内部结构分化和外部风险增加的中国宏观经济

中国宏观经济论坛月度报告（2019 年 10 月）[1]

摘要

2019 年前三季度，面临内部结构调整和矛盾释放、外部世界经济和贸易下行、国际贸易环境不确定性提升以及中美经贸摩擦增加等不利因素，我国经济较为平稳的增长，主要宏观经济指标保持在合理区间。1、在整体经济实现平稳增长的同时，产业结构延续着不断优化的趋势，就业形势基本稳定。2、净外需增长有效地缓解了内需下行压力，内需结构延续过去的升级趋势。3、消费价格指数重回“3 时代”，但全面的通胀压力并不存在。4、全球贸易的整体低迷凸显了我国对外贸易总体平稳和稳中提质的良好发展态势。5、产品和服务贸易顺差迅速扩大，国际储备稳中有升，整体国际收支状况良好。6、企业景气出现改善迹象，显示出我国经济出现了较为明显的边际改善。

我国经济的下行压力并没有消失，更值得关注的是宏观经济下行期中出现了的诸多结构分化迹象。1、制造业和服务业的分化加剧，制造业和服务业内部的结构升级趋势放缓。2、总需求增长对净外需的依赖性重新上升。3、消费新增长点和新动能的增速出现更大幅度的下滑。4、在对外贸易中，高新技术产品和机电产品的对外贸易增速的下降幅度更大。5、在进出口总额增速下降甚至负增长的情况下贸易顺差反而扩大，再次出现了所谓的“衰退型顺差扩张”现象。6、在我国就业形势总体稳定的状态下，局部地区和局部行业的就业风险加大。

世界经济不仅面临短期周期调整问题，还面临长期结构性调整，各种问题和风险将会集中爆发。1、全球经济整体形势趋于恶化，主要经济体经济增速同步下行，国际贸易增速大幅下降。2、主要发达经济体的供给约束强化，各国的政策实践逐步从以需求管理为中心的短期宏观经济政策转向以结构调整为中心的中长期政策。3、多维度利益竞争下政策摩擦趋于长期化和复杂化。4、随着超低利率环境的到来，贸易紧张局势、贸易政策的无常变化与世界经济整体低迷结合在一起，导致投资者风险偏好在上升和下降之间的频繁变化，以及资产偏好在安全资产和高收益资产之间的频繁变化，国际金融市场的波动性和风险被显著放大。5、美国对外贸易政策趋于保守化和极端化的风险。零和博弈思维与美国利益优先的政策结合在一起，美国政府的单边主义和保护主义策略会越来越盛行。为了更有效地达成其目的，美国会倾向于更加频繁地使用技术限制、投资限制、金融

[1] 本报告为中国人民大学“中国宏观经济论坛”团队集体研究成果，执笔人为于春海。本报告数据除特别注明外，均来自国家统计局、Wind 数据库以及中经网数据库。

限制和人员限制等非常规手段。

面对宏观经济下行压力、内部结构分化和外部风险增加，我国需要做出积极的应对。1、加大逆周期宏观经济政策的调节力度，并在货币政策、财政政策、结构调整政策以及进一步深化改革和扩大开放的政策之间形成合力，目的不仅是应对短期宏观经济压力，更是为长期导向的结构调整创造条件。在更为宽松的利率环境下，通过财政政策和结构调整政策来引导和培育以改善民生为导向的有效投资和需求。2、积极开展双边、区域和次多边层面的合作和政策协调，为我国应对外部贸易摩擦创造有利条件。3、积极参与和有效推进基于规则的国际贸易投资体系的完善和发展，在 WTO 框架下采取更加灵活和务实的谈判策略，推动多边贸易和投资体系的发展与完善，从根本上推动国际贸易环境的改善。

一、2019 年前三季度我国宏观经济运行状况

1、宏观经济增速下行尚未逆转，产业结构延续调整趋势

2019 年前三季度，面临内部结构调整和矛盾释放、外部世界经济和贸易下行、国际贸易环境不确定性提升以及中美经贸摩擦增加等不利因素，我国经济较为平稳的增长。1-3 季度我国 GDP 实际累计增长 6.2%，其中，第一产业累计增长 2.9%，第二产业累计增长 5.6%，第三产业累计增长 7%。3 季度，我国 GDP 实际增长 6%，与 2 季度相比下降了 0.2 个百分点，与去年同期相比下降了 0.7 个百分点。3 季度当季 GDP 实际增速以及前三季度 GDP 累计实际增速均维持在在全年政府预定的目标范围内。面临内外各种矛盾与不利变化的交织，我国能够维持整体经济平稳增长，是难能可贵的。虽然 GDP 增速的下行趋势没有反转，但是在全球主要经济体的对比中，2019 年以来我国的实际经济增速是最高的。

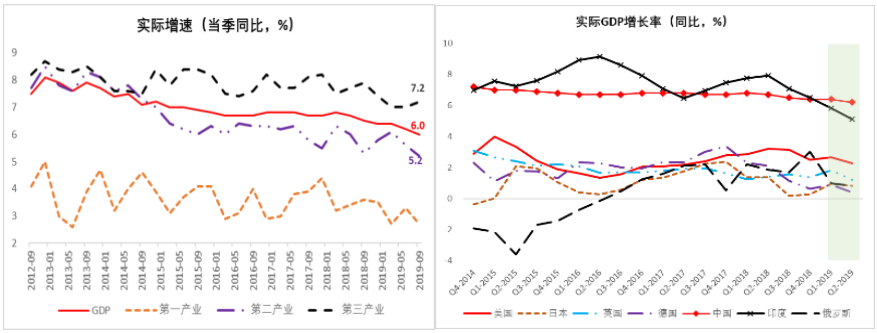


图 1　我国 GDP 实际增速与国际比较[1]

在宏观经济保持稳定增长的同时，产业结构继续优化。在所有产业中，第三产业保持最快的增速，拉动 GDP 增长 3.8 个百分点。1-3 季度，第三产业累计实际增速比整体 GDP 高 0.8 个百分点；3 季度第三产业实际增速比整体 GDP 高 1.2 个百分点。服务业出现了环比改善的迹象。3 季度服务业增长 7.2%，比 2 季度提高了 0.2 个百分点。从 2 季度的情况看，在第三产业内部，信息传输、软件和信息技术服务的实际增速超过了 20%，远远高于第三产业整体；金融、

[1] 国际比较数据 OECD 数据库。

交通运输、仓储和邮政业以及租赁和商业服务业的实际增速也高于第三产业整体；这四个细分服务行业拉动整体 GDP 增长 1.9 工百分点。批发和零售业、住宿和餐饮业以及房地产业等的增加值增速均低于第三产业整体。

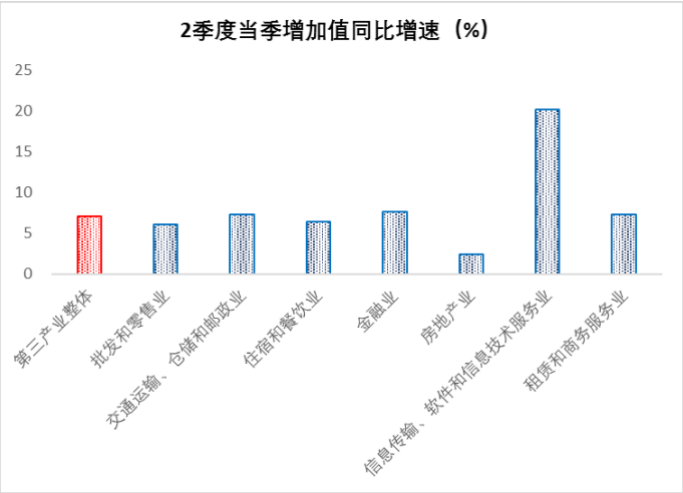


图 2 2019 年 2 季度服务业的增速

工业部门增速回升，内部结构不断优化。1-2 季度，工业部门累计增长 5.8%，较去年同期下降了 0.6 个百分点；工业部门累计拉动 GDP 增长 2 个百分点，较去年同期下降了 0.2 个百分点。2 季度，工业部门当季同比增长 5.6%，较去年同期下降 0.9 个百分点。工业部门的增长速度持续下滑，创下了多年来的新低，但同时也呈现出两个积极变化。首先，工业部门特别是制造业部门的内部结构维持不断优化的趋势。1-9 月，规模以上工业增加累计同比增长 5.6%，9 月当月增长 5.8%；制造业累计增长 5.9%，9 月当月增长 5.6%。分行业看，高新技术制造业、战略新兴产业、医药、化纤、运输设备、电气机械及器材、计算机、通讯和其他电子设备、专用设备和仪器仪表等行业的增速均明显高于制造业整体增速。分企业类型看，股份制企业和私营企业的增速也明显高于制造业整体。其次，工业部门在 9 月份出现环比改善的趋势。9 月工业增加同比增长 5.8%，41 个大类行业中有 35 个保持了正增长，计算机、通讯和其他电子产品、专用设备、通用设备和电器机械及器材等行业的增设较 8 月份明显提高。

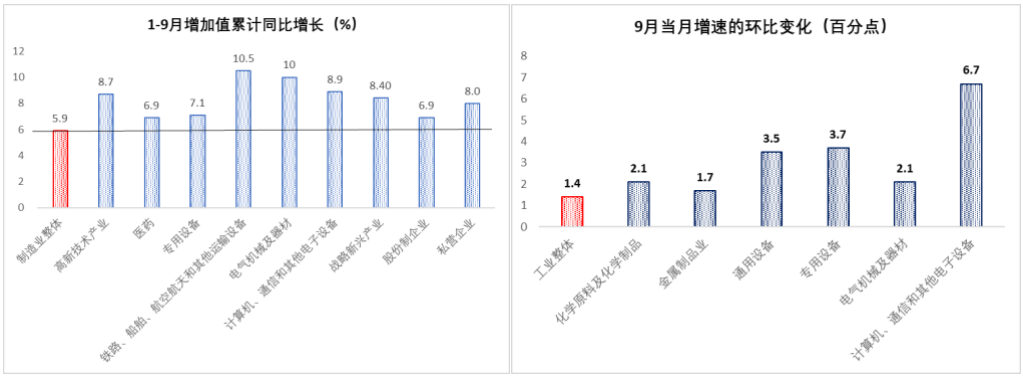


图 3 工业部门的增长情况

2、就业形势基本稳定

2019 年 1-9 月城镇新增就业数量达 1097 万，已经完成全年目标 1100 万的 99.7%，年内完成政策目标是毫无问题的，这说明当前就业形势基本稳定。但我们也要看到，与去年相比城镇新增就业数量开始下降，2018 年前 9 个月城镇新增就业数量为 1107 万，同比减少 0.90%，减幅有所收窄。实际上，自 2019 年以来，各月城镇新增就业数量均比上年同期有所减少，这在以前还是少见的，说明当前就业增长动能有所衰减。

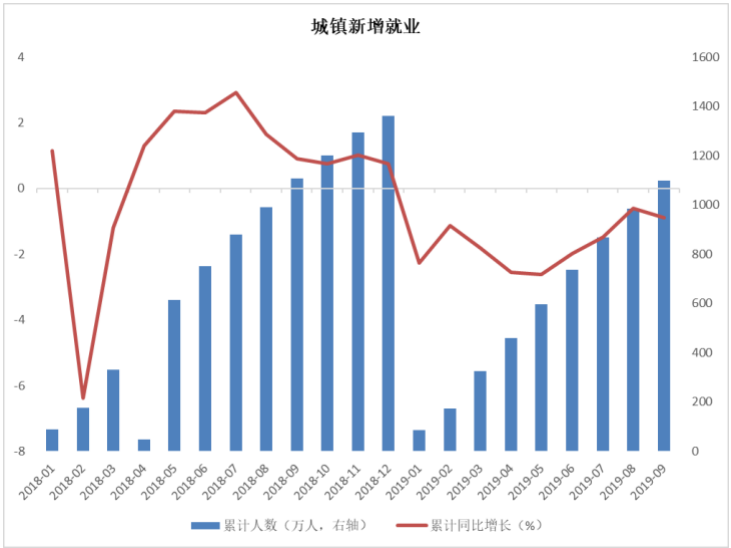


图 4 城镇新增就业规模与增速

2-3 季度调查失业率再次攀升至 5.3%的相对高位，说明就业风险尚存。由于样本覆盖面较广，且涵盖农民工群体，城镇调查失业率是较为科学的反应就业形势的指标。自 2018 年公布以来，城镇调查失业率基本都在 5.1%以下，但 2019 年

2 月份突然升至 5.3%，当时引起一定的焦虑情绪。随着积极财政政策的执行和经济弱企稳城镇调查失业率很快回落至 5%，至 7 月份又突然升至 5.3%，8 月份略微回落至 5.2%，9 月份继续维持在 5.2%。年内调查失业率两次窜升至 5.3%的相对高位，说明当前就业形势并非高枕无忧。

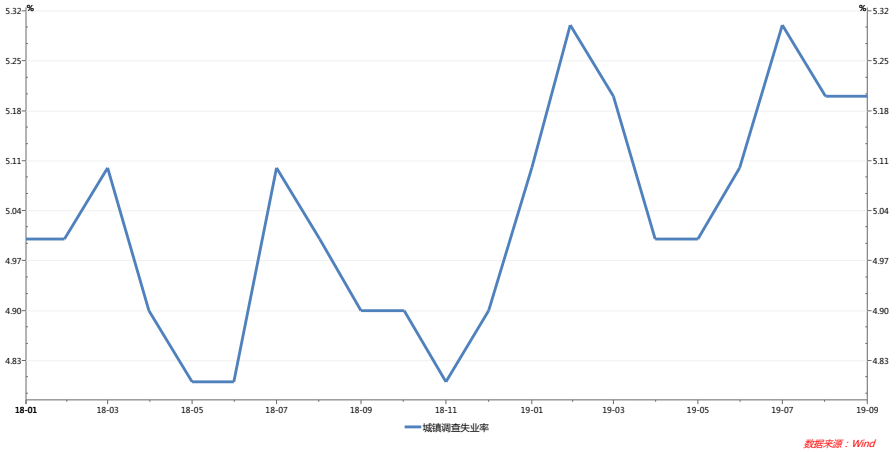


图 5 调查失业率的变化轨迹

3、净外需增长缓解了内需下行压力

从总需求构成看，最终消费需求依然是我国 GDP 增长的最主要需求力量来源。2019 年 1-3 季度，最终消费拉动实际 GDP 增长 3.75 个百分点，环比下降 0.05 个百分点，同比下降 1.45 个百分点；最终消费对实际 GDP 增长的贡献率为 60.5%，环比提高 0.4 个百分点，同比下降 17.2 个百分点。另一方面，最终需求和资本形成对 GDP 增长的贡献下降，净出口对 GDP 增长的贡献显著上升。2019 年 1-3 季度，在最终消费对 GDP 增长的贡献拉动下降的同时，资本形成对实际 GDP 增长的贡献和拉动较去年同期分别下降了 16.7 和 1.2 个百分点，净出口对实际 GDP 增长的贡献和拉动较去年同期分别上升了 33.8 和 2.2 个百分点。净出口对实际 GDP 增长的拉动力达到了 2015 年 1 季度以来的最高点。在国内最终消费和资本形成增长乏力的背景下，净外需对总需求增长起到了很好的弥补和支撑作用。

