策略周评 20261115

13 轮美联储加息的历史规律与 A 股启示

2026 年 11 月 15 日

证券分析师 陈刚
执业证书：S0600523040001
cheng@dwzq.com.cn
证券分析师 蒋珺逸
执业证书：S0600525040004
jiangjy@dwzq.com.cn

相关研究
《美股“投降式”下跌，未来如何走？——美股周观点》
2026-11-10
《港股大涨后，怎么看？——港股周观点》
2026-11-10

9 月美联储加息落地后，“终点在哪里”成为资产定价的核心问题。过去几年，A 股每一次风格与指数级别的拐点，背后几乎都有美债利率的影子：2022-23 年 525bp “暴力加息”对应红利风格的两年占优，2024 年 9 月降息与 924 政策共振点燃全面牛市，2025 年弱美元叠加 AI 产业趋势催生科技成长行情，而今年下半年以来科技硬件的调整，又与 10 年期美债利率站上 4.5%、海外 AI 叙事逆风在时间上高度同步。本轮加息周期中，A 股将如何演绎？为此，我们回到历史本身：复盘 1960 年以来 14 轮加息周期，梳理美国经济、企业盈利与权益市场的历史表现，结合本轮加息的特殊性，推演未来 A 股的可能演绎路径。

■ 1960 年以来的美联储加息周期，能够带来哪些规律启示？

1960 年以来，美联储共经历 14 轮加息周期，剔除仅加息一次的 1997 年后，按政策性质可分为两类：“预防式”7 轮——通胀尚在低位或仅现苗头、增长动能强劲，央行主动前置收紧、锁定预期；“抗通胀式”6 轮——通胀已经失控、政策明显落后于曲线，被迫追赶式紧缩。本轮通胀抬升源于地缘供给冲击，增长叙事仍然强劲，性质上更接近预防式。**沿着这一历史分类，我们总结了五条规律启示。**

第一，**预防式加息的基准情形是软着陆，这在历史上得到了反复验证。**7 轮预防式加息周期中，美国经济均未在加息期间陷入衰退，仅 1999-2000 年、2004-2006 年两轮周期在末次加息后 10-18 个月出现衰退，前者由于互联网泡沫的破裂，后者则源于房地产市场调整引发的次贷危机与信用收缩。

映射到本轮，美国经济暂时看不到衰退信号：非农就业仍具韧性，经济活动尚未出现系统性走弱。基准假设下，本轮加息更可能带来全球资产估值与风格的再定价，而非衰退交易，**对 A 股基本面的直观冲击相对有限。**

第二，**从企业盈利来看，加息对盈利的负面影响存在滞后性，盈利动能通常在加息周期后段才逐步见顶。**历史上，预防式加息期间标普 500 盈利（本段盈利均指经通胀调整后的 TTM 每股收益，即实际 EPS）均实现正增长：1963-1965 年盈利同比大体维持 10%左右，1983-1984 年强复苏中期累计增长约 23%，1994-1995 年增长约 39%，2015-2018 年约 42%。从节奏上看，预防式加息周期中，盈利同比的顶点平均出现在加息进程约 72%的位置，明显晚于抗通胀式加息周期的约 38%。

对于本轮而言，市场核心关切仍在科技盈利及 A 股配套产业链，我们认为短期内不宜对产业景气本身过度悲观。一是基于历史经验，预防式加息初期企业盈利往往仍具备韧性，利率上行并不意味着盈利立即调转向下。**二是**当前市场预期北美云厂 Capex 增速可能在 2026Q4 前后见顶，但 AI 能力提升与新场景拓展呈非线性；对 CSP 而言，抢抓 AI 浪潮具有生存战略意义，较难因短期加息或市场质疑自发降速，资本开支节奏最终仍由产业供需决定，尚难得出“明年即走弱”的结论。**三是**从业绩兑现来看，即便资本开支增速逐步放缓，前期资本开支形成的订单积压、项目交付与收入确认，以及推理需求扩张、存储供需偏紧等因素，仍可能支撑上游硬件业绩释放。**因此，未来一段时间 AI 硬件产业链盈利支撑仍存。**

