

银行业点评

美联储若加息，美国银行股怎么走？——六轮加息周期复盘

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 银行

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 田维韦 021-60875161
证券分析师： 王剑 021-60875165

tianweiwei@guosen.com.cn
wangjian@guosen.com.cn

执证编码：S0980520030002
执证编码：S0980518070002

核心观点：

复盘 1990 年以来美联储六轮加息周期中银行股表现，可以看到加息对银行股并非单向利好或利空，首次加息后短期回调的概率虽然较高，但中期表现核心要看“基本面强不强+加息路径与曲线形态+风险偏好”三个因子。一是基本面是核心，基本面强劲时加息伴随信贷扩张与净息差走阔，银行股震荡上行（1997 年、2004~2006 年、2016~2018 年），基本面预期承压则易形成基本面与估值双杀；二是加息路径与曲线形态会影响冲击时长和幅度。预防式收紧，预期充分且“渐进可测”的加息冲击有限，但经济过热下的晚周期限制性加息（1999~2000 年、2022~2023 年）银行股往往提前走弱；三是风险偏好会影响弹性，甚至出现股价与基本面背离的情况。科网泡沫时期的资金分流，2023 年硅谷银行事件均直接冲击估值。

当前美联储加息预期升温，我们认为核心是美联储需维持政策独立性以稳定通胀预期与美债市场，宏观上，若油价可控，则持续加息概率较低。目前虽然还没有实现 2% 的通胀目标，但核心指标处在下行态势中；同时，消费者信心指数已低于次贷危机时期水平，2026 年二季度家庭债务增速降至 2.1%，显示内需与信用扩张动能趋弱。因此，我们判断后续更可能是高利率维持更久而非重启连续加息。结合六轮经验，本轮银行股核心变量仍要看基本面与利率曲线形态。目前贷款扩张已受到压制、零售不良可控但仍在暴露中，经济整体更接近“晚周期”特征。不过我们也指出美联储连续加息的概率较低，整体仍处在降息周期中，因此优质银行仍有估值提升的空间。

1990 年以来美联储加息周期回顾

按经济周期阶段与政策意图差异，1990 年以来美联储加息主要有四类性质：预防性收紧、政策正常化、晚周期限制性加息和强力反通胀。

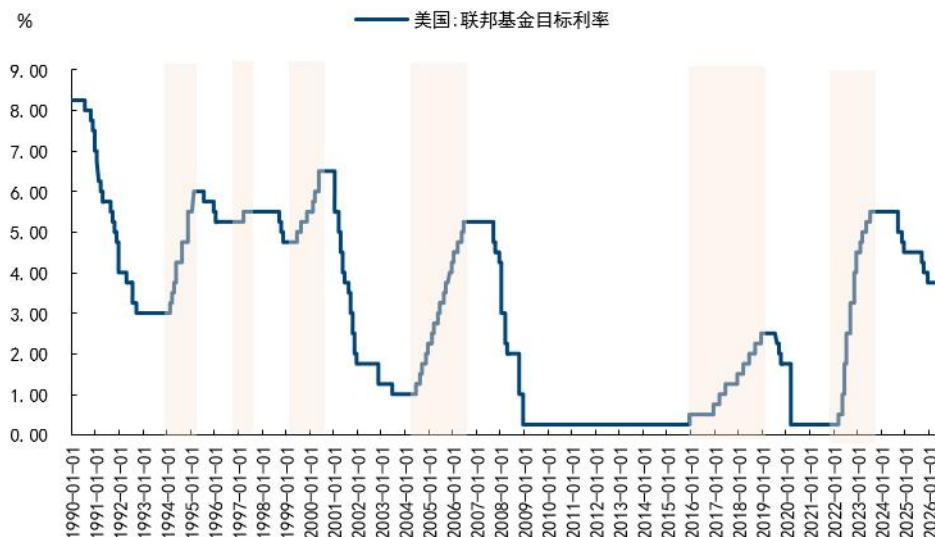
- ✓ 1994~1995 年：预防性加息。GDP 增速升至 4% 以上，核心 PCE 约 2.2%—2.3%，通胀尚未失控。美联储将利率由 3% 升至 6%，提前收紧防止复苏过热。
- ✓ 1997 年 3 月：预防性加息。经济增速超过 4%，核心通胀约 2%，美联储加息预防经济过热，但亚洲危机金融爆发后，美联储于 1998 年 9 月转向降息。
- ✓ 1999~2000 年：晚周期限制性加息。科技投资、资产价格和总需求快速扩张，核心通胀上行，美联储将利率升至 6.5%，兼顾抑制需求过热和资产泡沫。
- ✓ 2004~2006 年：初期属于政策正常化，中后期属于晚周期限制性加息。经济复苏、房地产和信贷扩张，美联储先退出危机后的极度宽松，后逐步转向限制性政策。
- ✓ 2015~2018 年：政策正常化。经济从衰退中温和复苏，通胀偏低、就业改善，美联储渐进退出零利率与 QE，回到中性立场。
- ✓ 2022~2023 年：强力反通胀。核心 CPI 最高接近 7%，核心 PCE 约 5%—6%，通胀远超目标。美联储快速大幅加息锚定通胀预期，是典型的强力反通胀周期。