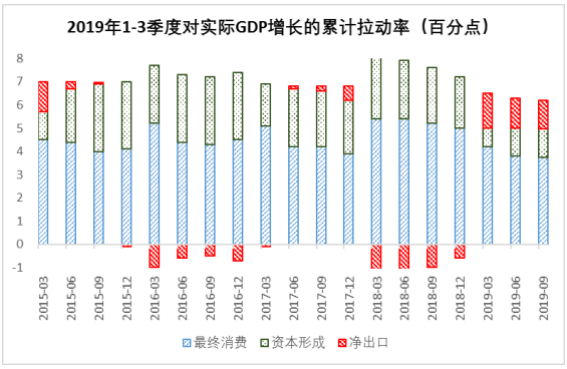


图 6 三大需求对 GDP 增长的拉动

社会零售品总额的增速继续下滑，消费结构延续过去的升级趋势。1-9 月，社会零售品总额累计名义增长 8.2%，较去年同期下降 1.1 个百分点；累计实际增长 6.4%，较去年同期下降 0.9 个百分点。分类别看，农村社会零售品总额的增速比全社会高 0.8 个百分点，网上零售增速比全社会高 8.6 个百分点，网上实物商品零售增速比全社会高 12.3 个百分点，除汽车以外的零售增速比全社会高 0.9 个百分点。这一方面反映社会消费结构维持了继续优化的趋势；另一方面反映出汽车销售下滑对全社会零售增长具有很大的拖累作用。

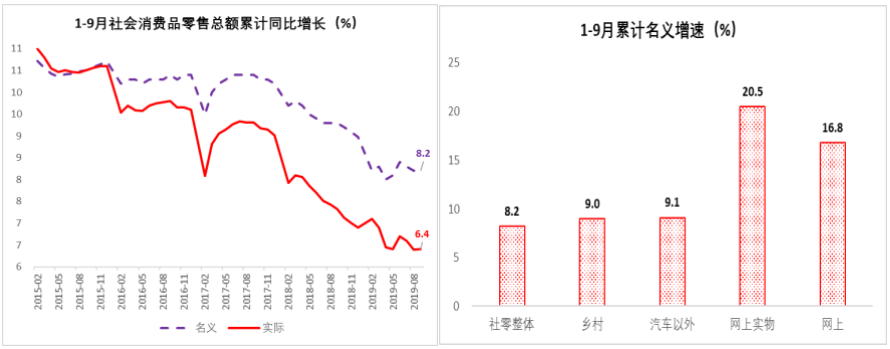


图 7 社会零售品总额的增长情况

1-9 月，全国居民人均可支配收入累计同比实际增长 6.1%，与 GDP 实际增速基本持平。农村居民人均可支配收入保持了更快的增速，实际累计增长 6.4%，比城镇居民高 1 个百分点。全国人均消费性支出累计实际增长 5.7%，比同期收入增长地 0.4 个百分点。农村居民人均消费支出实际累计增长 6.7%，比收入增速高 0.3 个百分点。城镇居民人均消费性支出实际累计增长 4.7%，比收

入增速低 0.7 个百分点。

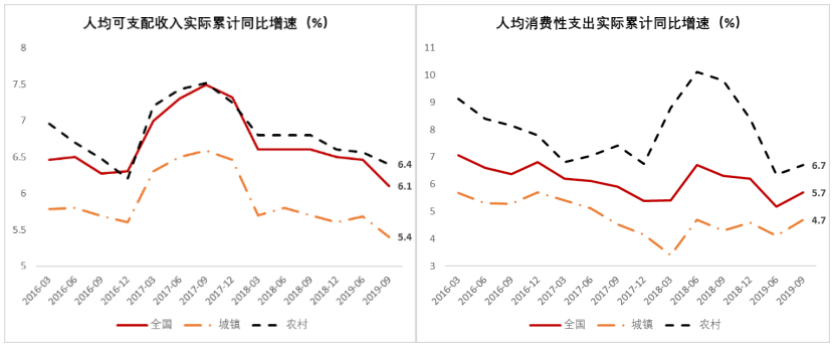


图 8 居民人均收入和消费的增长情况

1-3 季度，全社会固定资产投资累计同比增长 5.4%，增速与去年同期持平。其中，第一产业固定投资下降 2.1%，第二产业固定投资增长 2%，第三产业固定投资增长 7.2%。全社会固定投资保持平稳增长，第三产业投资增速的提高缓解了全社会固定投资增速下滑的趋势。与去年同期相比，第一和第二产业的固定投资增速都出现了较大幅度的下滑；第三产业投资增速提高了 1.9 个百分点，房地产投资增速提高了 0.6 个百分点。基础设施投资增速较去年同期提高了 3.2 个百分点，对于保持全社会固定投资平稳增长起到了重要作用。固定投资的产业结构继续得到优化，高技术制造业、高技术服务业和整体服务业的固定投资增速明显高于全社会固定投资增速。

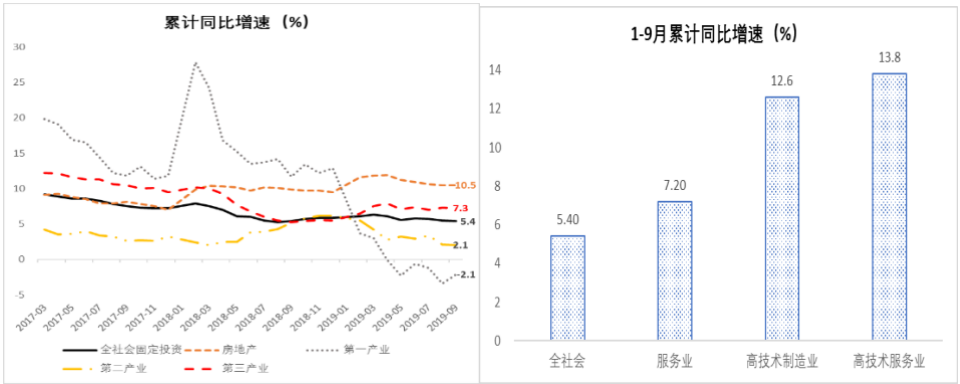


图 9 全社会固定投资增长情况

4、消费物价迅速上升，但全面的通胀压力并不存在

2019 年 1-9 月，我国 CPI 累计同比增长 2.5%，其中食品类 CPI 累计同比增

速高达 6.5%，非食品类 CPI 累计同比增速仅为 1.5%，与去年同期相比增速分别提高 0.4、5.1 和-0.7 个百分点。9 月当月 CPI 同比增长 3%，食品类 CPI 同比增长 11.2%，非食品类 CPI 同比增长 1%。我国 CPI 时隔 67 个月重回“3”时代，但我国并不存在全面的通胀压力。在细分类别上，食品烟酒价格同比上涨 8.4%，影响 CPI 上涨约 2.49 个百分点。其中的猪肉价格上涨 69.3%，仅此一项就影响 CPI 上涨经 1.65 个百分点；医疗保健、教育文娱、衣着、居住和生活用品及服务等价格上涨较为温和，交通和通讯价格下降了 2.9%。因此，如果扣除食品类，我国 CPI 中反映出来的甚至是通缩趋势。

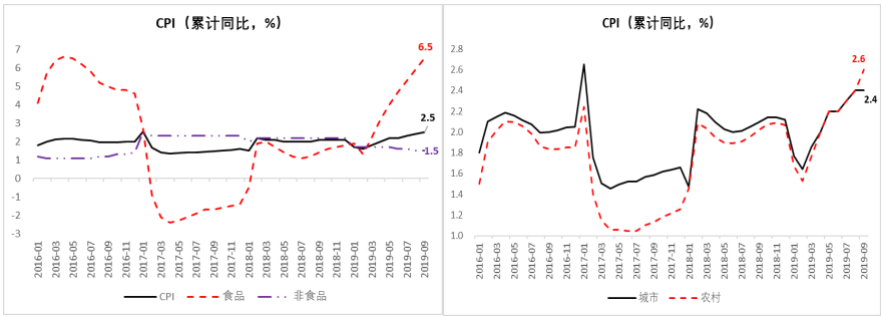


图 10 消费物价的增长情况

一个值得关注的现象是，农产 CPI 增速超过了城市。1-9 月农村 CPI 累计同比增长 2.6%，城市 CPI 累计增长 2.4%。4 月份以来，城市 CPI 月度同比增速持续低于农村，这是 2014 年以来首次出现。从细分类别来看，城市 CPI 增速低于农村 CPI 增速主要表现在禽肉、蛋、水产品、鲜果和交通通讯及服务等类别。农村地区在几个主要食品类别上面临更高的价格涨幅，意味着前段时间增加供给和控制价格上涨幅度的政策主要偏向于城市市场。农村地区在交通通讯及服务上的价格降幅小于城市，意味着农村在改善交通通讯基础设施以及服务可获得性等方面依然存在一定的空间。

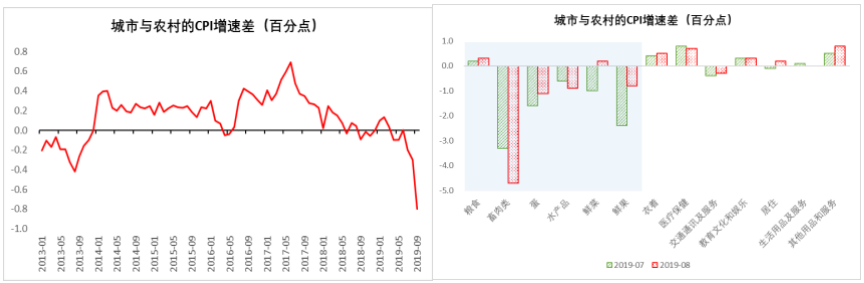


图 11 城市与农村消费价格增速的比较

2019 年 9 月，全部工业品 PPI 同比增速-1.2%，较上月下降了 0.4 个百分点，较去年同期下降了 4.8 个百分点。在大的趋势上，PPI 增速延续了 2017 年以来的下降趋势。7 月份出现了 2016 年 9 月以来的首次负增长，到 9 月份已经连续三个月负增长，并且下降的速度不断提高。在全部工业产品中，生产资料价格下降 2%，降幅较上月扩大了 0.7 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平下降约 1.52 个百分点；生活资料价格上涨 1.1%，涨幅较上月扩大 0.4 个百分点，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.28 个百分点。

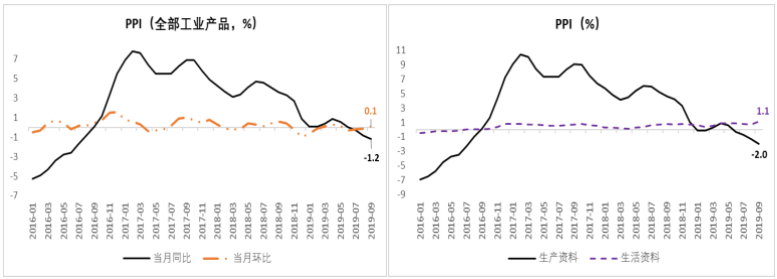


图 12 PPI 的变动情况

生产资料价格下降主要来自原材料工业价格和加工工业价格的下降，两者分别下降 4.8%和 1.2%。生活资料价格上涨主要来自食品价格，食品价格上涨了 3.3%。分行业看，下降幅度较大的行业包括石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、黑色金属冶炼和压延加工业以及化学原料和化学制品制造业，9 月分别下降了 13.4%、9.6%、5.8%和 5.5%，比上月分别扩大了 4.3、3.7、2.7 和 0.9 个百分点。考虑到中国经济和世界经济在短期依然面临较大的下行压力，景气状况

在短期中难以较大改观，全球大宗产品价格处于下降趋势。上述几个行业价格在短期中难以止跌回升。一个较大的变数是，如果中东地区的紧张局势进一步加剧，可能推动国际原油价格大幅反弹。如果出现这种情况，我国上述行业的价格跌幅会收窄，甚至止跌回升。

目前我国的物价走势总体上是出于紧缩状况，虽然消费价格指数重回“3 时代”，但是政策层面无需对此进行反向调节。消费价格指数的上升主要是因为食品特别是禽肉价格过快上涨，其背后的原因又在于供给层面出来问题。所以，为了扩大生产和供给，需要的是支持性政策，而不是抑制性政策。而 PPI 出现负增长，同样反映出工业生产曾面临紧缩压力，由此需要的同样是支持性政策。所以，无论是最终消费需求侧还是工业部门供给侧，价格动态所要求的政策导向是较为一致的。

5、货物出口稳定增长，进口加速下滑

2019 年 1-9 月，我国对外货物出口累计同比增长 5.2%，增速较去年同期下降 1.3 个百分点；对外货物进口累计同比增长-0.1%，增速较去年同期下降 14.4 个百分点。对外贸易增速逐月下滑的趋势较为明显，9 月份出口和进口双双出现负增长。特别是 9 月份的进口当月同比负增长 6.2%，出现了 2016 年下半年以来的新低。从国际衡量比较来看，我国对外贸易维持了较好的表现。经济低迷、贸易摩擦和政策不确定性等的影响，2019 年的全球贸易增速可能会降至危机以来的最低点。世界贸易组织对 2019 年全球贸易增速的预测仅为 1.2%。这样的全球态势更是凸显了我国对外贸易总体平稳和稳中体质的良好发展态势。但是，对外贸易增速逐月下滑的趋势值得关注。特别是，前期存在由于中美贸易摩擦加剧的预期所导致的提前出口和提前进口现象，在一定程度上透支了今后几个月的贸易潜力。

