



# 【宏观大类专题】美联储加息终点研究

## 系列一、从历次美联储加息的成因及市场规律看本轮的同与不同

广州期货研究中心  
2022年11月10日



## ■ 主要观点

- **90年代以来，美国共经历四轮完整的加息周期，目前正进入第五轮的后半段阶段。**历次加息的背景存在较大差异，加息路径不一，本轮加息的节奏及力度显著猛于过往。历次加息周期均处通胀上行、失业率下行阶段，并在出现通胀拐点后择机退出。但由于预期管理以及通胀内生反应的滞后性，很难以历史来判断通胀拐点。但近两轮加息终点均高于通胀水平，而目前通胀仍处历史高位，年内4.4%预测值难言终点。
- **美联储历次加息背景不同、力度不同，对美国资本市场的传导及震动效果也不一：**
  - **美国股市：**在经济扩张期加息，不改上行趋势；在经济下行期加息，对美股有较短暂的负面影响，但经历2-6个月的回调后会随着基本面好转而回归长期上涨趋势。而调整的幅度及时间与自身估值风险相关。
  - **美国债市：**短期国债利率在加息周期内持续走高，长端利率对加息预期提前反应，首次加息落地后修正预期，利率有所下行，后重回上行通道，随加息结束后回落。同时，加息引发的经济衰退担忧导致10Y-2Y利率在临近加息终点处出现倒挂。
  - **美元汇率：**预期升温的时候美元整体表现为升值，首次加息落地后美元在短期内承受一定贬值压力，后随着利率走高重回升值通道。
- **从全球权益市场看，**港股走势与美股相关性较大，其他市场出现明显的不同步，一是由于美联储加息对市场的冲击及情绪的外溢主要在短期内快速反应，后回归原有趋势，二是各经济体经济周期、金融周期不同步，股市开放也处于不同阶段。
- **从商品市场看，**加息周期内商品整体呈普涨状态，价格拐点出现在加息周期后期或加息结束后经济增长显著放缓带来的经济下行担忧预期。
- **从债券市场看，**货币政策的不同步导致利率走势不一，而本轮加息出现了新兴经济体率先加息、发达经济体同步加息、加息范围更广的特征，也使全球主要国家利率快速上行。
- **对本轮加息周期的展望：**（1）从时间及节奏看，本轮加息美国面临的内外部困难更加复杂，政策两难局面突出，但美国股、债市场交易的更多为“相对值”及预期，在全球经济面临衰退风险的背景下，美国经济增长韧性较欧洲仍相对强劲，目前市场已提前交易了经济衰退预期，加息退出、刺激政策出台后预计迎来巨大的反弹行情。（2）对于商品而言，基本面供需情况对价格影响更为重要，目前已提前结束通胀行情，处于交易经济衰退带来需求下降的阶段，而行情的再度反转将钝化及滞后于美股、债市场
- 风险提示