表1: 1990 年以来的美联储加息周期

加息周期	联邦目标利率	加息幅度	数据背景	主要性质
1994. 2~1995. 2	3. 00%~6. 00%	300bps	GDP 增速升至 4%以上, 核心 PCE 约 2. 2%~2. 3%, 通胀尚未失控。	预防性加息, 经济强劲复苏, 美联储联储提前防止过热。
1997. 3	5. 25%~5. 50%	25bps	GDP 增速超 4%, 核心 CPI 和核心 PCE 大致在 2%左右, 通胀整体稳定。	经济偏强但通胀稳定, 亚洲金融危机爆发后, 美联储 1998 年 9 月转入降息。
1999. 6~2000. 5	4. 75%~6. 50%	175bps	GDP 增长约 5%, 科技投资和资产价格旺盛, 核心通胀上行。加息周期核心 PCE 控制在 2. 0%以内。	限制性加息, 抑制需求过热及资产泡沫, 防范通胀上行。
2004. 6~2006. 6	1. 00%~5. 25%	400bps	经济增长约 3%~4%, 核心 PCE 大体在 2. 0%~2. 5%, 地产与信贷扩张较快。	房宽松退出并转向限制性, 预防房地产和信贷过热。
2015. 12~2018. 12	0. 25%~2. 50%	225bps	核心 PCE 约 1. 5%~2%, GDP 增长约 2%~3%, 就业持续改善	核心目标是结束零利率和量化宽松, 整体属于渐进式正常化。
2022. 3~2023. 7	0. 25%~5. 50%	525bps	核心 CPI 一度接近 6%~7%, 核心 PCE 约 5%~6%, 供给强力反通胀加息: 快速大幅收紧, 压低需求冲击叠加需求过热, 通胀远超目标。	并稳定通胀预期。

资料来源: WIND, 美联储, 国信证券经济研究所整理

图1: 美联储联邦基金目标利率



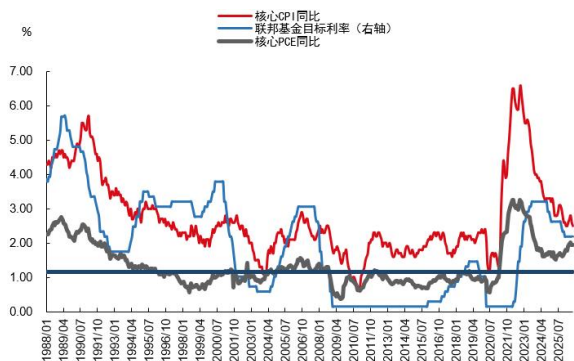
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

