

# 风雨变局乱人眼，拨云去雾寻亮点

## ——2020 年宏观经济展望

### 报告导读

➤ 本报告梳理海内外宏观经济主要运行逻辑，展望 2020 年宏观经济走势。

### 投资要点

#### □ 全球经济将出现企稳，一些主要经济体增速将回升

本轮降息宽松潮对经济的稳定效应将显现。美国经济稳健、欧元区略有改善、新兴市场经济体有所改观。美国经济金融风险尚可，其房地产市场很可能迎来危机后的第二波复苏，并将带动耐用品消费增长，经济增速有望维持在 2% 附近，通胀中枢上移，美联储政策将会趋于谨慎。欧元区财政政策空间大于货币政策，德国这样的权重经济体如果适当财政扩张，既可以对冲其经济下行压力，又能起到稳定欧元区经济的作用。

#### □ 中国经济将反弹，增速 6.2%，走势“前低后高”

在逆周期政策继续结构性发力，周期性回落因素边际改善和冲击性因素有望缓和背景下，中国经济将企稳回升。**供给端**，伴随汽车产销降幅收窄并恢复、原油价格企稳、计算机通信设备制造业的继续扩张等，工业经济将企稳改善；价格止跌反弹，将带动企业适度补充库存。

**需求端**，投资、消费和进出口增速将有所回升。**投资**：固定资产投资增速企稳回升至 6.5% 附近，其中，政策鼓励支持下基建投资增速保持升势，回升至 6%-7%；房地产投资增速在长效调控机制管理下（总体求稳定、“一城一策”）投资增速 10%；下游需求、利润增速、融资条件逐步有所改善下制造业投资增速寻底回升至 3%-4%。**消费**：房地产销售和竣工增速改善带动其后端消费增速回暖，汽车消费增速由负转正，其他消费保持平稳，消费增速止跌回升至 8.5%-9%。**进出口**：海外经济企稳，若不再加征新关税，出口增速小幅回升；国内需求企稳以及大宗原材料价格的边际影响减弱，进口增速或逐渐修复，贸易顺差收窄。

#### □ 通胀形势：猪价高点可能在一季度

**CPI**：前高后低，中枢 3.3%。食品项：春节前猪价仍将继续上涨，后续若非洲猪瘟不再大规模爆发，价格将回落；非食品项：低位徘徊，房地产价格同比增速维持低位，服务业价格同比难以回升。**PPI**：窄幅波动，中枢 -0.2%。煤炭、钢铁等价格相对平稳，原油价格低位震荡。

#### □ 政策与流动性：平衡术与扩张度

**货币政策的平衡性**要求有所加强，既要引导实体经济融资成本下行，又要适当控制通胀预期，会比较谨慎。**财政方面**，继续适度扩张，赤字率大概 3%，新增国债约 1.5 万亿，新增地方政府一般债约 1.5 万亿，专项债规模约 3.2 万亿。

**流动性方面**，信贷和债券融资仍将是融资的主力方式，权益股票融资会稳健扩张，非标融资仍将偏弱，但边际收缩幅度收窄。政策引导下，信贷结构会出现一定调整变化。新增社融约 23 万亿，新增信贷 17 万亿，社融存量余额增速约 10.3%，M2 增速 8%。

