



中华人民共和国

2015年8月

2015年第四条磋商——新闻发布稿，工作人员报告，以及中国执行董事的陈述

根据基金组织协定第四条，基金组织通常每年与成员国举行双边讨论。在2015年与中华人民共和国第四条磋商的背景下，发布了下述文件，并纳入本文件包：

- **新闻发布稿**总结了执董会2015年7月22日讨论工作人员报告从而结束本次与中国第四条磋商过程中发表的意见。
- **工作人员报告**由基金组织工作人员小组在2015年5月27日结束的与中国官员关于经济发展和政策的讨论后撰写，供执董会2015年7月22日讨论。报告依据的是讨论时所能获得的信息，于2015年7月7日撰写完毕。
- 基金组织工作人员撰写的**信息附录**。
- **工作人员补充信息**对近期经济发展信息进行更新。
- **中国执行董事的陈述**。

基金组织的透明度政策允许在公布的工作人员报告和其他文件中删除市场敏感信息和对当局政策意向的过早披露。

公众可以联系以下部门获取该报告副本

Copies of this report are available to the public from

International Monetary Fund • Publication Services
PO Box 92780 • Washington, D.C. 20090

电话：(202) 623-7430 • 传真：(202) 623-7201

电子邮件：publications@imf.org 网址：<http://www.imf.org>

价格：每份 18.00 美元

国际货币基金组织
华盛顿特区



新闻发布稿第 15/380 号

国际货币基金组织

立即发布

美国华盛顿特区西北区 19 街

2015 年 8 月 14 日

基金组织执董会完成与中华人民共和国的 2015 年第四条磋商

2015 年 7 月 22 日，国际货币基金组织（基金组织）执董会完成了与中华人民共和国的第四条磋商¹。

中国正转向新常态，经济增长减缓，但更安全、更可持续。去年的增长速度下降到 7.4%，今年，在投资（特别是房地产投资）放缓的背景下，预计增长将进一步放慢到 6.8%。随着经济向劳动力密集程度更高的服务业转型，劳动力市场在经济增长减缓的情况下仍保持了活力。这进而支持了居民消费。预计通货膨胀将保持在 1.5% 的水平，实际有效汇率的升值和全球大宗商品价格的下跌起了抑制通胀的作用。

财政政策保持宽松，并且继续受到预算外活动的影响。截至 2014 年底，增扩概念的债务（广义政府加预算外活动）上升到 GDP 的 57% 左右。货币政策基本保持中性，因为利率的下调与通胀的下降相匹配。信贷增长显著减速，并且，由于对影子银行实行了更严格的监管，信贷增长更多地转向传统银行贷款。社会融资总量（广义融资指标）的增长从 2013 年 5 月 22% 的峰值下降到 2015 年 5 月的 12.5%。

外部再平衡取得了显著进展。经常账户顺差从 2007 年约 10% 的峰值下降到 2014 年的 2.1%，人民币实际有效汇率自去年以来升值了 10% 左右。国内再平衡也取得了进一步的进展，2014 年消费对 GDP 增长的贡献率比投资高 0.1 个百分点，劳动收入在 GDP 中所占比例提高。

执董会的评估²

中国过去 35 年的非凡发展成就证明了当局在实施关键的经济政策和改革方面所取得的成功，执董们对此表示赞赏。他们注意到，全球金融危机以来，中国依赖信贷提供融

¹ 根据基金组织《协定》第四条，基金组织通常每年与成员国进行双边讨论。一个工作人员小组访问成员国，收集经济和金融信息并与该国官员讨论经济发展情况和政策。回到总部后，工作人员准备一份报告，该报告构成执董会讨论的基础。

² 在讨论结束时，总裁作为执董会主席总结执董们的观点，这份总结转给该国当局。对总结中使用的修饰语的解释，见 <http://www.imf.org/external/np/sec/misc/qualifiers.htm>。

资的投资，这带来了大量脆弱性。为此，他们对当局致力于转向更可持续的增长模式表示欢迎。他们认为，一个关键的挑战是，确保在减小脆弱性方面取得充分的进展，同时防止经济增长减缓过快并推进结构性改革。

执董们认为，控制脆弱性是一项优先任务。他们欢迎中国在这方面取得的进展，包括：放慢信贷增长，特别是在影子银行的信贷增长；减缓投资，主要是减缓住宅房地产投资；通过了新的预算法，目的是维护财政可持续性。然而，他们认为，为了实现脆弱性的持续下降，仍需开展更多工作，包括进一步减缓房地产投资，实现多年去杠杆过程，以及开展中期财政整顿。

执董们强调了管理增长减缓的挑战，并建议校准宏观政策实现有序调整，目标是今年实现 6.5%-7% 的增长率，明年增长率为 6%-6.5%。他们同意，货币政策应采取等待观望的方式，特别是由于显著放松货币政策有可能加剧信贷和投资脆弱性。同时，鉴于信贷和房地产投资减缓对经济增长的不利影响，今年应避免大幅削减地方政府支出而减少增扩概念的财政赤字的做法。执董们认为，明年启动逐步的财政整顿是合适的，在 2020 年之前将增扩概念的赤字降到 GDP 的 8%，并使公共财政走上可持续路径。

执董们强调，需要进一步实施结构性改革，提高中国经济的开放程度和市场化程度，并促进国内经济进一步实现再平衡。这些措施包括：建立更加市场化的金融体系和货币政策框架，包括最终放开利率和取消隐性担保；改革国有企业；实行有效浮动汇率；以及加强财政框架，包括地方政府与中央政府的关系、社会保障体系和税收政策。他们注意到当局的议程包括这些改革，并对已经取得的进展表示欢迎。展望未来，他们敦促当局稳步、及时地实施所设想的改革。

执董们注意到工作人员作出的 2014 年外部头寸略强于与经济基本面相对应的水平的评估。他们同意，这突出表明需要继续实施改革，以进一步降低过度储备，实现可持续的外部平衡。他们还注意到工作人员的以下评估，即今年人民币实际有效汇率的显著升值已使人民币汇率达到不再低估的水平。几位执董指出，汇率的进一步调整能进一步促进外部调整。执董们对中国在放开资本账户上采取的步骤表示欢迎，并建议谨慎地确定这些步骤的顺序。

执董们注意到当局对近期股市调整采取的广泛的政策回应措施。他们同意，及时退出这些干预措施符合建立更加市场化的金融体系的目标。重点应是保持具有系统重要性的机构和机构群体的流动性，以及加强市场监管和危机管理框架。

