

2023年宏观市场展望

易方达多资产

2022年12月

仅供内部交流讨论，禁止外传

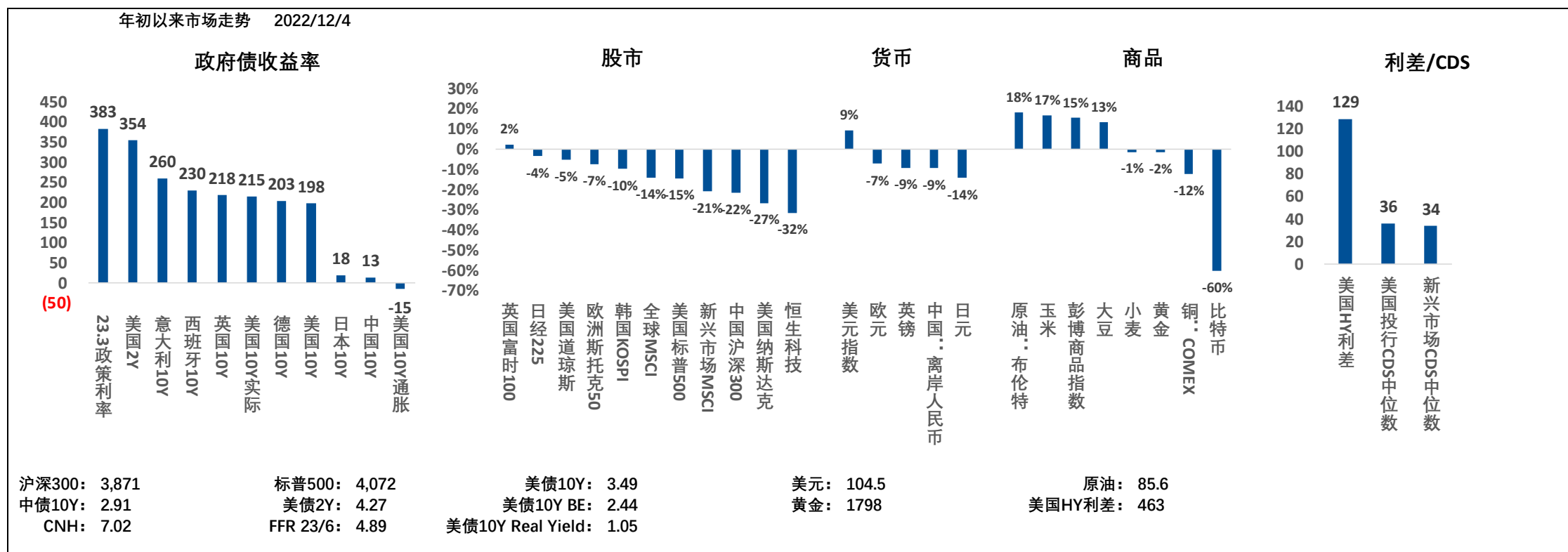
本报告仅供本公司（指易方达基金管理有限公司，下同）内部使用或供机构投资者、销售渠道及其他合作方的具备投资专业知识的工作人员等参考，本报告中的信息或所表述的意见并不构成任何要约或要约邀请，也不构成对任何人的投资建议或收益担保。未经本公司授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品；或再次分发、披露给任何第三方；或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。任何本公司以外的机构或个人发送、披露本报告的，则由其自行承担由此产生的全部责任。



2022年资产价格走势回顾

- 2022年海外资产展现出典型的后周期特征，较高的商品价格，货币收紧，股票和债券同时大幅下跌。
- 国内资产则展现了一定的衰退后期特征，权益市场大幅下跌，但是债券市场利率出现一定下行，在年末复苏预期下全年震荡。

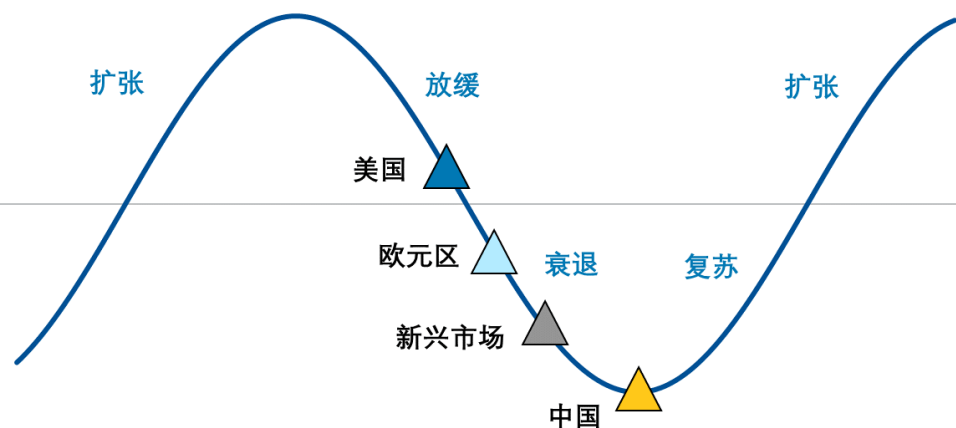
2022年主要资产价格走势



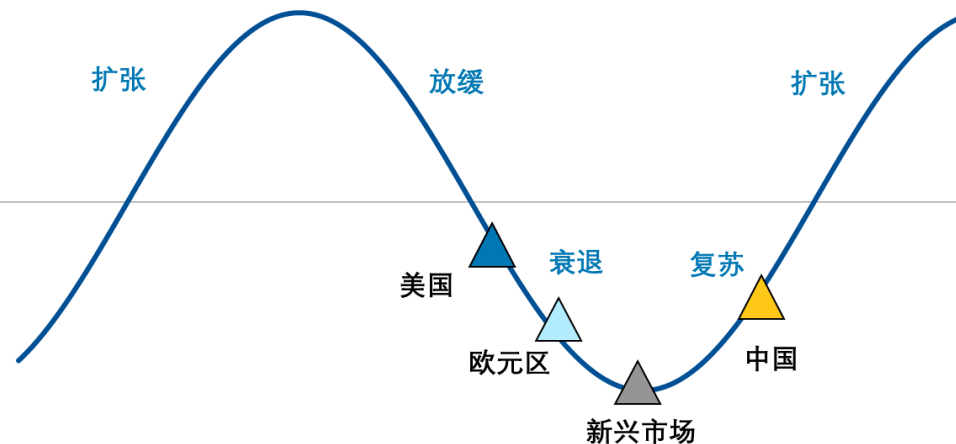
注：数据来自彭博，易方达，截至2022年12月4日。

2023年：周期再次轮动

2022年全球周期位置



2023年全球周期位置

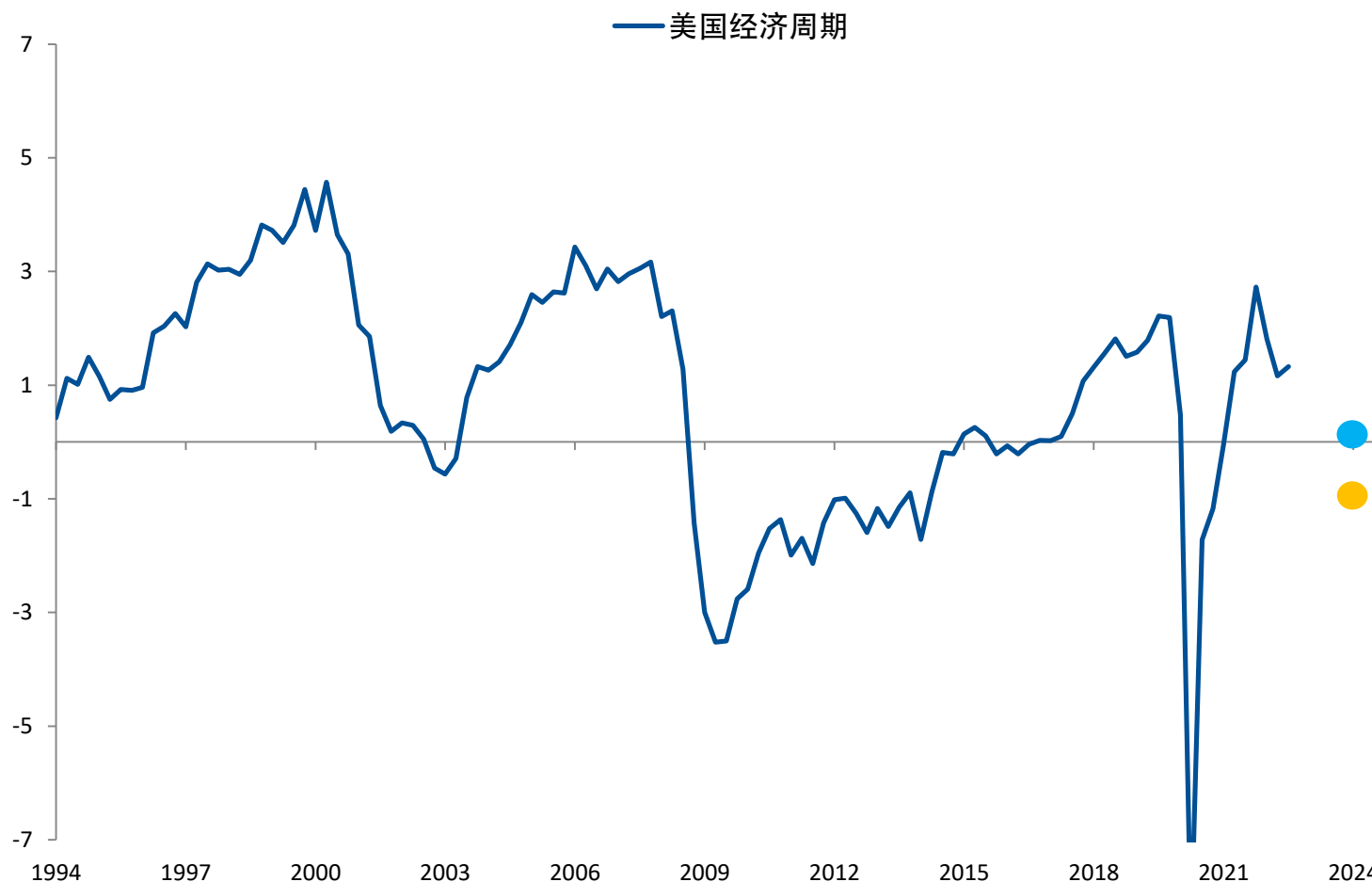


国内外权益市场收益分解

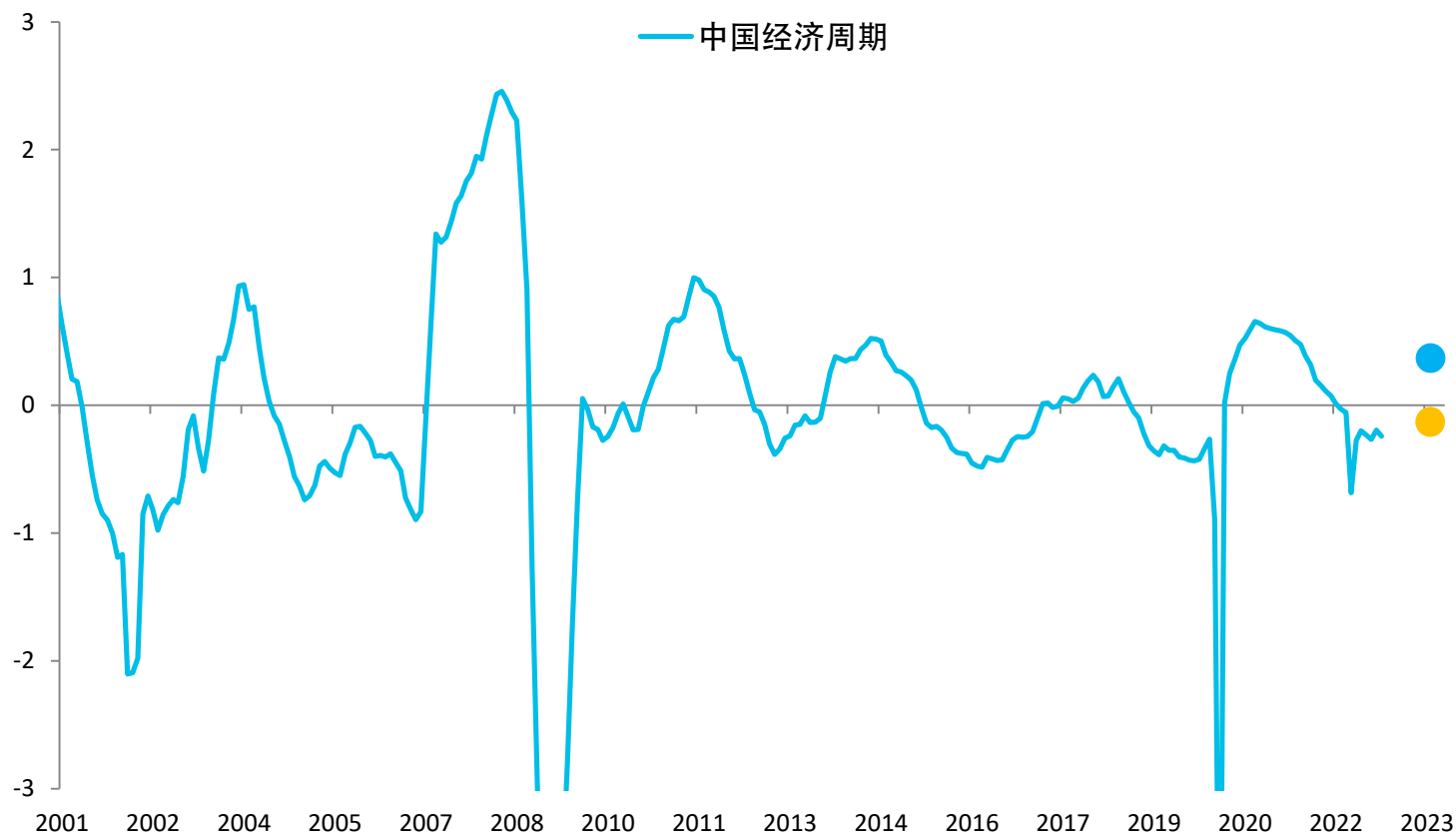
- 海外资产对于盈利预期并没有显著下调。
- 国内资产则是大幅调低盈利预期，下降的幅度从历史上来看接近2008年，同时风险偏好也出现下滑。

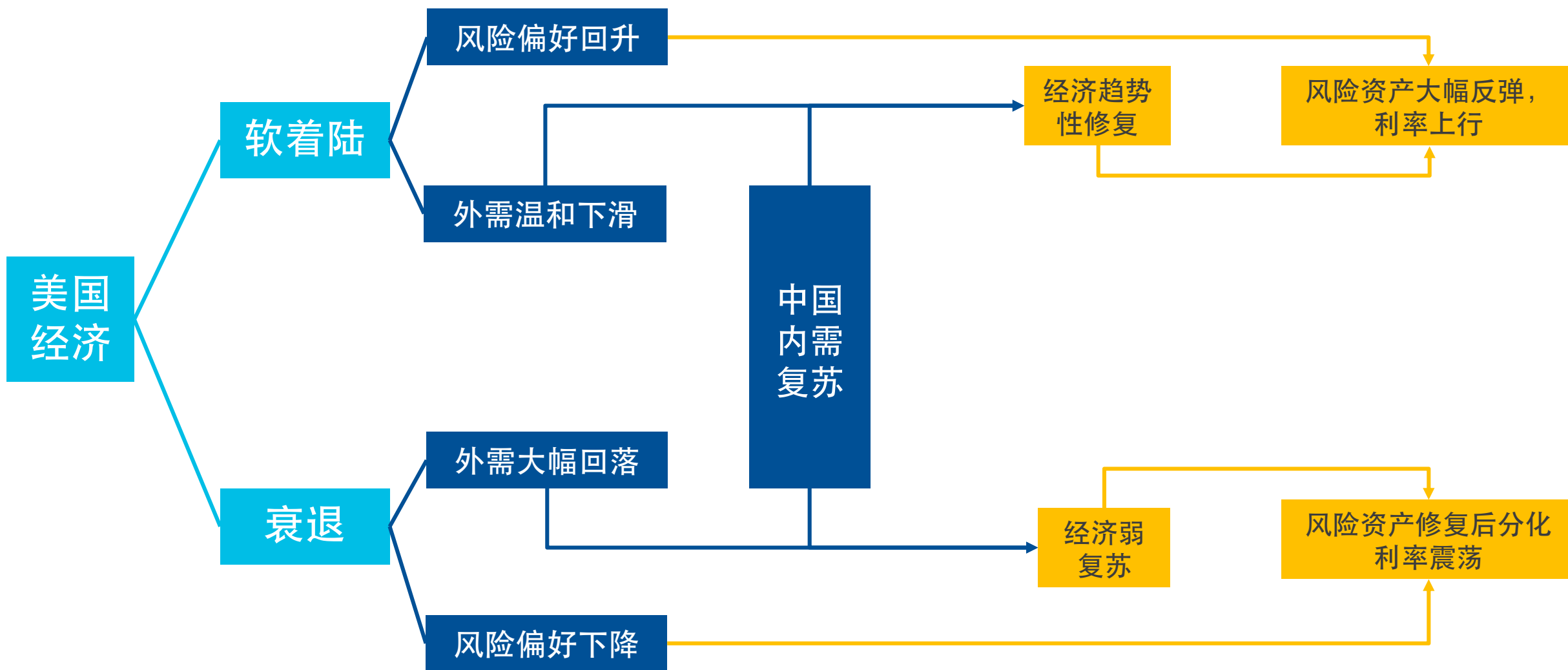
	沪深300指数	沪深300 PE	沪深300 EPS	标普500指数	标普500 PE	标普500 EPS
2022年YTD变动	-21%	-9%	-13%	-15%	-15%	0%
2021年变动	-7%	-8%	1%	30%	-4%	35%
2020年变动	28%	32%	-3%	14%	22%	-6%
2019年变动	36%	27%	7%	28%	25%	2%
2018年变动	-26%	-31%	7%	-7%	-20%	16%
2017年变动	23%	9%	13%	20%	5%	14%
2016年变动	-3%	-1%	-2%	13%	8%	5%
2015年变动	-5%	-3%	-2%	0%	-1%	0%
2014年变动	63%	55%	5%	11%	6%	4%
2013年变动	-11%	-20%	11%	25%	16%	7%
2012年变动	10%	17%	-6%	15%	9%	5%
2011年变动	-28%	-38%	16%	1%	-10%	11%
2010年变动	-10%	-27%	23%	12%	-9%	23%
2009年变动	88%	72%	9%	22%	20%	2%
2008年变动	-66%	-60%	-13%	-34%	-12%	-25%
2007年变动	165%	50%	77%	0%	-7%	7%
2006年变动	120%	69%	30%	11%	0%	11%

- 为了应对通胀，美联储快速收紧货币政策，对于经济活动产生明显的抑制作用。
- 从美国资产价格来说，对于未来经济定价仍然是一个温和下滑。
- 为了抑制通胀，美国的衰退幅度有多大是未来海外资产定价非常关键的变量。



- 2022年中国在疫情和地产拖累下，经济持续处于低位。
- 考虑到疫情发展和地产政策逐步转向，中国经济再次下滑的风险已经大幅下降，2023年内需大概率将转向复苏。
- 但是考虑到外需压力，内需复苏强度能够支撑整体经济到达什么高度将成为国内资产定价的关键变量。





01. 海外经济展望

02. 国内经济展望

03. 资产价格展望

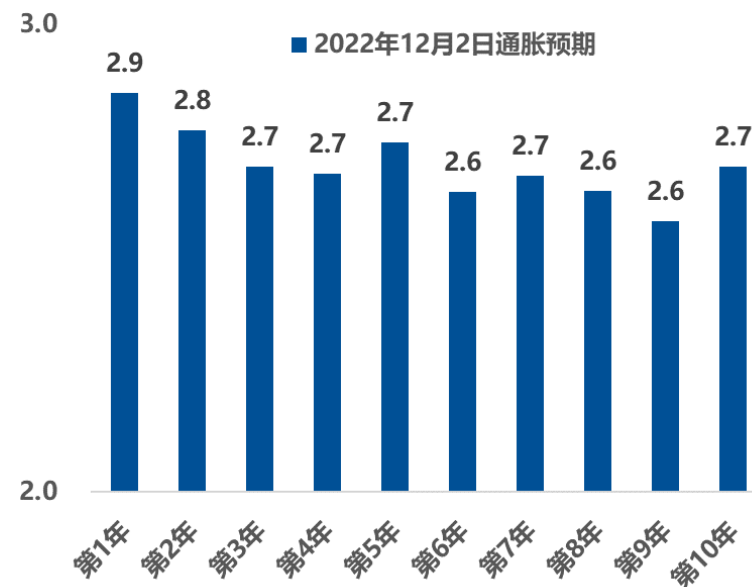
- **海外机构共识是软着陆**：2023年美国GDP同比0.4%（欧元区-0.1%），美国失业率上升1pp至4.5%而避免衰退；4Q23美国CPI增速回落至3.1%。
- **金融市场在定价软着陆**。目前美股的下跌几乎完全来自利率效应，远未定价衰退。远期市场定价，美国通胀将快速回落至合意水平。

目前美股的下跌几乎完全来自利率效应



注：数据来自彭博，易方达计算，2022年11月14日。

市场定价未来1年当中，高通胀问题基本解决

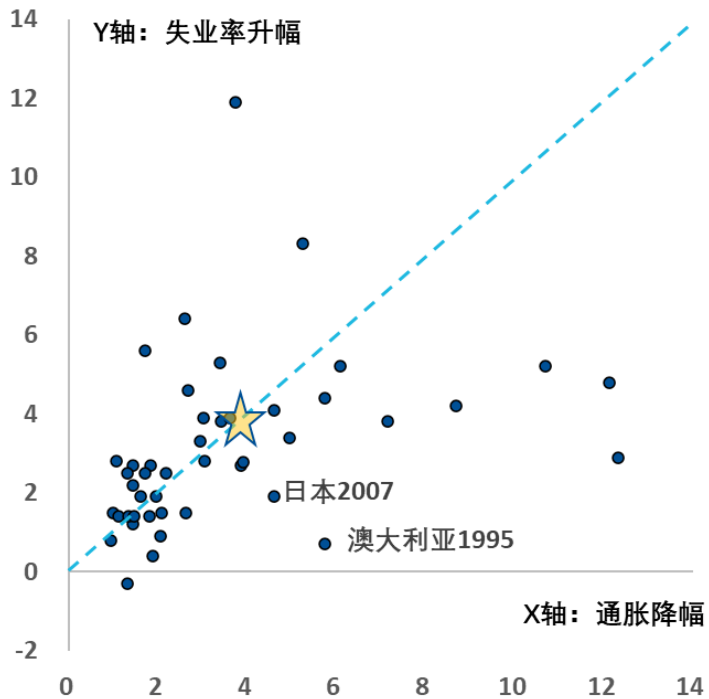


注：数据来自彭博，易方达计算，2022年12月4日。图中为Inflation swap隐含的未来每年的通胀走势。

历史规律：衰退是反通胀的必然代价

- 发达国家经济历史显示，反通胀几乎必然导致失业率显著上升（即衰退）。例外情况是1990s中技术进步时期，当前不具备这一良好供给条件。
- 平均来看，失业率所需上升幅度 \approx 通胀降幅。

全球反通胀案例：失业率升幅 vs. 通胀降幅



注：数据来自CEIC, WIND, Haver, 易方达, 2022年12月。我们复盘了1960年以来9个发达国家45次反通胀案例。

各国“牺牲率”平均来看都在1附近

	案例个数	失业率升幅	通胀降幅	牺牲率 (失业率升幅/ 通胀降幅)	案例通胀 高点	当前通胀 高点	失业上升 需求
美国	7	3.8	3.4	0.9	5.6	6.6	3.8
德国	7	2.5	2.2	1.2	2.2	6.7	4.9
法国	6	2.0	1.6	1.3	2.3	4.2	2.2
意大利	5	2.8	2.7	0.7	3.2	4.7	1.6
西班牙	4	7.4	3.2	2.0	3.5	6.2	7.5
英国	3	3.3	2.9	0.9	3.7	6.5	3.4
日本	2	1.7	3.6	0.5	2.7	3.6	0.5
澳大利亚	5	1.4	1.9	0.9	3.9	6.5	3.4
加拿大	6	3.1	2.6	1.0	4.9	5.4	2.8
总体	45	2.7	2.6	1.0	3.5	6.2	3.4