第三，**流动性的紧缩几乎必然体现在资产的分母端，即估值消化难以避免。**从经验来看，加息周期往往伴随美元资产吸引力提升和全球流动性的重新配置，而即便是美股，也难以抵御利率上行带来的估值压力。1960 年以来的 13 轮加息周期中，有 10 轮标普 500 出现估值下行：预防式加息周期 7 轮中 6 轮 PE（TTM）下行，跌幅中位数 17.2%；抗通胀式加息周期 6 轮中 4 轮 PE（TTM）下行，跌幅中位数 7.7%，其中 1973-1974 年加息周期受滞胀冲击影响，PE

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（TTM）最大回撤达到 40.5%。少数估值不降反升的周期，如 1980-1981 年和 2022-2023 年， PE（TTM）分别上涨 5.7%和 10.4%，主要与同期盈利收缩、估值被动抬升有关。

映射到本轮 A 股，我们认为，海外流动性收紧带来的估值压力同样较难完全免疫。这意味着，**盈利兑现不足而估值已处相对高位的方向，或面临更明显的估值消化压力**；在估值扩张受限的环境下，后续超额收益更可能取决于分子端盈利的兑现。

第四，**从资产表现来看，盈利支撑下美股节奏多为“先消化、后修复”，亚太市场的高 beta 属性更多体现为波动放大，而非趋势性承压，多数加息周期中权益资产仍有正收益或阶段性修复机会。**

美股方面，首次加息后 1/3/6 个月，标普 500 累计回报的中位数在预防式加息背景下为-0.8%/-1.3%/+8.3%，前 3 个月小幅消化、第 6 个月修复转正；抗通胀式加息背景下为+1.4%/-2.4%/-2.1%，弱势集中在 3-6 个月窗口。拉长至完整周期，两类加息情境下累计收益的差距不大，区别主要在于过程与尾部风险：抗通胀式加息周期中，曾出现两轮超两成深跌（1973-74 年区间-24.9%、2022-23 年途中最大回撤-22.8%），均对应通胀失控下的激进紧缩。

亚太方面，加息周期中同样存在阶段性修复机会，市场表现也并非完全跟随美股，还受到本土经济周期和政策环境等因素影响。例如，2004-2006 年美联储连续加息期间，日本经济逐步走出调整，日经 225 在 2005 年上涨超 40%，表现显著强于同期美股。整体来看，日经在完整的预防式/抗通胀式加息周期中累计涨跌幅中位数分别为+13.0%/+29.6%，恒指为+15.9%/+20.9%。但高 beta 属性也意味着下行阶段波动更大，恒指在 1973-1974 年加息周期中最大回撤达 81.9%，显著高于同期标普 500 的 24.9%。

9 月以来的加息周期中，沪指、恒指和日经指数至今均跑输标普 500，体现出海外流动性收紧环境下亚太市场更高的波动弹性。但这并不意味着后续修复必然滞后于美股。往后看，亚太修复时点，海外看美联储政策预期，本土看基本面、盈利与政策的共振。

第五，**时间维度上，从首次加息到 10Y 美债利率见顶的拐点**，历史上 13 轮加息周期中仅 1999-2000 年（约 7 个月）不足 9 个月，其余 12 轮均在 9 个月以上，中位数约 19 个月（预防式 14 个月、抗通胀式 19 个月），且越偏抗通胀式、见顶越滞后。

本轮加息自 9 月启动，参照历史节奏，10Y 利率见顶预计仍有时日；考虑到加息后政策利率高位停滞的阶段，流动性层面出现实质性向好，大概率要等到 2027H2。

■ 本轮加息周期的情境研判

本轮加息周期具有一定特殊性和复杂性，历史上缺乏理想的可比参照：**一是利率起点偏高**，加息前美联储仅浅幅降息三次，未经充分宽松便重新转向紧缩；**二是通胀**受地缘供给冲击，政策易陷入两难；**三是** AI 资本开支与融资条件深度绑定。**考虑到后续油价、美国政治局势及政策走向仍存在较大不确定性，我们将未来一年市场走势拆分为四种情景讨论**（括号内为各情景发生的主观概率）**:**