美联储若加息，加息路径如何？

基准情形下，美联储持续加息概率仍然较低，不过若后续美伊冲突推动油价持续处于高位，能源价格向核心通胀传导，多次加息概率将明显上升。目前加息的阶段预期正在升温，我们认为其核心并非经济过热，而是美联储需要通过维持政策独立性来稳定通胀预期与美债市场。当前美债风险上升、油价走高，叠加核心通胀仍高于 2% 目标，均限制了美联储宽松的空间。不过，从经济基本面看，美联储并不具备持续加息的基础，（1）核心通胀虽然高于 2% 的目标但总体已经处于下行通道；（2）失业率仍高于 4%，且居民部门已显现压力。尽管 GDP 增长保持强劲，但 K 形分化加剧，消费者信心已低于次贷危机时期水平，2026 年二季度家庭债务增速更大幅降至 2.1% 的低位，显示内需与信用扩张动能趋弱。

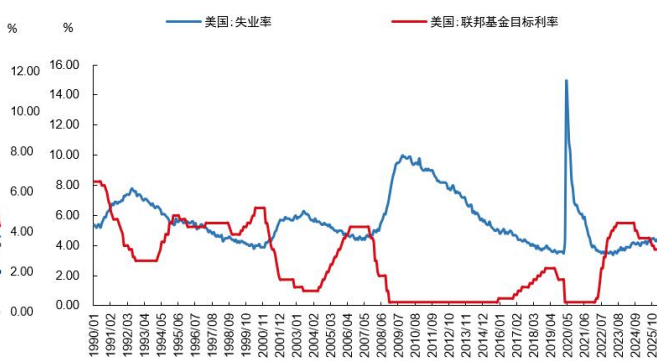
因此，我们判断后续货币政策更可能表现为“高利率维持更久”，而非重启连续加息，油价与通胀演变仍是决定政策路径的关键变量。

图2: 美国核心 CPI 和 PCE 指标下行态势中



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。

图3: 美国 2026 年 8 月失业率 4.1%



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4: 美国消费者信心指数



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。

图5: 美国家庭债务同比增速



资料来源：纽联储，国信证券经济研究所整理

美联储加息后美国银行股表现复盘

复盘 1990 年以来美联储六轮加息周期下美国银行股表现，可以看到加息对银行股并非单向利好或利空，判断其中期表现核心看“基本面强不强+加息路径与曲线形态+风险偏好”几个因子。从历史胜率看，基本面向好与曲线陡峭同时具备的组合胜率最高（2004~2006 年、2016~2018 年为银行股表现最佳窗口），“曲线平坦+基本面弱”的组合胜率最低（2022~2023 年），股价往往出现明显回落。具体而言，

其一，基本面是核心。基本面强劲时加息往往伴随信贷扩张与净息差走阔，银行股震荡上行，如 1997 年、2004~2006 年、2016~2018 年；基本面承压时，加息容易触发资产质量担忧与估值收缩的双重压力。但 1994~1995 年经济同样强劲（GDP 增速超 4%），却因后段长端利率大幅冲高，加息全周期中银行股未能普遍录得正收益。

其二，加息路径与曲线形态共同会影响冲击时长和幅度。预防式收紧，市场预期充分、“渐进可测”的加息（2004~2006 年有前瞻指引）冲击有限；预期不足节奏激进的加息（1999~2000、2022~2023 年）冲击明显放大。

其三，风险偏好会影响估值弹性，甚至出现股价与基本面背离的情况。1999—2000 年初科网泡沫吸走增量资金，银行等传统价值股遭遇结构性分流；次贷危机与 2023 年硅谷银行事件则直接冲击银行股估值，

