

防控内外风险的叠加 促进宏观经济平稳运行

——中国宏观经济论坛月度报告（2018 年 7 月）¹

摘要

2018 年上半年我国宏观经济运行平稳，物价水平稳定，就业形势整体向好。宏观经济在诸多方面呈现积极变化。首先，产业结构持续优化。服务业对经济增长和就业创造的支撑作用进一步强化，高技术制造业和装备制造业占制造业的比重进一步提升，专业和商业服务业、信息传输、软件和信息技术服务业在服务业中的占比不断提高。其次，总需求结构不断完善。最终消费在 GDP 增长中的地位进一步提升，总需求力量更趋合理和稳定。居民消费升级态势得以延续，消费增长的新动力继续增强。固定资产投资达到内生力量逐步增强，对政策性力量的以来有所降低。第三，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。第四，在微观层面，企业收入和利润保持较高增速，生产成本逐步降低。

在我国宏观经济总体平稳增长，并呈现多方面积极变化的同时，诸多矛盾和隐忧也不断显现。首先，居民实际收入和消费支出的增速下滑，城镇居民的消费支出增速向下偏离收入增速的缺口扩大。其次，固定投资的增速下滑明显，市场内生力量还难以完全弥补政策性因素退出后的缺口。第三，工业企业绩效改善幅度放缓，工业企业亏损面扩大，小企业和民营企业的融资成本上升过快。第四，旅行和运输等服务贸易逆差的迅速扩大，意味着消费升级过程中不断增长的新兴消费力量未能有效地拉动国内供给扩张。

这些矛盾和隐忧应该说是我国经济调整和变革时期的正常表现，也是我国宏观经济调整、增长模式转化、深化改革和扩大开放的对象和目标所在。在这样的背景下，更需要关注的是外部风险及其可能与内部风险的叠加。首先是主要发达经济体增速下降和宏观经济政策空间缩小。随着主要发达经济体的产出缺口有负转正，经济增速普遍下滑，宏观经济政策空间显著缩小，并有可能全面转向。其次，新兴经济体的金融风险加大。随着美元的升值、美国长期利率的上升、美国金融条件趋紧和市场波动性加大，新兴市场融资条件趋于紧张。一旦主要发达经济体货币政策超预期紧缩，以及由此带来全球流动性环境的超预期紧缩，债务问题、资本流动、资产价格以及汇率调整叠加在一起，可能引发新兴经济体较为严重的金融动荡。第三，中美贸易冲突存在进一步激化的风险。在长期利益的视角下，美国需要适度控制贸易逆差规模、分散贸易逆差来源、维持良性债务国地位和实现本国要素全球收益最大化，为此需要推动国际经贸关系和经贸规则的重构。由此我们认为，特朗普政府在未来的中美经贸博弈中有可能采取更加极端的政策行为，包括：联合欧盟和日本等众多发达经济体共同对我国施压；施压手段可能转向货币、汇率和金融领域；对我国采取更大力度的技术封锁政策。

对于我国来说，外部贸易环境可能会显著恶化，美欧之间在对华政策取向就可能趋同。主要发达经济体在内部面临收入差距扩大和低收入群体实际收入下降，在外部面临多边贸易体系失效和进展停滞，以及美国特朗普政府全面出击的贸易保护主义做法。在此背景下的经

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。

济增速下滑和宏观经济政策空间缩小，可能会成为引发贸易保护主义全面抬头的直接诱因。未来较长一段时期内，发达经济体最重要的任务是促进经济潜在增速的提高。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。在此背景下，贸易保护主义政策就会成为重要的策略选择之一，不仅可以配合国内的结构调整，还有助于引导国际资本流动和重构全球生产价值链，以及博弈于国际贸易与投资规则的重建过程。

我国与不同地区的双边贸易关系可以界定为如下的序贯联系：东亚及其他地区→中国→欧美。在这样的序贯联系中，不同地区在我国对外贸易关系中的替代性可能也不如我们想象的那么高。因此，特定地区的需求或供给冲击会对我国经济产生较为持久的影响。进一步的问题是，这种影响有多大？虽然我国整体贸易失衡已经显著降低，但是考虑到我国经济运行在投入和我产出两个方向上的对外依赖性，以及国内不同产业的投入-产出联系，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。

在金融层面，外部金融风险并可能与国内金融失衡问题形成叠加。国内的去杠杆、金融整顿、加强金融监管和深化金融体制改革，在国内企业和家庭部门负债率处于高位的情况下，本身就容易引发资产价格的过快下跌和金融风险的集中爆发。我国跨境资本流动和国际投资头寸的结构特点，会引发国外金融风险的传导以及内外金融风险的叠加。我国家庭和企业部门资产负债表的币种结构失衡状况有所加剧，对汇率波动以及国内外利差变化的脆弱性提高。虽然我国拥有大规模的对外净资产，但是净投资收益却是负的。我国拥有净债权国之名，却未获得净债权国的收益。金融稳定性缺乏必要的收益支撑。大量跨境资本流动出现在误差遗漏项下，在国际金融市场出现异常变化时，或者国内金融压力加大时，监管部门很难有效地阻隔金融动荡和风险的跨境传导。

对此，我们提出如下的建议。1、通过加快推进供给侧结构性改革，强化民间投资增长与家庭消费需求增长的良性互动。2、抓住世界经济增长态势尚未逆转的窗口期，利用多边利益关系分化带来的利益结盟机会，深化与日本、东盟、欧盟以及俄罗斯等的经贸合作。3、加快推进和落实既定的深化开放战略，推动国内市场的扩大和升级，提高国外企业对我国市场的依赖性，以应对外部贸易保护主义压力和抵制欧美等经济体之间可能的结盟。4、针对特朗普政府的极限施压，必须兼顾国际市场的供给状况以及国内生产和消费投入需求状况，为调整反制措施留下适当的余地，以降低反制措施可能对国内生产和生活的负面影响，提高反制措施的可信度。5、采取更加灵活的汇率形成计值和偏紧的跨境资本流动管理，防范国外金融风险的传导及内外金融风险的叠加。还需要解决大量跨境资本流动处于监管视野之外的问题，提高跨境资本流动的监控效率。6、在提高外资准入和投资便利化的同时，要兼顾国际发展态势和国内自贸区的试点经验，完善国内规则和法律，提高法律审查的效率。同时，及时梳理和评估我国贸易与投资壁垒的动态变化，构建量化指标和测度。

一、2018 年上半年我国宏观经济运行平稳

1、实际 GDP 平稳增长，就业形势向好

2018 年上半年，我国宏观经济延续了 2016 年以来的企稳趋势，稳定地维持在 6.7%-6.9% 的中高速区间。2018 年 2 季度 GDP 实际同比增长 6.7%，与去年 2 季度持平；1-2 季度实际 GDP 累计增长 6.8%，较去年同期提高 0.1 个百分点。上半年的 GDP 累计增速超过全年政府预定目标 0.3 个百分点。分产业看，第一产业同比增长 3.2%，第二产业增长 6.1%；第三产业增长 7.6%。在全球主要经济体的对比中，我国的实际经济增速仅次于印度。

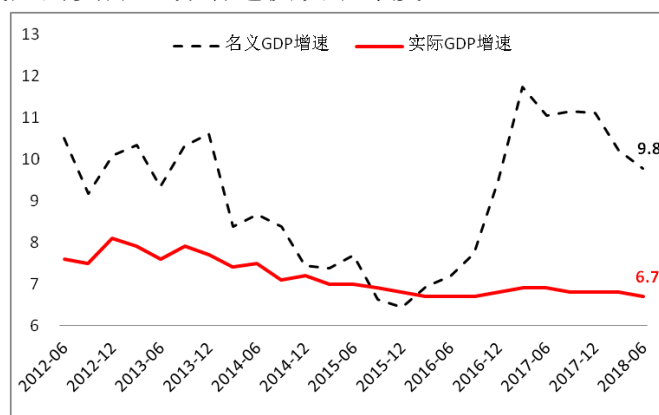


图 1 我国 GDP 当季同比增速 (%)

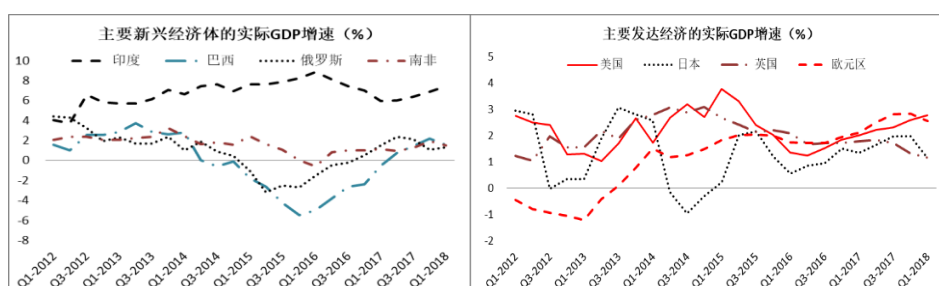


图 2 全球主要经济体的实际 GDP 增速

2018 年上半年 GDP 平减指数为 3%，较 2017 年上半年下降 1.2 个百分点。分产业看，第二产业平减指数最高，为 4.2%，较去年同期下降 2.4%；第三产业的平减指数为 2.8%，较去年同期下降 0.5 个百分点；第一产业的平减指数虽然依然为负，但延续了 2017 年以来的上升趋势，较去年同期上升了 1.2 个百分点。GDP 平减指数的回落主要是由生产领域价格水平的回落所致，走势符合预期。

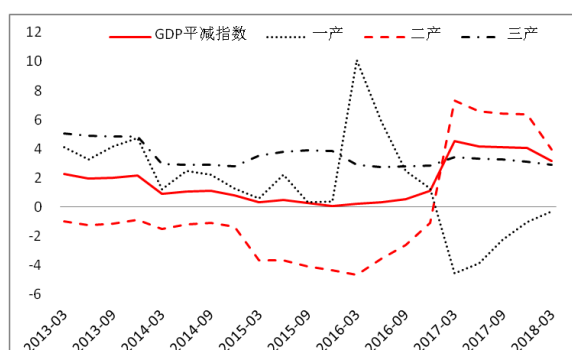


图3 GDP平减指数(%)：整体及分产业

就业市场保持稳定，失业率不断降低。6月份，城镇登记失业率4.8%，与5月份持平，同比下降0.1个百分点；31个大城市城镇调查失业率为4.7%，与上月持平，比去年6月下降0.2个百分点。1-5月，城镇累计新增就业人数613万，失业人员再就业230万。前5个月就完成了全年城镇新增就业人口1100万的一半以上。

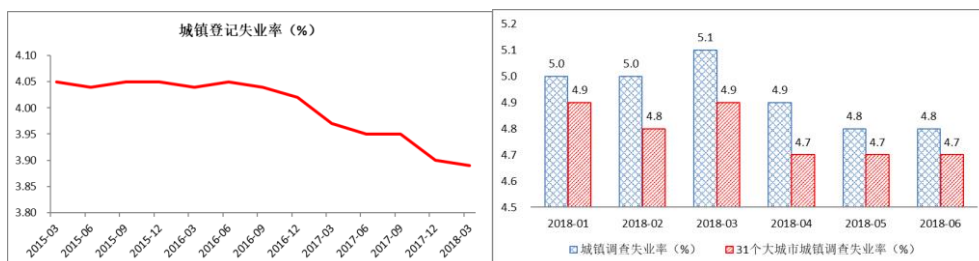


图4 失业率继续走低

2、产业结构持续优化

在三次产业中，第三产业继续保持最高增速，对GDP增长的支撑作用进一步强化。三次产业对于上半年的GDP增长的贡献率分别为2.7%、36.4%和60.9%，分别拉动GDP增长0.2、2.5和4.1个百分点。沿着第二产业比重下降和第三产业比重上升的方向，产业结构调整对我国经济增长的积极作用不断显露。第三产业的增长路径相对平稳、波动性较小，这对于稳定我国GDP增速有积极作用。第三产业具有更强的就业创造效应，这有助于推动我国劳动市场的持续向好。

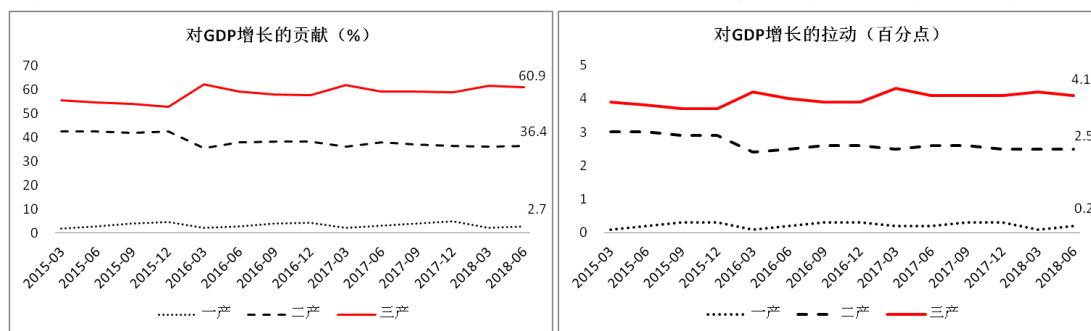


图5 服务业在经济增长中的地位持续提升

制造业内部结构不断优化。2018年1-2季度，工业增加值累计增长6.7%**，较去年同期回落0.2个百分点。分门类来看，采矿业增加值增速由去年同期的-1.0%上升至1.6%，增速上升幅度达到2.6个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增速由去年同期的8.1%上升至10.5%，增速上升幅度达到2.4个百分点；制造业增加值增速由去年同期的7.4%下降至6.9%，增速下滑了0.5个百分点。虽然制造业整体增速有所下降，但是从制造业内部结构看，医药、设备、汽车、电器机械、计算机和通信设备等的增速均明显超过了制造业整体增速。高技术产业和装备制造业增加值同比分别增长11.6%和9.2%，分别快于规模以上工业4.9和2.5个百分点。

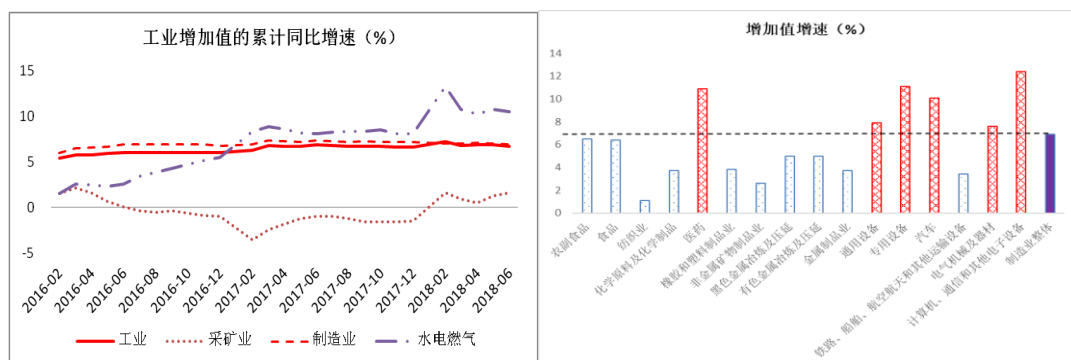


图6 制造业内部结构不断优化

在工业部门增加值持续增长的同时，工业企业利润也保持了较快的增长。1-5月，工业企业主营业务收入累计同比增长10.2%，利润总额累计同比增长16.5%。但是需要关注工业企业经济绩效的普遍下滑。工业企业主营业务收入和利润总额增速比去年同期分别回落了3.3个百分点和6.2个百分点。分企业规模看，大中小型企业利润增速均下滑，大中型企业尤其明显，利润增速同比回落9.6个百分点。分注册类型看，央企利润总额增速较去年同期提高了6.1个百分点；其它类型工业企业的利润总额增速基本都出现下滑，地方国企利润增速下滑了36.9个百分点，外商及港澳台商工业企业利润增速下滑了12个百分点。工业企业亏损情况未能延续去年的积极变化。1-5月，亏损企业亏损总额累计同比增长1.8%，比去年同期上升21.3个百分点；亏损企业户数累计同比增长7.8%，比去年同期上升12.9个百分点。

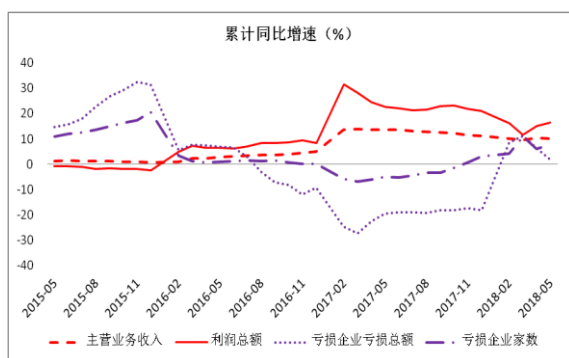


图7 工业企业经济绩效全面下滑

工业企业的经营成本有所降低，但不同企业之间差异明显，私营企业生产成本偏高的状况没有明显改善。在每百元主营业务收入中的成本上，工业企业整体与去年同期相比下降了1.1元，国有和国有控股企业下降了1.5元，集体企业下降了3元，私营企业只下降了0.4元。在去杠杆导致融资环境收紧的情况下，工业企业融资成本上升，小企业和民营企业的融资成本上升尤为显著。

