仅供内部参考，请勿外传

方正证券 FOUNDER SECURITIES

正 在 你 身 边

证券研究报告 |策略研究 | 2026年10月22日

策略团队·专题策略报告

如何交易美联储加息？

分析师 袁稻雨 登记编号：S1220525120005

刘力维 登记编号：S1220526030002



仅供内部参考，请勿外传

报告摘要

1.复盘过去四轮美国加息周期，共有三种交易模式——滞胀交易、衰退交易、复苏交易。加息周期的上半场通常会出现滞胀交易或复苏交易，加息时的通胀水平是核心变量。滞胀交易通常伴随PMI触顶回落、过热的经济环境。滞胀交易包含两种情形：深滞胀、浅滞胀，二者的区别主要在于通胀水平是否可控、经济是否存在支撑。**复苏交易通常伴随PMI改善和CPI修复，**全球经济复苏预期升温和产业趋势是驱动复苏交易的两种方式。

2.衰退交易通常发生在加息周期的后期，在较高的起点利率与更大的加息幅度下出现。并非所有的加息周期都会伴随衰退交易。加息幅度扩大叠加产业趋势终结，往往会引发“深衰退”；而衰退背景下降息预期升温和产业趋势通常支撑经济呈现“浅衰退”。

3.滞胀交易时期大类资产表现为“商>债>股”，美元指数在滞胀时期表现较其他两种交易情形较弱。深滞胀下美债收益率表现明显较好；浅滞胀下商品表现更加突出。**复苏交易下大类资产表现为“商>股>债”。**经济全面复苏形成共识下，商品与股市会有更好表现。**衰退交易期间，美债领涨，商品承压；**深衰退交易期间，美债表现一枝独秀。浅衰退下，黄金和股市甚至不跌反涨。

4.美联储加息对A股不一定是利空，A股的表现取决于分子端的强弱。美国加息周期中，滞胀交易情形下A股表现相对较好；加息的利空在首次加息后一个月左右比较显著（1997年一次性加息除外）。一个月后，分子端对A股的影响更加显著，加息的影响逐渐钝化。风格方面，**以金融和消费为代表的价值风格表现较好。当前A股分子端仍然偏弱，后续预计依然承压，需关注政策对经济基本面的托举力度。**

5.当前美联储已经进入加息周期，后续预计仍有2-3次加息，但整体加息空间有限。AI叙事螺旋上升、宏观环境与劳动力市场分化叠加通胀预期回落，我们预计2027年美联储在2-3次加息后将有很长时间的加息停滞。后续加息周期中大概率会出现以下两种交易情形：1）由产业趋势驱动的复苏；2）浅滞胀，基本不会出现深滞胀甚至衰退预期。**大类资产未来表现来看，商品预计表现较好，若PMI延续上行，则美股表现较好；若PMI回落，美债将有不错表现。**

风险提示：全球宏观环境超预期波动；中美贸易摩擦加剧风险；地缘政治加剧风险；美联储政策转向；对政策的理解可能存在偏差；历史经验不代表未来，仅供参考；产业进展不及预期等。

仅供内部参考，请勿外传

目录

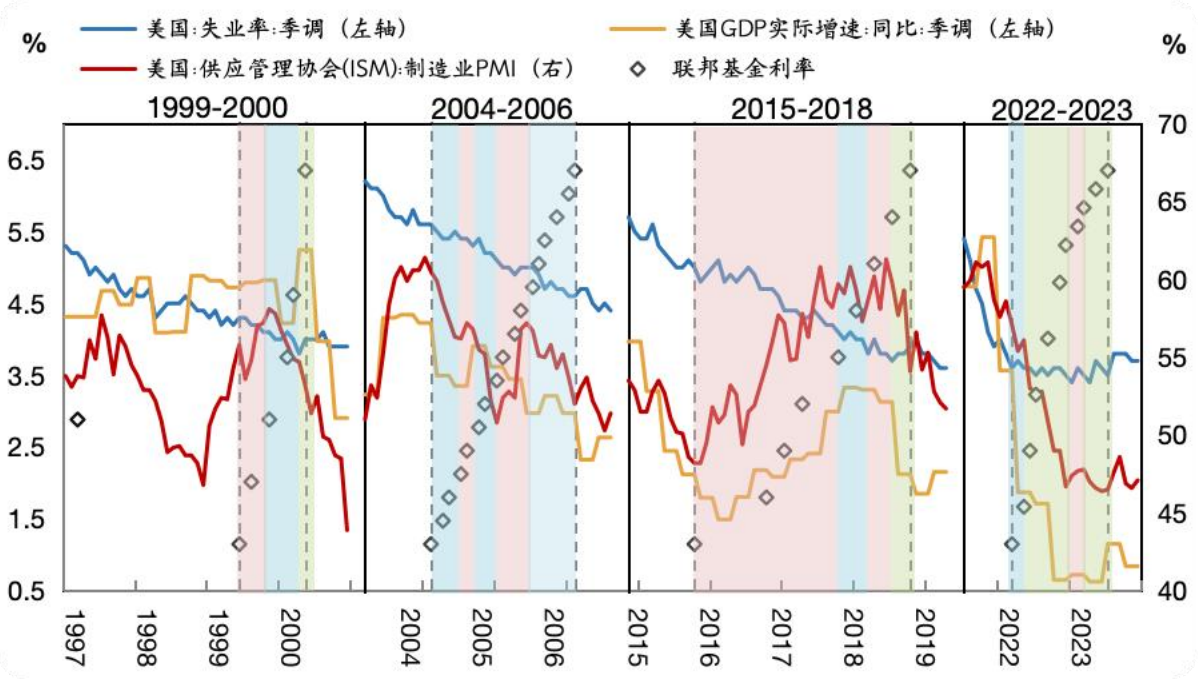
- 美联储加息周期中的阶段划分与各类型交易复盘
- 各类型交易下大类资产有何表现?
- 美联储加息周期下A股有何表现?
- 当前美联储加息交易模式与大类资产展望

仅供内部参考，请勿外传

1997年以来美联储共经历过一次单独加息和四轮连续加息周期

- **1997年以来美国共经历四轮加息，分别为由1999年6月、2004年6月、2015年12月和2022年3月开启的加息周期。1997年比较特殊，仅经历一次性加息。**加息周期中共有三种交易模式——复苏交易、滞胀交易与衰退交易。复苏交易的开启通常伴随PMI回暖与CPI修复；滞胀交易通常伴随PMI触顶回落、过热的经济环境（通胀居高不下、更高的居民杠杆水平、更高的期限利差和更高的实际利率缺口）。较高的起点利率与更大的加息幅度往往是衰退交易的催化剂，但并非所有的加息周期都会伴随衰退交易。

图表：1997年以来美国经历了完整的4轮加息周期



图表：1997年以来美国共经历过4轮加息周期总览

加息周期	开始日期	结束日期	持续时间(月)	起始利率(%)	结束利率(%)	累计加息(bp)	加息次数
1997	1997/3/25	-	-	5.25	5.5	25	1
1999-2000	1999/6/30	2000/5/16	11	4.75	6.5	175	6
2004-2006	2004/6/30	2006/6/29	24	1	5.25	425	17
2015-2018	2015/12/17	2018/12/20	36	0.25	2.5	225	9
2022-2023	2022/3/17	2023/7/27	16	0.25	5.5	525	11

资料来源：wind、方正证券研究所（注：起始利率为首次加息前的目标利率，2015-2018与2022-2023均为目标基金利率区间上限；蓝色为滞胀交易、绿色为衰退交易、红色为复苏交易）

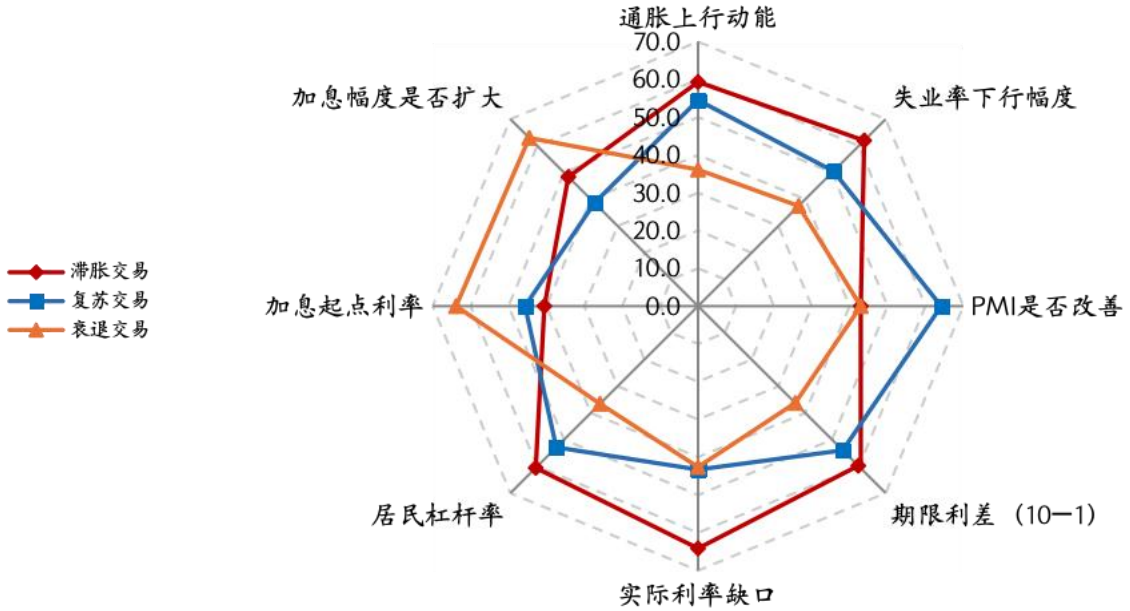
仅供内部参考，请勿外传

加息周期当中各种交易的影响变量

方正证券 FOUNDER SECURITIES 正 在 你 身 边

- **加息的时点（领先或滞后于通胀）、起点利率水平、加息幅度、居民杠杆率、实际利率缺口、期限利差、通胀是否上行以及就业水平都会影响市场三种交易模式的转换。**
- **加息周期的开端通常会出现滞胀交易或复苏交易，加息时的通胀水平是核心变量。**1999年6月和2015年12月开启加息周期，但由于加息开始时所处的通胀水平更低，加息的时点领先于通胀，因此加息开始时伴随复苏交易。而2004年6月和2022年3月加息周期开始时，通胀水平居高不下，经济环境整体过热，因此后续呈现滞胀交易。衰退交易通常出现在加息周期的后期。

图表：加息周期当中各种交易的影响变量



图表：加息周期开始时的宏观背景与美联储表态梳理

首次加息时间	美联储议息会议声明	CPI（非季调）同比（%）	核心PCE同比（%）	失业率：季调（%）
1999年6月	劳动力市场持续趋紧，金融市场的压力已大幅缓解，国外经济趋于稳固，美国经济活动也以较快的速度持续增长。	2.0	1.4	4.3
2004年6月	货币政策立场仍保持宽松，并且结合生产率的强劲基础增长，持续为经济活动提供支持。	3.3	2.1	5.6
2015年12月	经济活动正以适度步伐扩张,劳动力资源的闲置程度已明显降低。通胀率仍持续低于委员会2%的长期目标。	0.7	1.2	5.0
2022年3月	经济活动和就业指标持续走强，通胀仍处高位，反映出与疫情相关的供需失衡、能源价格上涨以及更广泛的价格压力。	8.5	5.6	3.6