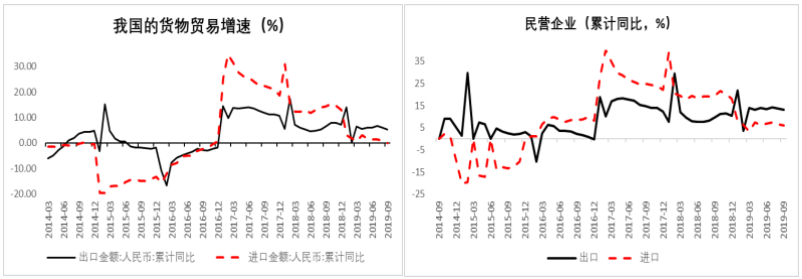


图 13 我国的货物贸易增速

在我国对外货物贸易总体增速下滑的同时，贸易结构维持良性变化趋势。民营企业的贸易增速明显高于整体贸易。1-9 月民营企业的出口累计增长 13%，增速较去年同期提高了 3.4 个百分点；民营企业进口累计增长 5.9%，增速较去年同期下降 13.6 个百分点。一般贸易增速明显高于整体贸易。1-9 月一般贸易出口累计增长 8.7%，比整体货物出口增速高 3.5 个百分点；进口累计增长 0.7%，比整体进口增速高 0.8 个百分点。

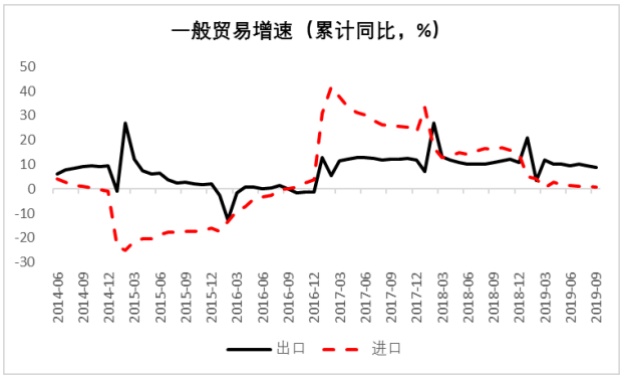


图 14 一般贸易的增长情况

分国别或地区看，2019 年 1-9 月，我国对美国出口的累计增速-6.0%，较 2018 年同期下降了 13.4 个百分点；对欧盟、日本和东盟的出口累计增速分别是 10.7%、3.7%和 15.4%，较 2018 年同期分别提高了 4.6、0.6 和 4.1 个百分点。美国、欧盟、日本和东盟作为我国传统出口市场，在我国总出口中占比变化不大，一直维持在 54%左右。增长速度的差异改变了这四个传统市场在我国出口中的相对地位。欧盟在我国出口中的占比不断上升，取代美国成为我国最大的出口目的地；东盟作

为我国出口目的市场的地位不断提升。在这四个传统出口市场之外，其他市场在我国出口中的占比较为稳定地维持在46%左右，这意味着对其他市场的出口保持较为稳定的增长。但是，在四个传统市场相对地位消长变化的同时，新兴市场对我国出口产品的整体吸纳能力并没有显著提升。需要强调的是，在贸易摩擦导致我国对美出口大幅下降的同时，对其他市场特别是欧盟和东盟出口增速的提高极大地缓解了我国整体出口增速下降的趋势。这反映了我国应对中美贸易摩擦的外贸政策的有效性和我国整体出口的韧性。

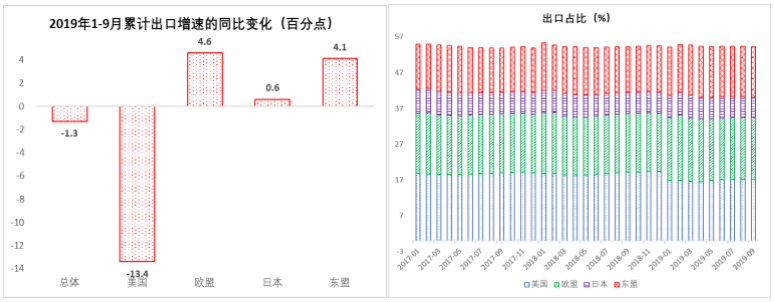


图 15 我国货物出口的国别构成及变化

2019 年 1-9 月，我国自美国进口的累计增速为-22.5%，较 2018 年同期下降了 26.3 个百分点；自欧盟、日本和东盟的进口累计增速分别是 5.5%、-2.7%和 7%，较 2018 年同期分别下降 3.8、9.7 和 7.3 个百分点。美国在我国进口的占比不断下降，欧盟取代美国成为我国第一大进口来源地，东盟在我国进口中的占比不断提升。此外，美国、欧盟、日本和东盟在我国进口中的总占比有所下降，从 2017 年 43%降至 2018 年的 41.6%，再降至 2019 年 1-9 月的 40.4%。对比自不同市场进口增速的变化，一方面看出整体进口增速的大幅下滑，另一方面也看出进口增速的下滑幅度从美国到日本和东盟、再到欧盟的梯次收窄。其背后有两种力量在起作用。首先是我国整体经济特别是制造业增速的下滑，导致对进口需求的整体下降。其次，中美贸易摩擦引发中美贸易的负增长，而在价

值链条上存在从日本和东盟到中国、再到美国的序贯联系，对美出口下降必然导致我国从东盟和日本进口的下降。自欧盟的进口同样也会受此影响。但是由于目前的全球价值链较为明显地分为亚洲、北美和欧盟三个区域，欧盟在全球价值链中与中国的联系明显弱于日本和东盟。所以，中美贸易摩擦对中国自欧盟进口的负面冲击相对较小。

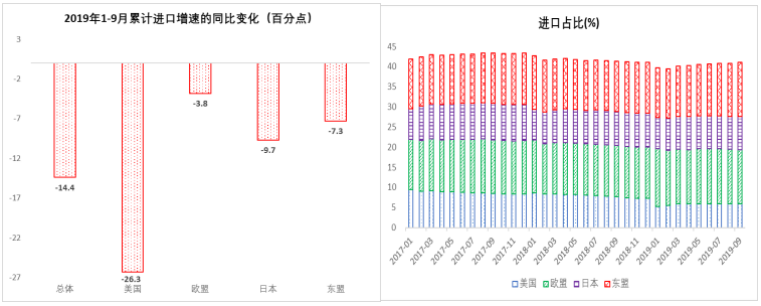


图 16 我国货物进口的来源及变化

6、国际收支状况良好

2019 年 1-8 月，累计货物和服务贸易顺差 1363 亿美元，较去年同期分别增长 573%。其中，1-8 月货物贸易累计顺差 3167 亿美元，较去年同期增长 42%；服务贸易逆差 1804 亿美元，较去年同期收窄 11%。货物贸易顺差扩大和服务贸易逆差收窄，共同推动了我国整体贸易顺差的迅速增加。2019 年 8 月底，我国外汇储备 31072 亿美元，较去年年底增加了 345 亿美元。我国外汇储备的增长主要来自贸易顺差。2019 年 1-8 月，我国累计贸易顺差比外汇储备增量高出 1018 亿美元。在贸易收支以外影响外汇储备规模的因素还有国际收支平衡表口径下的初次收入、二次收入、非储备金融交易和误差遗漏等流量因素，以及外汇储备存量估值效应。贸易顺差与外汇储备增量之间的巨大差异，意味着推动我国外汇储备存量下降的力量依然很强大。

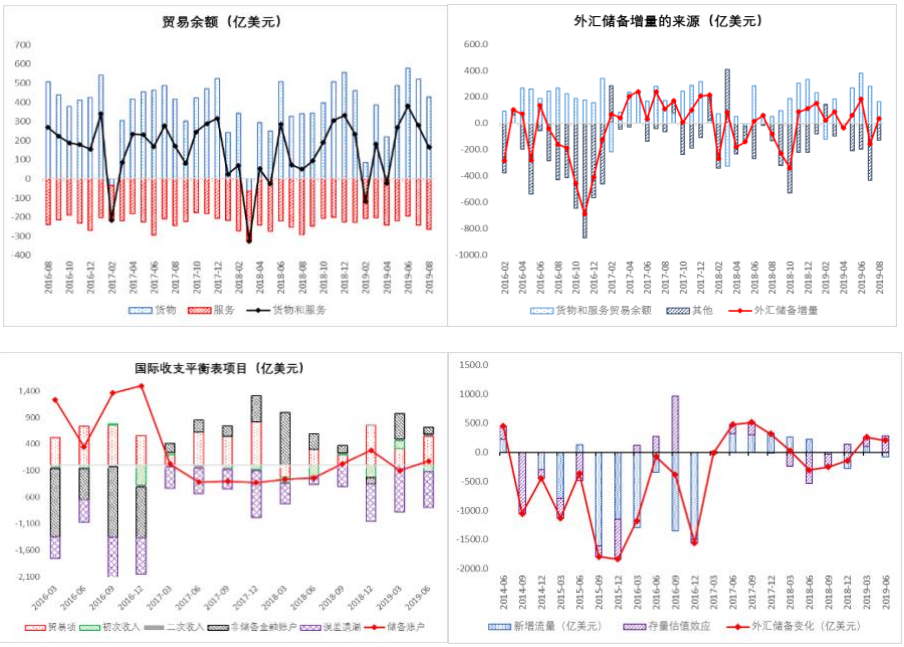


图 17 我国国际收支的变化

2019 年 1-2 季度，国际收支平衡表统计口径中的外汇储备增量仅有 24 亿美元，与此形成鲜明对比的是我国外汇储备规模同期增长了 465 亿美元。从影响外汇储备规模的新增流量因素看，2019 年 1-2 季度，贸易收支和非储备金融账户的收支均为顺差，规模达到 1486 亿美元，是推动外汇储备增长的正流量；误差遗漏项下存在大规模逆差，规模达到 1553 亿美元，是推动外汇储备减少的负流量。进一步把初次收二次收入和资本项目考虑进来，我国外汇储备在 2019 年 1-2 季度的新增流量仅为 24 亿美元。外汇储备存量规模的增长主要来自存量估值效应。其中比较大的是非美元储备资产折算成美元之后的价值变化。2018 年 12 月底至 2019 年 6 月底，美元名义有效汇率指数下跌了 4.2%左右，这样，用美元衡量非美元资产的价值时就出现了正的存量估值效应。

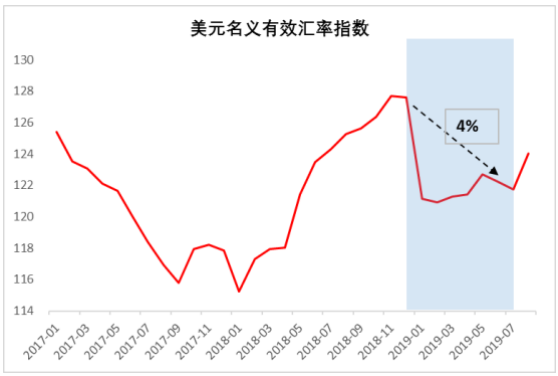


图 18 美元名义有效汇率指数

目前来看，我国外汇储备的变化存在一定的风险。首先，在误差遗漏项下存在巨额逆差的情况下，大量私人资本在监管视野之外净流出我国。大规模贸易收支顺差在短期中抵消了这种资本外流对我国外汇储备规模的冲击。但是，从我国经济的调整方向来看，大规模贸易顺差并不符合我国经济的调整趋势。短期中，在出口增速下滑的同时，进口增速以更大的幅度下滑，从而导致我国贸易顺差规模迅速上升。这不会一种常态。其次，在主要发达经济体的横向比较中，美国的宏观经济和金融形势是最好的，美元相对于其他发达经济体货币会维持缓慢升值趋势。这就是说，美元汇率指数应该会止跌回升。由此而来的负的存量估值效应会推动我国外汇储备规模的下降。从 7-8 月的情况看，美元汇率指数上升了 1.5%左右。与此相伴随的是，我国外汇储备在同期下降了 120 亿美元左右。

7、企业景气出现改善迹象，制造业和服务业的分化加大

9 月国家统计局公布的制造业 PMI 为 49.8%，虽然连续 5 个月处于荣枯线以下，但主要指标均有改善迹象。9 月制造业 PMI 指数较 8 月上升 0.3 个百分点，是 5 月份以来的最高值。9 月份，财新中国 PMI 指数为 51.4%，较 8 月上升 1 个百分点，连续两个月处于荣枯线上方；财新中国综合 PMI（产出）指数为 51.9，较 8 月上升 0.3 个百分点，为 5 月以来的最高值。从环比变化来看，无论是国家统计局的 PMI 指数还是财新 PMI 指数，都显示出我国经济出现了较为明显的边

际改善。

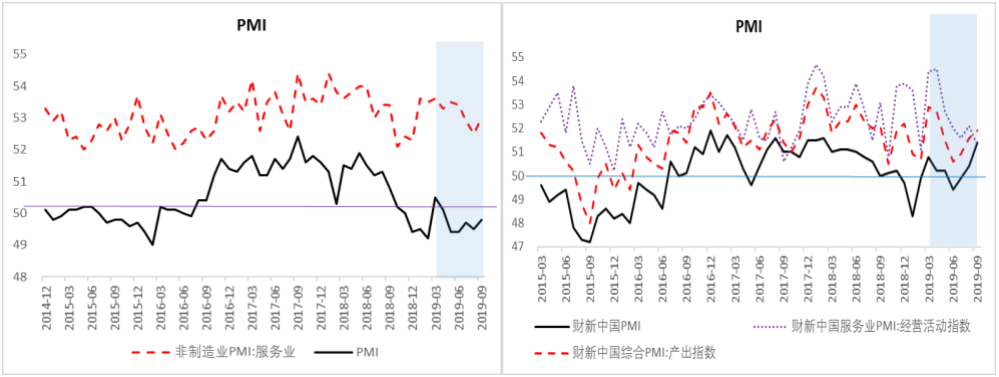


图 19 我国 PMI 的变化

两个制造业 PMI 分项指数的走势也大致相同，在分项指标上，生产指数、新订单指数、原材料购进价格指数、供货商配送时间指数和生产经营活动预期指数等均实现环比改善，并且都处于景气扩张区间；而新出口订单指数、进口指数、产成品库存指数和出口价格指数等虽出现环比改善，但是仍然处于景气收缩区间。这反映出我国经济的景气改善主要得益于内需的增强，而中美贸易冲突对于出口、生产成本及企业家信心仍有明显冲击。近期中央不断发力的稳内需政策在一定程度上对冲了外需冲击，缓和了我国经济的下行压力。

在未来一段时间内，必须更加坚定地遵循形成强大国内市场的政策方向，加快落实基础设施建设项目，更加积极地推进产业升级，进一步释放减税降费红利。在短期中无法推动外需环境出现质的改善的情况下，稳定内需是稳定我国经济的重中之重。但是还必须注意到，企业信心仍然在低位徘徊。稳定或刺激内需的宏观经济政策不足以扭转企业信心不足的状况。只有更大力度的改革和开放和更加扎实地改善营商环境，才能从根本上扭转企业信心不足的问题。改善企业预期和提振企业信心的政策行动与稳定和刺激内需的政策行动结合在一起，是我国经济应对外部冲击和缓和下行压力的关键。