执董们鼓励当局继续改善数据质量，特别是财政数据，并对当局承诺接受数据公布特殊标准表示欢迎。

中国：若干经济指标

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
							预测
国民账户与就业	(百分比, 年增长)						
实际GDP	10.6	9.5	7.7	7.7	7.4	6.8	6.3
国内总需求	12.1	10.3	7.5	7.8	7.2	6.5	6.3
消费	9.4	11.4	8.2	6.9	6.9	7.1	7.7
投资	15.3	9.0	6.7	8.9	7.6	5.8	4.7
固定资产投资	12.6	8.6	8.7	9.2	7.6	6.1	4.9
库存 1/	1.4	0.4	-0.7	0.1	0.1	0.0	0.0
净出口 1/	-1.4	-0.8	0.1	-0.2	0.1	0.2	0.0
消费者价格							
期末	4.6	4.1	2.5	2.5	1.5	1.5	1.8
平均	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	1.5	1.8
失业率 (年平均)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
外债与国际收支	(占GDP的百分比)						
经常账户	4.0	1.8	2.5	1.6	2.1	3.0	2.7
贸易差额	4.2	3.3	3.8	3.8	4.6	6.0	5.6
货物出口	26.3	25.6	24.3	23.3	22.6	21.0	20.5
货物进口	22.1	22.3	20.5	19.5	18.0	15.1	14.9
总外债	9.1	9.3	8.7	9.1	8.6	8.9	9.5
储蓄与投资							
国内投资总量	47.2	47.3	46.5	46.5	46.0	44.4	43.4
国民储蓄	51.2	49.2	49.0	48.0	48.1	47.4	46.0
公共部门财政							
广义政府债务 2/	36.2	35.8	37.0	39.3	40.7	42.8	45.6
广义政府净贷款/借款 3/	-1.2	0.6	0.0	-1.1	-1.1	-1.9	-2.4
实际有效汇率	(百分比, 年增长)						
年平均	-0.5	2.8	5.6	6.3	3.1	...	...
期末	4.5	6.1	1.2	8.1	7.9	...	...

来源：CEIC数据有限公司；基金组织，信息通告系统；以及基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 对年度增长的贡献，以百分比表示。

2/ 2013年国家审计署的审计显示，2012年末债务对GDP比率为39.4%。工作人员的估计是基于明确的债务以及政府担保债务和可能产生的负债的一部分（按国家审计署的估计，占14%-19%）。工作人员的估计不包括中央政府为中国铁路总公司发行的债务。

3/ 对当局的财政预算余额进行调整，以反映并表广义政府余额，包括政府管理的基金、国家管理的国企基金、平准基金的调整以及社保基金。



中华人民共和国

2015年第四条磋商工作人员报告

2015年7月7日

主要问题

背景。中国正在进入“新常态”，其特点是经济增长减缓，但更安全、更可持续。这种转变充满挑战，但当局致力于实现这种转变。他们在控制全球金融危机以来积累的脆弱性方面已经取得进展，并已开始实施全面的改革计划。鉴于中国目前是全球最大的经济体，其成功对于本国和世界都至关重要。

重点。讨论侧重于管理这一转变过程的政策。特别是，如何同时应对以下两项任务带来的挑战：（1）解决不断积累起来的失衡，同时防止经济增长减缓过快；（2）推进结构性改革，实现新的增长模式。基线假设当局取得成功，在2020年之前使经济走上更加均衡和可持续的增长道路，消费水平提高，外部头寸处于均衡状态。

前景和宏观政策。预计经济增长率将从去年的7.4%降到今年的6.8%。这种减缓与当局制定的7%左右的增长目标以及工作人员建议的6.5%-7%的增长范围相一致，反映了在解决脆弱性方面取得的进展，包括社会融资总量增长放缓、对影子银行的监管加强、房地产市场的调整以及新的预算法实施。为了确保在解决脆弱性方面进一步取得进展，应允许GDP增长率明年放缓至6%-6.5%

外部评估。实际有效汇率的显著升值已经使人民币币值达到不再被低估的水平，但外部头寸仍略强于基本面，这突出表明，需要实施改革，降低过度的储蓄，实现持久的外部平衡。

结构性改革。在实施当局的金融、财政、国有企业和对外部门改革议程方面，已经取得进展，但仍有大量工作有待完成。优先考虑的事项包括：转向更加市场化的金融体系；改善政府财政的管理；在国有企业与私营部门之间创造公平竞争的环境；在两到三年内实行有效浮动汇率机制。进展越快，促进经济增长的好处就能越早实现。

风险。经济前景面临的重大风险仍是控制脆弱性和推进结构性改革方面的进展不足。如果这种风险变为现实，中期内可能出现无序调整和/或增长持续减缓的情况。考虑到现有缓冲和政策工具，近期的国内和外部风险较低。

**Markus Rodlauer 和
Alfred Kammer 批准**

2015年5月14-27日在北京、上海和太原举行了讨论。工作人员小组由以下人员组成：Markus Rodlauer（组长）、Steven Barnett、Wojciech Maliszewski、Wei Liao、Longmei Zhang、Si Guo（均来自亚太部），Dezhi Ma（信息交流部），Mauricio Soto（财政事务部）、Geoff Gottlieb（战略、政策与检查部），以及 Alfred Schipke、Waikeli Lam 和 Shaun Roache（货币与资本市场部）（驻华代表）。利普顿先生（第一副总裁）参加了总结会议。

目录

背景	4
近期经济发展和前景	4
A. 近期发展：正在调整	4
B. 再平衡	6
挑战：管理经济减缓、调整和改革	7
A. 脆弱性	7
B. 改革的影响	8
政策	10
A. 减轻脆弱性，同时管理需求	9
B. 促进经济增长的改革	12
溢出效应、下行风险和替代情景	15
A. 溢出效应	15
B. 下行风险	17
C. 替代情景	17
工作人员的评估	18
专栏	
1. 通货紧缩风险	21
2. 劳动力市场的发展	23
3. 去杠杆化	25
4. 中国的股票市场：近期发展和风险	28
5. 房地产下滑的风险有多大，是否要紧？	31
6. 增长情景	33
7. 货币和财政政策态势：评估和预测	35
8. 努力实现公平、可持续和统一的社会保险制度	38
9. 转向更加灵活的汇率机制	39
10. 中国贸易格局变化带来的溢出效应	42

图

1.实际部门的发展	43
2.货币和金融的发展情况	44
3.国内再平衡	45
4.外部发展情况	46
5.脆弱性减轻	47
6.增长预测	48
7.国有企业	49
8.外债	50

表

1.若干经济指标	51
2.国际收支	52
3.外部脆弱性指标	53
4.货币变化情况	54
5.广义政府财政数据	55
6.示意性的中期情景	56

附录

I.2014-2015年中国金融部门评估规划主要建议的实施情况	57
II.对外部门评估	63
III.债务可持续性分析	65
IV.全球风险评估矩阵	73

背景

1. **中国的成功，中国的挑战。**中国目前是世界最大的经济体（按购买力平价衡量），这是中国成功的改革和发展政策的力证。但中国远未达到富裕水平：2014年，中国的人均收入（按购买力平价衡量）是美国的24%，按美元衡量则为14%。因此，中国仍有相当大的空间继续增长和赶上发达经济体的水平。然而，正如国际经验和关于中等收入陷阱的文献所显示的，这种趋同绝非一定能实现。正如其过去的成就一样，中国未来的成功将取决于继续实施必要的、但往往是艰难的宏观政策和改革。