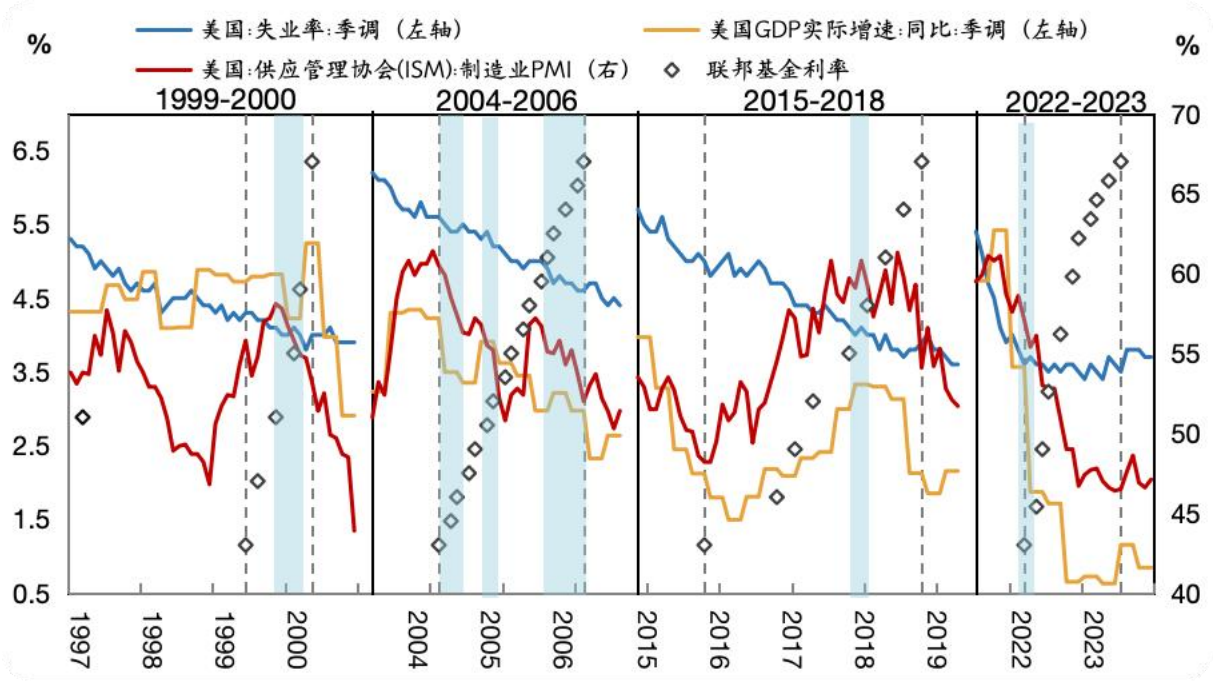
资料来源：wind、美联储、方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

滞胀交易的触发因素

- **滞胀交易时期经济表现为小幅温和降温，制造业PMI拐头向下，失业率通常走低，通胀担忧不断升温。**
- **情形①：对应“浅滞胀”，供给冲击主导定价，通胀水平仍总体可控，经济仍有韧性。**其触发因素为关税等外部因素冲击导致油价因供给受限而快速攀升并推高通胀预期，如1999年11月、2004年6月和2005年2月、2017年12月。
- **情形②：对应“深滞胀”，油价供给冲击，通胀水平相对失控，美联储抗通胀加息从而引发衰退。**触发因素为：1）美联储对抗通胀问题的态度坚决；2）经济无支撑，如2005年11月和2022年3月。

图表：1997年以来滞胀交易通常伴随经济基本面回落



图表：1997年以来滞胀交易触发因素梳理

滞胀交易	触发因素	制造业PMI&就业	通胀水平
1999.11-2000.05	OPEC通过联合减产协议	制造业PMI：58.1→53.2 失业率：维持4%水平	CPI：2.6%→3.2% 核心PCE：1.5%→1.7%
2004.06-2004.11	伊万飓风袭击墨西哥湾	制造业PMI：60.5→56.2 失业率：5.6%→5.4%	CPI：3.3%→3.5% 核心PCE：2.1%→2.0%
2005.02-2005.04	原油增产空间受限；得克萨斯城炼油厂爆炸	制造业PMI：55.5→52.2 失业率：5.4%→5.2%	CPI：3.0%→3.5% 核心PCE：2.2%→2.1%
2005.11-2006.06	高油价挤压消费；美国房地产周期转入下行	制造业PMI：56.7→52 失业率：5%→4.6%	CPI：3.5%→4.3% 核心PCE：2.3%→2.6%
2017.12-2018.03	开始对全球加征贸易关税	制造业PMI：59.7→59.3 失业率：4.1%→4%	CPI：2.1%→2.4% 核心PCE：1.6%→1.9%
2022.03-2022.05	俄乌冲突及对俄制裁升级；上海疫情	制造业PMI：57.1→56.1 失业率：维持3.6%水平	CPI：8.5%→8.6% 核心PCE：5.6%→5.2%

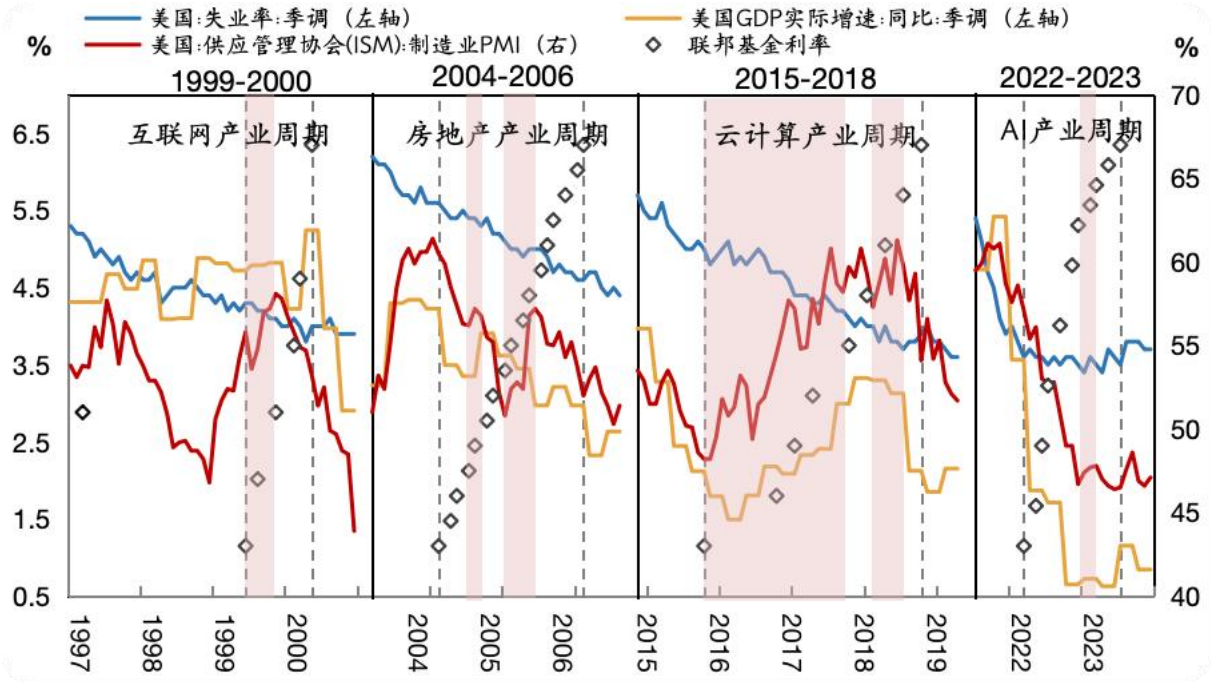
资料来源：wind、新华网、中国青年报、Globenewswire、淘金网、潇湘晨报、中国石油报、胶东在线、和讯中金网、经济参考报、方正证券研究所（注：联邦基金利率高度无刻度含义、只观测加息节奏）

仅供内部参考，请勿外传

复苏交易的触发因素

- **复苏交易通常发生在经济“软着陆”时期，PMI回暖，失业率普遍回落，经济阶段性回暖。**
- **情形①对应全球经济预期修复驱动的复苏。**其触发因素为：主要经济体复苏预期升温，如1999年泰铢贬值后泰国经济刺激落地；2015年中国下调购房首付比例、日本央行引入负利率等；2022年中国防疫松绑等。该情形中通胀水平实现较强修复。
- **情形②对应产业趋势驱动的复苏。**其触发因素为产业趋势驱动经济数据超预期回暖，如1999年的科技互联网、2004年底开启的房地产周期、2005年地产周期的延续、2018年的云计算，该情形下通胀水平可能回落。

图表：1997年以来复苏交易通常伴随产业周期的驱动



图表：1997年以来复苏交易时期触发因素梳理

复苏交易	触发因素	经济增速&就业	通胀水平
1999.06-1999.11	TheStreet.com上市首日大涨；泰国经济刺激政策落地	制造业PMI：55.8→58.1 失业率：4.3%→4.1%	CPI：2.0%→2.6% 核心PCE：1.4%→1.5%
2004.11-2005.01	HUD提高“两房”住房融资目标	制造业PMI：56.2→56.8 失业率：4.3%→4.1%	CPI：3.5%→3.0% 核心PCE：2.1%→2.2%
2005.05-2005.10	美国房地产繁荣延续，汽车促销政策落地	制造业PMI：50.8→57.2 失业率：5.1%→5%	CPI：2.8%→4.3% 核心PCE：2.2%→2.3%
2015.12-2017.12	新兴市场经济转暖	制造业PMI：48.2→59.7 失业率：5%→4.2%	CPI：0.7%→2.1% 核心PCE：1.2%→1.6%
2018.03-2018.09	云计算Capex不断扩张	制造业PMI：59.3→59.8 失业率：4%→3.7%	CPI：2.4%→2.3% 核心PCE：1.9%→2.0%
2022.12-2023.03	中国防疫转向，欧洲进口能源替代渠道拓展	制造业PMI：46.7→47.8 失业率：维持3.5%水平	CPI：6.5%→5.0% 核心PCE：5.0%→4.8%

资料来源：wind、internetnews、人民日报、金融读书会、新浪财经、新华网、财联社、国家卫健委、欧洲时报、方正证券研究所（注：联邦基金利率高度无刻度含义、只观测加息节奏）