#### □ 美元指数延续相对强势，区间 95-100；人民币汇率在 7 附近，相对平稳

**风险提示**：经济形势、贸易关系、政策超预期变化。

宏观首席分析师：孙付

执业证书号：S1230514100002

电话：021-80106044

邮箱：sunfu@stocke.com.cn

高级宏观分析师：胡娟

执业证书号：S1230519040003

电话：021-80106009

邮箱：hujuan@stocke.com.cn

固定收益分析师：顾楚雨

执业证书号：S1230519040002

电话：021-80108144

邮箱：guchuyu@stocke.com.cn

### 相关报告

报告撰写人：孙付

数据支持人：胡娟、顾楚雨

瞿黔超、褚一凡

## 正文目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 前言                         | 7  |
| 1. 贸易冲突：演化与影响              | 8  |
| 1.1. 贸易谈判波折不断、初见曙光         | 8  |
| 1.2. 前期加税之影响尚有余波           | 9  |
| 1.3. 贸易战的外溢冲击              | 9  |
| 1.4. 情景分析：不同征税规模的影响        | 10 |
| 2. 海外经济：总体迈向企稳，区域出现改善      | 11 |
| 2.1. 美国：衰退疑云下的经济韧劲         | 11 |
| 2.1.1. 美国经济的衰退疑云           | 11 |
| 2.1.2. 经济杠杆率与增长腾挪空间        | 12 |
| 2.1.3. 泡沫风险、资产质量与增长前景      | 13 |
| 2.1.4. 就业饱和与通胀压力           | 16 |
| 2.1.5. 货币政策展望与美债走势预判       | 18 |
| 2.2. 欧元区：存有希望              | 19 |
| 2.2.1. 经济或略有改善             | 19 |
| 2.2.2. 存在一定财政扩张空间          | 21 |
| 2.3. 日本：继续呈现弱态             | 22 |
| 2.4. 新兴市场经济体：有所复苏          | 23 |
| 3. 中国经济：企稳回升、前低后高          | 24 |
| 3.1. 工业增加值将小幅回升            | 25 |
| 3.2. 将步入主动补库存阶段，但幅度不强      | 27 |
| 3.3. 固定资产投资：企稳反弹           | 27 |
| 3.3.1. 政策鼓励支持，基建投资保持升势     | 28 |
| 3.3.2. 长效调控机制保楼市平稳发展       | 29 |
| 3.3.3. 制造业投资将寻底回升          | 32 |
| 3.4. 消费增速止跌回暖              | 33 |
| 3.5. 出口小幅改善，进口有所修复         | 34 |
| 3.5.1. 出口增速小幅回升            | 34 |
| 3.5.2. 进口增速或逐渐修复           | 35 |
| 3.6. 总结：经济企稳与结构优化          | 36 |
| 4. 债务与赤字：保持扩张，控制节奏与方式      | 36 |
| 4.1. 地方显性债务：限额之下，保持扩张      | 36 |
| 4.2. 地方隐性债务：规模估算           | 38 |
| 4.3. 政策方向：专项债使用创新，隐形债务倾向展期 | 39 |

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| 4.4. 赤字水平：狭义扩，广义缩 .....          | 40        |
| <b>5. 物价：猪价高点可能在一季度 .....</b>    | <b>41</b> |
| 5.1. CPI 前高后低、中枢 3.3% .....      | 41        |
| 5.1.1. 生猪价格：供需失衡，春节前仍上行 .....    | 42        |
| 5.1.2. 非食品价格低位徘徊 .....           | 43        |
| 5.2. PPI 维持弱态、中枢-0.2% .....      | 44        |
| <b>6. 货币政策与流动性：平衡术与扩张度 .....</b> | <b>45</b> |
| 6.1. 货币政策谨慎平衡，收紧概率不大 .....       | 45        |
| 6.1.1. 猪周期下的货币政策：历史经验与当前选择 ..... | 45        |
| 6.1.2. 2014 年以来货币政策操作历程 .....    | 46        |
| 6.2. 政策周期下的市场利率变化 .....          | 47        |
| 6.3. 流动性：信贷平稳，社融增速略回落 .....      | 47        |
| 6.3.1. 信贷现状：增长与结构 .....          | 48        |
| 6.3.2. 新增贷款基本持平 .....            | 50        |
| 6.3.3. 社融余额增速 10.3%，略有回落 .....   | 50        |
| <b>7. 汇率：国际经济博弈之镜像 .....</b>     | <b>52</b> |
| 7.1. 美元有望延续相对强势，区间：95-100 .....  | 52        |
| 7.2. 人民币汇率：7 附近，相对平稳 .....       | 53        |
| <b>附录 .....</b>                  | <b>54</b> |

