益率下降58BP，10Y-1Y期限利差出现倒挂，最高倒挂48BP。

第四轮：2018年12月19日美联储末次加息3个月后，美国10年期国债收益率下降25BP，10Y-1Y期限利差呈现下降趋势，部分时点出现利差倒挂。

图 19 美债走势 (1995. 2. 1 末次加息)



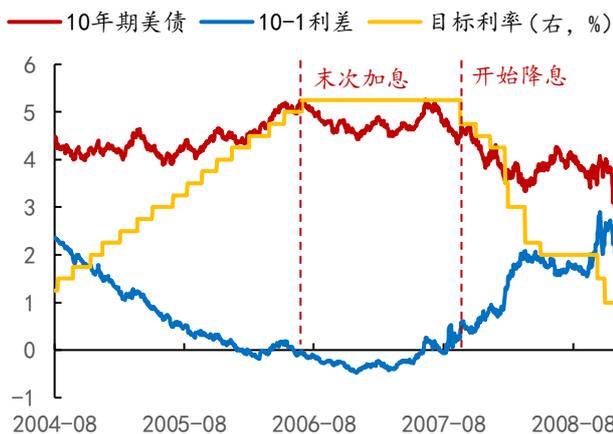
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 20 美债走势 (2000. 5. 16 末次加息)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 21 美债走势 (2006. 6. 29 末次加息)



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 22 美债走势 (2018. 12. 19 末次加息)



资料来源：WIND，华西证券研究所

2.5. 汇率：美元大概率走弱，人民币相应走强

美联储加息结束后，短期内美元指数下降，而人民币相应走强。

第一轮：1995年2月1日美联储末次加息后，美元指数从2月初的88一路下跌到4月初的81，下跌幅度为8%。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

第二轮：2000年5月16日美联储末次加息1个月后，受互联网泡沫破裂影响，美元指数从111下跌到106，下跌4.5%，之后随着经济逐渐复苏，美元开始走强。

第三轮：由于市场并未预期到本次是末次加息，当美联储宣布加息后，美元短期走强，之后随着停止加息成为共识，美元开始走弱，末次加息6个月后，美元指数下跌3.4%。受美元走弱和中国净出口增加影响，人民币同期呈现升值态势。

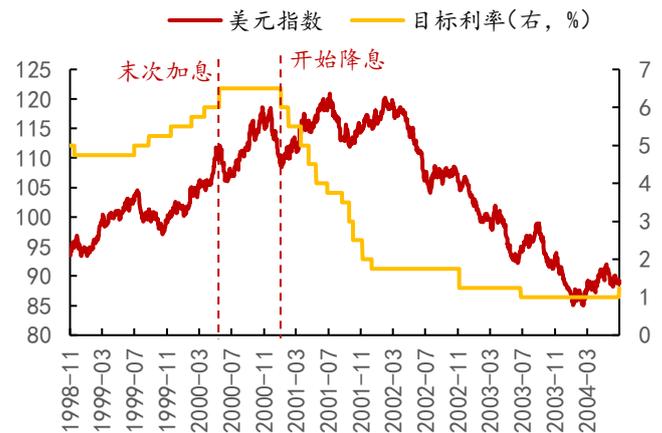
第四轮：2018年12月19日美联储末次加息后，美元指数短期小幅走弱，后平稳波动。人民币短期走强，后受中美贸易摩擦影响，人民币逐渐走弱。

图 23 美元指数走势（1995.2.1 末次加息）



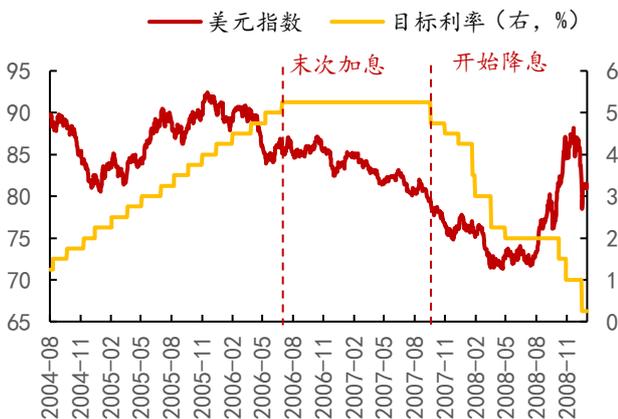
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 24 美元指数走势（2000.5.16 末次加息）



