

复盘：美联储历次加息周期中的各类资产

证券研究报告

2022年03月28日

● 核心结论

80年代以来美国共经历6轮加息周期：1983.03-1984.08、1988.03-1989.05、1994.02-1995.02、1999.06-2000.05、2004.06-2006.06、2015.12-2018.12。新轮加息周期正启，我们复盘加息期内各类资产表现。

一、权益市场及估值

美联储加息周期下，股市走势并无统一特征。1988-1989、2004-2006周期中全球主要股指普涨，1983-1984、1999-2000、2015-2018各国股指表现分化。标普500在四轮加息中上涨，一轮中下跌；港股在两轮加息中走弱，四次加息中走强。

加息周期往往带来估值的阶段性调整。美联储加息周期中，美股及港股往往会出现阶段性估值调整；估值拐点未必是股市拐点，美股港股的走势关键看企业盈利与估值的赛跑。

加息期间A股有回调风险，1994-1995、2015-2018两轮加息时期A股回调较深，大盘相对中小盘和创业板更抗跌。1999-2000、2004-2006加息期间，A股先大幅下跌后转为回升。

二、美元及国际汇率

美元在加息周期内未必上涨。历史上六次加息周期中，美元三次上涨（1983-1984、1988-1989、1999-2000）、一次持续下跌（1994-1995）、两次呈震荡走势后收跌（2004-2006、2015-2018）。

加息对新兴市场货币的影响不定。2000年之后开始的两轮加息周期中，新兴市场货币表现分化，各国涨跌不一。

三、债券与黄金

历史上加息结束前美债10Y-2Y期限利差转负。美联储六轮加息均带动美债收益率全面上行，同时期限利差收窄。除了1983-1984的加息周期以外，10Y2Y美债收益率曲线倒挂/接近倒挂，预示加息周期的终点。

近两轮加息周期中，2Y中美国债利差均现倒挂。2004-2006加息期间，2Y中美国债利差在2004年底转负，加息结束时达-306bp低点。2015-2018加息期2Y中美国债利差先上行后持续下降，加息结束前降至零以下。

各轮加息周期内，黄金价格涨跌不一。80年代的两轮加息中，金价快速下跌。90年代开启的两次加息中黄金价格呈震荡走势。最近的两轮加息周期内黄金价格收涨。

风险提示：海外央行货币政策超预期，全球经济发展不及预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

联系人



裴明楠



15000203635



peimingnan@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、权益市场及估值	4
(一) 加息周期内全球股市走势无统一特征	4
(二) 加息周期常伴随估值的阶段性调整	6
(三) 加息期间 A 股有回调风险，大盘相对抗跌	8
二、美元及国际汇率	9
(一) 美元在加息周期内未必上涨	9
(二) 加息对新兴市场货币的影响不定	9
三、债券与黄金	11
(一) 加息结束前 10Y2Y 美债利差转负	11
(二) 中美国债利差收窄至倒挂	12
(三) 加息期内黄金价格涨跌不一	13
四、风险提示	13

图表目录

图 1：历史加息周期中的全球股指表现	4
图 2：1983-1984 加息周期主要股指表现（1983.03=100）	5
图 3：1988-1989 加息周期主要股指表现（1988.03=100）	5
图 4：1994-1995 加息周期主要股指表现（1994.01=100）	5
图 5：1999-2000 加息周期主要股指表现（1999.06=100）	5
图 6：2004-2006 加息周期主要股指表现（2004.06=100）	5
图 7：2015-2018 加息周期主要股指表现（2015.11=100）	5
图 8：美国三大股指及恒生指数在历次 FED 加息周期的同比表现	6
图 9：标普指数和标普指数 PE	7
图 10：恒生指数和恒生指数 PE	7
图 11：美国企业利润增速（%）与标普指数 PE 倒数	7
图 12：美联储加息周期中 A 股表现	8
图 13：2015-2018 加息期间 A 股表现（2015.12.15=100）	8
图 14：2004-2006 加息期 A 股大中小盘表现（2004.06.29=100）	9
图 15：2015-2018 加息期 A 股大中小盘表现（2015.12.15=100）	9
图 16：美联储加息周期中美元走势	9
图 17：2004-2006 加息周期新兴市场货币兑美元汇率（2004.06=100）	10
图 18：2015-2018 加息周期新兴市场货币兑美元汇率（2015.11=100）	10
图 19：美联储加息期间美债走势	11