## 图表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1：不同加税清单商品出口增速变化情况（%） .....    | 9  |
| 图 2：日本对美国和中国出口增速（%） .....        | 10 |
| 图 3：欧洲主要经济体制造业 PMI（%） .....      | 10 |
| 图 4：中国 PMI 与美国 PMI（%） .....      | 10 |
| 图 5：美国国债期限利差与经济衰退期 .....         | 12 |
| 图 6：美国各部门资产负债率变化（%） .....        | 13 |
| 图 7：美国各部门债务增长率（%） .....          | 13 |
| 图 8：美国房价-收入关系比较（%） .....         | 14 |
| 图 9：美国房贷利率水平（%） .....            | 14 |
| 图 10：美国商业银行信贷增速与周期变化（%） .....    | 15 |
| 图 11：银行坏账率（一）（%） .....           | 15 |
| 图 12：银行坏账率（二）（%） .....           | 15 |
| 图 13：美国三大股指市盈率水平（倍数） .....       | 16 |
| 图 14：美国就业分布结构 .....              | 17 |
| 图 15：美国失业率（%） .....              | 17 |
| 图 16：美国经济增长、非农规模与失业率（万人、%） ..... | 17 |
| 图 17：美国私人非农名义平均时薪变化（美元 %） .....  | 17 |
| 图 18：美国核心 PCE 同比(%) .....        | 18 |
| 图 19：美国 CPI 和 PPI 同比（%） .....    | 18 |

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图 20: 美国短期和长期收益率 (%)                     | 19 |
| 图 21: 2018-2019 年欧元区经济增速变化 (%)           | 19 |
| 图 22: 欧元区经济景气指标                          | 20 |
| 图 23: 2019M6-M9 欧元区出口同比增速明显放缓 (%)        | 20 |
| 图 24: 年初以来欧元区融资成本继续下移                    | 20 |
| 图 25: 年初以来欧元区非金融企业信贷同比增速略有上升             | 20 |
| 图 26: 2018M1-2019M9 欧元区 HICP 走势          | 20 |
| 图 27: 欧元区主要国家债务占 GDP 比重 (与欧债危机时比较) (%)   | 21 |
| 图 28: 德、英、法和欧元区财政赤字占 GDP 比重变化 (%)        | 21 |
| 图 29: 传统的“欧猪五国”财政赤字占 GDP 比重变化 (%)        | 21 |
| 图 30: 日本经济同比增速 (%)                       | 22 |
| 图 31: 2019 年日本商业销售整体低迷 (%)               | 22 |
| 图 32: 2019 年日本出口大幅下滑                     | 22 |
| 图 33: 日本货币条件较为宽松                         | 23 |
| 图 34: 日本通胀低迷 (%)                         | 23 |
| 图 35: 2020 年新兴市场经济增速预测 (%)               | 23 |
| 图 36: 2020 年新兴市场通胀水平预测 (%)               | 23 |
| 图 37: 2020 年新兴经济体经常项目差额占 GDP 比重预测 (%)    | 23 |
| 图 38: 2020 年新兴经济体政府盈余/赤字占 GDP 比重预测 (%)   | 24 |
| 图 39: 年初以来新兴经济体货币兑美元的变化 (%)              | 24 |
| 图 40: 三大门类工业增加值累计增速 (%)                  | 25 |
| 图 41: 三大门类工业增加值当月增速 (%)                  | 25 |
| 图 42: 2019 年增加值增速低于整体工业的权重较高行业 (%)       | 26 |
| 图 43: 2019 年增加值增速高于整体工业的权重较高行业 (%)       | 26 |
| 图 44: 2020 年汽车增加值增速或随着产销改善而修复 (%)        | 26 |
| 图 45: 2020 年钢铁增加值增速或缓慢下行 (%)             | 26 |
| 图 46: 产成品库存与价格增速变化 (%)                   | 27 |
| 图 47: 固定资产投资及基建、房地产和制造业分项增速 (%)          | 28 |
| 图 48: 基建监测指标领先基建投资增速 (%)                 | 29 |
| 图 49: 2019 年土地购置费增速高位下滑, 建安投资有所修复        | 31 |
| 图 50: 2019 年土地购置费增速可能降至个位数, 2020Q1-Q2 触底 | 31 |
| 图 51: 施工面积增速滞后于销售面积增速                    | 32 |
| 图 52: 影响制造业投资增速的三大因素                     | 32 |
| 图 53: 工业企业利润增速进入触底尾声阶段 (%)               | 33 |
| 图 54: 2019 年非金融企业中长期贷款增速中枢小幅下降 (%)       | 33 |
| 图 55: 2020 年汽车对社零的拖累或减小 (%)              | 34 |
| 图 56: 居民中长期贷款与非房地产后端消费呈负相关 (%)           | 34 |
| 图 57: 2020 年出口可能小步伐回升 (%)                | 35 |
| 图 58: 全球经济企稳有助于出口增速改善 (%)                | 35 |
| 图 59: 2020 年进口增速或逐渐修复 (%)                | 35 |
| 图 60: 2019 年原油价格增速下滑拖累进口增速 (%)           | 35 |
| 图 61: 2019 年成品油进口量价齐跌 (%)                | 35 |
| 图 62: 2019 年钢材进口量价齐跌 (%)                 | 35 |
| 图 63: 2019 年机电产品受内需和贸易摩擦影响较大 (%)         | 36 |
| 图 64: 2015-2019.9 地方政府债务限额与债务余额 (亿元)     | 36 |