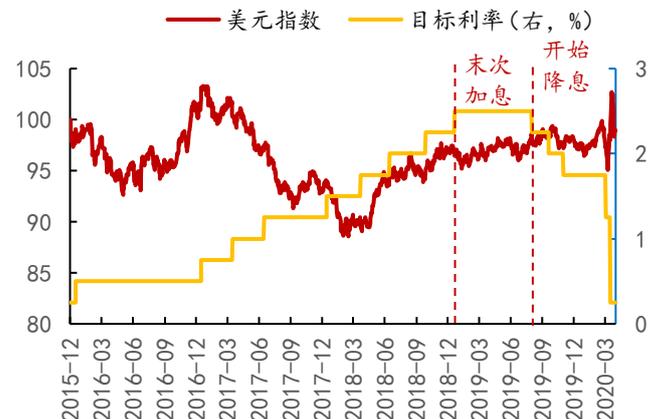
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 25 美元指数走势（2006.6.29 末次加息）



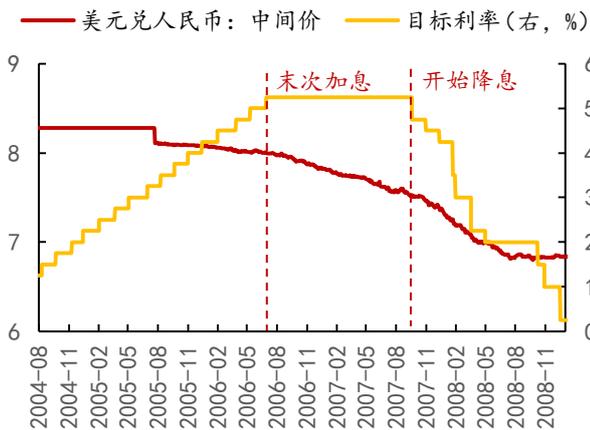
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 26 美元指数走势（2018.12.19 末次加息）



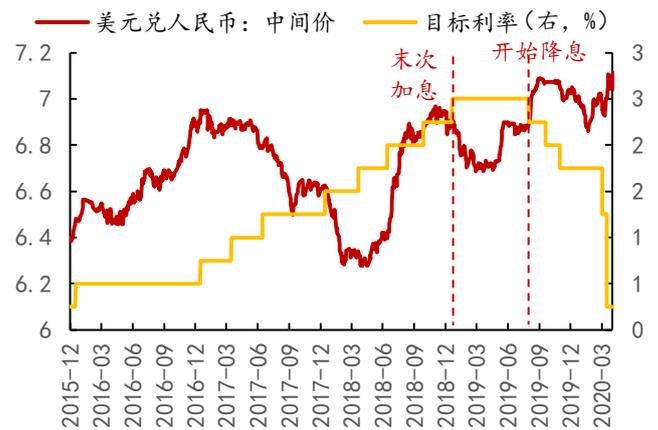
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 27 美元兑人民币走势 (2006. 6. 29 末次加息)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 28 美元兑人民币走势 (2018. 12. 19 末次加息)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

2.6. 黄金: 整体震荡上行, 与美元表现负相关

美联储末次加息后, 受美元走弱影响, 黄金价格整体呈现震荡上升趋势。

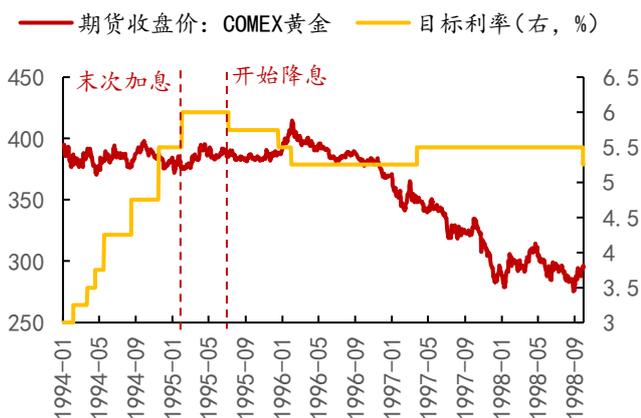
第一轮: 1995 年 2 月 1 日美联储末次加息后, COMEX 黄金价格震荡上行, 3 个月内上涨 3.2%, 且走势与美元指数相反。