二、宏观经济下行期的结构分化趋势

2019 年，世界经济和国际贸易整体增长放缓，贸易政策摩擦加剧，国际贸易环境不确定性提升，国内经济下行压力较大。面对国内外风险挑战明显增多的复杂局面，我国通过一系列逆周期调节政策较为有效地顶住了经济下行压力，主要宏观指标仍然保持在合理区间，在国际横向比较中是主要大型经济体中表现最好的。在我国经济对抗各种压力和解决各种矛盾的过程中，虽然实现了经济的总体稳定增长，但是经济下行压力并没有消失，经济下行趋势仍在延续。更值得关注的是，宏观经济下行期中出现了诸多结构分化迹象。

1、供给结构升级动态出现放缓的迹象。

我国工业和服务业的内部结构延续了过去的调整趋势，但是，调整动态出现放缓甚至是逆转的迹象。在我国工业部门整体增速下滑的同时，内部结构的调整动态出现了逆转的苗头。2019 年 1-9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 5.6%，与历史同期相比，这一速度是 2000 年以来的最低点。不仅如此，工业内部结构升级的趋势有所放缓。与 2018 年同期相比，规模以上工业增加值增速下降 0.4 个百分点，制造业增速下降 0.8 个百分点，高新技术产业的增速下降 3.1 个百分点，医药制造业增速下降 3.4 个百分点，通用设备制造业增速下降 3.5 个百分点，专业设备制造业增速下降 3.7 个百分点、计算机、通讯和其他电子设备制造业增速下降 4.3 个百分点，汽车制造业增速下降 8.5 个百分点。这种变化意味着过去几年的工业结构调整趋势有所放缓。服务业在整体增速下滑的同时，信息传输、软件和信息技术服务、租赁和商业服务等细分行业的增速下降幅度明显大于服务业整体，而金融业的增速却大幅提高。这与我国发展高端服务业和解决“脱实就虚”的方向不完全相符。

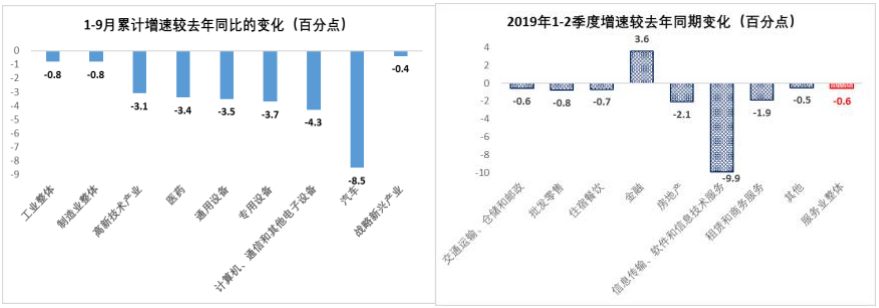


图 20 不同行业增速的同比变化

在全社会固定投资实现平稳增长的同时，其增长动态出现结构分化。制造业固定投资增速大幅下滑，较去年同期下降了 6.2 个百分点；民间投资增速较去年下降了 4 个百分点；高技术制造业固定投资增加较去年下降了 2.3 个百分点。民间投资增速未能实现稳定，全社会固定投资增长的内生动力依然薄弱。制造业整体以及高技术制造业投资增速的大幅下滑，与服务业投资增速提升形成鲜明对比，这并不是好的现象。我国在当前及未来较长一段时间内，产业升级不完全是甚至不主要是服务业对制造业的替代，一个非常重要的任务是提升和强化制造业。服务业的过快扩张和制造业的过快萎缩，不符合我国产业发展和调整方向。高技术制造业投资增速的下滑，不符合提升我国制造业整体实力和竞争力的要求。

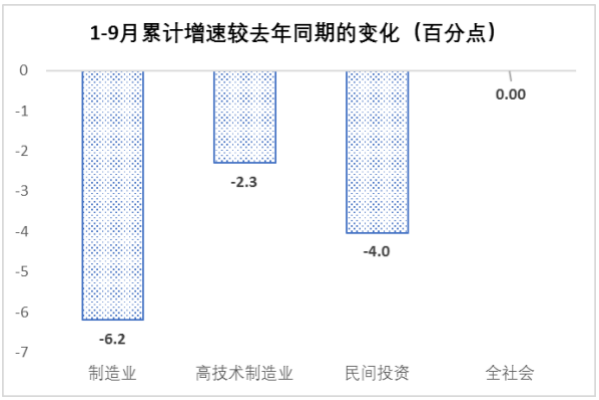


图 21 不同类别固定投资的增速变化

2、总需求增长对净外需的依赖性重新上升

总需求结构的不利变化。2019 年 1-2 季度，我国的总需求结构再次出现外需占比上升而内需占比下降的趋势。与去年同期相比，最终消费对 GDP 增长的贡

献率和拉动率分别下降了 19.3 和 1.6 个百分点；资本形成的贡献率和拉动率分别下降了 17.5 和 1.3 个百分点；净出口的贡献率和拉动率分别上升了 36.8 和 2.4 个百分点。从我国经济的现实矛盾和未来发展方向来看，这样的变化趋势都不是太好，与我国经济的调整和发展方向不完全相符。

在我国经济的供给方面，存在供给结构不符合人民群众日益增长的对美好生活的需求。为了解决这一矛盾，发展生产和调整供给结构是当前以及未来一段时间中的重要任务。在此背景下，投资增长和资本形成应该发挥更大的作用。在内外需的对比方面，为了满足人民群众日益增长的对美好生活的需求，以及提高我国经济增长的内生动力和内在稳定性，我国都需要通过经济再平衡调整来降低整体经济对净外需的过度依赖。

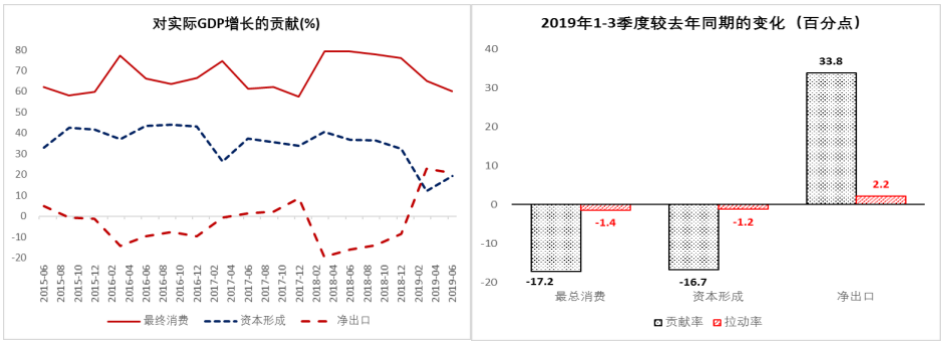


图 22 我国三大需求对 GDP 增长的拉动

3、消费新增长点和新动能的增速出现更大幅度下滑

在消费层面还需要到一个不好的迹象，农村消费品零售增速和网上零售增速较去年的下滑幅度均大于全社会整体。全社会零售品销售名义增速较去年同期下降了 1.1 个百分点，而农村、网上实物销售以及网上实物和服务销售较去年同期分别下降了 1.4、7.2 和 10.2 个百分点。这意味着过去几年的消费升级趋势有所放缓。农村居民消费支出中居住类支出的占比呈现更快的上升速度，这和农村地区近年来改善住房条件和居住环境的倾向有关。与其他年份一样，农

村居民消费支出中食品类占比在 2 季度开始下降，但不同于以往的是，农村居民的这一比例并没有迅速降至城镇居民之下,其背后的原因应该是 2 季度农村地区食品类价格上涨更快。这也意味着，今年食品类价格上涨对农村居民的生活产生了更大的影响，并对整体消费能力和消费升级能力产生拖累。

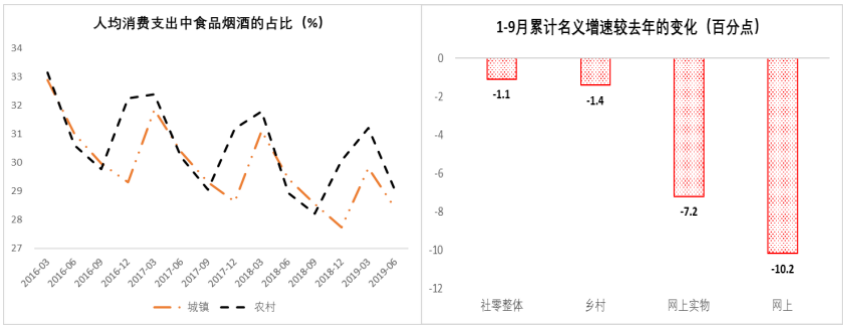


图 23 消费升级速度放缓

一个值得关注的现象是，农产 CPI 增速超过了城市。1-9 月农村 CPI 累计同比增长 2.6%，城市 CPI 累计增长 2.4%。4 月份以来，城市 CPI 月度同比增速持续低于农村，这是 2014 年以来首次出现。从细分类别来看，城市 CPI 增速低于农村 CPI 增速主要表现在禽肉、蛋、水产品、鲜果和交通通讯及服务等类别。农村地区在几个主要食品类别上面临更高的价格涨幅，意味着前段时间增加供给和控制价格上涨幅度的政策主要偏向于城市市场。农村地区在交通通讯及服务上的价格降幅小于城市，意味着农村在改善交通通讯基础设施以及服务可获得性等方面依然存在一定的空间。

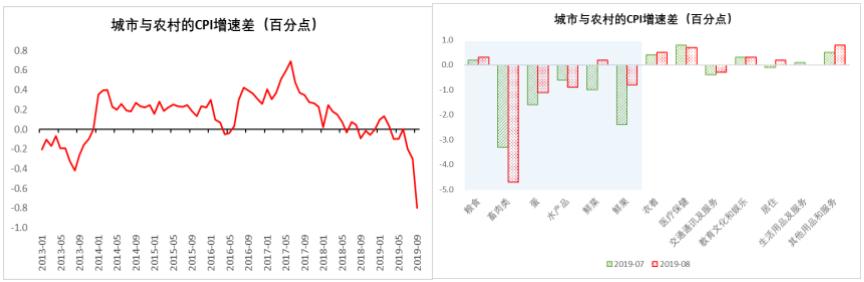


图 24 城市与农村 CPI 增速的差异

4、高新技术产品和机电产品的对外贸易增速更大幅度下滑。

在外贸领域值得担忧的是，我国高新技术产品和机电产品的对外贸易增速出

现了更大幅度的下滑。2019 年 1-8 月，高新技术产品累计出口增速较去年同期下降 5.7 个百分点，远高于整体出口增速的降幅。其中，航空航天技术、生物技术、材料技术和计算机与通讯技术累计出口增速的降幅分别是 36、19.6、15.3 和 10.9 个百分点。机电产品累计出口增速较去年同期下降 1.4 个百分点，也明显高于整体出口增速的降幅。其中，运输工具和机械设备累计出口增速的降幅分别是 13.9 和 5.2 个百分点。

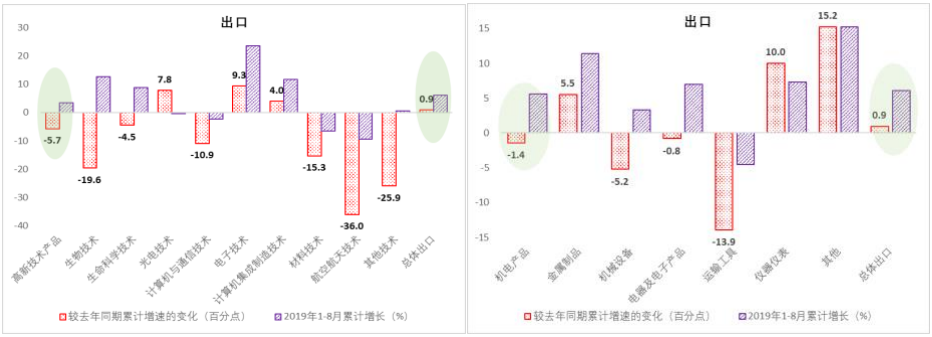


图 25 高新技术产品和机电产品的出口增速

高新技术产品和机电产品进口增速的下降幅度也明显高于整体进口。2019 年 1-8 月，高新技术产品累计进口增速较去年同期下降 15.6 个百分点，明显高于整体进口增速的降幅。其中，计算机集成制造技术和电子技术累计进口增速分别下降了 42.9 和 19.1 个百分点。机电产品累计进口增速较去年同期下降了 15.7 个百分点，也明显高于整体进口增速的降幅。其中，机械设备和电器及电子产品累计进口增速分别下降了 20.8 和 18.2 个百分点。在产品类别上，高新技术产品和机电产品对外贸易出现更大幅度的下滑。在国家分类上，对美贸易出现了更大幅度的下滑。两者结合在一起，在一定程度上反映出中美贸易紧张状况对我国外贸的深层面冲击。这既不利于我国对外贸易产品结构的进一步优化，也会对国内制造业结构的升级过程产生不利影响。

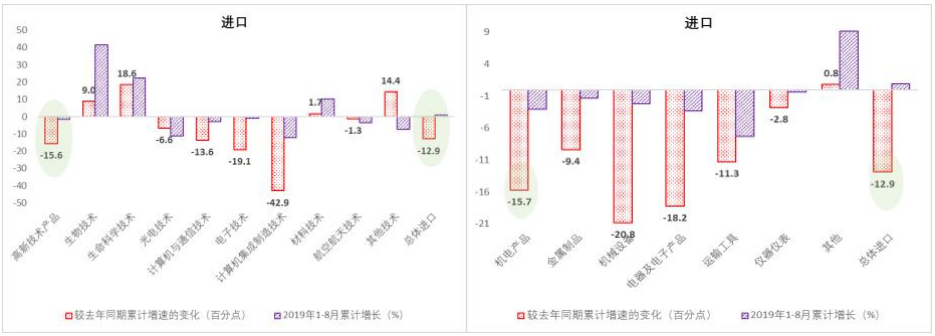


图 26 高新技术产品和机电产品的进口增速

5、再次出现“衰退型顺差增长”的现象

在对外贸易上，另一个值得关注的现象是“衰退型顺差增长”现象的再次出现。在进出口总额增速下降甚至负增长的情况下贸易顺差反而扩大，再次出现了所谓的“衰退型顺差扩张”现象。在内需低迷的背景下，顺差的扩大提供了更大的外需力量的补充，对于维持我国短期宏观经济稳定有积极作用。但是另一方面，这也存在诸多潜在的问题。首先是总需求结构失衡问题再次出现，对净外需的依赖性再次提升。在全球经济低迷和贸易政策不确定性显著提升的背景下，总需求的不稳定性乃至整体宏观经济的不稳定性增加。其次，贸易总额下降和贸易顺差扩大结合在一起，在需求层面带来的改善作用掩盖了在生产层面带来的抑制作用。