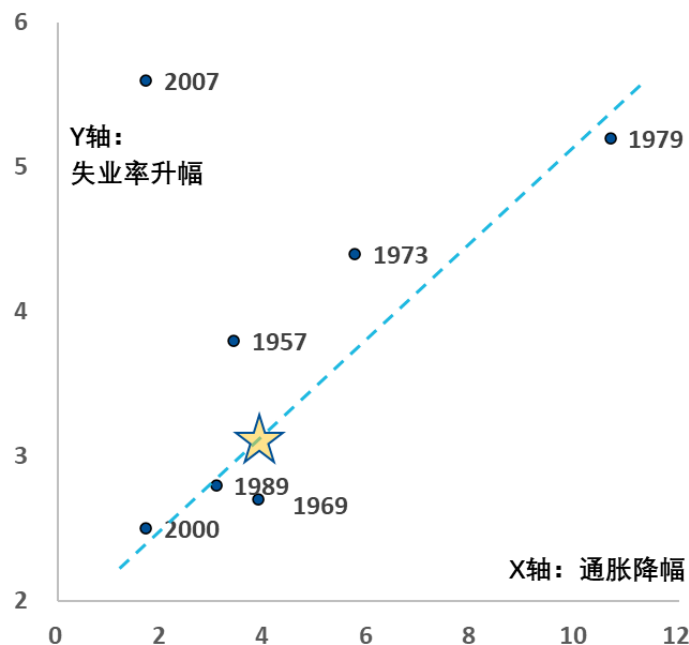
注：数据来自CEIC, WIND, Haver, 易方达, 2022年12月。各国反通胀案例的样本中位数。

“失业上升需求”为根据各国平均“牺牲率”来反推的失业率需要上升幅度，假设通胀压低至2.5%。

历史规律：美国失业率需上升3个百分点以上

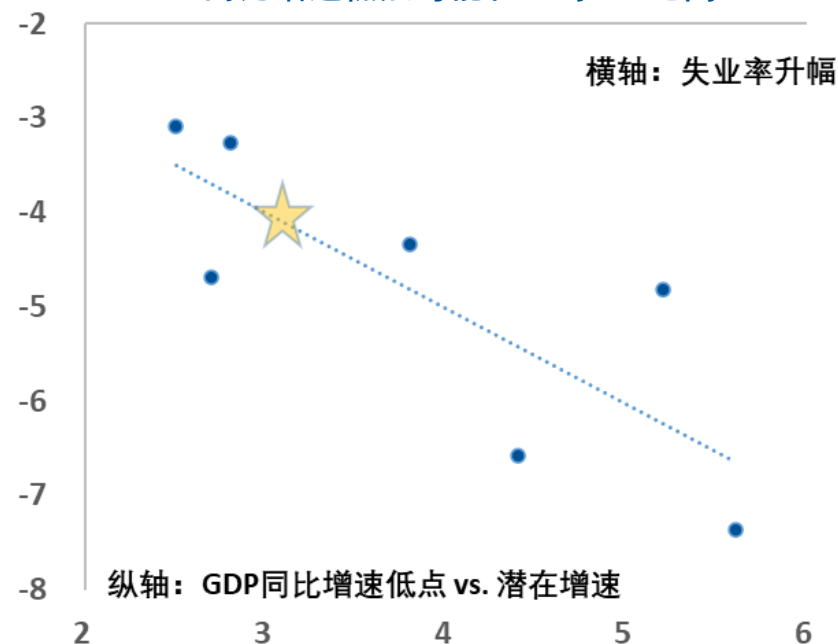
- 如果美国要让核心通胀回落至目标水平，对应失业率要上升3pp以上，GDP同比增速低点需要跌破-2%。

美国：历次通胀回落幅度与失业率上升幅度



注：数据来自CEIC，易方达，2022年12月。

本轮美国反通胀的
GDP同比增速低点可能在-2到-3%之间



注：数据来自CEIC，易方达，2022年12月。美国潜在增速在1.5-2%。

增长预测：美欧将进入严重衰退

- 我们模型测算，半年后的美国ISM和欧洲PMI均将回落至40-45的低位，对应衰退区间。高通胀背景下，货币难以较快转松，衰退可能偏严重。
- 我们测算美国ISM在2023年均值在43左右的低水平，对应GDP同比增速回落至-1%左右；欧洲GDP增速预计在-1.5%左右。

模型预计：美国ISM未来6个月快速回落至42附近



注：数据来自CEIC，WIND，彭博，易方达内部模型，2022年11月。

欧洲PMI将继续低位走弱



注：数据来自CEIC，易方达，2022年11月。

盈利预测：美国企业盈利将显著负增长



- 周期后期的企业成本刚性：工资高增速粘性、前期企业扩张导致的折旧和利息支出、联储加息提高利息支出。这导致Margin将大幅下降。
- 即使采用彭博共识（GDP零增长、就业平稳、工资有所回落），企业盈利仍将负增长7%。研究员基准预期是-10%以下，税后盈利低于-20%。

即使采用彭博共识宏观前景，企业盈利仍显著负增长

	2022Q2 (十亿\$)	占比	2022Q2 同比增速	2023Q2同比增速预测	
				基于彭博 共识推断	研究员 基准
企业部门名义产值	15,029	100%	11.6%	3.0%	1.5%
- 折旧	2,276	15%	11.6%	7.0%	7.0%
- 劳动力成本	8,508	57%	10.0%	5.0%	4.0%
- 生产税等	1,137	8%	51.4%	8.3%	6.8%
息税前利润	3,108	21%	5.5%	-7.3%	-11.3%
- 净利息	397	3%	0.6%	40.0%	70.0%
- 其他转移支付	173	1%	20.0%	0.0%	5.0%
- 所得税	479	3%	24.3%	-15.2%	-25.1%
税后盈利	2,060	14%	1.9%	-15.2%	-25.1%
利润率（基于EBIT）			20.7%	18.6%	18.1%
利润率（基于税后利润）			13.7%	11.3%	10.1%

注：数据来自CEIC，易方达内部模型，截至2022年2季度。

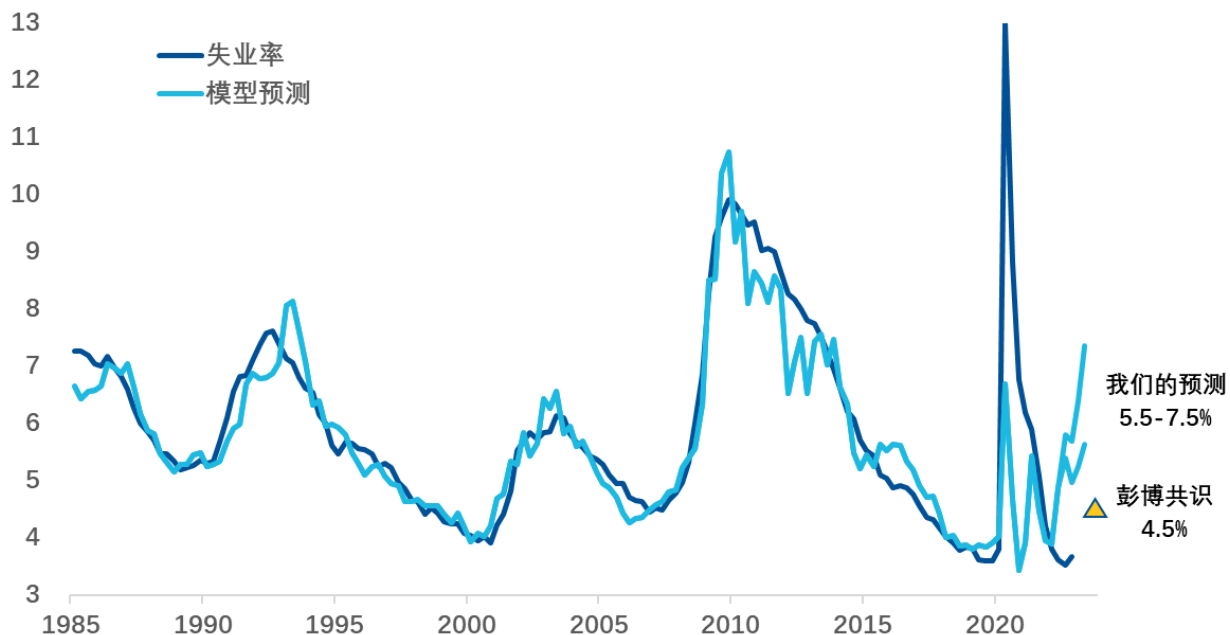
研究员基准：企业盈利将出现历史上极为严重的负增长



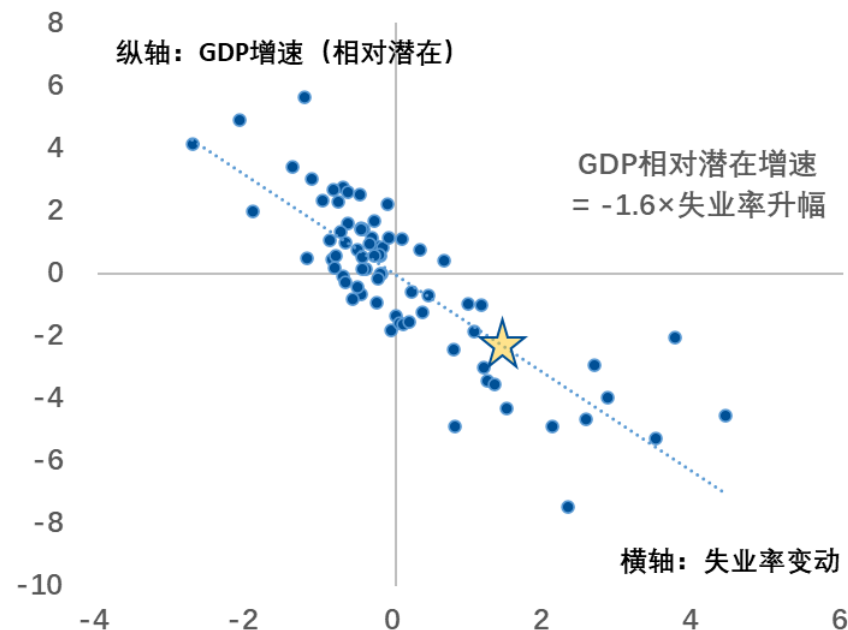
美国失业率预测：回升至5.5-7.5%区间

- 我们预测，美国失业率将在2023年上升2-4pp至5.5-7.5%的区间，大体对应着-1%的美国全年GDP增速，比2001年衰退更深，但弱于金融危机。
- 我们预测的失业率回升幅度高于彭博共识（回升1pp左右）。

失业率预测：回升至5.5-7.5%区间



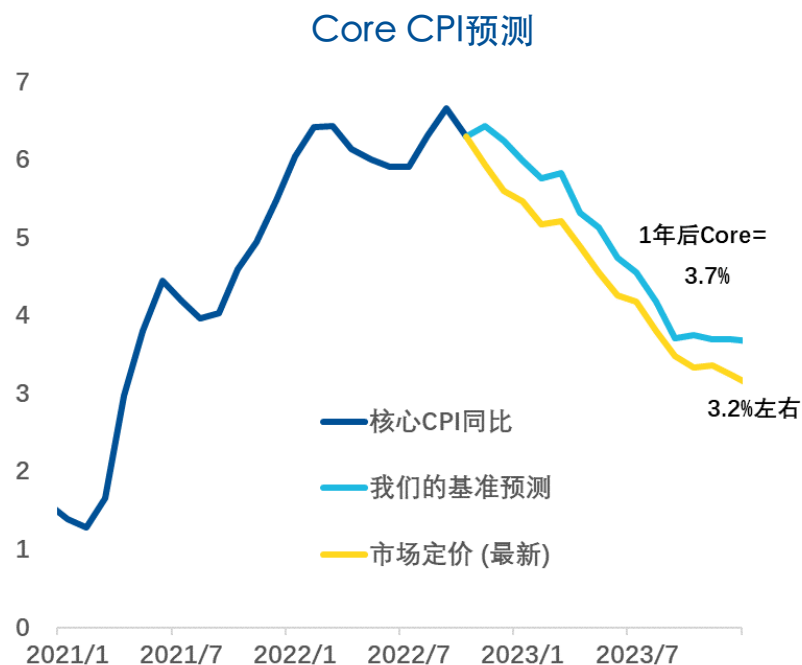
失业率上升2pp对应美国2023年GDP增速回落至-1%以下



注：数据来自CEIC，易方达内部模型，2022年11月。

核心通胀预测：已见顶回落，但回落缓慢

- 我们的模型预测美国核心CPI将见顶回落，但未来回落斜率慢于市场定价。
- 回落速度偏慢的主要原因是高工资的粘性。领先指标指示工资将在2023年中以前保持偏高水平，支持服务类通胀保持韧性。



注：模型输入变量来自CEIC，彭博，美联储，CoreLogic，Zillow，联合国粮农组织等，易方达内部模型，自下而上对美国CPI各分项进行预测，市场定价来自CPI Fixings市场，2022年11月。

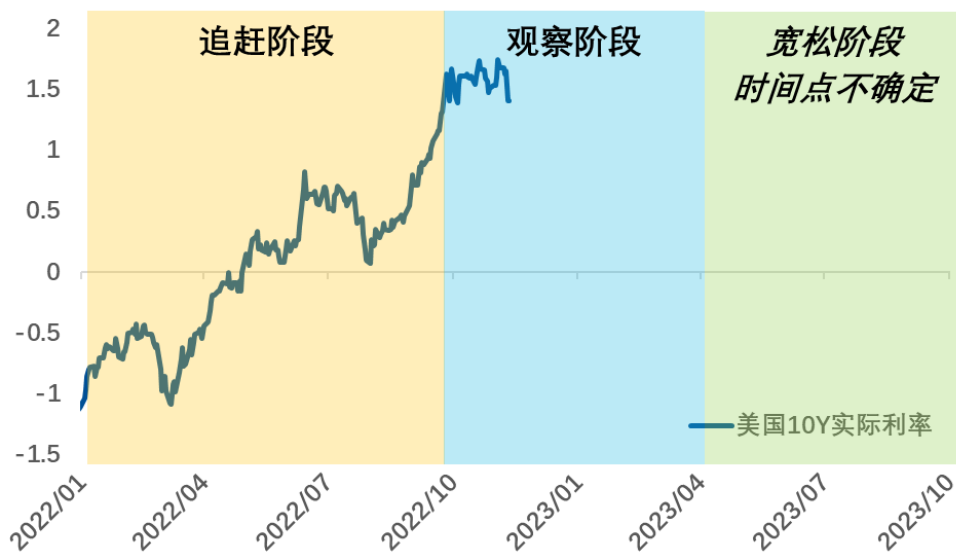


注：数据来自CEIC，美联储，易方达。2022年11月。“其他核心服务”是剔除住房、医疗、电信和教育等以后的服务分项，更为体现经济周期的压力。

联储已进入第二阶段：从“追赶”到“观察”

- 美联储在2022年初到2022年9月是“追赶”阶段，不断推升真实利率，广泛打压各类金融资产。
- 当前美联储进入“观察”阶段：此时顾虑更多，预计联储将大体按照已经沟通的路径进行加息，然后Pause以观察紧缩对经济的影响。
- 我们甚至认为，由于增长的严重下行风险，联储政策路径的下行空间是略大于上行空间的。

联储加息周期进入第二阶段：
追赶曲线 → 观察（当前状态） → 转向宽松



注：数据来自彭博，易方达，截至2022年11月14日。

在我们当前认知下，联储政策路径的下行空间>上行空间



注：数据来自彭博，易方达，2022年11月14日。

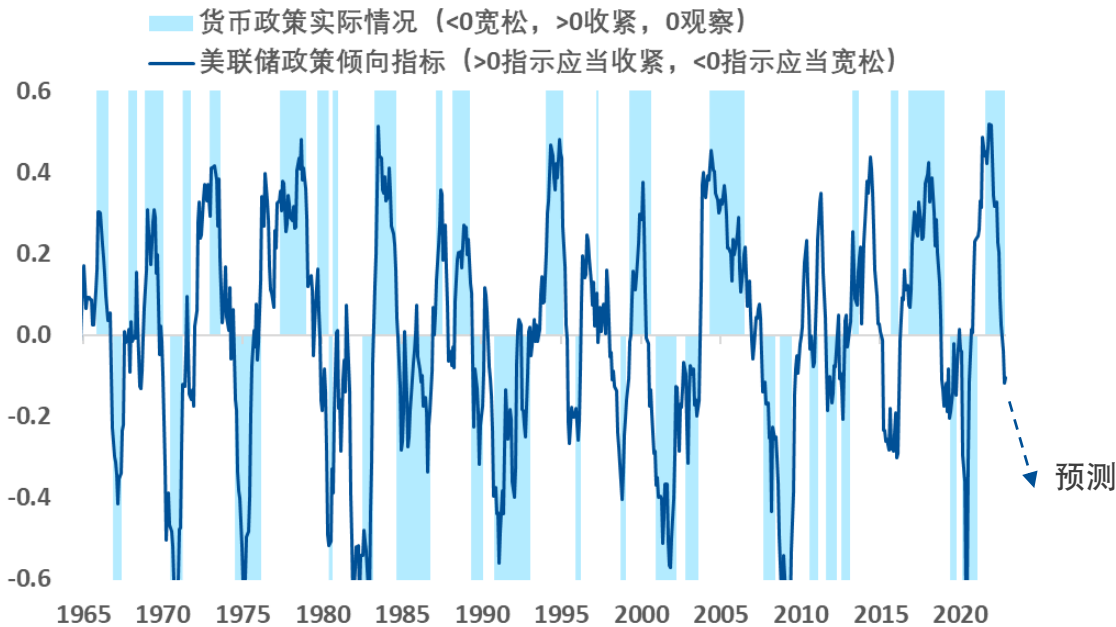
货币政策预测：联储将逐步从观察转向宽松



- 如果联储按照历史行为规律：经济基本面的恶化将推动联储从“观察”转向“宽松”，但**节奏高度不确定**。
- 如果联储转鸽较早（或者经济格外韧性），那么衰退可能较浅（甚至避免衰退），但历史规律指示，此后联储将重新开启紧缩以应对通胀压力。

我们构造的综合指标指示，联储将暂时观察态势，但很快将面临宽松压力

高通胀时期，观察期如果没有发生衰退，则联储很可能重归紧缩



注：易方达内部模型，基于经济增长、通胀和金融市场等二十余个指标构造，2022年11月30日。

观察（停止紧缩）	持续时间	是否衰退	下一阶段
1966年8月	4	无	开启可持续宽松
1968年5月	7	无	重归紧缩
1970年1月	6	衰退	开启可持续宽松
1971年10月	15	无	重归紧缩
1973年8月	12	衰退	开启可持续宽松
1979年1月	9	无	重归紧缩
1981年1月	19	衰退	开启可持续宽松
1987年7月	9	无	重归紧缩
1989年4月	2	衰退	开启可持续宽松
1995年2月	10	无	开启可持续宽松
1997年5月	17	无	开启可持续宽松
2000年8月	5	衰退	开启可持续宽松
2006年7月	15	衰退	开启可持续宽松
2013年9月	25	无	重归紧缩
2016年2月	9	无	重归紧缩
2019年1月	5	无	开启可持续宽松
2022年10月			？

注：易方达整理。

总结：美股仍有压力，真实利率趋于回落

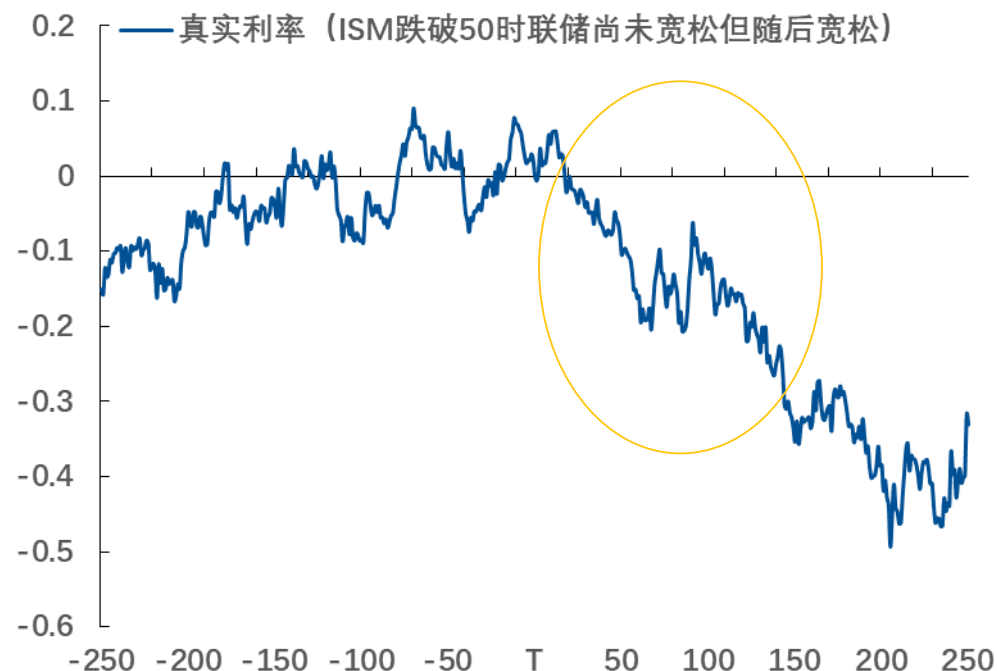
- 基准情形：衰退+联储暂时观察=美股仍有下跌压力，而高通胀背景意味着长端美债利率总体震荡。此时人民币汇率弹性将有助于吸收海外冲击。
- 伴随衰退深化，通胀压力缓解，联储将开启可持续宽松，真实利率下降，美债曲线重回陡峭化，美股开启反弹，全年V形走势。
- 风险情形：联储更早宽松，引发金融资产全面上涨，但随后通胀问题重新显现，美股全年倒V走势。

不同通胀背景下，联储各阶段的美股与美债走势

1965-1984	标准普尔500指数	真实利率	联邦基金利率	国债收益率:3年	国债收益率:10年	10y-3y曲线水平
紧缩	-0.3%	0.04	0.26	0.12	0.09	-0.03
观察（停止紧缩）	-0.4%	0.00	-0.07	0.02	0.03	0.01
宽松	2.5%	-0.04	-0.30	-0.13	-0.08	0.05
观察（停止宽松）	0.5%	-0.01	0.04	0.00	0.00	0.01
总计	0.4%	0.01	0.02	0.03	0.03	0.00
1985年以后	标准普尔500指数	真实利率	联邦基金利率	国债收益率:3年	国债收益率:10年	10y-3y曲线水平
紧缩	0.5%	0.05	0.14	0.11	0.06	-0.05
观察（停止紧缩）	1.0%	-0.02	-0.02	-0.08	-0.07	0.01
宽松	1.2%	-0.04	-0.14	-0.05	-0.03	0.03
观察（停止宽松）	0.3%	-0.02	-0.02	-0.04	-0.04	0.00
总计	0.8%	-0.01	-0.01	-0.01	-0.02	0.00

注：数据来自WIND，易方达整理。

历史规律：联储尚未开启宽松 + ISM跌破50 → 真实利率趋于回落



注：数据来自WIND，易方达整理，上图各案例为1980年以来ISM在经济回落期跌破50的案例中位数。

01. 海外经济展望

02. 国内经济展望

03. 资产价格展望

- 23年地产和疫情将出现改善，但出口承压，财政有所退坡，全年经济预计出现弱修复（全年增速5.2%，两年平均低于4%）；
- 节奏上，下半年随着疫情调整优化到位，预计Q4两年平均增速能够基本回到潜在增速（5~5.5%）。