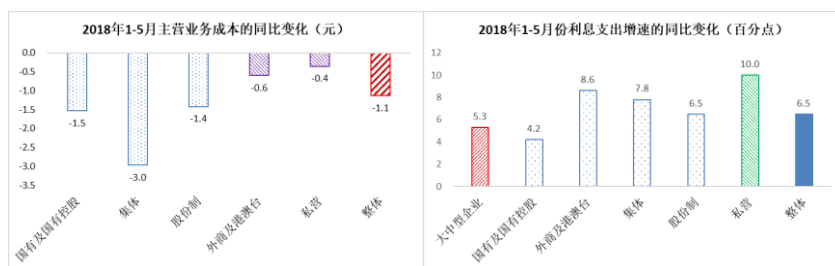


图8 工业企业经营成本下降，融资成本上升

服务业内部结构继续优化。2018年1-2季度，服务业增加值累计增长7.6%，较去年同期上升了0.1个百分点。在服务业增速提供的同时，内部结构持续优化。专业和商业服务业、信息传输、软件和信息技术服务业的增长速度高于服务业的整体增速。金融和房地产等在过去几年中过度膨胀的服务行业，增速低于服务业的整体增速。服务企业实现了较好的经济绩效。1-5月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长13.3%，比上年同期加快0.2个百分点；其中，战略性新兴产业、科技服务业和高技术服务业营业收入分别增长18.1%、17.5%和15.4%，分别比上年同期加快2.4、5.0和4.5个百分点。

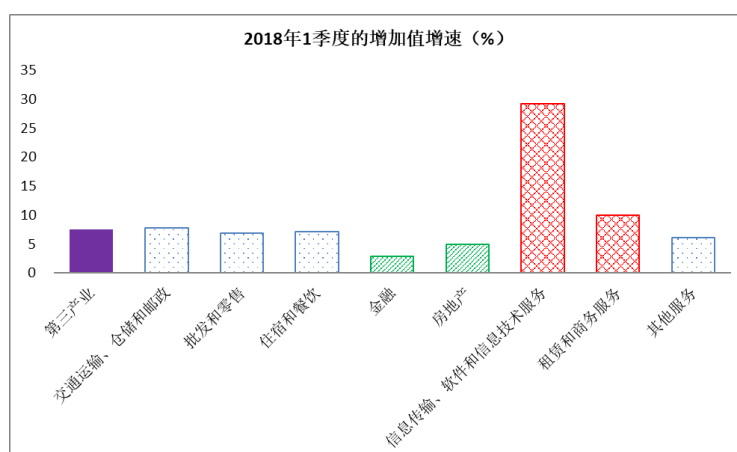


图9 服务业内部结构不断优化

3、消费增速下滑，消费升级态势延续

从需求力量看，最终消费在GDP增长中的地位进一步提升。反映在贡献率上，2018年1-2季度，最终需求贡献了GDP增长的78.5%，比去年同期提高了5.1个百分点，这是过去多年以来的最高值。最终需求对GDP增长的贡献率的提升，主要是因为固定投资的贡献下降。反映在拉动率上，最终需求的增长拉动GDP增长5.3个百分点，比去年同期上升了0.4个百分点；资本形成拉动GDP增长2.1个百分点，比去年同期下降了0.4个百分点；净出口对GDP增长拉动率为负0.7个百分点，与去年同期基本持平。

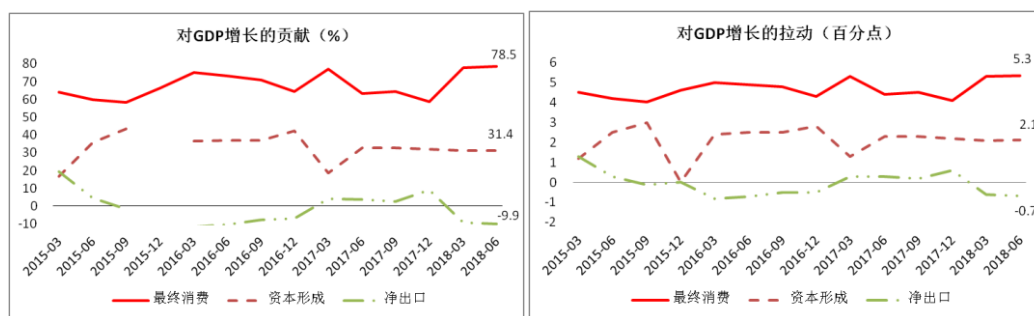


图10 最终消费在GDP增长中地位进一步提升

消费需求的增长速度有所下滑，但消费结构持续优化。2018年1-6月社会消

费品零售总额增速为 9.4%，比去年同期下降 1 个百分点。进一步从剔除价格因素的实际增速来看，1-6 月社会消费品零售实际增速仅为 7.7%，比去年同期下降了 1.6 个百分点。从城镇居民的分类消费支出看，医疗保健、生活用品及服务、居住等支出的增速，不仅高于总体消费支出增速，而且都明显高于去年同期的增速。这反映出居民消费升级态势的延续。

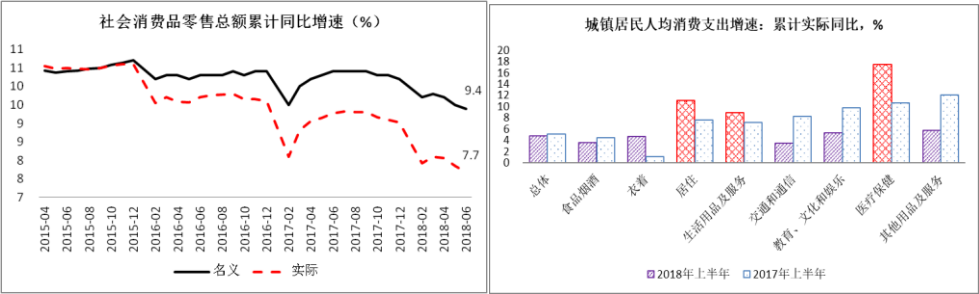


图 11 消费结构继续优化升级

收入增速下降和高房价等因素制约了居民消费的增长。消费需求下滑在一定程度上是因为居民收入增速的下滑，进入 2018 年，城镇和农村居民人均实际收入的增速都出现下降趋势。但是对比城镇居民和农村居民，可以看出，城镇居民人均实际消费支出的增速持续下降，并且向下偏离实际收入增速的幅度有所扩大；农村居民人均实际消费支出的增速大幅提高，并且显著高于人均实际收入的增速。这反映出在居民人均实际收入增速下滑的背景下，高房价和不断上升的医疗服务价格显著制约城镇居民消费需求的增长。

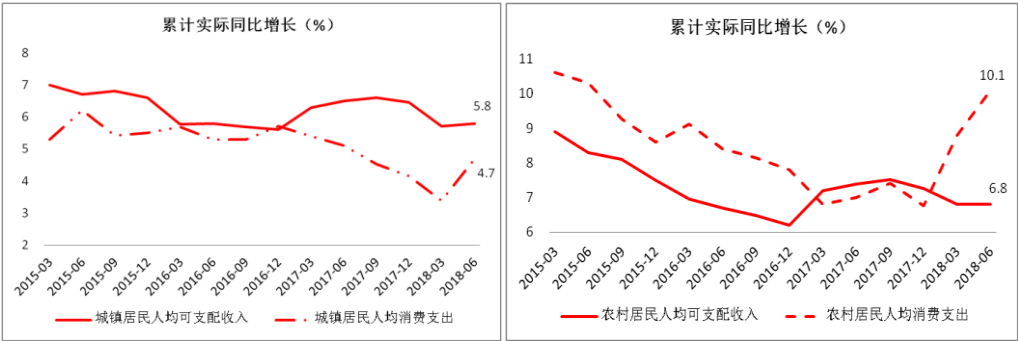


图 12 城镇居民与农村居民消费增长态势分化

网上商品和服务零售额持续高速增长，消费增长的新动力继续增强。1-6 月网上商品和服务零售额同比累计增长 30.1%。虽然网上销售的增速自 2 月份以来持续下滑，但是网上销售增速仍然远超过社会消费品零售总额增速。1-6 月，实物商品网上零售额的增速高达 29.8%，高出社会消费品零售总额增速 20.4 个百分点，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重持续提高。网上实物商品和服务零售额增速高于实物商品网上零售额增速。2018 年 6 月两者的累计增速分别是 30.1% 和 29.8%。网上销售的持续高速增长，以及网上服务销售增速高于实物商品增速，既反映了新业态和商业模式的蓬勃发展，也反映出我国居民消费结构的不断升级趋势。

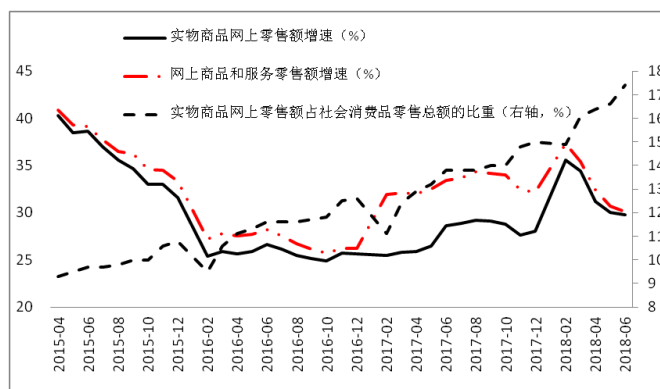


图 13 网上商品和服务零售额持续高速增长

4、固定资产投资增速下滑，市场内生动力增强

2018 年以来全国固定资产投资增速逐月下滑，1-6 月同比增速仅有 6.0%，比去年同期下降 2.6 个百分点，为该数据有记录以来的历史同期最低点。分产业来看，第一产业固定资产投资增速为 13.5%，比去年同期下滑 3 个百分点；第二产业投资增速 3.8%，比去年同期下滑 0.2 个百分点；第三产业投资增速为 6.8%，比去年同期下滑 4.5 个百分点，下滑幅度最大。考虑价格因素后，固定资产投资增速的下滑更加明显。2018 年 1 季度固定投资的累计实际增速仅有 1.2%，比去年同期下降了 3.3 个百分点；2 季度的实际累计增速仅有 0.3%，比去年同期下降了 3.5 个百分点。

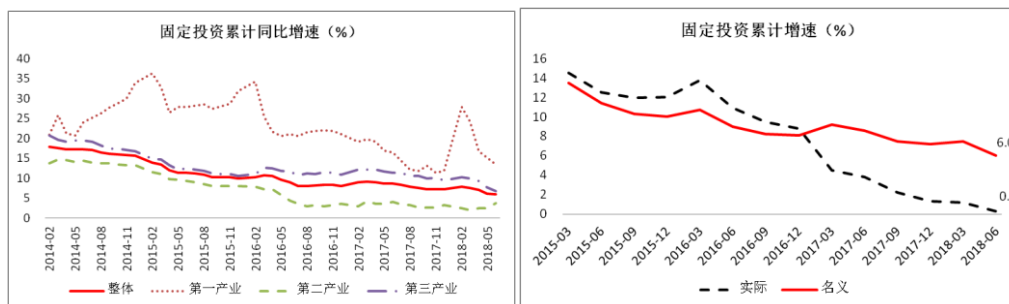


图 14 固定资产投资增速下滑

民间投资等市场性增长动力增强，而基建投资等政策性因素减弱。2018 年以来，在全国总体固定投资增速大幅下滑的同时，民间固定投资增速全面提升。1-6 月，民间固定投资累计同比增长 8.4%，比去年同期提高 1.2 个百分点。1-5 月，第一产业民间固定投资累计同比增长 17.4%，比去年同期提高 0.5 个百分点；第二产业民间固定投资累计同比增长 5.0%，比去年同期提高 1 个百分点；第三产业民间固定投资累计同比增长 10.1%，比去年同期提高 1 个百分点。

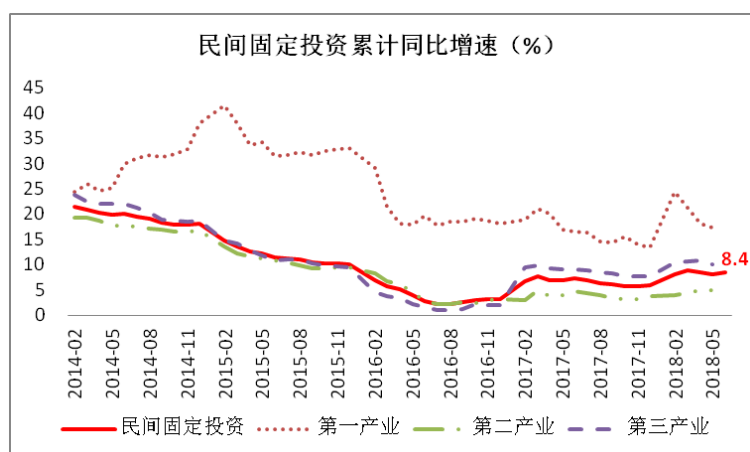


图 15 固定投资的内生动力增强

伴随市场内生动力的增强，政策性因素逐渐退出，基建投资增速大幅下降。1-6 月，不含电力的基础设施减少投资累计增长 7.3%，增速较去年同期大幅下降 13.8 个百分点。1-6 月，交通运输、仓储和邮政业的固定资产投资累计增长 6.3%，比去年同期下降 8.4 个百分点；水利、环境和公共设施管理业的固定资产投资累计增长 6.3%，比去年同期下降 18.9 个百分点。

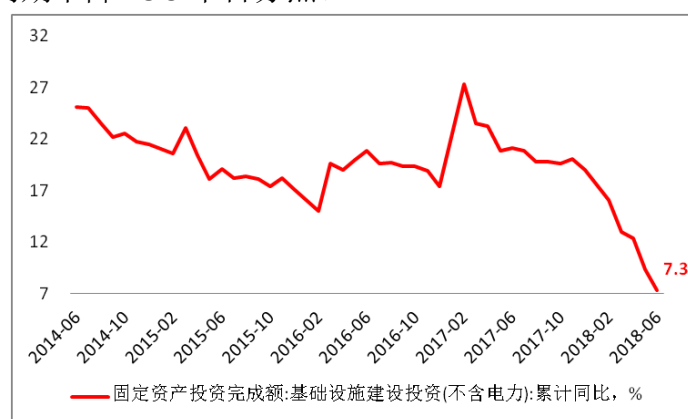


图 16 基建投资增速大幅下降

2018 年以来，我国固定投资的动态变化中显示出市场内生力量不断增强和政策性推动力逐步退出。政策性力量的退出较为迅速。一方面是因为政府投资集中的基础设施领域经过过去几年的快速增长，进一步扩张的空间不断缩小。另一方面，在结构性去杠杆的大趋势下，对地方政府债务和融资的管控力度越来越大。两方面原因导致固定投资中政策性力量迅速退出。与此不同，市场力量或民间力量的提升和补进需要一个过程，民间投资增速的提升需要一个渐进的过程。在此过程中，总体固定投资增速下滑应该是正常现象。

5、对外贸易良性发展

剔除汇率因素后我国货物贸易增速相对平稳。分别以美元和人民币计值，对我国货物进出口增速及其变化的判断存在明显不同。2018 年 1-6 月，以美元计的货物出口额累计同比增长 12.83%，比去年同期提高 5.1 个百分点；以美元计的货物进口额累计同比增长 19.9%，比去年同期提高 1.1 个百分点。以人民币衡量，

1-6 月我国货物出口累计同比增长 4.9%，比去年同期回落 10.1 个百分点；货物进口累计同比增长 11.5%，比去年同期回落 14.2 个百分点。由于贸易伙伴的多元性和定价货币选择的多样性，加之美元有效汇率和人民币有效汇率与去年同期相比的变动方向截然相反，需要把汇率变动因素考虑进来。与去年同期相比，1-5 月美元的有效汇率平均同比贬值 5.2% 左右。这意味将所有进口和出口都折算成美元金额后，会高估我国出口和进口的同比增速。与去年同期相比，1-5 月人民币有效汇率平均同比升值 5.2% 左右。这意味着将所有货物进口和出口都折算成人民币金额后，会低估我国货物贸易的同比增速。