近年来，对外贸易在我国经济中的作用发生了变化，我国经济在投入和产出两个方向上对外部的依赖性变得更加平衡，对国外市场净需求的依赖性降低。置身于全球价值链的中间环节，我国国内经济运行从投入和产出两个方向对外依赖。利用国外供给满足国内生产和生活的投入需求，利用国际市场解决相关产出的市场实现问题。

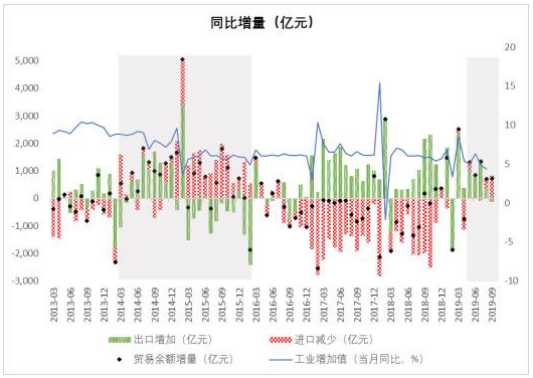


图 27 衰退型顺差扩张现象

在进口和出口受到抑制的情况下，即便贸易顺差没有减少，在增加值意义上似乎没有影响，但事实上，国内生产和生活的投入约束与产出的市场实现约束都强化，国内生产和生活都受到负面影响。在这个意义上，出口下降及其引发的进口下降，对国内经济活动的负面影响并不是相互抵消的，而是相互叠加的。从数据的变化来看，2014 年下半年至 2015 年底，我国产品贸易处于较大规模的顺差状况。在其背后，出口下滑导致出口对贸易顺差的贡献逐渐由正转负，进口更大幅度的下滑使得进口对贸易顺差的贡献由负转正，并成为维持我国贸易顺差的主要力量。在这一阶段，以工业增加值的增长速度衡量，整个工业部门处于低位运行。2019 年我国产品贸易顺差再次扩大。在其背后，进口对贸易顺差的贡献不断增加，并在 5 月份以后由负转正；出口对贸易顺差的贡献逐渐减小，并在 9 月份由正转负。这预示着我国工业部门的地位运行状态将会持续一段时间。

6、局部地区和局部行业的就业风险加大

我国就业的总体形势问题，在总量上不存在大问题，但是区域性和行业性就业矛盾持续发酵。首先分地区来看，东北、京津冀的就业形势没有根本改观，有的还在持续恶化。截止 2019 年 9 月份，中国总体的就业景气指数为 1.92，东北地区只有 0.9，京津冀地区只有 0.87。东北和京津冀地区就业形势紧张主要源于地区经济发展的困境。东北地区经济形势整体差于全国。辽宁已有所回升，GDP

增速从 2017 年的 2%左右回升至 2019 年二季度的 5.8%。但吉林和黑龙江形势却更加严峻，特别是吉林持续下滑很严重，至 2019 年二季度 GDP 增速分别跌至 2%和 4.3%，远低于全国 6.3%的水平。在京津冀地区中，天津 GDP 增速只有 4.6%。

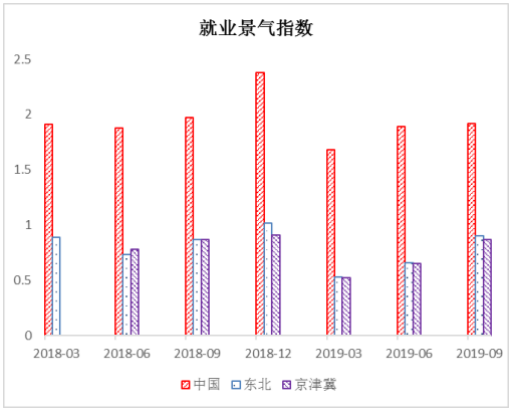


图 28 分地区就业景气指数[1]

分行业来看，汽车和手机等行业仍处于较为严重的下降通道，房地产、建筑业和信息服务业的收缩也比较明显，这些行业的销售和生产下行使其面临较大的就业压力。汽车行业从 2018 年开始步入困境，2019 年 1-9 月汽车销量累计同比下降 10.3%，行业萧条必然会引发失业压力。2018 年底汽车行业就业人数约 450 万，据此进行简单测算，今年以来汽车行业的失业人数可能接近 50 万人。2018 年手机出货量同比下降达两位数以上，2019 年上半年以来在各种促销政策刺激下降幅有所收窄，在 4-5 月份甚至由负转正，但是 9 月份的同比降幅再次扩大到 7.1%。手机行业的困境必然会对上下游产业链的就业产生压力。受调控政策等因素的影响，房地产业持续萎靡，2019 年前 8 个月商品房销售面积同比下降 0.6%，9 月份有所回升，但前 9 个月仍同比下降，商品房销售面积同比降幅为 0.1%。房地产业也有近 445 万就业人员，行业低迷会对就业造成较大影响。2019 年上半年，直接从事建筑业的生产经营人数比上年同期减少近 60 万人。2019 年前 8 个月建筑业固定资产投资累计同比减少达 20%。建筑业是农民工就业的一个重要产

[1] 数据来自：中国人民大学就业研究所-智联招聘联合发布的《2019 年第三季度中国就业市场景气报告》。

业，吸纳了近 5400 万农民工。建筑业萎靡会对农民工就业产生很大影响。

未来一段时间，中美贸易摩擦可能会演变为冲击中国就业的一个风险点，并可能在局部行业和局部地区率先爆发。中美经贸关系暂时缓和，但是相关的矛盾并没有得到解决。美国政府的关税行动只是推迟，并没有真正取消。迄今为止，美国已经实施的关税行动对中国就业的影响还没有完全显露出来。现有根据各行业销售利润率进行的测算表明，加征关税的幅度如果达到 21%-24%这样的阈值，对就业的负面冲击将会迅速显露。此前所加征的 15%的关税，对相关行业的影响暂时没有显露出现。如果关税进一步提高，通用设备制造业、电气机械和器材制造业、橡胶和塑料制品以及金属制品等行业可能会出现较大规模的失业。广东、浙江、江苏和山东等对美出口行业较为集中的省份可能会面临较大的失业压力。

三、进入深度调整期的世界经济风险加大

1、世界经济同步下行，国际贸易全面萎缩

2019 年，在趋势性下行力量、周期性紧缩力量、贸易紧张局势加剧、政策不确定性提高、商业信心下降以及风险厌恶情绪增强等的综合作用下，全球经济整体形势趋于恶化。主要经济体经济增速同步下行；国际贸易增速大幅下降，主要经济体出口增速由正转负；全球 PMI 指数迅速下降，制造业更是进入收缩区间。

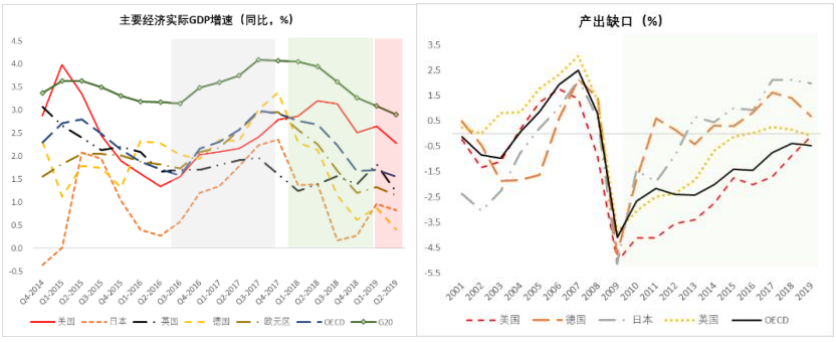


图 29 主要经济体的实际增速与产出缺口[1]

2019 年的世界经济呈现出不同于过去两年的特点。世界经济经历了增速同

[1] 数据来自 OECD 数据库。

步提升、到增长分化、再到增速同步下降的变化。2016 年下半年至 2017 年底，主要经济体同步复苏，实际 GDP 增速普遍提升。2018 年，主要经济体的增长态势出现分化，美国和英国的经济继续维持增速提升势头，德国、欧元区、G20 和 OECD 整体的经济增速明显下滑。进入 2019 年，无论是美国、德国、日本、英国、中国、印度、俄罗斯和巴西等主要国家，还是欧元区、OECD、欧盟和 G20 等集体，经济增速同步回落。

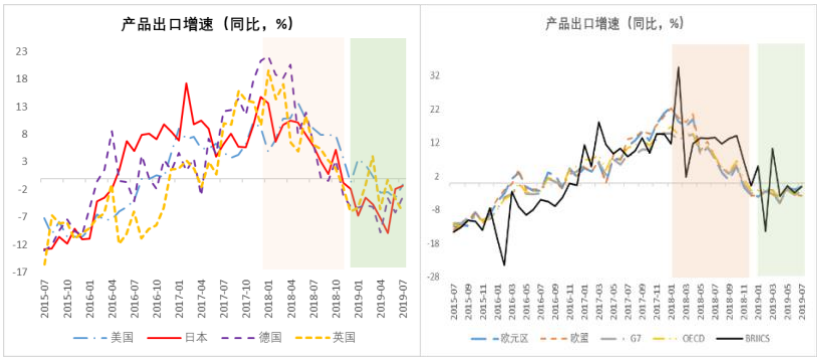


图 30 主要经济体的出口增速[1]

全球经济活动趋于低迷，PMI 不断下降，特别是制造业 PMI 降至 50 以下，跌入景气收缩区间。相对而言，服务业还维持在景气扩张区间。但是，一方面，服务业的扩张势头已经明显减弱；另一方面，在制造业和全球贸易持续低迷的情况下，服务业扩张势头能够持续是值得怀疑的。现代服务业的很大一部分是服务于投资、生产和贸易活动的，制造业和国际贸易的低迷必然会拖累服务业。整体经济活动的持续低迷必然会影响家庭就业和收入，最终对家庭服务消费支出产生负面影响。

[1] 数据来自 OECD 数据库。

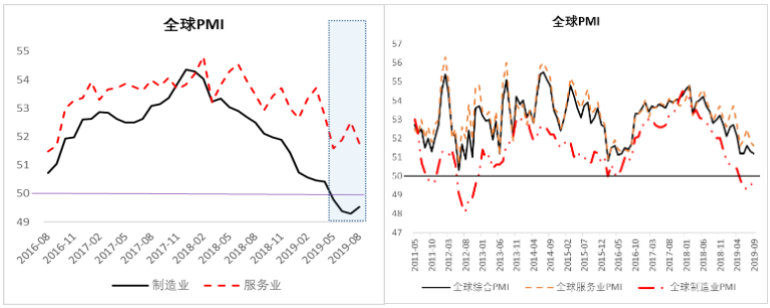


图 31 全球景气指数的变化[1]

整体经济下行、政策摩擦和不确定性上升，导致全球贸易增速下降。据 WTO 预测，2019 年的全球货物贸易量的增速仅为 1.2%，比 2018 年下降了 1.8 个百分点，仅比危机以来的最低点 2016 年的 1.6%高 0.2 个百分点。2019 年 1-7 月，美国、德国、日本和英国等主要发达国家的月度产品出口均出现负增长，欧元区、欧盟、G7、OECD 和 BRIICS 等不同分类下的国家集体的月度平均出口也为负增长。也必须注意到，全球贸易增速下行的背后不仅有短期的周期性因素和政策性因素，还有长期结构性和趋势性因素。结构性和趋势性力量推动了全球商品贸易占 GDP 比重的持续下降。从数据来看，全球商品贸易占 GDP 的比重在 2006-07 年达到了顶峰，随后开始趋势性下降。2008-09 金融危机加速了这一变化趋势。2018 年以来的贸易紧张局势并没有明显地改变这种变化趋势。因此，在短期中国际贸易低速增长甚至全面萎缩的趋势难以逆转。

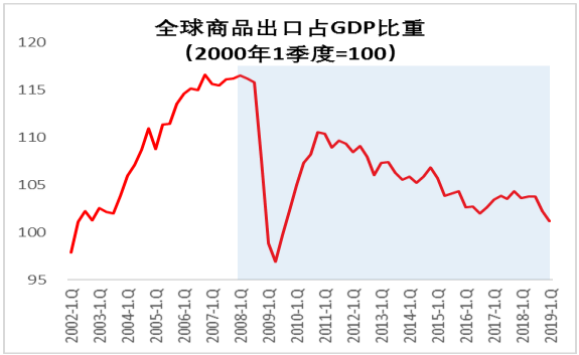


图 32 全球商品出口占 GDP 比重的变化[2]

[1] 数据来自 IMF2019 年 10 月的《世界经济展望》数据库。
[2] 数据来自 OECD 数据库。

2、主要发达经济体的供给约束强化

在危机后的复苏进程中，主要发达经济体的劳动生产率虽然恢复一定的增长，但是并未能从根本上扭转劳动生产率的下降趋势。OECD 国家 2000 年至 2007 年的平均劳动生产率增速为 1.5%，2011 年至 2019 年的平均劳动生产率增速只有 0.8%。加之人口老龄化和劳动参与率下降，潜在经济增速必然下降。在主要国家实际经济增速回落的同时，各国的产出缺口不断收窄。2019 年美国、德国、日本、英国和 OECD 整体的产出缺口分别是-0.11%、0.68%、2%、-0.08%和-0.48%。主要发达经济体的实际经济增速已经接近或超过测算的潜在增速。

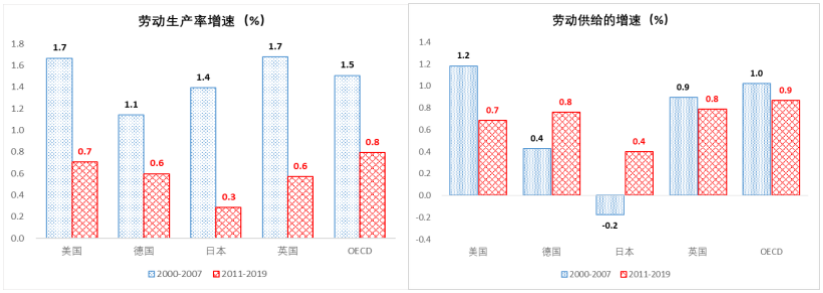


图 33 主要发达经济体的劳动生产率与劳动供给[1]