出口回落

8%→-4%

财政有所退坡

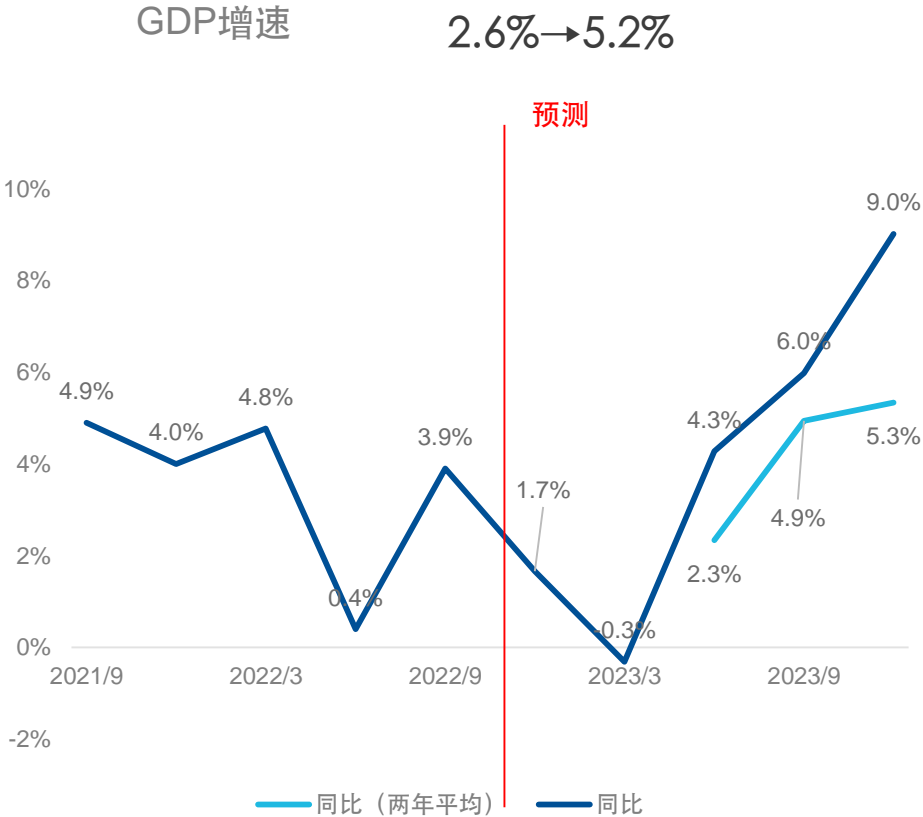
12%→8%

地产拖累减少

-10%→-4%

疫情管控优化提振消费

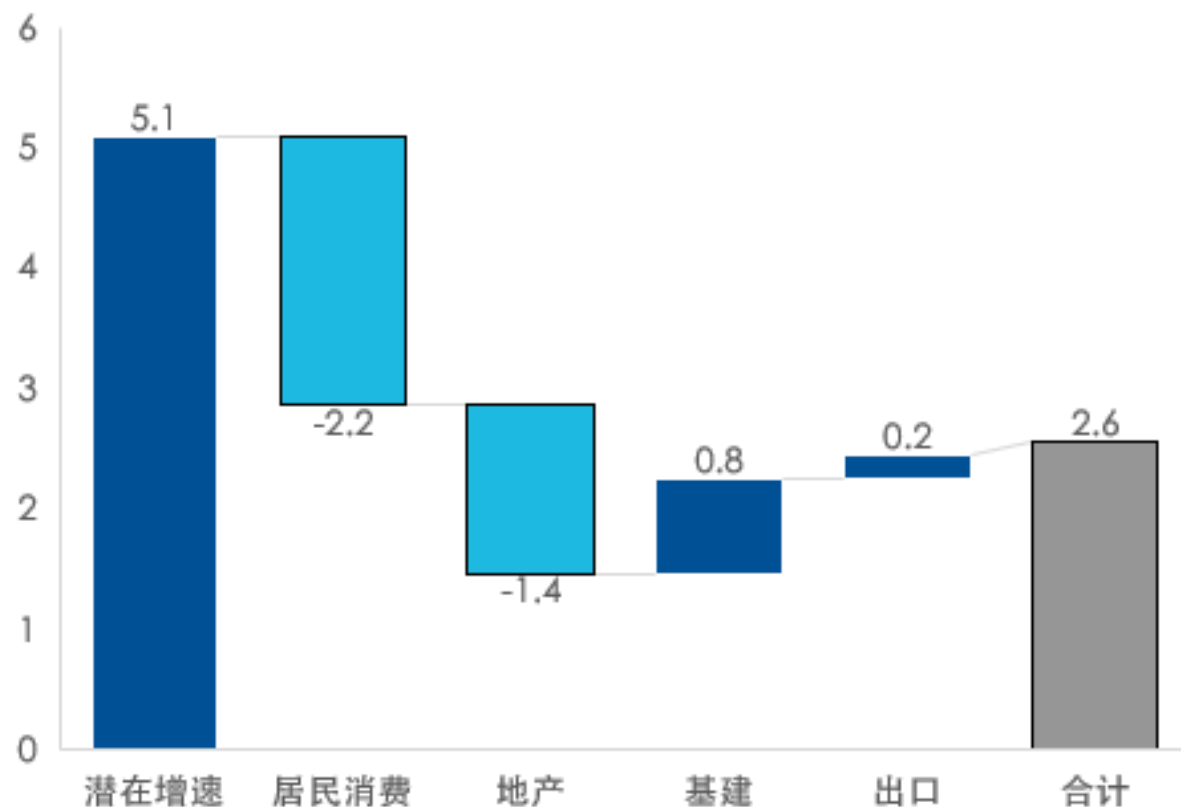
2%→7%



- 23年地产和疫情将出现改善，但出口承压，财政有所退坡，全年经济预计出现弱修复（全年增速5.2%，两年平均低于4%）；

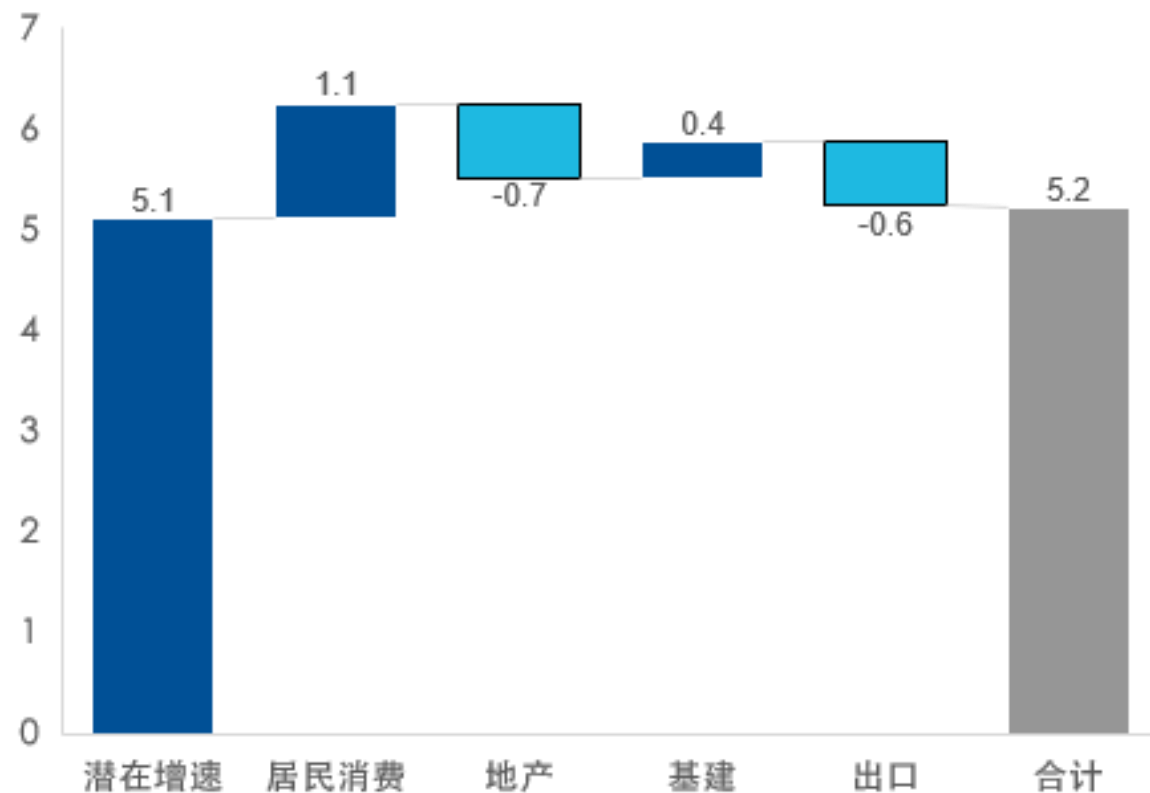
经济分项：相较潜在增速的贡献或拖累（2022, E）

■ 增加 ■ 减少 ■ 汇总



经济分项：相较潜在增速的贡献或拖累（2023, E）

■ 增加 ■ 减少 ■ 汇总



出口：面临进一步压力

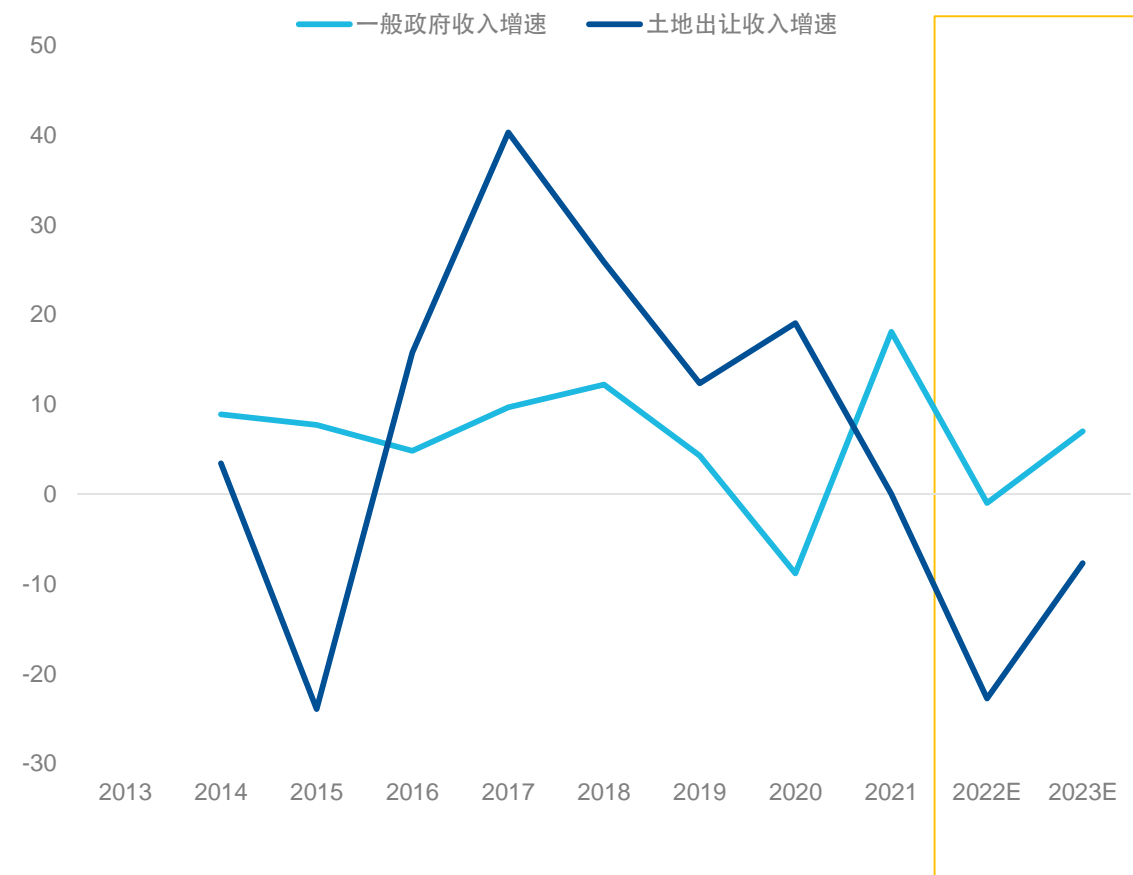
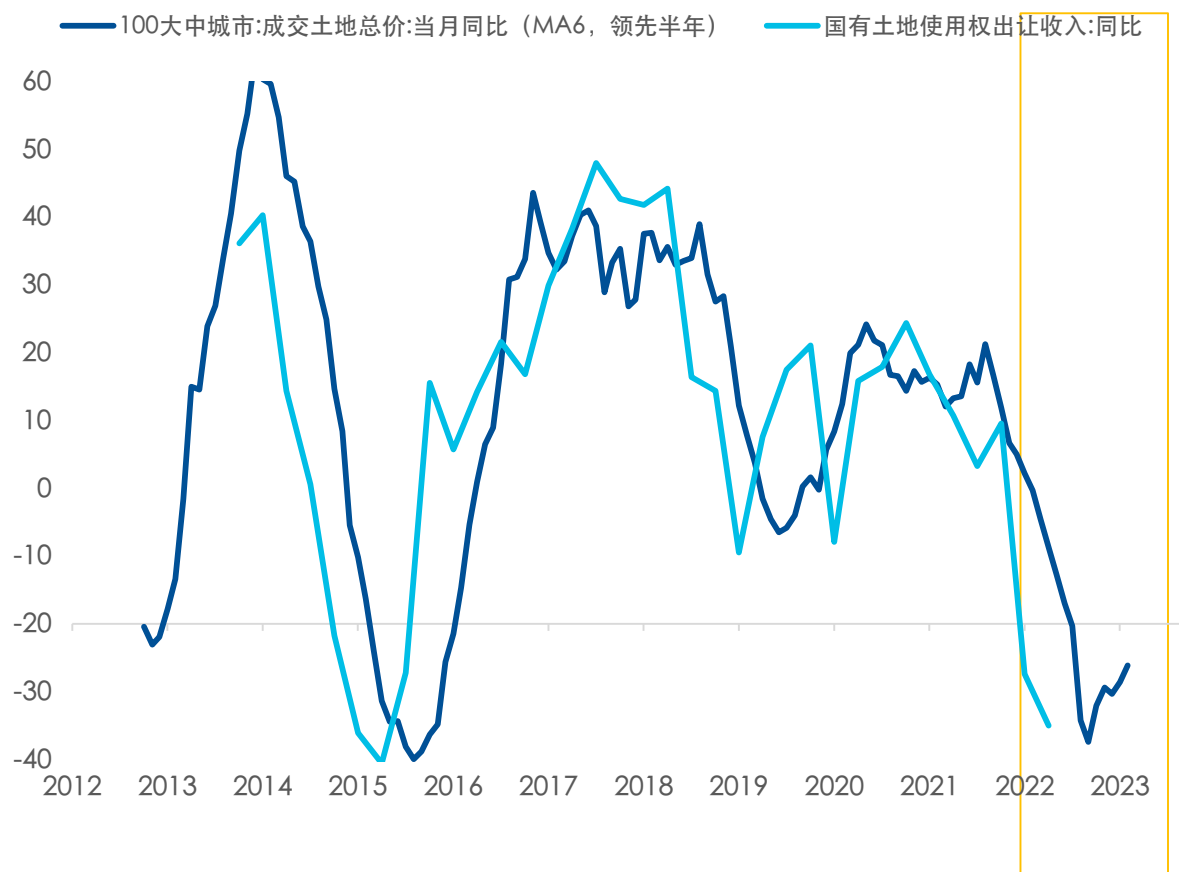
- 出口压力最大的时间将会主要集中在2023年前两个季度。



注：数据来自WIND，模型预测采用外需指标、中国成本优势以及疫情冲击作为输入变量。

财政：明年表内财政力度放缓

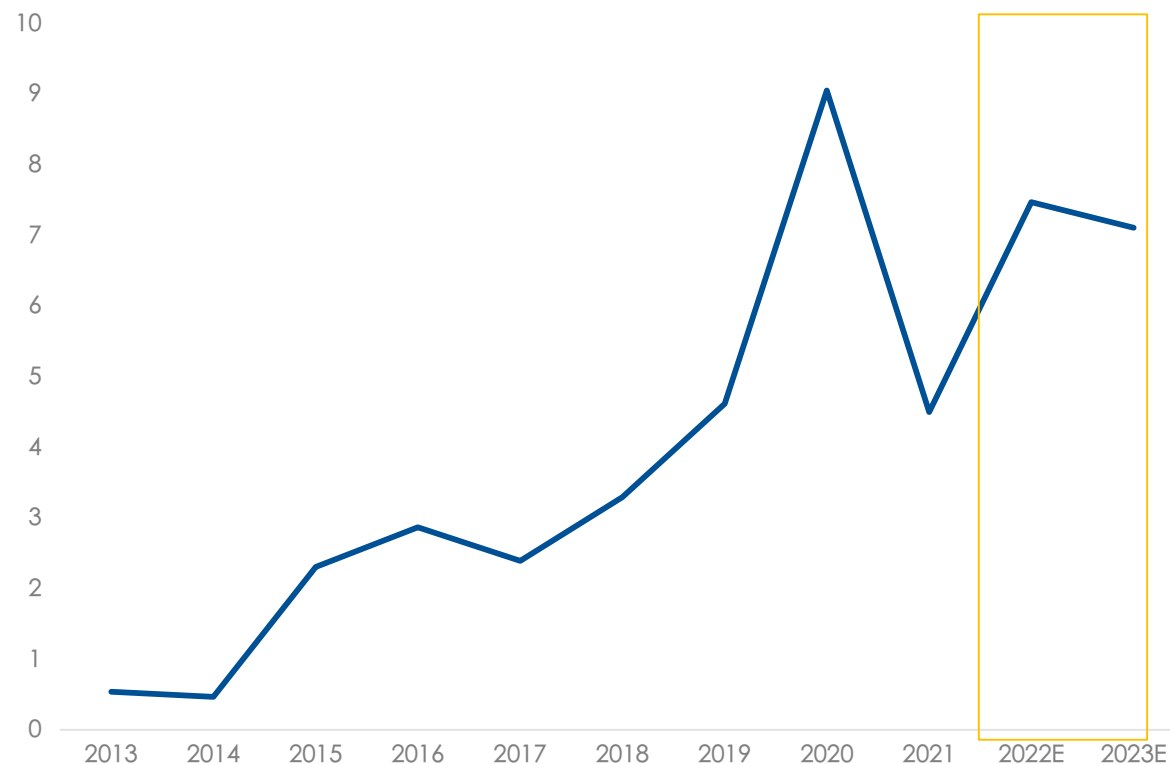
- 虽然明年收入端不再有留抵退税的冲击，但从土地成交等领先指标看，明年地方政府土地出让金收入项仍可能出现明显负增长，预算收入难以明显扩张。



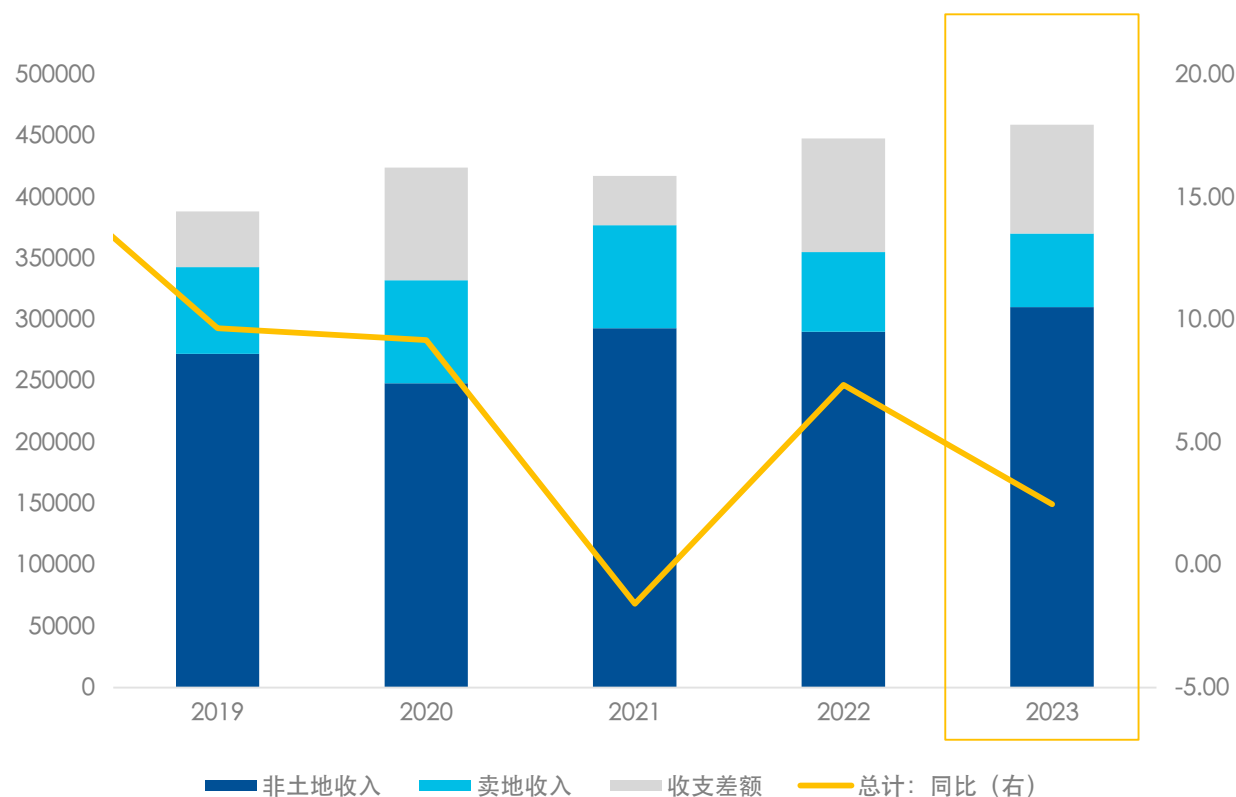
财政：明年表内财政力度放缓

- 加之22年财政已非常积极（通过大量调入资金的方式）推高了基数。即使假设赤字率（2.8%→3.5%）以及专项债（4.15万亿→4.5万亿）比今年进一步扩张，明年表内财政增速（预计3%）也会比22年（约7.5%）回落。

表内财政赤字率



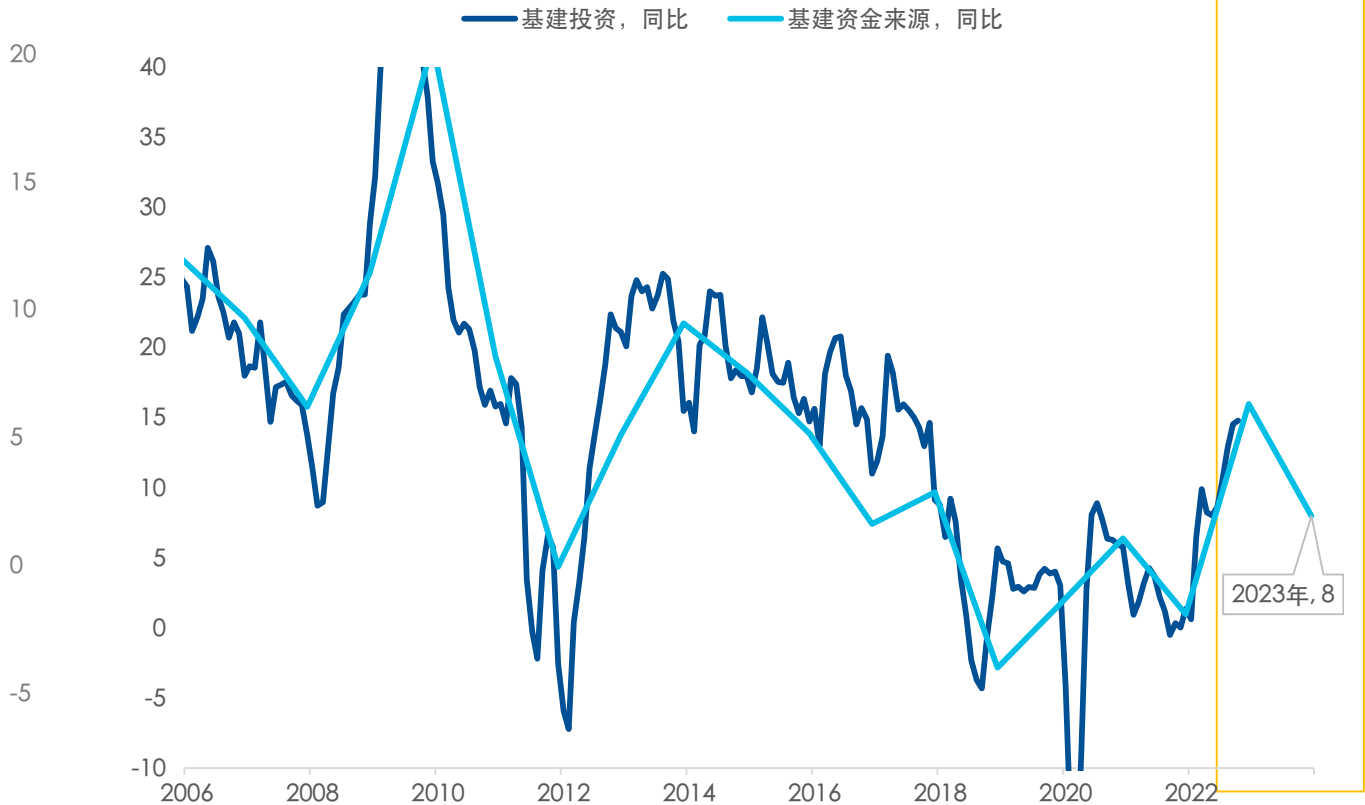
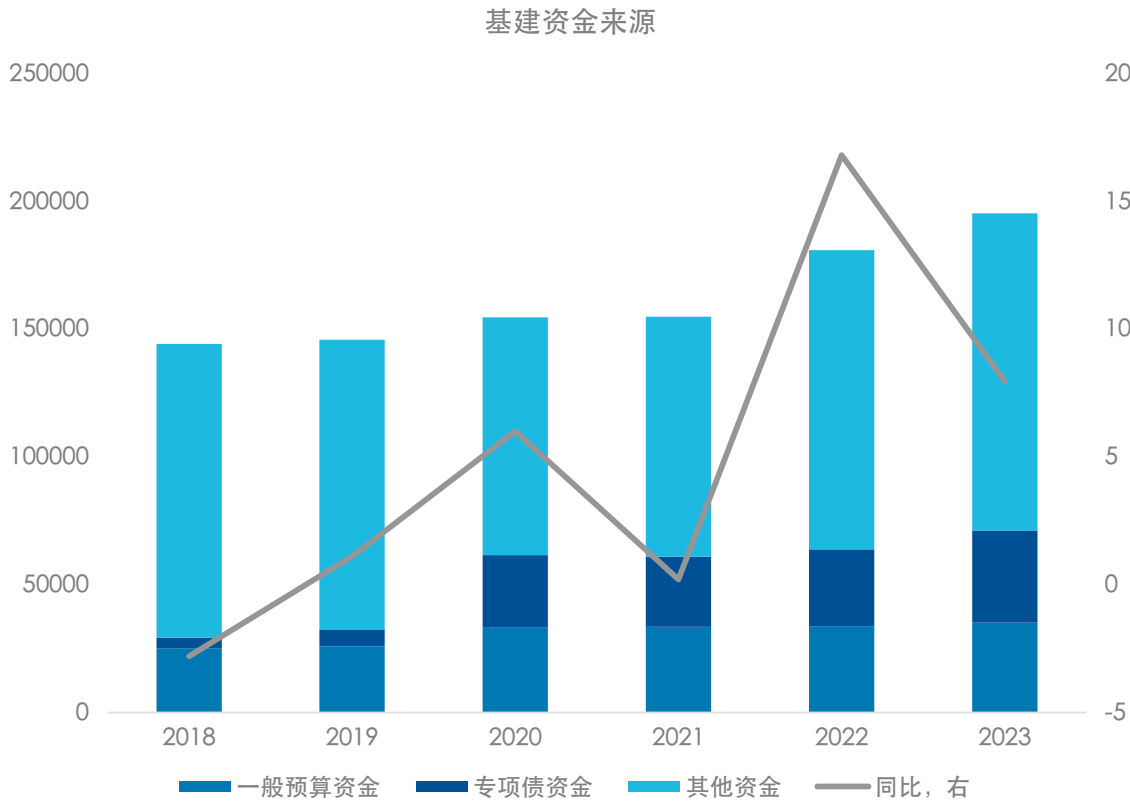
表内财政支出测算