基准情景（约 50%）——12 月再加息 25BP 后进入观察期，2027 年仍有约 2 次加息，通胀缓慢回落但中枢仍偏高；美债利率高位震荡。AI 资本开支韧性仍在，但融资成本抬升叠加美国政治动荡与监管不确定性，海外 AI 叙事边际降温；A 股指数有韧性但估值扩张空间受限，以结构性行情为主，价值红利相对占优，AI 国产链有望凭借自主可控逻辑强化，迎来结构性修复机会；港股更受海外流动性制约。

加息弱于预期（约 25%）——通胀回落快于预期、能源中枢下移，2027 年提前转向宽松；美债利率趋势回落，美元走弱，风险偏好回升。AI 融资压

请务必阅读正文之后的免责声明部分

力缓解、海外 AI 叙事修复，A 股科技成长有望迎来估值修复，产业趋势与盈利改善共振；港股弹性较大。

加息强于预期（约 20%）——通胀黏性超预期、油价持续高位，加息次数超出预期，2027 年政策仍偏紧；长端利率进一步上行，美元强势，风险资产承压。融资成本抬升压制 AI 资本开支预期，海外 AI 硬件链调整的情绪或向 A 股科技板块传导、波动有所加大；国内政策对冲增强，红利、低估值高现金流方向相对占优，国产替代与内需领域有相对韧性。

尾部情景（约 5%）——通胀失控迫使激进加息，或 AI 资本开支明显收缩、产业链投资周期逆转引发衰退，全球风险偏好显著下降。AI 产业链盈利预期下修成为 A 股主要拖累，独立性与盈利韧性均面临考验；防御性资产相对占优，修复有待宏观与盈利预期改善。

■ 总结与展望

总结而言，复盘 1960 年以来美联储加息周期，可得五点启示：一是预防式加息基准情形为软着陆，衰退风险有限；**二是**盈利受损存在滞后，预防式加息周期中盈利动能通常在加息后段才见顶，短期内不宜对产业景气本身过度悲观；**三是**紧缩必然体现为分母端估值承压，配置上规避“弱盈利、高估值”方向；**四是**美股节奏“先消化、后修复”，亚太高 beta 放大波动但多数时候并不承压；**五是** 10Y 美债利率见顶滞后于首次加息基本均超 9 个月，本轮流动性实质性向好或要等到 2027H2。本轮因利率起点偏高、通胀输入性、AI 资本开支与融资深度绑定，缺乏理想先例。**情景上：**基准情景（约 50%）A 股有韧性但估值扩张受限，以结构市为主，价值红利占优、AI 国产链有修复机会；加息弱于预期（约 25%）科技成长迎来估值修复；加息强于预期（约 20%）波动加大，红利防御占优；尾部情景（约 5%）AI 盈利下修拖累市场。

短期市场或偏震荡。节奏上，未来 1-2 周事件密集，APEC 会议、Anthropic 上市、黄仁勋闭门简报、沃什听证会均可能带来波动，建议以把握结构性机会为主。具体方向看：科技硬件海外链情绪偏弱，主因黄仁勋去留风波后全球 AI 叙事重定价，叠加美 AI 鹰派控场，海外链短期逻辑受损；但局面未定型，不排除局面可能，建议观望；“蓝潮”之后国产链逻辑强化，继续看好修复机会。AI 应用端首次集体分歧更多属交易层面，产业叙事未破坏，建议继续关注。中期继续关注低位基本面筑底品种（军工、内需如白酒）；高股息、高自由现金流红利资产仍是绝对收益的胜负手。

- **风险提示：**美联储加息幅度或路径指引超预期；科技创新不及预期；地缘政治风险；特朗普政府政策不确定性；国内经济复苏速度不及预期等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