美联储货币政策执行力度偏离预期；地缘冲突；经济增长偏离预期



不断超越 更加优秀  
BEYOND EXCELLENCE

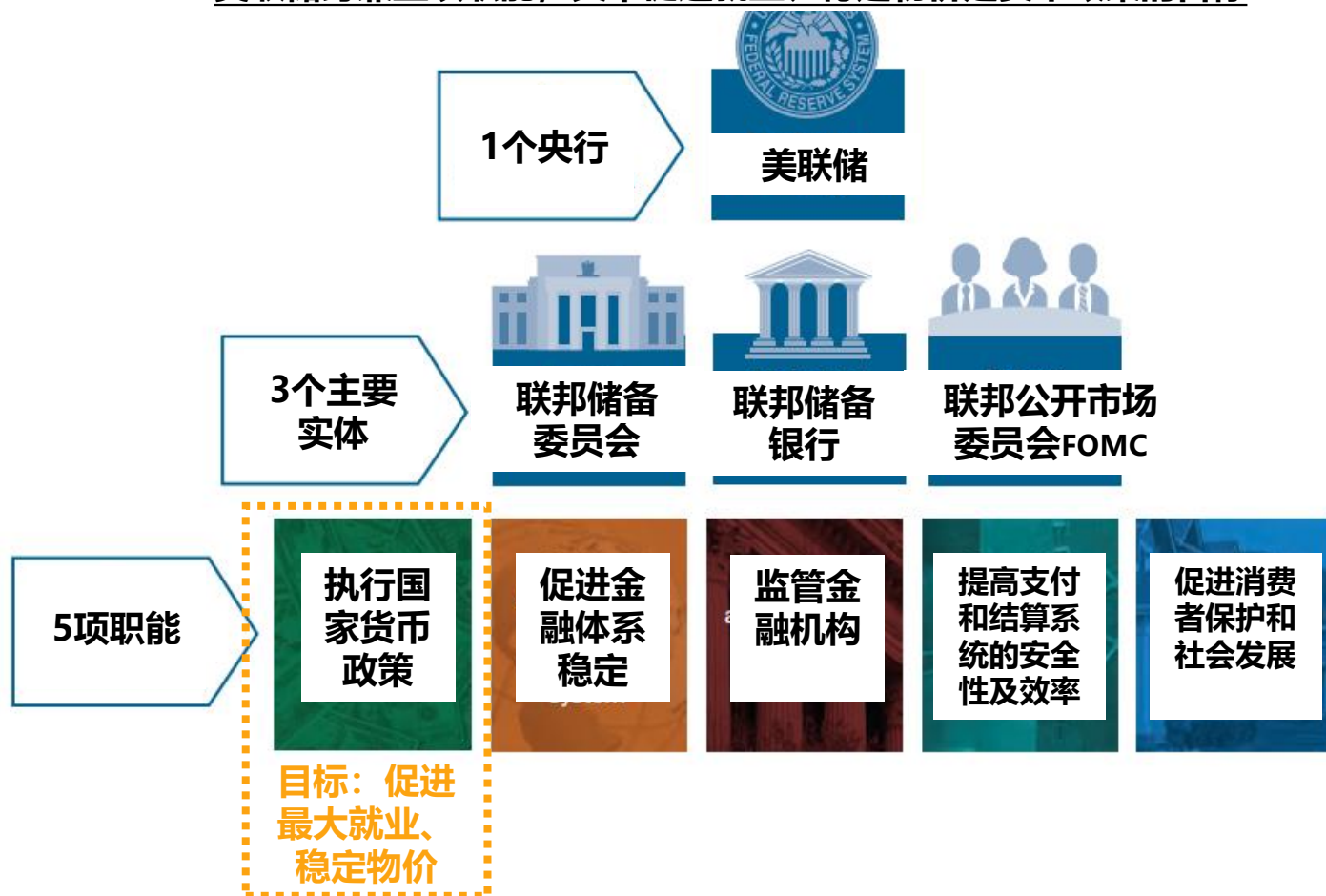


## 第一部分

## 美联储历次加息路径对比

■ 美联储以促进最大就业、稳定物价、促进金融稳定等为政策目标，不同时期重心不同。整体来看，在非金融危机时期，就业及物价目标占据更大权重。

## 美联储身兼五项职能，其中促进就业、稳定物价是货币政策的目标

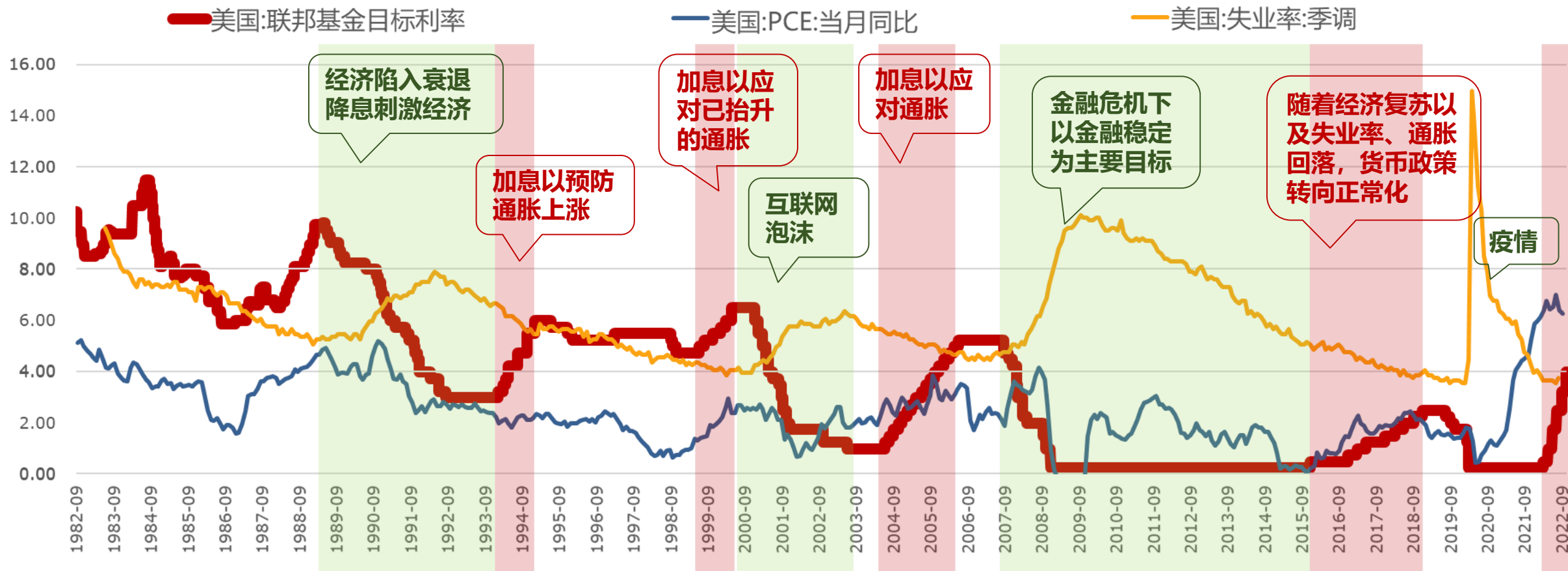


## 美联储政策重心经历了动态调整

- 1913年，美联储成立之初以维持金融稳定为首要目标，在金融危机中为商业银行提供流动性以缓解或避免出现挤兑引发银行危机
- 1977年国会为美联储的货币政策制定了两大目标：就业最大化及稳定价格。1993年，约翰泰勒提出“泰勒规则”，依据通货膨胀缺口和产出缺口来确定联邦基金利率目标值，“泰勒规则”成为美联储货币政策操作的重要依据，并在不断更新迭代
- 2008年，金融危机爆发，稳定金融市场再次成为美联储工作重心
- 2020年，鲍威尔宣布施行“货币政策新框架”，提高了通胀的容忍度，侧重经济修复，将就业放在第一位
- 2022年至今，通胀高企问题迫使美联储重新重视

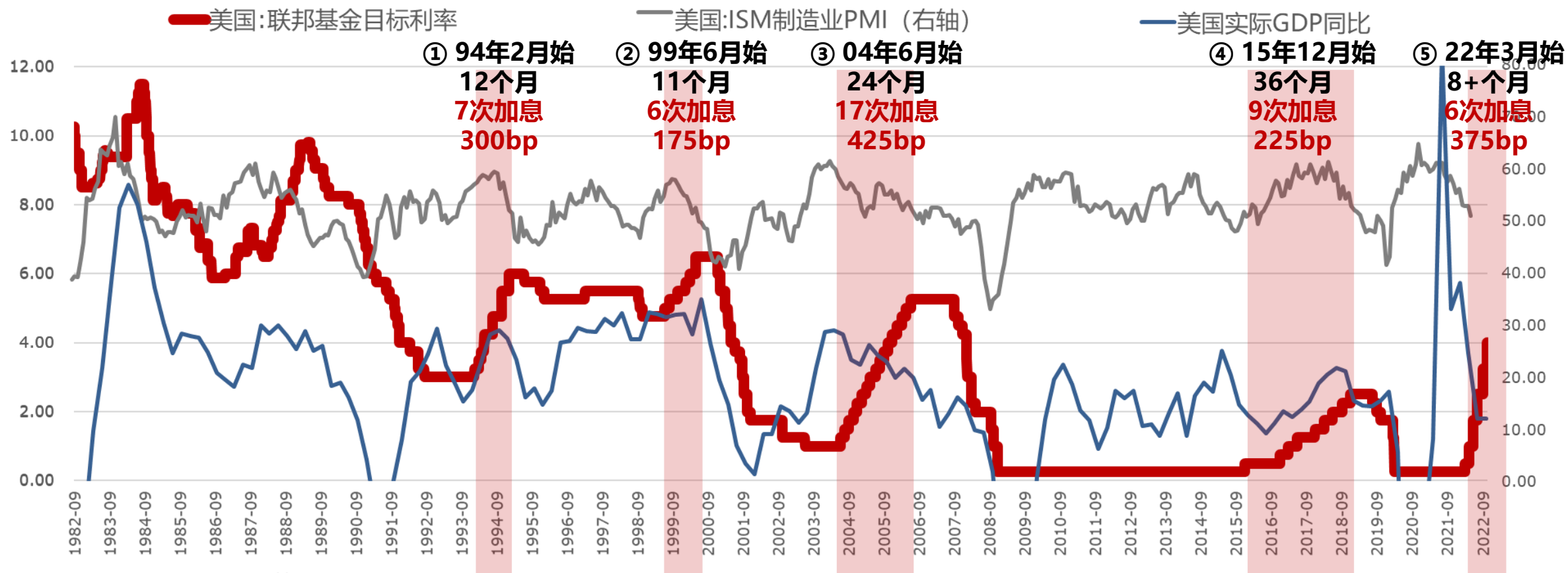
# 美联储通过公开市场操作调整短期利率是货币政策的最常见及传统工具

■ 围绕不同时期的政策目标，美联储通过调高或降低利率来影响通胀的水平，调节经济周期，主要以联邦基金利率为主，短端利率向长端传导



# 美联储已经历四轮完整的典型加息周期，目前步入第五轮的后半程

■ 90年代以来，美国共经历四轮完整的加息周期，目前正进入第五轮的后半段阶段。美联储历次加息的背景存在较大差异，但总体来看主要处于经济扩张期，发挥货币政策的逆周期调控作用



80年代，美联储对政策目标利率调整频繁，即使在1886-1989年的加息周期中也出现了**25次加息及9次降息**

## 美联储历次加息在时长、节奏及力度上有明显差异，本轮最为猛烈

- 美联储历次加息路径不一，前两轮加息节奏较快，利率中枢抬升，第三、四轮节奏较缓，单次加息均为25个bp，利率中枢趋下行，而本轮加息的节奏及力度显著猛于过往，且目前目标利率4%已高于上轮加息终点150个bp，回升至2007年的水平

轮次	周期	时长(月)	起点 (%)	终点	加息幅度(bp)	加息次数	单次加息最大幅度	平均单次加息幅度	平均每月加息幅度
1	1994年2月 -1995年2月	12	3.00	6.00	300	7	75	43	25
2	1999年6月 -2000年5月	11	4.75	6.50	175	6	50	29	16
3	2004年6月 -2006年6月	24	1.00	5.25	425	17	25	25	18
4	2015年12月 -2018年12月	36	0.25	2.50	350	14	25	25	10
5	<b>2022年3月至今</b>	<b>8+</b>	<b>0.25</b>	<b>4+</b>	<b>375</b>	<b>6</b>	<b>75</b>	<b>63</b>	<b>47</b>

# 加息周期多在通胀见顶后择机退出，年内4.4%难言终点

■ 历次加息周期均处通胀上行、失业率下行阶段，并在出现通胀拐点后择机退出。但由于预期管理以及通胀内生反应的滞后性，很难从历史周期的绝对值或变化幅度来判断通胀拐点。近两轮加息终点均高于通胀水平，而目前通胀仍处历史高位，年内4.4%预测值难言终点

轮次	周期	时长(月)	联邦基金目标利率：%		PCE:当月同比：%			失业率：季调：%		
			起点	终点	起点	终点	变化幅度	起点	终点	变化幅度
1	1994年2月 -1995年2月	12	3.00	6.00	2.06	2.27	0.21	6.60	5.40	-1.20
2	1999年6月 -2000年5月	11	4.75	6.50	1.40	2.37	0.97	4.30	4.00	-0.30
3	2004年6月 -2006年6月	24	1.00	5.25	2.89	3.51	0.62	5.60	4.60	-1.00
4	2015年12月 -2018年12月	36	0.25	2.50	0.30	1.88	1.58	5.00	3.90	-1.10
5	<b>2022年3月至今</b>	<b>8+</b>	<b>0.25</b>	<b>4+</b>	6.77	6.24 (2022M9)	<b>-0.53</b>	3.60	3.70 (2022M10)	0.10





不断超越 更加优秀  
BEYOND EXCELLENCE



## 第二部分 加息周期下美国股、债、汇市场表现

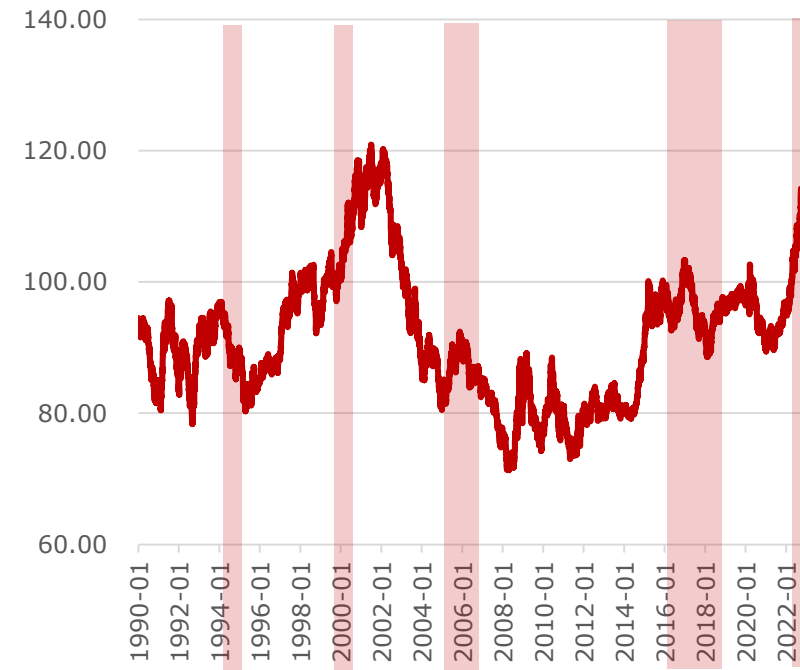
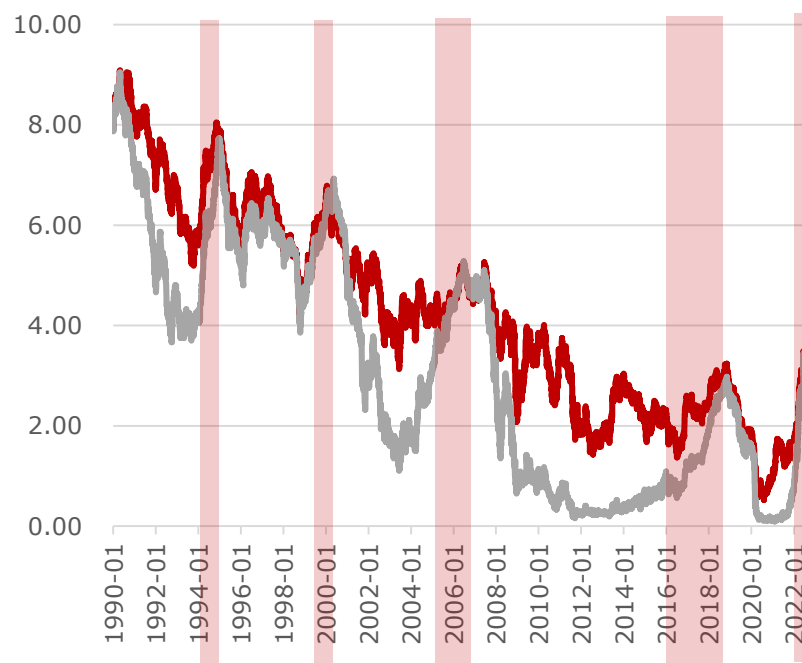
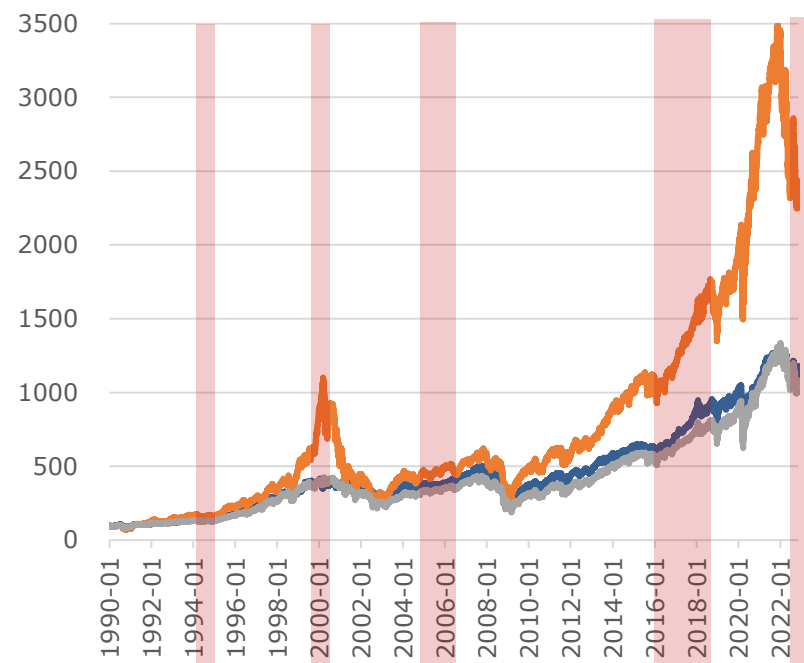
# 美联储历次加息背景不同、力度不同，对资本市场的传导及震动效果也不一

从历次加息周期看，美国股、债、汇市场反应不同，股票市场快速回落反应后根据自身基本面运行，国债收益率抬升且在加息点出现或接近十年期及两年期倒挂，美元指数表现不一

— 道琼斯工业指数  
— 纳斯达克指数  
— 标普500 (以1990/1/2做标准化)

— 美国:国债收益率:10年  
— 美国:国债收益率:2年

— 美元指数

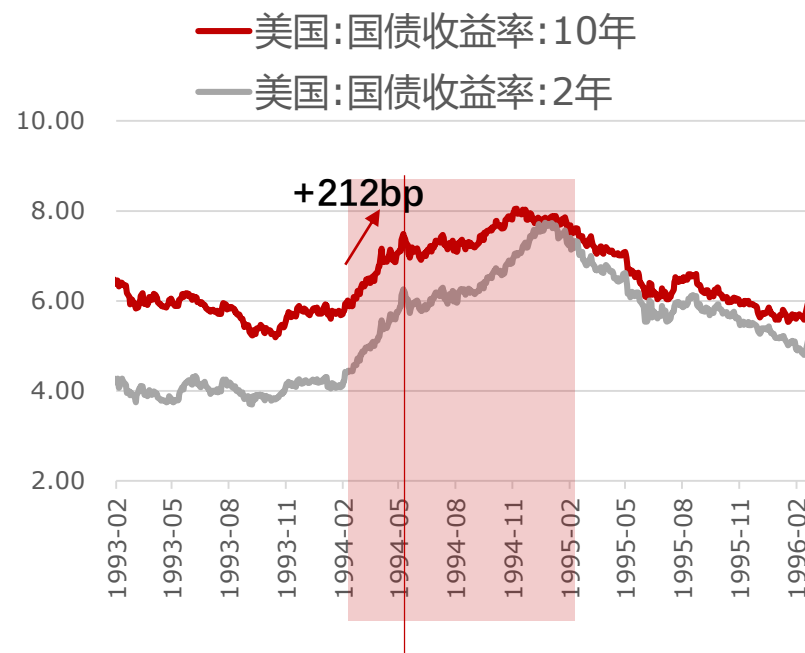
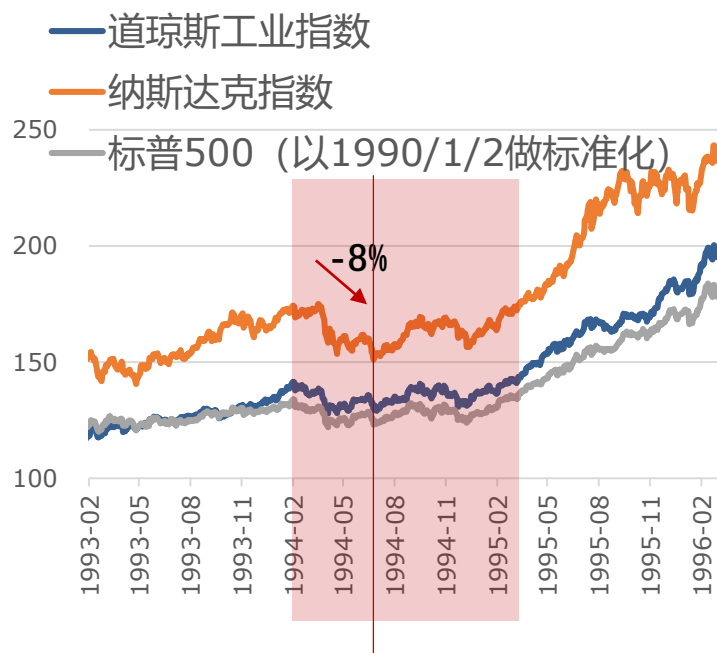


# 第一轮 (1994/2-1995/2) : 经济繁荣期尾部提前加息

■ 股市在半年内跌6-8%后维持震荡，在加息退出后大幅上涨；国债收益率在3个月内上涨超200个bp后走平，10Y-2Y利差显著收窄至最低加息终点前1个月的9bp，在退出加息后收益率显著回落；美元指数震荡下行，连续八个月趋势性下跌累计7%

**加息背景：**90年代初美国经济陷入衰退，美联储快速降息，两年内将基准利率由9%降至3%。此后，经济强劲复苏，失业率也保持在较低的水平。在通胀尚未大幅抬头的背景下，美联储担忧经济过热引发通胀问题，提前加息，在1994年2月宣布首次加息，并在随后12个月内累计共加息7次，累计加息幅度300基点，加息终点低于前高。

**对资本市场的影响：**由于本次加息预见性较低，对资本市场在短期特别是半年内产生了较大波动，而在加息退出时股、债均出现明显的反向行情

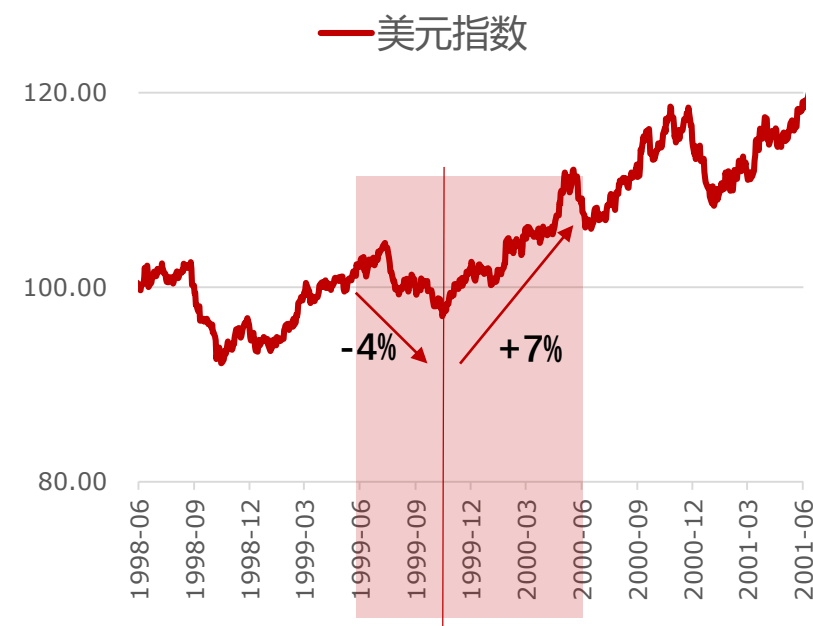
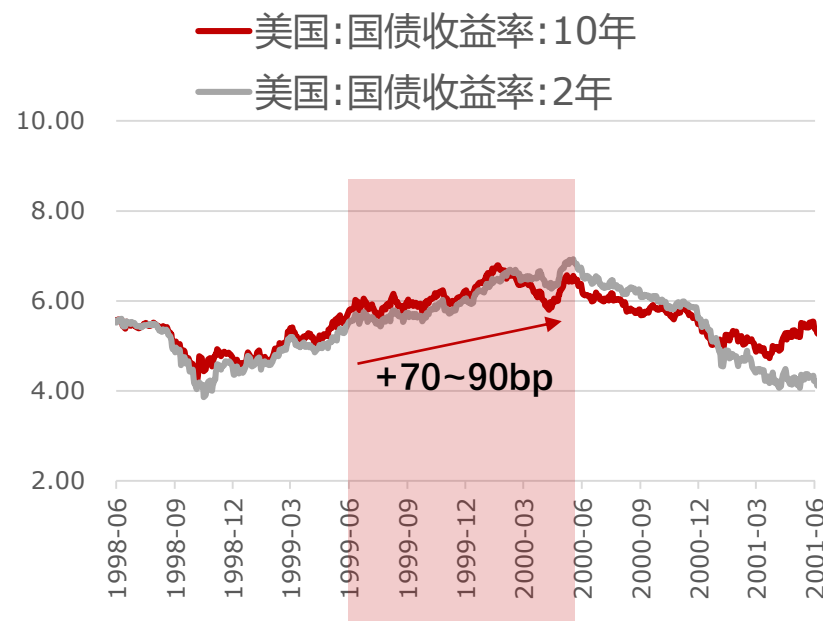
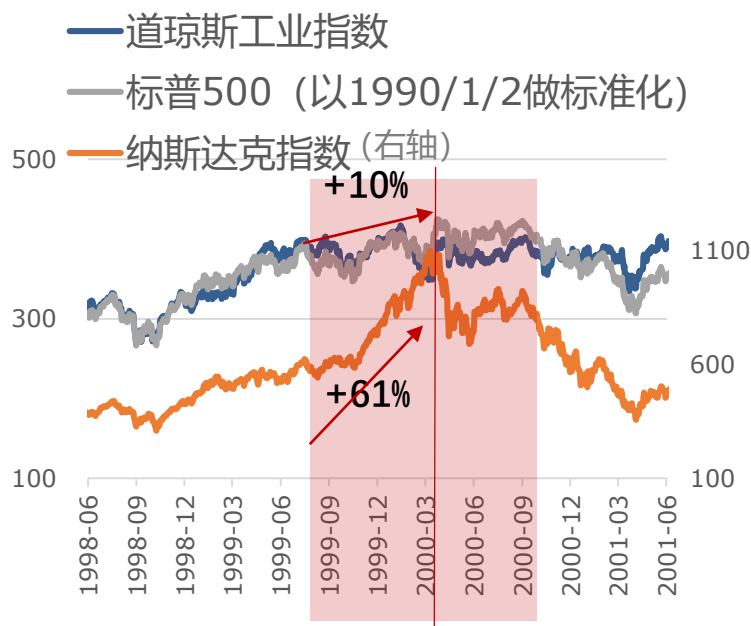


## 第二轮 (1999/6-2000/5) : 经济下行、通胀抬升时加息

- 大量资金涌入互联网it行业，股市无视加息节奏持续上涨且财富效应进一步加剧了通胀，加息退出后互联网泡沫破灭；国债收益率平稳抬升，10Y-2Y利差在加息终点前3个月始出现倒挂；美元指数先跌后上扬

**加息背景：**90年代末，受东南亚金融危机、俄罗斯债务违约等发酵，为维持金融市场稳定，美联储在98年9-11月连续三次降息，累计降幅75bp。随后，经济快速发展，与此同时通胀显著抬升，至1999年6月，美联储开启加息，随后11个月内共加息6次，累计加息175个基点，加息终点高于前高。

**对资本市场的影响：**本次加息动作落后于通胀，节奏及力度均未能快速有效抑制通胀，资本市场走势并未偏离原有趋势。

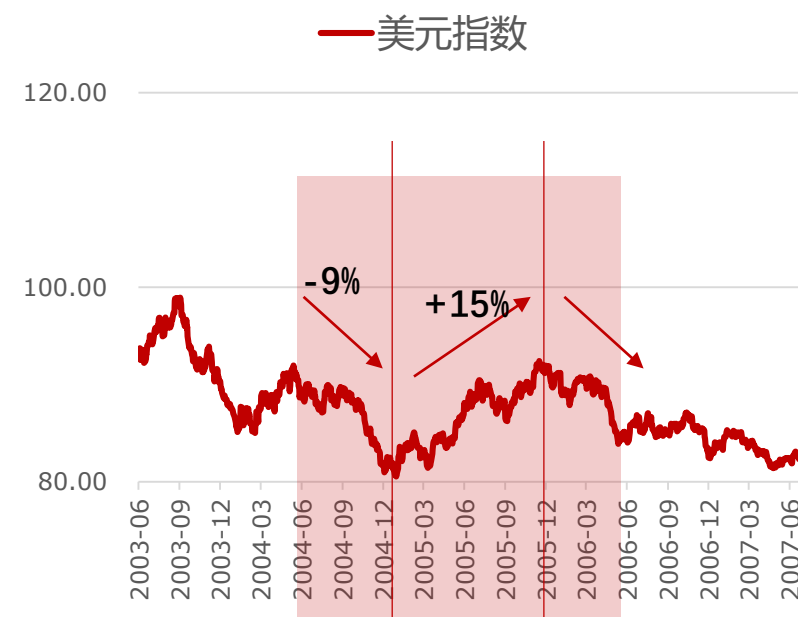
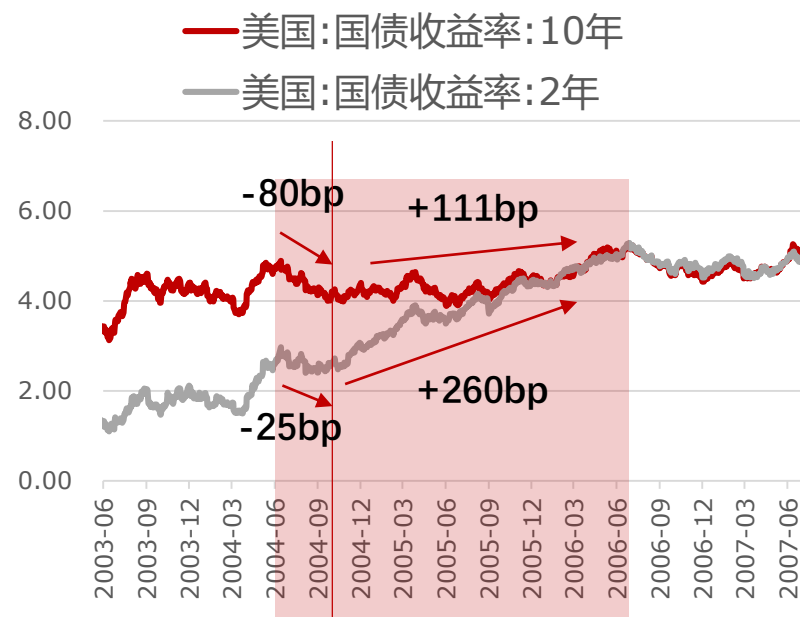
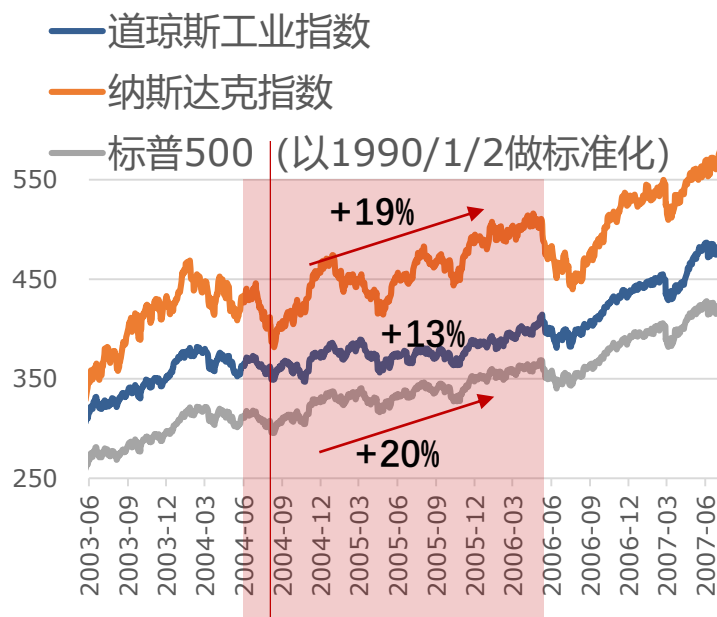


## 第三轮 (2004/6-2006/6) : 经济下行、通胀抬升时加息

- 股市在2个月内触底后实现大幅上涨；国债收益率在3个月内急速回落，随后大幅反弹，2年期利率更为陡峭，在加息终点前半个月内多次短暂的10Y-2Y利率倒挂，在退出加息后收益率维持震荡；美元指数先抑后扬

**加息背景：**随着互联网泡沫破灭，美国经济增速放缓，美联储在2001-2003年期间13次降息并将基准利率维持在1%的低水平。低利率背景下，借贷资金涌入房地产市场，推动房价上涨、通胀抬头。为应对房地产泡沫及通胀问题，2004年6月美联储开启加息，随后的24个月内累计加息17次，累计加息425基点，加息终点低于前高

**对资本市场的影响：**此轮加息未能快速扭转通胀势头，首次加息3个月内出现股熊债牛的快速调整，后资本市场走势回归原有趋势。

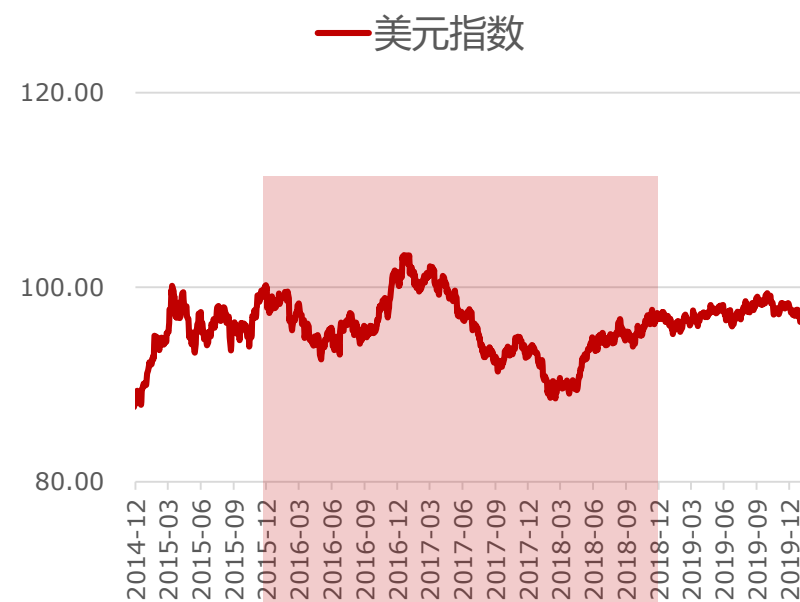
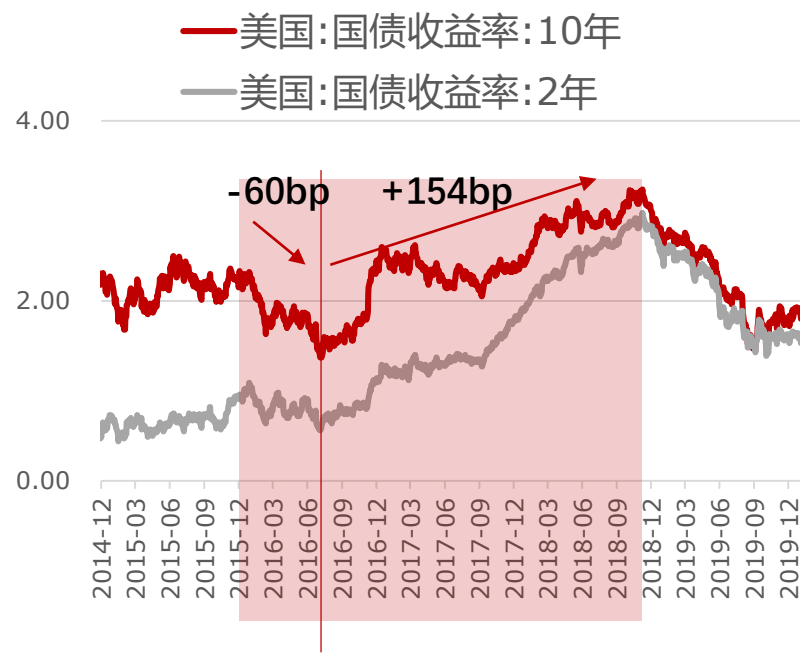
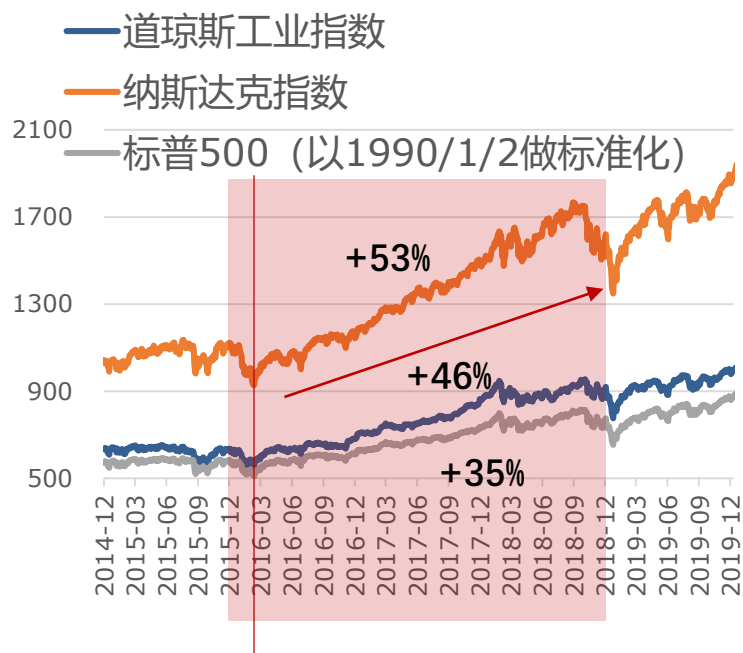