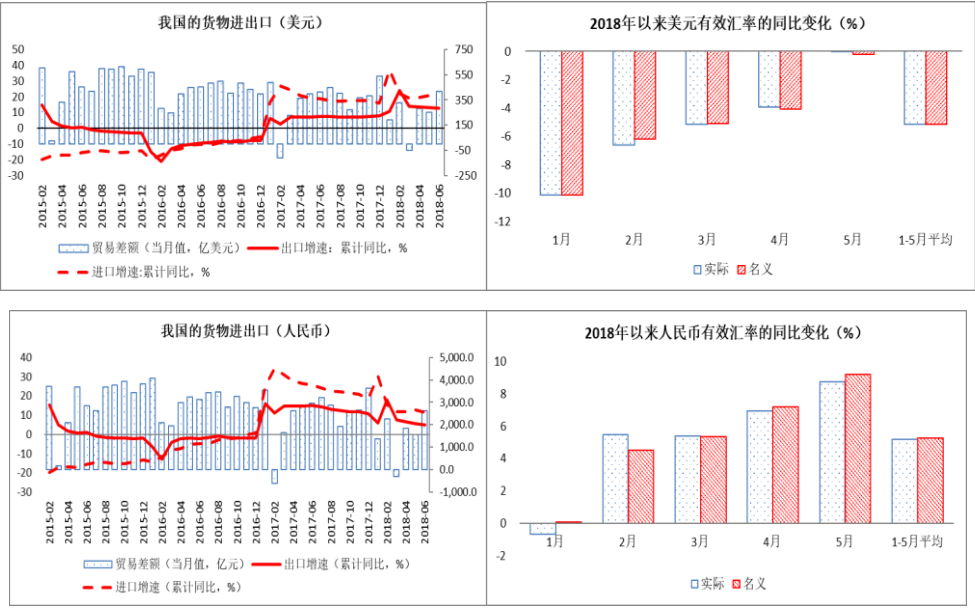
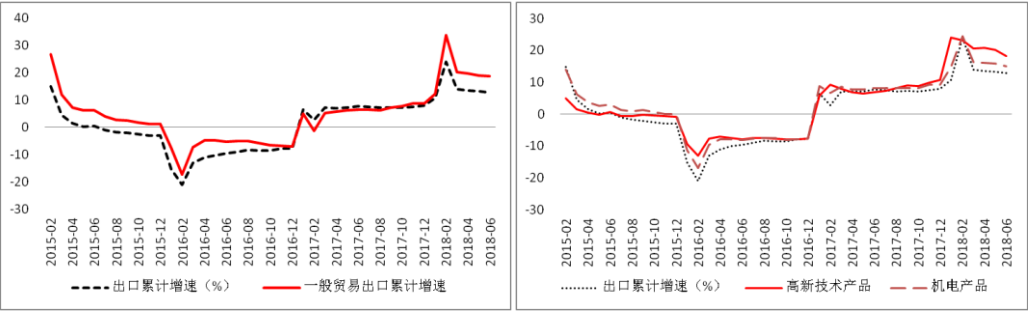


图 17 剔除汇率因素后我国货物贸易增速相对平稳

我国对外货物贸易结构持续改善。分货物贸易方式看，一般贸易出口和进口增速均高于货物贸易的整体增速。分产品看，高新技术产品和机电产品的进出口增速高于货物贸易的整体增速。分企业类型看，外商投资企业的出口和进口增速均低于货物贸易的整体增速。研究表明，外资企业从事的贸易活动和加工贸易方式下的贸易活动能够带来的收益相对较低。一般贸易和内资企业贸易的更快增长有助于增加我国在国际分工和贸易中的获益。高新技术产品和机电产品具有相对较高的附加值，其扩张既是我国产业结构升级的表现，也有助于我国从国际分工和贸易中获取更多的收益。



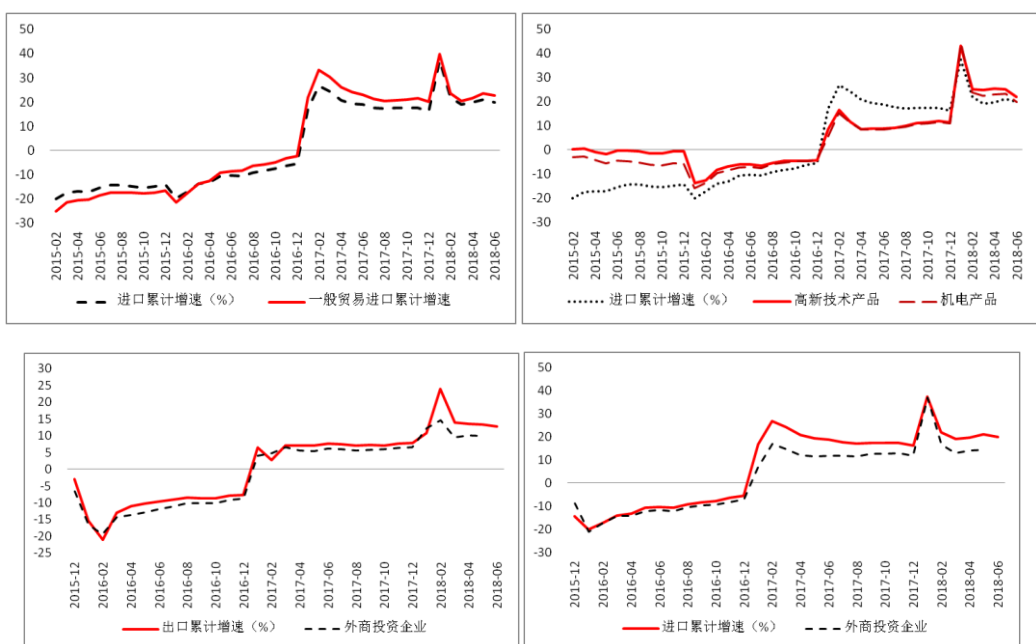


图 18 我国对外货物贸易结构持续改善

对外贸易在我国经济中的作用发生了变化，为国内生产活动提供外部净需求的作用下降。1-6 月，我国货物贸易顺差累计 1413 亿美元，比去年同期下降 363 亿美元；货物贸易顺差 9013 亿元，比去年同期下降 3768 亿元。从货物和服务贸易的总体情况看，货物贸易顺差的下降和服务贸易逆差的扩大，使得我国总贸易顺差不断减少。1-5 月，我国货物和服务贸易出现 205 亿美元的逆差，这是多年未曾出现过的情况。贸易收支的动态演变反映出对外贸易之于我国经济的作用已经发生了变化。对外贸易的作用一方面是通过出口来解决国内产出的市场实现问题，另一方面是通过进口来满足国内生产和生活的投入需求。随着我国经济的结构调整和发展战略转型，我国经济在投入和产出两个方向上对外部的依赖性将变得更加平衡，对国外市场净需求的依赖性降低，货物贸易顺差的下降是自然结果。

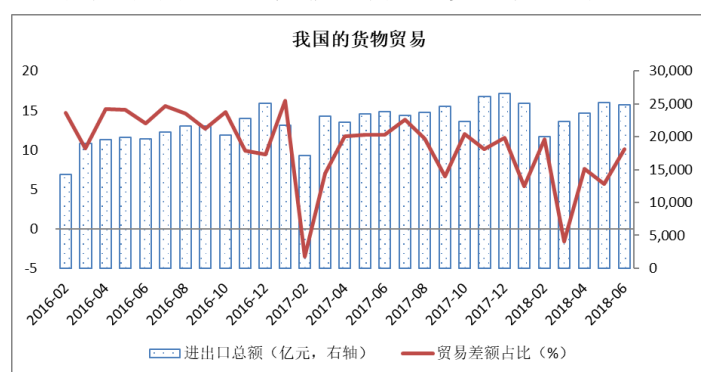


图 19 对外贸易在我国经济中的作用发生变化

同时，由于国内服务供给缺口不断扩大，需要利用进口来满足国内需求。随着服务贸易壁垒的不断减少，服务进口迅速增加，服务贸易逆差不断扩张。1-5 月，服务贸易逆差规模 1271 亿美元，较去年同期增加 256 亿美元。服务贸易逆差最大的两个类别是旅行和运输，1-5 月的累计逆差分别是 1037 和 270 亿美元，较去年同比同期分别增加了 180 和 55 亿美元。随着服务贸易逆差的不断增加，

我国整体贸易顺差不断减少，最终由顺差转变为逆差。

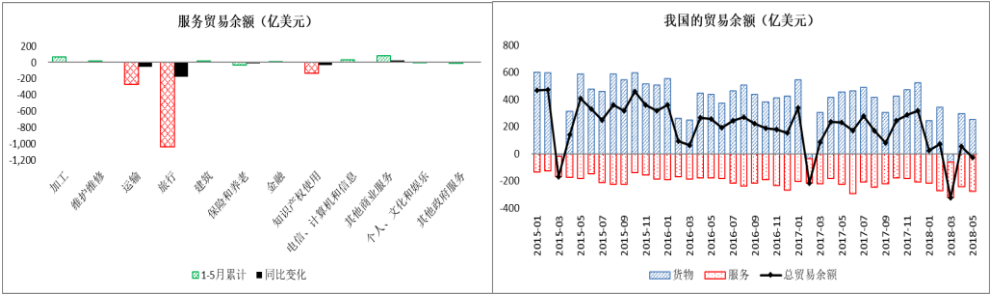


图 20 服务贸易逆差的扩张带动整体贸易收支有顺转逆

6、物价水平总体平稳

各类消费价格指数同步温和上涨。剔除 2 月份的春节效应，上半年物价总体稳定，CPI 保持温和上涨的趋势，没有明显的通货膨胀压力。1-6 月，CPI 累计同比上涨 2.0%，非食品 CPI 累计同比上涨 2.2%，剔除食品和能源的核心 CPI 累计同比上涨 2.0%。分类来看，食品价格涨幅低于总体 CPI 涨幅，能源价格涨幅高于总体 CPI 涨幅；消费品价格涨幅低于总体 CPI 涨幅，服务价格涨幅高于总体 CPI 涨幅。能源价格较高的涨幅主要反映国际大宗商品特别是石油价格的上升。服务价格持续较高的涨幅反映了劳动力成本持续上升与居民消费结构升级的大趋势。

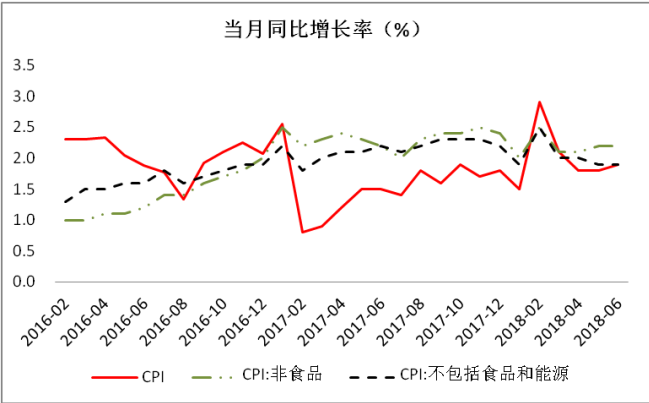


图 21 消费价格温和上涨

2018 年 6 月，PPI 当月同比上涨 4.7%，较去年同期回落 0.8 个百分点；1-6 月，PPI 累计同比上涨 3.9%，较去年同比回落 2.7 个百分点。生产资料价格变动是推动总体 PPI 变化的主导因素，6 月同比上涨 6.1%，较去年同期回落 1.2 个百分点；生活资料价格的变动幅度很小，6 月同比仅上涨 0.4%，较去年同期回落 0.1 个百分点。分类看，煤炭、黑色金属和有色金属等矿产开采和冶炼加工行业的 PPI 增速大幅回落，石油和天然气开采与加工行业的 PPI 增速大幅上升。

4 月份以来，PPI 逐渐回升，扭转了年初的下滑趋势。4-6 月，PPI 增速累计提升 1.6 个百分点，其中，生产资料 PPI 增速累计提高 2 个百分点，生活资料 PPI 增速累计提升 0.2 个百分点。分行业看，4 月份以来 PPI 同比增速提升幅度较大的行业，主要是石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、石油加工、炼焦及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业以及有色

金属冶炼及压延加工业等。4 月以来 PPI 的回升主要是翘尾因素和国际大宗商品价格上涨的影响。

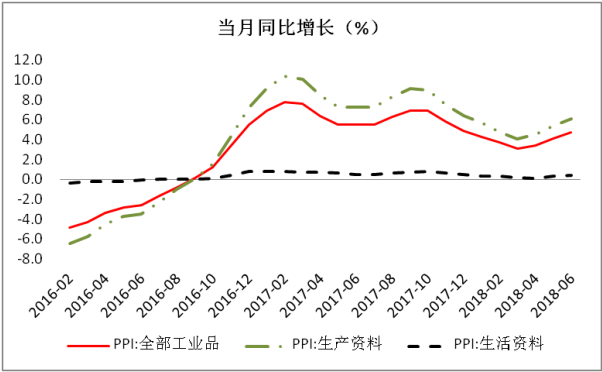


图 22 PPI 小幅回升

PPI 与 CPI 的缺口再次呈现扩大需求。2017 年下半年以来，PPI 与 CPI 的缺口不断缩小，从生产价格到消费价格之间的传导效应不断强化。但是 3 月份以来，PPI 与 CPI 的缺口重新扩大。2 月份，PPI 与 CPI 的缺口只有 0.8 个百分点，这是 2016 年 11 月 PPI 由负转正以来的最小值。此后，缺口不断扩大，6 月份达到 2.8 个百分点。这在一定程度上反映出需求的相对疲软，工业复苏从供给侧向需求侧的传导依然受阻。

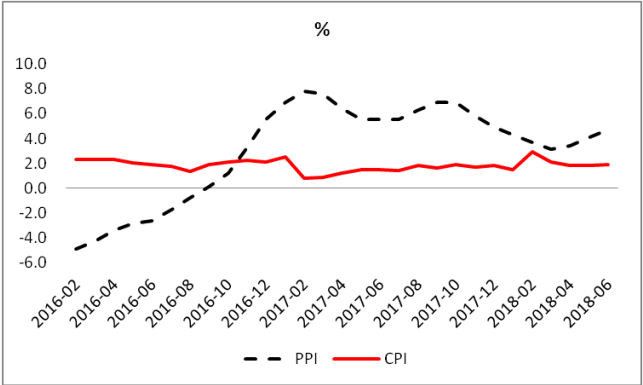


图 23 PPI 与 CPI 的缺口再次扩大

6 月，PPIRM 同比增长 5.1%，较去年同比回落 2.2 个百分点。1-6 月，PPIRM 累计同比增长 4.4%，较去年同期回落 4.3 个百分点。分类看，燃料、动力、黑色金属、有色金属和建筑材料等的购进价格上升较快。与去年同期相比，增速回落幅度较大的是燃料、动力、黑色金属和有色金属等。从环比情况看，在 1 月份以来，PPRIM 增速同样也经历了先下降后上升的变化。PPIRM 与 PPI 的缺口明显收窄，从工业投入到产出之间的价格传导效应强化，这有助于工业企业盈利的改善和生产的扩张。

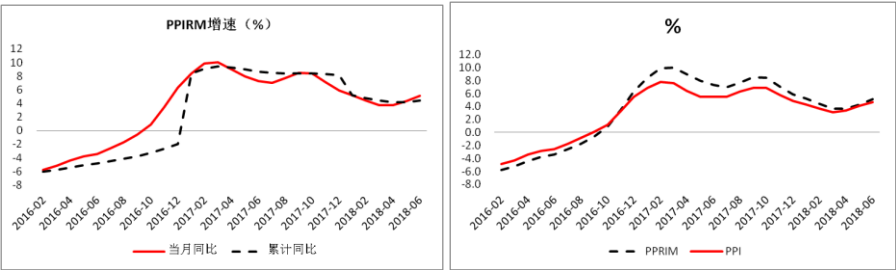


图 24 PPIRM 和 PPI 的缺口缩小

7、景气指数维持在扩张区间，市场信心回升

2018 年上半年，各类 PMI 持续运行在荣枯线以上，说明中国经济的景气程度持续改善。2018 年 6 月份，中国制造业 PMI 为 51.5%，非制造业商务活动指数为 55.0%，民间财新中国 PMI 为 51.0%，持续高于 50% 的荣枯分界线。在制造业 PMI 中，新订单、采购量、出厂价格、原材料购进价格和生产经营预期的扩张趋势尤为明显；新出口订单、在手订单、产成品库存、原材料库存和从业人员等分类指数仍然处于收缩区间。在非制造业 PMI 中，新订单、业务活动预期、投入品价格、销售价格和供应配送时间等分类指标均处于扩张区间；新出口订单、从业人员、在手订单和存货等处于紧缩区间。

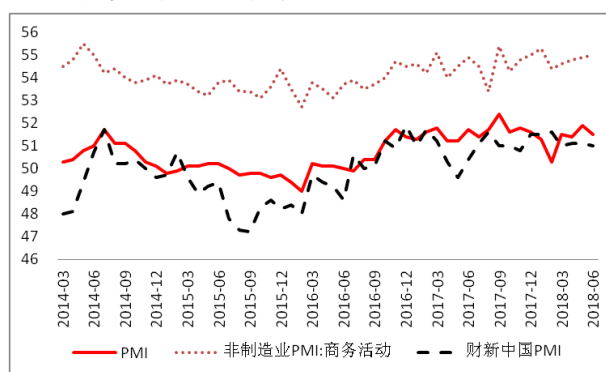


图 25 经济景气程度持续改善

在大型、中型和小型制造企业的对比中，1) 大型企业稳定在扩张区间，6 月份的景气指数为 52.9%；2) 中型企业和小型企业的景气扩张在枯荣线附近小幅波动，6 月份分别是 49.9% 和 49.8%。在新出口订单指数上，大型制造企业处于扩张区间，6 月份达到 51.3%；中型和小型制造业企业仍然处于紧缩区间，6 月份分别是 47.5% 和 43.4%。考虑到当前贸易环境的不确定性，需要关注新出口订单指数的逆转或急剧收缩的风险。