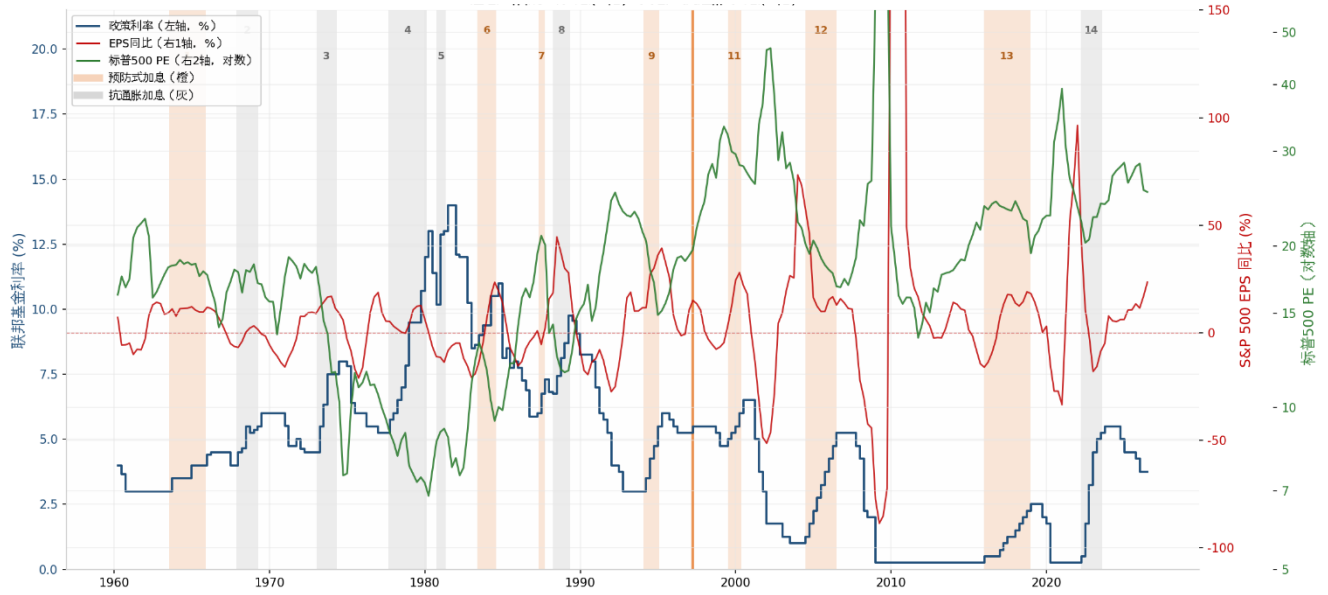
图1：1960 年以来 13 轮美联储加息周期梳理

周期	类型	首次加息	末次加息	加息次数(次)	累计幅度(bp)	步长与节奏特征
1963-1965	预防式	1963-07	1965-12	3	150	每次均为50bp，间隔较长
1967-1969	抗通胀式	1967-11	1969-04	5	200	以50bp为主，期间穿插25bp调整及一次降息
1973-1974	抗通胀式	1973-01	1974-04	8	350	以50bp为主，前期密集调升，后期间隔明显拉长
1977-1980	抗通胀式	1977-08	1980-02	14	775	步长逐级放大，末期现单次100bp
1980-1981	抗通胀式	1980-09	1981-05	4	400	连续4次单次100bp，调整幅度极大
1983-1984	预防式	1983-03	1984-08	10	300	步长不规则，存在多次小幅调整及非标准幅度调整
1987	预防式	1987-01	1987-09	5	131	4月隐性紧缩+9月贴现率升50bp
1988-1989	抗通胀式	1988-03	1989-05	16	331	“蚂蚁搬家”式高频零碎微调
1994-1995	预防式	1994-02	1995-02	7	300	先慢后快，含1次75bp一步到位
1999-2000	预防式	1999-06	2000-05	6	175	5次25bp+1次50bp收官
2004-2006	预防式	2004-06	2006-06	17	425	连续17次每次精确25bp
2015-2018	预防式	2015-12	2018-12	9	225	全部为25bp，逐年增加加息频次
2022-2023	抗通胀式	2022-03	2023-07	11	525	包含连续4次75bp，短期内快速大幅收紧