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 65: 2015-2019.9 非政府债券存量变动 (亿元)                | 36 |
| 图 66: 2010-2019.9 狭义赤字率走势 (亿元, %)               | 41 |
| 图 67: 2010-2019.9 广义赤字率走势 (亿元, %)               | 41 |
| 图 68: CPI 预测 (%)                                | 41 |
| 图 69: 中国 CPI 和核心 CPI 走势 (%)                     | 42 |
| 图 70: 22 省市: 猪肉和生猪平均价 (元/公斤)                    | 43 |
| 图 71: 生猪及能繁母猪存栏量变化率: 环比增减 (%)                   | 43 |
| 图 72: 22 省市: 生猪价格预测 (%)                         | 43 |
| 图 73: 房价与 CPI 服务业价格同比 (%)                       | 44 |
| 图 74: CPI 医疗服务价格同比 (%)                          | 44 |
| 图 75: 原油价格近期小幅震荡 (美元/桶)                         | 44 |
| 图 76: API 原油库存 (万桶)                             | 44 |
| 图 77: PPI 预测 (%)                                | 45 |
| 图 78: 猪周期与 CPI 同比 (%)                           | 45 |
| 图 79: CPI 食品、非食品和 PPI 同比 (%)                    | 45 |
| 图 80: 猪周期与货币政策 (%)                              | 46 |
| 图 81: 2014 年以来国债收益率变化 (%)                       | 47 |
| 图 82: 2014 以来人民币贷款加权平均利率 (%)                    | 47 |
| 图 83: 2017-2019 分月份新增实体企业贷款 (亿元)                | 48 |
| 图 84: 2017-2019 分月份新增实体企业中长期贷款 (亿元)             | 48 |
| 图 85: 商业银行不良率 (全部、国有银行、股份行, %)                  | 48 |
| 图 86: 商业银行不良率 (城商行和农商行, %)                      | 48 |
| 图 87: 小微企业 (普惠) 贷款余额 (亿元)                       | 50 |
| 图 88: 居民户中长期贷款与住宅销售 (%)                         | 50 |
| 图 89: 2017-2019 分月份新增社融-表外融资 (亿元)               | 51 |
| 图 90: 2017-2019 分月份新增社融-直接融资 (亿元)               | 51 |
| 图 91: M2 与名义 GDP 同比 (%)                         | 51 |
| 图 92: 修正之社融与名义 GDP 同比 (%)                       | 51 |
| 图 93: 美元指数变化历史                                  | 52 |
| 图 94: 美元兑人民币汇率                                  | 53 |
| 图 95: CFETS 人民币汇率指数                             | 53 |
| 图 96: 人民币对美元汇率与央行口径外汇占款变化 (%)                   | 54 |
| 表 1: 2019-2020 宏观指标预测                           | 8  |
| 表 2: 不同加税规模和税率对出口增速以及 GDP 增速的影响 (亿美元 %)         | 10 |
| 表 3: IMF 对世界各大经济体经济增速和 CPI 预测 (%)               | 11 |
| 表 4: 2019-2020 年 GDP 支出法分项及增速预测 (万亿 %)          | 25 |
| 表 5: 制造业中增加值占比较高的行业 (TOP11, 2017)               | 25 |
| 表 6: 2019 年基建投资相关鼓励支持政策                         | 29 |
| 表 7: 2016 年底至今中央政治局会议对房地产的总体调控思路                | 29 |
| 表 8: 2018 年底至今部分城市房地产调控政策放松 (不完全统计)             | 30 |
| 表 9: 2019 年以来部分城市房地产调控政策收紧 (不完全统计)              | 30 |
| 表 10: 2018 年底以来主要的稳消费政策                         | 33 |
| 表 11: 2018.01-2019.9 地方政府债券发行置换与推测或有债务置换规模 (亿元) | 37 |