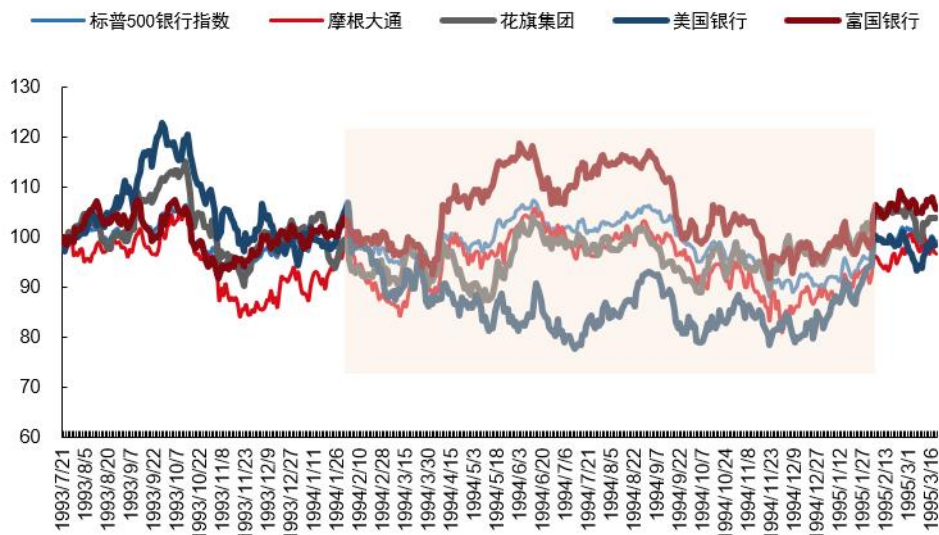
且对中小银行的冲击显著大于大型银行。

● **1994.2.4~1995.2.1 加息周期：初次加息后银行股股价有所回落。**

1994 年 2 月 4 日美联储正式启动本轮加息周期，标普 500 银行指数与美国四大行股价随之下跌，跌势一直延续至 1995 年 3 月 10 日，标普 500 银行指数、摩根大通、花旗集团、美国银行和富国银行股价区间累计降幅为 6.2%、14.7%、5.3%、15.5% 和 5.5%。不过，1994 年 3 月 22 日和 4 月 18 日美联储分别启动第二、第三次加息后，美国大行股价表现趋于平稳，反而自 3 月低点震荡修复，银行股对加息逐步脱敏。

从整个加息周期看，标普 500 银行指数累计下降 5.2%、摩根大通下降 8.1%、花旗集团上涨 6.7%、美国银行下降 10.3%、富国银行下降 4.0%。拖累全周期收益的主要是后半程，1994 年 9~12 月，紧缩累积效应显现、长端利率快速冲高，银行股价明显回落，回吐前期大部分涨幅。直至 1995 年，随着长端利率见顶回落、本轮加息渐进尾声，银行股才重新转入上行通道。美国银行全周期表现都较弱，主要是因为 1994 年收购 Continental Insurance 带来整合压力。