基建需要更加依靠准财政发力



- 如果明年不再做准财政，那基建增速会回落到5%以下；
- 基准情况：假设明年准财政保持今年的支持力度（约7000亿），那可以带动基建增速5~10%。

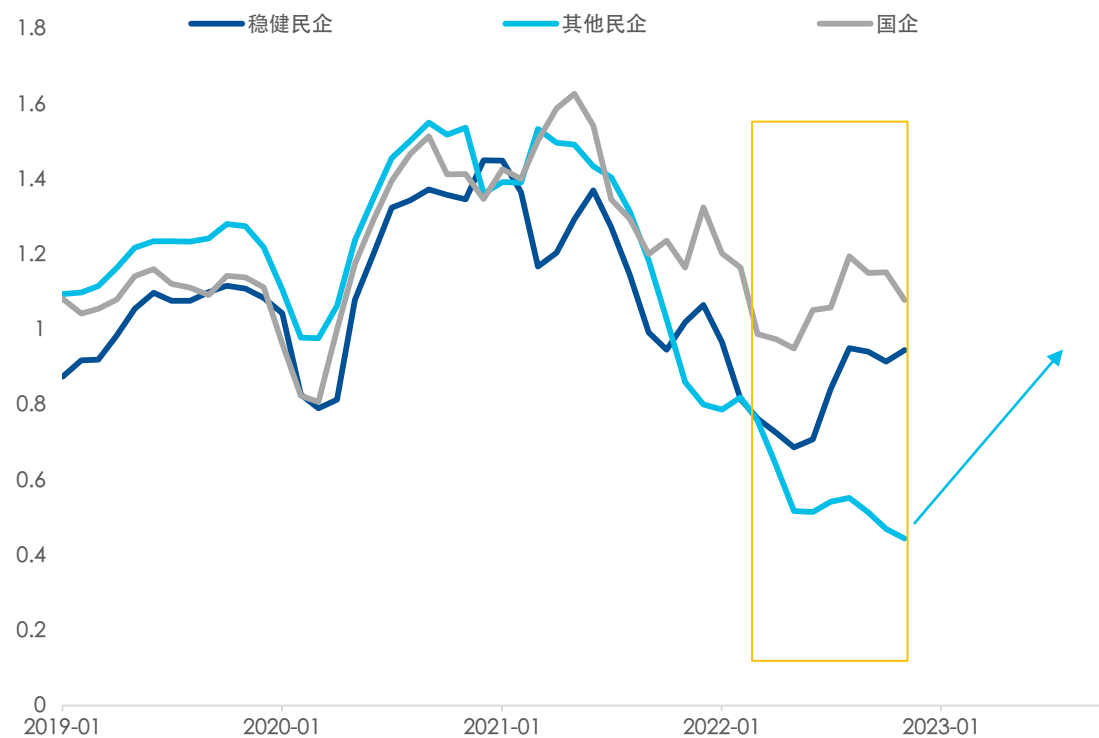


- 近期政策（支持“第二支箭”、“第三支箭”为代表）开始转向保主体，这有助于改善居民信心。参照18年，后续保主体还需要从顶层政策导向、信贷支持工具以及激励机制等方面跟进。

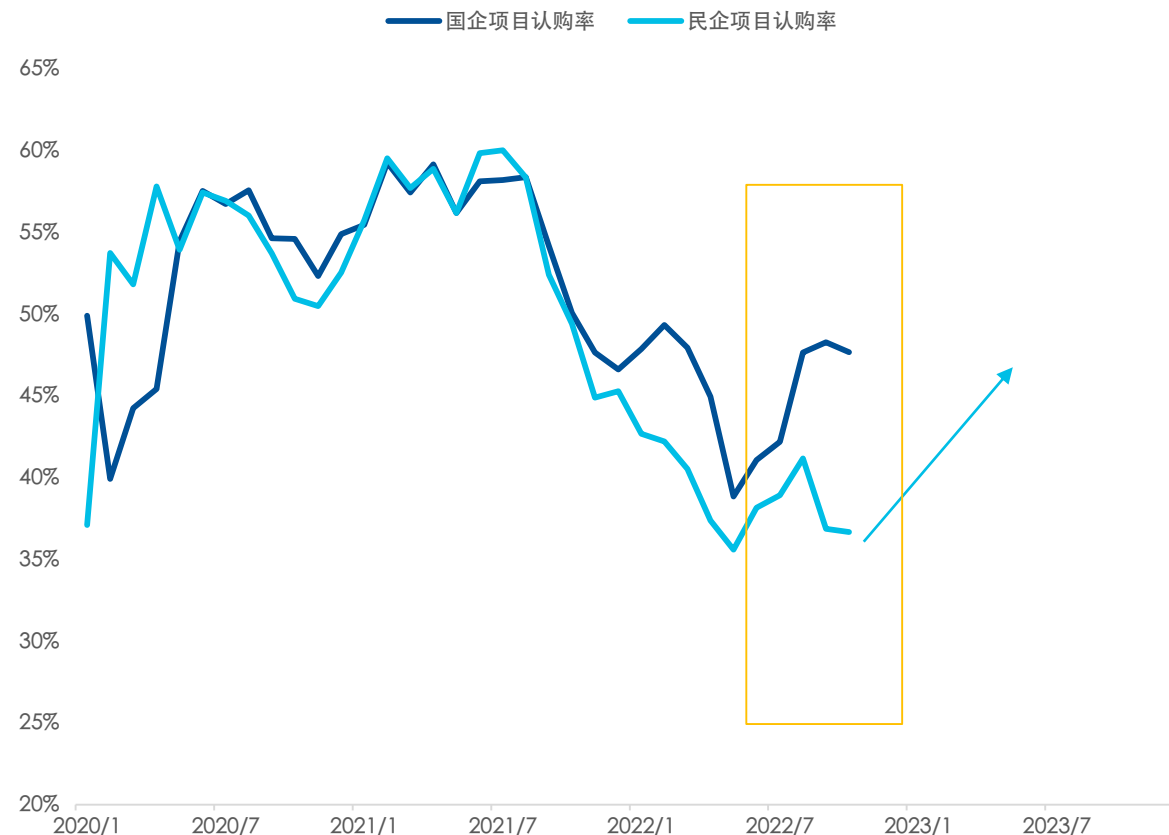
重点政策	本轮	18年~19年
顶层政策导向	-	民营企业座谈会
信贷支持工具（第一支箭）	-	创设定向中期借贷便利，增强对小微企业、民营企业的信贷供给能力
债券融资支持工具（第二支箭）	央行支持房企债券融资（额度2500亿）	设立“民企债券融资支持工具”
股权支持（第三支箭）	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资 恢复上市房企和涉房上市公司再融资	加快民营企业首发上市和再融资审核进度
激励机制	-	制定民营企业服务目标，银保监会按季监测，制定实施差异化考核方案； MPA考核增设专项指标进行考察； 提高不良考核容忍度，建立健全民营企业贷款尽职免责和容错纠错机制。

- 今年以来地产销售持续处于低位，居民对民营房企的信心不足是主要制约。近期的保主体政策有助于扭转居民对弱资质房企的信心，带动销售好转。

TOP50房企销售面积（剔除季节性），MA3

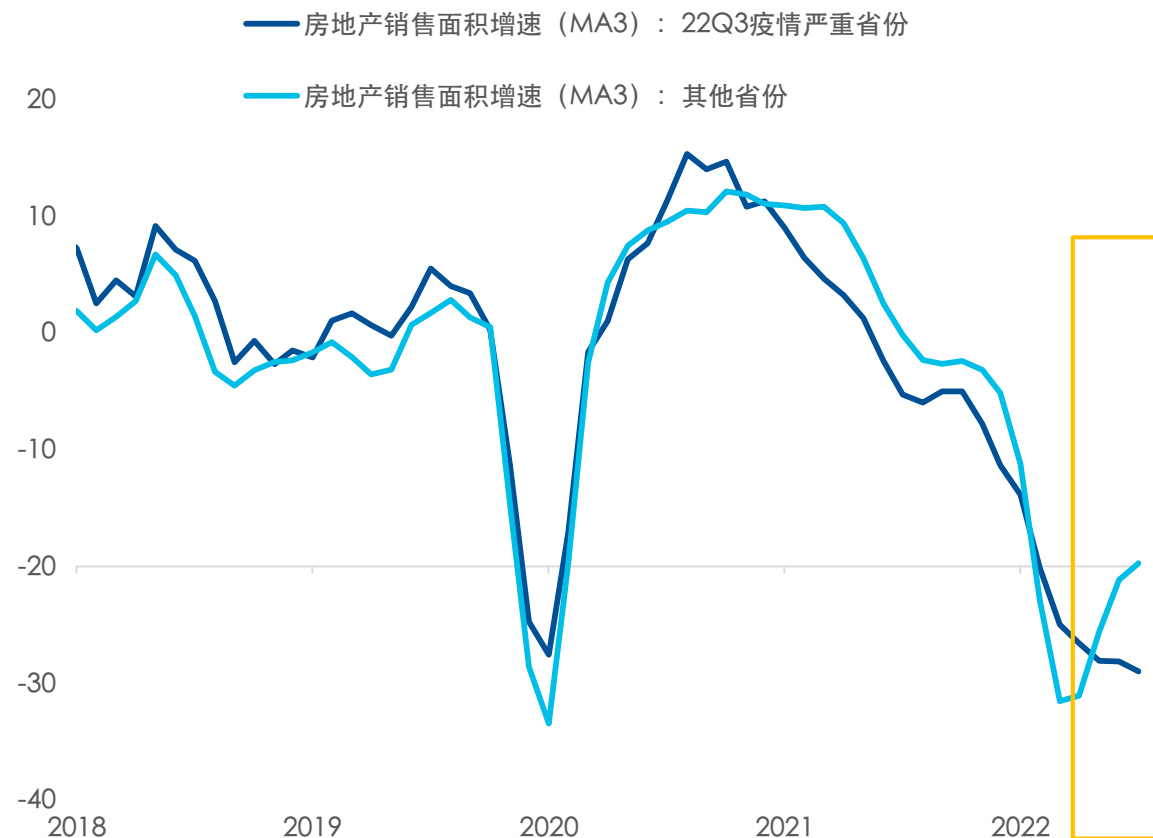
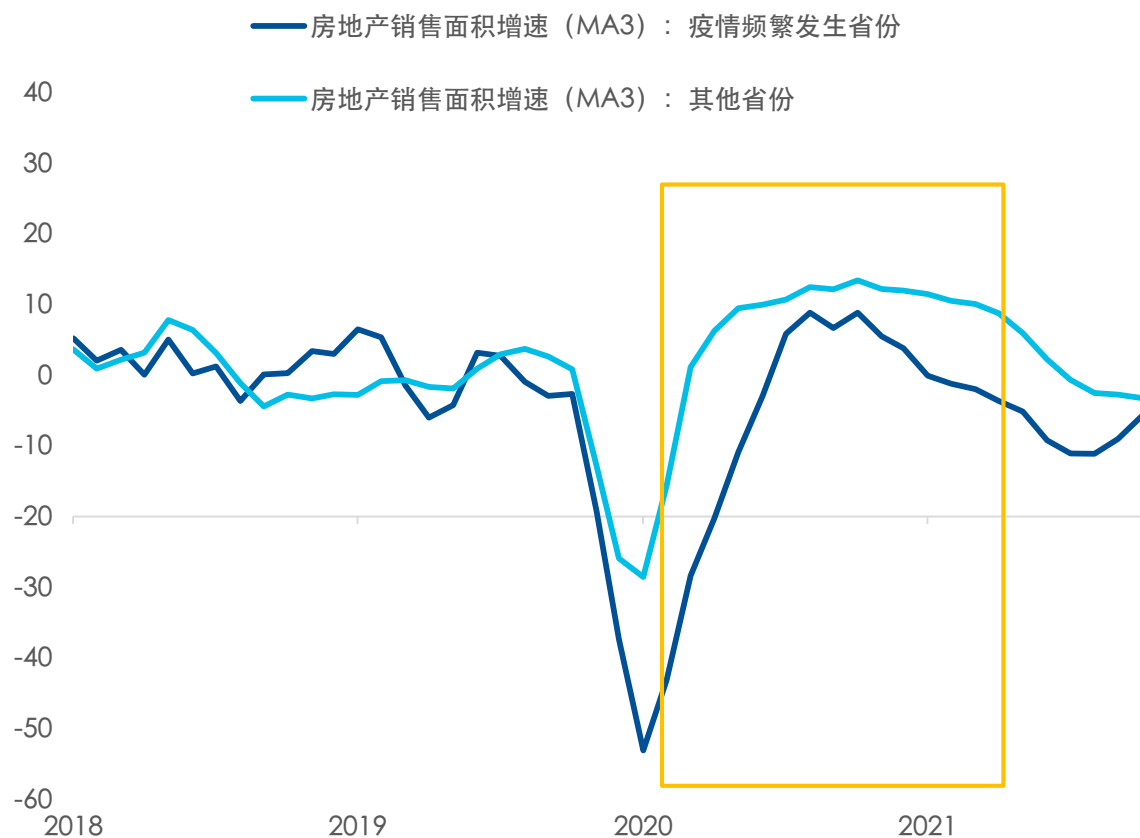


开盘认购率 (MA3), TOP30房企



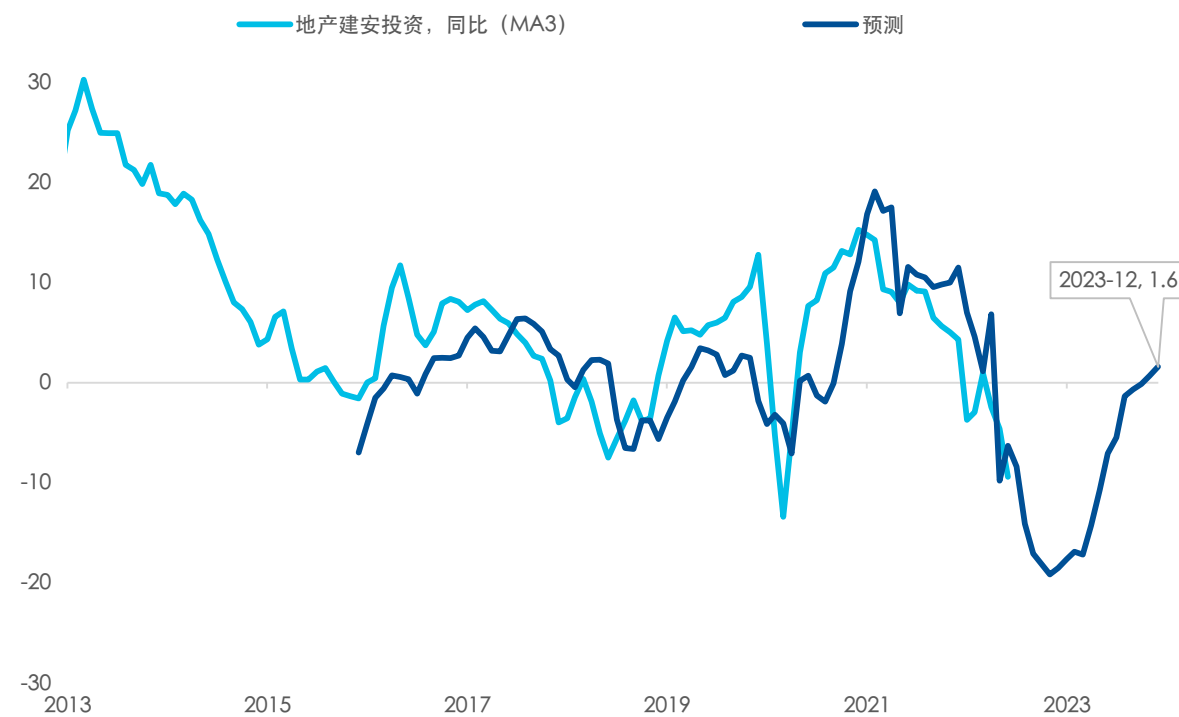
疫情管控优化也有助于地产的恢复

- 从历史数据来看，疫情频发对地产销售也会有冲击，明年随着疫情管控优化，这一拖累预计也将缓解。



地产对经济拖累有望减少

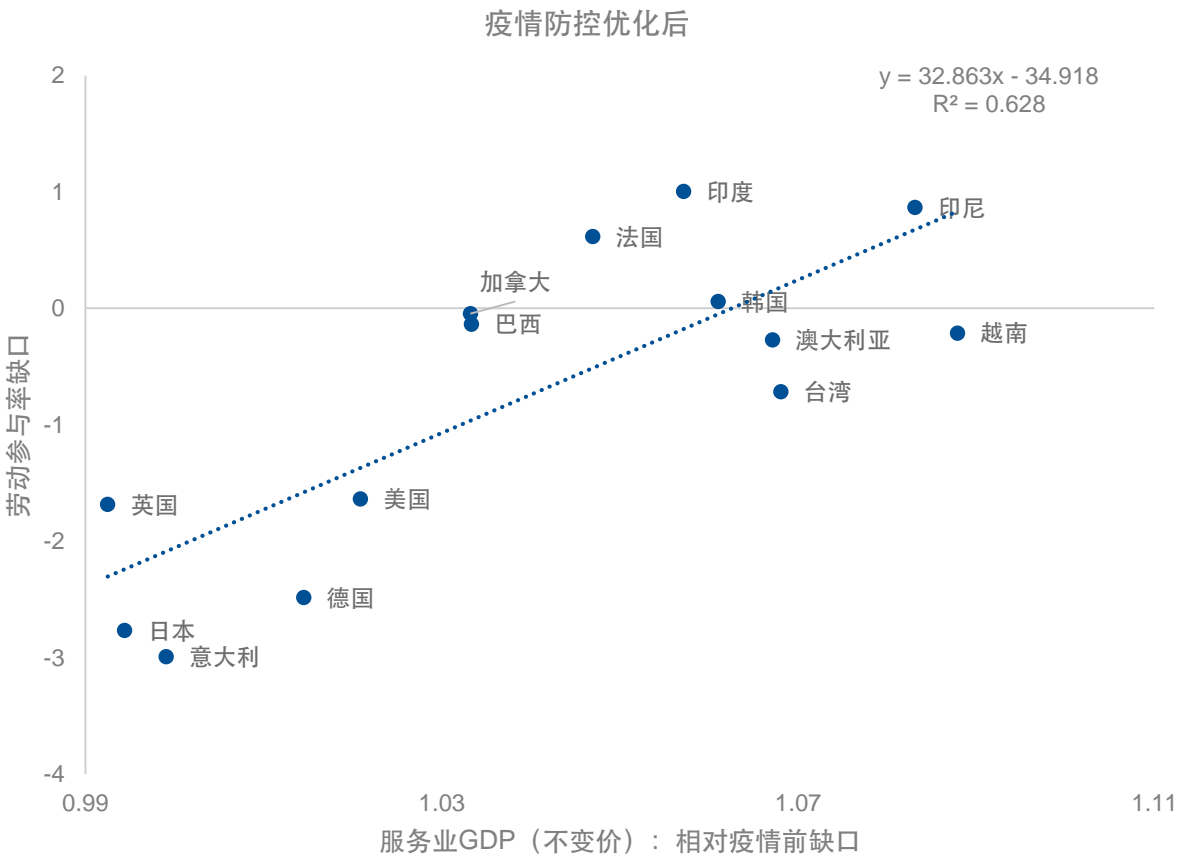
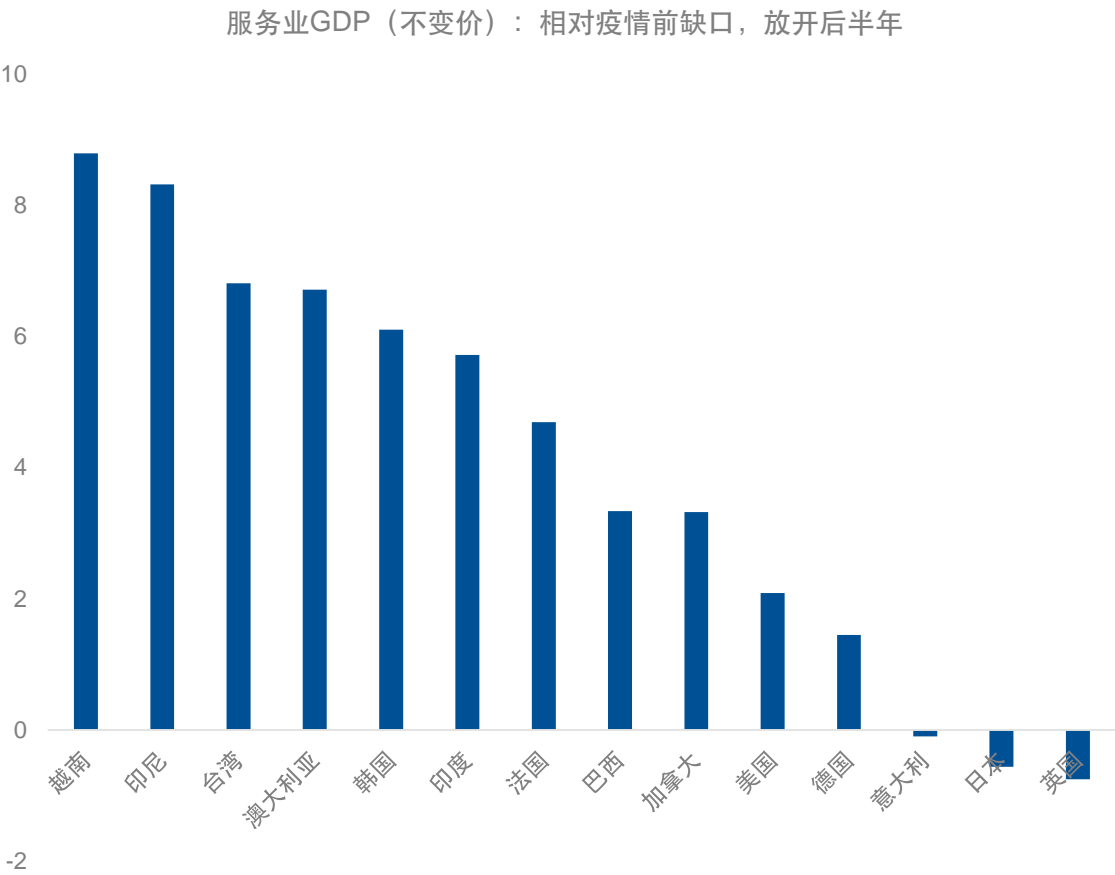
- 结合保主体政策对居民信心提振、疫情管控优化等，我们预计地产销售以及投资增速将回升，地产对经济的拖累会比当前降低。