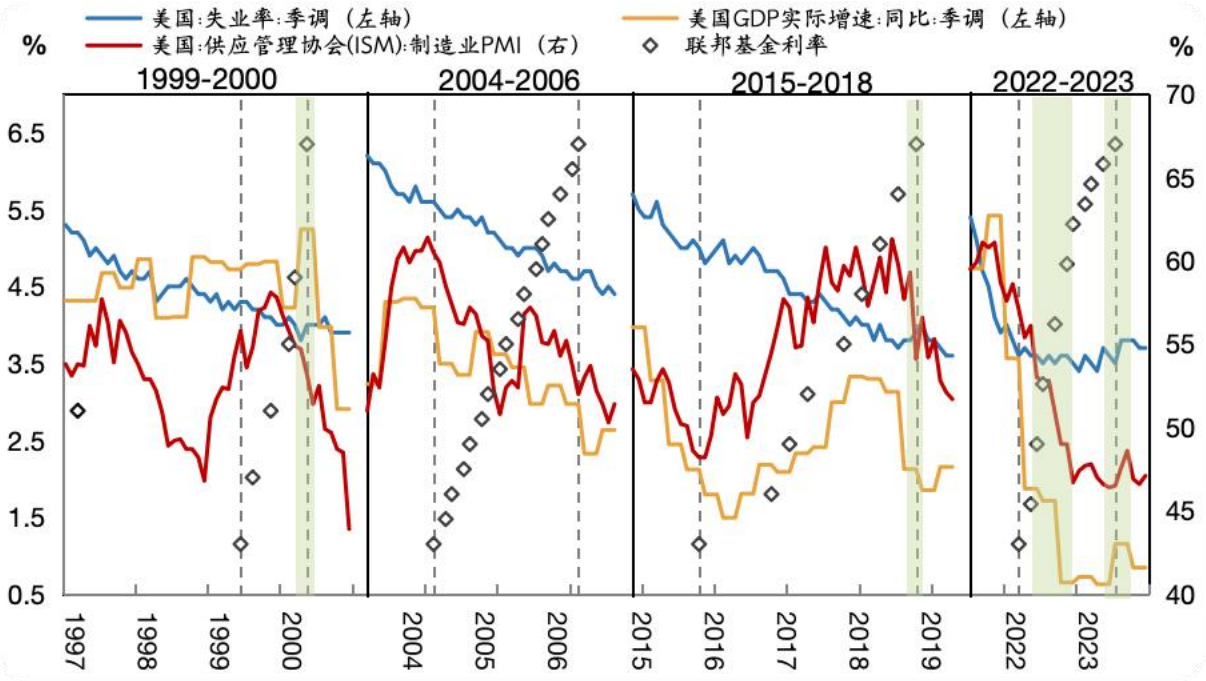
仅供内部参考，请勿外传

衰退交易的触发因素

方正证券 FOUNDER SECURITIES 正 在 你 身 边

- **衰退交易通常发生在加息周期的下半场，此时PMI持续回落，失业率不再走低，通胀水平得到有效缓和，经济快速大幅降温。**
- **情形①对应“深衰退”，**其触发因素为：1）产业趋势演绎终结或经济失速下行；2）美联储加大加息幅度以压制通胀；3）美联储未及时调整政策并延续加息加剧衰退交易，如2000年5月和2022年5月。
- **情形②对应“浅衰退”，**其触发因素为：1）出现重大系统性风险或经济失速下行；2）市场很快定价降息或经济存在支撑，如2018年10月和2023年3月。

图表：1997年以来衰退交易通常伴随重大系统性风险或加息幅度走扩



图表：1997年以来衰退交易触发因素梳理

衰退交易	触发因素	经济增速&就业	通胀水平
2000.05-2000.12	微软被裁定违反反垄断法&Boo.com融资失败，互联网泡沫破裂	制造业PMI：53.2→43.9 失业率：4%→3.9%	CPI：3.7%→3.4% 核心PCE：1.7%→1.9%
2018.10-2018.12	美国联邦政府部分停摆、中国去杠杆拖累需求、中美贸易摩擦持续	制造业PMI：57.7→54.1 失业率：3.8%→3.9%	CPI：2.5%→1.9% 核心PCE：1.9%→2.0%
2022.05-2022.12	中国疫情反复与欧洲能源短缺	制造业PMI：56.1→46.7 失业率：3.6%→3.5%	CPI：8.6%→6.5% 核心PCE：5.2%→5.0%
2023.03-2023.07	硅谷银行爆雷；瑞银在政府支持下宣布收购瑞信	制造业PMI：47.8→46.5 失业率：维持3.5%水平	CPI：5.0%→3.2% 核心PCE：4.8%→4.3%

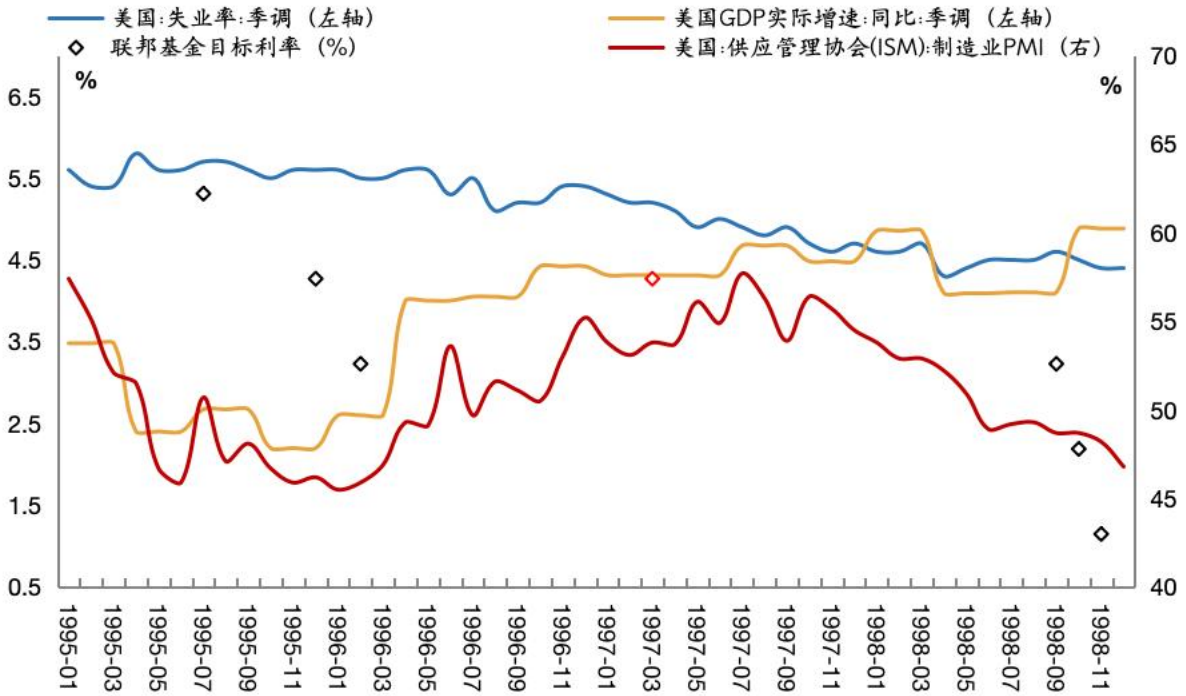
资料来源：wind、新浪科技、三联生活周刊、人民日报海外版、新华网、国家统计局、新华社、UBS、方正证券研究所（注：联邦基金利率高度无刻度含义、只观测加息节奏）

仅供内部参考，请勿外传

1997年一次性加息的始末

➢ **1997年的加息是典型“一次性”预防式加息。**加息前，由于美国经济增长出现放缓，为了预防经济衰退而进行的预防式降息。加息后，由于亚洲金融危机的爆发、俄罗斯债务违约、金融机构LTCM倒闭等事件迫使美联储政策再度转向宽松。1997年3月加息后，美国经济韧性仍存、工资与物价涨幅水平相对温和，通胀水平可控，因此并未连续加息。

图表：1997年一次性加息处于降息周期当中



图表：1997年加息前后美联储表态梳理

时间	美联储表态	利率决议
1995年7月6日	1994年初以来实施的货币紧缩已使通胀压力充分消退，因此具备适度调整货币条件的空间	降息25bp
1995年12月19日	7月货币政策放松以来，通胀比预期更为有利	降息25bp
1996年1月31日	近月来经济扩张放缓，降低了未来潜在的通胀压力。由于价格和成本趋势已受到抑制，货币政策的轻微放松与控通胀和可持续增长目标是一致的	降息25bp
1997年3月25日	持续强劲的需求正在逐步提高经济出现通胀失衡的风险，可能最终损害长期经济扩张；本次调整旨在通过维持低通胀环境，提高当前经济扩张持续的可能性。	加息25bp
1998年9月29日	海外经济疲态加剧，国内金融条件收紧，为缓冲对美国经济增长的负面影响，小幅放松货币政策，在低通胀环境下支撑经济持续扩张。	降息25bp
1998年10月15日	放贷机构日益谨慎以及金融市场持续不稳定，可能在未来对总需求形成抑制。	降息25bp
1998年11月17日	尽管金融市场状况自10月中旬以来已经明显趋稳，但异常压力仍然存在。	降息25bp

资料来源：wind、美联储、方正证券研究所（注：联邦基金利率高度无刻度含义、只观测加息节奏）

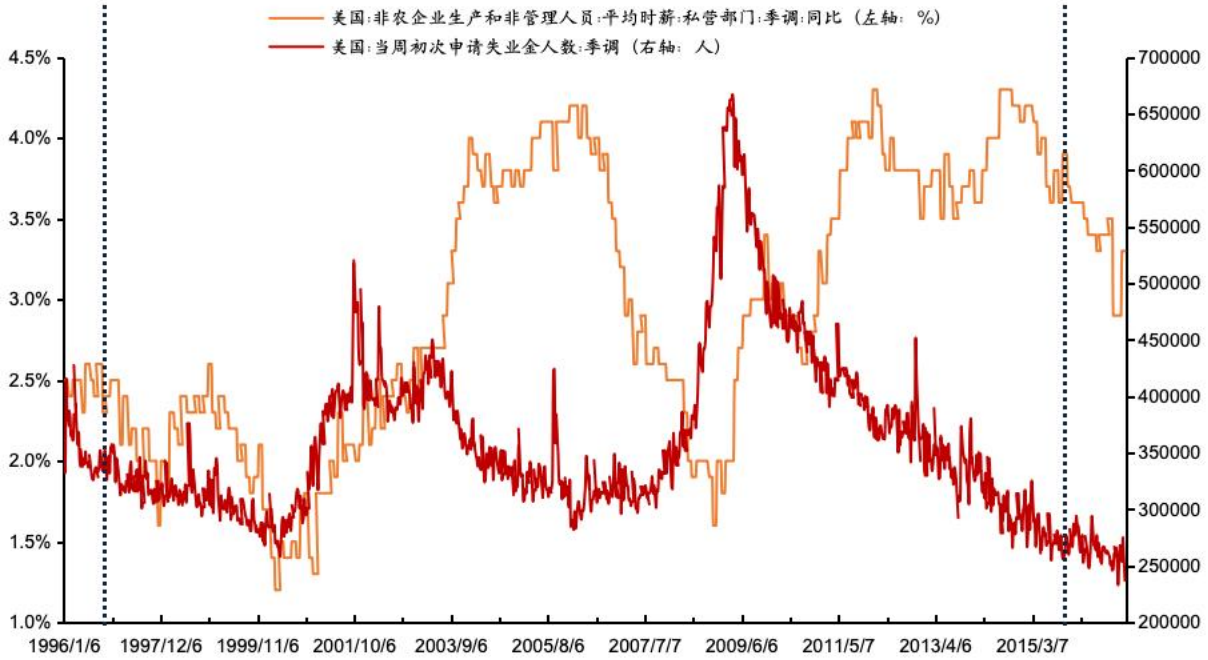
仅供内部参考，请勿外传

1997年加息源于劳动力市场过热

方正证券 FOUNDER SECURITIES 正 在 你 身 边

- **1997年3月的加息源于劳动力市场过热，但通胀整体可控。**1997年初当周初请失业金人数持续下降，非农部门平均时薪不断上涨，劳动力市场过热是加息的主因。这与2015年底开启的加息相似，2015年底美联储加息25BP后，时隔近一年才开启了第二次加息。1997年3月与2015年底两次加息时，初请失业金人数均位于相对低位，同时非农部门时薪同比增速处于高位，均反映劳动力市场边际过热，但通胀水平分别处于回落趋势和极低位置，通胀水平整体可控。但由于1998年亚洲金融危机的出现，反而使得美联储转向降息，而2016年全球伴随经济复苏，美联储直到2016年底才再次进行加息。