数据来源：美联储官网，Wind，东吴证券研究所

注：针对政策利率，1982 年 9 月前以贴现率调整窗口界定紧缩周期，此后改用联邦基金目标利率；剔除仅短暂加息一次的 1997 年

图2：1960 年以来，13 轮美联储加息周期中标普 500 的估值与盈利变化

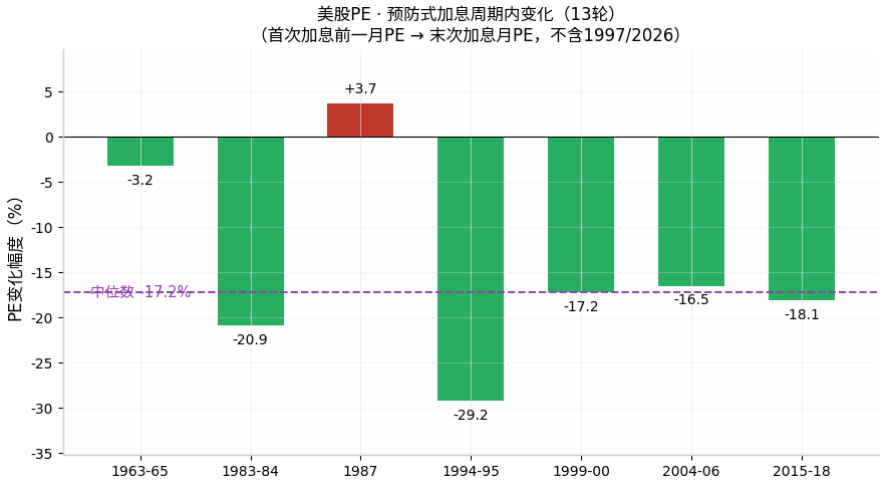


数据来源：Multpl，标普全球（S&P Global），Robert Shiller，Wind，东吴证券研究所

注：针对政策利率，1982 年 9 月前以贴现率调整窗口界定紧缩周期，此后改用联邦基金目标利率

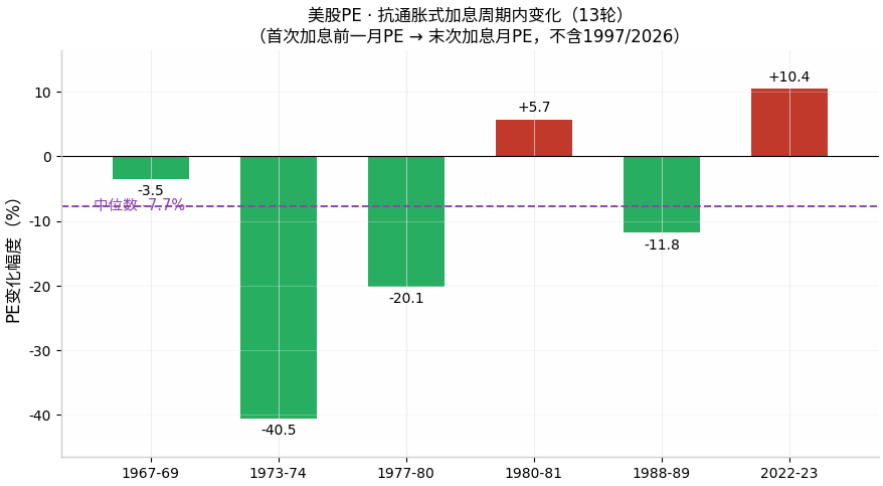
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图3：美联储 1960 年以来 7 轮预防式加息中标普 500 估值变化



数据来源：Multpl，标普全球（S&P Global），Robert Shiller，Wind，东吴证券研究所

图4：美联储 1960 年以来 6 轮抗通胀式加息中标普 500 估值变化



数据来源：Multpl，标普全球（S&P Global），Robert Shiller，Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图5：1960 年以来的加息周期中，美联储首次加息后标普 500 表现（单位：%）