图 20：美联储加息期间美债走势	11
图 21：美联储加息时期中债国债收益率（%）	12
图 22：美联储加息时期中美国债利差走势（%）	12
图 23：1983-2000 年的 4 次加息周期内黄金价格走势（美元/盎司）	13
图 24：最近的两轮加息周期中黄金价格上涨	13
表 1：80 年代至今美联储历次加息周期.....	4

80年代以来美国曾一共经历6轮加息周期，分别是1983年3月-1984年8月，1988年3月-1989年5月，1994年2月-1995年2月，1999年6月-2000年5月，2004年6月-2006年6月，2015年12月-2018年1月。2022年3月美联储开启新一次加息周期。在此我们对前六轮加息周期中各类资产价格表现进行复盘。

表 1：80 年代至今美联储历次加息周期

	美联储加息周期		联邦基金目标利率 (%)		
	首次加息	最后一次加息	加息前	加息后	加息幅度
1	1983-03	1984-08	8.50	11.50	3.00
2	1988-03	1989-05	6.50	9.81	3.31
3	1994-02	1995-01	3.00	6.00	3.00
4	1999-06	2000-05	4.75	6.50	1.75
5	2004-06	2006-06	1.00	5.25	4.25
6	2015-12	2018-12	0.25	2.50	2.25
本轮	2022-03	— —	0.00	— —	— —

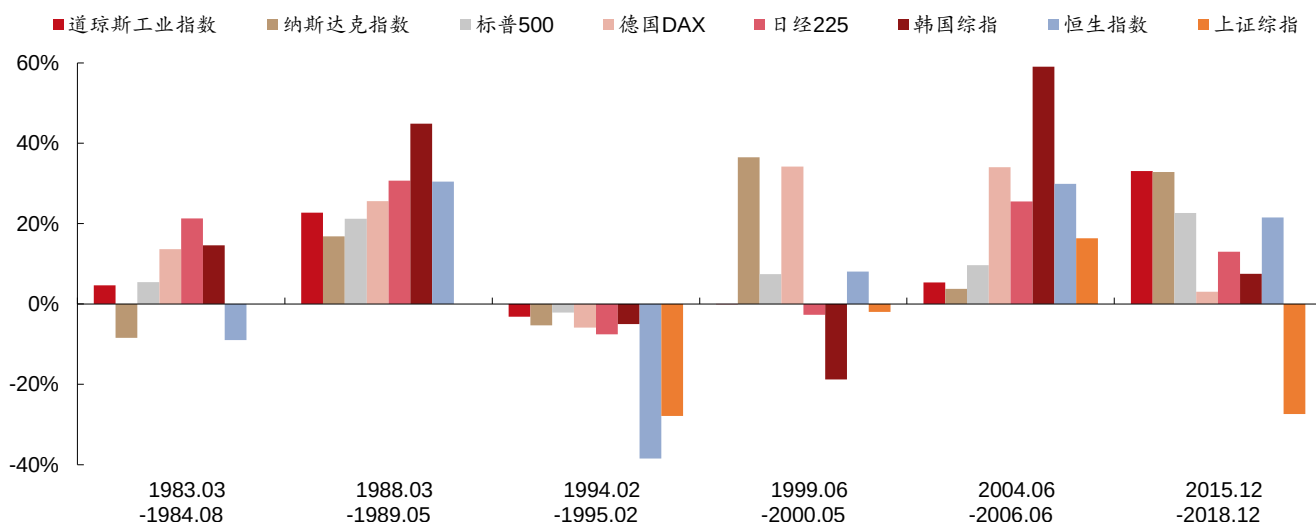
资料来源：FED，西部证券研发中心

一、权益市场及估值

（一）加息周期内全球股市走势无统一特征

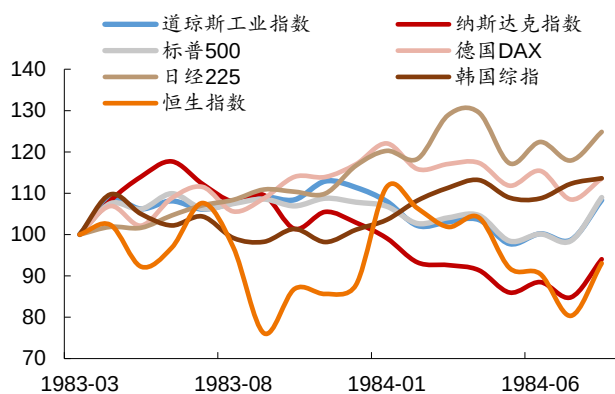
美联储加息周期下，股市走势并无统一特征。1988-1989年、2004-2006年主要股指普涨；而1983-1984、1999-2000、2015-2018全球股指表现分化。道指、标普500在80年代的两轮加息以及2015-2018加息周期中表现较好。日经225和韩国综指在80年代的两次加息和2000年以后的两次加息中上涨，在另外两轮中下跌。港股在1983-1984、1995-1995两轮加息中走弱，其他四次加息中走强。

图 1：历史加息周期中的全球股指表现



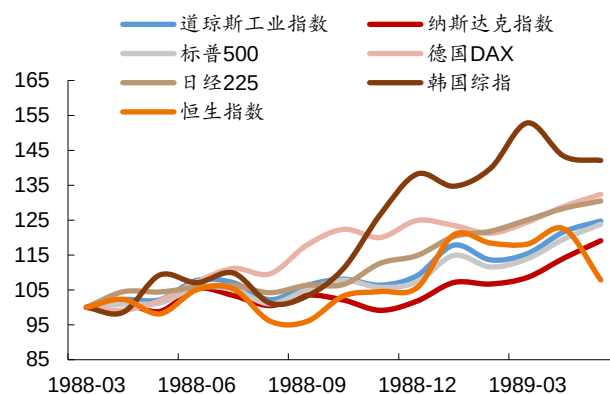
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：1983-1984 加息周期主要股指表现（1983.03=100）



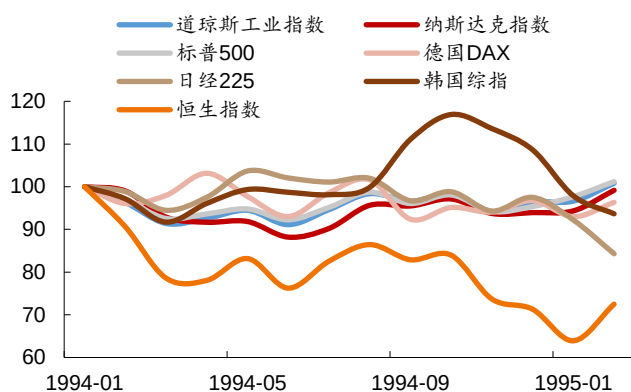
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：1988-1989 加息周期主要股指表现（1988.03=100）



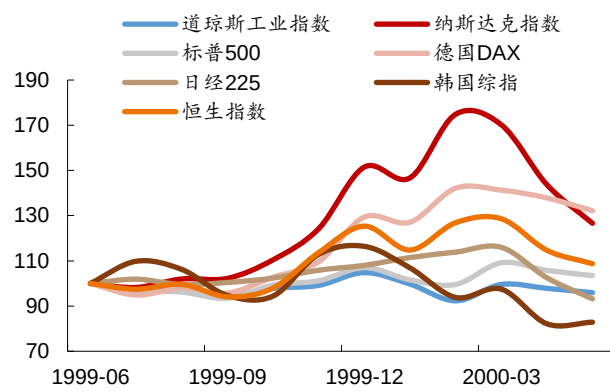
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：1994-1995 加息周期主要股指表现（1994.01=100）



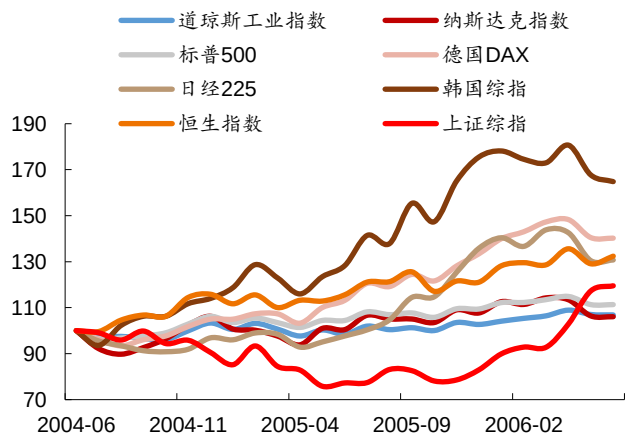
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：1999-2000 加息周期主要股指表现（1999.06=100）



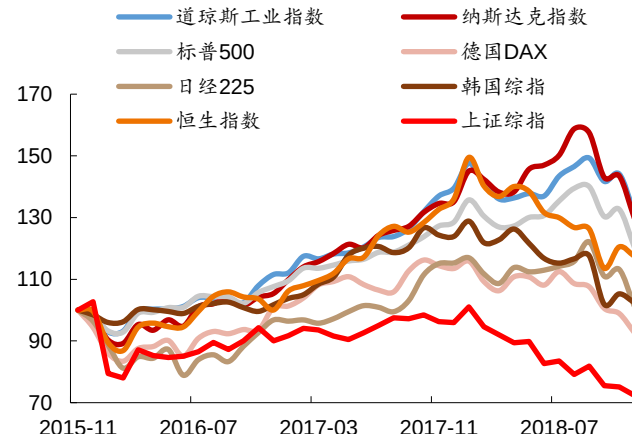
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：2004-2006 加息周期主要股指表现（2004.06=100）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 7：2015-2018 加息周期主要股指表现（2015.11=100）

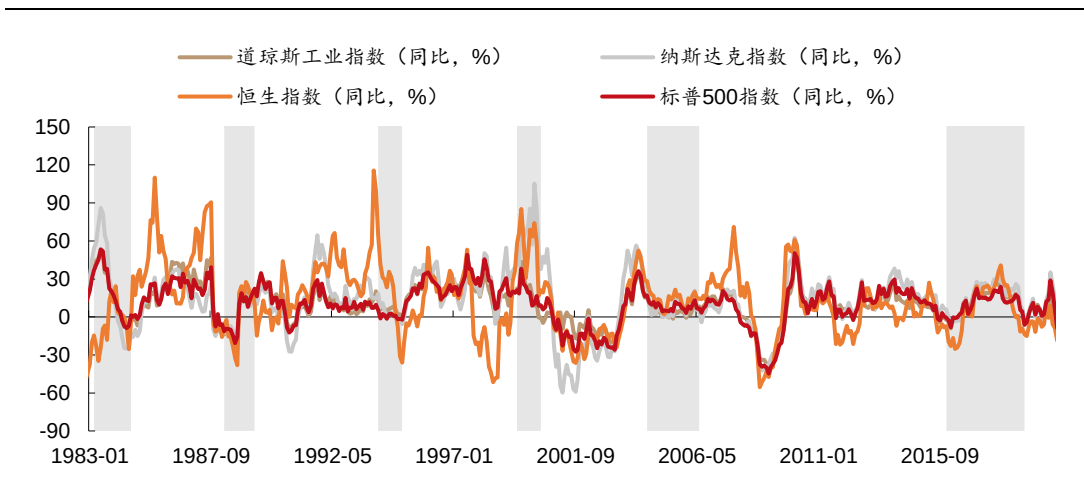


资料来源：Wind，西部证券研发中心

（二）加息周期常伴随估值的阶段性调整

加息周期往往带来估值的阶段性调整。在美联储历次加息周期中，除了最近一轮以外，美股及港股的指数同比均现高位回落或低位徘徊，在 2015-2018 年加息周期中指数同比先升后降。美联储加息周期中，美股及港股往往会出现阶段性估值调整，但这大概率说明加息对估值的影响是渐进式的。

图 8：美国三大股指及恒生指数在历次 FED 加息周期的同比表现



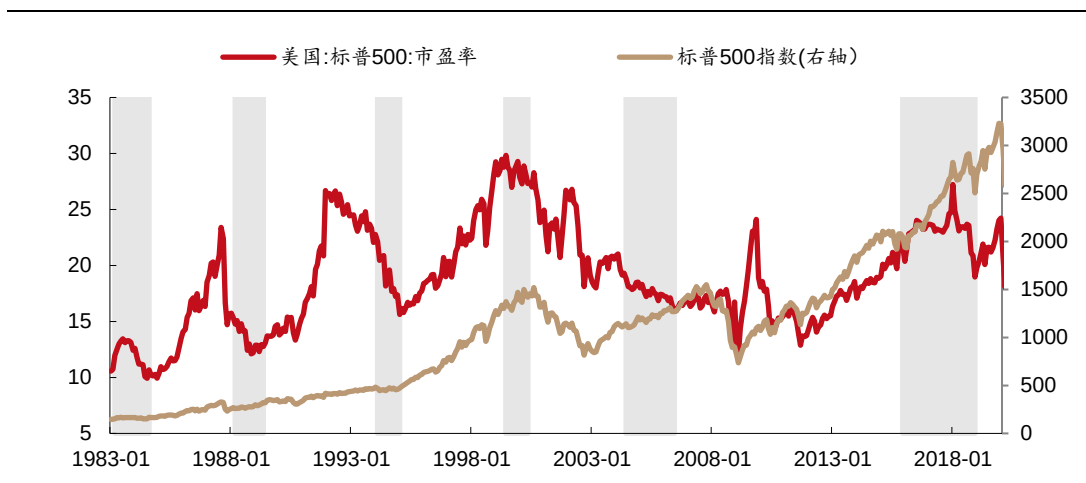
资料来源：Wind，西部证券研发中心（阴影部分为加息周期，下同）

美股港股的走势关键看企业盈利与估值的赛跑，估值拐点未必是股市拐点。对比美联储历次加息阶段的美股及港股走势及估值变化，1983-1984 年加息周期的美股、1994-1995 年加息周期的港股、1999-2000 年加息周期的美股及港股，都是估值变化决定股指走势，1987 年美股调整也与估值瓶颈有关；但 1994-1995 年加息周期的美股以及 2004-2006 年加息周期的美股、港股表现则未与估值同向波动。

由股价定价公式，估值变化是否决定股指走势取决于企业盈利能力的相对强弱。1988-1989 年、1994-1995 年以及 2004-2006 年，美国企业盈利增速对美股的正贡献超越了加息带来的估值约束，进而使得美股在估值调整期仍能继续走强。

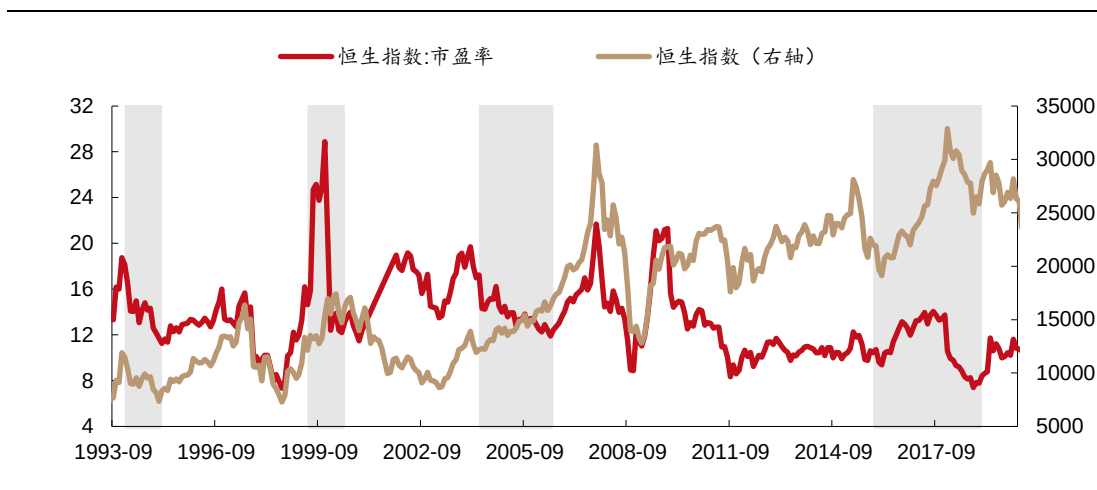
本次加息周期开启前，美股估值已经历了较长时间的调整，标普 500 指数市盈率从 2021 年 4 月的高点 42.2 持续降至 2022 年 3 月在 22 附近；纳斯达克指数市盈率于 2020 年 12 月开始下降，从 75.8 降至 2022 年 3 月位于 30 附近波动。后续美股走势或需要看企业盈利端的作用。

图9：标普指数和标普指数 PE



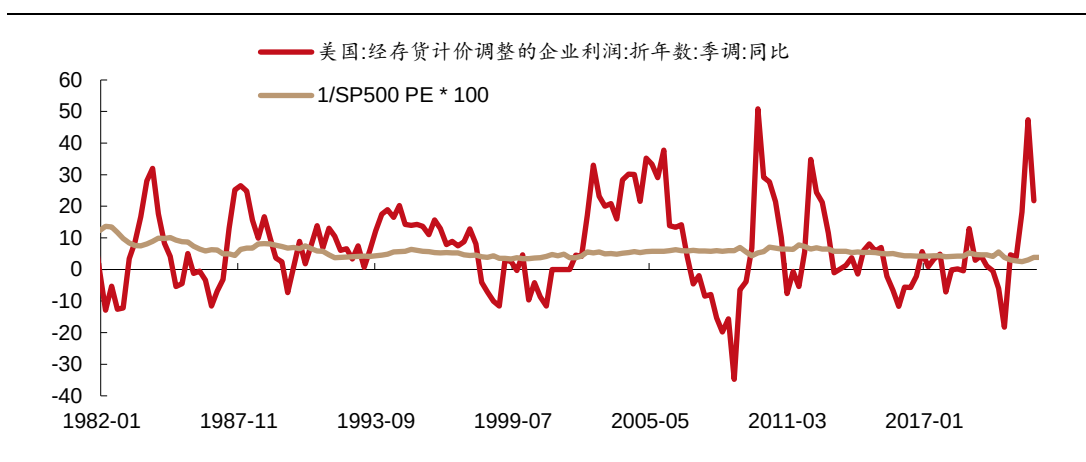
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图10：恒生指数和恒生指数 PE



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图11：美国企业利润增速（%）与标普指数 PE 倒数



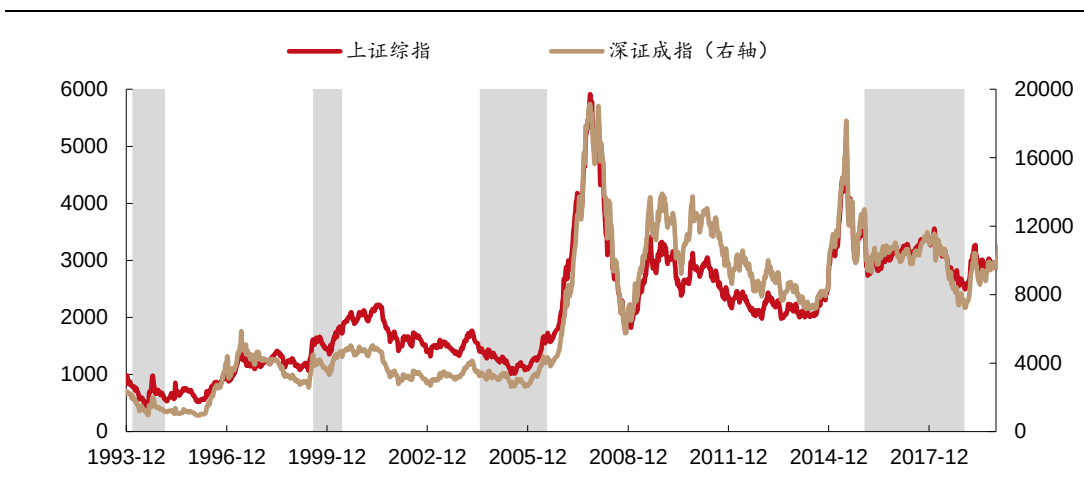
资料来源：Wind，西部证券研发中心

（三）加息期间A股有回调风险，大盘相对抗跌

美联储加息时期，A股具有下行压力，90年代后的4次美联储加息过程中，A股均出现阶段性回调。1994-1995、2015-2018两轮加息期A股回调较深，上证综指分别下行27.9%和27.4%，深证成指分别下行42.6%和40.6%。1999-2000、2004-2006加息期间，A股先大幅下跌后转向快速上行。上证综指在这两轮中分别累计跌2.0%、涨16.4%。

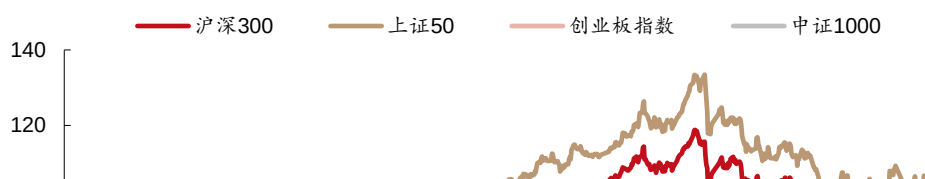
加息周期中，大盘相对更抗跌。2015.12-2018.12加息周期中，上证50累计下跌0.6%，跌幅最浅，沪深300跌16.3%、创业板指跌53.8%、中证1000跌55.9%；申万大盘、中盘、小盘指数分别下跌12.7%、42.5%、53.1%。2004.06-2006.06加息时期，A股在第一年普跌、第二年齐涨；如图14所示，中小盘指数在普跌时期跌幅更深，同时上涨时期增速也更快。

图12：美联储加息周期中A股表现



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图13：2015-2018 加息期间 A 股表现（2015.12.15=100）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39775