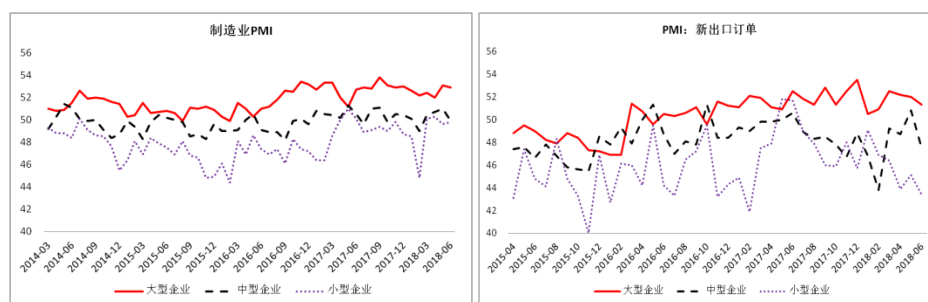


图 26 不同规模企业景气分化

各类市场主体信心处于较高水平。根据中国人民银行的城镇储户问卷调查、企业家问卷调查和银行家问卷调查，居民未来收入信心、企业家信心指数和银行家宏观经济信心指数持续都处于历史高位，2018 年 2 季度分别达到 53.5%、75.8% 和 81.2%，较去年同期分别提高了 0.6、10.4 和 13.4 个百分点。

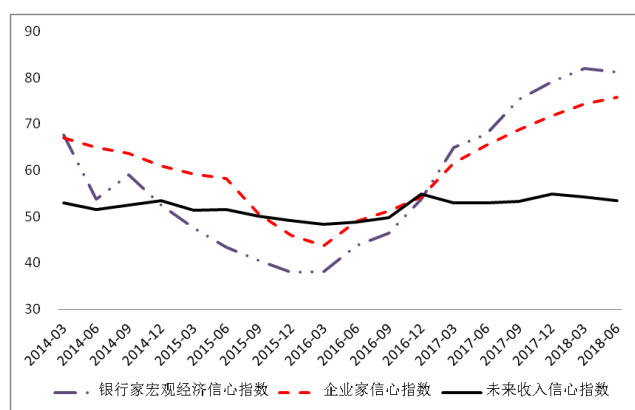


图 27 微观主体信心回升

总体来看，2018 年上半年我国宏观经济运行平稳，物价水平稳定，就业形势整体向好。宏观经济在诸多方面呈现积极变化。首先，产业结构持续优化。服务业对经济增长和就业创造的支撑作用进一步强化，高技术制造业和装备制造业占制造业的比重进一步提升，专业和商业服务业、信息传输、软件和信息技术服务业在服务业中的占比不断提高。其次，总需求结构不断完善。最终消费在 GDP 增长中的地位进一步提升，总需求力量更趋合理和稳定。居民消费升级态势得以延续，消费增长的新动力继续增强。固定资产投资达到内生力量逐步增强，对政策性力量的以来有所降低。第三，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。第四，在微观层面，企业收入和利润保持较高增速，生产成本逐步降低。

二、需要关注的外部风险

在我国宏观经济总体平稳增长，并呈现多方面积极变化的同时，诸多矛盾和隐忧也不断显现。首先，居民实际收入和消费支出的增速下滑，城镇居民的消费支出增速向下偏离收入增速的缺口扩大。其次，固定投资的增速下滑明显，市场内生力量还难以完全弥补政策性因素退出后的缺口。第三，工业企业绩效改善幅度放缓，工业企业亏损面扩大，小企业和民营企业的融资成本上升过快。第四，旅行和运输等服务贸易逆差的迅速扩大，意味着消费升级过程中不断增长的新兴消费力量未能有效地拉动国内供给扩张。

这些矛盾和隐忧应该说是我国经济调整和变革时期的正常表现。在结构性去杠杆、防控系统性金融风险、产业升级、增长动力转换、新动能培育、新模式构建的过程中，这些问题飞出现可以说是不可避免的，也是很正常和合理的。毕竟我国经济在原有的增长模式和调控模式下累积了很多问题。在调整和变革时期，首先要让累积的问题在特定领域中以特定的形式显性化，然后采取有针对性的策略予以解决。因此，我们无需回避宏观经济中暴露出来的问题，这正是我国宏观经济调整、增长模式转化、深化改革和扩大开放的对象和目标所在。在这样的背景下，更需要关注的是外部风险及其可能与内部风险的叠加。

1、主要发达经济体增速下降和宏观经济政策空间缩小

在经历长期低迷后，从 2016 年开始，随着主要发达经济体和新兴市场经济体的同步复苏，全球经济呈现较为强劲的复苏势头。2017 年，全球有 120 个经济体实现经济增长，这是 2010 年以来全球最广泛的经济增长。进入 2018 年，世界经济的复苏势头开始趋缓。根据 IMF 的预测，2018 年日本、英国以及欧元区中的多数国家经济增速均出现下滑。事实上，2018 年以来 JP 摩根全球制造业 PMI 和 OECD 国家制造业信心指数等先行指标已经开始回落。

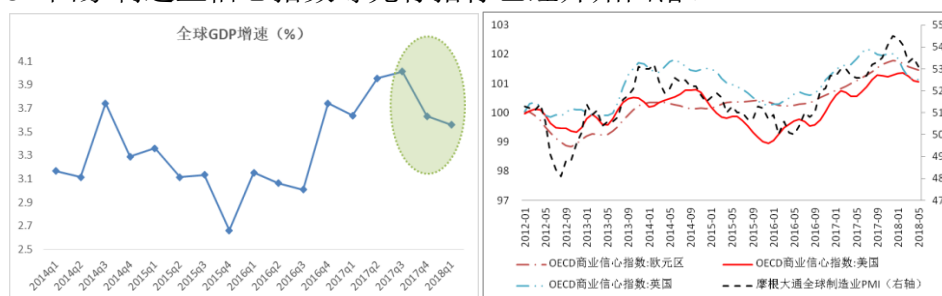


图 28 全球经济的复苏势头开始趋缓¹

在其背后，一个很重要的原因是主要发达经济体产出缺口的变化。2016 年以来，在宽松宏观经济政策的支撑下，美国、日本、英国和欧元区经济稳健复苏。但是，由于潜在劳动供给和劳动生产率的增长情况并不理想，主要发达经济体未能扭转潜在经济增速的下降趋势。这使得产出缺口发生显著变化。日本和英国的产出缺口 2015 年开始转为正值；美国和欧元区的产出缺口在 2018 年由负转正；发达国家整体的产出缺口也在 2018 年由负转正。在此带动下全球整体的产出缺口也由负转正。

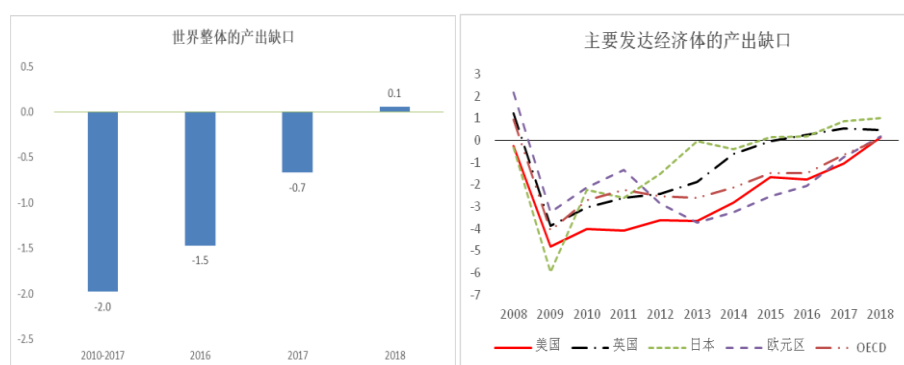


图 29 主要发达经济体的产出缺口有负转正²

经济复苏带来了显著的就业创造效应。伴随整体经济的复苏，美国、日本、英国和欧元区等主要发达经济体的劳动市场持续改善，失业率已经降至危机前的水平。根据 OECD 的预测，2018 年美国、日本、英国和欧元区的失业率均低于自然失业率。OECD 整体的失业率已经降至 1980 年以来的最低水平，并且低于所估计的自然失业率。发达经济体的劳动供给趋于紧张。欧洲投资银行针对企业的调查显示，美国和欧元区的劳动短缺问题开始加剧。³

¹ 数据来自 OECD 数据库和 WIND 数据库。

² 占 GDP 的百分比。数据来自 OECD 数据库。

³ 参见：EIB, Investment Report 2017/2018, European Investment Bank, <http://www.eib.org>.

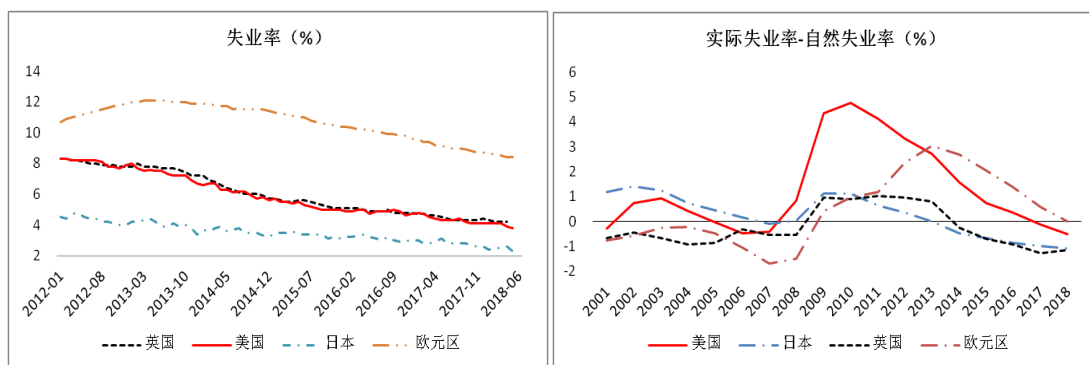


图 30 主要发达经济体失业率持续下降¹

产出缺口由负转正意味着需求扩张对供给的拉动作用不断减弱，对价格的传导效应不断增强。劳动市场的供给状况趋紧，推动了实际工资增速的提高。根据 OECD 的估计和预测，2017-2019 年整个发达国家的实际工资增长率将比 2007-2017 年高 0.6 个百分点。²叠加大宗商品价格不断上涨的趋势，主要发达经济体的通货膨胀压力加大。2018 年 5 月份，美国 CPI 上涨 2.8%，创近 75 个月新高；欧美通胀明显上行，欧元区调和 CPI 同比上涨 1.9%，英国 CPI 同比上涨 2.4%，日本 CPI 同比上涨 0.7%。进一步考虑到美国不断激化的贸易保护主义的影响。在国内储蓄不足的情况下，美国限制进口的贸易保护主义政策会提高国内的生产和生活成本，最终会进一步增加通货膨胀压力。

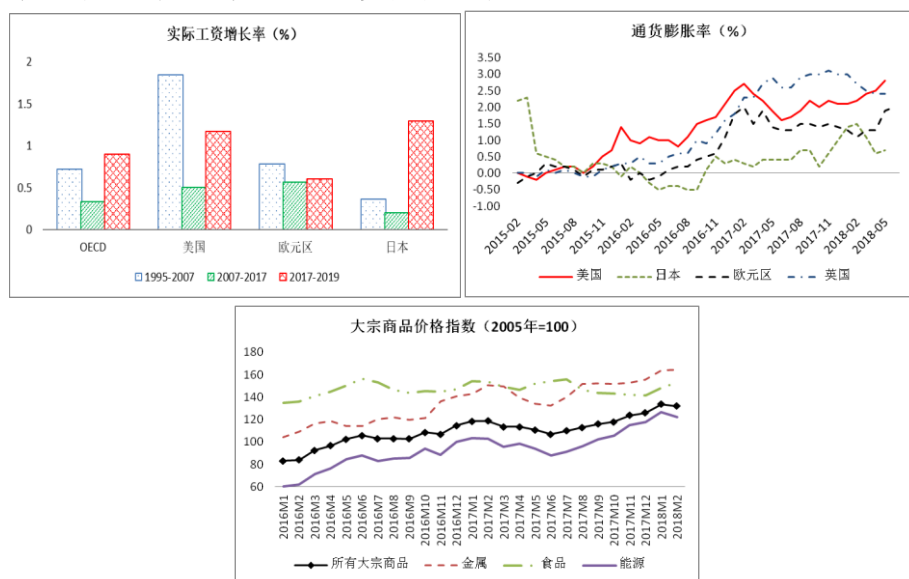


图 31 主要发达经济体的通货膨胀压力上升³

危机以来，全球主要经济体不断减低政策利率，以便为经济复苏提供宽松的利率和流动性环境。发达经济体整体的名义政策性利率已经接近于零，实际政策性利率已经处于负值。在这种情况下，发达经济体的货币政策已经没有太大的扩张空间。产出缺口的转变和通货膨胀压力的增加，必然要求宏观经济政策进行转向。首当其中的就是主要发达经济体的货币政策转向。

¹ 月度失业率数据来自 WIND，年度实际失业率和自然失业率数据来自 OECD 统计数据库。

² OECD, OECD Economic Outlook 2018.

³ 欧元区是调和 CPI，其他国家是 CPI。通货膨胀数据来自 WIND 数据库；实际工资增长率数据来自 OECD 统计数据库，2017-2019 的数据是预测数；大宗商品价格指数来自 IMF2018 年 4 月的《世界经济展望》。

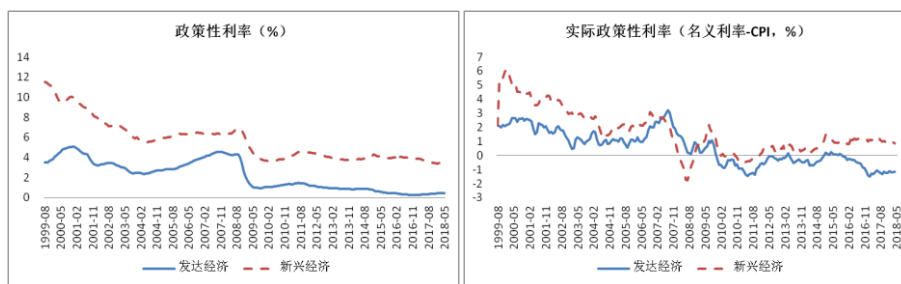


图 32 全球政策性利率¹

美联储从 2016 年底开始加息，随后加息的步伐不断加快；从 2017 年底启动缩表进程，对政府债券的净购买由正转负，2018 年前 4 个月月均净卖出规模达到 950 亿美元左右。特朗普政府四处出击的贸易政策，可能会导致美国进口价格的上升，最终传导到美国国内生产和生活投入的价格，导致通货膨胀压力加大。这可能助推美联储的加息进程。英格兰银行 2017 年启动加息进程，加息的频率很低。欧洲央行和日本银行尚未启动加息进程，但是对政府债券的净购买规模已经大幅降低。随着欧元区通货膨胀率逼近 2% 的临界值，欧洲央行货币政策的正常化进程可能加快。

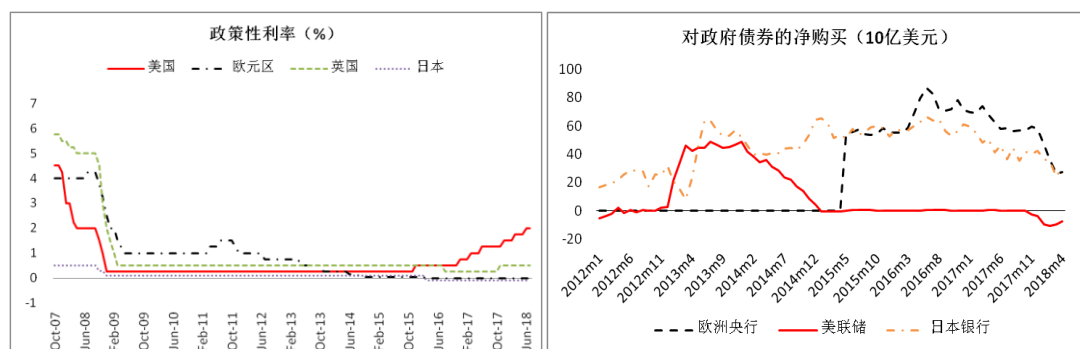


图 33 主要发达经济体货币政策的变化²

随着产出缺口的变化和通货膨胀压力的提高，主要发达经济体的货币政策不得不紧缩或正常化。为了支持经济的复苏和增长，需要加大财政刺激。根据 OECD 的分析，在 OECD 国家中，有 3/4 左右的国家开始放松财政政策。³但是，发达国家的财政扩张受制于两个方面的约束。首先是政府债务问题。危机以来，为了应对危机和刺激经济的复苏，主要发达国家的政府债务水平已经显著提高。进一步扩张财政政策不仅带来长期的财政可持续性问题的，而且还会助长业已出现的通货膨胀压力。其次，在央行大幅度减少对政府债券的净购买，甚至净卖出政府债券的情况下，政府债务面临更加严苛的融资约束。基于美元的主导性国际货币地位，美国政府债券被认为是国际金融市场上最后的安全资产，美联储的逐步退出对市场总需求的冲击相对较小。但是在其他发达经济体，特别是政府债务存量已经很高的日本与财政尚未统一的欧元区，这个问题可能会比较严重。

¹ 数据来自 BIS。

² 数据来自 BIS。

³ OECD, OECD Economic Outlook 2018.