周期	类型	首次加息	首次加息后			加息周期全程		末次加息→首次降息
			1个月	3个月	6个月	累计涨跌幅	最大回撤	累计涨跌幅
1963-1965	预防式	1963-07	3.4	5.5	10.7	31.0	-9.6	-1.4
1967-1969	抗通胀式	1967-11	2.4	-3.1	4.4	8.5	-9.6	-17.2
1973-1974	抗通胀式	1973-01	-2.7	-5.6	-11.6	-24.9	-24.9	-26.8
1977-1980	抗通胀式	1977-08	0.2	-1.6	-9.7	19.7	-13.6	-4.5
1980-1981	抗通胀式	1980-09	0.9	5.6	6.5	1.2	-9.9	-4.7
1983-1984	预防式	1983-03	7.2	9.6	8.3	7.9	-14.4	0.6
1987	预防式	1987-01	12.2	19.1	24.0	29.7	-7.9	-22.1
1988-1989	抗通胀式	1988-03	1.8	5.5	4.3	23.0	-7.6	2.1
1994-1995	预防式	1994-02	-3.7	-5.8	-4.0	2.1	-8.7	17.8
1999-2000	预防式	1999-06	-0.8	-6.1	8.3	8.5	-12.1	-8.1
2004-2006	预防式	2004-06	-3.1	-1.9	6.8	12.0	-7.7	19.4
2015-2018	预防式	2015-12	-8.0	-1.3	1.4	22.7	-14.5	17.8
2022-2023	抗通胀式	2022-03	3.1	-11.1	-8.5	7.1	-22.8	23.0
预防式加息中位数			-0.8	-1.3	8.3	12.0	-9.6	0.6
抗通胀式加息中位数			1.4	-2.4	-2.1	7.8	-11.8	-4.6

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：1960 年以来的加息周期中，美联储首次加息后恒生指数表现（单位：%）

周期	类型	首次加息	首次加息后			加息周期全程		末次加息→首次降息
			1个月	3个月	6个月	累计涨跌幅	最大回撤	累计涨跌幅
1963-1965	预防式	1963-07	/	/	/	/	/	/
1967-1969	抗通胀式	1967-11	-1.3	0.6	-0.1	67.5	-4.6	72.9
1973-1974	抗通胀式	1973-01	69.5	12.8	-43.6	-63.7	-81.9	51.7
1977-1980	抗通胀式	1977-08	-3.1	-2.5	-4.0	123.9	-33.8	-8.3
1980-1981	抗通胀式	1980-09	13.9	13.9	14.4	10.1	-26.1	-3.0
1983-1984	预防式	1983-03	3.8	-1.8	-22.8	-8.3	-37.4	2.4
1987	预防式	1987-01	1.8	6.7	27.1	48.4	-11.9	44.9
1988-1989	抗通胀式	1988-03	4.9	7.9	-0.7	31.6	-12.9	33.8
1994-1995	预防式	1994-02	-17.3	-26.8	-19.1	-38.0	-42.7	27.7
1999-2000	预防式	1999-06	-4.7	-6.8	21.0	10.1	-20.8	-3.8
2004-2006	预防式	2004-06	0.6	6.9	17.7	30.9	-11.9	54.9
2015-2018	预防式	2015-12	-8.2	-4.6	-3.8	21.6	-25.8	6.6
2022-2023	抗通胀式	2022-03	16.9	15.7	2.8	5.2	-34.7	-8.8
预防式加息中位数			-2.1	-3.2	7.0	15.9	-23.3	4.5
抗通胀式加息中位数			9.4	10.4	-0.4	20.9	-30.0	-8.6