2. **新的领导力量，经济发展的新方向。**现任领导人已经在任两年。从历史上看，这通常是政策实施加速的时候。这也是制定第十三个五年规划（2016-2020年）的时候。领导人已经强调了一项以持续提高人民生活水平为重点的经济议程。这包括促进包容性增长、改善环境和打击腐败。2013年晚些时候宣布的三中全会改革蓝图提出了2020年之前完成的综合议程。经济方面，目标是转向更可持续的增长模式，包括让市场在经济中发挥决定性作用。另外，该议程还包括城镇化、农村土地改革、一孩政策、环境和体制框架等问题。

3. **正在调整。**当局的计划与工作人员之前的建议相一致，并已经取得进展。信贷增长（特别是“影子银行”部分）已经放慢；房地产部门正在经历必要的调整；新的预算法正在应对地方政府财政挑战。旨在放开金融体系的改革也已得到推进（附录 I）。主要的成就包括实行存款保险以及放开利率方面的进展。

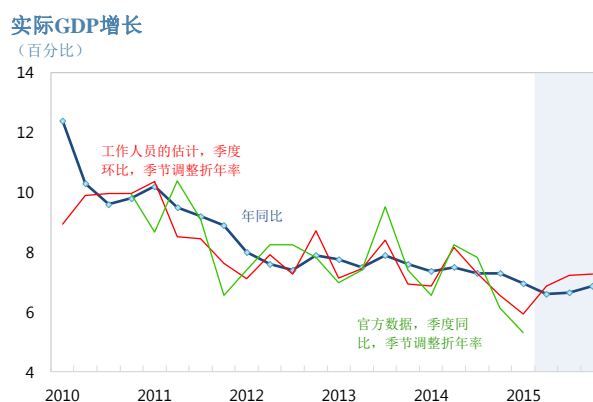
4. **今后仍然面临重大挑战。**必须在促进经济增长的改革上取得更快进展。全球金融危机以来，增长模式依赖于不可持续的信贷与投资组合。这导致政府和企业债务增加、金融体系压力增大、投资效率下降。转向一个更安全、更可持续的增长路径，必须扭转这些趋势。这样做将会减少需求，从而不可避免地减缓近期增长。管理这种减缓过程是一个重要挑战：进展过慢将导致脆弱性继续增加，而推进过快将面临无序调整的风险。管理这一权衡取舍关系的关键是，实施结构性改革以提高潜在增长率。

近期经济发展和前景

5. **实现更慢但更安全的生长。**中国的增长正在放缓，这种放缓在很大程度上是经济摆脱全球金融危机以来不可持续增长路径过程中的一个附带结果。工作人员预测，中国经济今年将增长6.8%，与当局7%左右的增长目标相一致，并处在工作人员认为今年增速适当的6.5%-7%的范围之内。

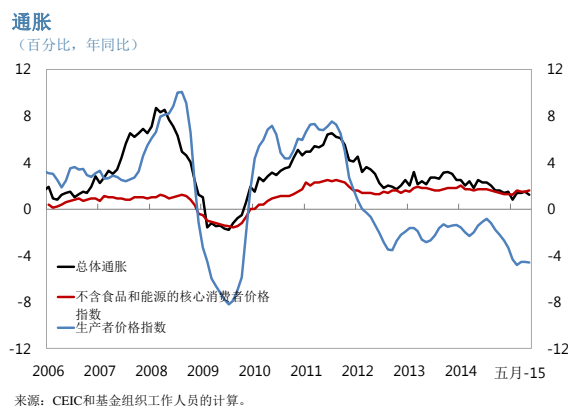
A. 近期发展：正在调整

6. **经济增长继续小幅减缓。**2014年，经济增长7.4%，与7.5%“左右”的官方目标相一致（图1）。这是近年来增长率首次低于名义目标。今年到目前为止的发展情况符合工作人员的预测和建议。第一季度的增长率为7.0%（同比），近期供给方指标（如工业增加值和电力生产）显示增长继续放缓。尽管需求指标也显示增长放缓（由于房地产建设的调整），但居民消费和零售额得到很好的维持，这主要得益于劳动力市场强劲（反映了当前向更大程

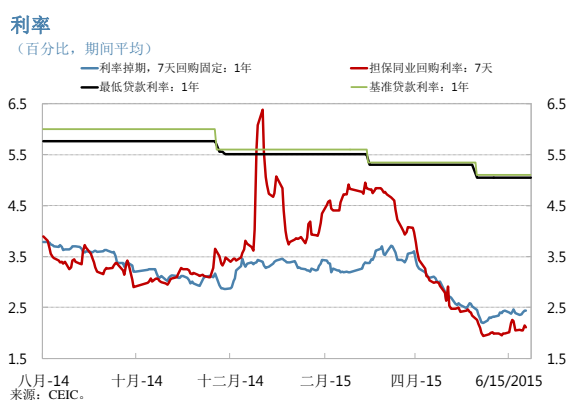


度的劳动密集型增长的转变)。从地区看,增长的放缓较为集中:六个省份(天津、辽宁、吉林、河北、山西和云南)合起来仅占GDP的15%,但在实际增长率从2012-2013年的平均7.8%降到去年7.4%中所起的作用超过80%。

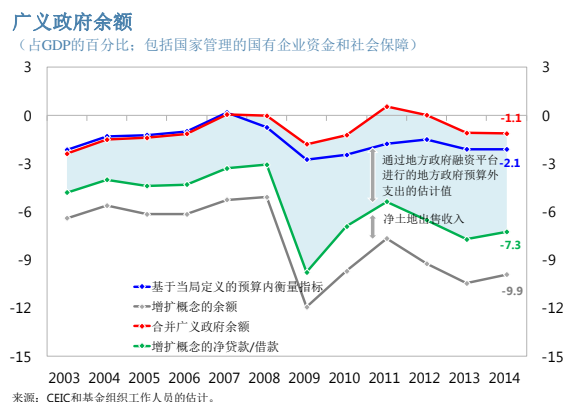
7. **通胀已经减速,但主要是由于供给冲击。**核心通胀相当稳定,近五年来处于1%-2%的范围内。总体通胀更为波动,但这主要反映了食品价格受到的供给冲击以及实际有效汇率升值的效应,而不是产出缺口的变化。因此,目前经济活动的放缓看来并不是通胀减缓的重要驱动因素(专栏1)。同时,生产者价格已经下降了好几年。最近一次下降是因为全球大宗商品价格下跌和人民币有效汇率升值。更广泛而言,在解释中国和亚洲其他多数经济体的生产者价格指数波动方面,外部因素看来起了重要作用。



