



投资者情绪起伏，但三大央行心态稳定



美股三大指数在上周仅有的四个交易日涨幅在 5.5%-8.2%之间，创下 2020 年 11 月以来表现最好的一周。这一表现发生在美联储三月的议息会议前后，应该说在三大指数从前期最高点回撤平均 15%之时，出现这样的反弹并不罕见。

例如在 2000 年互联网泡沫破灭的过程中，纳斯达克指数从高点触底回撤高达 78%，耗时两年半，期间就出现了三次 20%左右的大反弹，10%级别的反弹次数更多。

至于市场上周反弹的原因也是众所周知的，美联储加息符合市场预期；中美两国首脑通话，俄乌冲突有望以和谈化解；中国出台一系列协同利好政策缓和了前期市场的信心危机和流动性危机（参考《夏春：每一次股市大跌，最深层的逻辑都是一样的》）。

不过，中国的政策变化只能说是“缓和”，而并非“化解”市场担忧。中概互联网 ETF KWEB 在上周大起大落的表现，与美股在 2020 年 2 月中到 3 月底每天创纪录式的大起大落表现格外相似。疫情控制的松紧与走向依然是中国市场最大的聚焦点。尽管香港政府首次预告社会重回正轨的路线图，投资者仍然心有余悸，情绪起伏不定。

我们认为，全球股市在上周的反弹，非常重要的原因在于美联储做出的最新长期经济预测，要明显好于市场的一致预期。与市场担忧的经济衰退很可能在 2022 年来临不同的是，美联储除了略微调高 2023 和 2024 年的通胀预测，对这两年的 GDP 增速和失业率的预测与去年 12 月做出的预

测几乎保持完全一致。

换句话说，美联储似乎认为，俄乌冲突带来的能源和粮食价格上涨，以及地缘政治对全球经济的影响是短暂的，只会影响 2022 年的通胀和 GDP 增速。

例如，2022 年的 GDP 增速中位数从去年底预测的 4.0% 下调到了 2.8%，而 2023 年和 2024 年的增长中位数将分别回落到 2.2% 和 2.0%，但毕竟这些数字都与经济衰退无关，而且均高于长期的经济增速 1.8%。

美国定义的经济衰退指的是 GDP 连续两个季度负增长。在 2020 年之前，美国最短的经济衰退持续了 6 个月，平均来说，衰退会超过一年。只不过 2020 年 3 月的疫情打破了历史规律，在无上限的货币政策救助下，衰退仅有 2 个月。

从美联储的预测来看，通胀猛于虎才是最值得担心的事。2022 到 2024 年的核心 PCE 通胀中位数分别为 4.1%，2.6% 和 2.3%，也因此，美联储希望今年完成 7 次加息，明年 4 次，并且可能在 2-3 个月内就启动缩表。

估算显示，缩减 6000 亿美元相当于加息 1 次。目前美联储资产负债表高达 9 万亿美元，缩表将会是一个漫长的过程。一旦经济增速放缓并陷入衰退，或者美股大幅下跌，美联储主席就会启动“看跌期权式”的政策，暂停加息缩表，重启降息会变成常规操作。

正如我在《美联储按常理出牌，“协同发力抵万金”》分析的那样，

美联储很有可能在今年某月决定加息 50 个基点，来遏制通胀，同时追赶落后的加息步伐，应对公众的批评。昨晚，主席鲍威尔就表达了对这种可能性的支持和欢迎态度，美股四天连续反弹也随之结束。

如果多次加息对应的是经济持续复苏，那么市场通常会在首次加息 3 个月后止跌回暖，但如果加息对应的是经济增速放缓，市场下跌持续的时间就会延长。

有意思的是，除了大家经常提到的国债收益率倒挂，石油价格大幅上涨，消费者信心显著下降等指标外，股市显著下跌本身在预测经济衰退上的准确度就颇高。1965 年至今，美国出现了 8 次经济衰退，同期标普指数有 10 次回撤超过 20%，有 6 次发生在经济衰退开始前或者初期。仅有 2 次股市下跌与经济衰退没有关联。

当然，正如我们经常说的那句“过去表现不代表未来”，我们也希望历史不要重复，经济衰退来临越晚越好。

从积极的角度来说，虽然石油价格高企，但它在现代经济中的重要性已经不断降低。即使宽松政策退出，目前美国家庭的现金和收入充裕，他们的储蓄和净资产都比之前出现大幅增长。与此同时，劳动力市场就业需求充足，名义工资也在上升。这些都意味着家庭部门吸收石油价格冲击的能力很强。

计算显示，经收入水平调整后，今天石油冲击的影响只是略高于 2007

年的三分之一，约为 1990 年冲击的一半，不到 1980 年石油危机时的五分之一。这样的考虑很可能是美联储对经济增长仍然保持信心的重要因素。

此外，虽然俄乌战争发生在欧洲，能源和粮食冲击对欧洲的影响远大于对美国的冲击，欧洲相对较低的经济增速，使得其陷入衰退的可能性更大。但至少从目前来看，欧洲的通胀水平仍然显著低于美国，德国的国债收益率期限结构仍然合理。

特别是，把俄乌战争的影响考虑进来后，欧洲央行在上周发出的 2022 年经济增速预测，从原来的 4.2% 下调到了 3.7%。预测还考虑了两种糟糕的情景，对应的经济增速分别为 2.3% 和 2.1%。但这些毕竟都还是正增长，而且要高于过去 20 年的经济平均增长率 1%。很明显，欧洲央行和美联储一样，对经济增长保持乐观，心态稳定。

同样的，市场期待的中国央行降息仍然没有到来，政府的定力更强，信心更足。

归根到底，全球未来的经济增长高度依赖于俄乌战争的和平解决，中

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_39668