数据来源：Wind，东吴证券研究所

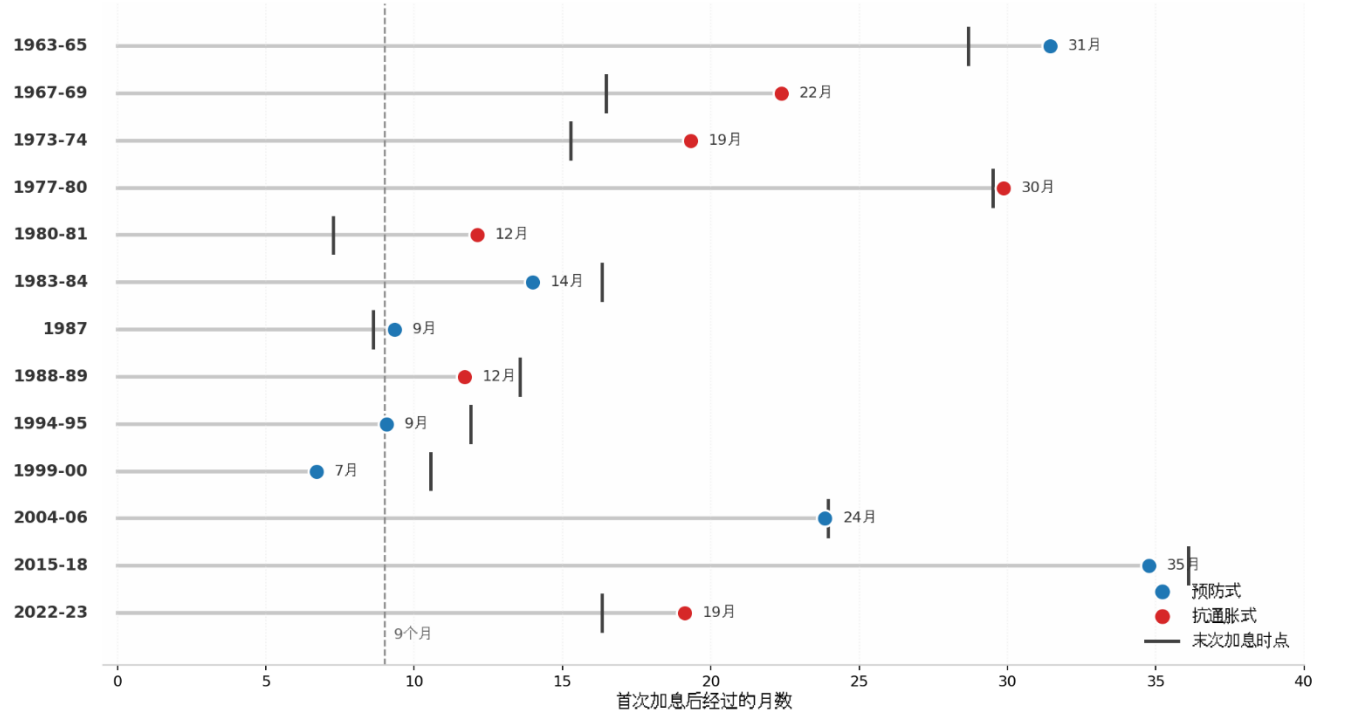
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图7：1960 年以来的加息周期中，美联储首次加息后日经 225 表现（单位：%）

周期	类型	首次加息	首次加息后			加息周期全程		末次加息→首次降息
			1个月	3个月	6个月	累计涨跌幅	最大回撤	累计涨跌幅
1963-1965	预防式	1963-07	-7.0	-10.6	-14.2	-11.8	-33.0	8.4
1967-1969	抗通胀式	1967-11	-6.0	0.4	11.1	39.3	-10.4	13.0
1973-1974	抗通胀式	1973-01	-5.1	-8.7	-6.5	-13.3	-26.1	-12.8
1977-1980	抗通胀式	1977-08	0.4	-5.8	-0.4	30.2	-13.1	0.2
1980-1981	抗通胀式	1980-09	1.8	0.6	4.8	8.4	-5.0	-0.5
1983-1984	预防式	1983-03	2.2	5.0	11.3	21.8	-13.3	2.9
1987	预防式	1987-01	3.9	14.5	33.1	32.5	-12.4	-7.6
1988-1989	抗通胀式	1988-03	7.1	6.9	8.3	32.7	-5.2	-1.6
1994-1995	预防式	1994-02	-2.8	-3.0	2.3	-7.1	-17.5	-18.6
1999-2000	预防式	1999-06	0.5	-2.8	5.8	-1.3	-19.0	-21.5
2004-2006	预防式	2004-06	-6.3	-9.1	-4.0	27.5	-19.0	4.5
2015-2018	预防式	2015-12	-7.6	-7.8	-14.3	13.0	-22.7	2.6
2022-2023	抗通胀式	2022-03	6.9	3.9	10.0	28.9	-12.0	11.4
预防式加息中位数			-2.8	-3.0	2.3	13.0	-19.0	2.6
抗通胀式加息中位数			1.1	0.5	6.6	29.6	-11.2	-0.2

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：13 轮美联储加息周期的 10Y 美债收益率见顶时间轴



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图9：本轮加息周期的情境研判



数据来源：东吴证券研究所绘制

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn