下载日志已记录，仅供内部参考

宏观专题

全球新一轮加息周期开始了吗？

2026 年 09 月 23 日

【宏观观点】

- **上世纪 70 年代以来大致有 10 轮全球同步紧缩的周期。**我们基于 104 个经济体的数据库对加息联动性进行了分析，共计 10 个主要紧缩周期，并大致分为“抗通胀”、“抑过热”与“预防型”三大类。**（1）抗通胀**：2026 年美伊冲突、2021 年疫情冲击以及 1978 年沃尔克加息。这类周期由战争或疫情等外部事件触发，导致供给冲击和全球通胀飙升，全球同步性较高。**（2）抑过热**：2010 年欧债危机、2008 年金融危机、2000 年互联网泡沫、1997 年亚洲金融危机以及 80 年代《广场协议》与《卢浮宫协议》后引发的美日德加息博弈。这类周期由特定资产泡沫或债务危机驱动，往往持续时间较长；除欧债危机和亚洲金融危机，其余均与美国相关。**（3）预防型**：2018 年美国退出量化宽松、1994 年美联储加息。这类周期以经济企稳后主动撤回宽松为特征，美国在政策节奏上领先，但全球同步性和利率上行幅度相对有限。
- **长周期看，美国仍是全球政策利率的主要“牵引锚”。第一，我们观察几轮紧缩周期内 8 个代表性经济体的加息节奏表发现：**（1）除 1997-1998、2010-2011 这两轮外，其余紧缩周期美国均有参与，其中 5 轮（约 63%）均有明显的牵引作用；（2）美欧日三大经济体集体紧缩发生过 2 次；本轮美、欧、日在 9 月均已加息，次数再加 1，且为近 20 年来首次。**第二，我们系统性通过交叉相关分析发现：**（1）美国政策利率变动整体领先其他经济体约 1-3 个月；（2）美国加息对全球政策收紧具有较为明显触发作用，全球经济体的应对相对谨慎；降息预期的扩散程度可能要高于加息，即市场或许更倾向于提前交易宽松。（3）欧元区与全球周期高度同步，日本则存在明显滞后且相关性较弱，这可能与日本长期的负利率政策相关，导致其变动整体滞后于全球周期，且对其他经济体的溢出效应有限。
- **我们认为当前尚未进入加速紧缩阶段，美债具备增配空间。**整体上看，全球净加息扩散指数虽有所回升，但整体高度仍低于此前典型紧缩周期。8 月底美伊冲突再起后欧美日三大央行相继加息或再次推升扩散指数，但尚未进入全球同步加速紧缩阶段，核心矛盾仍在于美伊引发的通胀压力。我们认为，美债此前表现存在定价偏差，且已提前计价加息预期，当前具备配置性价比，期限利差也有望进一步收窄。
- **后续需重点关注三大变量：**一是美伊战事和美国中期选举带来的政策不确定性；二是日本退出零利率后息差的演绎趋势；三是 AI 产业对利率走势的潜在影响。

【风险提示】

- 地缘政治变化超预期；
- 美联储经济政策超预期；
- 历史数据测算的局限性。

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：王笑笑

证书编号：S1160525020006

证券分析师：杨雅婷

证书编号：S1160525100004

相关研究

《更清晰的美联储：沃什的新框架与新指标——沃什改革系列报告（二）》 2026.09.09

《从“K 型分化”到“结构收敛”：AI 时代的宏观范式重构与资产定价新逻辑》 2026.08.30

《美债的“危”与“机”：影响因素再校准》 2026.08.27

《下半年经济展望系列三：消费——下半年消费能否企稳？》 2026.08.14

《下半年经济展望系列二：投资——存量政策发力加快，基建投资或率先回暖》 2026.08.14

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1. 上世纪 70 年代以来 10 轮全球同步紧缩周期 3
2. 长周期看，美国仍是全球政策利率的“牵引锚” 5
3. 当前处于什么阶段？——尚未进入全面紧缩周期 14
4. 风险提示 15

图表目录

图表 1： 1970 年以来全球经济体加息/降息经济体数量变动 3
图表 2： 10 个主要紧缩周期的利率变动及大事件 4
图表 3： 不同时间段对全球利率有主要影响的经济体存在差异 4
图表 4： 上世纪 70 年代以来部分代表性经济体利率走势 5
图表 5： 代表性经济体 1978-1980（第 1 轮）加息行动节奏 5
图表 6： 代表性经济体 1988-1990（第 2 轮）加息行动节奏 6
图表 7： 代表性经济体 1994-1995（第 3 轮）加息行动节奏 6
图表 8： 代表性经济体 1997-1998（第 4 轮）加息行动节奏 6
图表 9： 代表性经济体 1999-2001（第 5 轮）加息行动节奏 7
图表 10： 代表性经济体 2004-2008（第 6 轮）加息行动节奏 7
图表 11： 代表性经济体 2010-2011（第 7 轮）加息行动节奏 7
图表 12： 代表性经济体 2017-2019（第 8 轮）加息行动节奏 8
图表 13： 代表性经济体 2021-2023（第 9 轮）加息行动节奏 8
图表 14： 代表性经济体 2026 年以来（第 10 轮）加息行动节奏 8
图表 15： 不同样本下美欧日利率变动领先性观察——美国仍是主要的引领方 9
图表 16： 美欧日利率变动对其他经济体的影响（2000 年以来） 10
图表 17： 美国加息/降息对其他经济体的利率影响（1970 年以来） 11
图表 18： 欧洲加息/降息对其他经济体的利率影响（1999 年以来） 12
图表 19： 日本加息/降息对其他经济体的利率影响（1970 年以来） 13
图表 20： 相比于此前的加息周期，当前的净加息扩散指数并不高 14

下载日志已记录，仅供内部参考

1.上世纪 70 年代以来 10 轮全球同步紧缩周期

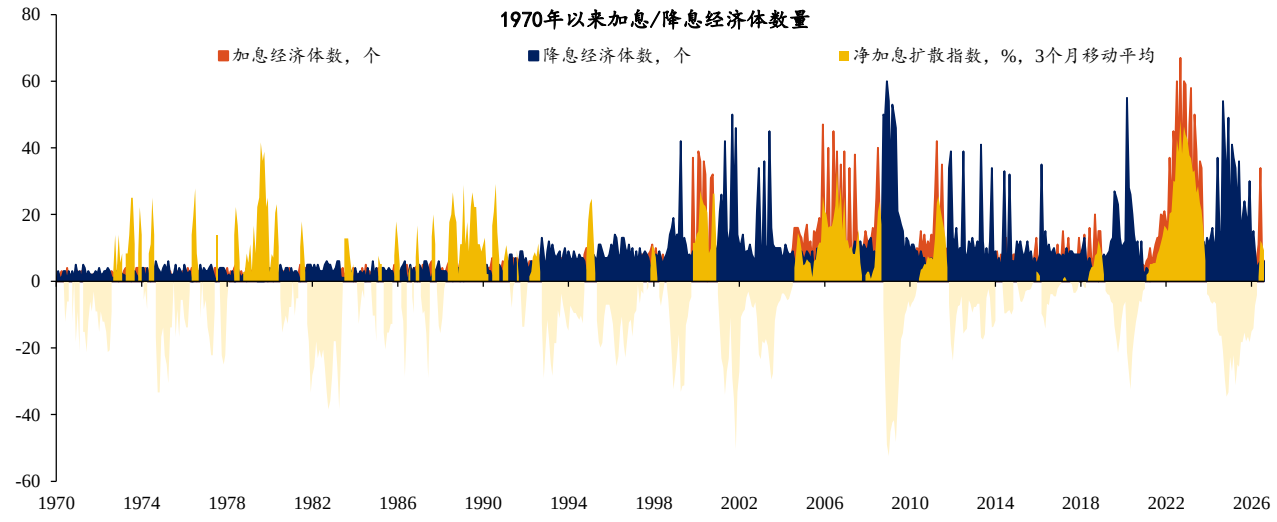
上世纪 70 年代以来大致有 10 轮全球同步紧缩的周期。8 月 29 日美伊冲突再起，全球主要央行加息概率大幅上行。我们针对 104 个经济体的数据库对上世纪 70 年代以来的加息联动性进行了分析，基于净加息扩散指数的变动划分了 10 个主要的紧缩周期（见图表 1）。在次基础上，延续我们此前在报告*《剧本有了，舞台在哪？——预防式加息的条件再审视》*的加息分类条件，**10 轮同步紧缩周期大致可以分为“抗通胀”、“抑过热”与“预防型”三大类。**

（1）抗通胀：2026 年美伊冲突、2021 年疫情冲击以及 1978 年沃尔克加息。这类周期由战争或疫情等外部事件触发，导致供给冲击和全球通胀飙升，全球同步性较高。但在美国领先性上表现分化：在沃尔克加息周期中，美国绝对领先；但在 2021 年疫情冲击周期中，新兴市场面临更严峻的资本外流和输入性通胀压力不得不加息，美国当时在高通胀情景下希望先维稳就业，故“容忍”了一段时间的高通胀，滞后至 2022 年才启动紧缩。

（2）抑过热：2010 年欧债危机、2008 年金融危机、2000 年互联网泡沫、1997 年亚洲金融危机以及 80 年代《广场协议》与《卢浮宫协议》后引发的美日德加息博弈。这类周期由特定资产泡沫或债务危机驱动，往往持续时间较长。在此类周期中除欧债危机和亚洲金融危机，其余均与美国相关。

（3）预防型：2018 年美国退出量化宽松、1994 年美联储加息。这类周期以经济企稳后主动撤回宽松为特征，美国在政策节奏上领先，但全球同步性和利率上行幅度有限。值得注意的是，1994 年美联储预防式加息期间，全球累计上行幅度为 838BP，主要因部分经济体加息拉高整体水平（白俄罗斯、哈萨克斯坦等主要是苏联解体后应对恶性通胀的紧急举措），但同期其他经济体（如日本、德国）仍在降息。

图表 1：1970 年以来全球经济体加息/降息经济体数量变动



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所
注：基于 CEIC 的 104 个经济体进行分析，1980 年以来经济体样本有效数量逐步增加，2000 年以来相对更加完整。报告数据截至 8 月底，9 月数据尚未更新。净加息扩散指数计算为：（加息经济体数量-降息经济体数量）/有效样本数量，该指数为正表示全球加息力度上行。各周期划分的起止时间基于净加息扩散指数的变动，仅用于本报告分析，不同方法和分类等对周期起止节点的选取可能存在差异。（下文同）

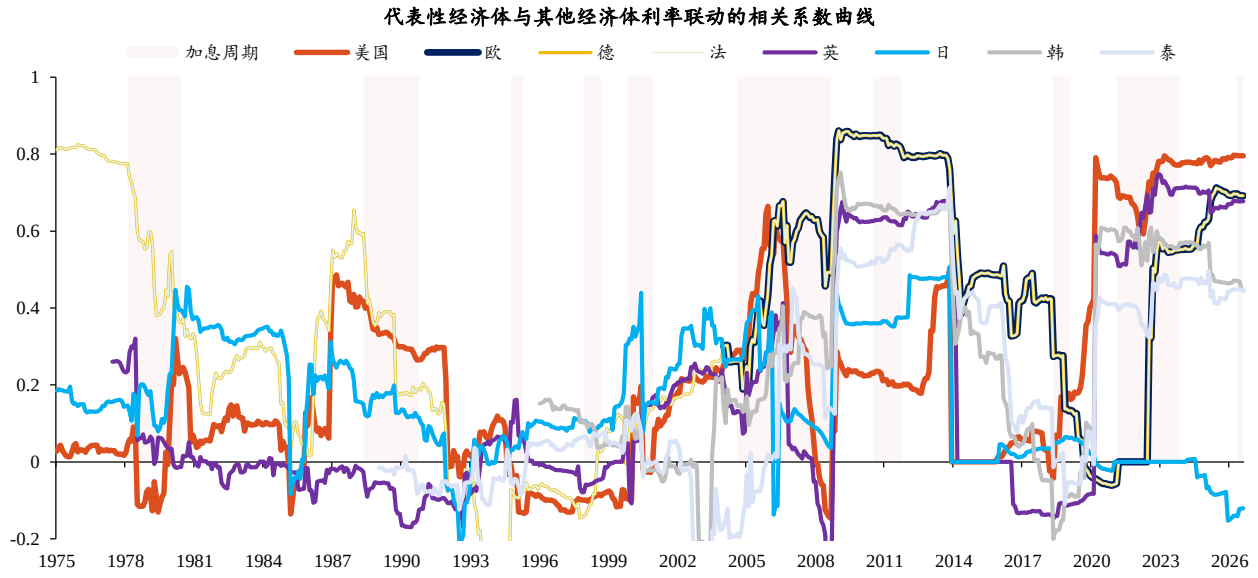
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2：10 个主要紧缩周期的利率变动及大事件

开始时间		结束时间	持续月份	全球累计上行幅度，BP	高度相关经济体	周期内重大事件	类型	美国领先加息
10	2026-05	2026-08	3	10	美国	美伊冲突	抗通胀	/
9	2021-02	2023-11	33	502	全球	疫情冲击+俄乌冲突	抗通胀	×
8	2018-05	2019-02	9	41	美国	美国退出量化宽松	预防式	√
7	2010-07	2011-10	15	103	欧洲-全球	欧债危机	抑过热	×
6	2004-08	2008-09	49	129	美国-全球	金融危机	抑过热	√
5	1999-11	2000-12	13	35	美国-全球	互联网泡沫	抑过热	√
4	1997-12	1998-09	9	231	亚洲	亚洲金融危机	抑过热	×
3	1994-10	1995-04	6	838	美国	美联储加息	预防式	√
2	1988-05	1990-10	29	238	德美日	《广场协议》《卢浮宫协议》	抑过热	/
1	1978-02	1980-06	28	399	美国	极端天气→农产品紧缺 石油危机→油价提高	抗通胀	√

资料来源：CEIC，东方财富证券研究所
注：1972-1974 年受石油危机影响也是主要的加息周期，但因为大多数经济体数据缺失，且后续作图数据量较少，故不考虑这一阶段。

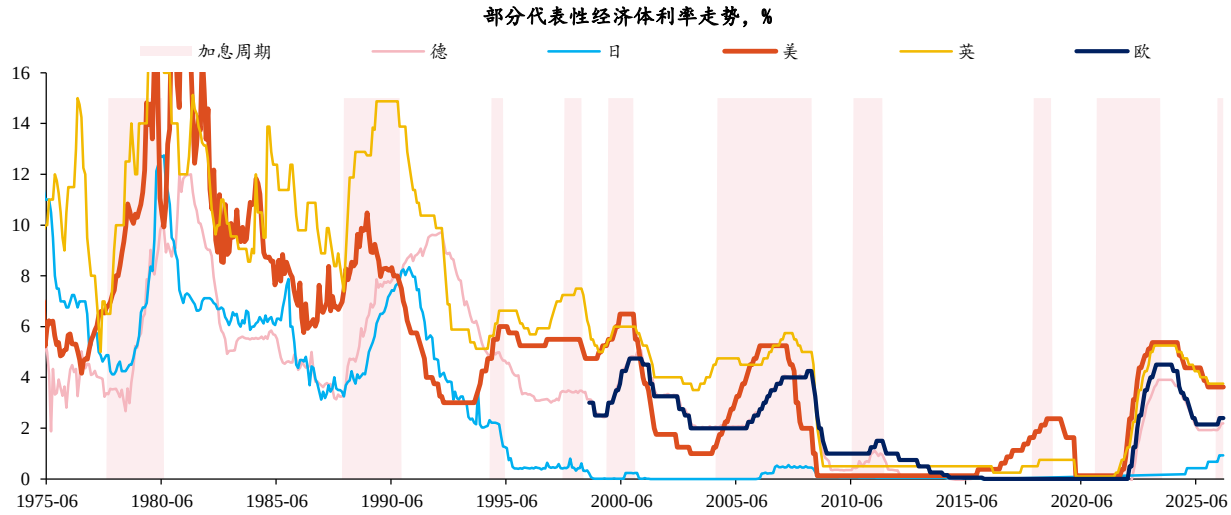
图表 3：不同时间段对全球利率有主要影响的经济体存在差异



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所
注：计算方式为代表性经济体利率变动与其他经济体变动均值的 5 年滚动相关系数。红色阴影为 10 轮主要的加息周期；欧元区数据从 1999 年开始；韩国数据从 1991 年开始；泰国数据从 1989 年开始。（下文同）为便于展示，部分极值未显示。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：上世纪 70 年代以来部分代表性经济体利率走势

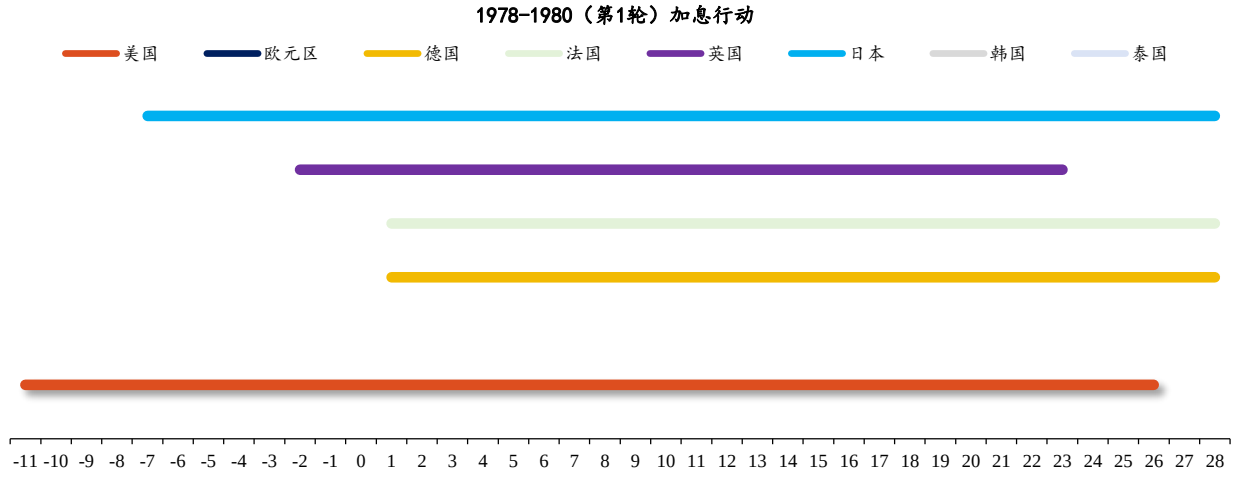


资料来源：CEIC，东方财富证券研究所
注：为便于展示，部分极值未显示。

2.长周期看，美国仍是全球政策利率的“牵引锚”

首先，我们绘制了这几轮紧缩周期内 8 个代表性经济体的加息进度表。横坐标 T 以月份为单位，T=0 为紧缩周期的起始点，我们可以观察整个紧缩周期和前置 12 个月的时间维度内，代表性经济体的加息快慢节奏，研究发现：(1)除 1997-1998、2010-2011 这两轮外，其余紧缩周期美国均有参与，其中 5 轮（约 63%）均有明显的牵引作用；(2)美欧日三大经济体集体紧缩此前在 1999-2001 年、2004-2008 年这两轮时期出现；今年美、欧、日在 9 月均已加息，次数再加 1。其中，关键的流动性变量在于日本（退出零利率后的流动性转变）。

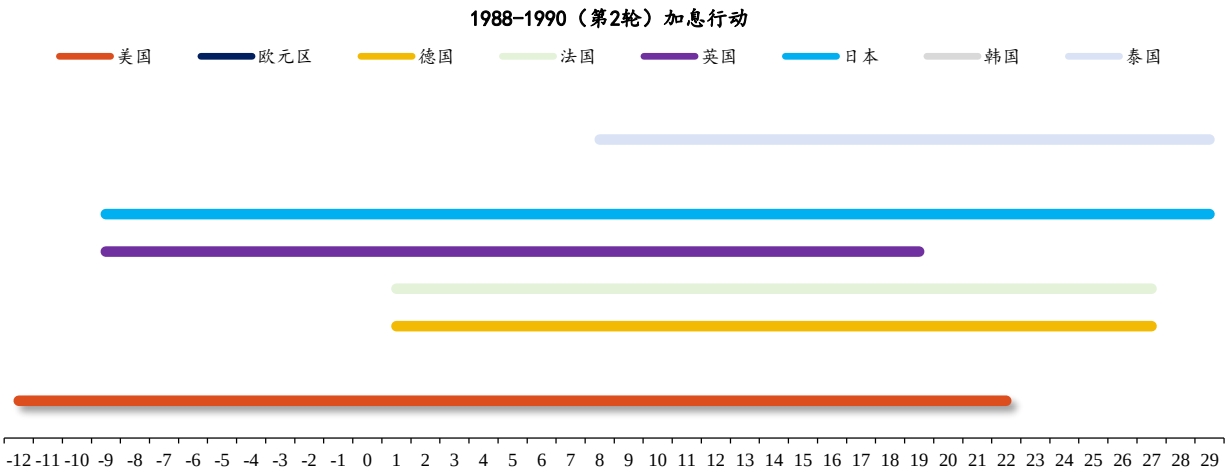
图表 5：代表性经济体 1978-1980（第 1 轮）加息行动节奏



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所
注：图例中存在但未显示线条的表明未加息。各经济体的数据开始时间见上文。节奏评估方法：在加息周期内，一个季度累计加息≥25BP（下文同），忽略周期内空值。日本在 1999-2001 年的加息幅度计算为 20BP，因其特殊的零利率政策，本轮加息相对明显，故而体现出来。

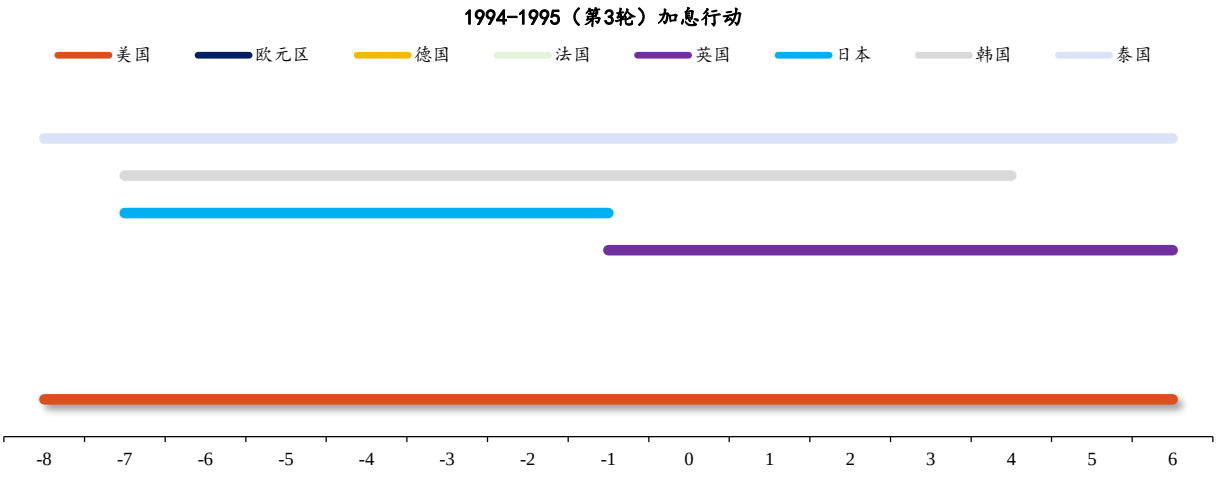
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：代表性经济体 1988-1990（第 2 轮）加息行动节奏



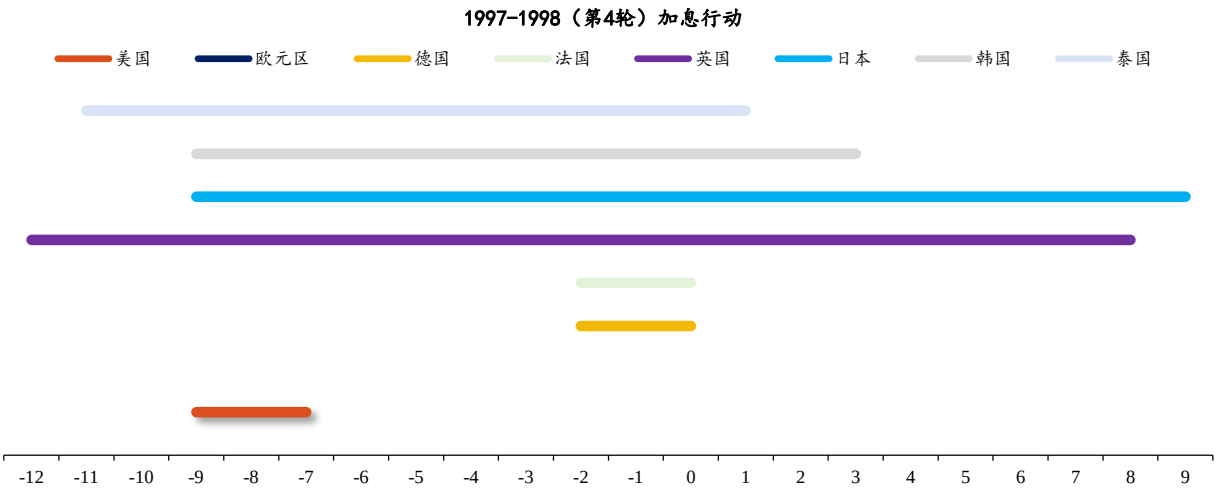
资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

图表 7：代表性经济体 1994-1995（第 3 轮）加息行动节奏



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

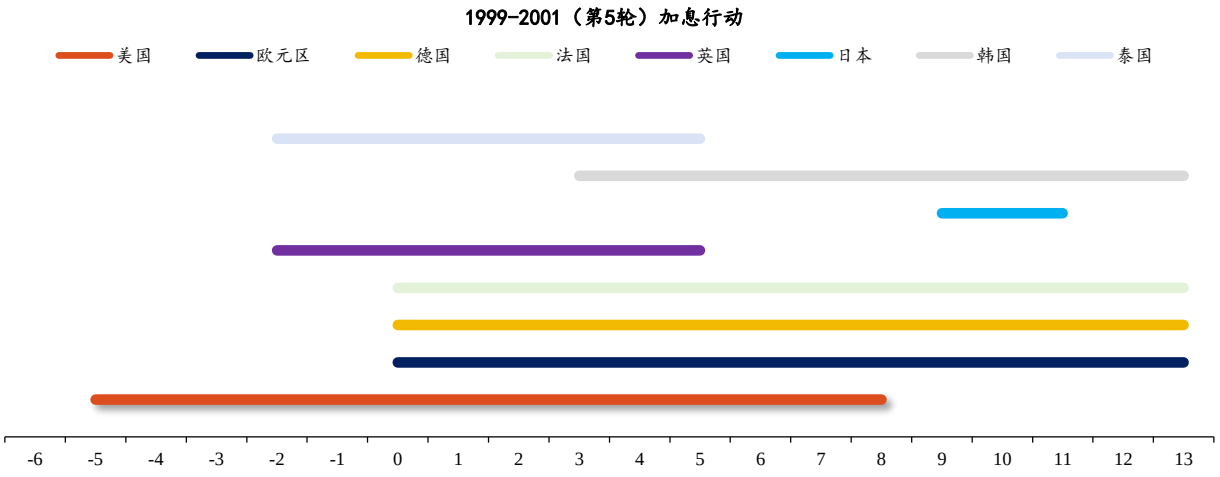
图表 8：代表性经济体 1997-1998（第 4 轮）加息行动节奏



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

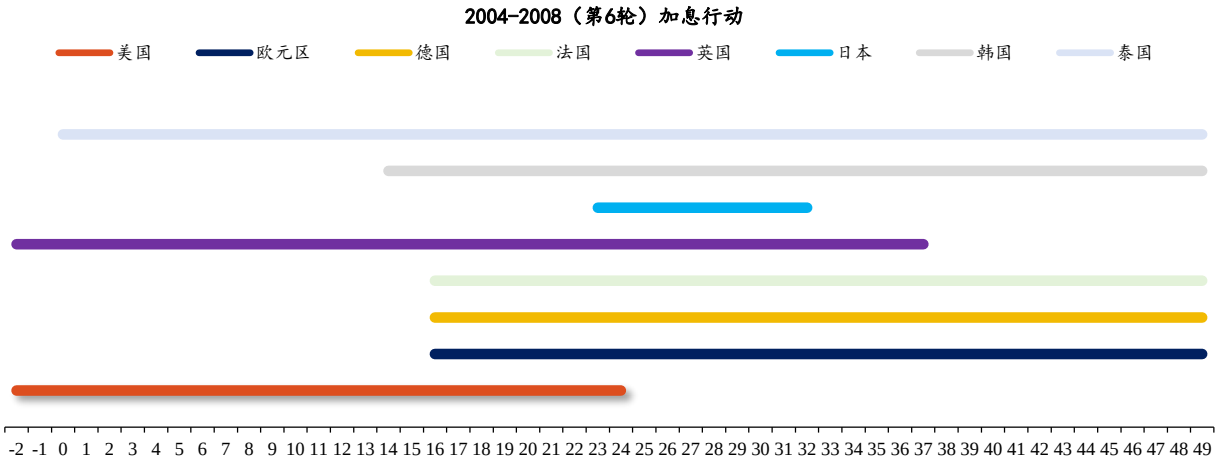
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：代表性经济体 1999-2001（第 5 轮）加息行动节奏



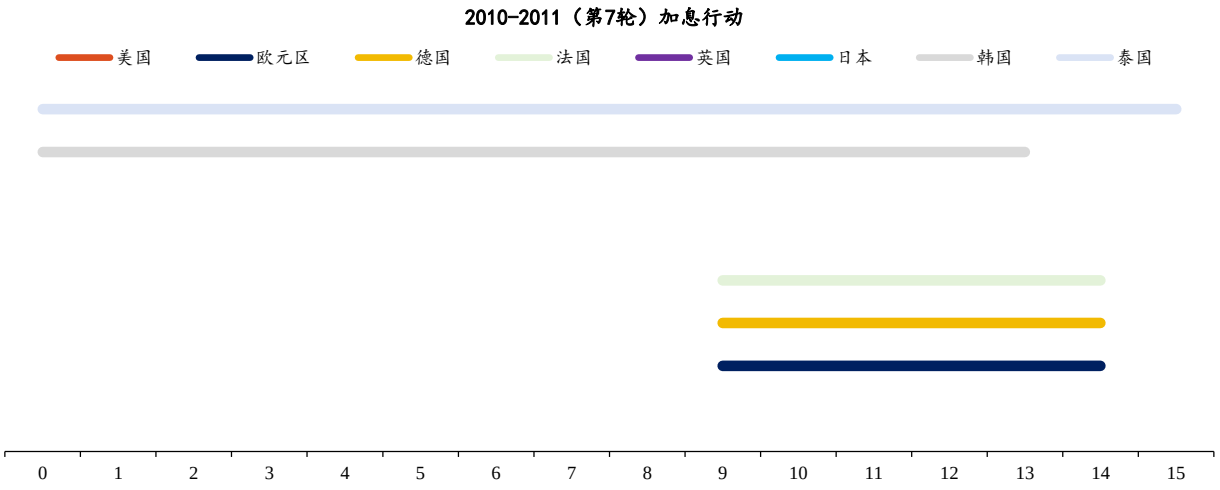
资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

图表 10：代表性经济体 2004-2008（第 6 轮）加息行动节奏



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

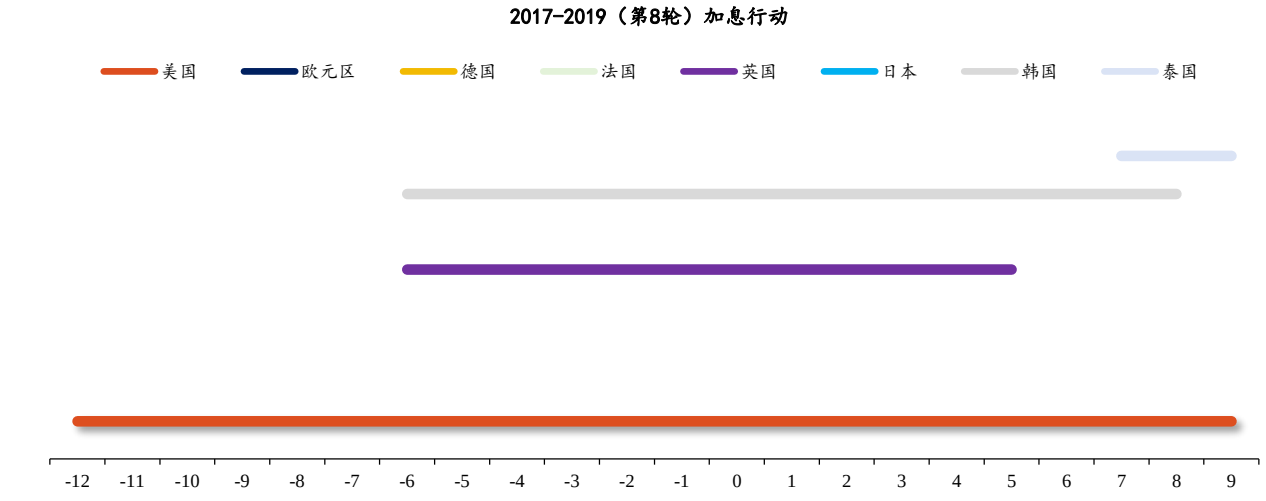
图表 11：代表性经济体 2010-2011（第 7 轮）加息行动节奏



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

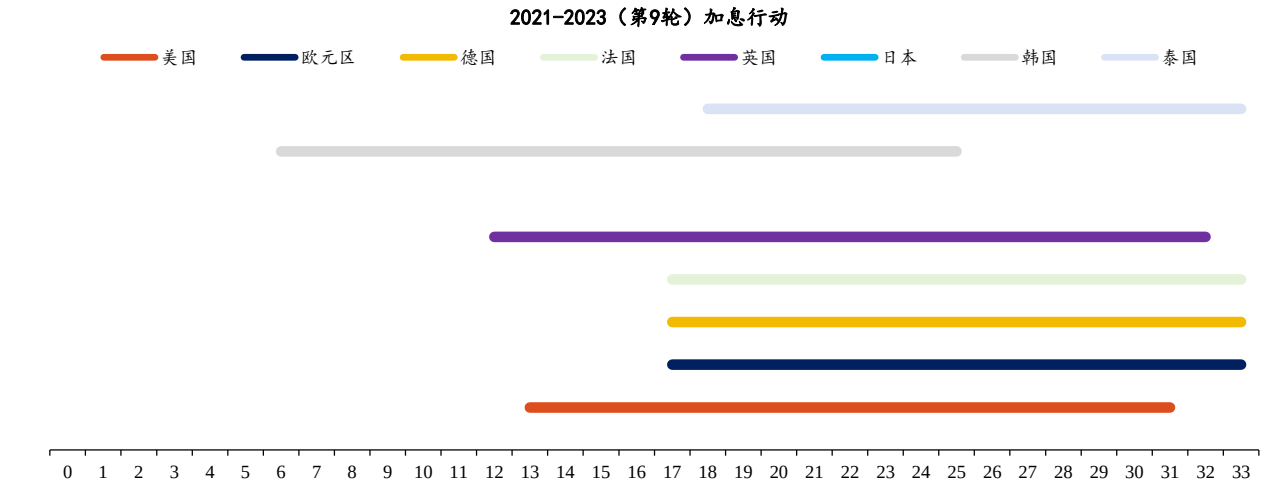
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12：代表性经济体 2017-2019（第 8 轮）加息行动节奏



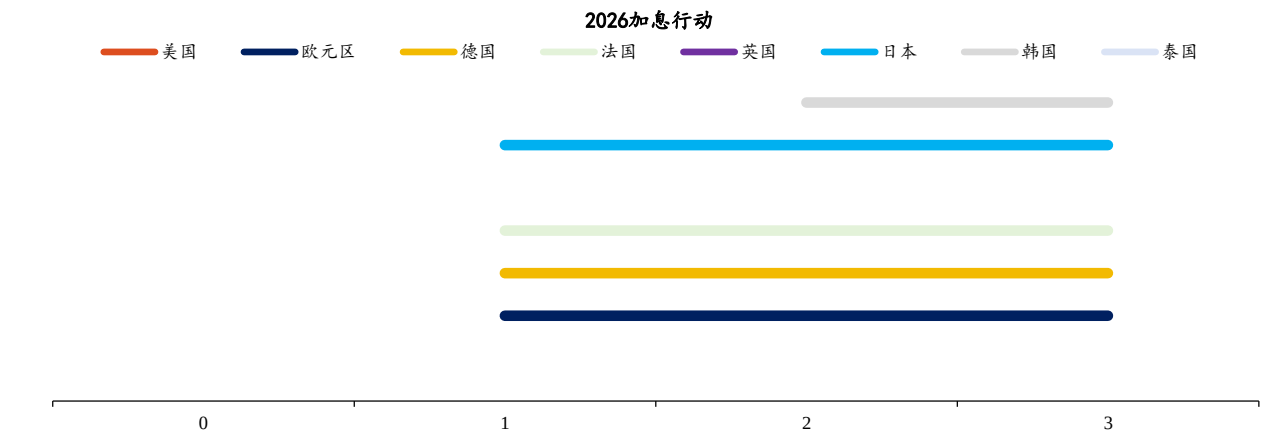
资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

图表 13：代表性经济体 2021-2023（第 9 轮）加息行动节奏



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

图表 14：代表性经济体 2026 年以来（第 10 轮）加息行动节奏



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所
注：报告数据截至 8 月底，9 月数据尚未更新，但美欧日央行已加息。

下载日志已记录，仅供内部参考

其次，我们进一步系统观察加息/降息转变时三大主要央行的牵引能力。我们将目标经济体的利率变动（3 个月移动平均）与其他经济体的净加息扩散指数（3 个月移动平均）进行交叉相关分析。其中，滞后期 *k* 代表月数：当 k>0 时，表示该经济体领先其他经济体 k 个月变动；当 k=0 时为同期变动；k<0 时则代表该经济体滞后于全球周期。通过寻找相关系数的峰值，我们可确定其最大领先（或滞后）月数。经过分析对比，我们可以发现：

（1）美国具有较强的全球政策引领效应。交叉相关结果显示，全样本下美国利率变动领先其他经济体约 **2 个月**；2000 年以来，其领先优势依然稳固。事件研究进一步印证，美国加息后，其他经济体净加息扩散指数在 3 个月达到峰值；降息后，亦在 3 个月达到谷值。这表明美国政策周期的转向对全球具有较强的引领性。

（2）美国利率变动的影响存在差异，全球经济体面对紧缩更为谨慎。我们观察图表 17 的第一张图可以发现，在美国转向加息之前（k<0），其他经济体的净加息扩散指数基本为负或接近于 0，意味着处于相对宽松区间，但一旦美国存在利率收紧的转向，该指数随即转正并在随后数月升至峰值，表明美国加息对全球政策收紧具有较为明显的触发作用；反之，在美国转向正式降息之前，其他经济体的净加息扩散指数已经为负，意味着多数经济体已经在宽松的通道中，这或许意味着，一方面全球在面临紧缩时更为谨慎，另一方面降息预期的扩散程度可能要高于加息，即市场或许更倾向于提前交易宽松。

（3）欧元区高度同步，日本存在滞后且相关性较弱。欧元区在两类样本中的领先期 k 均为 0，且相关系数极高，说明欧元区货币政策多与全球周期共振，而非单向引领。日本则存在明显滞后和弱相关，这可能与日本长期的负利率政策相关，导致其变动整体滞后于全球周期，且对其他经济体的溢出效应相对有限。

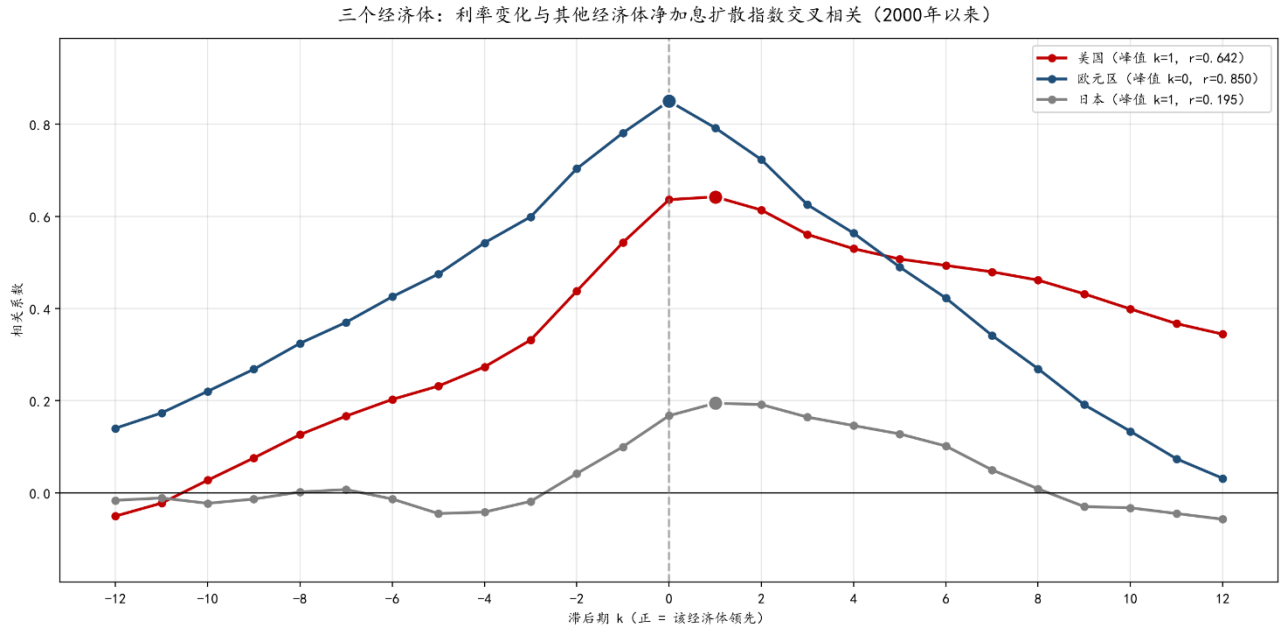
图表 15：不同样本下美欧日利率变动领先性观察——美国仍是主要的引领方

经济体	样本	数据起始	数据终止	加息事件数	降息事件数	交叉相关领先性	交叉相关系数峰值
美国	全样本	1970-02	2026-08	174	168	**2**	0.31
欧元区	全样本	1999-02	2026-08	29	30	0	0.85
日本	全样本	1970-02	2026-08	147	167	-7	0.21
美国	2000 年以来	2000-01	2026-08	40	30	**1**	0.64
欧元区	2000 年以来	2000-01	2026-08	28	29	0	0.85
日本	2000 年以来	2000-01	2026-08	11	10	1	0.19

资料来源：CEIC，东方财富证券研究所
注：数据和图表通过 Python 计算和绘制。

下载日志已记录，仅供内部参考

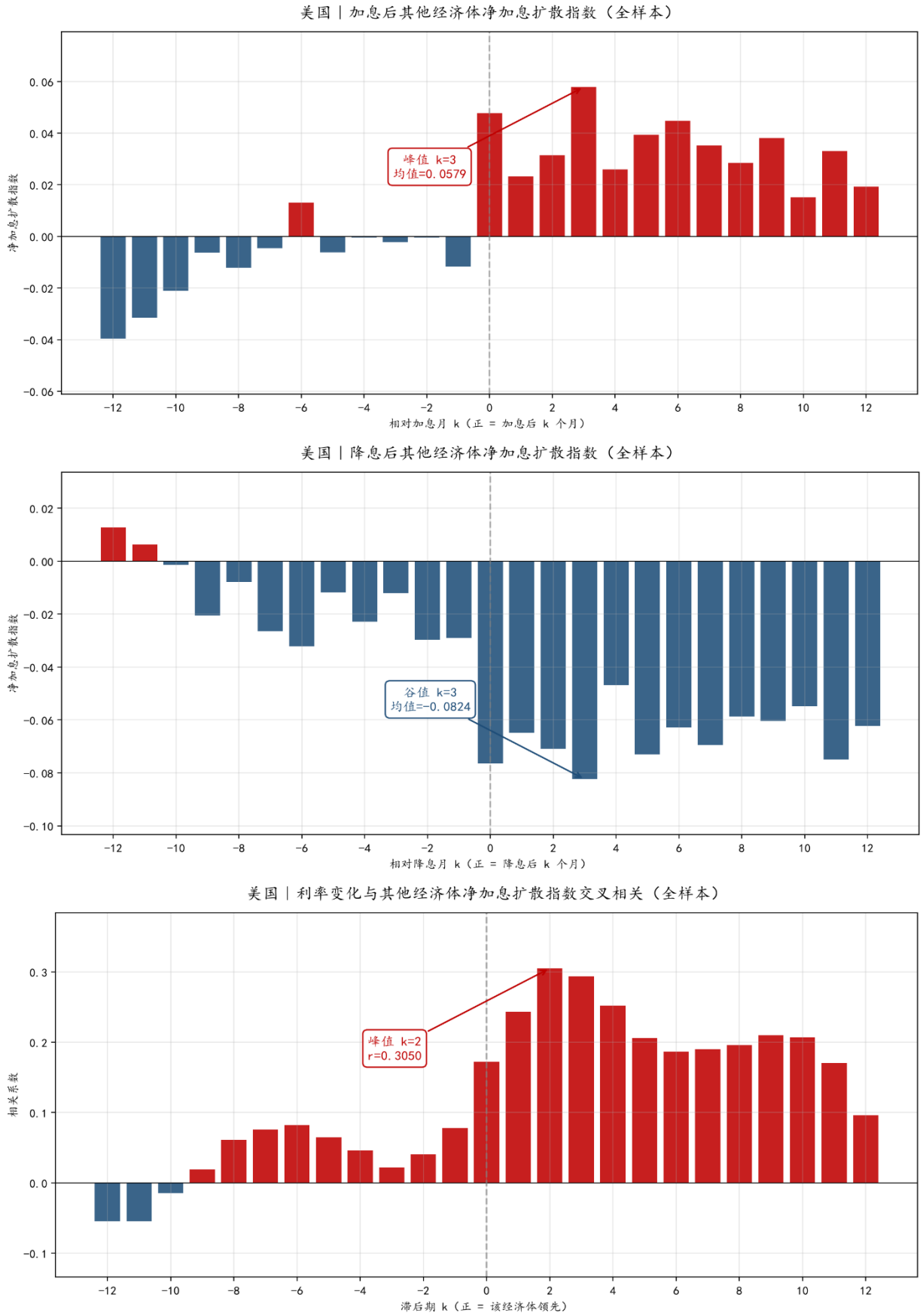
图表 16：美欧日利率变动对其他经济体的影响（2000 年以来）



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所
注：数据和图表通过 Python 计算和绘制。

下载日志已记录，仅供内部参考

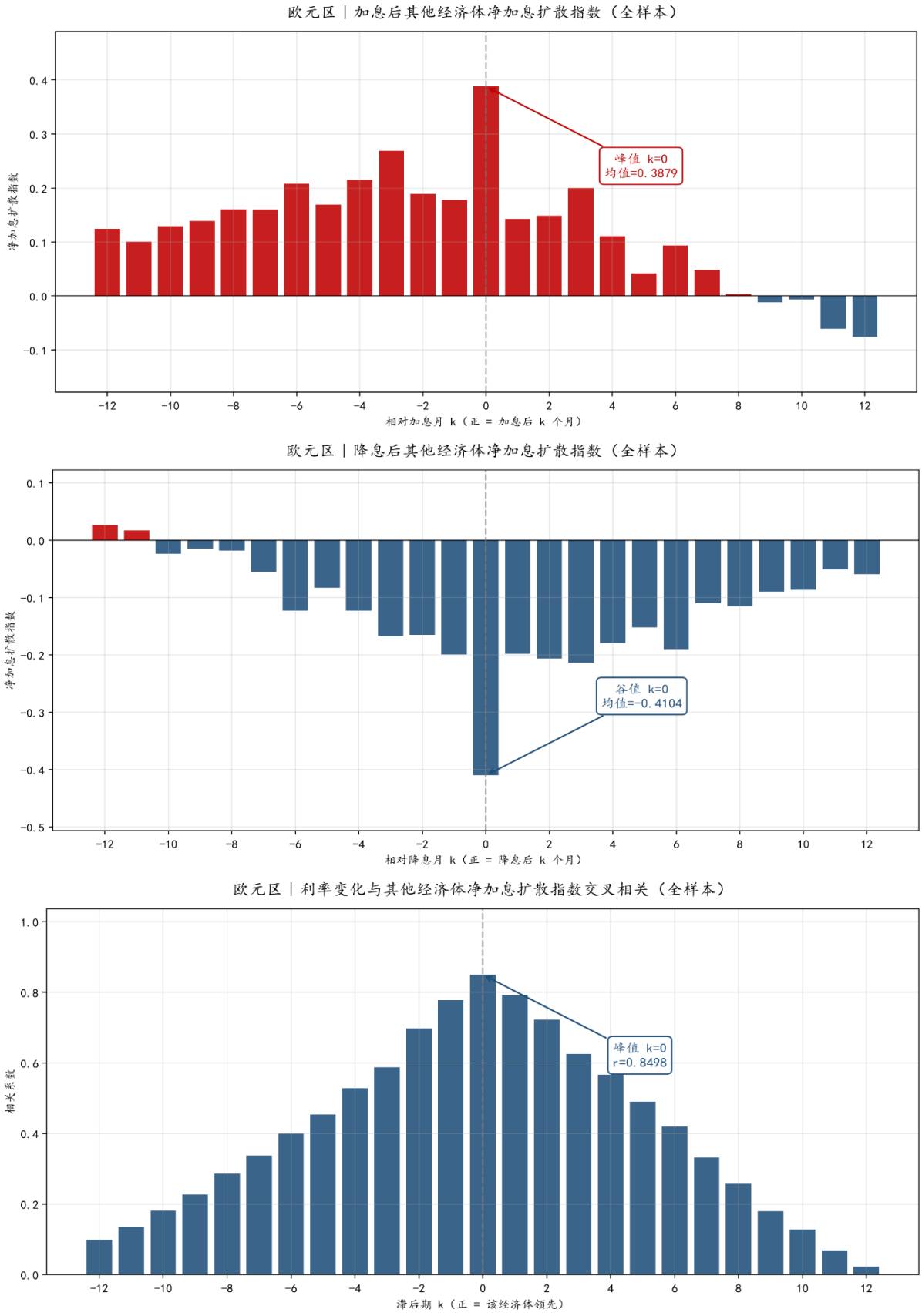
图表 17：美国加息/降息对其他经济体的利率影响（1970 年以来）



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所
注：数据和图表通过 Python 计算和绘制。

下载日志已记录，仅供内部参考

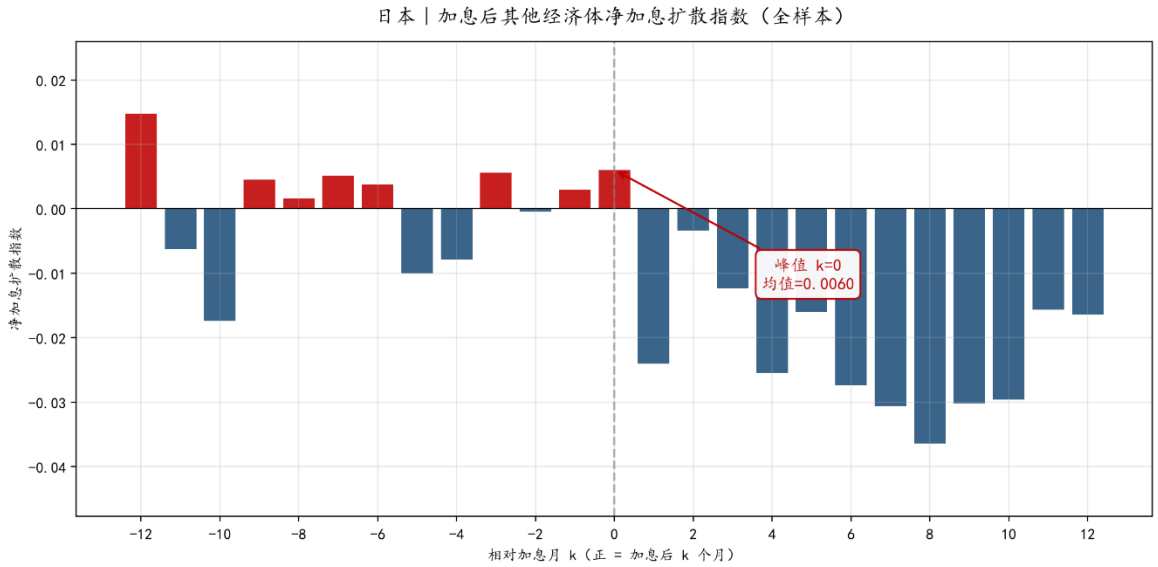
图表 18：欧洲加息/降息对其他经济体的利率影响（1999 年以来）

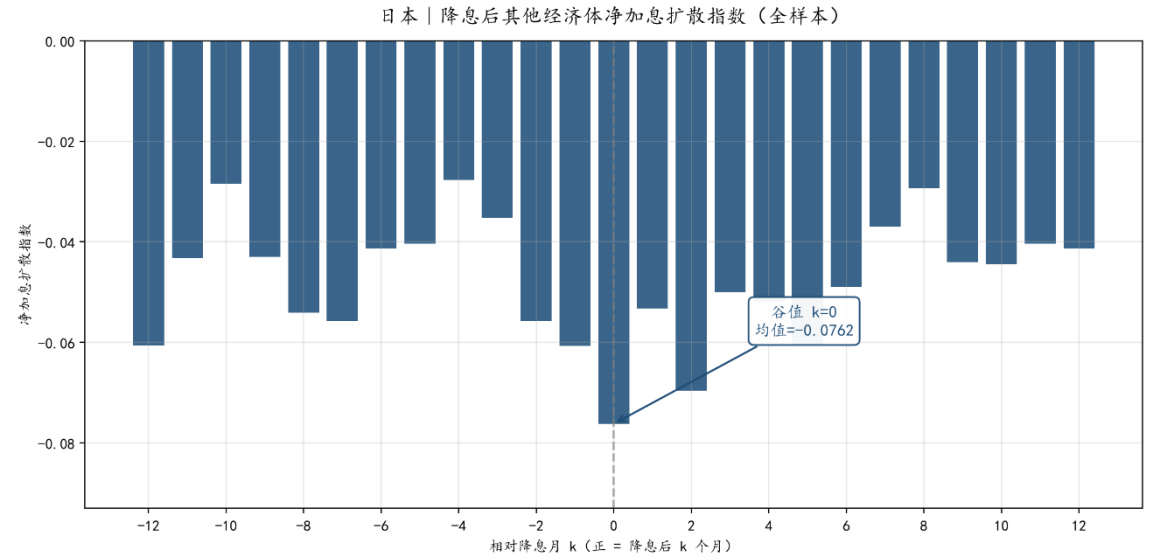


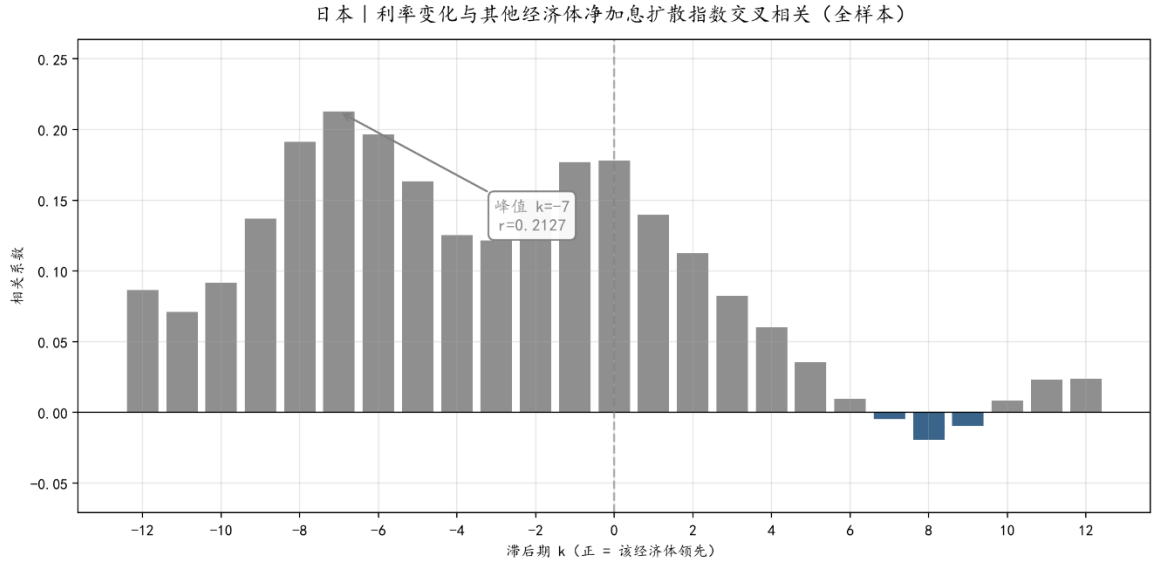
资料来源：CEIC，东方财富证券研究所
注：数据和图表通过 Python 计算和绘制。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19：日本加息/降息对其他经济体的利率影响（1970 年以来）







资料来源：CEIC，东方财富证券研究所
注：数据和图表通过 Python 计算和绘制。

下载日志已记录，仅供内部参考

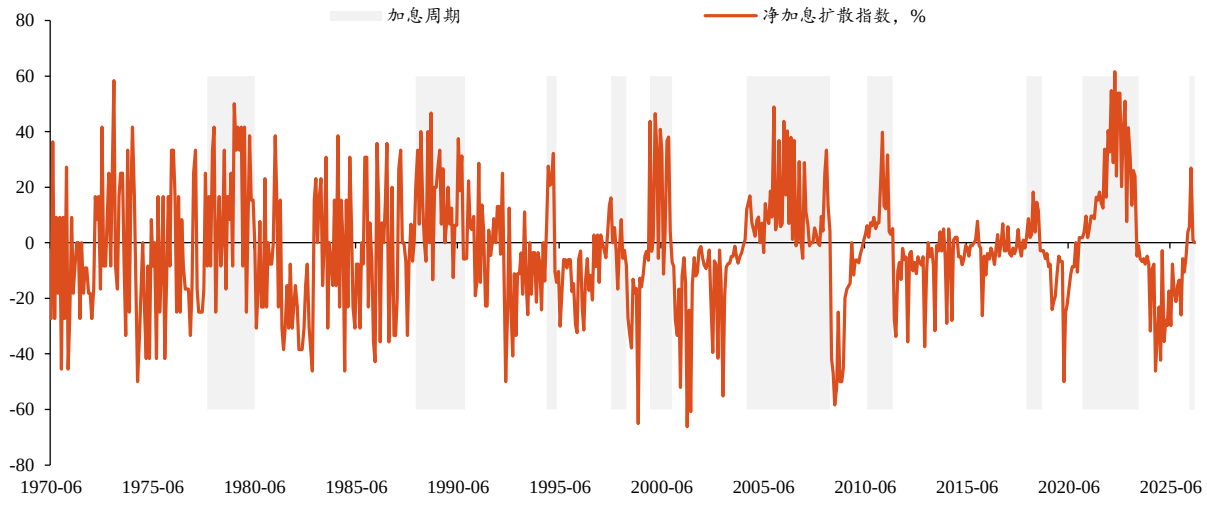
3.当前处于什么阶段？——尚未进入全面紧缩周期

今年全球净加息扩散指数有所上行，但整体高度仍明显低于此前几轮紧缩周期。2026 年 6 月净加息扩散指数出现一次较为明显的脉冲，随后快速回落，显示紧缩动能并未持续累积，即油价-通胀的传导链条是关键变量。8 月底美伊冲突再度升级后，通胀风险再抬头，9 月“超级央行周”欧美日均已加息，短期内可能同步推升净加息扩散指数，但我们认为尚未进入加速紧缩的阶段。

在此情景下，美债具备增配空间，期限利差有望收窄。我们认为前期收益率冲高存在部分定价偏差（*参考报告《美债的“危”与“机”：影响因素再校准》*），若美伊可以有所缓和，通胀预期有望随油价回落而向下收敛；沃什的确定性发言可以进一步降低此前因“战略模糊”带来的高期限溢价；此外，市场已提前计价加息预期，长端美债配置具备性价比。

后续需重点关注三大变量。一是，美伊战事与美国中期选举带来的政策不确定性。美伊战事或是当前的关键矛盾，事实上在 6 月部分经济体加息落地之后，随着 MOU 的签署，整体加息压力已有所回落，但伴随着矛盾再度升级，通胀压力上升迫使主要央行在增长放缓与通胀反弹之间做出更艰难的政策权衡；此外，美国中期选举面临较大不确定性，且美伊战事与此进程相关，可能影响财政、债务上限博弈以及全球利率路径与资产定价。**二是，日本退出零利率后息差的演绎趋势。**与此前不同，日本已退出零利率政策且加息概率走高，美日息差变化对套息交易及资金流向形成潜在冲击，一旦套息交易出现大规模平仓，可能引发日元快速升值、全球流动性收紧与风险资产波动加剧。**三是，AI 产业对利率走势的潜在影响。**AI 相关融资需求与资本市场波动，可能影响央行对金融条件和利率路径的判断。

图表 20：相比于此前的加息周期，当前的净加息扩散指数并不高



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所
注：阴影为 10 轮紧缩周期。

下载日志已记录，仅供内部参考

4.风险提示

1、地缘政治变化超预期：警惕中东局势、主要产油国政策或全球贸易摩擦的再度升级，可能通过能源价格、供应链成本和风险偏好等渠道冲击通胀预期与经济增长前景，从而改变美联储货币政策路径。

2、美联储经济政策超预期：美国通胀、就业等关键数据可能大幅波动或经统计修订后显著改变政策判断依据；FOMC 内部博弈的不确定性亦可能使最终利率决议与市场基准预期产生方向性偏离，对全球资产定价带来系统性扰动。

3、历史数据测算的局限性：历史数据样本区间跨度大，部分经济体早期数据存在统计口径差异、缺失值或修订问题，可能影响净加息扩散指数的精确度；同时，交叉相关与事件研究仅刻画历史平均关系，无法完全反映当前结构性变化与政策非线性反应，结论可能存在一定局限性。



下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

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，报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。

投资评级说明

报告中所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为以报告发布日后的 3-12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅介于 15%～5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上。

免责声明

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。
本报告由本公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告信息均来源于公开资料或本公司认为可靠的资料，但本公司对该等信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映报告出具日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。
本报告所载的盈利预测、评级、估值等观点，均基于特定的假设和前提条件，不构成所述证券买卖的出价或征价，亦不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。
在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户需充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
在法律允许的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等服务。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。