8. **信贷增长,特别是影子银行的信贷增长已经显著下降。**全球金融危机后,社会融资总量(广义信贷指标)大幅增加。然而,2014年以来,社会融资总量增长速度显著放慢,从2009年底34.4%(社会融资总量存量,年同比)的峰值,下降到2015年5月的12.4%(基金组织工作人员的估计,图2)。信贷流量的走势变化更为显著,2015年信贷流量收缩了19%(1月至5月,年同比)。这一逆转是因为对影子银行活动实施了更为严格的监管,监管的加强也促进社会融资总量增长的构成朝着传统银行贷款的方向得到改善。社会融资总量增长也受到金融条件收紧的影响,这种收紧反映在实际有效汇率升值,今年早些时候还反映在实际利率上升(因通胀下降)方面。中央银行自去年11月以来分三步将基准贷款利率下调了90个基点,并两次下调法定存款准备金率。¹尽管这些步骤最初伴随着银行同业利率的上升,但自今年3月以来七天银行同业回购利率和一年期利率掉期都已下降。



9. **财政走势继续由预算外活动主导。**2008年以来,财政政策对经济增长提供了重要支持作用,这主要是通过预算外支出实现的。结果是,官方预算赤字不是财政态势的良好指标,这体现在预算赤字与增扩概念的赤字衡量(工作人员对赤字的估计,包括预算外活动)之间存在很大差距。工作人员的初步估计显示,增扩概念的赤字去年小幅下降到GDP的10%左右。由于数据缺口,这一估计有相当大的不确定性(表5)。2015年的官方



¹ 本报告撰写之后,当局宣布进一步下调基准利率(下调了25个基点)以及有针对性地地下调法定存款准备金率。7月15日公布第二季度数据后发布的工作人员报告补充信息将包括这方面的内容。

尽管过去人民币低估是导致严重失衡的一个主要因素，但基金组织工作人员当前的估计是，过去一年实际有效汇率的升值已经使人民币汇率处于不再低估的水平。然而，工作人员认为外部头寸可能依然过强，这突出表明需要实施其他政策改革（的确是当局议程的一部分），以降低过度储蓄和实现持久的外部平衡（第 23 段）。储备从 2013 年相当于基金组织复合指标的 160% 降到 2014 年底的 149%；相对于经资本管制调整的指标，储备从 2013 年的 254% 降到 238%。鉴于中国在资本账户开放方面的进展和计划，适当的衡量尺度正转向未经调整的指标；无论按这两种指标中的哪一种来衡量，从储备充足性角度来看都没有必要进一步积累储备。

14. **当局的观点。**当局同意工作人员关于国内再平衡进展的评估，指出劳动力市场和就业创造稳定、家庭收入增加、零售相对强劲、服务业持续扩张。他们重申将致力于使经济转向新的增长模式，认为当前再平衡的速度是适当的。他们指出，投资仍将发挥关键作用，但面临的挑战是，提高投资效率，同时更多依赖消费作为经济增长的驱动力。关于外部再平衡，当局对人民币不再低估的评估表示欢迎。但他们认为，去年的经常账户顺差处于合理范围，外部头寸接近均衡水平。

挑战：管理经济减缓、调整和改革

15. **讨论侧重于解决脆弱性、管理增长和实施改革的挑战。**脆弱性已经达到必须迫切加以解决的程度。调整不能太剧烈，因为这会破坏稳定，但同时也不能拖延，因为那样只会加剧问题。减轻脆弱性将不可避免地导致近期经济增长减缓。中期内，潜在增长率将取决于结构性改革的进展。工作人员的基线假设当局成功地控制脆弱性并实施改革议程。因此，今后几年，随着脆弱性减轻，经济增长预计将进一步减缓，中期内，随着结构性改革的好处逐渐实现，经济增长趋于稳定。

A. 脆弱性

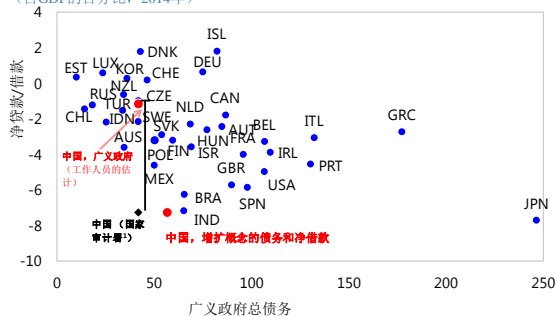
16. **尽管在解决脆弱性方面取得了进展，但仍有大量工作有待完成。**进展体现在房地产投资和信贷增长（特别是影子银行业务）减缓。然而，到目前为止，这种减缓在很大程度上只是降低了脆弱性增加的速度（图 5）。所以，需要进一步取得进展，使脆弱性稳步下降。

17. **财政债务增加。**全球金融危机以来的持续财政政策支持（体现于高水平的增扩概念赤字）使增扩概念的政府债务达到 GDP 的 57% 左右。这仍是可控的，有利的

利率与经济增长率之差控制了债务的增加，但随着经济增长减缓，形势在发生变化。虽然在转向新增长模式过程中仍有财政空间支持经济活动，但增扩概念的赤字在中期内必须下降。

18. **信贷不断增长，给金融稳定带来风险。**各种指标显示，信贷已增长到过高水平。这些指标包括，国际清算银行的信贷缺口指标，以及中国的信贷对 GDP 比率相对于类似收入水平的其他经济体较高（专栏 3）。信贷对 GDP 比率仍在上升，

公共债务和财政赤字
(占GDP的百分比, 2014年)



来源：CEIC；国家审计署；基金组织《世界经济展望》；以及基金组织工作人员的估计和计算。
* 国家审计署的审计表明，2012年底，广义政府债务占GDP的39.4%。国家审计署的审计未提供政府赤字数据。基金组织工作人员估计，相应的赤字在所示范围内。

金融稳健指标
(百分比)

所有商业银行	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	15Q1
资本充足率 ^{1/}	12.0	11.4	12.2	12.7	13.3	12.2	13.2	13.1
一级资本	...	...	...	...	...	10.0	10.8	11.0
不良贷款率	2.4	1.6	1.1	1.0	1.0	1.0	1.3	1.4
次级	1.1	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.7
可疑	1.0	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
损失	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
准备金覆盖率	117	153	218	278	296	283	232	212
资产收益率	1.1	1.0	1.1	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3
股本回报率	19.5	18.0	19.2	20.4	19.9	19.2	17.6	17.8
建筑和房地产贷款 ^{2/}	...	...	10.2	9.9	10.0	10.1	...	...