第二轮: 2000 年 5 月 16 日美联储末次加息后, 受美元走势影响, COMEX 黄金价格 1 个月内先上行 5.4%, 随后开始下跌。

第三轮: 2006 年 6 月 29 日美联储末次加息后, COMEX 黄金价格 1 个月内上涨 9.3%, 6 个月内上涨 9.8%, 走势与美元指数相反。

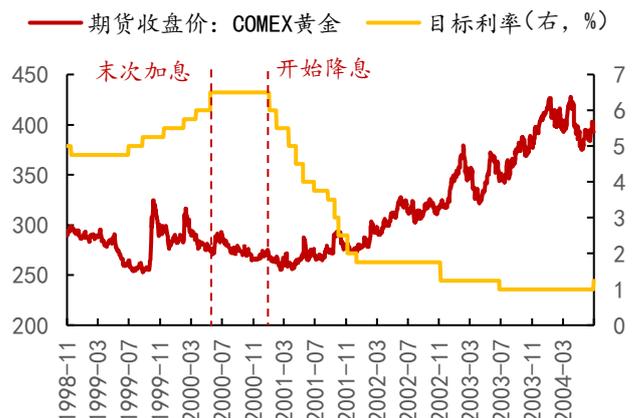
第四轮: 受美元走弱和中美贸易摩擦带来的不确定因素影响, 2018 年 12 月 19 日美联储末次加息后, COMEX 黄金价格呈现上涨趋势。

图 29 黄金走势 (1995. 2. 1 末次加息)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 30 黄金走势 (2000. 5. 16 末次加息)



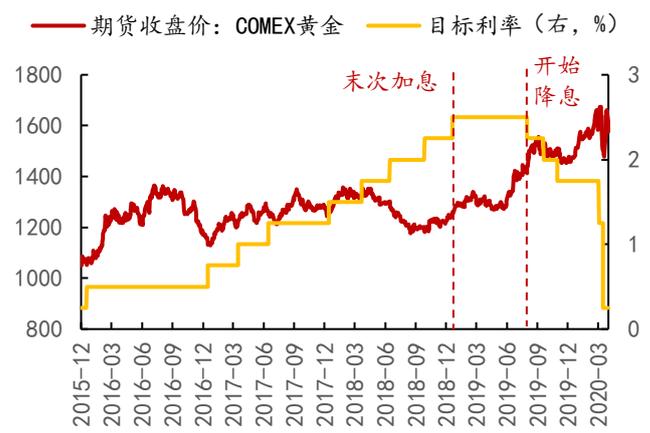
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 31 黄金走势 (2006. 6. 29 末次加息)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 32 黄金走势 (2018. 12. 19 末次加息)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

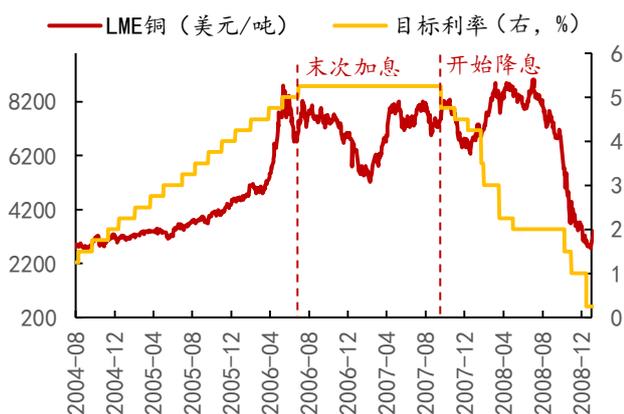
2.7. 大宗商品: 整体表现震荡, 涨跌不一

美联储末次加息后, 不同时期下 LME 铜和布伦特原油价格涨跌不一, 以震荡行情为主。大宗商品价格多受经济形势影响, 经济繁荣时, 企业对大宗商品的需求增加, 大宗商品价格上升; 反之, 价格则下降。

第三轮: 2006 年 6 月 29 日美联储末次加息后, LME 铜 1 个月内上涨 10.8%, 3 个月内上涨 9.2%, 而 6 个月内下跌 9.8%; 布伦特原油 1 个月内上涨 2.8%, 3 个月内下跌 12.5%, 6 个月内下跌 14.8%。

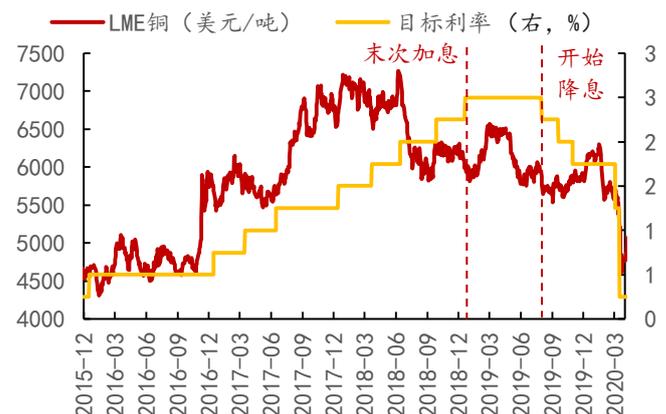
第四轮: 2018 年 12 月 19 日美联储末次加息后, LME 铜 1 个月内上涨 0.68%, 3 个月内上涨 8%, 而 6 个月内下跌 0.7%; 布伦特原油 1 个月内上涨 8.9%, 3 个月内上涨 18.5%, 6 个月内上涨 11.5%。