疫情管控优化：对服务提振幅度受劳动力供给制约

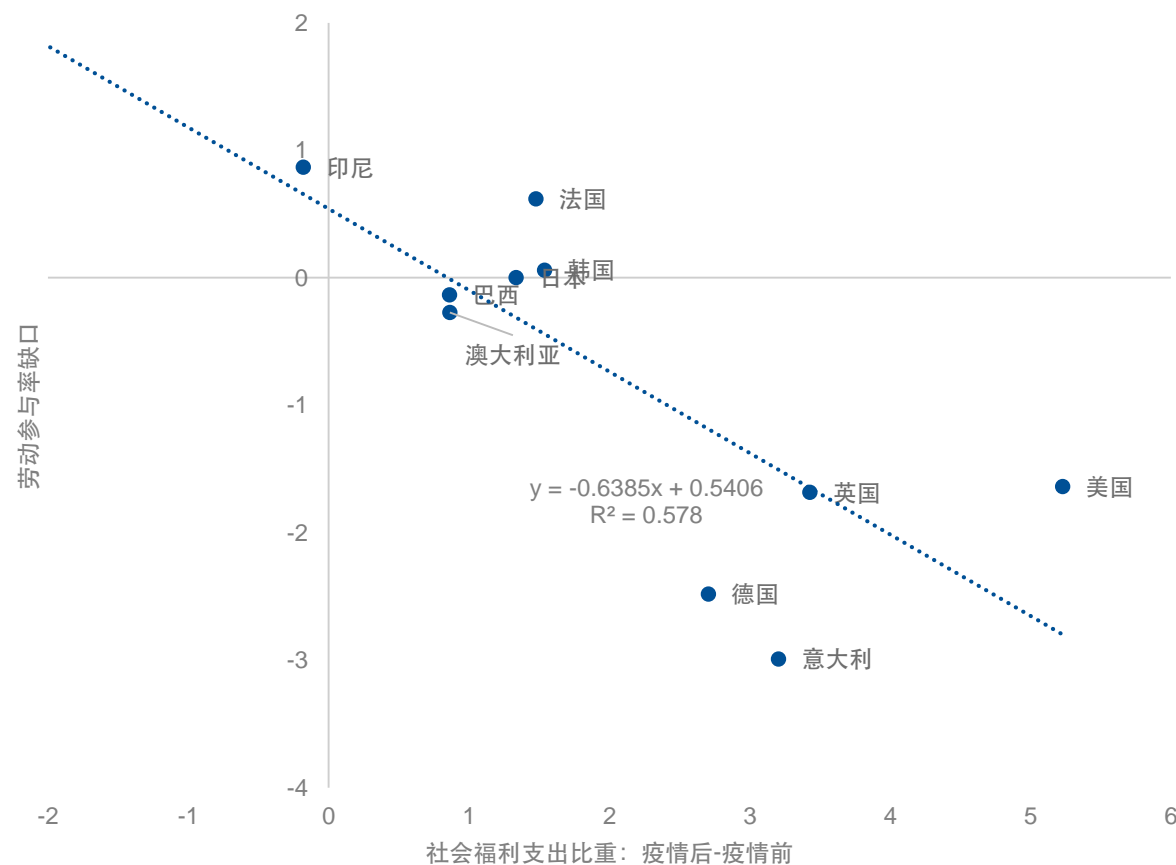
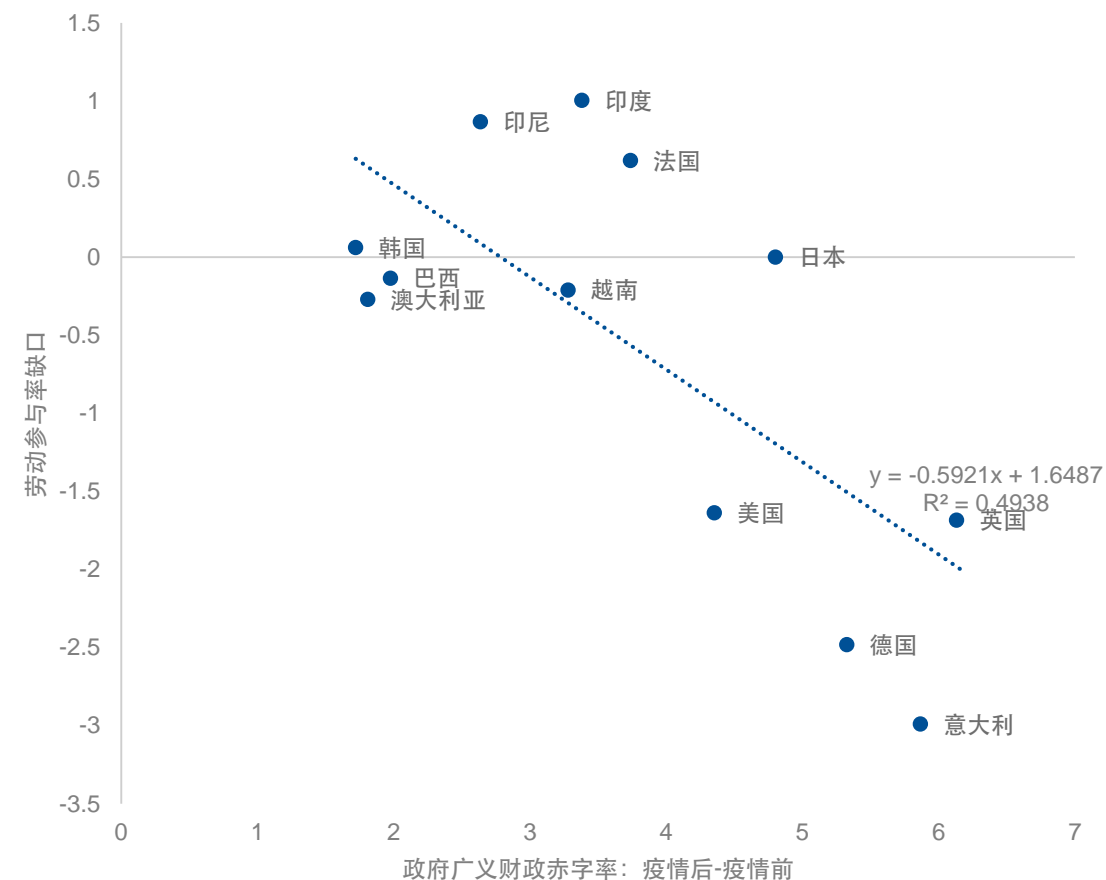


- 参考海外经验，疫情管控措施优化后多数经济体服务活动回到或超过疫情前水平。
- 防疫政策优化后，服务业修复的服务会受到劳动力供给的制约，劳动参与率有明显缺口的经济体（英国、美国等）服务业恢复的程度明显不如劳动参与率缺口小的经济体。

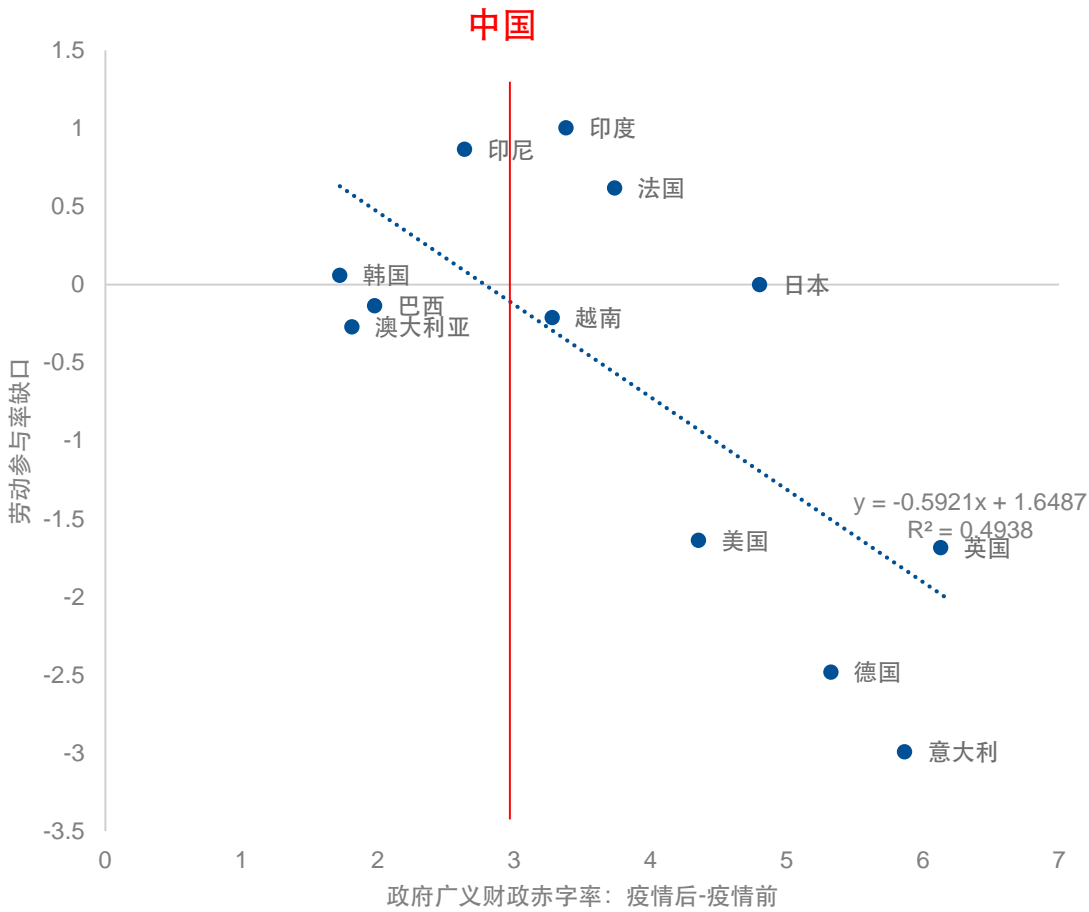


财政补贴力度越大，劳动力缺口越严重

- 疫情后财政补贴力度越大（尤其是做社会福利支出）的经济体，其越可能面临严重的劳动力缺口。

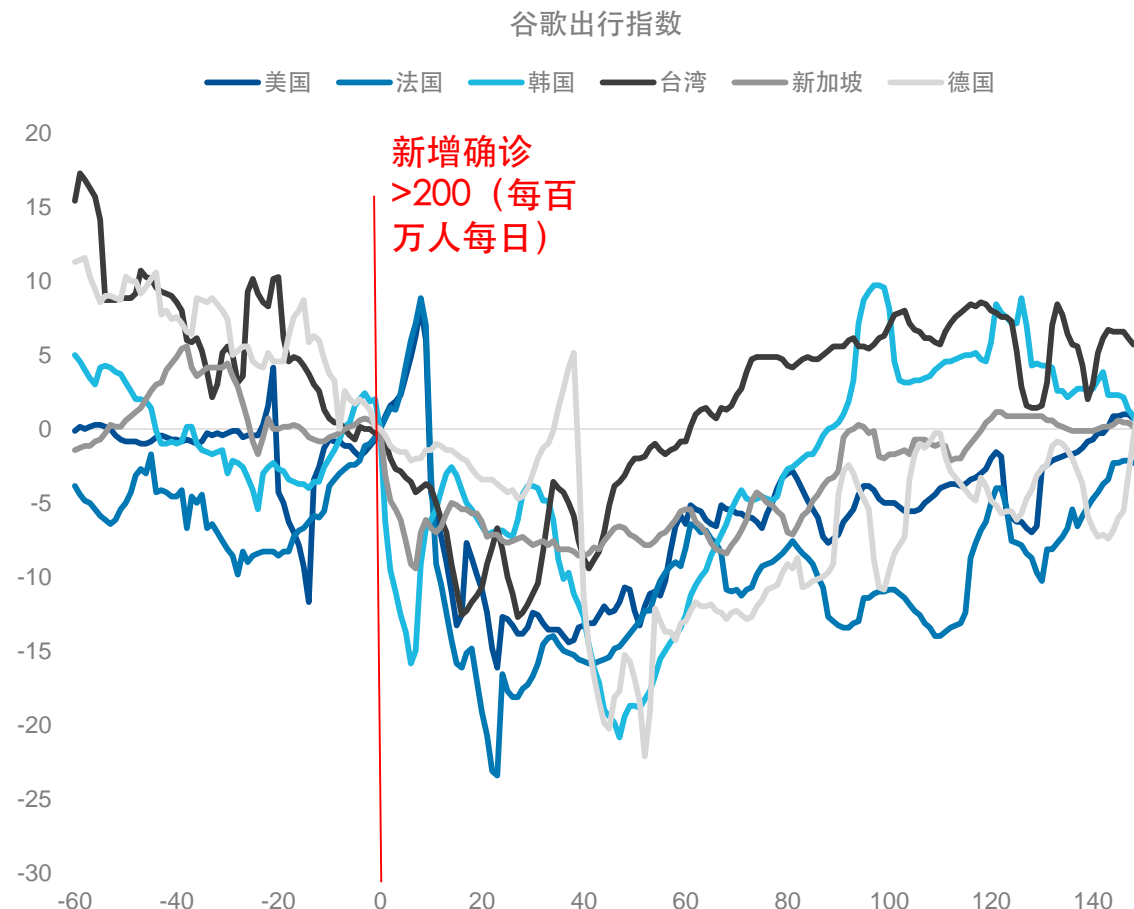
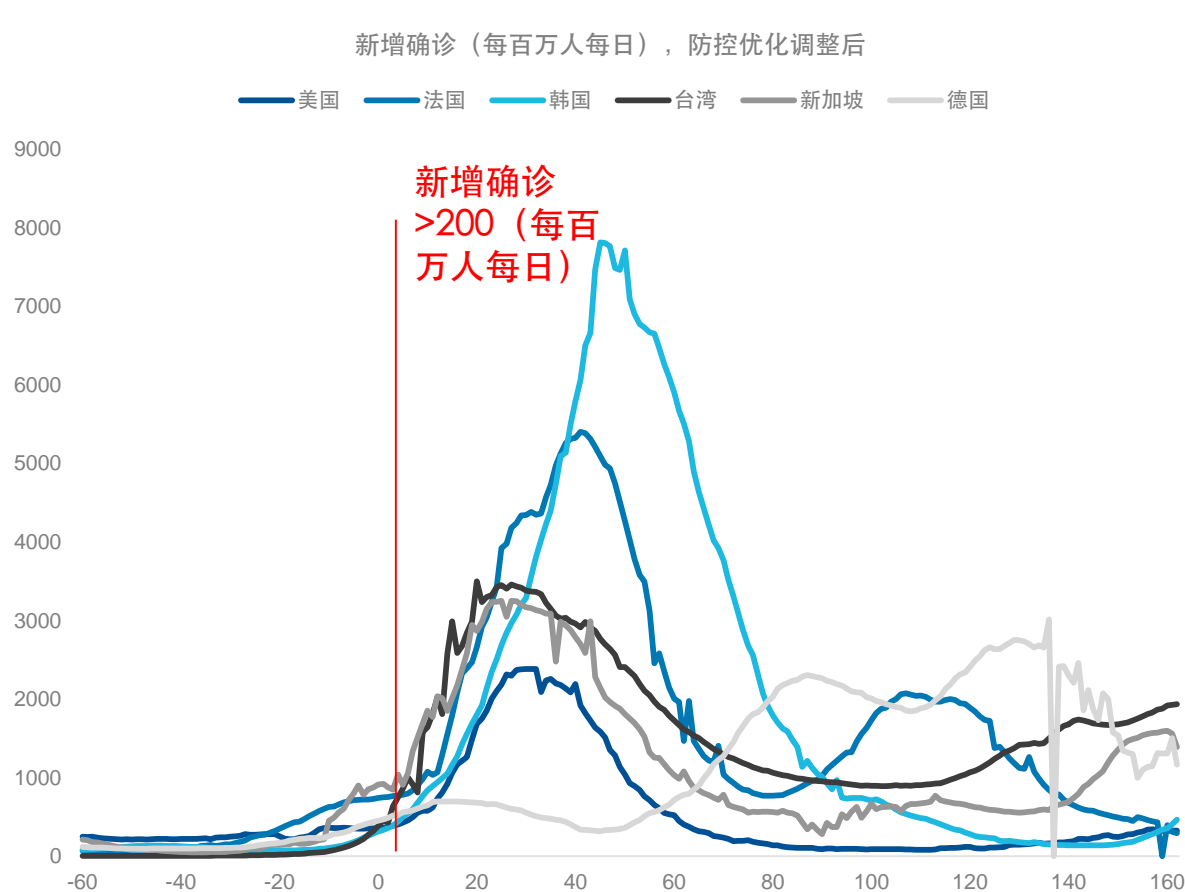


- 疫情后中国的财政政策，尤其是对居民的福利补贴一直比较克制。这有助于避免出现类似欧美的大规模劳动力供给缺口。



但疫情爆发初期对经济仍然有冲击

- 从海外数据来看，即使疫情管控优化，初期的大规模疫情爆发还是会对经济带来冲击（持续约2~3个月）

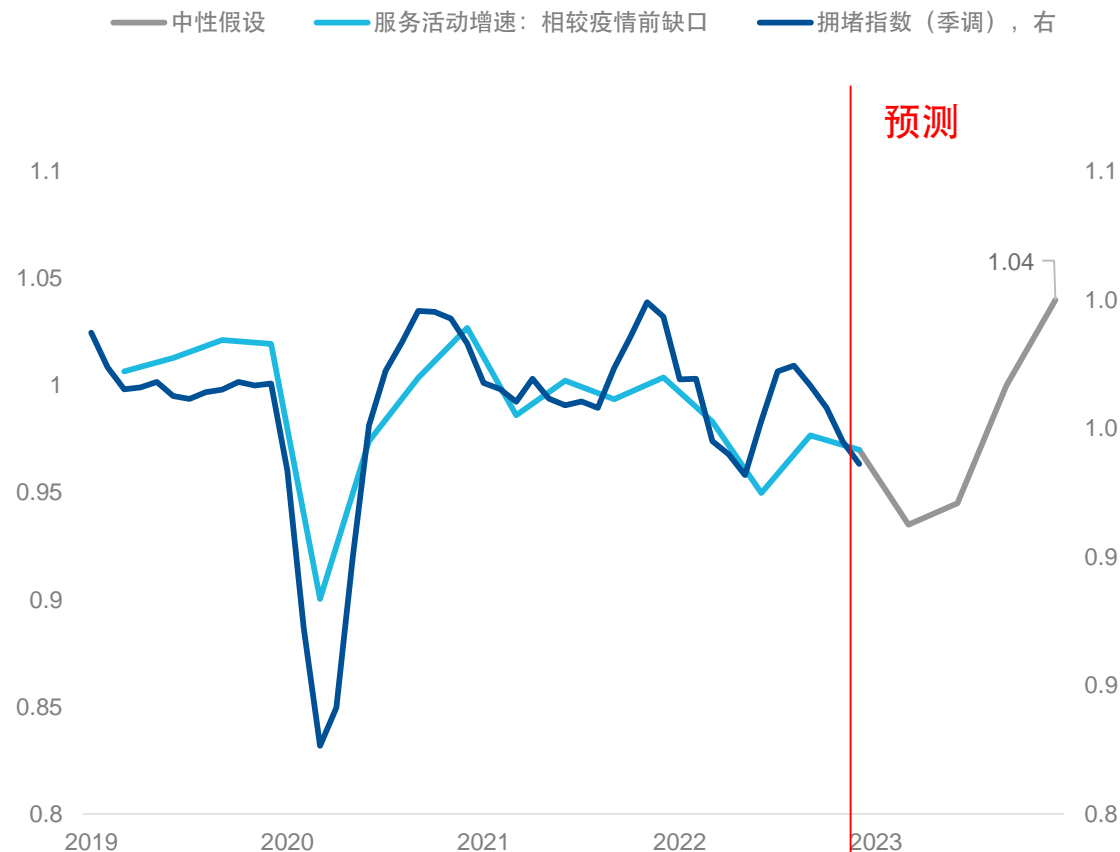
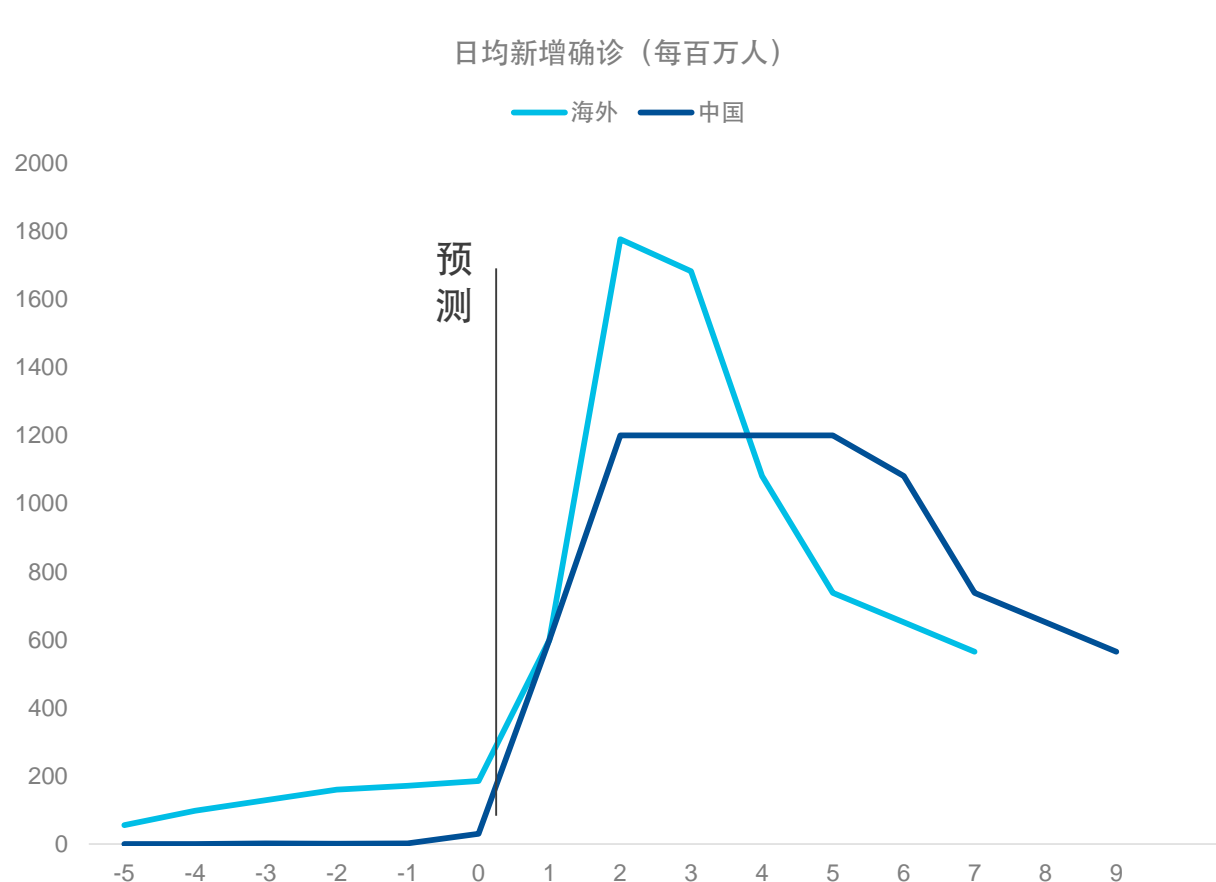


- 由于中国的ICU病床数相对海外可比经济体还有差距，如果参照海外的疫情管控优化节奏，疫情爆发期中国的ICU病床新冠占有率将达到接近60%，会出现明显的挤兑。这意味着中国的疫情管控优化相比海外需要更为缓慢，即压低峰值。