来源：CEIC。

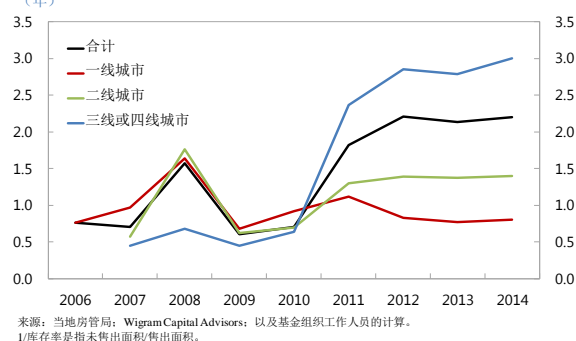
^{1/} 2013年之后的数据是根据巴塞尔协议III的定义。

^{2/} 占总贷款的百分比。

尽管速度下降（由于信贷流量最近减缓）。官方银行业指标目前看来良好，但有理由相信今后可能变差。不良贷款比率虽然仍处在 1.4% 的低水平，但一直在上升，并且，不良贷款和特别关注贷款之和目前约占 GDP 的 5.4%。不良贷款的处置数额也大幅增加（2014 年占不良贷款总存量的 26%，而 2013 年为 18%）。因此，银行部门的损失吸收缓冲可能被侵蚀。去杠杆化和经济增长的进一步减缓可能暴露信贷质量方面的更多问题，特别是在国有企业部门——在公司负债中，国有企业占很大一部分，其业绩指标自 2008 年以来已经变差（图 7）。股票市场高涨是金融部门风险的另一个来源，特别是考虑到保证金融资的作用上升（专栏 4）³。中国公司及其离岸子公司发行的全球债务发行已显著增加，但相对于社会融资总量的存量而言规模依然较小，因此不对金融稳定构成显著的风险（图 8）。

19. **住房库存的积累。**多年来非常高的房地产投资已导致供给显著过剩。住宅房地产投资（占房地产投资总额的三分之二以上）是经济增长和就业的一个重要来源，其作用包括促进相关产业的活动。然而，住房库存已大幅增加，特别是在小城市（三线和四线城市），平均而言，这些城市的未售出住房供给相当于三年左右的住房销售量。这些小城市具有宏观相关性，因为它们占房地产投资的一半以上。尽管房地产市场的调整已经开始、房地产投资已经减缓，但消化过度库存需要多年的调整（第 37 段和专栏 5）。

住宅房地产库存率，按城市等级划分^{1/}
(年)

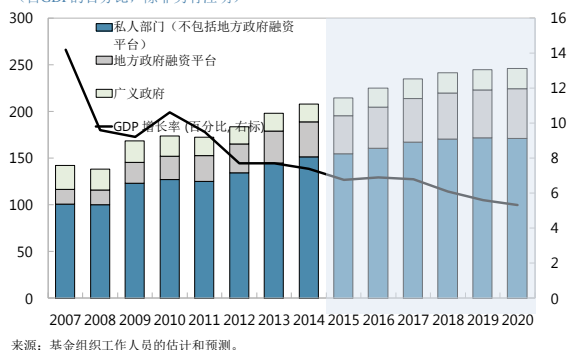


20. **当局的观点。**当局同意，转变增长模式和减轻脆弱性很重要。关于增扩概念的财政赤字和债务，他们仍认为工作人员的估计过高，特别是由于一些地方政府债务是商业性的。然而，他们未提供其他估计结果，并指出今年早些时候地方政府提交的未偿债务数据仍在审查和核实之中。关于信贷，他们承认信贷迅速增长，但指出这种增长在一定程度上反映了金融市场的深化以及向更为市场化的金融中介活动的转变是有益的。

B. 改革的影响

21. **继续现有增长模式不可行。**这种模式在近期内可能带来更快的增长，但代价是脆弱性继续增加。中国仍具有继续通过信贷和投资刺激经济增长的缓冲和工具。但是，随时间推移，投资效率的下降会拖累经济增长，并进一步对企业部门的偿还能力造成压力。假设不实施改革的情景对这种动态作了说明：在当前的生产率水平上，接下来两年若要使经济增长率维持在 7% 左右，投资就需要进一步大幅增加（专栏 6）。鉴于企业盈利能力下降，这种投资要求信贷流量相应增加，从而使信贷对 GDP 比率和信贷缺口进一步扩大。投资效率将继续下降，最终私营部门的融资条件将收紧，进而导致投资急剧减少、经济增长显著减缓、无序调整的风险增大。

不改革情景：债务比率和GDP增长率
(占GDP的百分比，除非另有注明)

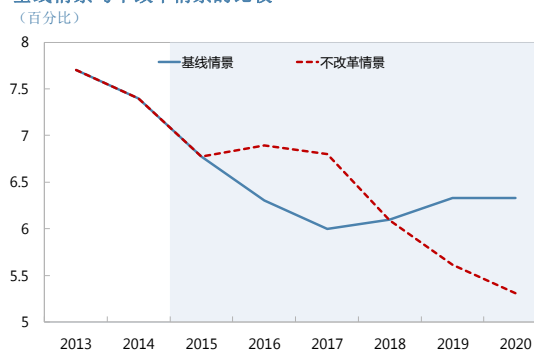


³ 股票市场的近期发展情况，包括当局的政策反应都将在工作人员报告补充信息中涉及（见脚注 1）。

22. 与此形成对照，工作人员的基线预测假设中国在解决脆弱性和实施改革方面取得稳步进展。近期经济增长速度将放慢，因为不可持续需求的削减会对经济活动产生不利影响。这包括放慢信贷增长以消除债务积压，以及房地产投资的多年调整以降低过剩的住房库存。因此，经济增长率 2016 年将下降到 6.25%，2017 年降至 6.0%，但结构性改革带来的生产率提高将起到缓冲作用。2018 年开始，总增长将小幅加快，因为生产率的提高将开始起主导作用。工作人员根据其他快速增长的亚洲经济体的经历、模型分析以及增长趋同回归所作的分析显示，在成功实施改革的前提下，2020 年实现 6.5% 左右增长率的目标虽然有难度但仍可实现（专栏 6 和图 6）。

23. 2020 年之前实现内部和外部平衡。工作人员的基线假设当局将按宣布的计划在 2020 年之前实施三中全会的改革蓝图。⁴ 实施这些改革（包括社会保障、金融部门、财政、汇率、资本账户和国有企业改革）将减少过度储蓄、降低投资、提高生产率和促进消费。随着经济增长的资本密集程度下降、转向劳动力密集程度更高的服务业，投资对 GDP 比率将下降。同时，改革将提高家庭收入和降低家庭储蓄（通过改善社会保障和金融体系），也将提高企业的收入并降低其储蓄（金融、国有企业和资源定价改革）。结果是，国民储蓄的下降幅度大于投资，外部头寸逐步达到与基本面和适当政策相一致的水平（经常账户顺差低于 GDP 的 1%）。同时这也假设实际有效汇率随基本面的变化而调整，例如，随着中国生产率更快增长（相对于其贸易伙伴），人民币实际有效汇率升值。虽然从投资转向消费的国内再平衡过程在 2020 年之后将继续下去，但经常账户顺差将保持不变，因为储蓄与投资同步下降。

基线情景与不改革情景的比较



24. 当局的观点。尽管当局清楚地认识到当前的增长模式需要转变，他们认为增长率可能在不损害长期可持续性的情况下维持在当前的水平。他们认为中国的现有缓冲足够大，并且对投资效率进而潜在增长前景的看法更为乐观。他们还认为，住房的过剩库存低于工作人员估计的水平，因此市场调整可能持续时间更短、幅度更小。