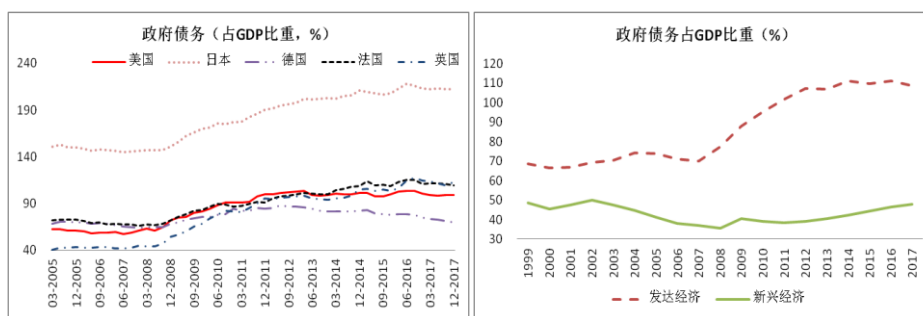
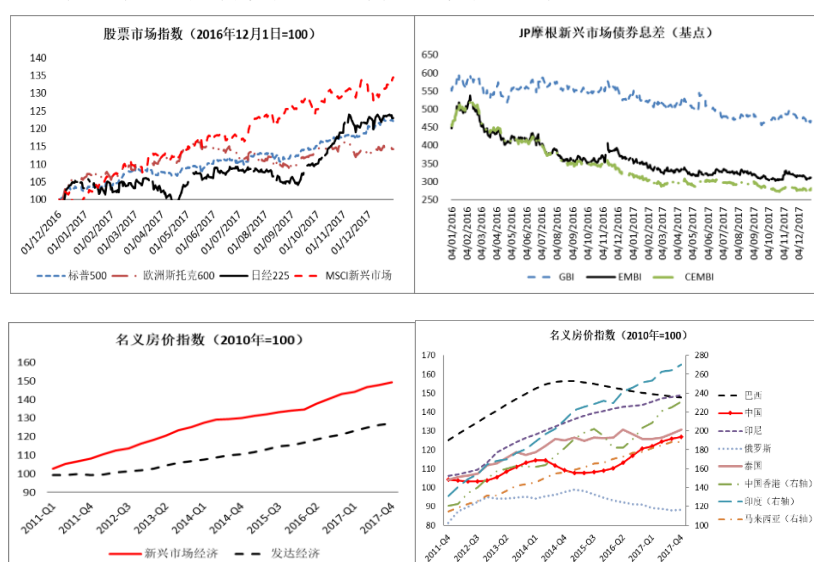


图 34 政府债务占 GDP 比重 (%)¹

2、新兴经济体的金融风险加大

2016 年以来，宽松的货币环境和金融条件助长了金融失衡的积累、过度的风险承担和错误的风险定价，这在新兴经济体表现尤为明显。新兴经济体股票价格指数和房地产市场价格指数的上涨速度均明显高于发达经济体。在主权风险价差不断收窄的带动下，新兴市场债券价格持续收窄。（图 36）资产价格的上升为家庭和非金融企业部门的债务扩张提供了有力支撑。

相对更高的经济增速是推动新兴经济体资产价格上升和债务积累的重要力量。但也不能否认外部因素的重要影响。经济增长带动了资产需求的增长，以低利率、低价差和低波动性为特征的全球宽松金融条件，进一步助推了资产价格的上升。全球宽松的货币和金融条件，叠加市场波动性的降低，使得国际金融市场上追逐收益和承担风险的行为再次兴起。首先是跨国和跨货币套利交易的收益空间显著扩大。其次是股票市场上的杠杆交易显著增加，保证金债务余额甚至已经超过 IT 泡沫期间的水平。第三是债券市场上的收益追逐行为增加，信贷市场上借款人标准不断放松，杠杆贷款与高收益债券不断增加。



¹ 数据来自 BIS。

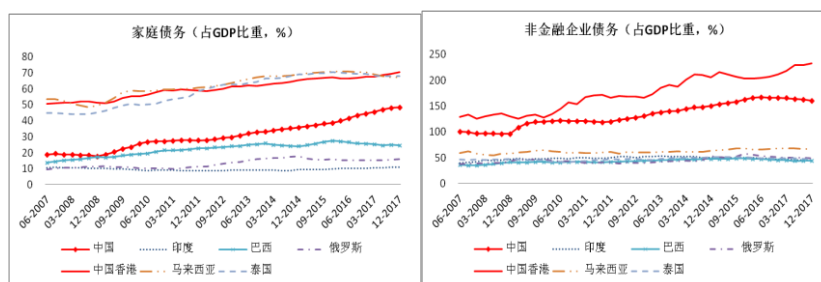


图 35 新兴经济体的资产价格和私人部门债务率¹

随着金融一体化程度和跨境资本流动性的提高，国际金融市场变动对各国国内金融市场的影响越来越高。根据 IMF（2017）的研究，在平均意义上各国国内金融条件变化的 30%以上是由国际金融条件变化驱动的，在有些国家甚至达到 70%左右。²Miranda-Agrippino and Rey (2015)的研究认为，在平均意义上全球金融条件变化能够解释各国风险资产价格波动的 21%。³对于新兴市场经济，全球金融条件变化对其国内金融条件变化的解释能力达到 30~40%左右（图 37）。宽松的国际金融条件通过跨境资本流动渠道推动新兴经济体资产价格的上升。⁴在低利率环境中机构投资者追逐收益的行为，导致资金大量流向新兴经济的房地产市场和股票市场，带动房价和股价等资产价格的迅速上升。从图 37 中看出全球金融条件指数与新兴经济房价变动之间存在明显的负相关性。⁵

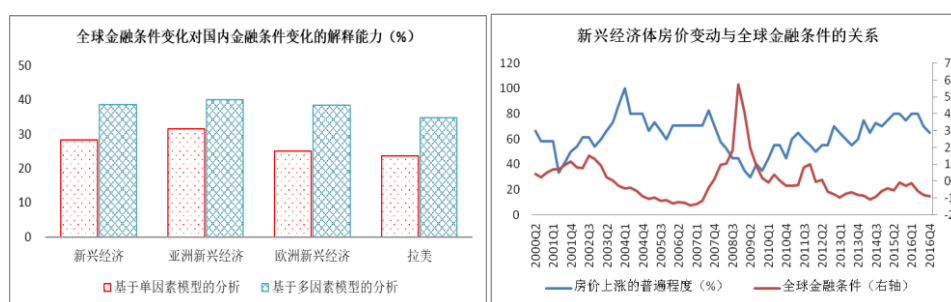


图 36 全球金融条件变化对新兴经济体金融条件和资产价格的影响⁶

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（图 38）。根据 IMF（2017）的分析，美国的金融条件指数以及市场波动性指数与全球金融条件指数之间的相关性超过了 0.8。⁷美元汇率是影响国际金融条件的另一个重要因素。过去几年中，美国宽松的金融条件与美元的持续贬值结合在一起，提高了投资者对非美国资产的偏好，包括对新兴市场资产的偏好。在此背景下，国际资本重新大规模流入新兴市场股票和债券基金。

¹ 数据来自 BIS

² IMF, Global Financial Stability Report, April 2017.

³ Miranda-Agrippino, Silvia and Helene Rey, World Asset Markets and the Global Financial Cycle, NBER Working Paper 21722, 2015.

⁴ IMF, Global Financial Stability Report, April 2017.

⁵ 图中金融条件指数的上升代表金融宽松程度收窄或金融紧张程度上升。

⁶ 房价上涨普遍程度是指每个季度中房价上涨样本占有所有样本的比重。全球金融条件反映的是主要国际金融中心的融资宽紧程度，为正值时代表金融条件趋于紧张，负值代表金融条件趋于放松。数据来自 IMF2018 年 4 月的《世界经济展望》。

⁷ IMF, Global Financial Stability Report, April 2017.

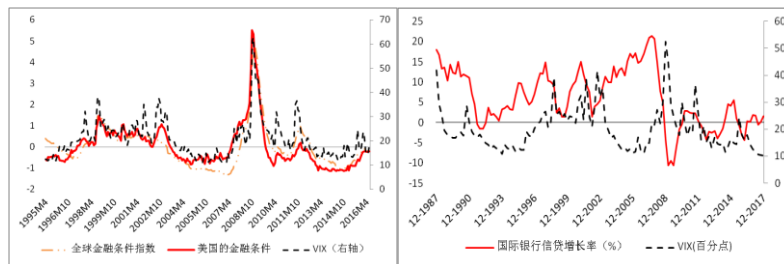


图 37 美国金融条件和市场波动性对全球金融条件的影响¹

2016 年以来，新兴市场和发展中经济的国外资本净流入恢复增长，在一定程度上缓解了跨境资本的净流出状况。进入 2017 年，全球经济改善、国际金融市场条件放松以及新兴市场波动性显著降低，新兴市场和发展中经济的证券投资流入恢复增长。根据 IMF 和 BIS 等机构的研究，市场波动性下降、美元贬值以及利差的持续存在，助长了国际金融市场上的收益追逐和风险承担行为，最终国际资本重新大规模流入新兴市场股票和债券基金（图 39）。

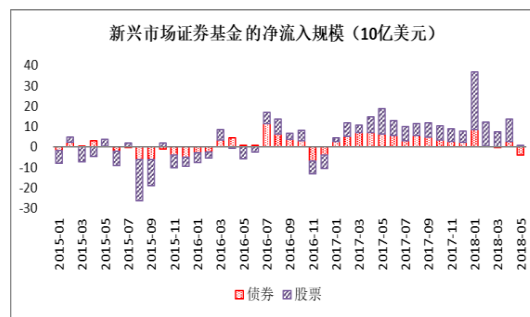


图 38 新兴市场证券基金的净流入²

大量证据表明，美元汇率对新兴经济体债务和跨境资本流动的影响甚至超过了市场波动性的影响。³ 2017 年美元持续贬值，新兴经济非银行部门的美元债务增速大幅提高，从 2016 年的 3.1% 增至 2017 年的 8%。这也凸显了美元汇率对新兴经济体跨境资本流动、资产价格和债务状况的重要影响。

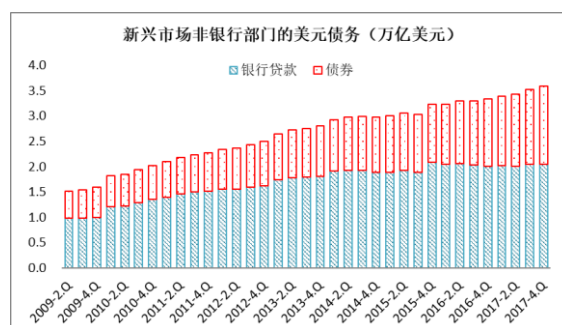


图 39 新兴市场美元债务迅速增长⁴

进入 2018 年，发达经济体特别是美国的金融条件和美元汇率走势出现反转趋势。美国的金融条件指数虽然维持在负值，意味着融资条件依然宽松，但是可以明显看出金融条件的宽松程度开始收紧。在国债期限溢价继续下降的同时，长

¹ 数据来自 BIS。

² 数据来自 BIS。

³ BIS, Annual Economic Report, June 2018; BIS, Quarterly Review, March 2018.

⁴ 数据来自 BIS。

期利率开始上升，高等级企业债券的利差明显扩大。包括 VIX 在内的各种市场波动性指标均出现上升趋势。同时，美元对欧元、日元和新兴经济的货币都呈现持续升值趋势。

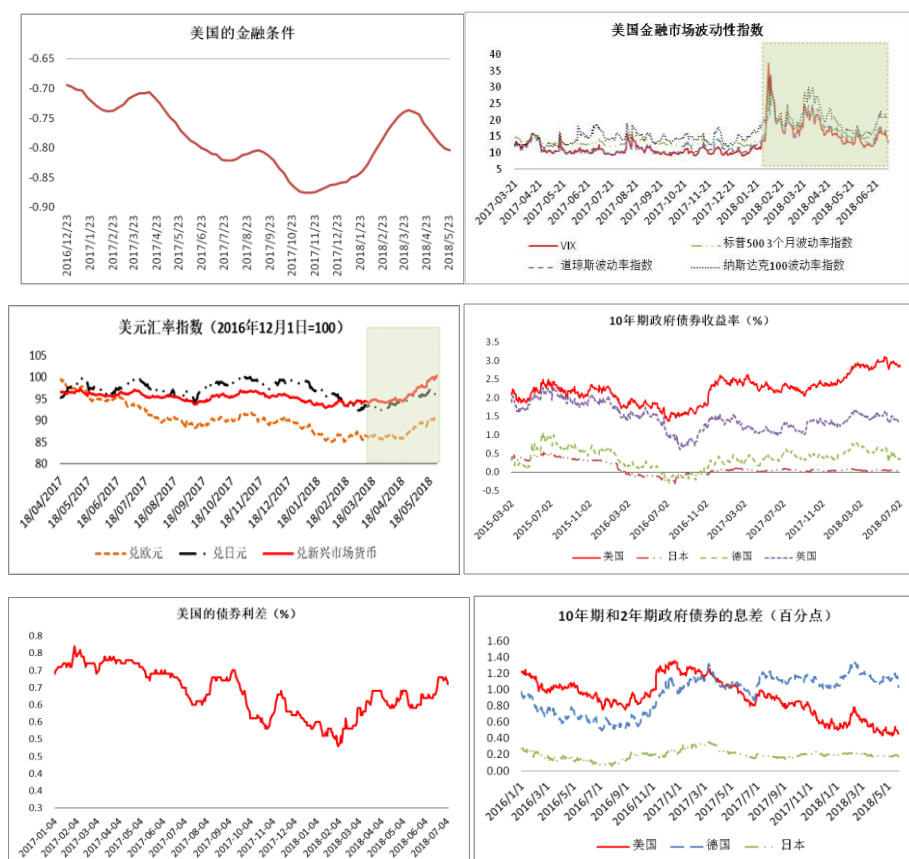


图 40 美国金融条件趋紧

在国际金融市场上，一方面是美元 Libor 与美元 OIS 的价差扩大；另一方面是美元对其他主要国际货币的交叉货币基差收窄。美元 Libor 与美元 OIS 的基差是反映信用风险的基本指标。但是从 CDS 息差的变化情况看，无论是发达经济体还是新兴市场经济体，银行信用风险并没有明显上升。美元 Libor 对美元 OIS 价差的扩大，原因主要是美国短期财政证券发行的增加、美国企业海外分支的资金回流以及 Libor 向 SOFR 转变导致资金从离岸美元市场向在岸美元市场的流动。这些变化都导致离岸市场上美元资金供给的减少。

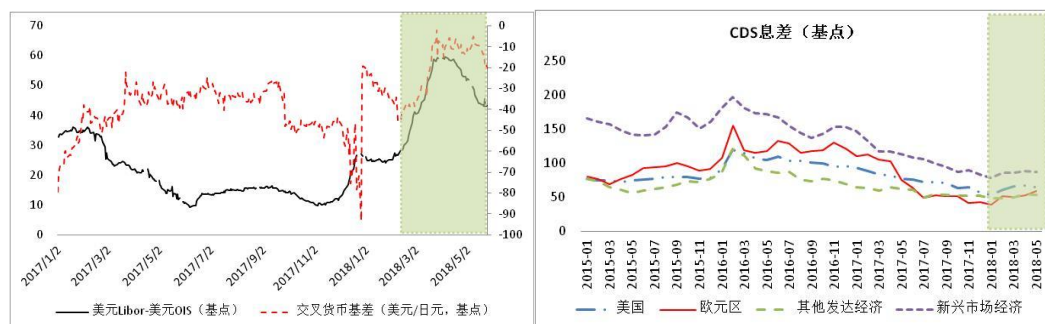


图 41 离岸市场美元供给减少

美元对其他主要国际货币的交叉货币基差依然是负值。这意味着，以欧元或日元为融资货币通过衍生市场最终获得美元的成本，依然高于在美元现货市场上

直接借入美元的成本。在其背后一个很重要的原因是，美联储、欧洲央行和日本银行货币政策走势的差异，带来了从欧元和日元向美元的单一方向的转换需求的增加。但是，2018年4月以来，在美元 Libor 与美元 OIS 价差扩大的同时，美元对日元的交叉货币基差不断收窄。这明显不同于以前的经验。也就是说，离岸市场上美元现货融资成本的上升并没有带来衍生市场美元融资需求的增加。这反映在美元加息预期的影响下，国际投资者开始从美元长期国债转向欧元区主权债券。