失业率与失业缺口的动态变化中也反映出类似的趋势。主要发达经济体的失业率持续下降，即便是 2019 年经济增速普遍下滑，各国的失业率依然是继续下降。美国的失业率降至 3.7%左右，创下了近 50 年的新低；欧元区、欧盟和 OECD 的失业率分别降至 7.6%、6.3%和 5.2%，都是过去几十年的最低点。美国、德国、英国和日本的失业缺口均已由负转正，劳动市场已经出现供给紧张的状况。用均衡失业率减实际失业率衡量的失业缺口，在主要发达国家都已经为正值。根据 OECD 的估计，2019 年美国、德国、日本和英国的失业缺口分别是 0.6%、0.95%、0.86%和 1.34%。

[1] 数据来自 OECD 数据库。

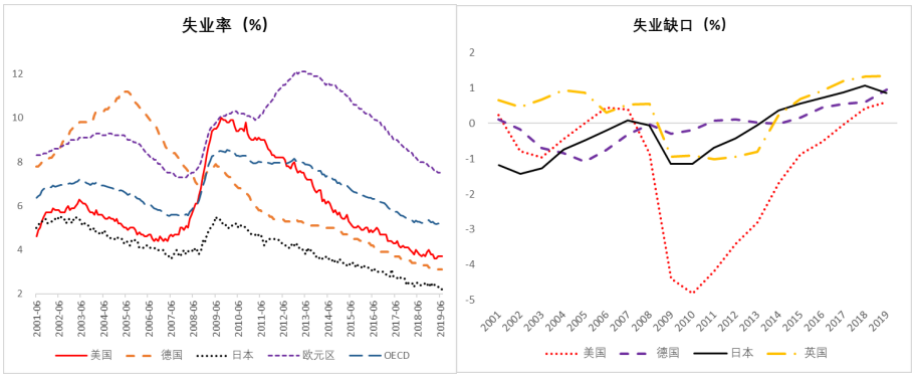


图 34 主要发达经济体的失业与失业缺口[1]

产出缺口和失业缺口的动态变化，意味着经济的实际增速已经接近甚至超过了潜在增速。在此背景下，未来经济走势将主要依赖于潜在增速的变化。与 2001 年后的情况形成鲜明对比。2001 年以后，随着 IT 技术革命的影响全面扩散，生产率和潜在经济增速不断提高。在扩张性宏观经济政策和有利的国际分工与贸易条件的共同推动下，经济的实际增速不断提高并且高于潜在增速。2008-09 国际金融危机以来，缺乏革命性技术突破导致生产率增速下降，人口结构变化导致潜在劳动供给的增速下降，生产率增速下降进一步制约资本形成速度的提高，这几个因素共同导致潜在经济增速的下降。国际分工体系的逆向调整和全球价值链的收缩，多边贸易体系的缺陷和国际贸易环境的恶化，强化了潜在经济增速对实际经济增速的制约。在此背景下，需求管理政策支撑的扩张周期已经到达尾声，供给约束将成为硬约束。

主要发达经济体增速下降和宏观经济政策空间缩小。货币和财政政策的效率越来越依赖于结构性调整政策的配合。扩张性宏观经济政策的空间缩小、边际效率下降，结构性调整政策的重要性凸显。在此背景下，各国政策之间的竞争性不断增强。一方面，通过扩张性货币和财政政策与贸易限制政策实现总需求的内向型扩张。另一方面，各种贸易和投资限制政策与国内结构调整政策相配合，竞争

[1] 数据来自 OECD 数据库。

前沿技术和前沿产业，重构国内价值链条，重构经济增长国际竞争优势的长期基础。

与此相适应，各国的政策实践逐步从以需求管理为中心的短期宏观经济政策转向以结构调整为中心的中长期政策，对内是调整产业结构和重塑经济增长基础，对外是国际分工和全球价值链的重构以及多边贸易与投资规则的重建。这将导致各国政策的内向性和竞争性显著提升，贸易和投资保护政策就会成为重要的策略选择之一。对内可以配合财税政策调整，为前沿和新兴产业的培育与发展提供激励和保护；对外可以引导国际资本流动方向的变化，重构全球生产价值链，博弈于国际贸易与投资规则的重建过程。

3、多维度利益竞争下政策摩擦趋于长期化和复杂化

随着供给因素成为制约未来宏观经济实际表现的关键因素，未来较长一段时期内最重要的任务是促进经济潜在增速的提高，其中的关键是提高生产率增速。生产率增长的源泉有两个，一是技术前沿的扩展即技术进步，二是给定技术水平下的产业结构调整。各国对这两者的关注最终都将表现为对高端制造业或先进制造业的竞争。技术和创新既是一国长期经济增长动力的最重要来源，也是国际竞争力和影响力的最重要来源。创新活动和技术进步不是凭空而来的，需要特定的产业载体，内生于特定产业的生产活动之中。从历史经验看，具有突破意义的创新活动和技术进步通常都是来自制造业，而且新技术在全社会的应用和扩散也依赖于制造业提供的设备和工具。而在缺乏突破性技术变革的情况下，培育和发展那些能够更有效利用现有技术前沿的先进制造业，同样也有助于促进生产率增速的提高。因此，无论是为了提高潜在经济增速，还是为了在动态变化的国际经济格局中提升自己的地位和影响力，各国都会越来越关注对前沿技术的竞争，并且

会越来越多地表现为对先进制造业的竞争。

就业目标的改变还会进一步强化主要发达经济之间的制造业竞争。面对失业率持续降低与中产阶级萎缩和收入分配差距扩大的矛盾，发达经济体关注的就业目标从就业数量转向就业质量。也就说，在经济接近甚至超过充分就业的情况下，政策层面关注的重点从“创造更多的就业岗位”转向“创造更多的高质量就业岗位”，即创造更多的具有更高稳定性和薪酬水平的就业岗位。这有助于更好地解决就业不稳定、收入差距扩大及其带来的社会和政治矛盾。而且，就业稳定性和薪酬水平的提高还有助于促进人力资本积累、创新活动和技术进步。数据显示，相对于服务业的就业，制造业特别是先进制造业的就业具有更高的稳定性和更高的薪酬水平。

以美国为例。制造业中全职和兼职就业数量对全职等价就业数量的比例明显高于服务业。。这意味着，制造业就业中的兼职情况少于服务业。也就是说，服务业虽然能够创造更多的就业，但是兼职就业相对较多。制造业的就业岗位具有相对较高的稳定性。在工资水平方面，制造业全职等价就业的人均工资高于服务业。2018 年，美国制造业全职等价就业的人均工资为 71281 美元，服务业中全职等价就业的人均工资为61847 美元。制造业的就业岗位能够提供更高的薪酬水平。由此可以看出，制造业在“创造更多的高质量就业岗位”方面具有优势。先进制造业不仅能够直接创造出更多的高稳定性和高薪酬水平的就业岗位，还能够对其他部门产生显著的就业乘数效应。已有研究表明，每 1 个技术密集的制造业就业岗位能为其他部门带来 4 个以上就业机会。

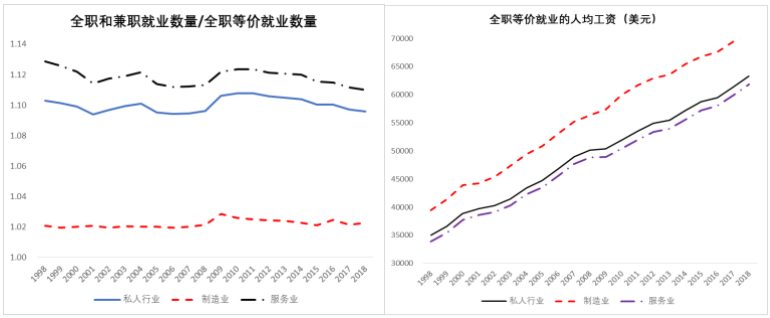


图 35 美国的就业与工资[1]

对于主要发达经济体，重振制造业并不是虚幻的口号，其意义不仅是服务于长期战略利益，也是服务于短期的经济、社会和政治需求。当然，这并不是要重建传统制造业的生产能力，而是培育和发展先进制造业。主要发达经济体以及大国围绕先进制造业展开的竞争，不可避免地会带来更多的政策摩擦和冲突。在美国的《先进制造业领先战略规划》中，“本土供应链”、“购买美国货”和“公平贸易”等政策都具有明显的内向性特征。先进制造业的培育和发展及其对其他部门外溢效应的发挥，都依赖于制造业供应链的延伸和扩展。为此，各国越来越重视国内制造业供应链的构建。现有国际分工体系和全球价值链的形成，在很大程度上是由主要发达经济体的去工业化进程所驱动的。那么，主要发达经济体发展先进制造业和构建国内制造业供应链的过程，必然会引发现有国际分工格局和全球价值链的重大调整。

随着技术进步速度的下降，全球化失去了最为重要的动力，全球化红利显著下降。特别是由于在源头缺乏具有突破意义的技术创新，全球产业链的延长和动态升级过程趋于停滞，新国家的进入和处于低端国家的升级努力，加剧了全球产业链的拥挤以及各国之间的竞争。由此带来全球化收益分配的竞争以及政策摩擦和冲突的增加。为了提升长期经济增长潜力以及长期中的国际竞争力和影响力，围绕技术前沿的激励竞争态势已经凸显，产业竞争特别是先进制造业竞争日趋激

[1] 数据来自美国商务部经济分析局网站。

化，国际分工格局和全球价值链的深度调整日益迫近。这是服务于长期战略利益的竞争，所带来的政策摩擦和冲突更具有长期性和复杂性。

无论是对短期全球化收益分配的关注，还是对长期战略利益的关注，各国的政策选择之间具有高度竞争性。政策的不协调、摩擦甚至冲突会成为一段时间内的常态，并且政策摩擦会越来越明显地超出单纯的贸易领域，并与贸易保护主义政策相互叠加。工业发展战略在各国越来越盛行，配合工业发展战略的政策日益多样化和复杂化，涉及越来越多的超越传统工业发展和结构转型的新目标，包括全球价值链整合和升级、发展知识经济以及为新工业革命进行竞争性定位等。

在投资政策方面，各国对外国投资立场变得更加严苛，对外国投资的限制和监管不断增加。2015 年以来，在各国新出台的投资政策中，限制外资或强化管制的政策措施不断增加。2018 年，各国新出台的投资措施中有 32.3%为限制性或强化监管的措施，这是 20 年来的最高数字。新的投资限制或管制主要是基于国家安全理由，涉及关键基础设施、战略性产业、核心技术、国防部门、敏感的商业资产或地产等。越来越多的国家政府使用国家安全理由拒绝跨国并购申请，2018 年涉及的交易额达到 1530 亿美元。

欧美发达经济体明显加强了对外国收购的审查和筛选机制，特别是对战略性资产和技术公司的收购。2018 年有 24 个国家强化了这种机制，其中主要是发达经济体，包括澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、芬兰、法国、德国、匈牙利、冰岛、意大利、日本、新西兰、挪威、波兰、韩国、英国和美国等。主要发达国家在三个方面强化了投资审查机制。首先，将更多的产业部门和投资活动纳入投资审查范围。其次，降低了投资审查的触发门槛。第三，扩展了受投资审查的外国投资的定义。并且国家安全的内涵被不断扩大，从国防和军事扩展到战略产业、

关键基础设施、前沿技术和产业等。

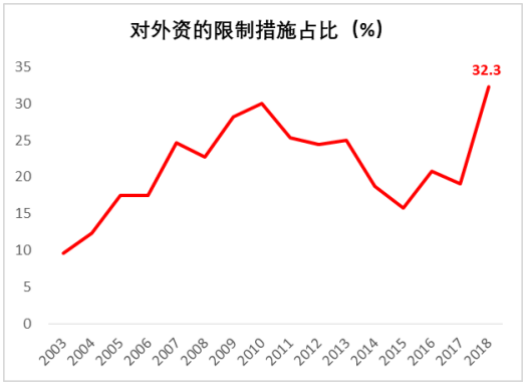


图 36 各国对外资的显著措施显著增多[1]

在贸易政策方面，对贸易的限制不断强化。2017 年 10 月至 2019 年 5 月，WTO 成员共出台 175 项新的贸易限制措施和 209 项新的贸易促进措施。但是从贸易覆盖范围来看，贸易限制措施大约覆盖了 9280 亿美元的贸易，贸易促进措施大约覆盖了 6940 亿美元的贸易。受限制措施影响的贸易规模达到了 2008 年以来的最高点。特别是进入 2019 年，虽然新的贸易限制措施的数量开始减少，但是单项限制措施的力度和影响范围显著扩大。2018 年 10 月至 2019 年 5 月，月均新出现 5 项贸易限制措施，这是 2012 年以来的最低点；但是贸易限制措施影响的贸易规模达到 3400 亿美元，这是 2008 年以来的第二高点；受新贸易限制措施影响的贸易规模比 2012 年以来的均值高 44%。2018 年 10 月至 2019 年 5 月，月均新推出 7 项贸易促进措施，这是 2012 年以来的最低值；受贸易促进措施影响的贸易规模大约 3982 亿美元，仅比 2012 年以来的均值高 3%。

现有的多边贸易投资体系对于各国短期经贸利益和政策选择的协调能力已经不足，对于各国的长期战略利益和政策选择的协调更加无能为力。现有以 WTO 为中心的多边贸易投资体系在诸多问题上未能形成可执行的新国际规则，这当中既有不平等、可持续发展、劳工标准、环保标准和国有企业等早已存在但是尚未

[1] 数据来自联合国贸发会议的《国际投资报告》。

纳入多边谈判的议题，也有数字经济、电子商务和金融科技等新出现的问题。这就使得新世纪以来的贸易-投资-服务关系面临“规则缺口”。在此背景下，越来越多的经济体选择“用脚投票”，从多边贸易体系转向区域和跨区域贸易投资协议，力图在地区层面上构建新的国际规则。在 WTO 的框架下，国际规则的制定和更新进程受阻，已有规则无法覆盖诸多新的国际经贸问题。争端解决机制的功能是确保规则的有效执行，在规则陈旧或缺失的情况下，其效力的丧失就是无法避免的。这凸显了改革多边贸易投资体系的重要性和紧迫性。

各国对未来多边贸易投资体系的要求存在显著差异，短期中各国达成协调一致的难度很大，国际规则之争及其带来的分合博弈将会持续很长一段时间。国际规则之争并不是虚幻的目标，它承载了现实的经贸利益和长期的战略利益考量。为了在国际经贸交往中获取充分的经济利益，争夺国际规则的主导权通常是最有效、最可持续的手段。短期中，国际规则影响一国现有的竞争优势能否充分发挥；在长期中，国际规则影响一国的竞争优势能否持续，以及能否培育出新的竞争优势。这些都是一国从国际经贸交往中获取利益的必要保障。规则的作用不仅是规范市场行为，更重要的是能够改变各国基于禀赋条件的比较优势，并对最终的利益分配格局产生深刻影响。各国所参与的国际竞争不仅是微观主体的市场竞争，还有政府在国际规则制定过程中的竞争。