政策

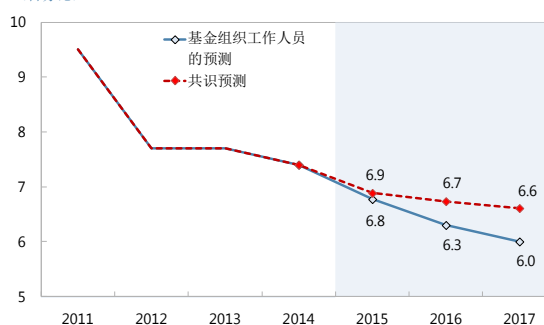
A. 减轻脆弱性，同时管理需求

25. 需求管理——找到适当的平衡。对今年而言，工作人员仍认为，6.5%-7% 的 GDP 增长率在解决脆弱性与尽量降低经济增长过于急剧减缓/无序调整风险之间取得了适当的平衡。与 2014 年相比，这使投资（特别是住宅房地产）和社会融资总量的增长率能进一步下降。如果未来数据显示经济增长率可能超过 7%，那么应采取措施更快地减轻脆弱性。如果经济增长率预计将低于 6.5%，那么应放松财政政策。财政刺激若有必要，应是预算内的，且应采用保护脆弱群体、支持再平衡以及与改革议程相一致的措施。通过实施财政政策，所有的目标都可以最大程度地实现。对于 2016 年，为了能在解决脆弱性方面进一步取得进展，应允许 GDP 增长放慢到 6%-6.5%。

⁴ 见《中华人民共和国——工作人员报告》，基金组织国别报告第 14/235 号（2014 年）附录 I。

26. 当前的宏观政策态势是适当的。尽管难以用传统定义评估中国的货币和财政政策态势，工作人员认为当前的政策环境与工作人员基线预测中的宏观结果基本一致（专栏 7）。然而，最近的变化（如实际汇率的升值、出口的减缓、法定存款准备金率和利率的调整以及支持地方政府融资的措施）仍在整个经济范围内产生影响。因此，可能需要进一步的政策调整。工作人员基线假设当局在必要时做出这些调整，使 GDP 增长率达到 6.8%，增扩概念的财政赤字约占 GDP 的 10%，社会融资总量增长 12%，住宅房地产投资下降。对于明年，工作人员假设通过调整政策实现 6.3% 的增长率，这低于共识预测水平，但与社会融资总量增长进一步减缓和房地产市场目前的调整相一致。

实际GDP预测
(百分比)



来源：共识预测以及基金组织工作人员的估计和预测。

财政政策：实行改革，同时避免“财政悬崖”

27. 依然存在大量预算外财政活动，将其纳入预算内具有挑战性。2014 年早些时候通过的新预算法是财政管理的一个重要里程碑。它将为地方政府借款、提高透明度和加强中期财政规划创造一个非常必要的框架。新框架的一个重要目标是将具有财政性质的所有支出纳入预算，透明地为其提供融资，同时明确地方政府的其他商业性投资项目不具有显性或隐性政府担保。过渡到这一新框架的过程很复杂，需要花一定时间，特别是对于在原有制度下启动的现行项目（在原有制度下，政府与商业性活动之间的界限不清晰，融资安排与项目未来现金流往往不一致）。

28. 避免财政悬崖。工作人员的建议是，2015 年将增扩概念的赤字大体保持在占 GDP10% 的水平。严格执行新预算法可能导致地方政府支出急剧收缩（“财政悬崖”），使增扩概念的赤字降到大大低于 GDP 10% 的水平。这将对近期经济增长产生显著不利影响，应予避免。相应地，当局已采取一系列措施，确保地方政府能够满足目前的融资需要，促进到期债务的再融资以及现行项目和新项目的融资（通过发行地方政府债券、到期银行贷款展期以及公私合作安排—5 月发布了公私合作安排的新指导原则）。工作人员建议，针对新预算法下的地方政府融资尽快宣布一项明确和综合的过渡计划。有关方案需要在以下方面取得平衡：（1）防止财政支出急剧收缩；（2）不因过度容忍而损害预算法；（3）尽量减少鼓励地方政府不审慎借款带来的道德危害；（4）限制因不确定性和成本转移至银行而对金融体系造成的破坏。

29. 中期财政调整。明年应开始逐步的财政调整，增扩概念的财政余额每年小幅下降 GDP 的 0.5% 左右。今后若干年内，随着控制脆弱性措施对经济增长的抑制作用消退，结构性改革的好处显现，逐渐调整步伐可以加快。工作人员的基线预测假设，到 2020 年，增扩概念的赤字逐步下降到 GDP 的 8% 左右。增扩概念的债务将继续增加，但 2020 年将在占 GDP 70% 左右的水平上触顶（附录 III）。另外，假设财政支出的结构随着结构性改革而调整以促进再平衡，投资的下降将为预算内经常性支出的增加创造空间。如下所述，增加医疗支出，加强社会安全网，将一部分遗留社保债务纳入预算，这些措施将使预算内经常性支出增加。⁵

⁵ 另见《中华人民共和国——工作人员报告》，基金组织国别报告第 14/235 号（2014 年）专栏 6。

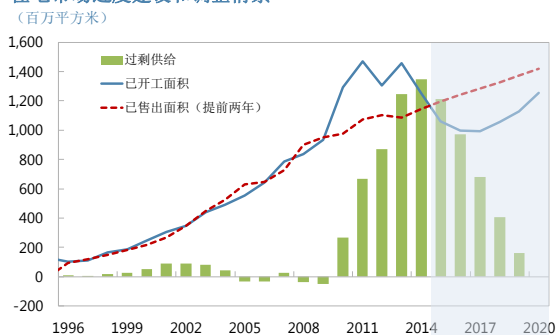
30. **当局的观点。**当局认为，财政风险正得到逐步化解，同时没有损害新预算法约束地方政府支出和融资行为的目标。他们制定了一项过渡计划，确保直到去年之前签订合同的现行项目继续获得融资。他们不认为这会给银行带来过重负担，因为许多地方政府项目具有商业可行性，不会带来显著信用风险。他们强调，新预算法的一个重要目标是将所有政府活动纳入预算，从而明确区分所有其他借款必须是商业性的（如公私合作安排）且不具有政府担保。因此，他们继续对增扩概念的债务和赤字数据的有用性提出质疑。他们还重申，今年将继续实施“积极的”财政政策，必要时为经济增长提供支持。

货币政策：“等待观望”