随着美元的升值、美国长期利率的上升以及美国金融条件和市场波动性的变化，新兴市场融资条件趋于紧张，货币贬值压力加大，证券投资资金的流动出现停滞和逆转。从下图中可以看出，2018年3月份以来，新兴市场证券基金的净流入由正转负；企业债、国债、本币债和美元债等各类债券息差由降转升股票价格指数持续下跌，并与发达经济体股票价格指数的走势出现明显分离。

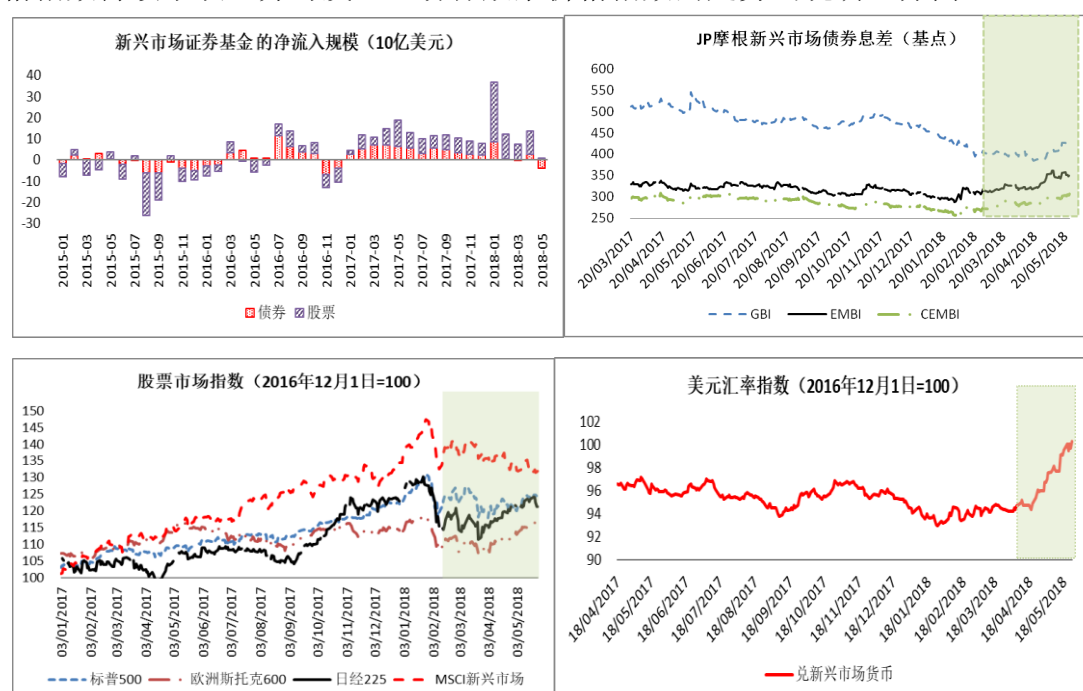


图 42 新兴市场的金融压力加大

在此背景下，新兴经济对美元贬值和国际投资者风险态度变化极其敏感。新兴经济体美元债务的迅速增加，加剧了货币错配问题。随着美国金融条件收紧和美元持续升值，新兴经济体的信用状况和资产负债表质量已经开始恶化。一旦主要发达经济体货币政策超预期紧缩，以及由此带来全球流动性环境的超预期紧缩，将会引发主要发展中或新兴经济体资本流入的逆转，并导致资产价格和汇率的急剧调整。债务问题、资本流动、资产价格以及汇率调整叠加在一起，可能引发较为严重的金融动荡。在现有国际金融体系下，美元和美元资产依然被看作是最后的安全资产。新兴经济体的金融动荡会加速全球范围内资金向美国的流动，推动美元的进一步升值。从历史经验看，在全球经济或金融呈现动荡或不稳定时，美元通常是升值的。这反过来又会进一步加剧新兴经济体的资本外流和金融动荡。

随着主要发达经济体的货币政策正常化进程的展开，利率不断上升，央行资产购买规模不断降低，这不利于新兴经济体的证券资金和银行信贷资金的流入。随着美联储的缩表和提高利率，欧洲央行也寻求退出量化宽松。如果主要发达经

济体的货币政策正常化进程快于市场预期，将会导致市场风险态度的变化和风险承担行为的急剧调整。这可能导致新兴经济体证券资金和银行信贷资金流动的突然停滞或逆转。预期和信心的细微变化都可能逆转国际金融市场上的收益追逐行为和风险承担行为，进而引发债务问题的突然爆发。

3、中美贸易摩擦进一步激化的风险

7月6日，美国对来自中国的818项、340亿美元的产品征收25%的关税。中国在同一时间启动反制措施，对来自美国的545项、340亿美元的产品征收25%的关税。中美贸易战正式开启。考虑到可能的关税豁免、关税转嫁、价格弹性等诸多因素，以及所涉及产品在中美各自整体经济和贸易中的占比，第一轮关税措施对整体宏观经济的影响不会很大。我们更需关注的是第一轮关税措施后中美贸易战的可能走势。自3月份美国公布针对中国的“301调查”结果以来，特朗普政府通过不断改变政策姿态，主导了这几个月以来中美经贸博弈的走势，我国基本是处于一种被动跟随的状态。因此，对中美贸易战未来可能走势的判断，应该依赖于对特朗普政策各种贸易政策行为背后的真实意图的判断。

特朗普政府的对外贸易政策上多处出击，对象不集中，目标不明确，行为反复无常。这充分体现了符合特朗普的外交政策理念：“作为一个国家，我们必须更加不可预测”。美国国家信用和声誉可能因此受到的消耗和损害，不是我们想要探讨的问题。我们在意的是，为了摆脱在中美经贸博弈中的被动跟随状态，及其可能对我国改革开放进程和宏观经济调整的不利影响，我们必须判断清楚特朗普政府的真实意图，在此基础上才能预判其后续可能出现的行动，才能判断中美贸易战的可能走势。

在特朗普各种言行和政策导向中，货物贸易赤字是一个非常重要的说辞。事实上，对于美国而言，在给定国内供求结构差异的条件下，贸易赤字是维系宏观经济动态平衡的必要条件。美国国内总需求的货物-服务比率在0.7左右，国内总供给的货物-服务比率在0.4左右，两者之间保持了0.3左右的差额。这意味着，美国国内服务处于相对过剩的状态，货物处于相对不足的状态。因为服务的国际贸易成本相对较高，超额供给难以全部转化为对外服务顺差，所以最终结果是大规模货物贸易逆差、小规模服务贸易顺差和总体贸易逆差。从数据来看，美国对外贸易逆差与国内供求结构差异之间的相关性达到-0.65。

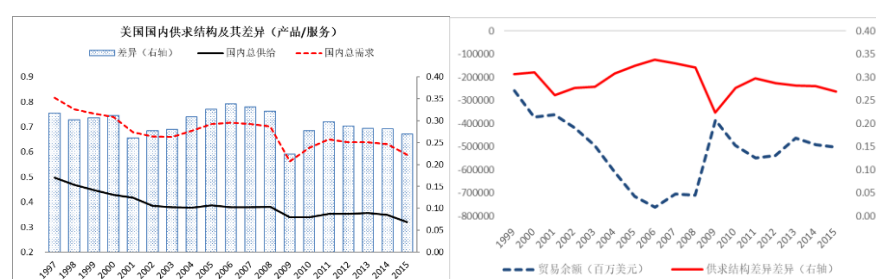


图 43 美国国内供求结构差异与贸易余额

抛开国际融资约束和对外债务积累的风险不谈，贸易赤字并不是坏事。因为这意味着可以利用外部资源和产出来满足自身的需求，使得国内生产能力的扩张

和消费水平的提高摆脱国内资源的约束。但是如果面临严格的国际融资约束，即便贸易赤字是一件好事，也是无法实现的。美元作为主导性国际货币的地位，赋予了美国利用本币进行国际融资的特权。从这个角度来看，美国贸易赤字的完全消除并不符合美国的利益。因为在贸易绝对平衡的情况下，作为这一国际货币的供给国，美元的国际地位对于美国而言也就没有太大的意义了。

从近年来美国贸易逆差规模的动态变化看，与危机前的历史峰值相比，现在的贸易逆差规模已经大幅缩小。2017 年美国的贸易逆差规模相对于 2006 年减少了 1933 亿美元，占 GDP 比重下降了 2.7 个百分点。但是在危机以后的经济复苏进程中，美国的总贸易逆差并没有明显下降。2013 年以来，伴随美国经济的稳健复苏，美国贸易逆差规模重新扩大。2013 年至 2017 年，美国总贸易逆差规模增长了 1066 亿美元。其中，产品贸易逆差规模增长了 1090 亿美元，产品贸易逆差基本回到危机前的历史峰值；服务贸易顺差规模仅增长了 24 亿美元，未能延续过去的快速增长趋势。

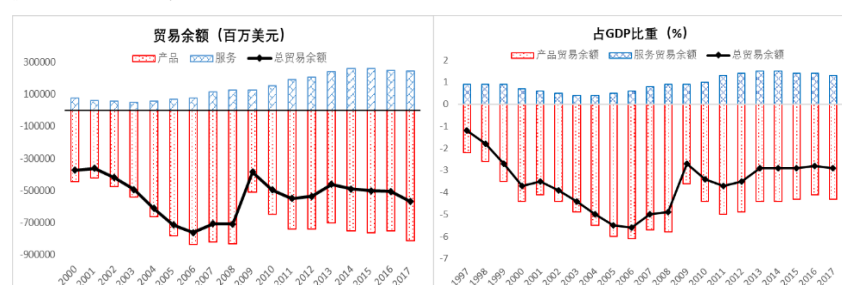
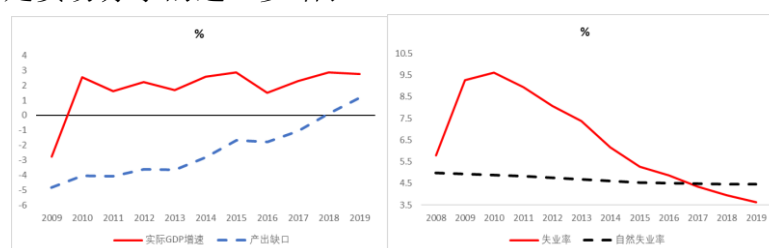


图 44 美国的贸易余额及构成¹

进一步考虑美国 2017 年 12 月通过的“两党预算法案”和 2018 年 2 月通过的“减税与就业法案”的影响。根据估算，这两个法案会使美国 2018 年的预算赤字增加 2760 亿美元左右，2019 年的预算赤字增加 3600 亿美元左右。已有研究认为，财政政策乘数应该是状态依存的，依赖于宏观经济的周期状况。²当前，无论是产业缺口指标还是失业率指标，都显示美国经济接近甚至高于充分就业状况。因此，财政政策扩张在短期中并不能显著地促进产出增长，与财政赤字增加相伴的将是贸易赤字的进一步增长。



¹ 数据来自 BEA。

² 在经济状况较差时，财政政策乘数较高；在经济状况较好时，财政政策乘数较小。在考虑这一因素之后，财政政策乘数呈现非线性的特征。据此估计的 TCJA 和 BBA 的乘数，只有已有其他研究中不考虑经济周期状况的线性估计值的 1/3 或 1/4。参见：Auerbach, Alan J., and Yuriy Gorodnichenko. 2012. Measuring the Output Responses to Fiscal Policy. American Economic Journal: Economic Policy 4, no. 2: 1–27. Ramey, Valerie A., and Sarah Zubairy. 2018. Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data. Journal of Political Economy 126, no. 2: 850–901. Cohen-Setton, Jeremie, Egor Gornostay, and Colombe Ladreit. 2018 (forthcoming). Large Fiscal Expansions in OECD Countries: Identification and Effects. PIIE Working Paper. Washington: Peterson Institute for International Economics.

图 45 美国的产出增速与失业率¹

对外贸易逆差符合美国的经济结构，也为美国带来了巨大的经济利益。但是，如果贸易赤字规模膨胀过快、对外债务积累过快，将会导致美元国际吸引力的下降，这不利于美元国际地位的维持。在长期中，持有美元和美元资产的意愿取决于美元的清偿力。从美元成为国际货币的历史进程来看，无论是战后日本和西欧国家对美国工业品的需求，还是二战以前主要工业化国家对美国石油的需求，都说明对美国产品的需求是支撑美元国际地位的基础。美国对外债务的过度膨胀，必然会威胁到美元及美元资产的未来清偿力，进而威胁美元的国际地位及其带来的国际融资特权。美元国际地位不仅赋予美国利用本币进行国际融资的特权，而且也是美国国际影响力和控制力的重要来源之一。20 世纪 70 年代以前，美国的国际影响力和控制力来自美国的资源和产品供给能力。在当前的赤字背景下，美国不仅利用美元的地位来吸引全球资源和产出流入美国，而且引导资源与产出在美国之外的流动与配置。在此过程中，美国对全球资源过程的控制力与控制方式就如同银行体系或金融体系一样，无论是控制全球资源配置的能力，还是自身的经济利益，源头都在于负债，即对外贸易赤字。

如何权衡赤字利益、赤字融资约束与美元国际地位，并从中实现长期利益最大化？首先，需要控制对外贸易逆差规模的过快增长，降低贸易逆差规模占 GDP 的比重。服务业是美国国内供给相对过剩的行业，同时也是美国具有明显国际竞争优势的行业。由此出发，为了控制对外贸易逆差规模的过快增长，应该做的并不是限制货物进口和削减货物贸易逆差，而是扩大服务出口和增加服务贸易顺差。也就是发挥贸易失衡的逆向调整作用，在产品贸易逆差规模继续增长的情况下，通过服务贸易顺差规模的扩张来抑制总贸易逆差规模的增长。

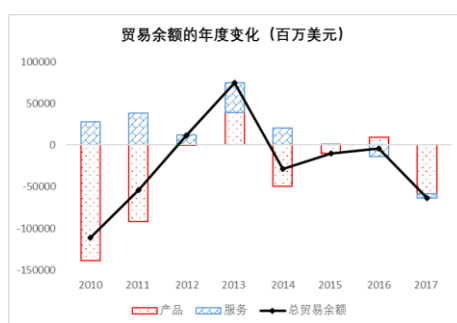


图 46 美国贸易余额的年度变化²

但是，近年来美国服务贸易顺差增长的趋势受到抑制，服务贸易顺差规模甚至出现了下降的趋势。2016 年和 2017 年美国的服务贸易顺差增幅都是负值。这必然引发美国的政策关注。服务贸易不仅受到目标市场开放程度的约束，还受目标市场内部规则的制约。对于服务企业来说，目标市场的知识产权保护、人员短期流动和签证政策、投资政策和竞争政策等国内规则，可能是比关税和海关程序等边境壁垒更重要的问题。运输和通信技术进步显著降低了跨国运输成本，多边贸易体系的发展大幅度降低了边境壁垒，通过国际直接投资可以规避跨国运输成本和边境壁垒导致的贸易成本。因此，如何降低进入一国市场后面临的交易成本，

¹ 2018 和 2019 年是预测数。数据来自 OECD。

² 数据来自 BEA。

就成为最为重要、也是最迫切的问题。这就需要美国通过政府的力量来推动贸易伙伴服务市场的开放以及市场内部环境的完善。

其次，需要分散对外贸易逆差的来源。为了避免贸易逆差增长和债务积累对美元国际地位产生过大压力，美国政府在政策层面必然要关注贸易逆差来源是否过于集中。无论是在上世纪 80 年代逆差主要来源于日本，还是近年来逆差主要来源于中国，都会引发美国政府在政策层面做出强烈反应。根据美国的统计数据，中国是美国最大的贸易逆差来源国。2017 年，对华货物贸易逆差占美国货物贸易逆差的 46%，对华总贸易逆差占美国总贸易逆差的 59%。分类看，中国是美国第一大进口来源地，2017 年占美国总货物进口的 21%；是美国的第四大货物出口目的市场，2017 年占美国总货物出口的 8%；是美国的第四大服务出口市场，2017 年占美国总服务出口的 7%；是美国的第九大服务进口来源地，2017 年占美国总服务进口的 3%；是美国的第二大服务贸易顺差来源，2017 年占美国总服务贸易顺差的 16%。