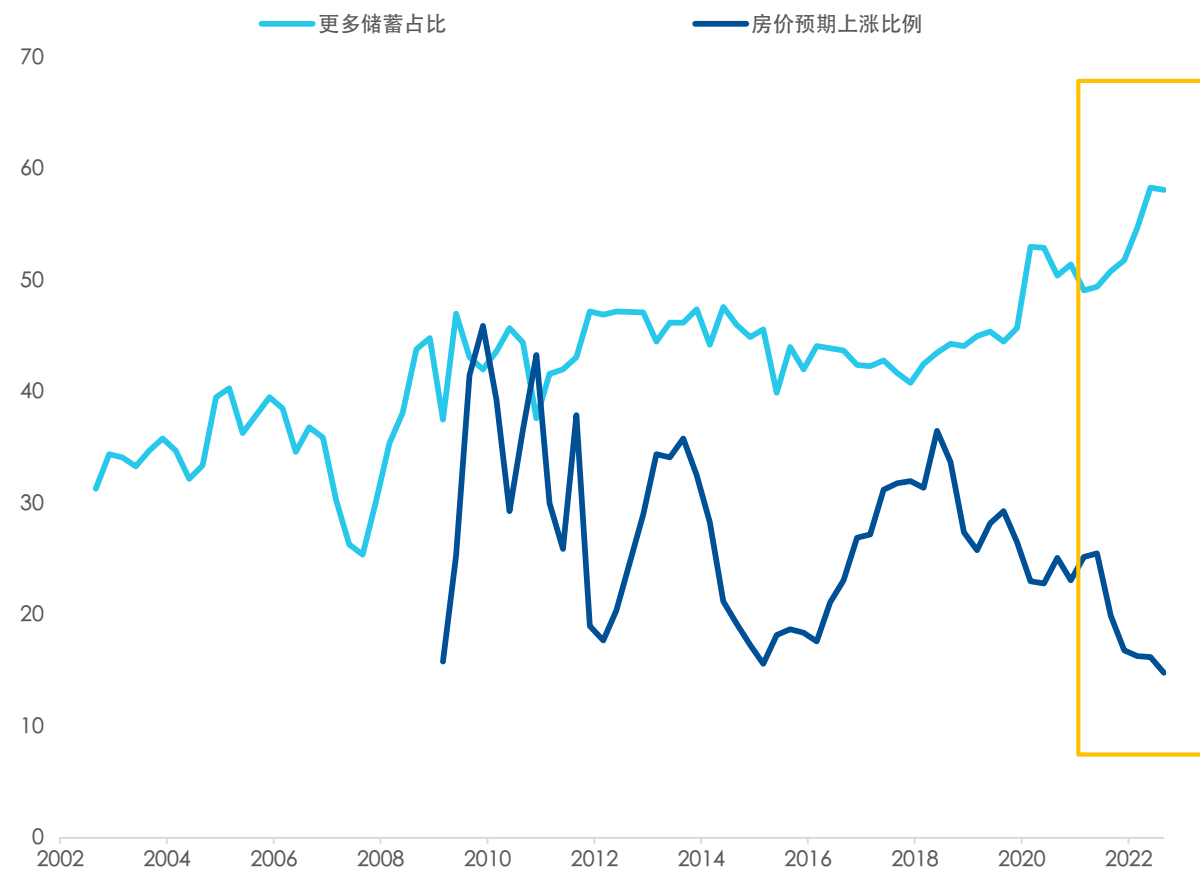
国家	法国	日本	韩国	英国	美国	意大利	德国	澳大利亚	加拿大	中国
ICU病床数（每十万人）	16.3	13.8	10.6	3.8	14.0	8.7	28.2	8.1	8.8	4.7
ICU病床新冠占有率（爆发期峰值）	34.2%	10.9%	19.4%	27.6%	30.3%	31.0%	12.2%	16.5%	29.9%	58%（估算，参照海外疫情管控优化节奏）

疫情爆发期中国需要压平曲线

- 按照海外疫情爆发曲线经验，管控放开初期将出现病例快速上升、快速见顶；
- 中国如果采取压平曲线的方式，将使得疫情高峰感染率低于海外，而同时疫情爆发期持续时间会更久（见顶需要约5~6个月，意味着疫情高峰可能出现在明年Q1~Q2）。



- 即便经济活动恢复正常，疫情留下的“疤痕”也需要比较长的时间修复，叠加居民对房价的极度悲观，这会导致居民保持一个较高的储蓄率，抑制居民部门（消费、地产）的修复高度。



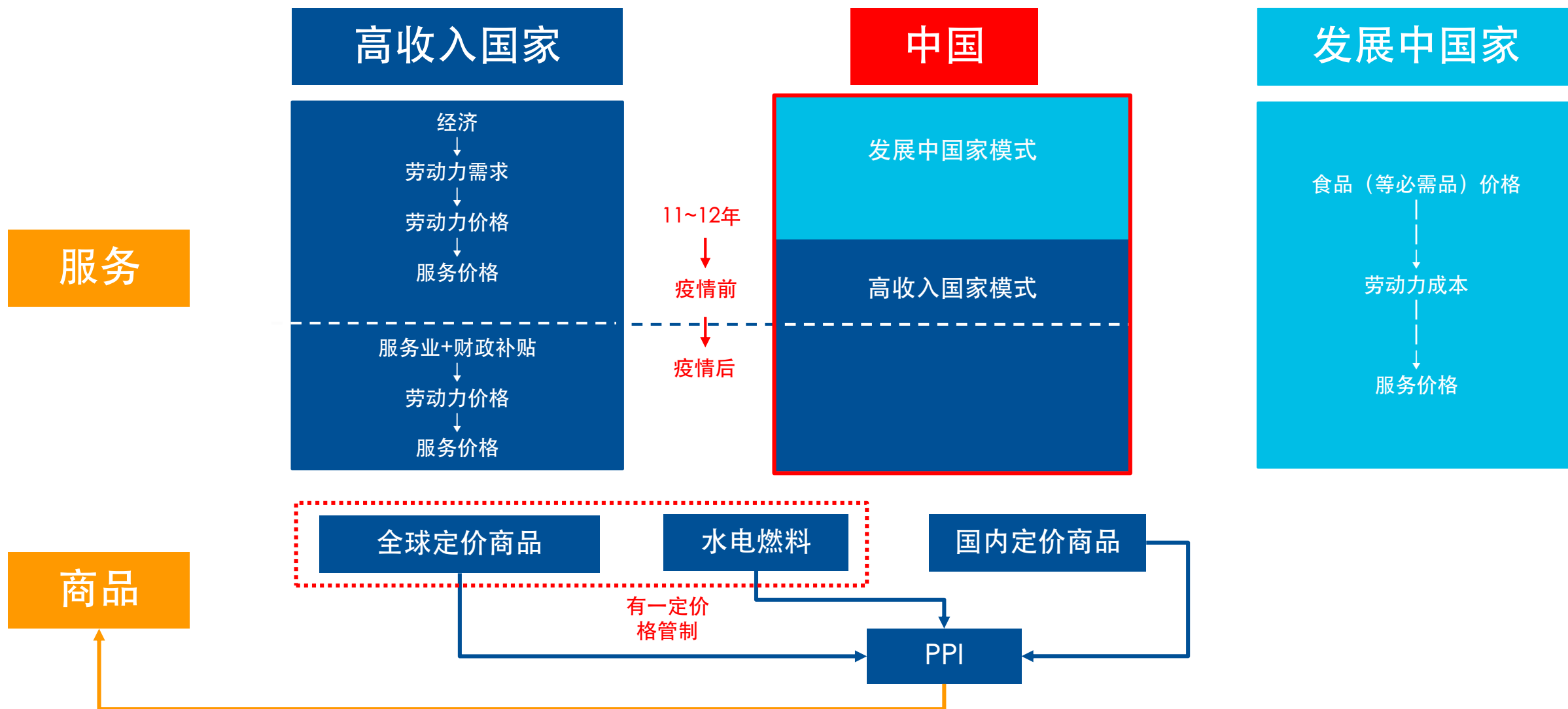
分项	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2022	2023
居民消费	3.9%	-1.3%	3.4%	1.5%	0.0%	5.5%	7.4%	11.9%	1.8%	6.8%
房地产建安投资	1.0%	-9.0%	-14.0%	-16.0%	-16.0%	-5.0%	0.0%	1.0%	-10.4%	-4.1%
基建投资	10.0%	8.0%	15.0%	15.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%	12.3%	8.3%
出口	15.0%	12.0%	10.0%	0.0%	-5.0%	-5.0%	-3.0%	-3.0%	8.5%	-4.0%
GDP	4.8%	0.4%	3.9%	1.7%	-0.3%	4.3%	6.0%	9.0%	2.6%	5.2%

23年增速测算：风险情形



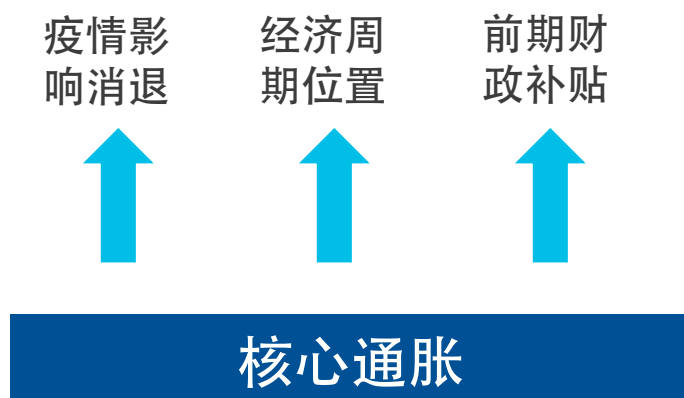
分项	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2022	2023
基准 (疫情23Q2开始消退+7000亿准财政)	4.8%	0.4%	3.9%	1.7%	-0.3%	4.3%	6.0%	9.0%	2.6%	5.2%
乐观 (疫情防控更快优化)				1.7%	1.0%	6.2%	6.0%	9.0%	2.6%	5.9%
乐观 (地产需求侧再发力)				1.7%	-0.3%	4.4%	6.2%	9.3%	2.6%	5.5%
悲观 (疫情冲击时间更长)				1.7%	-0.3%	4.3%	3.9%	6.9%	2.6%	4.0%
悲观 (不做准财政)				1.7%	-0.6%	3.7%	5.1%	8.2%	2.6%	4.6%

中国核心通胀的形成机制已经非常类似发达国家

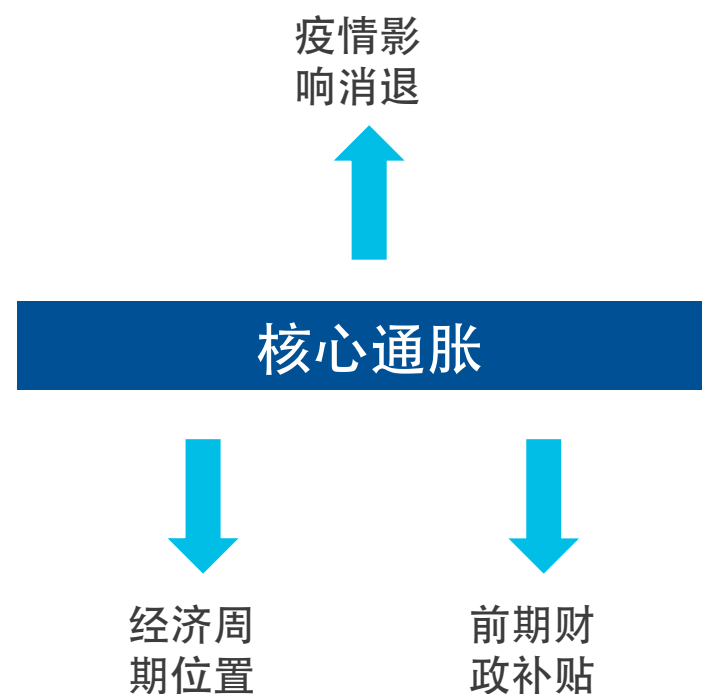


2023年中国核心通胀压力不大

海外 (2022)

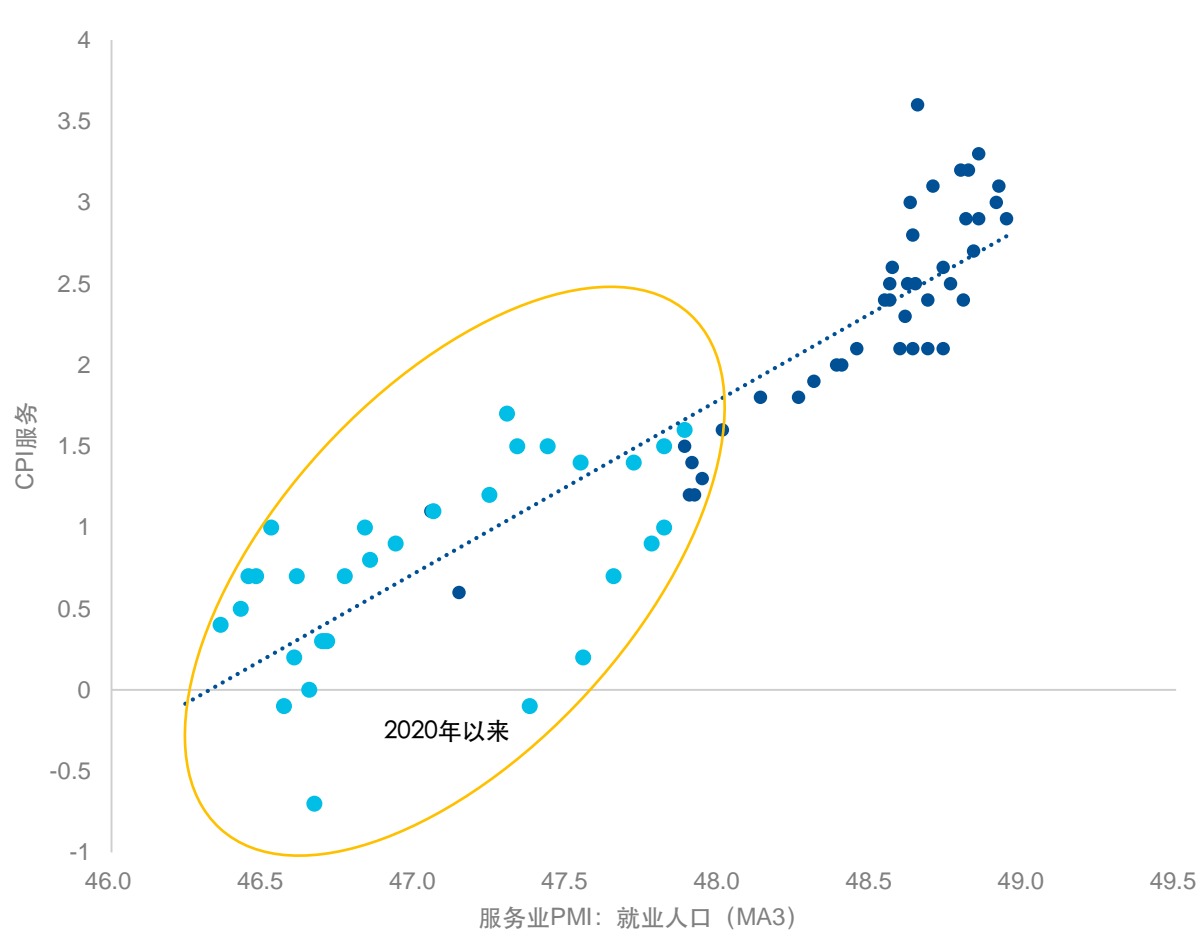


国内 (2023)

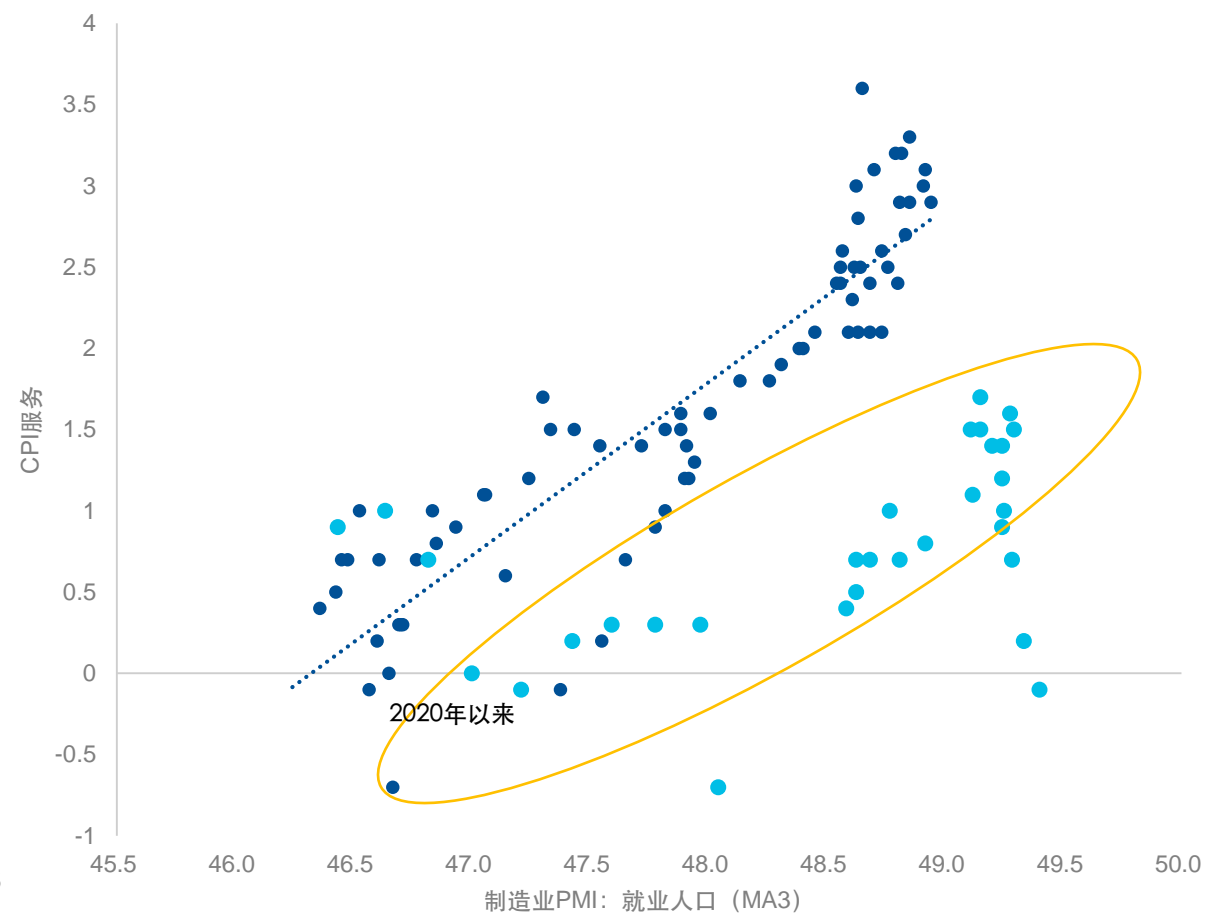


通胀：服务活动改善会带动服务通胀

- 当前中国的低通胀主要源自服务业活动的低迷，影响就业市场。明年随着服务活动改善，服务通胀预计会出现回升带动整体核心通胀回升。

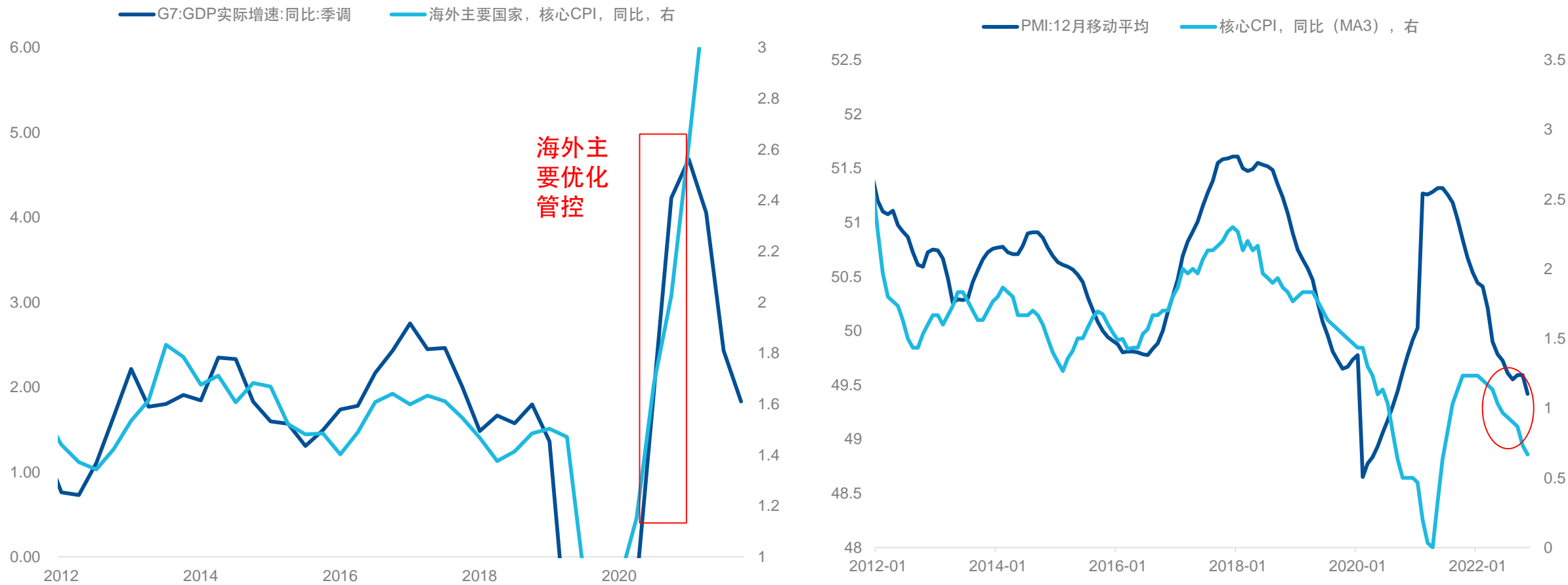


数据来源：OECD。



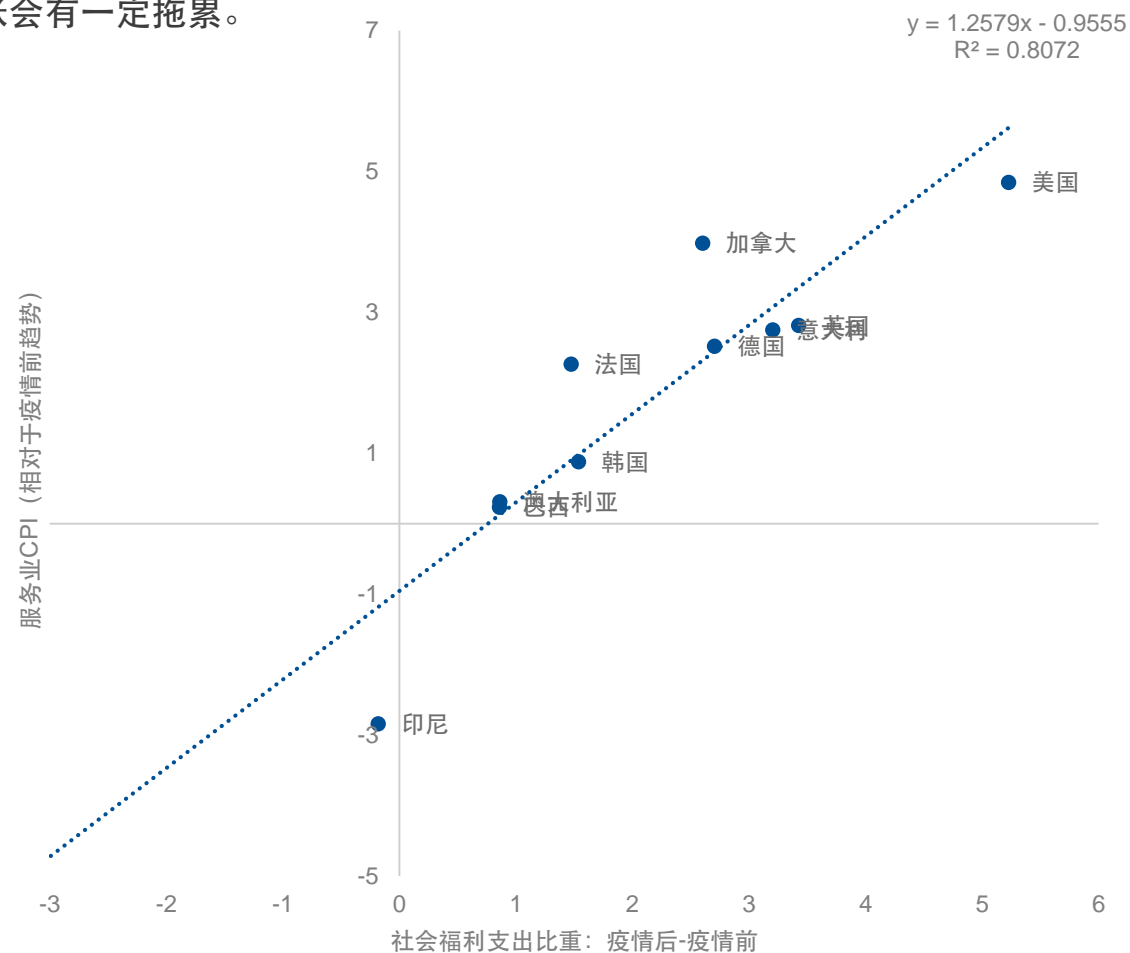
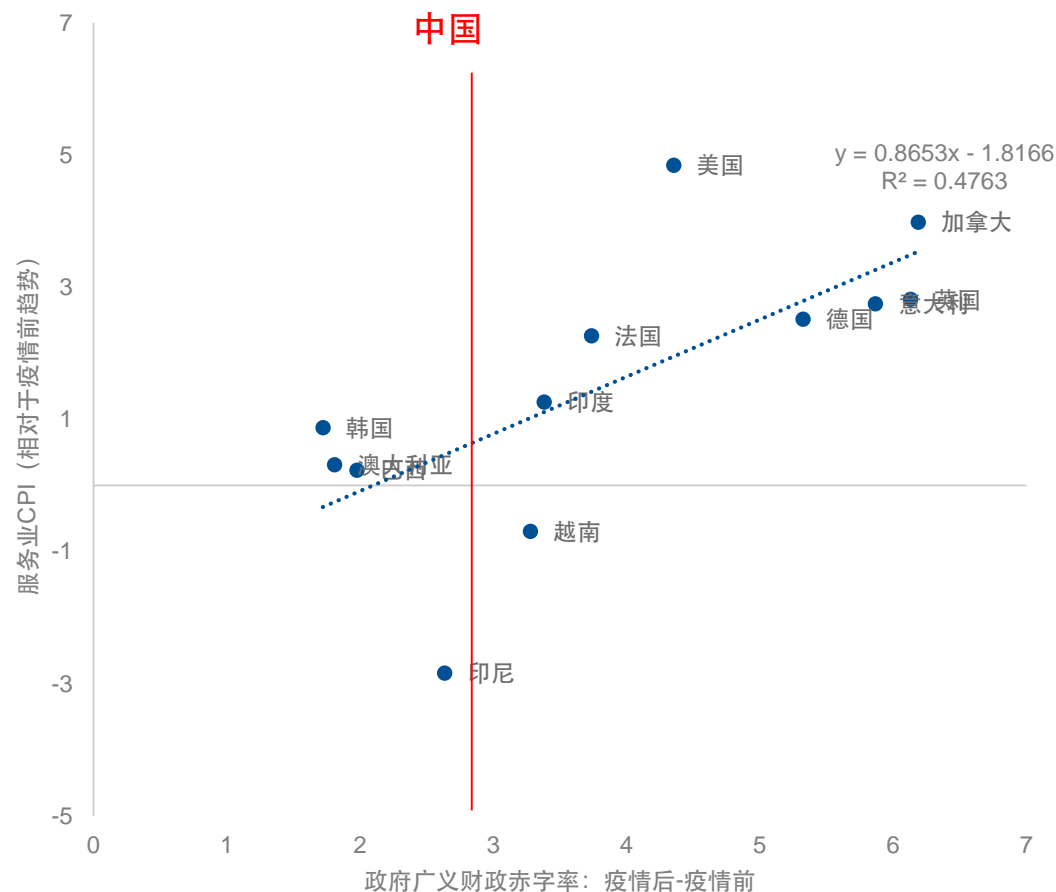
通胀：中国会相对温和