图6：1994~1995 年银行指数和美国四大行资本市场表现



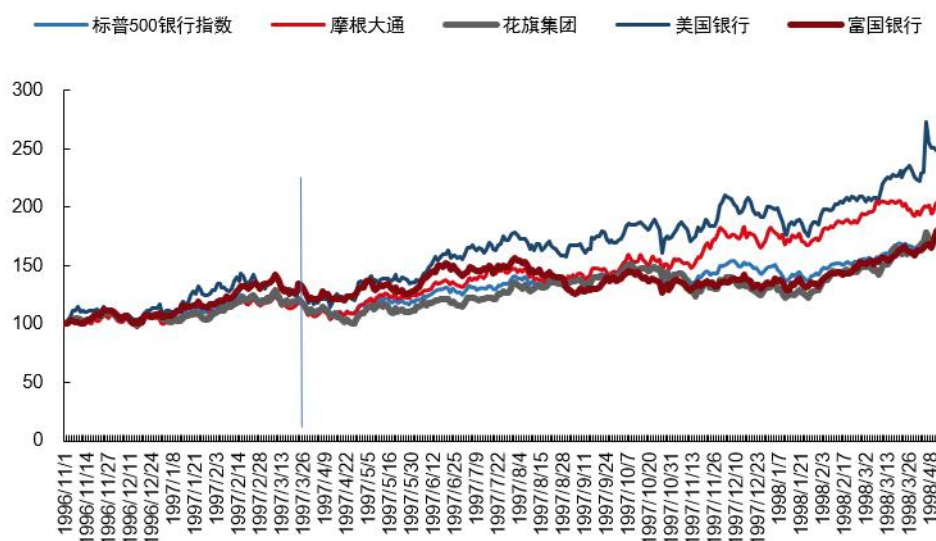
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理。注：以 1993 年 7 月 21 日为基数，股价按照 100 标准化。

● **1997.3.25 加息：银行股价短期回调，不改上行趋势**

1997 年 3 月 25 日美联储正式加息 25bps，标普 500 银行指数和美国四大行股价随之下跌，下跌趋势差不多延续到了 1997 年 4 月 11 日，标普 500 银行指数、摩根大通、花旗集团、美国银行和富国银行股价累计降幅为 10.8%、11.4%、10.7%、13.7% 和 9.0%。本次回调的直接触发因素主要是加息预期反复，长端利率大幅冲高；叠加同期亚洲已现金融风险苗头，风险偏好受到压制。

但此次回调持续时间不足一个月，随着长端利率于 1994 年 4 月 11 日见顶回落，银行股随即重回上行趋势。主要是本轮加息周期中美国经济增长偏强（GDP 增速超 4%），银行基本面强劲，美联储加息未改变银行股价上行态势。

图7：1997~1998 年银行指数和美国四大行资本市场表现

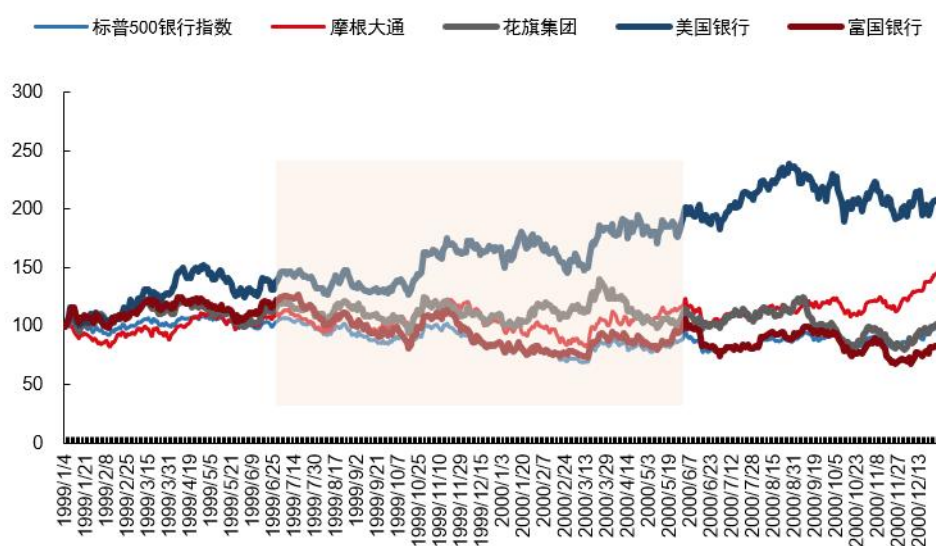


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理。注：以 1996 年 11 月 1 日为基数，股价按照 100 标准化。

● 1999. 6. 30~2000. 5. 16 加息周期：银行股表现不佳，核心是资金大规模从传统价值股流向科技股

1999 年 6 月 30 日美联储正式加息，标普 500 银行指数和美国四大行股价延续了一周小幅上涨态势，此后进入下跌趋势。1999-2000 年阶段美国银行股整体表现不佳，主要是该阶段互联网吸引大量资金流向科技股，银行等传统价值股受到资金分流。另外，本轮加息已经属于经济晚周期的限制性加息，市场对远期经济回落担忧带来银行基本面下行定价。这是六轮加息中银行股表现最弱的一轮，不过并非当期盈利恶化所致，而是资金再配置的结果，直至 2000 年 3 月科网泡沫见顶破裂，银行股才出现阶段性修复。

图8：1999~2000 年银行指数和美国四大行资本市场表现



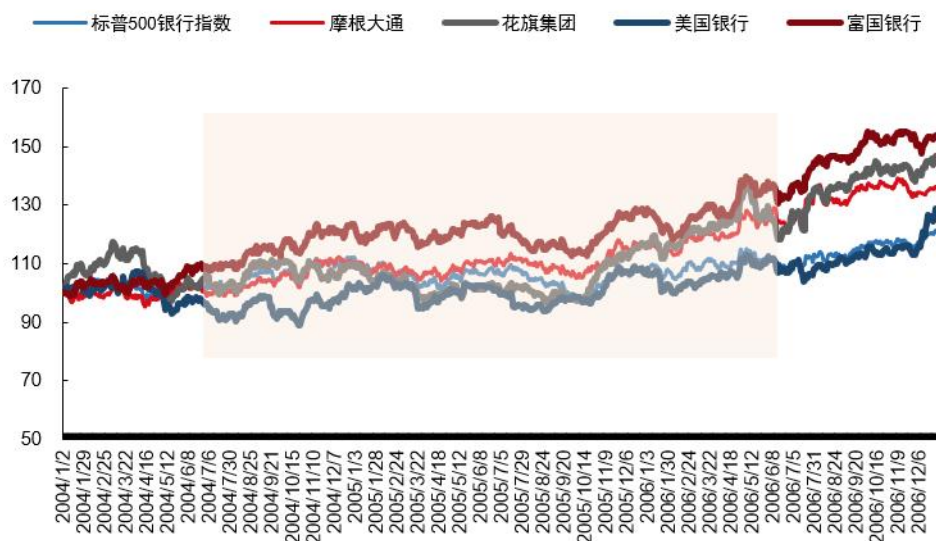
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理。注：以 1999 年 1 月 4 日为基数，股价按照 100 标准化。

● 2004. 6. 30~2006. 6. 29 加息周期：初次加息后股价震荡，加息未改上行趋势

2004 年 6 月 30 日美联储正式加息，标普 500 银行指数和美国四大行股价平稳，震荡小幅上行。2004 年 8 月 10 号美联储第二次加息，银行股价延续上行态势，美联储加息并未改变标普 500 银行指数及美国四大行股价的上行趋势趋势。整个加息周期标普 500 银行指数与四大行股价持续震荡上行，直至 2007 年 8 月次贷危机爆发后才见顶回落。

本阶段是六轮加息中银行股表现最佳的窗口之一，核心驱动在于：一是美联储此前已通过前瞻指引明确“渐进可测”的加息路，市场预期充分，政策未形成意外冲击；二是加息初期实际利率仍处于低位，货币环境总体宽松，美国经济增长、就业与企业投资保持较强韧性，银行基本面强劲；三是利率曲线保持陡峭，银行净息差持续走阔，对盈利形成正向贡献。

图9：2004~2006 年美国四大行资本市场表现

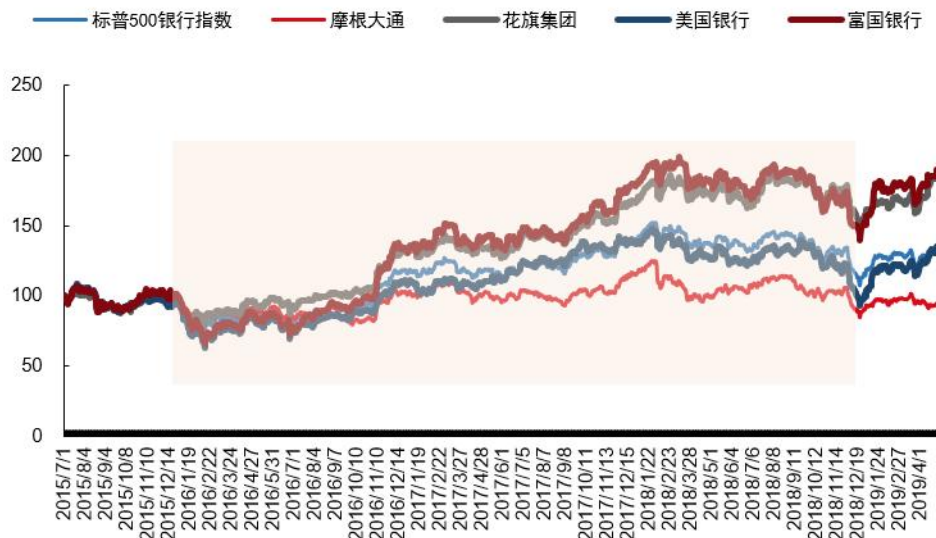


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理。注：以 2004 年 1 月 2 日为基数，股价按照 100 标准化。

● 2015. 12. 17~2018. 12. 20 加息周期：初次加息后股价回落，但 2016 年二季度后开启上行态势

美联储加息前，油价暴跌及新兴市场动荡等因素，标普 500 银行指数与美国四大行股价已进入下行趋势。2015 年 12 月 17 日美联储首次加息后，释放连续加息信号，银行股跌幅进一步扩大，下跌趋势一直延续至 2016 年 2 月 11 日，标普 500 银行指数和美国四大行自首次加息后分别下降了约 24.3%、18.0%、19.4%、33.7% 和 35.5%。因此，首次加息后银行股加速下跌本质是外部冲击与政策节奏担忧共振，加息更多是放大因素。2016 年二季度，随着油价企稳、美国大选后财政刺激、减税和金融监管放松预期发酵等，美国银行股进入持续上涨周期，期间美联储多次加息也并未影响上涨趋势。一直到 2018 年下半年，随着紧缩累积效应显现，以及贸易摩擦和全球增长放缓，银行股才出现明显回落。

图10: 2015-2018 年美国四大行资本市场表现

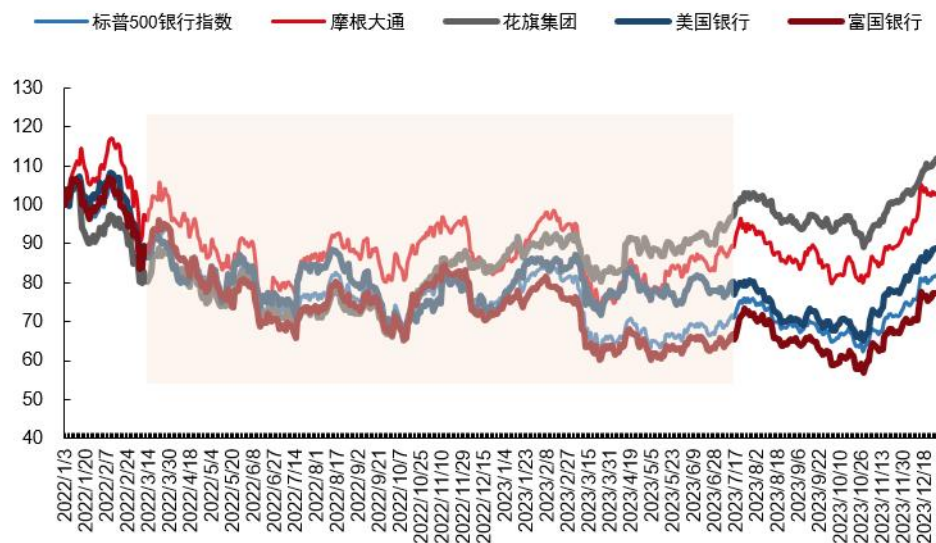


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注: 以 2015 年 7 月 1 日为基数, 股价按照 100 标准化。