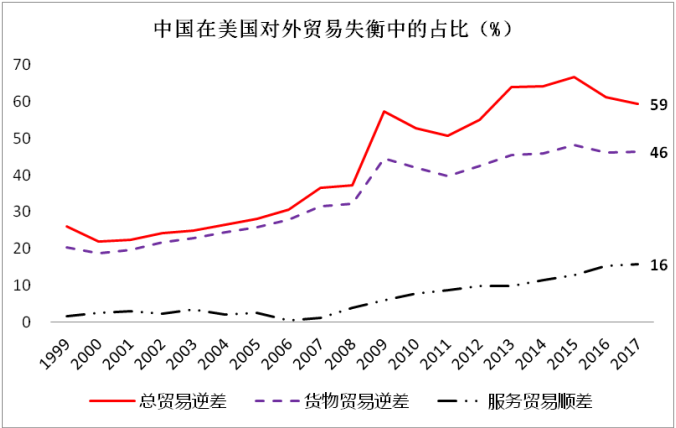


图 47 中国在美国对外贸易中的占比 (%) ¹

在美国整体贸易逆差规模难以降低甚至还会持续扩张的情况下，分散逆差来源就是分散对外债务增量的来源。避免或防范在国际货币竞争中受到来自人民币的过大竞争压力，有助于维持美元国际地位的稳定性。同时，在市场的转移和替代过程中，有助于美国提高多边关系中的博弈能力，有助于引导和推动国际分工格局和全球生产体系的进一步调整。

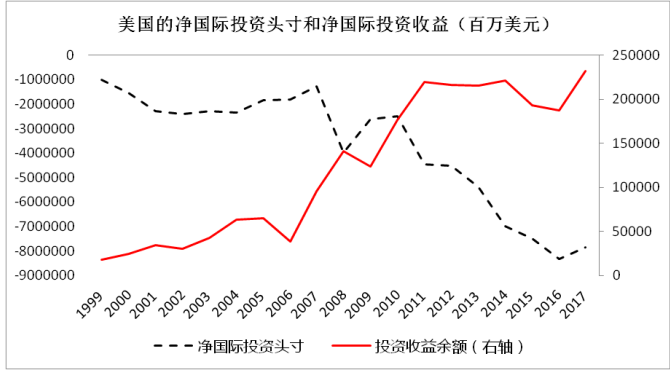


图 48 美国的净国际投资头寸和净投资收益 ²

¹ 数据来自 BEA。

² 数据来自 BEA。

再次，需要避免债务负担的出现和上升。在贸易逆差无法消除的情况下，对外债务必然不断积累，短期中的债务负担问题就显得尤为重要。自上世纪 70 年代以来，伴随美国持续的对外贸易逆差，美国对外债务不断积累。多年以来，美国一直是全球最大的净债务国。但是美国国际收支中的净投资收益却一直是正的。换句话说，美国虽然是净债务国，但是每年反而有净利息收入。这意味着，虽然美国对外贸易逆差导致对外债务的不断积累，但是在短期中却没有实质性债务负担。在其背后，美元的国际地位起到了关键作用。美元作为主导性国际货币所具有的安全性和流动性，是对国际投资者持有美国资产的直接补偿，从而降低对国际投资者的收益补偿。这实际上就是降低美国对外债务的利息支出。

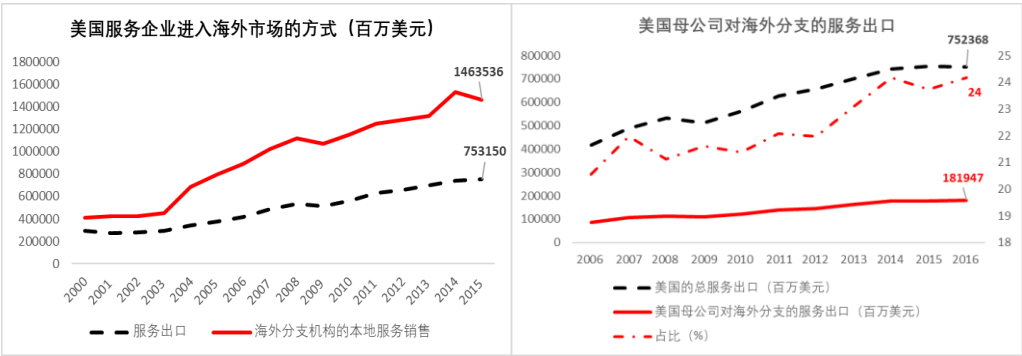


图 49 美国服务业进入海外市场的方式¹

开展对外直接投资并在境外市场从事生产经营活动，是美国优势产业实现其收益的重要途径。首先，通过在海外建立分支机构，充当国内产出向外出口的载体，将本国的禀赋优势转变为出口收益。近年来，美国跨国公司的母公司向海外分支的服务出口占美国总服务出口的比重显著上升，2016 年的占比达到 24%，比 2006 年上升了 4 个百分点。其次，建立分支机构在海外市场完成生产和经营活动，从中获取高额投资收益。1996 年以后，美国服务企业利用海外分支机构实现的服务销售规模超过美国直接的跨境服务出口。2015 年，美国跨境服务出口 7532 亿美元，通过美国跨国公司海外分支机构实现的服务销售 14635 亿美元，是直接服务出口的两倍。美国跨公司海外分支机构的净收入超过了母公司的净收入，2015 年两者分别是 1.2 万亿美元和 1.1 万亿美元。

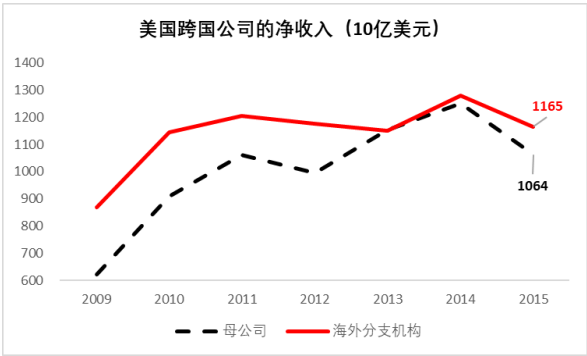


图 50 美国跨国公司的净收入来源²

拥有对外净债务却有净利息收入，这种所谓的“良性债务国地位”，对于维

¹ 数据来自 BEA。
² 数据来自 BEA。

持美国的贸易逆差状况并从这种状况中获益，是至关重要的条件。如何维持这种“良性债务国”地位，避免债务负担的出现和上升？数据显示，2011 年以来美国的净国际投资收益不再增长，甚至出现下降的趋势。在这种情况下，就迫切需要考虑如何提高美国对外投资的收益。这样，美国资本在全球范围内的投资、生产和经营环境就变得极其重要。这就需要“利用一切手段”提高外国的投资准入、改善美国资本在外国的生产和经营环境，才能保证美国资本在全球范围内的高收益。这不仅是直接服务于“实现美国要素全球收益最大化”的政策目标，更是降低美国债务负担的必要条件。

最后是美国长期优势和美元国际清偿力的长期基础问题。多年以来，技术和创新优势一直是美国国际竞争力和控制力的主要来源。技术和创新优势给美国带来的并不是产出供给能力的全面扩张，而是为全球提供不可替代的关键生产投入的能力。只要其他国家的生产过程还必须依赖美国提供关键的生产投入，包括关键技术和运用关键技术的设备与服务，那么，就不得不继续持有美元和美元资产。这样，美元的国际地位就能够继续维持，就能够继续维持对外贸易逆差，并从中获取利益。也正是因为此，保持美国在技术和创新上的领导地位，才成为特朗普政府不断提及的政策目标。这样，美国才可以继续利用美元的国际地位来控制全球范围内的利益分配。为了维持美国在技术和创新上的优势与领导地位，其他国家国内的知识产权保护、技术转让规则和产业政策等问题必然成为美国政府的政策对象。

短期经贸利益无法解释特朗普政府的极端政策行为。但是在长期利益的视角下，美国需要适度控制贸易逆差规模、分散贸易逆差来源、维持良性债务国地位和实现本国要素全球收益最大化。服务于这些长期战略性目标，不仅需要重构全球经贸和投资规则，改变国际分工格局、全球生产价值链和国际贸易格局；还需要帮助本国要素特别是资本突破其他国家的边境壁垒和边境内壁垒，这不只是其他国家的市场开放问题，更涉及美国资本在其他国家国内展开生产和经营活动的制度环境和市场环境等问题等。那么，推动国际经贸关系和经贸规则的重构，并在此过程中服务于美国的长期利益需求，这是美国政府对外贸易政策行为的基本动因。这样就不难理解特朗普政府看似极端的政策行为。

基于对其政策意图的判断，我们认为，特朗普政府在未来的中美经贸博弈中有可能会采取更加极端的政策行为。首先，联合欧盟和日本等众多发达经济体共同对我国施压。在产能过剩、知识产权、产业政策以及国有企业等诸多议题上，欧美的立场和观点没有明显分歧，分歧只是在于具体的行动策略上。美国是全球最大的净需求市场，在全球所有逆差国的总逆差规模中占据了 40% 以上的比重。在美国整体贸易逆差难以明显下降的情况下，削减对华逆差意味着美国市场的份额从中国转向其他经济体，这对其他经济体也有很大吸引力。特朗普发出的在主要发达经济体之间构建自贸区的信号已经得到积极响应，这加剧了特朗普政府联合其他发达经济体共同对我国施压的风险。这既有助于美国缓解因贸易逆差来源主要集中于我国所带来的人民币对美元的压力，也有助于在市场开放以及国内规则和产业政策方面对我国施加更大的压力。

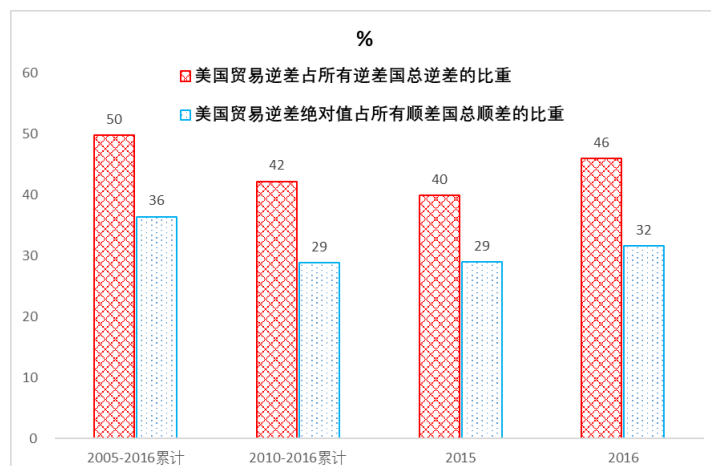


图 51 美国依然是全球最大的净需求市场¹

其次，特朗普政府可能施压手段转向货币、汇率和金融领域，这是需要我们高度关注的风险。目前美国很多学者和智库的研究认为，主要贸易伙伴的汇率操纵行为是导致美国贸易逆差增长的重要原因之一。限制进口的保护主义政策既不能解决美国的贸易赤字问题，也不能保护美国国内制造业，相反会损害美国企业的国际竞争力和美国消费者的利益。在此逻辑之下，要有效解决贸易赤字问题，就必须针对外国的汇率操纵行为。目前，一方面是美元在美国宏观经济和货币政策共同推动下呈现较为强劲的升值趋势，另一方面是人民币在宏观经济和金融压力下面临较大贬值压力。如果这种状况持续较长一段时间，特朗普政府很可能要对我国的汇率政策施加压力。而在货币和金融层面，支持实体经济、结构性去杠杆以及定性降准和补充流动性等做法，都可能被特朗普政府与我国的国有企业、产业政策以及政府补贴等问题联系在一起。

第三，对我国采取更大力度的技术封锁政策。针对知识产权、技术转让、“中国制造 2025”和国有企业等，美国将会不断加大对其国内法的使用频率和力度。不可否认，我国在诸多核心技术和关键零部件上对美国具有较高的依赖性，并且在短期中很难找到有效的替代性供应来源。特朗普政府将经济安全与国家安全联系在一起，加大对我国的技术封锁力度的做法就具有了合法性。随着美国国内舆情和选情不断向有利于特朗普以及共和党的方向发展，加大对我国技术封锁的做法就具有了更好的政治基础。

三、外部风险对我国的影响

1、贸易渠道

主要发达经济体经济增速的下降，会使得我国出口增速加速下滑，加剧我国当前的总需求疲软状况。美日欧主要发达经济体依然是我国的主要商品出口市场。2000 年以后，随着我国出口市场的日益多元，美日欧主要发达经济体在我国货物出口中的占比不断下降。2000 年至 2013 年，美国、欧元区、日本和英国占我

¹ 数据来自 UNCTAD。

国货物出口的比重下降了 15.6 个百分点。2013 年之后，主要发达经济体占我国货物出口的比重重新上升，2013 年 6 月至 2018 年 6 月，美国、日本和欧盟占我国货物出口的比重提高了 3.3 个百分点。过去几年中我国出口增速的提升，在很大程度上是来自主要发达市场需求的扩张。在主要发达经济体经济增速下滑，需求扩大态势受阻的情况下，我国货物出口增速可能会加速下滑。

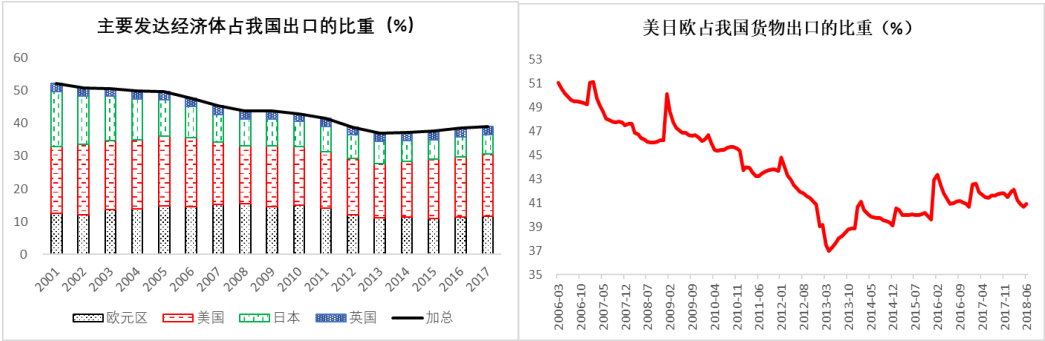


图 52 美日欧在我国出口中的地位重新提升¹

在经济增速下滑和需求收缩的情况下，贸易政策保护主义全面抬头的风险加大。危机以来，主要发达经济体在内部面临收入差距扩大和低收入群体实际收入下降，在外部面临多变贸易体系失效和进展停滞。美国特朗普政府全面出击的贸易保护主义做法，已经引发一系列贸易摩擦和冲突。在此背景下，经济增速下滑和宏观经济政策空间缩小，可能会成为“压死骆驼的最后一根稻草”。

进一步考虑到，产出缺口的变化是导致主要发达经济体增速下降和宏观经济政策效果下降的主要原因。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。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。在此背景下，贸易保护主义政策就会成为重要的策略选择。对内，可以配合财税政策调整，为新兴产业的培育与发展提供激励和保护；对外，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。一旦如此，无论是在贸易问题上，还是在技术、产业和规则等问题上，美欧之间在对华政策取向就可能趋同。这会使得我国在当前不断激化的中美贸易冲突中的回旋余地显著缩小。

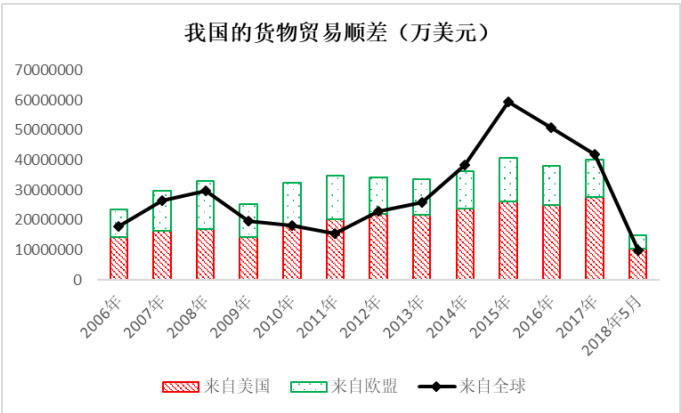


图 53 美欧是我国货物贸易顺差的主要来源

在我国的对美出口和贸易顺差中包含了大量来自其他经济体的价值成分，其

¹ 数据来自 WIND 和 UNCTAD。

中包括来自欧盟的增加值。因此，美国的对华贸易保护主义政策会沿着价值链条损害到欧盟的利益。这是我们希望借助中欧合作来应对特朗普贸易保护主义政策的重要基础。但是通过对比海关统计口径下的贸易余额与增加分解后的贸易余额，可以看出，我国对北美和欧洲的增加值贸易顺差小于海关贸易顺差。这意味着，在我国对欧美的出口中包含了来自欧美以外经济体的价值成分。所以，从贸易的增加值分解来看，在净值意义上我国并不是欧洲增加值进入美国市场的中间环节。在净值意义上，我国是东亚及其他地区增加值进入欧美市场的中间环节。希望通过加强与欧盟的合作，来抵制美国直接指向我国的贸易保护主义政策，其基础并没有我们想象的那么坚实。