- 一方面，海外普遍在经济周期的顶部位置优化疫情管控，此时本来通胀就有内生向上压力；国内是在周期底部放松，此时内生压力相对小一些。



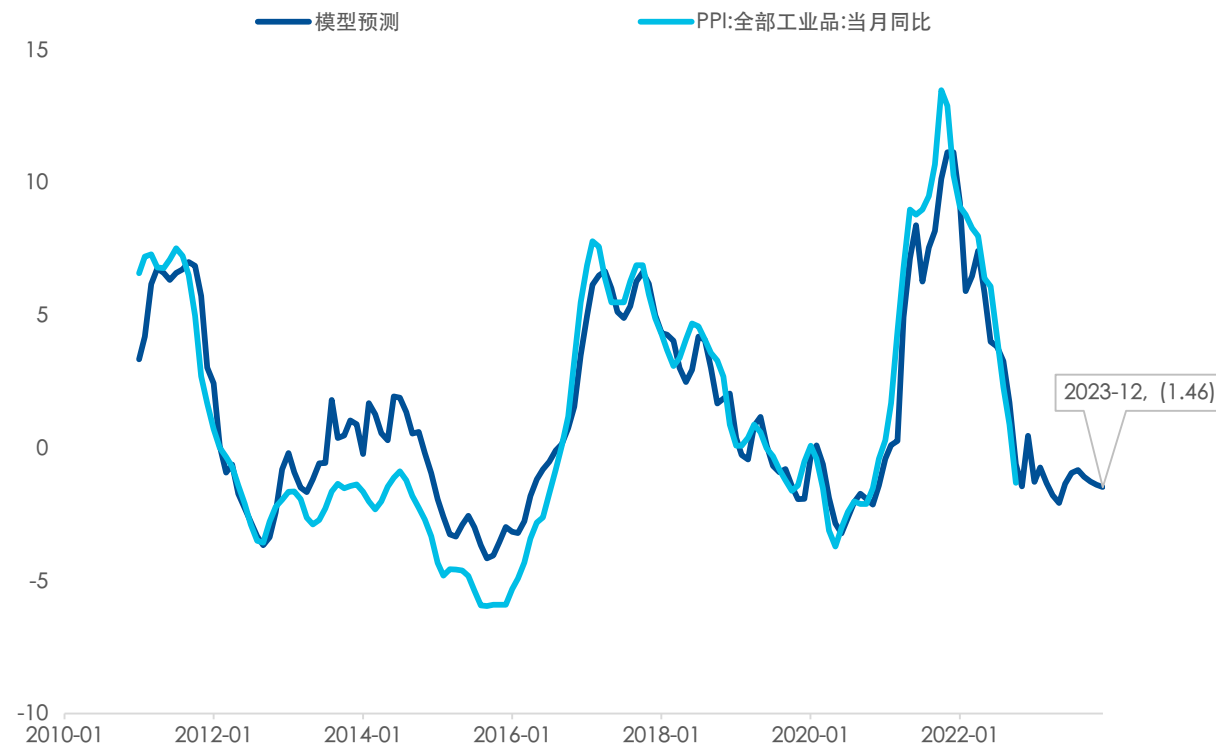
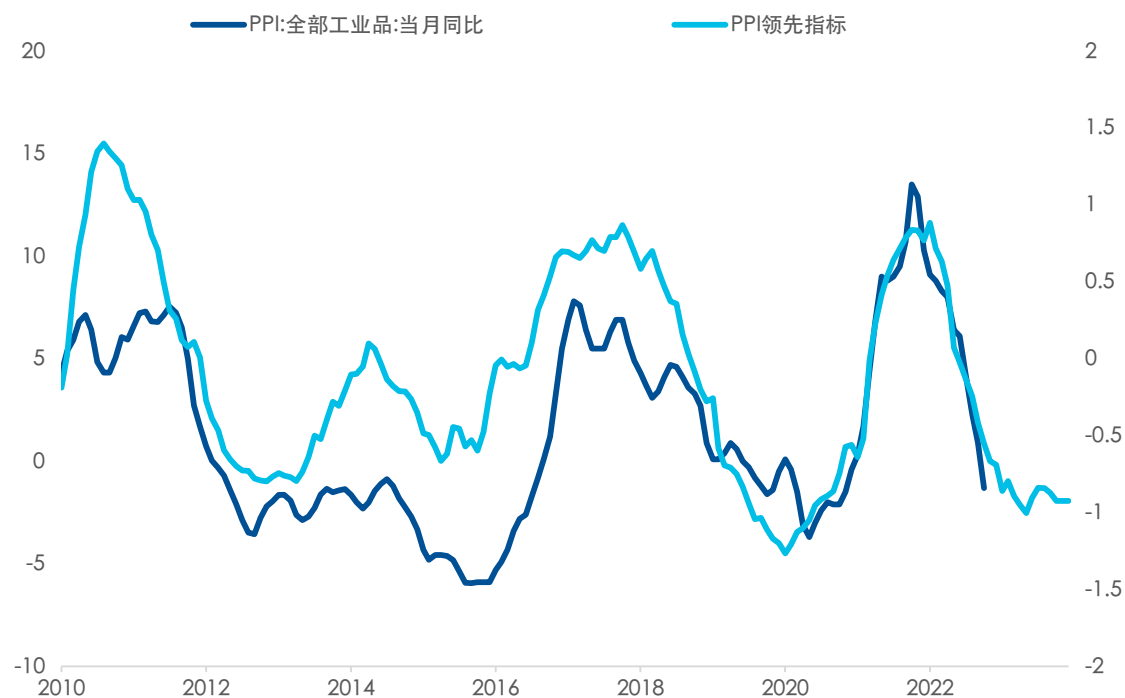
通胀：中国会相对温和

- 另一方面，疫情后各国服务通胀普遍回升，但回升的幅度（相较疫情缺口）与社会福利政策明显相关，大规模社会福利支出一方面提振居民消费需求，另一方面也会制约劳动供给。中国的财政补贴相对克制，这对通胀会有一定拖累。



通胀：工业品同比维持低位

- 中性情况下，预计PPI同比预计全年会维持低位。



注：领先指标综合内需、外需以及流动性指标进行合成。模型预测按照领先指标预测得到。

■ 中国增长

- 23年地产和疫情压制将出现好转，但出口承压，财政有所退坡，全年经济预计出现弱修复（全年增速5.2%，两年平均低于4%）
- 节奏上，上半年（尤其是Q1）仍然会受到疫情的制约，之后随着疫情调整优化到位增速回升，预计Q4两年平均增速能够基本回到潜在增速（5~5.5%）。

■ 中国通胀

- 疫情影响消退，服务业通胀会回升，但是中国经济疲弱造成的周期影响会抑制通胀，整体通胀不会是一个迫在眉睫的问题，下半年CPI将会回到3%~4%，届时会有一些压力。

■ 可能的风险

- 疫情影响更为持续、准财政快速收缩

01. 海外经济展望

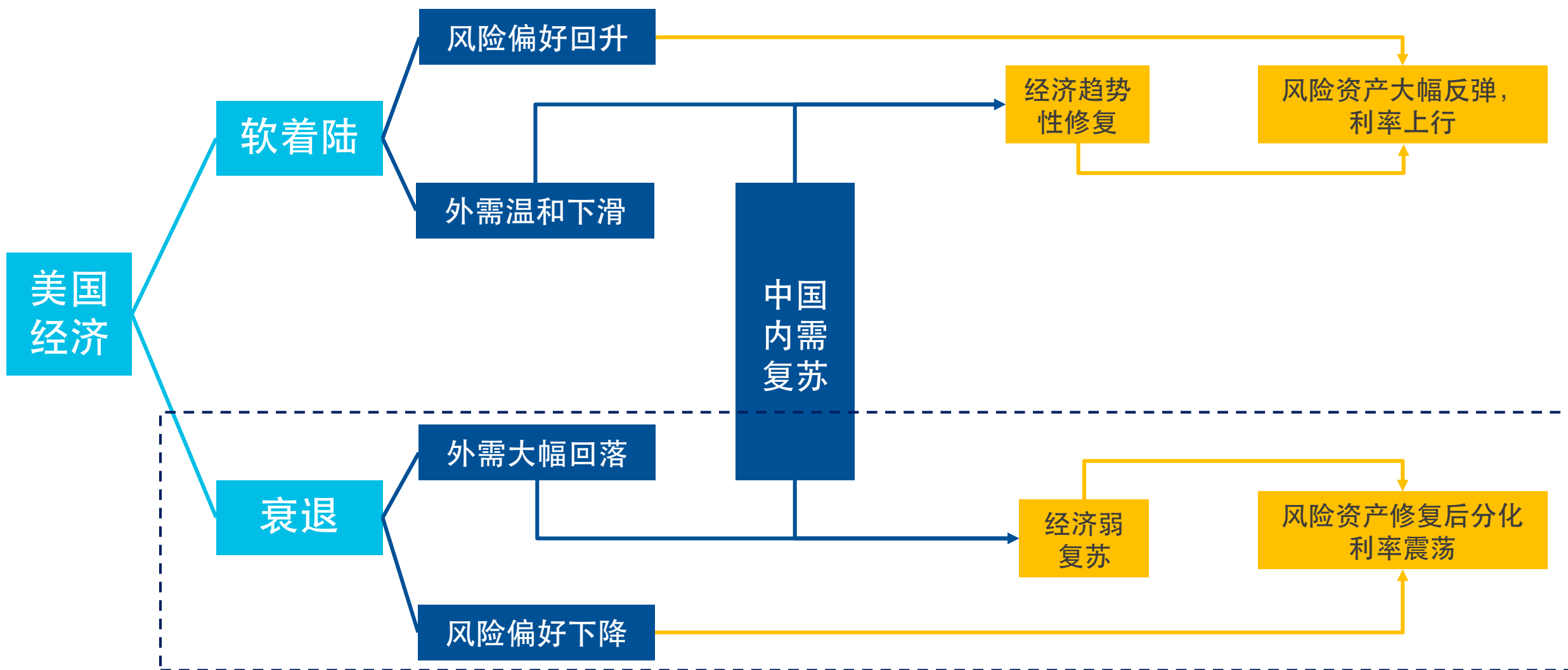
02. 国内经济展望

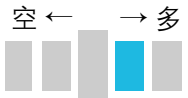







03. 资产价格展望

22年国内资本市场回顾



路径推演：更偏好国内弱复苏



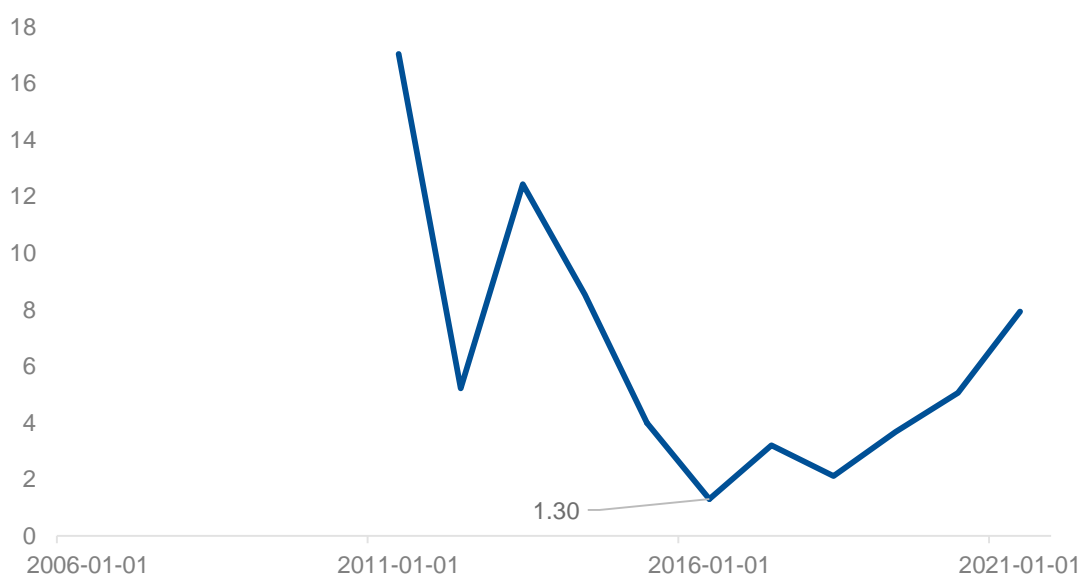
	大类资产配置观点	主要逻辑
A股	温和看多 	伴随疫情和地产政策出现优化调整，增长预期有望持续改善，而且A股估值仍有吸引力。但是海外衰退风险尚未解除，或带来阶段性外部逆风。
中国利率债	中性 	疫情和地产政策优化调整让债券市场进入“弱现实、强预期”环境。然而疫情管制放松后，实际增长情况面临反复，服务通胀压力也有限，我们整体维持中性观点。
人民币汇率	温和看多 	中国政策积极调整，海外增长趋于走弱，中国相对海外的基本面优势将趋于扩大，人民币资产的吸引力上升。
美国股票	看空 	美国面临深度衰退风险，且高通胀背景将掣肘联储宽松空间。市场远未定价衰退风险。
美国利率债	温和看多 	深度衰退前景将逐步缓解通胀担忧，名义利率总体趋于下行。但考虑到本轮通胀粘性较强，名义利率下行空间有限。
工业金属	微弱看空 	海外经济体深度衰退，中国增长仅温和回升，工业金属需求整体仍将疲弱。
原油	微弱看空 	海外经济体深度衰退将显著拖累原油需求，但原油供给结构性不足，油价跌幅可控。
黄金	看多 	深度衰退前景意味着真实利率将显著下行。如果联储最终接受与温和偏高的通胀共存，则更有利于黄金等通胀保护类资产。

国内对于经济增长预期较为悲观

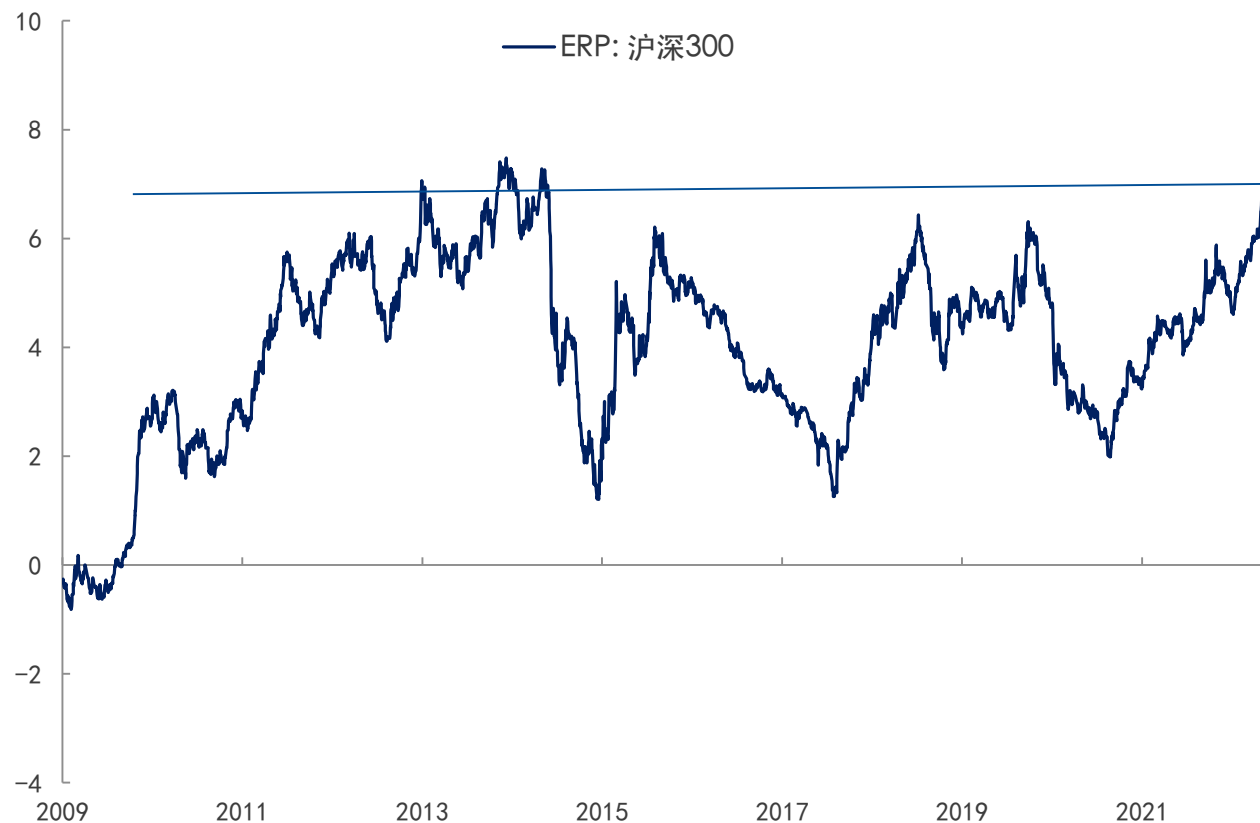
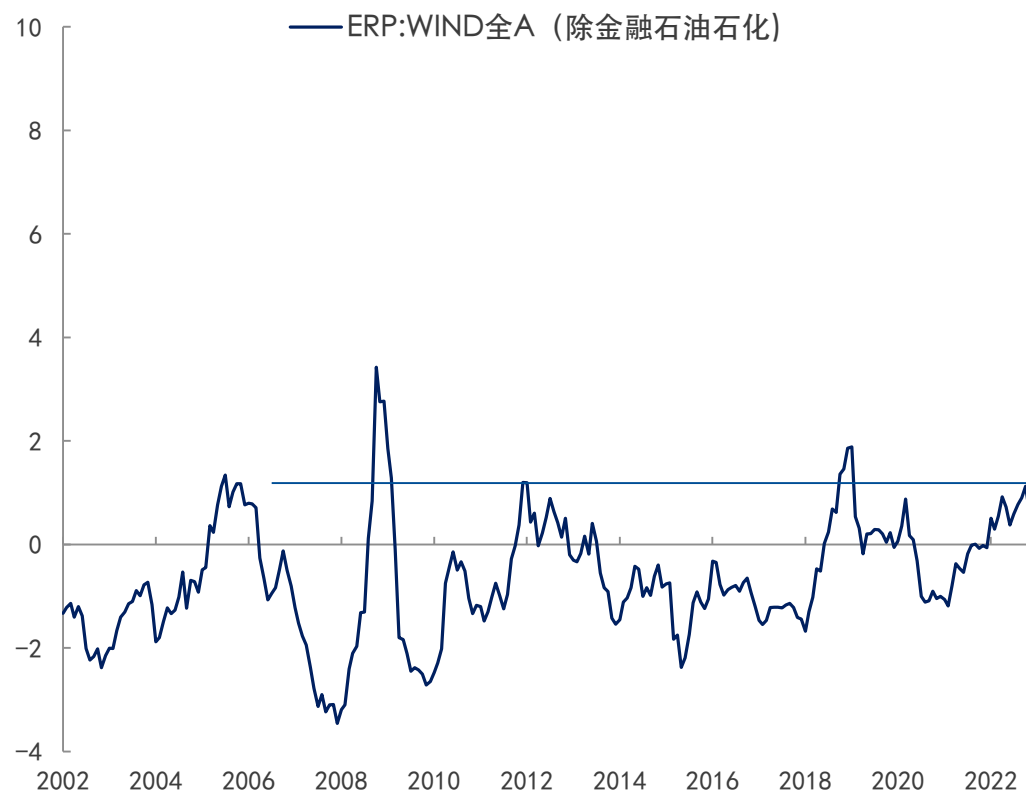
- 当前沪深300 PE大概在11左右，如果按照当前12%左右的要求资本回报率计算，意味着长期增长落在1%-2%。
- 如果对于未来盈利增速和GDP增速一致，在4%-5%区间，那权益市场指数的隐含回报率高达14%-15%。
- 市场对于长期经济增速是非常悲观的

		要求回报率									
		7	8	9	10	11	12	13	14	15	18
永续增长	-2	11.9	10.8	9.9	9.2	8.5	8.0	7.5	7.1	6.8	16
	-1	13.4	12.0	10.9	10.0	9.3	8.6	8.1	7.6	7.2	14
	0	15.3	13.5	12.1	11.0	10.1	9.3	8.7	8.1	7.7	12
	1	17.8	15.4	13.6	12.2	11.1	10.2	9.4	8.8	8.2	10
	2	21.4	18.0	15.6	13.8	12.3	11.2	10.3	9.5	8.8	8
	3	26.8	21.6	18.2	15.7	13.9	12.4	11.3	10.4	9.6	6
	4	35.7	27.0	21.8	18.3	15.9	14.0	12.6	11.4	10.5	4
	5	53.5	36.0	27.3	22.0	18.5	16.0	14.1	12.7	11.5	2