国际规则之争将使贸易摩擦和冲突更加复杂化和长期化。一方面，处于新旧体系交替的过渡期，旧规则的效力显著下降，新规则尚未出现，单边主义和贸易保护主义行动缺乏来自多边体系的有效约束。另一方面，单边主义和保护主义政策甚至可以成为竞争国际规则主导权的手段和筹码。这在美国特朗普政府的行为中得到了充分体现。过去的两年中，我们既看到了特朗普政府各种破坏现有国际

规则体系的极端言行，也看到了新版美加墨自贸协定的达成、美韩自贸协定的升级、美欧自贸区倡议的提出以及美日自贸协定的初步进展。这些都体现了美国政府以退为进和以破促立的意图，力图借助主动挑起的贸易摩擦及其后续的争端解决过程来构建更加有利于自身的非中性国际规则。在这样的背景下，单边主义和保护主义带来的不仅是贸易伙伴国的报复与反制，还会在更多国家中产生示范和传染效应。

4、国际金融市场的波动性和风险上升

贸易紧张局势、贸易政策的无常变化以及各国货币政策调整，使得国际金融市场大幅波动。未来一段时间内，世界经济下行和各国货币政策宽松的态势不会改变，国际金融市场再次进入超低利率环境。但是，未来一段时间内的贸易政策和地缘政治不确定性依然很高，与超低利率环境结合在一起，使得国际金融市场的波动性和风险显著提升。2019 年以来的国际金融市场变化已经印证了贸易政策不确定性的冲击。不断升级的美国关税行动、贸易伙伴的报复行动、英国脱欧和地缘政治摩擦等不确定性反复冲击商业信心和金融市场情绪，国际金融市场大幅波动和风险显著提升。

特别是美国关税行动引发的中美贸易摩擦，对国际金融市场的冲击尤其明显。2019 年 5 月份，中美贸易紧张状况加剧，导致全球风险偏好迅速恶化，不仅推动中美股市场下跌，其他主要发达市场和新兴市场的股市也同步下跌。与此同时，公司债券息差显著上升。特别是美国的公司债券息差在 5 月份上涨了大约 100 个基点。6 月的 G20 峰会后，中美同意重启贸易谈判，贸易紧张局势暂时缓和，全球市场上的风险情绪有所好转。[1]市场情绪有所稳定，股票市场迅速回升，公司债

[1] 主要发达经济体货币政策姿态的变化也起到助推作用。美联储开始释放货币政策宽松的信号，其他主要发达经济体的央行也释放进一步政策宽松的信号。7 月 31 日，美联储将联邦基金利率下调 25 个基点至

券息差下降。8 月 1 日，美国再次威胁对中国产品加征关税。特朗普发表推特称，将于 9 月 1 日起对 3000 亿美元中国输美产品加征 10%关税；8 月 24 日，特朗普进一步宣称要将2500 亿美元中国输美产品的加征税率从25%上调至30%，将3000 亿美元中国输美产品的加征税率从 10%上调至 15%。与贸易紧张局势加剧相伴随的是股市下跌和公司债券息差扩大。9 月初中美同意恢复贸易谈判，公布加征关税商品的排除清单，推迟实施原定关税行动，贸易紧张局势得以暂时缓和，推动股市上升和公司债券息差缩小。[1]



图 37 政策不确定性与金融市场波动性[2]

面对经济活动放缓、通胀下降和金融市场波动加剧的状态，各国央行纷纷采取降息政策。2019 年 9 月 19 日，美联储将联邦基金利率下调 25 个基点，并放出进一步降息和扩表的信号；9 月 12 日，欧洲央行将存款利率下调 10 个基点，并且重启资产购买计划。在全球范围内，自 2019 年年初以来，印度、新西兰、澳大利亚、俄罗斯、南非、乌克兰、埃及、马来西亚、菲律宾、印尼、韩国和土耳

2.00%-2.25%。

[1] 另一个积极因素是美联储在 9 月 19 日再次将联邦基金利率下调 25 个基点至 1.75%-2.00%。

[2] 数据来自 BIS。

其等 20 家央行纷纷下调利率。根据 BIS 的统计，在主要新兴市场经济体中有 72%左右采取了降息政策，平均降息幅度达到 12.5%。这导致全球金融市场条件处于极为宽松的状态。



图 38 全球金融市场条件大幅放松[1]

美联储的降息政策对于维持美国的家庭消费和政府支出却有直接的帮助。2019 年 2 季度，美国居民收入的增长主要来自资产收入，而工资收入实际上是下降的。目前，金融资产在美国家庭资产中的占比达到 70%左右。因此，美国家庭消费增长态势严重依赖于金融资产价格的上升。在当前形势下，从美联储降息政策中受益最大的将会是资本市场。资本市场的繁荣带动金融资产价格的进一步扩张，从而支撑美国家庭消费的进一步扩张。特朗普政府的减税政策使得美国财政状况进一步恶化，政府支出的增长依赖于政府债务融资。美联储的降息政策以及缩表进程的放缓甚至是停止，及其带来的美国整体金融市场的扩张，有利于降低美国政府的融资成本，改善美国政府的融资条件。这为维持美国政府支出的增长提供了支撑性条件。

但是，货币政策操作并不能有效缓解美国企业面临外需冲击、全球价值链冲击以及政策不确定性，因此对美国企业的投资和生产行为的直接刺激作用比较有限。在出口方面，美联储降息能否通过推动美元汇率指数下降来促进美国出口增

[1] 数据来自 BIS。

长？这存在很大的不确定性。从历史经验来看，美联储的降息政策只能在短期中对美元汇率指数产生影响。在中长期，美元汇率指数主要依赖于美国的整体经济表现。虽然美国经济呈现放缓的迹象，但是整体表现依然明显强于其他主要经济体。在这种情况下，降息政策只能缓解美元汇率指数的上升速度，并不能从根本扭转这一趋势。从实际情况看，7 月份以来美联储的两次降息政策并没有改变美元对主要货币汇率指数缓慢上升的趋势。在各国普遍降息的背景下，美国经济相对较好的表现为美元汇率指数缓慢上升奠定了坚实基础。加之，导致美国出口下降的主要原因并不是汇率和价格因素。所以，降息政策对于美元汇率指数和美国出口并不能产生明显的持久性影响。总之，如果没有其他政策的配合，单纯的降息政策难以扭转美国出口和投资的颓势。

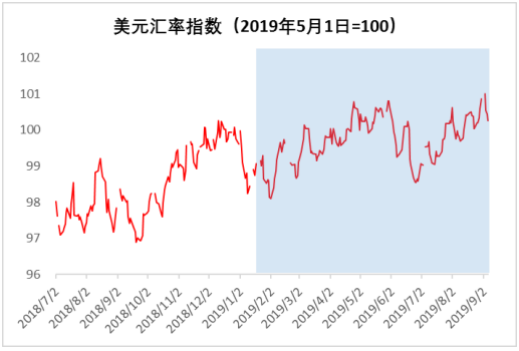


图 39 美元汇率指数的变化[1]

从全球层面看，需要权衡美联储降息政策的两方面影响。一方面，基于美元的主导性国际货币地位，美国的金融条件、市场波动性和美元汇率变化对全球金融条件具有重要影响。美联储降息能够推动金融市场条件进一步放松和市场波动性下降，这有助于改善全球金融市场条件，推动新兴市场和发展中经济体的跨境资本流入的增长。美联储降息能在一定程度缓解美元汇率指数的上升压力，对于新兴市场和发展中经济体维持汇率稳定和金融稳定，以及增加货币政策操作空间，

[1] 数据来自 BIS。

都有积极作用。另一方面，美联储降息行动将进一步助长全球降息浪潮，一个真正意义上的全球性低利率环境再次出现。在全球经济面临多重结构性和制度问题的情况下，低利率环境下的风险追逐行为将会再次强化。由此带来的风险是全球性的资产价格泡沫和“脱实向虚”行为，新兴市场和发展中经济在此过程中可能出现债务过度增加和金融脆弱性迅速积累的问题。

主要经济体货币政策普遍扩张，加之贸易紧张状况的持续，导致市场风险厌恶情绪上升和避险行为增加，投资者纷纷转向安全资产。美日欧等主要发达经济的长期国债收益率显著下降。2019 年 5 月至 9 月，美国 10 年期国债收益率下降 76 个基点，日本 10 年期国债收益率下降 16 个基点，德国 10 年期国债收益率下降 58 个基点，英国 10 年期国债收益率下降 55 个基点。长期收益率的下降导致长期国债与短期国债的收益率差显著缩小，美国、德国、英国和法国等都出现了收益率曲线倒挂的现象。特别是美国，2019 年 5 月以来 10 年期和 3 月期国债收益率差一直为负。

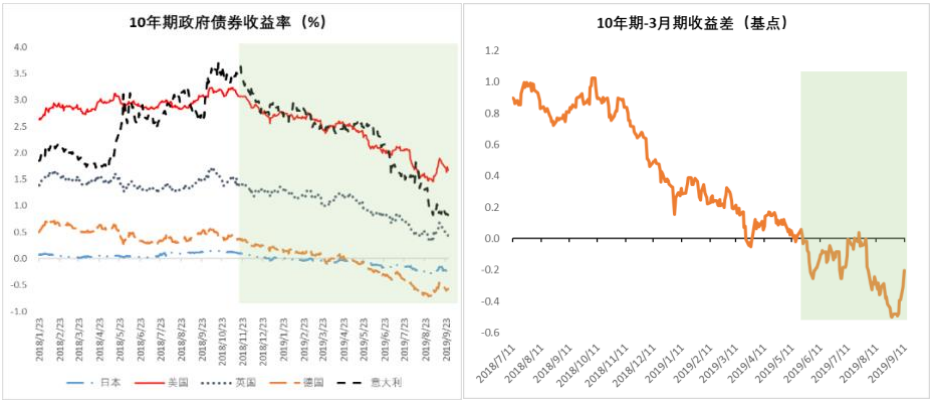


图 40 长期安全资产收益率显著降低[1]

收益率倒挂被市场解读为未来经济衰退风险的加大。从历史经验看，1973 年以来美国在每次经济衰退前都出现了国债收益率曲线倒挂的现象，只要在经济扩张期出现 10 年期国债收益率低于 3 月期国债收益率的情况，随后两年中肯定出

[1] 数据来自 IMF2019 年 10 月的《全球金融稳定报告》。

现经济衰退。其背后的逻辑很简单，如果市场参与者预期未来要出现经济衰退，也就会预期未来货币政策扩张和未来短期利率下降。当前长期利率取决于期限溢价和预期的未来短期利率。如果预期的未来短期利率足够低，当前的长期利率就会降至短期利率以下，从而出现收益率曲线倒挂。

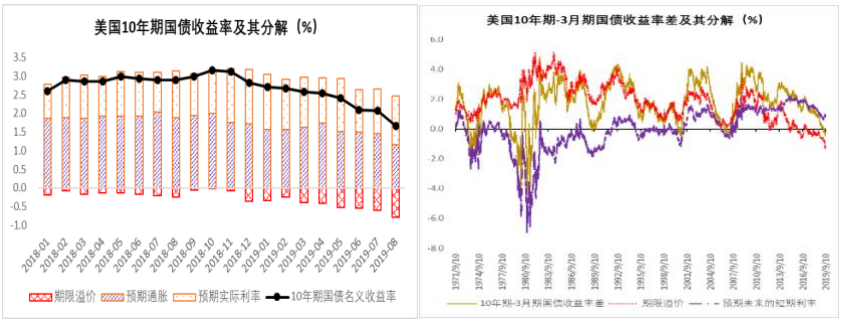
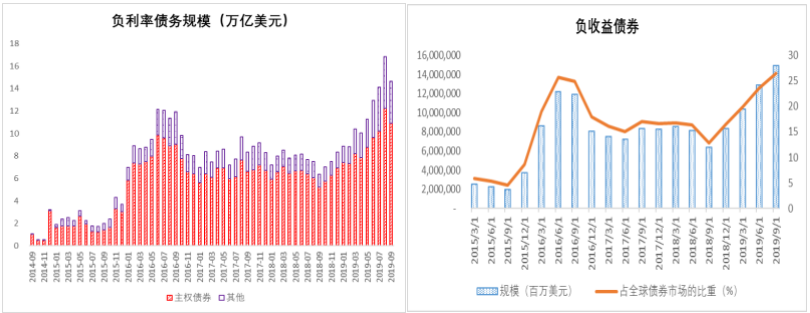


图 41 美国长期国债收益率[1]

但是在历史经验中，美国 10 年期国债收益率下降以及 10 年期-3 月期国债收益率差的下降，通常都是预期短期利率下降的结果，或者是预期短期利率和期限溢价同步下降的结果。而 2019 年出现的长期国债收益率下降、10 年期-3 月期国债收益率差的下降以及 10 年期国债收益率的倒挂，却主要是期限溢价大幅下降的结果，预期未来短期利率的下降幅度并不大。美国国债市场期限溢价的下降并不是新现象，在 2008-09 金融危机的冲击下，金融市场参与者的投资行为发生调整，特别是中央银行、外汇管理机构、主权财富基金、养老基金和保险基金等长期投资者对长期安全资产的需求上升，美国国债市场期限溢价就开始从高点回落。这一趋势一直延续至今。



[1] 数据来自 BIS。

图 42 负收益债券规模迅速增加[1]

加之包括美国在内的主要发达经济体的货币政策都走向宽松，当前的短期利率已经开始下降。这就更使得当前出现的长期收益率下降和国债收益率曲线倒挂现象具有不同于以往的含义。随着利率的下降，主要发达经济体中负利率债务开始上升，特别是日本和欧元区的负利率主权债务迅速增加。2019 年 8 月底，负利率债券规模达到 17 万亿美元，较 2018 年 8 月增长了 125%。其中，大约 50%的负利率债务是欧元债务，大约 40%是日元债务。在面对短期经济下行风险和长期结构调整矛盾的情况下，不断升级的美国关税行动、贸易伙伴的报复行动、英国脱欧和地缘政治摩擦等不确定性反复冲击金融市场情绪，导致金融市场上的避险情绪急剧上升，对长期安全资产的需求迅速增加。