31. **目前的货币政策态势与实现适当通胀和增长结果的目标相一致。**目前的增长减缓是转向更可持续增长的必要调整过程的一部分，而不是需要采取货币政策回应的周期性减弱；并且，通胀前景有利，最近的消胀主要与暂时性供给冲击有关。继中央银行最近采取措施（下调法定存款准备金率和基准利率）以及放松地方政府借款约束后，工作人员预计社会融资总量增长和私人信贷将符合 2015 年的预测（社会融资总量增长 12%，私人信贷增长 11%，社会融资总量不包括地方政府融资平台）。然而，作为人民银行流动性管理的一部分，法定存款准备金率（必要时用公开市场操作抵消）仍有空间进一步下调。

32. **金融稳定。**今后应使信贷对 GDP 比率达到更适当的水平。基线情景假设这将通过逐步减少投资和信贷流量来实现，私人信贷增长率到 2020 年降到 8% 左右（专栏 3）。这种路径符合以下目标，即逐步减少投资，同时避免可能导致过于急剧调整的信贷紧缩。随着金融部门改革向前推进（包括继续发展资本市场，提高股票和债券融资比例），金融中介效率将提高。随着私营部门企业获得融资的渠道得到改善，生产率的提高将使给定增长率能够通过较少的投资和信贷来实现。工作人员还讨论了鼓励坏账注销和企业重组的更为积极的政策的好处，这些措施将有助于更快地将信贷和实物资源释放到更高效的用途（见专栏 3）。

住宅市场过度建设和调整情景



来源：国家统计局以及基金组织工作人员的计算。
注：过剩供给是指已开工面积与已售出面积（提前两年）之差。

33. **当局的观点。**当局解释，货币政策态势仍是中性的，最近下调基准利率和法定存款准备金率的目的是抵消外汇存款下降导致的流动性减少以及通胀下降导致的货币条件收紧。今后，政策态势将保持不变。他们认为有空间在必要时进一步下调基准利率和法定存款准备金率以保持政策态势中性，但也仍然注意到需要控制杠杆率。政策将继续加强货币传导机制，并促进实施更广泛的改革议程，转向更加市场化的金融体系。关于去杠杆化，当局正努力简化不良贷款注销程序，包括通过调整相关税收政策和法律程序。

房地产：多年调整

34. **房地产调整。**为了减少进入市场的新住房供给，并提供时间消化现有库存，房地产投资有必要进行多年调整，但各城市将有一定差异。工作人员基线情景假设房地产固定资产投资进一步减速，从 2014 年 10% 的增长率变为 2015-2017 年的负增长。面临的挑战是确保调整继续下去但步伐要有序。特别是，这意味着住房建设继续下降，但住房需求健康增长，以便有时间让需求跟上供给。为此，应

根据当地房地产市场状况调整政策，包括调整住房抵押贷款条件、在快速增长期间实行各种限制，以及提供可负担住房。2015年3月，当局采取了一揽子措施，包括减少住房库存过剩城市的土地供给，将第二套住房的贷款-价值比率从40%提高到60%，并将免征住房销售营业税的最短期间从住满五年缩短到两年。保障性住房投资和棚户区改造项目也已增加。这些政策对调整起到了缓冲作用，体现在住房出售价格和面积最近企稳。今后，必须谨慎实施有关政策，避免房地产投资再度升温，特别是在住房库存居高不下的地区。

35. **当局对房地产的观点。**当局承认地区层面存在一些结构性失衡，但认为房地产市场当前的调整在很大程度上是周期性现象，而根本住房需求依然强劲。他们相信，为稳定市场而采取的一系列措施具有预期效果，在市场出现更深层次的下滑时可以进一步采取措施。他们还认为，失衡程度小于工作人员的估计，促进需求的措施在恢复市场平衡方面可以发挥更大作用。

B. 促进经济增长的改革

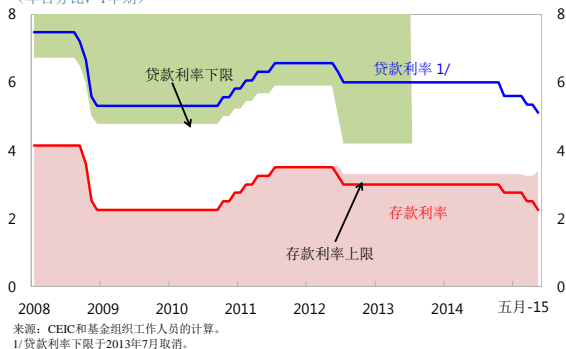
36. **实行结构性改革，释放新的增长源。**尽管一段时期的增长放慢对于减轻脆弱性是必要的，但增长放慢本身并不是目标。相反，目标是使经济走上更安全、更高质量的增长路径。三中全会的改革将实现这一目标，但需要加快实施——进展越快，好处就会越早实现。

货币和金融

37. **在放开金融体系、特别是放开利率方面已经取得良好进展。**2013年取消了贷款利率下限。存款利率上限已逐步提高到基准利率的1.5倍。6月，批准9家核心银行可以办理期限一个月至五年的可转让大额存单。可转让大额存单的利率不设上限，可以是固定或浮动利率（以上海银行间同业拆放利率为基准）。5月实行了存款保险制度，为最高到50万元人民币的存款（约8万美元）提供保险，覆盖略微不到一半的存款，但覆盖99%的账户。当局向五家新的民营银行（包括一些大型互联网公司的附属机构）颁发了执照。

基准贷款和存款利率

（年百分比，1年期）



38. **转向市场化金融体系。**这意味着完成放开利率的改革，结束对窗口指导和道义劝说的过度依赖，以及取消隐性担保。市场化金融体系的一个决定性特征是，银行根据市场状况和商业考虑设定其存款利率、贷款利率和贷款政策。如果做不到这一点，就无法通过改善私营部门的信贷获得渠道和降低其借款成本而实现更好的资源配置，而改善资源配置是转变增长模式的关键。

39. **在加强监管的前提下放开管制。**存款利率上限是目前剩下的最后一项正式的利率管制，但它对资金成本进而整个体系的利率有重要影响。现在是最终放开存款利率的时候了。存款保险已经实行，灵活性在逐步提高，利率上限对于银行体系的大部分而言似乎不具约束性。对破坏稳定的竞争（特别是小型银行之间的竞争）方面的担忧，应通过加强监管来解决。更广泛而言，应该继续加强监管方面的工作。今后的重点包括：（1）继续管理影子银行的风险（使中介活动回到银行资产负债表）；（2）防范新的风险，如股市杠杆程度的加大。即将开展的金融部门评估规划为讨论更广泛的金融部门改革提供了机会。

40. **打破隐性担保网。**金融体系中的隐性担保很普遍，导致风险定价错误和资源配置不当。打破隐性担保网会增加金融体系的不确定性，不能一蹴而就。同时，这一过程必须开始，要在更大程度上接受违约、信用事件和破产。对国有企业而言尤其如此，它们能够优先获得融资，并被认为有国家对其负债的担保支持。这种看法造成了不平等的竞争环境，使得资金配置扭曲并向国有企业倾斜，这对私营部门产生挤出效应，并导致生产率增长放慢。