图表：1997年3月的加息与2015年底类似，均源于劳动力市场过热



图表：1997年3月的加息与2015年底通胀环境均相对可控



仅供内部参考，请勿外传

目录

- 美联储加息周期中的阶段划分与各类型交易复盘
- 各类型交易下大类资产有何表现?
- 美联储加息周期下A股有何表现?
- 当前美联储加息交易模式与大类资产展望

仅供内部参考，请勿外传

滞胀交易中的利好资产

- **滞胀交易下，大类资产表现为“商>债>股”，“债券+商品”的多头组合占优。**
- 情形①下，商品“胀”的定价直接反映资源短缺的现实压力，但此时经济仍具韧性，通胀水平整体相对可控，整体呈现“浅滞胀”。情形①下，商品表现较为突出，美债收益率与美股相对偏弱。
- 情形②在原油供给冲击且供应链遭到扰动的影响下，同时经济缺乏产业趋势的支撑，通胀水平大幅升温约束了美联储的降息路径，进而形成了“深滞胀”。深滞胀下，美债的表现明显较好。

图表：加息周期中滞胀交易阶段，大类资产表现“商>债>股”

类别	情形	开始时间	截至时间	标普500	道琼斯工业指数	纳斯达克	铜	黄金	原油	10Y美债收益率	美元指数
滞胀交易	情形①浅滞胀	1999年11月16日	2000年5月15日	4.2%	0.4%	12.1%	10.5%	-8.2%	36.9%	0.9%	9.8%
		2004年6月30日	2004年11月9日	2.5%	-0.3%	0.4%	17.3%	10.3%	41.3%	-9.8%	-5.8%
		2005年2月2日	2005年4月30日	-2.7%	-3.4%	-7.1%	4.2%	2.5%	12.7%	1.5%	1.2%
		2017年12月14日	2018年3月21日	1.8%	0.4%	6.8%	0.3%	6.3%	14.0%	22.7%	-4.0%
	情形②深滞胀	2005年11月1日	2006年6月29日	5.5%	7.2%	2.6%	98.2%	21.8%	13.3%	14.1%	-4.6%
		2022年3月17日	2022年5月4日	-1.3%	0.0%	-3.5%	-5.6%	-1.7%	16.2%	34.0%	4.2%
	平均	总		1.6%	0.7%	1.9%	20.8%	5.2%	22.4%	10.6%	0.1%
		情形①		1.4%	-0.7%	3.0%	8.1%	2.7%	26.2%	3.8%	0.3%
		情形②		2.1%	3.6%	-0.5%	46.3%	10.1%	14.8%	24.0%	-0.2%

资料来源：wind、方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

复苏交易中的利好资产

- **复苏交易下，大类资产表现为“商>股>债”。**整体来看，在全球经济复苏共振的背景下，需求的回暖带动商品价格大幅走高，同时经济复苏预期升温带动风险偏好回暖，美股也有不错的表现。
- 情形①在经济全面复苏形成共识下，商品与美股的涨幅相对情形②较高，美债收益率的表现相对偏弱。
- 情形②下，股市的上涨主要通过产业趋势来贡献，由于经济复苏预期未形成全面共识，因此美股的上涨幅度相对有限，同时商品的涨幅也不如情形①，但情形②中美债收益率表现较情形①中更好。

图表：加息周期中复苏交易阶段，大类资产表现“商>股>债”

类别	情形	开始时间	截至时间	标普500	道琼斯工业指数	纳斯达克	铜	黄金	原油	10Y美债收益率	美元指数
复苏交易	情形①全球经济预期修复驱动的复苏	1999年6月30日	1999年11月15日	3.2%	-0.5%	21.9%	9.7%	10.8%	52.6%	-0.1%	-2.3%
		2015年12月17日	2017年12月13日	28.4%	38.5%	35.6%	40.4%	13.6%	38.9%	2.2%	-5.0%
		2022年12月15日	2023年3月22日	-1.5%	-5.7%	4.5%	4.0%	7.6%	-8.7%	-1.3%	-1.0%
	情形②产业趋势驱动的复苏	2004年11月10日	2005年1月31日	1.5%	1.0%	0.9%	4.5%	-3.7%	3.0%	-2.3%	-0.7%
		2005年5月3日	2005年10月31日	3.9%	1.8%	9.9%	31.6%	6.3%	8.8%	8.8%	6.6%
		2018年3月22日	2018年9月26日	7.2%	6.9%	8.8%	-9.9%	-10.7%	19.4%	5.8%	5.1%
	平均	总		7.1%	7.0%	13.6%	13.4%	4.0%	19.0%	2.2%	0.4%
		情形①		10.1%	10.8%	20.6%	18.0%	10.7%	27.6%	0.3%	-2.8%
		情形②		4.2%	3.2%	6.6%	8.8%	-2.7%	10.4%	4.1%	3.7%

资料来源：wind、方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

衰退交易中的利好资产

- **衰退交易下，债券表现一枝独秀。**整体来看，衰退交易中债券平均收益率达到3.2%，远远跑赢股票和商品。
- 情形①下，美联储提高加息幅度以控制通胀，产业趋势终结或全球供应链体系遭到冲击往往会加剧衰退的幅度。商品因经济衰退预期下的需求收缩（工业金属、原油）和通缩压力（黄金对冲失效）而承压；股市因盈利前景恶化同样表现较弱。
- 情形②下，市场预期美联储政策最终会转向宽松，但政策的滞后导致衰退预期延续，继续压制商品，但2022年底ChatGPT问世，AI产业趋势带动美股上行。但2018年由于经济缺少支撑，市场定价美联储很快降息，黄金不跌反涨。

图表：加息周期中衰退交易阶段，美债表现一枝独秀

类别	情形	开始时间	截至时间	标普500	道琼斯工业指数	纳斯达克	铜	黄金	原油	10Y美债收益率	美元指数
衰退交易	情形①深衰退	2000年5月16日	2000年12月31日	-9.1%	-0.2%	-31.5%	-1.3%	-5.3%	-2.4%	-14.5%	-1.2%
		2022年5月5日	2022年12月14日	-7.1%	-0.3%	-13.8%	-11.3%	-4.9%	-13.3%	18.5%	1.1%
	情形②浅衰退	2018年9月27日	2018年12月20日	-15.1%	-13.4%	-18.3%	-4.7%	4.8%	-32.0%	-7.9%	2.3%
		2023年3月23日	2023年7月27日	15.3%	10.2%	20.4%	-5.9%	-2.0%	9.7%	16.6%	-0.8%
	平均	总		-4.0%	-0.9%	-10.8%	-5.8%	-1.9%	-9.5%	3.2%	0.4%
		情形①		-8.1%	-0.2%	-22.7%	-6.3%	-5.1%	-7.8%	2.0%	0.0%
		情形②		0.1%	-1.6%	1.0%	-5.3%	1.4%	-11.1%	4.3%	0.7%

资料来源：wind、方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

一次性加息后的大类资产表现

➢ **一次性加息后，大类资产中股票的表现较好，商品与债券的表现承压。**整体来看，一次性加息后到下一次议息会议确定维持利率不变时，股市整体表现较好；随着时间的推移，美股延续走强。在此期间，美元指数逐步走强，美债收益率、商品均有所承压。

图表：1997年一次性加息后，股市表现较好

主要大类资产	1997年首次加息后下一次议息会议	T+60	T+120	1998年首次降息
标普500	6.4%	13.5%	16.3%	32.6%
道琼斯工业指数	5.8%	12.6%	11.8%	17.0%
纳斯达克	9.8%	16.5%	31.6%	39.5%
黄金	-2.7%	-3.7%	-9.8%	-21.0%
原油	1.5%	-10.5%	-9.4%	-40.1%
10Y美债收益率	-0.3%	-4.8%	-6.3%	-31.7%
美元指数	-2.2%	-0.2%	2.1%	0.6%

仅供内部参考，请勿外传

目录

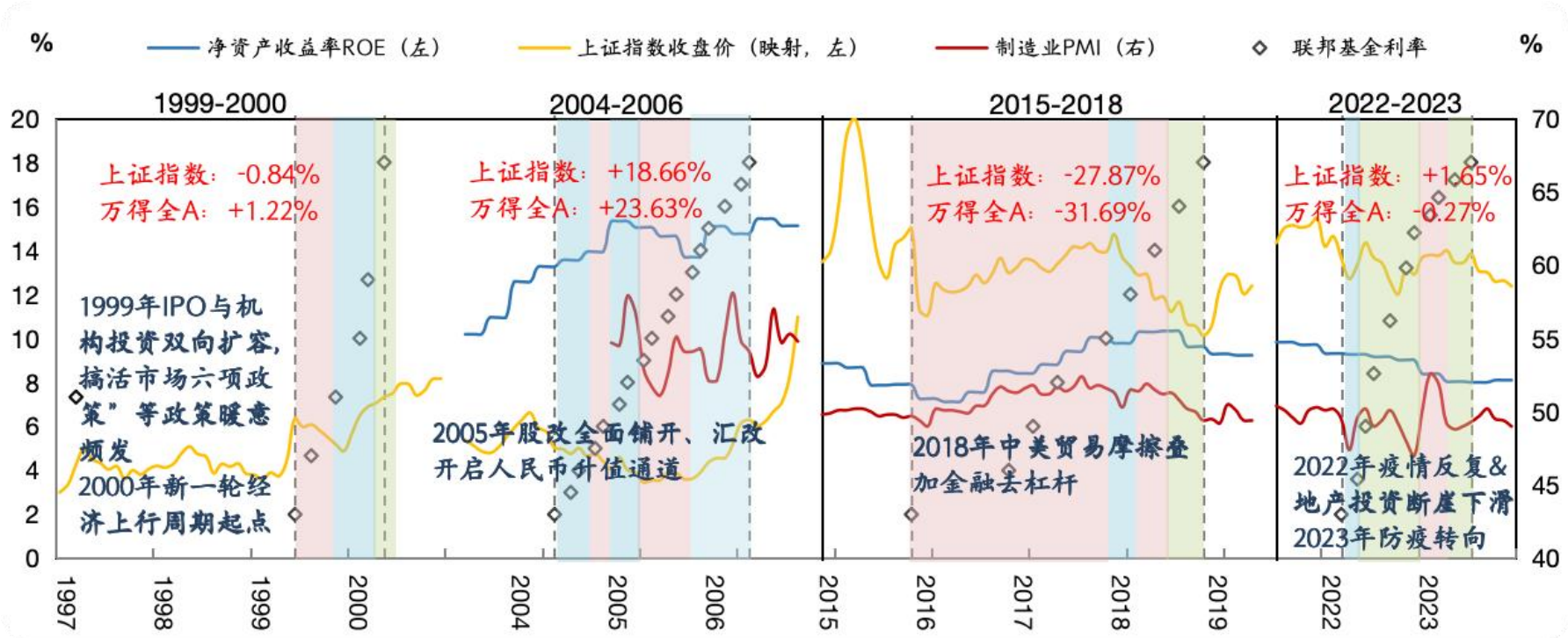
- 美联储加息周期中的阶段划分与各类型交易复盘
- 各类型交易下大类资产有何表现?
- 美联储加息周期下A股有何表现?
- 当前美联储加息交易模式与大类资产展望