图 33 LME 铜价走势 (2006. 6. 29 末次加息)



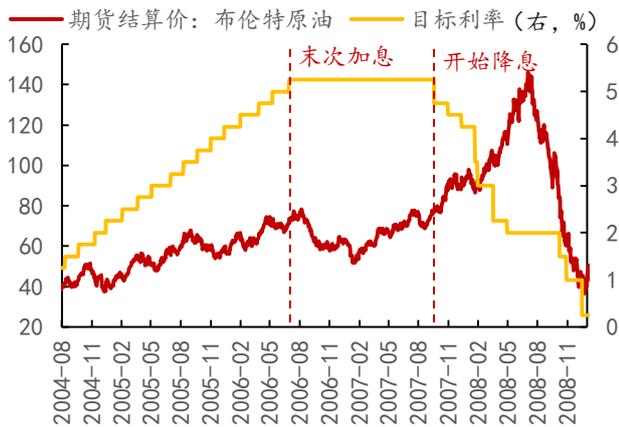
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 34 LME 铜价走势 (2018. 12. 19 末次加息)



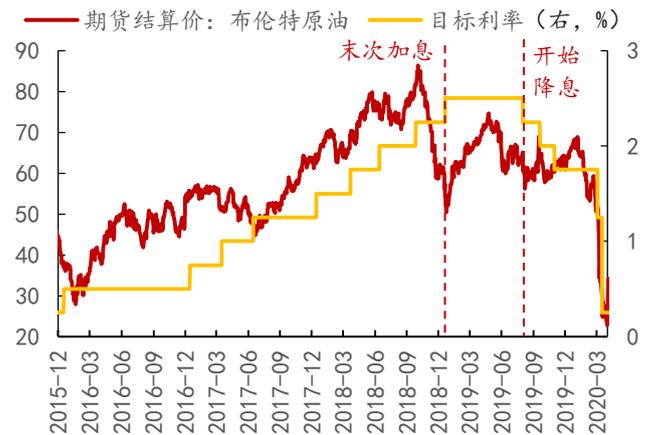
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 35 布伦特原油价格走势（2006.6.29 末次加息）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 36 布伦特原油价格走势（2018.12.19 末次加息）



资料来源：WIND，华西证券研究所

3. 再临加息末期，大类资产将如何表现？

3.1. 7 月或是最后一次加息

7 月 FOMC 会议再度加息 25bp，创下 2001 年以来新高。6 月暂停加息后，美联储于 7 月 27 日的 FOMC 会议再度加息 25bp，这也是自 2022 年 3 月以来的第 11 次加息，累计加息 525bp，为 2001 年以来新高。

会议声明并无明显变化，新闻发布会中性偏鸽。7 月 FOMC 会议声明和 6 月相比并无明显变化，仍然认为经济活动温和扩张、就业增长强劲，失业率保持在较低水平、通货膨胀率仍然居高不下、美国银行体系健全且富有弹性。

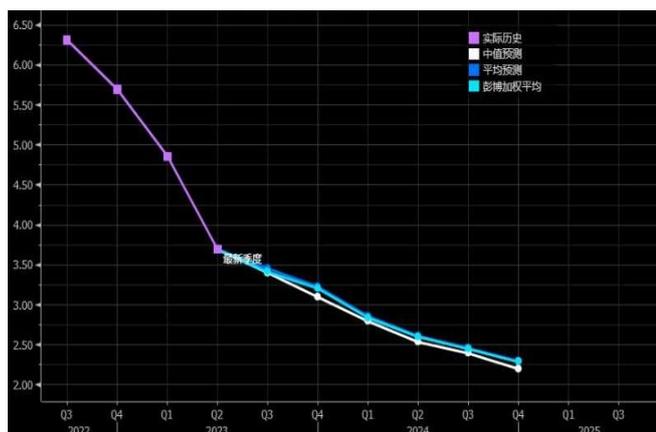
新闻发布会上，鲍威尔提到 6 月的通胀数据比预期的要好，劳动力市场供需平衡迹象越来越明显，对于后续是否加息表示将采取依赖数据的做法，如果数据显示有需要，可能会在 9 月份加息，但也有可能维持利率不变。