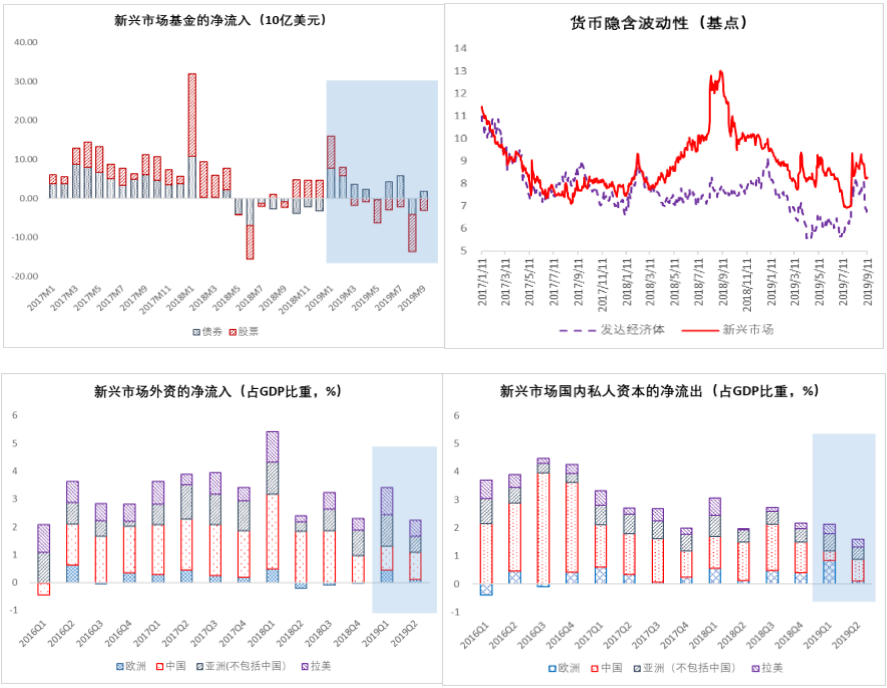


图 43 新兴市场的跨境资金流动[2]

对长期安全资产的需求上升，必然导致新兴市场跨境资金净流入减少。2019 年以来，新兴市场基金的净流入规模不断下降，特别是新兴市场股票基金从净流

[1] 数据来自 IMF2019 年 10 月的《全球金融稳定报告》。
[2] 数据来自 IMF2019 年 10 月的《世界经济展望》。

入转变为净流出。在新兴市场跨境资本流动方面，外国人对新兴市场资本的净购买规模，也就是新兴市场外国资本的净流入规模，只有中国相对稳定，其他新兴市场都呈现不断下降的趋势；新兴市场国内非储备资本的净流出也呈现整体下降的趋势，其中，中国非储备资本净流出规模上升，其他新兴市场的非储备资本净流出规模大幅下降。总体而言，新兴市场跨境资本呈现双向流动规模下降的趋势。在此背景下，新兴市场的货币波动性从 2018 年下半年的高位逐渐下降，但是依然明显高于发达市场货币。随着国际投资者对新兴市场资产偏好的下降，新兴市场货币对美元大幅贬值。2019 年 5 月至 8 月，新兴市场货币对美元累计贬值达到 4%左右。

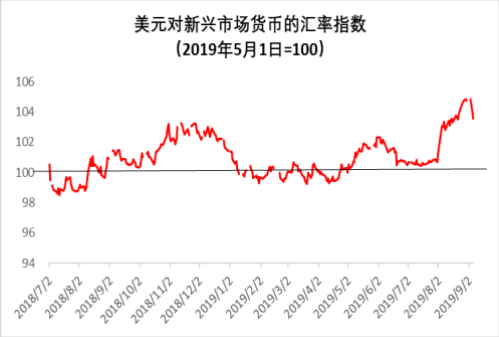


图 44 新兴市场货币的贬值趋势[1]

过去一段时间中，面对经济下行的风险和政策不确定性的上升，国际金融市场上投资者风险偏好下降并转向追逐安全资产。但是随着超低利率环境的到来，这种状况可能难以持续。根据 IMF 等机构的研究，利率的普遍下降和长期安全资产收益率的迅速下降，特别是负利率资产规模的膨胀，已经对众多机构投资者的资产负债表形成巨大压力。在这样的压力之下，投资者特别是机构投资者的行为模式很可能会发生逆转，出现风险偏好上升和追逐高收益资产的行为。一旦出现这样的变化，新兴市场的外资流入将会迅速上升，助长资产价格泡沫和外债的

[1] 数据来自 BIS。

进一步积累，整体金融脆弱性和风险将会加大。超低的利率环境、全球经济的整体性低迷、主要经济体贸易政策行为的不确定性以及其他风险和不确定性的交织，可能带来的结果是投资者风险偏好在上升和下降之间的频繁变化，以及资产偏好在安全资产和高收益资产之间的频繁变化。这种状况会导致整个国际金融市场特别是新兴市场的波动性和风险将急剧增加。

5、美国对外贸易政策趋于保守化和极端化的风险

贸易逆差给美国带来了巨大的好处，不仅协调了宏观经济增长与稳定之间的矛盾，而且使得生产能力和福利水平摆脱了国内资源的约束。贸易逆差的维系及其好处的实现都依赖于美元的国际地位。基于美元作为主导性国际货币的地位，美国不仅能够顺利解决贸易赤字的国际融资问题，而且无需承担后续的债务利息负担和偿还责任，其对外债务可以长期持续。这就是美元作为主导性国际货币给美国带来的“过度特权”。利用贸易赤字和美元国际地位，美国能够影响和控制全球资源流动和配置，从中实现美国的经济利益和政治利益。维持美元作为主导性国际货币的地位是美国的长期战略利益所在。为了维持美国的竞争力和控制力，需要改变近年来已经出现的不利于美国的国际竞争态势。这需要在政策层面推动全球经贸和投资规则的重构，改变国际分工格局和全球生产价值链，帮助美国资本突破其他国家的边境壁垒和边境内壁垒。

单边主义和贸易保护主义越来越频繁地被用作实现自身利益的手段。单边主义和贸易保护主义手段不仅是美国在双边关系中迫使贸易伙伴让步的策略，还会成为美国政府在复杂的多边关系中促成利益结盟的策略。在基于规则的多边贸易体系之下，非歧视和互惠等原则能够约束美国对其权力的使用。为了构建更加有利于自身的国际经贸规则，美国越来越倾向于在双边范围内展开谈判。摆脱既定

规则约束的双边谈判，有助于更充分地美国的实力优势。这一转变被称为“从基于规则的谈判转向基于实力的谈判”。美国是全球最大的净需求国，在多个国家共同竞争美国市场的情况下，利用贸易保护主义措施及其可能带来的贸易转移效应，不仅能够迫使贸易伙伴与其重新谈判市场准入条件和经贸规则，而且能够积累谈判筹码和力量，为随后的谈判过程争取主动权，最终达成更有利于美国的协议。在这样的策略之下，美国不是用自身的开放进程去交换贸易伙伴的开放进程，而是用“不实施额外的进口限制措施”去交换贸易伙伴在市场准入条件和经贸规则上的让步。在零和博弈的思维模式下，在美国利益优先的政策导向下，美国政府的这种策略性行为将会越来越盛行。在复杂的多边利益关系中，美国还可以利用这样的策略来协调其他国家在全球性议题上的立场和政策，最终达成更有利于美国自身利益的协议或规则。

为了主导现有的国际分工利益分配格局以及未来的国际竞争态势和利益分配，美国政府的政策手段不会局限在传统经贸领域，会越来越频繁地使用各种极端的非经贸政策手段。因此，存在贸易紧张局势进一步加剧的风险，特别是非常规限制措施增多的风险。以中美过去 1 年多的博弈过程为例。迄今为止的关税行动似乎未能达到特朗普政府的目标。无论是美国整体经济状况、贸易收支状况还是制造业就业等，都没有体现出关税行动的积极影响。针对 2018 年美国所实施的各种特别关税以及中国的反制关税，现有实证研究的基本结论是：1）中美两国平均关税水平的相对差异并没有改变，但是两国的绝对关税水平都大幅提高；2）美国的整体贸易失衡以及对华的双边贸易失衡并没有明显改变，但是贸易转移效应已经明显发生；3）美国关税上升造成的成本几乎全部由美国进口商和消费者承担；4）美国关税上升导致进口种类减少、国内竞争下降、居民实际收入

下降和福利减少。总之，2018 年的特别关税政策已经给美国带来了非常显著的负面影响和成本。

在这情况下，存在非常规性限制措施增多的风险。具体来说，就是从常规经贸手段特别是目前的关税行动转向技术限制、投资限制、金融限制和人员限制等非常规手段。2019 年 5 月，美国利用国家安全理由，将华为及其 68 家关联公司列入出口管制的“实体清单”。2019 年 8 月 6 日，美国在中国明显不符合其自身所规定的标准的情况下，以一种典型的“莫须有”的理由将中国列为“汇率操纵国”。2019 年 10 月 7 日，美国商务部工业和安全局将 28 家中国地方政府机构和中国企业列入出口管制的“实体清单”，其中既包括新疆生产建设兵团公安局、新疆维吾尔自治区公安厅及其 18 家下属机构等政府机构，也包括大华科技、海康威视、科大讯飞、旷视科技、商汤科技、美亚柏科、依图科技和颐信科技等 8 家科技企业。再往前追溯，事实上，自特朗普上台以来，美国政府利用知识产品和国家安全等各种理由，已经对多家中国机构和实体进行限制和封锁，这里面既有高校、科研院所和国有企业，还有很多民营科技企业。[1]

在此之前，美国已经完成了相关立法准和工具准备。2018 年 8 月特朗普签署了《外国投资风险审查现代化法案》，完成了对美国外国投资委员会（CFIUS）的立法改革。新法案在全面扩大 CFIUS 的管辖范围和权力地位的同时，对“国家安全”、“关键技术”和“关键基础设施”等核心概念缺乏明晰的界定，这就为 CFIUS 留下了极大的自由裁量空间。同时，美国开始加强对原有出口管制清单以外的新兴技术和基础技术的管控。2018 年 7 月，美国国会通过了《出口管制改革法案》。

[1] 包括：华为、中科曙光、天津海光、成都海光、江南计算技术研究说、大疆、海康威视、大华、商汤科技、旷视科技、依图、科大讯飞、中国中车、北京航空航天大学、电子科技大学、国防科技大学、四川大学、西北工业大学、国家超级计算广州中心、国家超级计算天津中心、国家超级计算长沙中心、中国空气动力研究与发展中心、中国航天科工集团公司及旗下研究所、中国航天科技集团有限公司及旗下研究所、中国电子科技集团公司及旗下研究所、中国航空工业集团、福建晋华集成电路有限公司。

根据该法案，新兴和基础技术是对美国国家安全至关重要的技术，相关出口需要预先获得商务部的批准。根据授权，美国商务部在 2018 年 11 月发布了关于特定新兴技术管制评估的规则草案，列出了 14 类共 47 项新兴技术。美国商务部还将发布用于“基础技术管制”的清单，以确定可能对美国国家安全至关重要的基础技术。CFIUS 和出口管制都是美国国家安全治理的工具，在经济安全即为国家安全的政策理念下，这些工具将会被美国频繁地用于对外经贸摩擦。

四、基本结论和建议

2019 年前三季度，面临内部结构调整和矛盾释放、外部世界经济和贸易下行、国际贸易环境不确定性提升以及中美经贸摩擦增加等不利因素，我国经济较为平稳的增长，主要宏观经济指标保持在合理区间。1、在整体经济实现平稳增长的同时，产业结构延续着不断优化的趋势，就业形势基本稳定。2、净外需增长有效地缓解了内需下行压力，内需结构延续过去的升级趋势。3、消费价格指数重回“3 时代”，但全面的通胀压力并不存在。4、全球贸易的整体低迷凸显了我国对外贸易总体平稳和稳中体质的良好发展态势。5、产品和服务贸易顺差迅速扩大，国际储备稳中有升，整体国际收支状况良好。6、企业景气出现改善迹象，显示出我国经济出现了较为明显的边际改善。

我国经济的下行压力并没有消失，更值得关注的是宏观经济下行期中出现了的诸多结构分化迹象。1、制造业和服务业的分化加剧，制造业和服务业内部的结构升级趋势放缓。2、总需求增长对净外需的依赖性重新上升。3、消费新增长点和新动能的增速出现更大幅度的下滑。4、在对外贸易中，高新技术产品和机电产品的对外贸易增速的下降幅度更大。5、在进出口总额增速下降甚至负增长的情况下贸易顺差反而扩大，再次出现了所谓的“衰退型顺差扩张”现象。6、

在我国就业形势总体稳定的状态下，局部地区和局部行业的就业风险加大。

世界经济不仅面临短期周期调整问题，还面临长期结构性调整，各种问题和风险将会集中爆发。1、全球经济整体形势趋于恶化，主要经济体经济增速同步下行，国际贸易增速大幅下降。2、主要发达经济体的供给约束强化，各国的政策实践逐步从以需求管理为中心的短期宏观经济政策转向以结构调整为中心的中长期政策。3、多维度利益竞争下政策摩擦趋于长期化和复杂化。4、随着超低利率环境的到来，贸易紧张局势、贸易政策的无常变化与世界经济整体低迷结合在一起，导致投资者风险偏好在上升和下降之间的频繁变化，以及资产偏好在安全资产和高收益资产之间的频繁变化，国际金融市场的波动性和风险被显著放大。5、美国对外贸易政策趋于保守化和极端化的风险。零和博弈思维与美国利益优先的政策结合在一起，美国政府的单边主义和保护主义策略会越来越盛行。为了更有效地达成其目的，美国会倾向于更加频繁地使用技术限制、投资限制、金融限制和人员限制等非常规手段。

面对宏观经济下行压力、内部结构分化和外部风险增加，我国需要做出积极的应对。1、加大逆周期宏观经济政策的调节力度，通过货币政策降息来应对国际范围内已经出现的宽松货币政策竞争，为财政政策的进一步扩张创造有利的利率环境，在货币政策、财政政策、结构调整政策以及进一步深化改革和扩大开放的政策之间形成合力。在更为宽松的利率环境下，通过财政政策和结构调整政策来引导和培育以改善民生为导向的有效投资和需求，在国内需求增长、投资增长和有效供给增加之间形成不断强化的良性互动。2、在世界经济和国际贸易整体低迷的背景下，利用我国大市场的优势和吸引力，深化与日本、东盟、欧盟、俄罗斯以及“一带一路”共建国家的高水平经贸合作。积极开展双边、区域和次多边层

面的合作和政策协调，为我国应对外部贸易摩擦创造有利条件。3、积极参与和有效推进基于规则的国际贸易投资体系的完善和发展，在 WTO 框架下采取更加灵活和务实的谈判策略，推动多边贸易和投资体系的发展与完善，从根本上推动国际贸易环境的改善。在竞争政策、知识产权保护、政府补贴、政府采购、投资政策、数字化、金融科技和包容性增长等方面提出务实的“中国方案”。