仅供内部参考，请勿外传

A股对加息的反应取决于分子端的强弱

➢ **美联储加息对A股不一定是利空，A股的表现取决于分子端的强弱。**1999-2000年和2022-2023年美联储加息周期中，A股主要指数均呈现微涨或微跌的状态，尽管基本面有支撑，但企业盈利下滑，市场难有较大行情。2004-2006年企业盈利维持高增，同时股改与汇改巩固经济基本面，因此A股在美联储加息周期中仍有较好表现。2015-2018年期间，随着消费升级、房价企稳与企业盈利上行，2016-2017年A股在加息周期中迎来了一段“价值牛”，但随着2018年中美贸易摩擦升温和金融去杠杆，伴随加息周期的延续，A股显著承压。

图表：1997年以来的美联储加息周期中，A股不一定承压



资料来源：wind、方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

美国加息周期中价值风格表现相对较好

➢ **整体来看，美国加息周期中，滞胀交易情形下A股表现相对较好；风格方面，以金融和消费为代表的价值风格表现较好。**

图表：1997年以来的美国加息周期中，价值风格表现相对较好

类别	情形	开始时间	截至时间	万得全A	金融	周期	消费	成长	稳定
滞胀交易	情形①	1999年11月16日	2000年5月15日	21.2%	-	-	-	-	-
		2004年6月30日	2004年11月9日	-8.3%	-	-	-	-	-
		2005年2月2日	2005年4月30日	-5.2%	-2.9%	-5.4%	-1.7%	-11.4%	-0.7%
		2017年12月14日	2018年3月21日	-2.0%	-0.6%	-3.7%	1.6%	-4.4%	-4.6%
	情形②	2005年11月1日	2006年6月29日	65.6%	48.2%	47.3%	60.5%	50.3%	15.6%
		2022年3月17日	2022年5月4日	-7.9%	-0.2%	-7.2%	-1.1%	-15.5%	0.3%
	平均	总		10.6%	11.1%	7.8%	14.8%	4.8%	2.7%
复苏交易	情形①	1999年6月30日	1999年11月15日	-17.6%	-	-	-	-	-
		2015年12月17日	2017年12月13日	-6.2%	8.2%	-11.4%	4.6%	-24.8%	-10.6%
		2022年12月15日	2023年3月22日	2.2%	-2.0%	0.0%	-0.3%	5.9%	7.2%
	情形②	2004年11月10日	2005年1月31日	-10.0%	-1.1%	-6.8%	-5.0%	-8.0%	-5.1%
		2005年5月3日	2005年10月31日	-4.1%	-1.7%	-10.0%	-2.9%	-0.9%	-8.4%
		2018年3月22日	2018年9月26日	-17.7%	-12.2%	-19.5%	-16.3%	-23.5%	-12.9%
	平均	总		-8.9%	-1.8%	-9.6%	-4.0%	-10.2%	-5.9%
衰退交易	情形①	2000年5月16日	2000年12月31日	21.9%	-	-	-	-	-
		2022年5月5日	2022年12月14日	7.9%	1.7%	10.8%	8.2%	9.1%	5.3%
	情形②	2018年9月27日	2018年12月20日	-9.7%	-6.0%	-10.7%	-12.4%	-11.7%	-5.0%
		2023年3月23日	2023年7月27日	-2.3%	5.7%	-1.0%	-2.6%	-5.8%	0.8%
	平均	总		4.5%	0.5%	-0.3%	-2.3%	-2.8%	0.3%

资料来源：wind、方正证券研究所（注：由于风格指数在2005年以前无数据，因此只统计不同交易情形下整体的平均收益水平，分情形下的平均收益此处不做考虑）

仅供内部参考，请勿外传

美联储加息对A股交易节奏的影响

- **从交易节奏来看，美联储加息周期中，加息的利空在首次加息后一个月左右比较显著（1997年一次性加息除外）。一个月后，分子端对A股的影响更加显著，加息的影响逐渐钝化。**1999年8月后，在国有股减持的阴霾下A股持续回落；2016年初伴随股市熔断A股再度下行。而2004年8月和2022年4月下旬后，分别在国九条落实和复工复产带动下A股迎来修复。1997年3月一次性加息后，A股的表现呈现相反现象，加息后一个月内A股反而上涨，随后股市在监管与增发的政策组合拳下承压。

图表：除1997年一次性加息外，历次美联储加息周期后一个月时间A股通常承压

万得全A	T+22	T+60	T+120
1997年3月25日	12.7%	-1.7%	-9.3%
1999年6月30日	-8.9%	-8.3%	-22.2%
2004年6月30日	-1.8%	0.6%	-7.8%
2015年12月17日	-16.8%	-19.1%	-18.4%
2022年3月17日	-3.5%	3.1%	2.7%