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 表 12: 基于负债率和债务率推测地方债务余额上限步骤 (亿元) .....           | 37 |
| 表 13: 2017 年底各省份的综合债务压力 (亿元 %) .....             | 39 |
| 表 14: 赤字率相关指标一览 .....                            | 40 |
| 表 15: 五大行公司类贷款: 主要行业占比结构 (%) .....               | 49 |
| 表 16: 五大行公司类贷款: 分行业占比结构 (%) .....                | 49 |
| 表 17: 社融、修正之社融规模预测 (万亿 %) .....                  | 51 |
| 表 18: 人民币对主要货币汇率变化 (%) .....                     | 54 |
| 表 19: 美国对华贸易政策与中国的应对之策 (更新至 2019 年 10 月) .....   | 54 |
| 表 20: 中美双方就贸易问题已经进行十三轮谈判 (更新至 2019 年 10 月) ..... | 56 |
| 表 21: 2014.11-2015.10, 连续六次降息 .....              | 57 |
| 表 22: 2014.4-2016.2, 七次下调存款准备金率 .....            | 57 |
| 表 23: 2016.9-2018 年 4 月货币政策工具使用情况 .....          | 57 |
| 表 24: 2018 年 4 月至今货币政策工具使用情况 .....               | 58 |



## 前言

本轮全球经济增长放缓开始于 2018 年三季度，由周期性因素和冲击性因素共同作用而使然。

周期性因素表现在：美国财政刺激退潮，美联储持续加息的累积效应对利率敏感性领域（房地产市场）形成抑制；前期刺激政策退出和“去杠杆”背景下，中国经济增速下行。

冲击因素表现在：美国贸易保护主义抬头，向主要贸易伙伴挥舞关税大棒，特别地，中美爆发“贸易战”，其激烈程度在世界经济史上也较为罕见。贸易冲突下的关税上调，导致中美双边贸易出现较为明显下降，并产生外溢效应，带来连锁冲击，使得全球贸易遭遇打击，德国、日本这些外贸依存度较高的经济体出口下滑幅度较大。贸易战对全球既有分工格局和产业链带来震荡，打击了企业投资意愿，中国、美国、德国和日本的制造业 PMI 持续明显下行，均跌至荣枯线以下，工业产能利用率下降，企业设备投资呈现负增长。

所以，本轮经济放缓具有较强同步性，表现为：大型经济体（美国、中国）的增长在周期性因素和贸易冲突下行，直接冲击外向型制造业代表性经济体（德国、日本），然后负面影响向其他经济体外溢扩散。由于贸易冲突集中在商品贸易领域，工业（制造业）首当其冲，受各国工业（制造业）在 GDP 中占比差别所致，各自宏观层面承受的压力也有所不同。