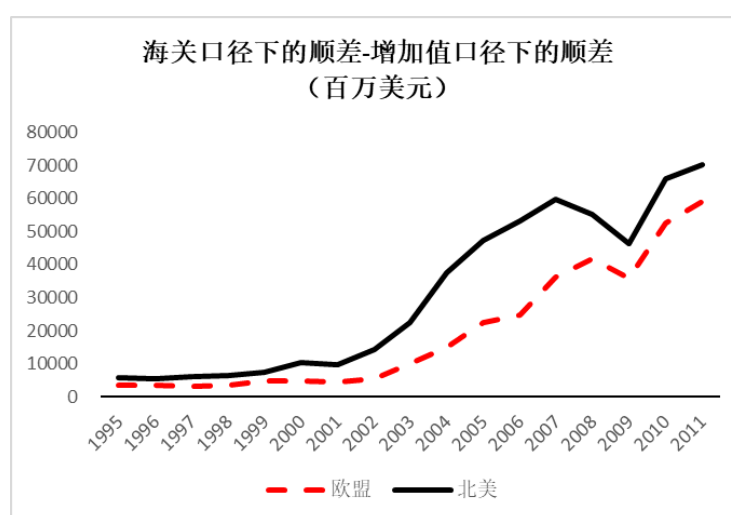


图 54 海关口径下的顺差与增加值口径下的顺差比较¹

基于增加贸易与海关贸易的比较，可以把我国与不同地区的双边贸易关系界定为如下的序贯联系：东亚及其他地区→中国→欧美。在这样的序贯联系中，不同地区在我国对外贸易关系中的替代性可能也不如我们想象的那么高。至少在短期中，在全球生产价值链没有出现大调整的情况下，不同地区在我国对外贸易关系中的相互替代性是很低的。因此，特定地区的需求或供给冲击会对我国经济产生较为持久的影响。进一步的问题是，这种影响有多大？

在现有研究中，一般认为中美贸易冲突加剧对我国经济增长的量化影响不会太大。在其背后的一个很重要的原因是我国整体贸易失衡已经显著降低。2017年，这一比重已经降至 2% 以下。在全球主要经济体的对比中，这一比例已经是很低的了。而且，在对美出口受限的情况下，来自其他经济体的进口也会相应减少，整体货物和服务净出口的下降不会特别大。这样的话，GDP 增长最终受到的负面影响就不会很大。

¹ 海关口径下的贸易余额来自 WIOD 数据。增加值贸易口径下的贸易余额是根据 WIOD 数据，利用 Koopman, Wang and Wei (2014) 的方法计算而来。



图 55 货物和服务净出口占我国 GDP 的比重

海关出口数据只能测度最终需求，不能反映隐藏在国内投入-产出关系中的间接需求。基于海关数据计算的出口依存度，只能反映出口的直接拉动作用，我们称之为直接出口依存度。为了衡量出口最终需求和生产投入需求对于国内生产活动的全部影响，我们利用 KWW（2014）的方法，通过核算完全需求系数，计算出包括最终需求和全部生产投入需求在内的完全出口需求，并由此计算完全出口依存度。可以看出，完全出口依存度是直接出口依存度的两倍以上。这意味着，基于海关统计得出的总出口数据系统性地低估了出口对于我国国内生产活动的拉动作用。甚至可以说，出口的间接拉动作用更加重要。基于直接出口依存度，出口变化只能影响我国国内生产活动的 10% 左右。但是基于完全出口依存度，出口变化能够影响我国国内生产活动的 25% 左右。这种联系放大了出口增速下降对我国国内生产活动的负面冲击。

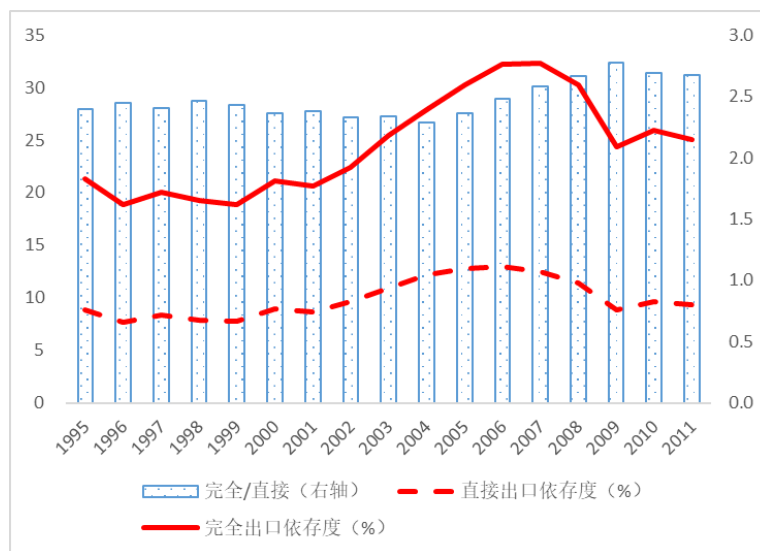


图 56 直接出口依存度与完全出口依存度的比较¹

贸易顺差的下降有两种模式。一是进口和出口都增长，总贸易规模扩大，但是进口增长更快，从而推动贸易顺差下降。二是进口和出口都减少，总贸易规模下降，但是出口减少更快，从而推动贸易顺差下降。仅仅从净外需的角度去考察，

¹ 直接出口是指现有贸易统计下的出口，直接加总 WIOD 数据的中间产品出口、投资品出口和消费品出口。完全出口是指直接出口引发的对国内产品的完全需求，利用 WIOD 数据和 KWW（2014）的方法计算而来。

这两种模式的影响没有区别。一旦考虑到生产过程的特点，这两个模式的影响将是截然不同的。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。

2、金融渠道

需要考虑的外部冲击不仅是贸易层面，还有金融层面的冲击。美国金融条件收紧和美元升值会推动全球金融条件收紧，再叠加进其他主要发达经济体的货币紧缩，全球金融条件的紧张状态进一步加剧。由此带来国际金融市场上预期、信心和风险态度的变化。多种变化结合在一起，对新兴经济体的跨境资本流动和国内金融稳定性产生严重冲击。这种影响不可避免地会我国产生冲击。在我国国内去杠杆、挤泡沫和防控系统性金融风险的过程中，必须避免来自外部金融冲击的叠加影响。

2017 年以来，内资净流出规模稳中有降，外资净流入大幅增长，导致我国金融项下的净资本流入迅速增加。在私人对外投资方面，受加强监管和政策性因素的影响，国内私人对外直接投资不断减少；受证券市场波动、汇率波动、货币政策和市场情绪等的综合影响，私人对外证券投资和其他投资规模具有较大波动性。以储备资产为代表的官方对外投资规模趋于稳定。值得关注的是，虽然金融项下资本净流入规模大幅提高，但是误差和遗漏项下的净流出规模维持在较高水平。误差遗漏项的净流出是在监管视野之外的资本流出。在加强资本账户管控的背景下，误差遗漏项依然存在大规模的净资本流出，这是一个较大的风险源。

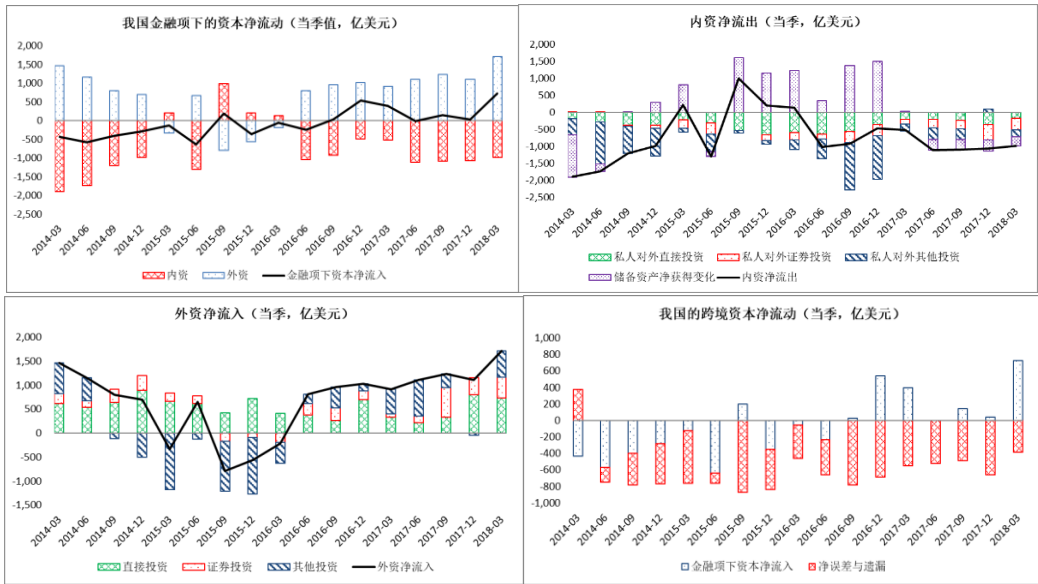


图 57 我国的跨境资本流动情况

外资净流入的增加推动了我国对外负债增幅的提高，内资净流出规模的下降

抑制了我国对外资产的增幅。两者结合在一起，使得我国的国际投资净头寸呈现下降趋势。在我国的国际投资净头寸中，非储备性净头寸是负值，并且呈现出扩张趋势。也就是说，非储备部门处于不断加剧的对外净负债状况。这意味着非储备部门资产负债表的币种结构失衡状况有所加剧，对汇率波动以及国内外利差变化的脆弱性提高。

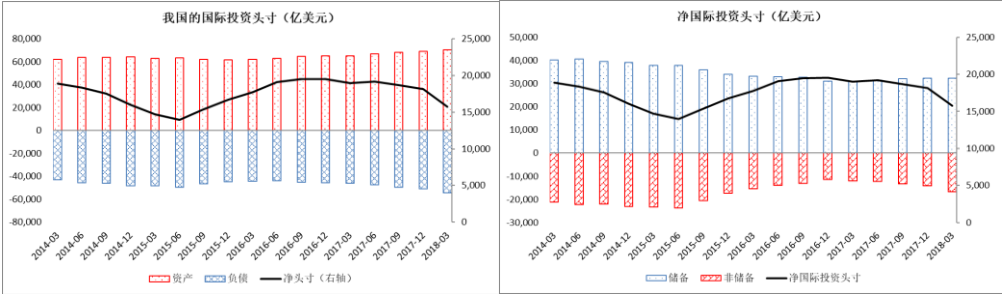


图 58 我国国际投资头寸的变化

在我国的对外资产中，非储备性资产占比不断提高，并且目前已经超过储备性资产的占比。但是，在非储备性资产中直接投资的占比只有 40%左右。而在对外负债中，直接投资的占比在 60%左右。在一般情况下，基于不同投资主体的偏好以及不同资产的特点，储备资产的收益率是最低的，直接投资的收益率是最高的。因此，对外投资结构决定了我国对外资产的收益率偏低，而外资对我国投资的收益率则要高很多。由此，虽然我国拥有大规模的对外净资产，但是净投资收益却是负的。我国拥有净债权国之名，却未获得净债权国的收益。这不仅是一种社会福利损失，也不利于宏观经济和金融稳定性的提高。

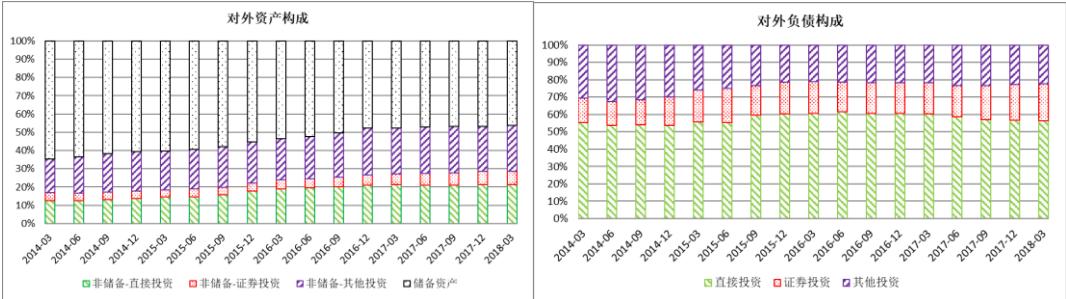


图 59 我国的对外资产和负债结构失衡

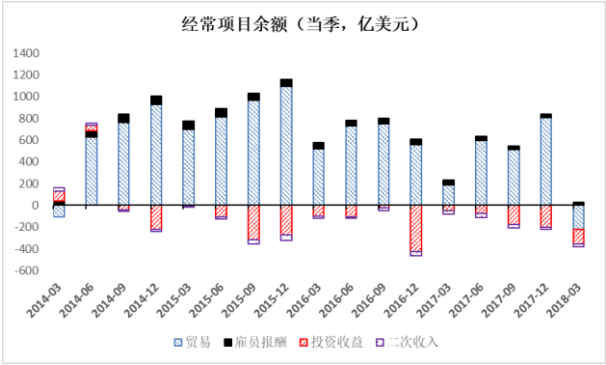


图 60 我国的净国际投资收益为负

国内的去杠杆、金融整顿、加强金融监管和深化金融体制改革，在国内企业

和家庭部门负债率处于高位的情况下，本身就容易引发资产价格的过快下跌和金融风险的集中爆发。我国跨境资本流动和国际投资头寸的结构特点，会引发国外金融风险的传导以及内外金融风险的叠加。国际金融市场的变化通过影响国际投资者的资产负债表状况，改变其对我国证券及其他资产的持有行为，产生对我国金融市场和资产市场的传导。国内私人部门所持对外资产规模和比重的提高，使得私人部门资产负债表状况对国际金融市场的变化更加敏感。国际金融市场的变化通过影响私人的对外资产，对国内金融市场和资产市场产生影响。大量跨境资本流动出现在误差遗漏项下，意味着有很大规模的跨境资本流动是在监管视野之外发生的。在国际金融市场出现异常变化时，或者国内金融压力加大时，监管部门很难有效地阻隔金融动荡和风险的跨境传导，从而无法有效避免内外金融风险的叠加。

四、几点建议

1、通过加快推进供给侧结构性改革，强化民间投资增长与家庭消费需求增长的良性互动。运输和旅行等服务贸易逆差的急剧扩张，意味着消费升级力量未能充分地传导到国内供给侧。我国在医疗、教育、旅游、社会保障和社会公共服务等方面处于严重的供给不足状态。这意味着，在这些产业的民间投资具有非常有利的市场实现条件，所面临的主要是行业准入约束、资金和其他成本约束。在加快推进金融改革的同时，进一步放松这些行业的准入限制，治理和规范行业经营和竞争秩序，改进产品的质量标准和安全标准等。在消费升级和民间投资增长之间形成相互促进的良性循环。

2、为了应对美国的贸易保护主义，需要利用多边利益关系分化带来的利益结盟机会，深化与日本、东盟、欧盟以及俄罗斯等的经贸合作，开创经济外交新局面。为使得多边框架下的利益结盟具有合法性，应该在 WTO 框架下或者不违反 WTO 规则的双边和次多边层面展开合作和政策协调。基于我国在全球价值链上的位置，我国不仅需要、而且可以利用多边利益结盟。特别是，需要抓住世界经济增长态势尚未逆转的窗口期，加快推进与欧盟的高水平经贸与投资合作。

2、坚定不移地推进和落实既定的深化开放战略，推动国内市场的扩大和升级，提高国外企业对我国市场的依赖性，包括通过产品出口进入我国市场，或者直接投资后在我国的本地生产和销售。在我国遭受来自特定国家或地区的贸易保护主义压力时，我国可以有选择地撤回单边贸易和投资自由化行动，这不仅有助于应对外部贸易保护主义压力，也有助于抵制欧美等经济体之间可能的结盟。

3、针对特朗普政府的极限施压，需要提高现有反制政策的灵活性和合理性。必须承认，我国的反制措施也会对我国自身产生一定的负面影响。为此，必须兼顾国际市场的供给状况，以及国内生产和消费投入需求状况，为调整反制措施中的产品目录留下适当的余地，以降低反制措施可能对国内生产和生活的负面影响。这有助于提高反制措施的可信度。

4、采取更加灵活的汇率形成机制和偏紧的跨境资本流动管理，防范国外金融风险的传导及内外金融风险的叠加。通过提高汇率弹性、改革外汇储备管理体制和完善资本账户管理措施，阻隔美元和美国货币政策对我国货币、金融和宏观

经济的冲击。还必须调查、研究和梳理我国跨境资本流动的渠道，解决大量跨境资本流动处于监管视野之外的问题，提高跨境资本流动的监控效率。

5、在提高外资准入和投资便利化的同时，要兼顾国际发展态势和国内自贸区的试点经验，完善国内规则和法律，提高法律审查的效率。同时，及时梳理和评估我国贸易与投资壁垒的动态变化，构建量化指标和测度。这是可以谈判和磋商的对象，也是我国可以做出承诺的对象。