资料来源：wind、方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

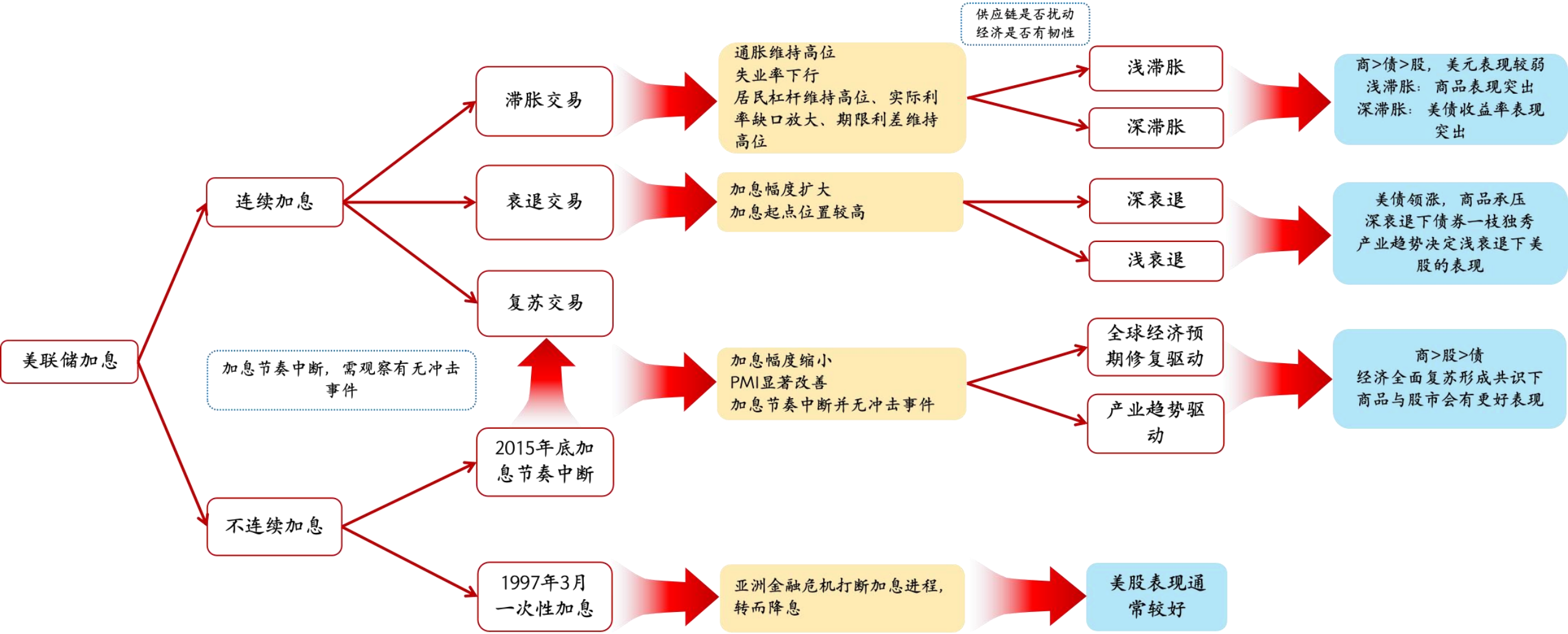
目录

- 美联储加息周期中的阶段划分与各类型交易复盘
- 各类型交易下大类资产有何表现?
- 美联储加息周期下A股有何表现?
- 当前美联储加息交易模式与大类资产展望

仅供内部参考，请勿外传

美联储加息周期中的路径与大类资产表现

图表：美股加息路径总览与大类资产表现



资料来源：方正证券研究所整理

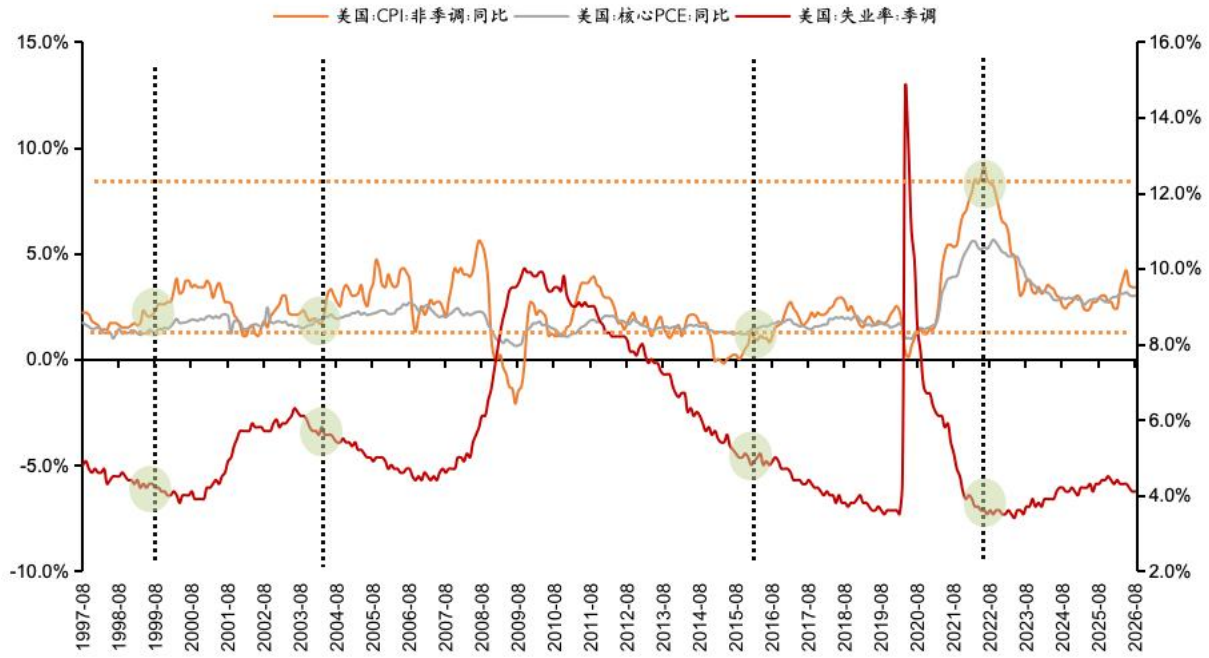
仅供内部参考，请勿外传

当前美国经济“痛苦”程度远不及2022年，加息空间预计有限

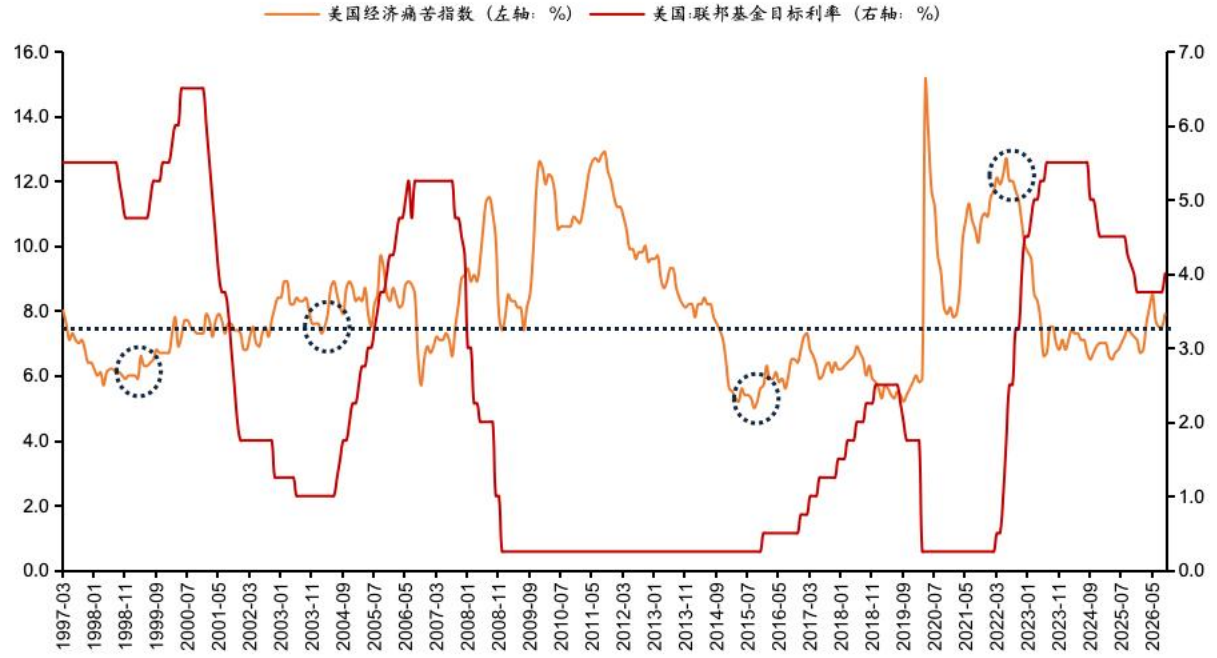
方正证券 FOUNDER SECURITIES 正 在 你 身 边

- **如果单独看失业率和就业水平难以定位到加息环境中。**虽然9月美国失业率为4.10%，非农就业人数仅增加2.9万，劳动力市场呈现降温状态，但9月CPI同比增加0.3pct至3.7%，通胀水平已经超过除2022年3月之外的所有加息起点水平。
- **虽然当前难以衡量就业市场降温和通胀水平提高哪个因素对美联储决策的影响程度更大，通过构建痛苦指数来观察美联储加息时所处的宏观背景。**当前经济“痛苦”程度远不及2022年，且当前政策利率所处位置高于2022年加息时的水平，这在一定程度上限制了加息的空间。

图表：难以衡量失业率和通胀水平对美联储决策的重要程度



图表：1997年以来加息周期的开始美国经济面临不同“痛苦”程度



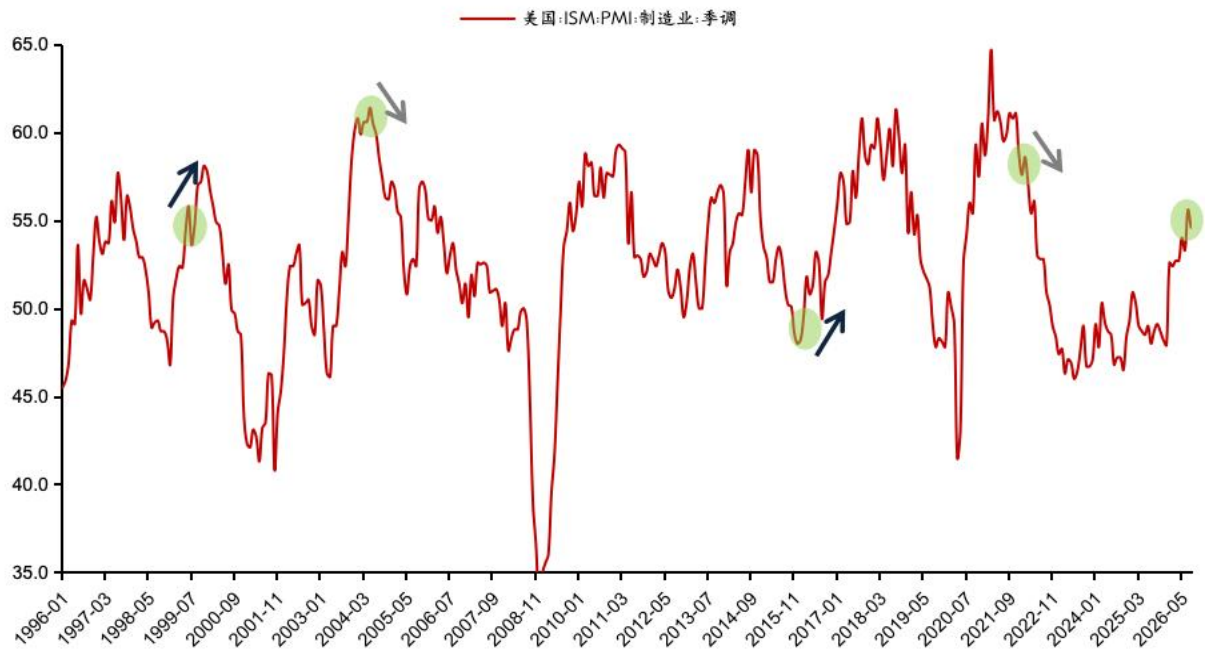
资料来源：wind、ifind、方正证券研究所（注：痛苦指数为失业率+CPI非季调之和，圆圈为加息周期开始的月份）

仅供内部参考，请勿外传

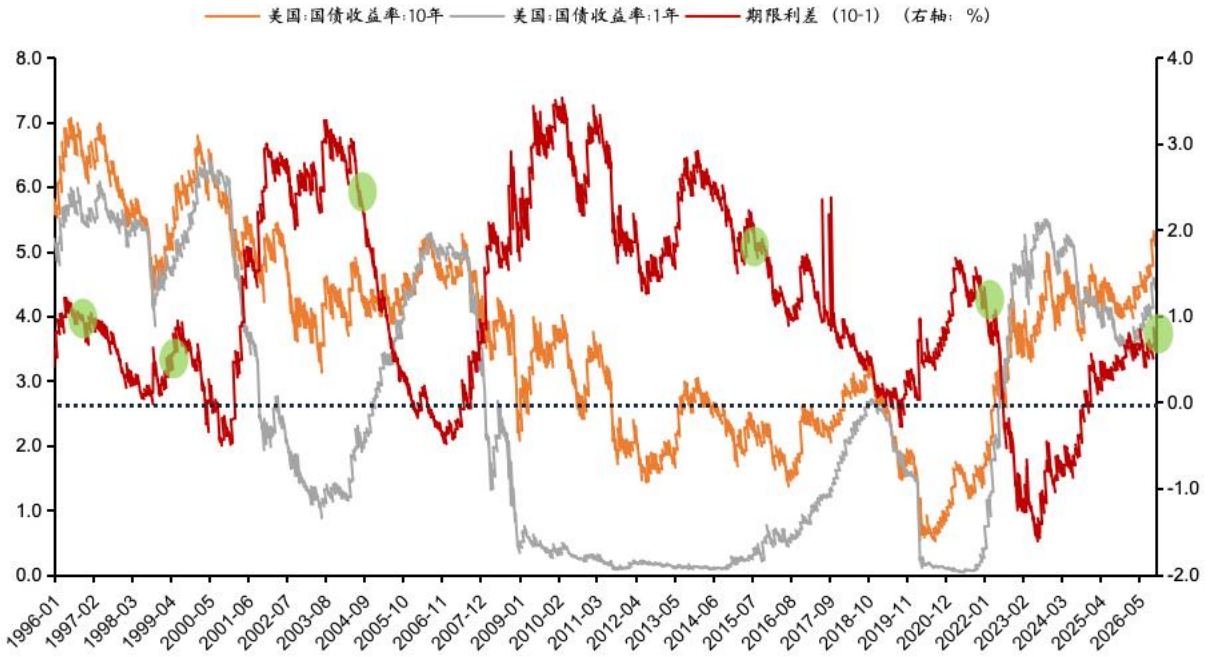
当前美国经济仍然强劲，PMI仍处上升趋势

- **当前美国PMI处于上升趋势中，制造业与服务业扩张同步加速。**美国9月综合PMI初值大幅超预期，初值攀升至58.4，创2021年7月以来最高水平。服务业PMI升至58.7，创2021年以来最高；制造业PMI跳升至57，为2022年以来最佳读数。新订单扩张速度为2022年4月以来最快，制造业招聘力度则达到2021年2月以来峰值，服务业就业指标亦创下2022年6月以来新高。
- **当前美债期限利差显示经济仍偏强但未过热。**从美债期限利差来看，截至10月16日，10年期与1年期美债收益率利差为0.63，显示当前经济仍然偏强，经济预期仍然向好。当前的期限利差低于历次加息周期起点时的水平。