美国通胀回落趋势相对明确，再次加息的必要性不强。6 月美国 CPI 同比 3.0%（预期 3.1%，前值 4%），核心 CPI 同比 4.8%（预期 5%，前值 5.3%），CPI 与核心 CPI 继续超预期回落。从构成来看食品与能源同比继续较大幅度回落，核心 CPI 中的二手车同比跌幅扩大带动核心商品下行，房租延续下行趋势，核心服务有所降温。

往后看，虽然基数走弱以及房租的粘性可能会带来通胀读数的短暂小幅回升，但其整体下行的趋势不会改变。彭博预测数据显示，美国 PCE Q4 有望降至 3.2%，2024 年 Q1 降至 2.8% 附近。而失业率则有望在 2023 年 Q4 升至 4.1%，2024 年 Q1 升至 4.4% 附近。当前这种通胀已无明显上升势头、失业率维持低位略有回升态势符合历史上美联储停止加息的条件。

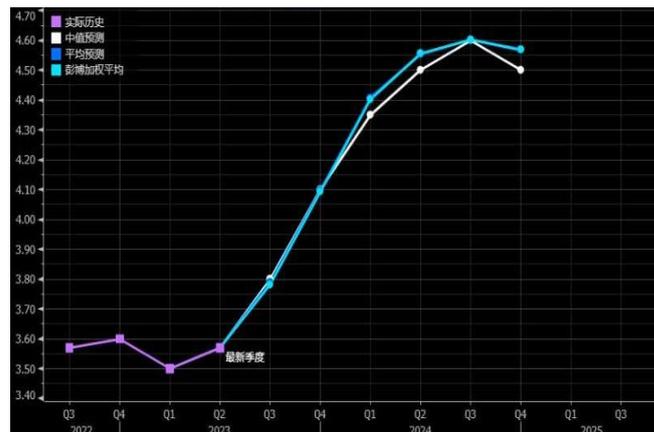
从市场预期来看，今年不再加息的概率较高。目前 CME 联储观察隐含的 9-12 月维持利率不变的概率分别为 79.5%、67.9% 和 63.7%。降息可能要等到明年 Q1，CME 联储观察隐含的 1-3 月降息的概率分别为 21.9% 和 36%。

图 37 美国 PCE 同比将继续回落，年底或回落至 3.2%



资料来源：彭博，华西证券研究所

图 38 美国失业率或将逐步反弹，年底回升至 4.1%



资料来源：彭博，华西证券研究所

图 39 CME 对于美联储加息概率的预测

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	79.5%	20.5%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.9%	29.1%	3.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.3%	63.7%	26.3%	2.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	21.9%	54.1%	20.2%	2.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	10.7%	36.0%	39.2%	12.2%	1.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	8.6%	30.8%	38.5%	17.8%	3.4%	0.2%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.8%	17.4%	33.8%	30.3%	12.1%	2.2%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.8%	13.5%	29.1%	31.3%	17.3%	5.0%	0.7%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.1%	2.2%	11.1%	25.7%	30.8%	20.4%	7.7%	1.7%	0.2%	0.0%
2024/11/6	0.1%	1.6%	8.5%	21.4%	29.3%	23.5%	11.5%	3.4%	0.6%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.1%	6.3%	17.2%	26.7%	25.4%	15.4%	6.1%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，华西证券研究所

3.2. 未来大类资产展望

美股：根据历史经验，美联储末次加息后，由于利率压制缓解，经济韧性仍在，美股或仍有所表现，其中纳指弹性可能更高。

A 股：随着美联储进入加息平台期，A 股主要矛盾转向国内基本面，在国内刺激政策落地生效、经济逐步企稳的驱动下，A 股后续也将整体向好。

港股：港股与美股关联性较强，美联储加息末期港股或与美股联动上涨，恒生科技弹性更高。

美债：根据历史经验，美联储加息末期，美债收益率通常呈现下行趋势，我们预计下半年 10 年期美债收益率或将向 3.5% 靠拢。

美元：受停止加息预期和美国经济放缓预期影响，美元或将走弱。

黄金：美联储加息末期，美国实际利率回落以及美元承压或将助推黄金走强。

大宗商品：美元有所走弱；供需方面，近期 OPEC 减产计划以及中国经济温和修复或将带动原油、铜、铝等大宗价值震荡上行。

4. 风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文数篇。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。