# 第四轮 (2015/12-2018/12) : 低增长、低通胀时加息, 货币政策转向正常化

■ 股市短暂调整后大幅上扬; 国债收益率回调6个月后重回上升通道, 在退出加息后收益率显著回落; 美元指数维持宽幅震荡

**加息背景:** 自2008年金融危机后美国启动三轮量化宽松, 连续10次降息。经济复苏呈现出“低增长、低通胀”新特征。在2015年12月美联储货币政策转向正常化, 开启加息, 而在2016年上半年经济复苏不确定性加大背景下, 加息进程暂缓, 至2016年底通胀抬升后重启加息。本轮加息36个月内累计加息10次, 累计加息225基点, 加息终点低于前高。

**对资本市场的影响:** 首次加息3个月内出现股熊债牛的快速调整, 后资本市场走势回归原有趋势



- 历史规律看，资本市场历经短暂调整及预期落地修正后重回原有趋势。本轮加息节奏、幅度大于以往，资本市场反应亦更为急剧

## 本轮（2022/3至今）市场表现

**美国股市：**在经济扩张期加息，一般不改美股上行趋势；在经济下行期加息，对美股有较短暂的负面影响，但经历2-6个月的回调后会随着基本面好转而回归长期上涨趋势。而调整的幅度及时间与自身估值风险相关。

2022/3-2022/9 道琼斯工业指数：-18%  
2022/3-2022/11 纳斯达克指数：-25%  
2022/3-2022/9 标普500：-21%

**美国债市：**短期国债利率在加息周期内持续走高，长端利率对加息预期提前反应，首次加息落地后修正预期，利率有所下行，后重回上行通道，随加息结束后回落。同时，加息引发的经济衰退担忧导致10Y-2Y利率在临近加息终点处出现倒挂。

10Y: +235bp  
2Y: +349bp

**美元汇率：**预期升温的时候美元整体表现为升值，首次加息落地后美元在短期内承受一定贬值压力，后随着利率走高重回升值通道。

+13.56%



不断超越 更加优秀  
BEYOND EXCELLENCE

## 第三部分

## 美联储加息周期下全球大类资产表现



## 从权益市场看，美联储加息周期全球股票市场走势不趋同

- 美联储加息主要通过汇率、利差、资本流动、投资情绪等渠道影响海外权益市场。总体而言，港股走势与美股相关性较大，其他市场出现明显的不同步，一是由于美联储加息对市场的冲击及情绪的外溢主要在短期内快速反应，后回归原有趋势，二是各经济体经济周期、金融周期不同步，股市开放也处于不同阶段

指标		1994年-1995年 加息周期	1999年-2000年 加息周期	2004年-2006年 加息周期	2015年-2018年 加息周期
股票 (区间涨跌幅)	道琼斯工业指数	4.67%	-4.09%	6.85%	33.87%
	标普500	4.33%	3.49%	11.34%	22.65%
	纳斯达克指数	0.16%	26.61%	6.07%	32.51%
	英国富时100指数			-18.46%	-116.39%
	德国DAX	0.30%	32.19%	40.23%	-1.71%
	香港恒生指数	-20.01%	8.73%	32.41%	17.94%
	日经225	-14.72%	-6.83%	30.75%	5.15%
	上证综合指数	-28.76%	12.14%	19.52%	-29.53%

## 从商品市场看，加息周期内商品整体呈普涨状态

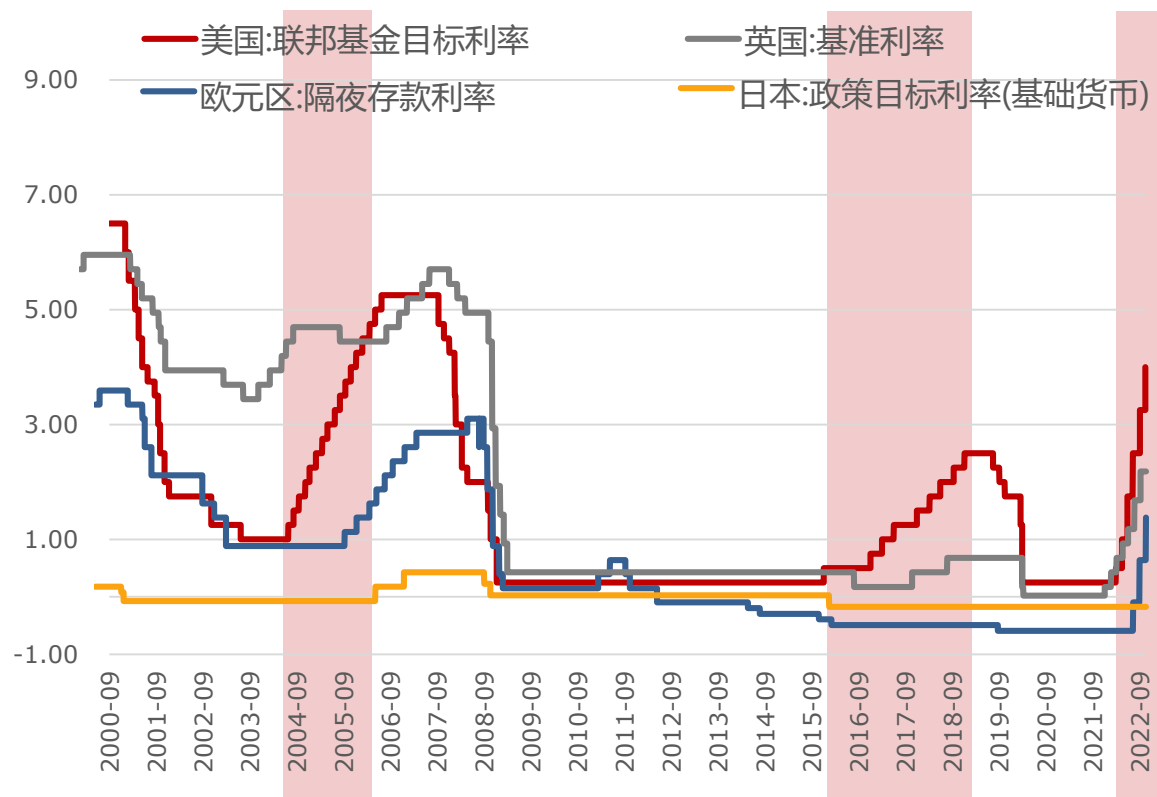
- 加息周期伴随着通胀升温，商品整体呈普涨态势，价格拐点出现在加息周期后期或加息结束后经济增长显著放缓带来的经济下行担忧预期。原油价格均成上涨趋势，除了受美元汇率影响外，供需关系是主因。黄金亦大部分周期内实现大幅上涨，说明商品及避险属性在加息周期中强于美元计价的货币属性

指标		1987年-1989年 加息周期	1994年-1995年 加息周期	1999年-2000年 加息周期	2004年-2006年 加息周期	2015年-2018年 加息周期
汇率 (区间涨跌幅)	美元	3.12%	-9.12%	5.59%	-4.08%	-2.65%
	日元			12.05%	-5.43%	9.64%
	欧元			-9.53%	4.88%	5.41%
	英镑			-5.03%	1.99%	-13.57%
商品 (区间涨跌幅)	NYMEX WTI原油		27.69%	50.39%	99.54%	23.58%
	COMEX黄金	-10.32%	-1.10%	3.07%	56.27%	20.95%
	CRB商品价格指数		14.68%	29.81%	31.91%	0.00%