图表：当前美国ISM制造业PMI处于上升趋势中



图表：当前美债期限利差显示经济仍偏强



资料来源：wind、choice、方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

当前美国实际利率缺口较低，居民部门杠杆水平回落

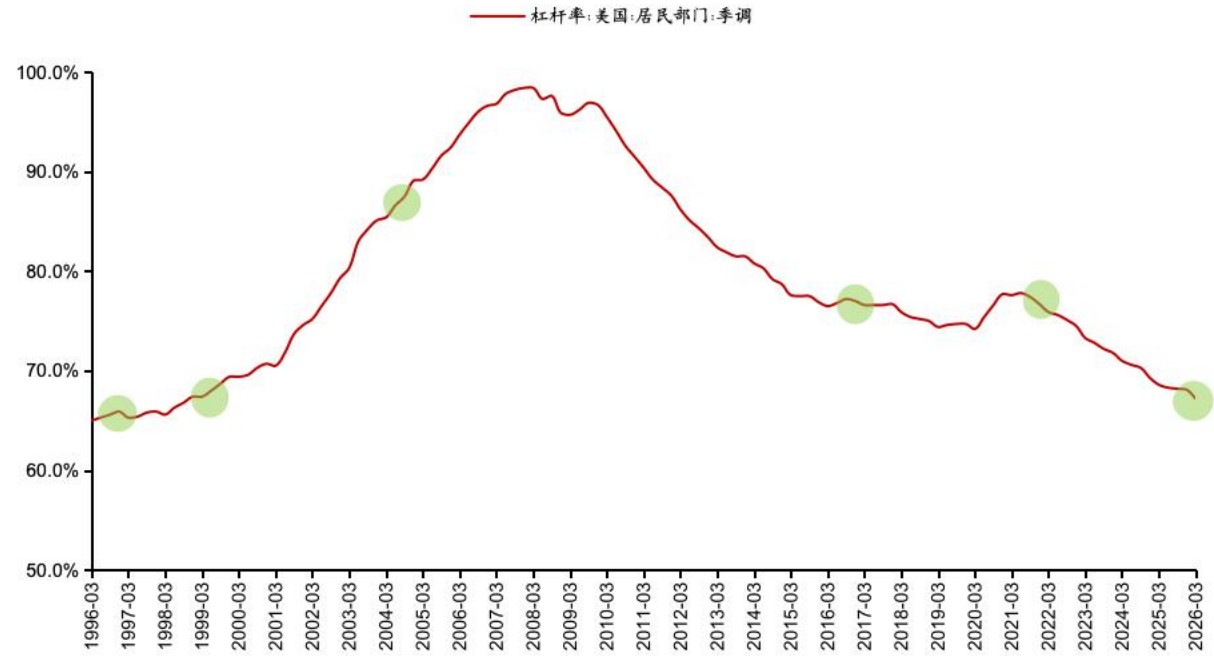
方正证券 FOUNDER SECURITIES 正 在 你 身 边

- **当前实际利率缺口远未达到此前加息周期开始时的水平。**截至2026年6月，美国实际利率缺口为-0.42%，距离1999年6月的-1.08%还有较大的下降空间。
- **当前美国居民部门杠杆率水平持续回落。**截至2026Q1，美国居民部门杠杆率为0.67，该水平已低于1999年6月加息时的水平。

图表：当前实际利率缺口远未达到此前加息开始时的水平



图表：美国居民部门杠杆率处于较低水平



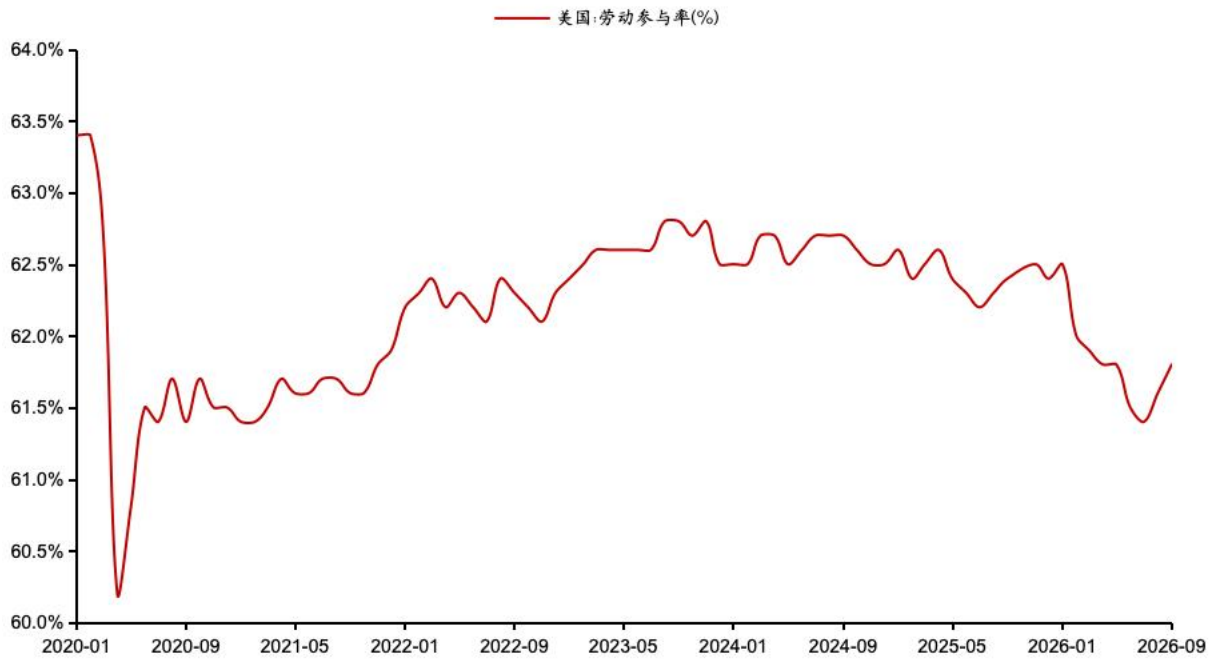
资料来源：wind、美联储、choice、方正证券研究所（注：有效联邦基金利率 - 一年期预期通胀率 - HLW自然实际利率）

仅供内部参考，请勿外传

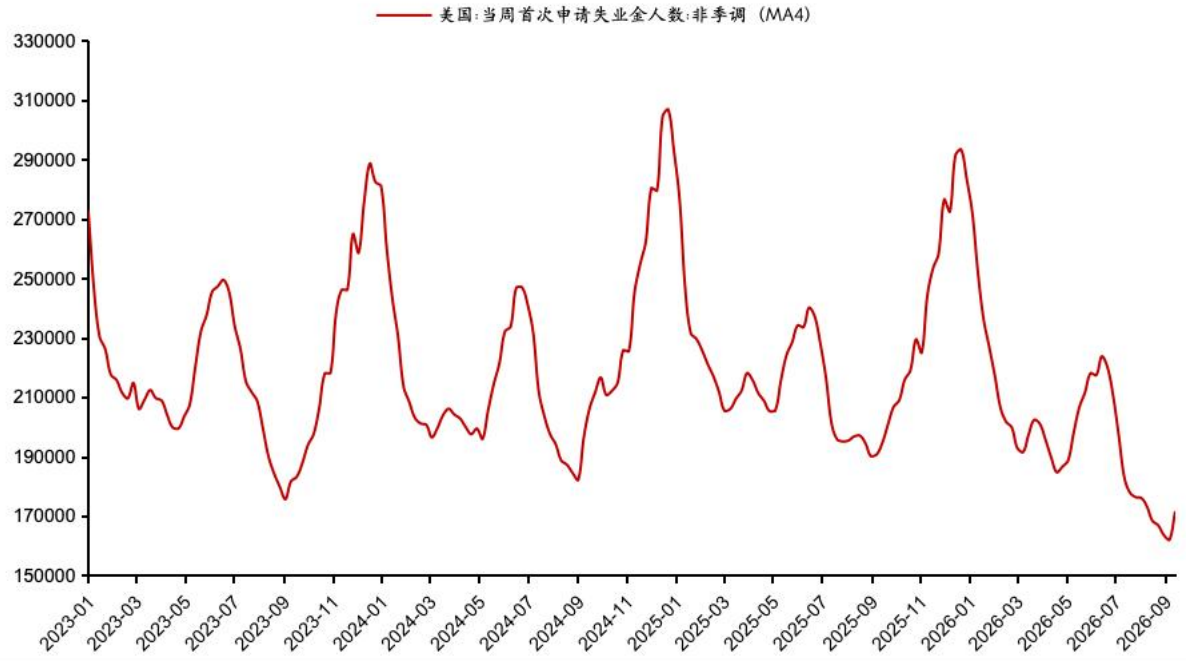
当前美国劳动力市场呈现分化

- **美国9月新增非农大幅低于预期。**9月新增非农2.9万人，预期为9万，前值从16.2万下修至13.3万。9月非农最大的贡献来自教育医保、建筑、休闲餐旅和制造业。其中，教育医保新增2.0万，占全部新增的约7成。私人非农平均时薪环比上涨0.1%。整体呈现“就业降温，工资放缓”的组合。
- **劳动参与率与初请失业金人数显示劳动力市场边际升温。**截至9月，美国劳动参与率为61.8%，连续两个月回暖。截至10月10日，美国当周初请失业金人数MA4达到17.12万人，虽有所回升，但仍处于低位。

图表：当前美国劳动参与率有所回暖



图表：当前美国初请失业金人数位于低位



资料来源：choice、方正证券研究所（初请失业金人数数据截至10月10日）

仅供内部参考，请勿外传

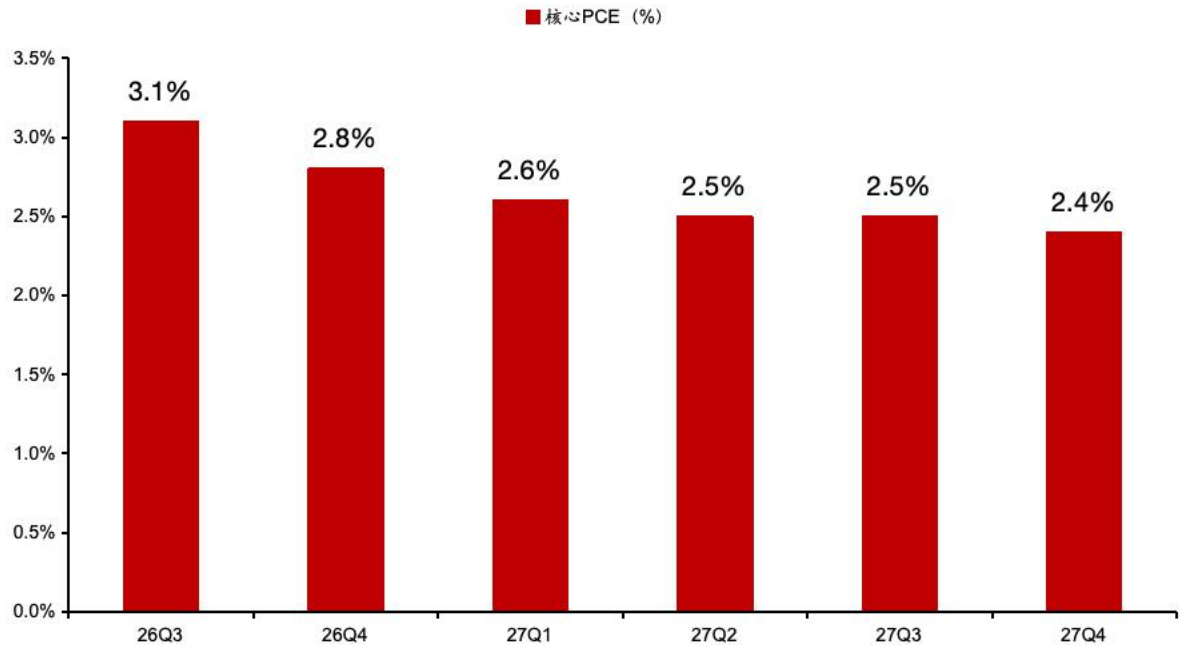
后续预计仍有2-3次加息

- **当前来看，美联储已经进入加息周期当中，预计后续还有2-3次加息。**根据CME预测，截至2026年10月21日，2026年12月和2027年3月仍有两次加息，幅度均为25BP，概率分别为75.2%和44.5%。
- **据美银预测，2026年四季度仍然维持当前水平，2027年通胀水平预期回落至2.5%上下。**