● 2022. 3. 17~2023. 7. 27 加息周期: 银行股价表现偏弱

2022 年 3 月 16 日美联储首次加息前, 银行股已因加息预期升温、长端利率上行及收益率曲线趋平而转弱, 首次加息后银行股加速下跌。另外, 2023 年 3 月硅谷银行等机构挤兑进一步暴露资产负债期限错配, 引发银行业信任危机, 区域银行跌幅尤为显著, 大型银行亦受拖累。2023 年下半年, 随着加息接近尾声、通胀回落及降息预期升温, 长端利率回落, 银行股逐步反弹。本轮美国银行股表现明显较弱, 核心在于此次加息是应对高通胀的快速紧缩, 而非经济复苏下的渐进式政策正常化, 叠加利率倒挂引发的金融体系风险, 银行基本面与估值双杀。

图11: 2004-2006 年美国四大行资本市场表现



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。注: 以 2022 年 1 月 3 日为基数, 股价按照 100 标准化。

核心结论

复盘 1990 年以来美联储六轮加息周期中银行股表现，可以看到加息对银行股并非单向利好或利空，首次加息后短期回调的概率虽然较高，但中期表现核心要看“基本面强不强+加息路径与曲线形态+风险偏好”三个因子。一是基本面是核心，基本面强劲时加息伴随信贷扩张与净息差走阔，银行股震荡上行（1997 年、2004~2006 年、2016~2018 年），基本面预期承压则易形成基本面与估值双杀；二是加息路径与曲线形态会影响冲击时长和幅度。预防式收紧，预期充分且“渐进可测”的加息冲击有限，但经济过热下的晚周期限制性加息（1999~2000 年、2022~2023 年）银行股往往提前走弱；三是风险偏好会影响弹性，甚至出现股价与基本面背离的情况。科网泡沫时期的资金分流，2023 年硅谷银行事件均直接冲击估值。

当前市场加息预期升温，我们认为核心是美联储需维持政策独立性以稳定通胀预期与美债市场，宏观上，若油价可控，则持续加息概率较低。目前虽然还没有实现 2% 的通胀目标，但核心指标处在下行态势中；同时，消费者信心指数已低于次贷危机时期水平，2026 年二季度家庭债务增速降至 2.1%，显示内需与信用扩张动能趋弱。因此，我们判断后续更可能是高利率维持更久而非重启连续加息。结合六轮经验，本轮银行股核心变量仍要看基本面与利率曲线形态。目前贷款扩张已受到压制、零售不良可控但仍在暴露中，经济整体更接近“晚周期”特征。不过我们也指出美联储连续加息的概率较低，整体仍处在降息周期中，因此优质银行仍有估值提升的空间。

风险提示

稳增长不及预期，银行资产质量下行压力增大。银行是强监管行业，若后续发布的政策不利于短期银行基本面，则会对银行短期估值带来冲击。国际政治动荡，海外不确定加大，需要警惕海外局势变化对风险偏好的影响。

相关研究报告：

《银行理财 2026 年 9 月月报-存款搬家缓和，理财买基行为变化》——2026-09-05
《银行业点评-信用卡不良暴露与出清周期——美国经验借鉴》——2026-09-04
《银行分析框架》——2026-09-04
《净息差企稳，资产质量承压——银行业 2026 年中报综述》——2026-08-31
《核心仍是净息差企稳-2026 年二季度监管数据点评》——2026-08-17

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032