展望 2020 年，全球经济将出现企稳，一些主要经济体增速将回升。

在本轮经济放缓过程中，各国货币政策纷纷宽松，中国货币政策调整的时点较早（2018 年中），美联储在 2019 年已经三次降息，其他经济体也有所跟进，长短端利率较为明显下行，这波降息宽松潮对经济的稳定效应将在 2020 年有所显现。

美国经济是否会步入衰退是市场比较关心和热烈讨论的问题，特别是前期美国长短端利率倒挂加重了市场担忧情绪。从历史经验看，利率倒挂到衰退的时间周期无明显规律，同时也出现过几次利率倒挂并没有出现衰退的情况。通过分析评估美国经济债务杠杆风险与压力和各类主要资产市场资产质量与价格情况，可以得出如下结论：美国经济金融风险尚可。综合美国就业和利率状况，2020 年美国房地产市场很可能迎来危机后的第二波复苏，并将带动耐用品消费的增长。美国经济在冲高回落迈向稳定，实际 GDP 增速有望维持在 2% 附近。由于美国通胀结构中，房屋相关项占比较高，薪资的稳健增长和房地产活跃度提升将会推升其通胀中枢。美联储政策操作将会趋于谨慎。

欧元区负利率的水平有所扩大，从过往经验看，负利率有一定刺激效果，但是也蕴含着较大风险。其实，从政策腾挪空间的角度看，欧元区的财政政策空间大于货币政策。因为经历了欧债危机后的财政整固，整个欧元区的财政境况已经获得明显改善，各国赤字率均在 3% 以内。特别地，德国和爱尔兰持续多年出现财政盈余，债务/GDP 处于低位水平，德国这样的权重经济体如果适当财政扩张，一方面可以对冲其经济下行压力，同时也能起到稳定欧元区经济的作用。

在逆周期政策继续结构性发力，周期性回落因素边际改善和冲击性因素有望缓和背景下，中国经济将反弹，预计 2020 年实际 GDP 增速为 6.2%，经济走势呈现前低后高，缓步回升态势。**供给端**，伴随汽车产销降幅收窄并恢复、原油价格企稳、计算机通信设备制造业的继续扩张等，工业经济将企稳改善；价格止跌反弹，将带动企业适度补充库存。**需求端**，投资、消费和进出口增速将有所回升。投资：固定资产投资增速企稳回升至 6.5% 附近，其中，政策鼓励支持下基建投资增速保持升势，回升至 6%-7%；房地产投资增速在长效调控机制管理下（总体求稳定、“一城一策”）投资增速 10%；下游需求、利润增速、融资条件逐步有所改善下制造业投资增速寻底回升至 3%-4%。消费：房地产销售和竣工增速改善带动其后端消费增速回暖，汽车消费增速由负转正，其他消费保持平稳，消费增速止跌回升至 8.5%-9%。进出口：海外经济企稳，若不再加征新关税，出口增速小幅回升；国内需求企稳以及大宗原材料价格的边际影响减弱，进口增速或逐渐修复，贸易顺差收窄。

物价方面，预计这轮猪价高点在春节，随后伴随猪肉需求高峰过去，以及产能供给的恢复，猪肉价格会有所回落。当然，这种判断有个前提，就是非洲猪瘟相对可控，不出现大面积的反复。

鉴于距离前一波政策刺激时间较近，且前期政策也产生了一些较为明显的副作用、遗留有后遗症——居民杠杆上升快速、资产价格泡沫风险、地方政府隐性债务过快膨胀，这势必会挤压新的逆周期政策空间，并对政策操作方式提出新要求。2018年4月以来的政策实践也反映了上述约束和要求：货币政策虽然有所宽松，但是见好就收，且注重流动性配置结构引导和管理。特别地，猪价助推CPI持续上行背景下，对货币政策操作的平衡性要求有所加强，既要引导实体经济融资成本下行，又要适当控制通胀预期。货币政策操作会比较谨慎。财政方面，继续保持适度扩张，赤字率大概3%，新增国债约1.5万亿，新增地方政府一般债约1.5万亿，专项债规模约3.2万亿。