图表：CME预测2027年3月前还有两次加息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/10/28	85.1%	14.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2026/12/9	12.0%	75.2%	12.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	6.3%	45.4%	42.2%	6.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	1.9%	17.9%	44.5%	31.5%	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	1.2%	11.9%	34.5%	36.4%	14.5%	1.6%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.7%	7.6%	25.5%	35.6%	23.2%	6.7%	0.6%	0.0%
2027/7/28	0.6%	6.8%	23.5%	34.5%	24.6%	8.6%	1.3%	0.1%
2027/9/15	0.5%	6.0%	21.3%	33.1%	25.9%	10.7%	2.3%	0.2%
2027/10/27	0.5%	6.0%	21.3%	33.1%	25.9%	10.7%	2.3%	0.2%
2027/12/8	0.9%	7.1%	22.1%	32.6%	24.9%	10.1%	2.1%	0.2%

图表：美银预测2027年核心PCE有望回落至2.5%左右水平



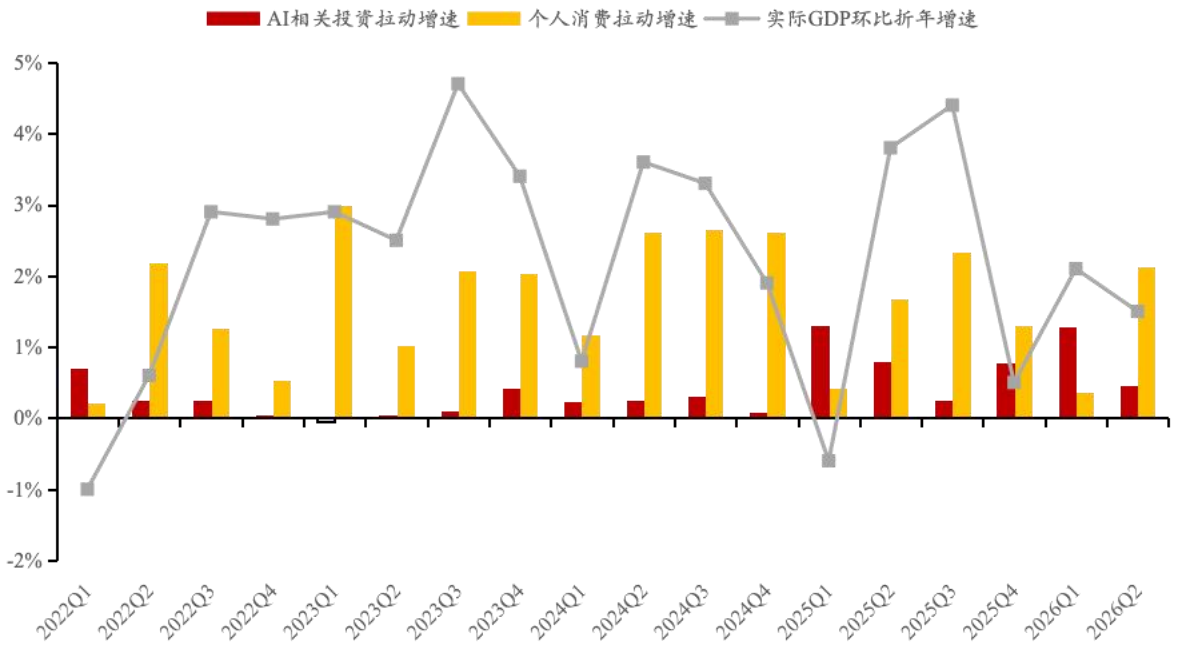
资料来源：CME Group、美国银行、方正证券研究所（注：CME预测为10月21日数据）

仅供内部参考，请勿外传

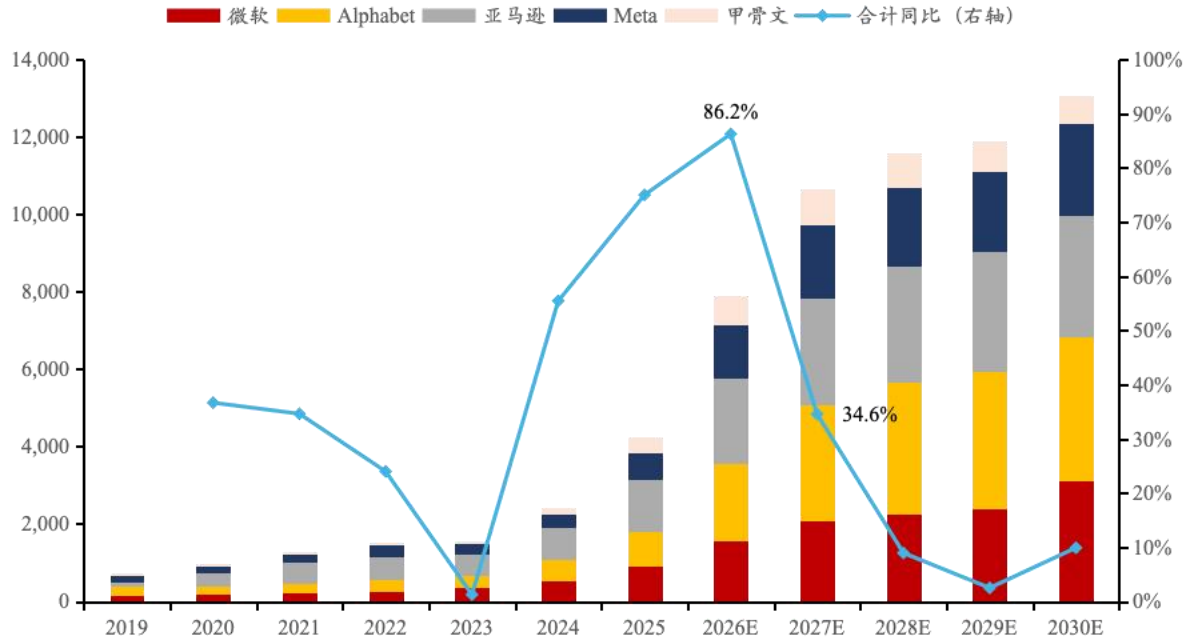
2027年预计加息周期将长时间停滞

- **当前AI对美国经济增长的拉动效能边际减弱，但仍是支撑经济的重要支柱。**AI投资在一季度贡献率近六成美国GDP增速，二季度投资拉动效能边际减弱。截至2026Q2，AI投资拉动GDP增速从一季度的1.3%下滑到二季度的0.46%，占总增速比重约1/3。AI仍然是驱动经济增长的最重要部分之一。
- **AI叙事的螺旋上升叠加通胀预期回落，我们预计2027年美联储在2-3次加息后将有很长时间的加息停滞。**往后看，尽管AI资本开支绝对规模的扩张远未结束，但一致预期显示2026年五大厂资本开支增速将见顶。

图表：AI投资拉动GDP增速1.3个点、占六成



图表：五大厂资本开支增速预期在2026年见顶



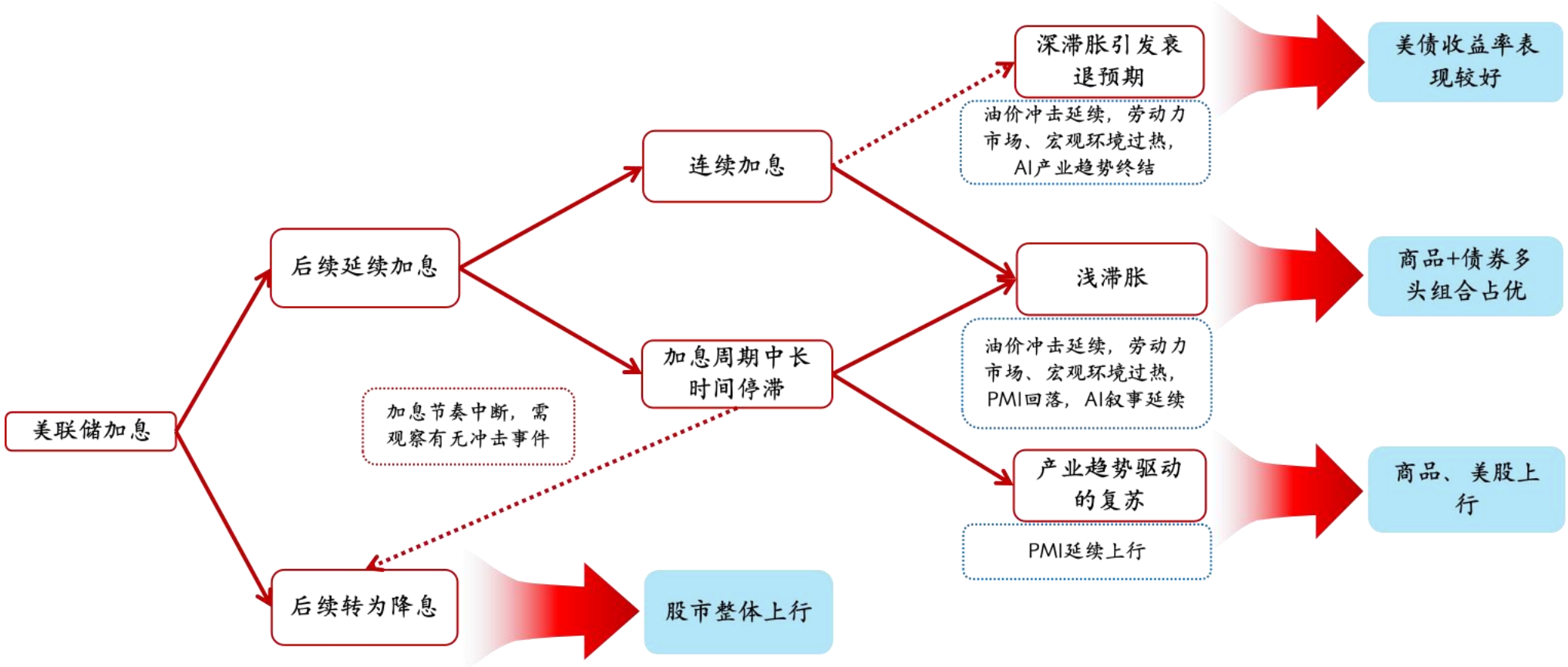
资料来源：wind、彭博、方正证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

美联储当前加息路径推演

- **后续美联储加息周期中大概率会有较长时间的停滞，由产业趋势驱动的复苏和浅滞胀是大概率的情形。**不会出现深滞胀甚至衰退预期的原因在于：1）AI对经济仍有支撑，PMI仍有上行动力；2）加息节奏前置，通胀水平整体可控，劳动力市场与宏观环境并未出现同步过热。对A股来说，当前分子端仍然偏弱，A股后续预计依然承压，需关注政策对经济基本面的托举力度。

图表：美联储后续可能的加息路径



仅供内部参考，请勿外传

方正证券 FOUNDER SECURITIES
正 在 你 身 边

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

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，方正证券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。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

仅供内部参考，请勿外传

评级说明

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准;香港市场以恒生指数为基准， 美股市场以标普500指数为基准。

仅供内部参考，请勿外传

方正证券研究所

专注·专心·专业

北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座17层
长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

上海市静安区延平路71号延平大厦2楼
深圳市福田区竹子林紫竹七道光大银行大厦31层

广州市天河区兴盛路12号楼隽峰院2期3层方正证券