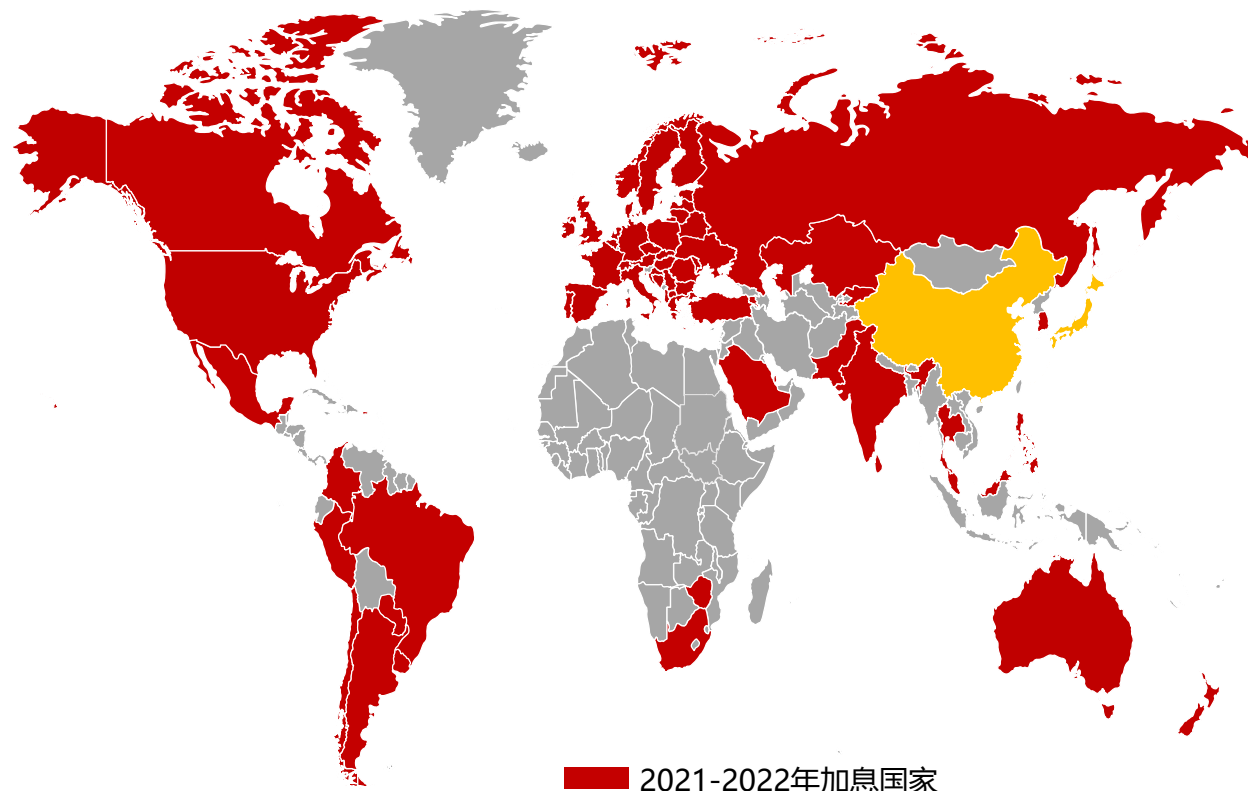
## 从债券市场看，货币政策的不同步导致利率走势不一

- 历史上发达及新兴国家货币政策操作时点往往滞后于美国，且时长、频率不一，导致全球主要经济体在加息周期中亦出现明显的不同步，而本轮加息出现了新兴经济体率先加息、发达经济体同步加息、加息范围更广的特征，也使全球主要国家利率快速上行

本轮加息主要经济体央行首次出现高度同步



2021年以来主要经济体中仅中国和日本维持宽松货币政策





不断超越 更加优秀  
BEYOND EXCELLENCE

## 第四部分

本轮加息背景的同与不同及展望

## 相同：

- 在货币政策前期宽松、通胀压力加大等背景下开启
- 美国股市正在经历回调；美债收益率快速攀升，10Y-2Y一度倒挂；

## 不同：

- 美联储节奏更快、力度更大，全球同步加息的范围更广
- 通胀风险高于以往，且面临地缘冲突、能源危机、疫情等掣肘

## 对大类资产影响的展望

- 从时间及节奏看，本轮加息美国面临的内外部困难更加复杂，政策两难局面突出，但美国股、债市场交易的更多为“相对值”及预期，在全球经济面临衰退风险的背景下，美国经济增长韧性较欧洲仍相对强劲，目前市场已提前交易了经济衰退预期，加息退出、刺激政策出台后预计迎来巨大的反弹行情
- 对于商品而言，基本面供需情况对价格影响更为重要，目前已提前结束通胀行情，处于交易经济衰退带来需求下降的阶段，而行情的再度反转将钝化及滞后于美股、债市场

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本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，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

# 广州期货主要业务单元联系方式



<b>上海分公司</b> 联系电话: 021- 68905325 办公地址: 上海市浦东新区向城路69号1幢12层(电梯楼层15层)03室	<b>杭州城星路营业部</b> 联系电话: 0571-89809624 办公地址: 浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	<b>苏州营业部</b> 联系电话: 0512-69883586 办公地址: 中国(江苏)自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	<b>上海陆家嘴营业部</b> 联系电话: 021-50568018 办公地址: 中国(上海)自由贸易试验区东方路899号1201- 1202室
<b>广东金融高新区分公司</b> 联系电话: 0757-88772666 办公地址: 广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	<b>深圳营业部</b> 联系电话: 0755-83533302 办公地址: 广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场(南区)A座704A、705	<b>佛山分公司</b> 联系电话: 0757-88772888 办公地址: 佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	<b>东莞营业部</b> 联系电话: 0769-22900598 办公地址: 广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
<b>广州营业部</b> 联系电话: 020-31953184 办公地址: 广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	<b>清远营业部</b> 联系电话: 0763-3808515 办公地址: 广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	<b>肇庆营业部</b> 联系电话: 0758-2270761 办公地址: 广东省肇庆市端州区星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	<b>华南分公司</b> 联系电话: 020-61887585 办公地址: 广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
<b>北京分公司</b> 联系电话: 010-63360528 办公地址: 北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	<b>湖北分公司</b> 联系电话: 027-59219121 办公地址: 湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	<b>山东分公司</b> 联系电话: 0531-85181099 办公地址: 山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	<b>郑州营业部</b> 联系电话: 0371-86533821 办公地址: 河南自贸试验区郑州片区(郑东)普惠路80号1号楼2单元23层2301号
<b>青岛分公司</b> 联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	<b>四川分公司</b> 联系电话: 028-83279757 办公地址: 四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	<b>机构业务部</b> 联系电话: 020-22836158 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	<b>机构事业一部</b> 联系电话: 020-22836155 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
<b>机构事业二部</b> 联系电话: 020-22836182 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	<b>机构事业三部</b> 联系电话: 020-22836185 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	<b>广期资本管理(上海)有限公司</b> 联系电话: 021-50390265 办公地址: 上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室	



不断超越 更加优秀  
BEYOND EXCELLENCE

**谢谢聆听!**