沪深300复合5年盈利增速

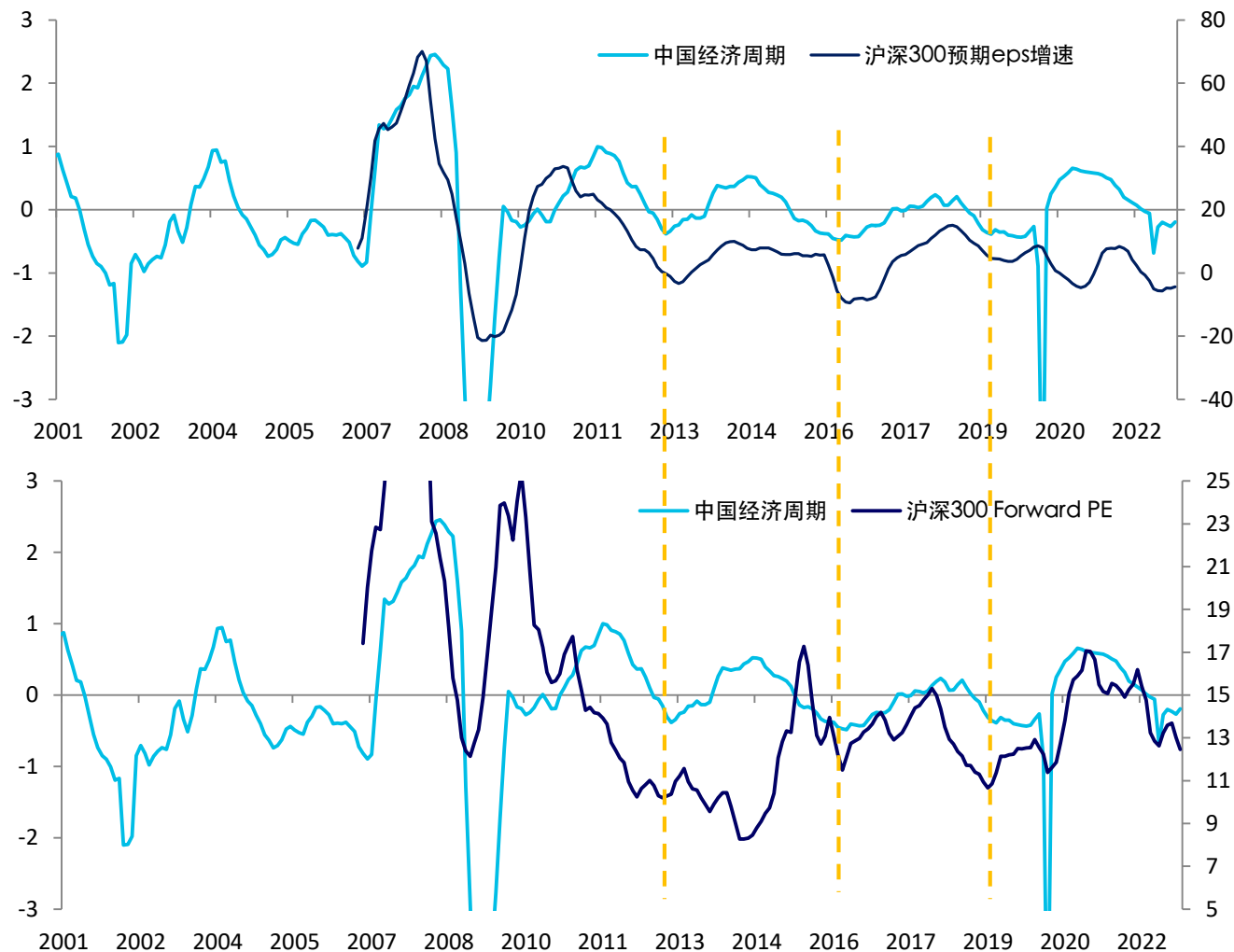


权益估值也都处于较低的位置

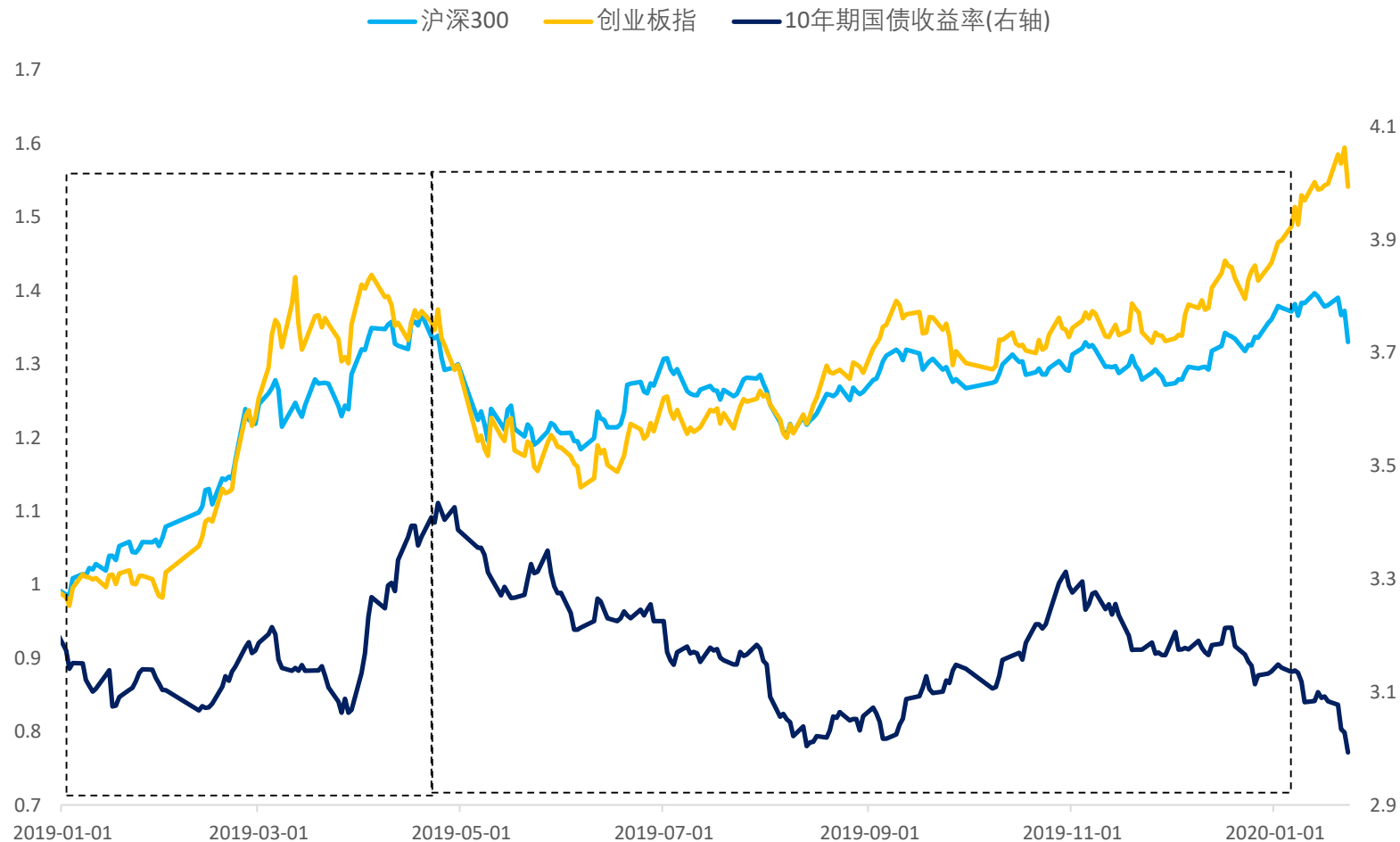


衰退末期权益市场的表现

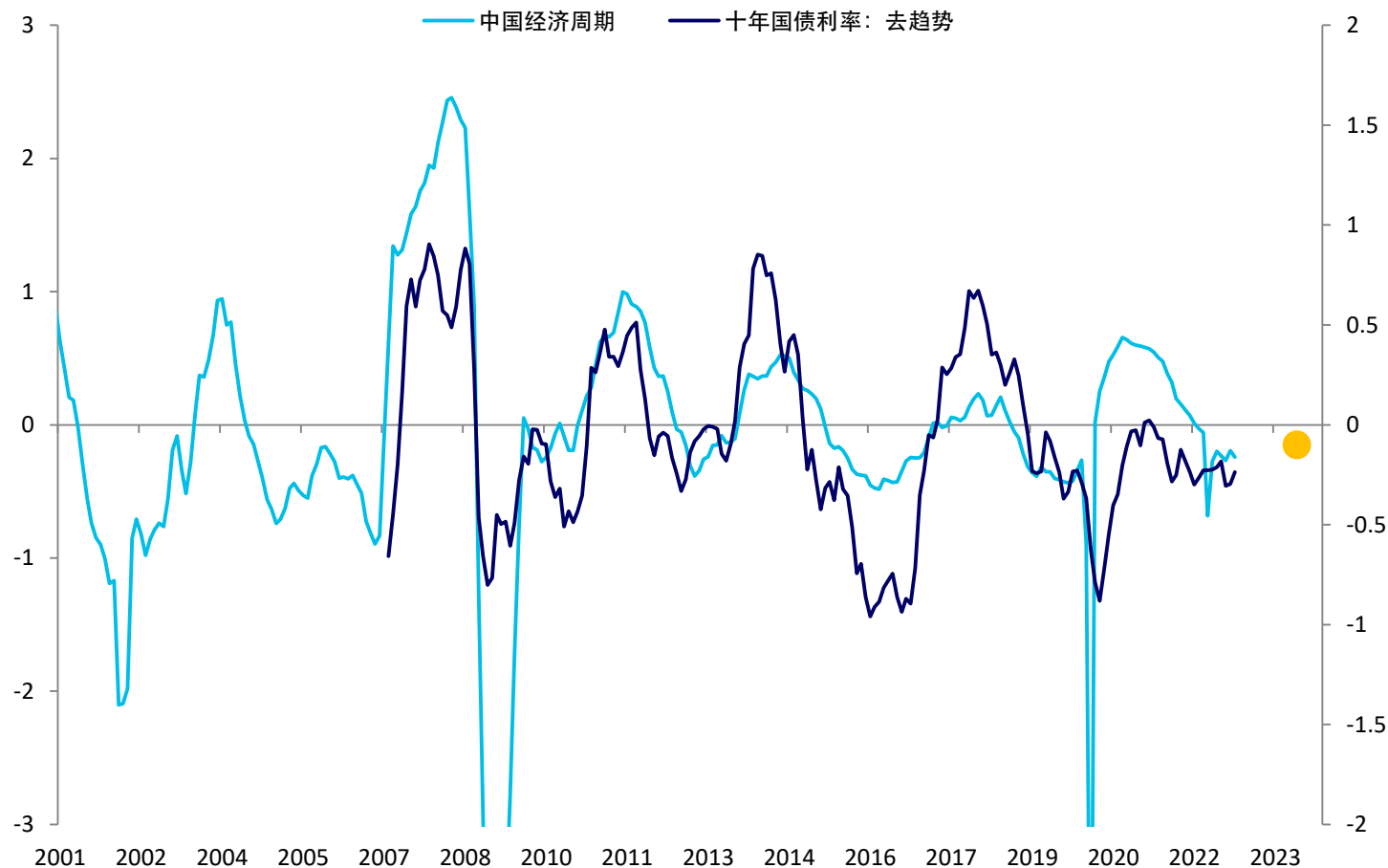
- 事实上在每一轮衰退周期的末端，市场对于都会担心二次衰退，对于未来盈利增长预期偏线性外推的悲观。
- 周期转向后的第一波修复都是估值的修复，意味着对于中长期的悲观预期恢复到一个相对正常水平。
- 盈利预期的回升会驱动市场出现第二波上涨，这一般出现在经济出现明显复苏趋势后。



- 自上而下来看，国内资产对于未来经济增长的预期较低。这会驱动第一波的资产价格变化。
- 在预期修复后，如果经济维持弱复苏，对于权益和债券来说都缺乏明确的方向。
- 2023年或许可以见到悲观预期的缓解，但是盈利的推动可能相对困难。
- 和2019年相对不同的是，海外流动性持续的宽松和风险偏好的回升可能会等到下半年，成长风格在此之前都会有一定压力。

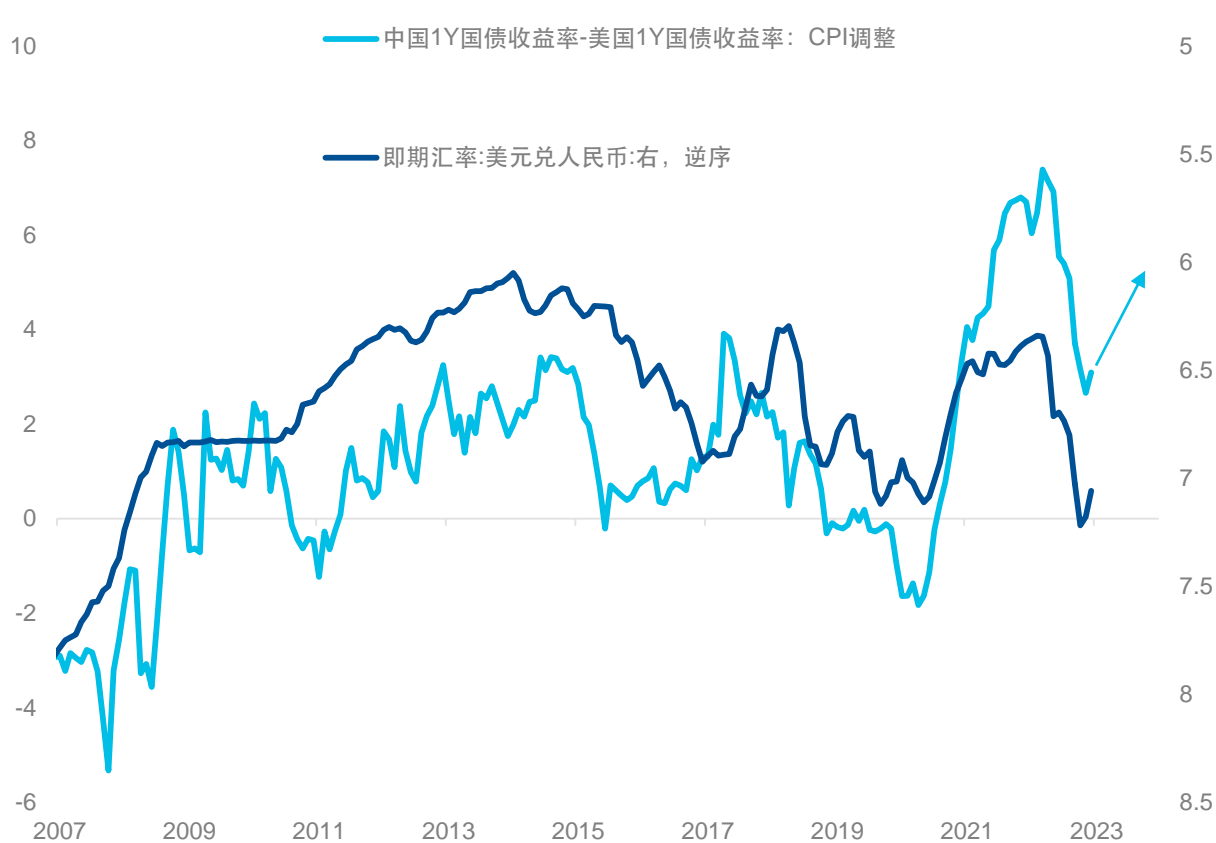
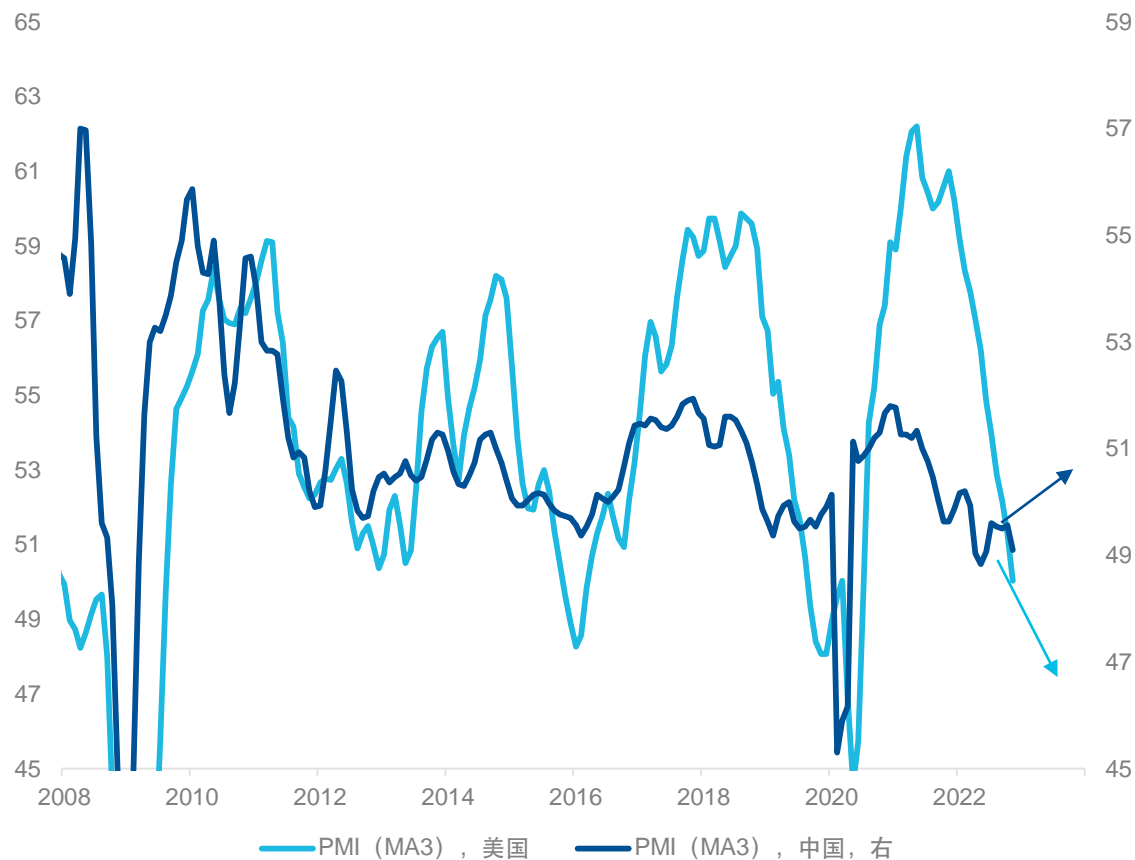


- 在强预期，弱现实的背景下，债券市场主要会反应现实经济增长。由于预期改善带来的利率上行都会最终跟随实际经济走势。
- 全年来看，在经济复苏力度较弱的背景下，债券市场利率抬升的幅度非常有限。
- 流动性仍然会维持宽松，尤其考虑到海外经济下滑，汇率压力缓解以后。



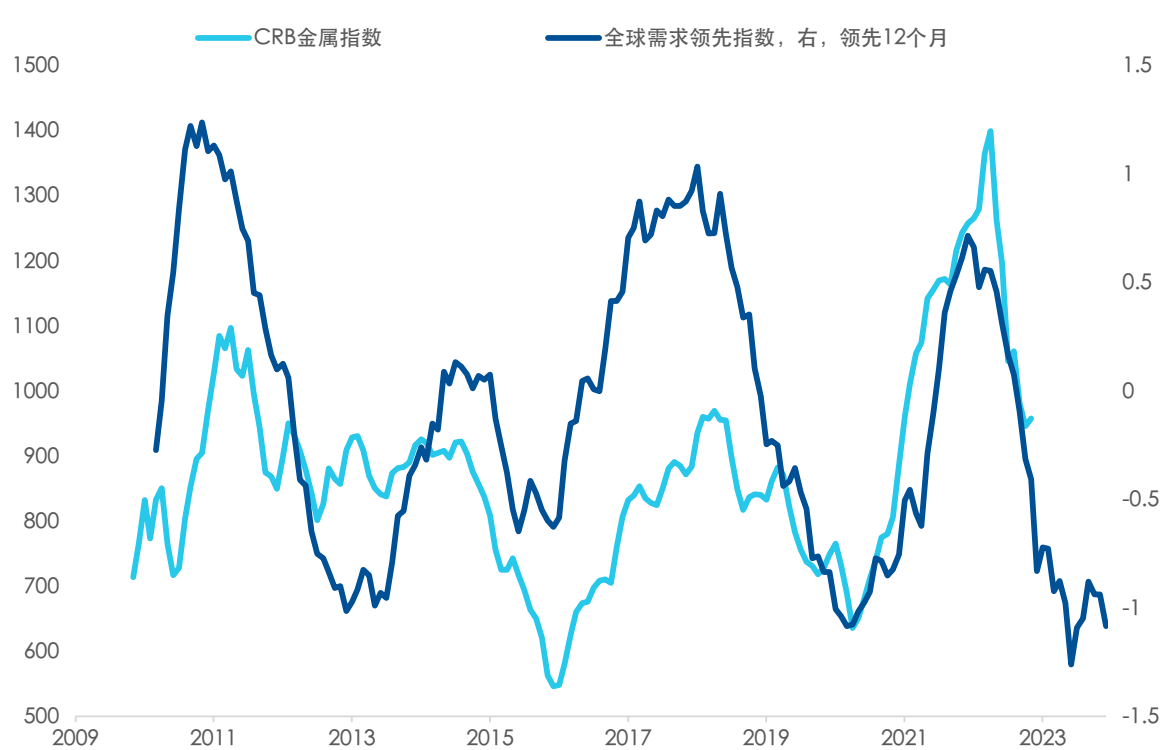
汇率：人民币将有所升值

- 随着中美经济周期方向的逆转，预计明年中美实际利差会出现扩大，带动人民币升值。



工业金属：需求逆风

- 海外经济回落，国内弱复苏导致全球需求偏弱，这不利于整体工业金属。
- 受到国内经济需求复苏带动，中国内需相关的资源品或有一定的超额收益。



注：数据来自WIND。



注：数据来自WIND。

- 海外经济体衰退将导致原油需求走弱，油价趋于下跌。
- 但是，原油市场供给仍然紧张，油价跌幅将有限。2023年俄罗斯原油供给预计减少近1mbd，美国页岩油对高油价响应不足，OPEC预防性减产。

低库存：目前原油市场库存仍处于历史极低水平



注：数据来自彭博，IEA，易方达计算，2022年12月4日。

机构预测共识：俄罗斯供给收缩，美国供给扩张不足

中位数	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023
总需求	99.1	98.6	100.2	100.9	101.0
总供给	98.7	98.7	101.0	101.1	101.0
俄罗斯	11.3	10.6	11.0	10.8	10.0
OPEC	33.8	34.1	34.8	34.4	34.4
美国	17.1	17.6	18.1	18.6	18.9
库存变动	-0.5	0.0	0.5	0.3	-0.1

注：数据来自9家外部机构预测中位数，易方达汇总，2022年12月4日。

黄金将受益于实际利率的下行

- 如果海外经济出现衰退，货币政策转向宽松后，实际利率下行将会带来黄金的明显上行驱动。
- 一个更为有利的情景在于如果美联储选择与长期通胀某种程度的共存，那么黄金会同时受到实际利率下行和长期通胀的支撑。



注：数据来自WIND。

- 公募基金产品依照有关法规以及《基金合同》,并经中国证监会许可注册设立,中国证监会的注册不代表中国证监会对基金的风险和收益做出实质性判断、推荐或保证。基金的《基金合同》等法律文件通过指定报刊和基金管理人的互联网站进行公开披露。
- 基金投资于证券市场,基金净值会因为证券市场波动等因素产生波动。基金有风险,销售机构根据法规要求对投资者类别、风险承受能力和基金的风险等级进行划分,并提出适当性匹配意见。投资者在投资基金前应认真阅读《基金合同》和《招募说明书》等基金法律文件,全面认识基金产品的风险收益特征,在了解产品情况及听取销售机构适当性意见的基础上,根据自身的风险承受能力、投资期限和投资目标,对基金投资作出独立决策,选择合适的基金产品
- 基金以一元初始面值发售,这不会改变基金的风险收益特征,也不会降低基金的投资风险或提高基金的投资效益。在市场波动等因素的影响下,基金投资仍有可能出现亏损或基金净值仍有可能低于初始面值。
- 基金管理人承诺以诚实信用,勤勉尽责的原则管理和运用基金资产,但不保证基金一定盈利,也不保证最低收益。基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现,基金管理人管理的其他基金业绩也不构成基金业绩表现的保证。投资者在作出基金投资决策时应认同“买者自负”原则,在做出基金投资决策后,基金运营状况与基金净值变化导致的投资风险及亏损,由投资者自行承担。
- 投资者应当通过基金管理人或具有基金销售业务资格的其他机构购买赎回基金,具体销售机构名单详见基金的相关公告。
- 本报告仅为一般性情况介绍,不构成要约或要约邀请,报告中所包含的数据信息及观点等不作为任何投资建议或收益暗示及担保。本公司(指易方达基金管理有限公司,下同)不会对任何投资者使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。
- 未经本公司授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发、披露给任何第三方,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。任何本公司以外的机构或个人发送、披露本报告的,则由其自行承担由此产生的全部责任。
- 本报告所载信息的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,且并不对使用本报告所包含的信息产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告所载的观点、预测等信息反映的是特定时间、特定环境下的判断,这些判断存在发生变动的可能,本公司并无义务保证随时将最新资料、观点及预测及时对外传递。

谢谢