流动性方面，信贷和债券融资仍将是融资的主力方式，权益股票融资会稳健扩张，非标融资仍将偏弱，但边际收缩幅度收窄。在政策的引导下，信贷结构会出现一定调整变化。2020年新增社融约23万亿，新增信贷17万亿，社融存量余额增速约10.3%，M2增速8%。

汇率方面，美国经济增长相对稳健，在充分就业和房地产市场改善下，通胀有所回升，美联储政策趋于谨慎。美国经济较欧日仍强。美元指数有望延续相对强势，保持在95-100。关于人民币汇率：在美元指数延续相对强势，波动区间与2019年相似，呈现窄幅波动下，美元指数对人民币汇率的牵引影响将相对温和；中美贸易战方面，从最新信息看，双方达成阶段性协议，缓和前期紧张贸易局势，不再加码关税的可能性有所增大，如此，贸易战对人民币汇率的冲击影响也将有所减弱。预计人民币对美元汇率将在7附近窄幅波动，表现相对平稳。

表 1：2019-2020 宏观指标预测

| 年份       | GDP | 物价水平   |        | 工业增加值 (%) | 消费品零售增速 (%) |            | 固定资产投资增速 (%) |         |        |         | 进出口    |        |            | 流动性         |            |             |
|----------|-----|--------|--------|-----------|-------------|------------|--------------|---------|--------|---------|--------|--------|------------|-------------|------------|-------------|
|          |     | CPI(%) | PPI(%) |           | 消费名义增速 (%)  | 消费实际增速 (%) | 整体 (%)       | 房地产 (%) | 基建 (%) | 制造业 (%) | 出口 (%) | 进口 (%) | 贸易差额 (亿美元) | 新增信贷规模 (亿元) | 社融余额增速 (%) | 新增社融规模 (亿元) |
| 2020 年 E | 6.2 | 3.3    | -0.2   | 5.9       | 8.8         | 6.4        | 6.5          | 10      | 6.5    | 3.5     | 2      | 0      | 3500       | 170000      | 10.3       | 230000      |
| 2019 年 E | 6.1 | 2.9    | -0.3   | 5.7       | 8           | 6.2        | 5.2          | 9       | 3.4    | 2.5     | 0.5    | -5.5   | 4000       | 165000      | 10.9       | 220000      |
| 2018 年   | 6.6 | 2.1    | 3.5    | 6.2       | 9           | 6.9        | 5.9          | 9.5     | 1.8    | 9.5     | 10     | 16     | 3509       | 161663      | 9.9        | 194241      |
| 2017 年   | 6.8 | 1.6    | 6.3    | 6.6       | 10.2        | 9          | 7.2          | 7.0     | 15     | 4.8     | 8      | 16     | 4195.5     | 135231      | 13.5       | 225693      |
| 2016 年   | 6.7 | 2.0    | -1.4   | 6         | 10.4        | 9.6        | 8.1          | 6.9     | 15.7   | 4.2     | -7.7   | -5.5   | 5100       | 126459      | 12.8       | 178022      |
| 2015 年   | 6.9 | 1.4    | -5.2   | 6.1       | 10.7        | 10.6       | 10.0         | 1.0     | 17.3   | 8.1     | -3     | -14    | 5932.2     | 117199      | 12.4       | 154086      |
| 2014 年   | 7.3 | 2.0    | -1.9   | 8.3       | 12.0        | 10.9       | 15.7         | 10.5    | 20.3   | 13.5    | 6      | 0.5    | 3830.6     | 97813       | 14.3       | 164571      |

资料来源：浙商证券研究所

## 1. 贸易冲突：演化与影响

2018 以来 美国贸易保护主义甚嚣尘上 美国政府挥舞贸易保护大棒 四面山土 贸易冲突白热化 给全球贸易和

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\\_8964](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8964)