41. **改善货币政策框架。**市场化金融体系的一个关键要素是，货币政策使用市场化利率作为主要工具。目前的优先任务是，在现有进展的基础上，设定一个政策利率，并将其作为主要工具来调整货币条件和发出政策变动信号。准备步骤应包括，通过有效的利率走廊降低银行间同业利率的波动性，改善常设融资便利的运作，以及实行平均准备金制度。法定存款准备金率依然很高（对大银行是18.5%），对银行构成隐性税收，从而对储户和借款人造成损害，对影子银行起到鼓励作用。法定存款准备金率应逐步下调，必要时，通过增加公开市场操作来抵消对流动性的影响。此外，中央银行改善信息沟通的努力值得欢迎，尽管目前并没有明确的利率信号来传达当局的政策目标。进一步加强信息沟通（包括从更广泛的宏观经济风险和发展角度来解释货币政策）将是改善货币政策框架的重要部分。

42. **当局的观点。**当局解释，向市场化金融体系和货币政策的转变过程正在取得进展。然而，货币传导机制带来挑战，因此重点应当是促进基准贷款利率的传导机制以及加强收益率曲线，特别是上海银行间同业拆放利率；实行平均准备金制度；改善人民银行的常设融资便利；以及提高公开市场操作的灵活性。他们提到在放开利率方面取得的进展，今后人民银行将继续扩大金融机构自主定价的范围，并将选择适当机会完成放开利率改革。监管已得到加强，特别是限制资产负债表外活动的风险。关于隐性担保，他们同意，解决这一问题将改善信贷配置，但指出需要逐步推进，避免出现大范围违约而带来系统性和宏观经济风险。

国有企业和财政

43. **深化国有企业改革，创造公平竞争环境。**在私营企业与公共企业之间创造公平的竞争环境对于释放新的增长源至关重要。然而，国有企业改革进展太慢。重要改革包括，加快增加股息支付，确保股息流回预算而不是再循环到其他国有企业，取消对要素成本（土地、能源和资本）的直接或间接补贴，加强治理，以及提高商业导向。最终，成功的国有企业改革还必须包括在更大程度上容忍国有企业破产和退出市场，同时让它们充分参与私人竞争，特别是第三产业部门（包括金融服务、物流、医疗卫生和教育）。类似于上世纪90年代后期的国有企业改革以及与加入世贸组织有关的制造业开放，这些改革具有促进生产率增长和创造数百万就业机会的巨大潜力。

44. **当局的观点。**当局强调，深化国有企业改革仍是重点任务之一，他们不同意关于国有企业改革进展太慢的评估。他们指出，国有企业改革已经取得稳步进展，包括增加股息支付，对薪酬实行更严格的规定，以及在混合所有权和治理方面取得的进展。此外，他们已采取措施鼓励私营企业家创业精神，例如，简化企业登记程序。新登记的私营企业的数量去年以来大幅增加。他们指出，国有企业改革是三中全会的重点讨论内容，他们将继续推进这些改革，包括创造公平竞争的环境。改革还需考虑与解决遗留问题有关的成本以及将社会职能从国有企业剥离等问题。关于失去生存力的国有企业退出市场，他们同意这一问题也很重要，但认为，由于社会安全网改善、国有企业财务状况增强，这一问题与上世纪90年代后期相比已经显著减小。关于股息，他们将致力于在2020年之前达到向预算支付30%股息的目标。

45. **继续推进财政改革。** 财政改革在许多领域正在向前推进，基金组织最近与中国财政部签署了一项多年的技术合作协议。将增值税扩大到服务业方面继续取得进展，当局计划在年底前完成这项工作。应尽量减少增值税率的数目，最好简化为单一税率，这将给行政管理带来显著好处，多重税率的政策目标可以通过其他财政工具来实现。最近提高燃油税的措施以及对自然资源征税的现行改革是积极的步骤，有助于促进更有利于环境的经济增长。继颁布新预算法这一重大举措之后，寻找长期方案解决地方政府支出责任与收入分配之间的失衡仍是一项优先任务。在全国范围内实行房产税在这方面将是有益的，因为这种房产税将为地方政府提供重要的收入来源。

46. **进一步推进社会保障改革。** 养老金改革对于经济朝着消费方向实现再平衡调整至关重要。在建立更加公平、可持续、一体化的社会保险制度方面，当局继续取得显著进展（专栏 8）。经过快速扩张，养老金和医疗保险不久将实现全覆盖。减少养老金分割状态的措施包括，统一城乡居民的养老金体系，以及最近出台计划对公务员和企业职工的养老金体系实行并轨。企业职工的养老金体系在长期内仍是不可持续的，根据 2015 年的社会保障基金预算，目前缴费额（不包括补贴）仅相当于养老金福利的 87%。需要实行参量改革，以解决即将出现的与人口老龄化有关的赤字问题。一个关键步骤是提高退休年龄，这将改善养老金体系的财务状况，并有助于促进劳动力供给。另一个优先任务是把目前很高且具有累退性的缴费率降下来（养老金、医疗、失业、工伤和生育保险的强制缴费加起来超过工资的 40%）。减少的财政收入可以通过参量改革以及对税收制度和社会保险计划融资的更广泛改革来弥补。

47. **当局的观点。** 当局指出，税收改革仍是当前的优先任务之一。他们解释，增值税改革正取得良好进展，尽管他们理解实行单一税率的道理，但多重税率有助于实现向更广泛增值税的平稳过渡。他们强调，目前的税收改革侧重于改善个人所得税体系，包括减轻中低收入家庭的负担，加强资源征税以保护环境，以及实行全国范围的房产税。当局致力于在 2020 年之前实现社会保险的全覆盖。他们同样致力于维持养老金体系的长期可持续性，同时确保为参与多支柱体系提供适当的激励。此外，他们着眼于改善信息系统，促进社会保险和医疗保险体系以及各省份之间的记录交换，这有助于提高社会保障体系的可携性并促进政策协调。

对外

48. **提高汇率灵活性。** 需要更加灵活、由市场决定的汇率体制，以便让市场在经济中发挥更大的决定性作用，促使经济朝着消费方向实现再平衡，以及在资本账户开放情况下保持货币政策的独立性。在资本流动规模很大且不断增加的环境下，“三元悖论”（无法同时放开资本账户、保持货币政策独立性和实行严格管理的汇率）的约束性将日益增大。因此，如果不提高汇率灵活性，中国根据本国周期性和结构性状况独立实施货币政策的空间将越来越小。改革应着眼于在两到三年内实现有效浮动汇率——干预的目的仅限于避免无序的市场状况或过度波动。国际经验表明，推进改革有多种方案可选（专栏 9）。今后几个月的步骤可包括进一步扩大汇率浮动范围以及改变中间价的制定方式。

49. **放开资本账户。** 过去一年，资本账户的开放继续逐步取得进展，包括建立沪港通机制，提高各类跨境投资计划的额度，启动香港特区与内地合格共同基金互认安排，以及向离岸人民币清算行和参加行开放在岸回购市场（以其在岸人民币债券为限）。这是更广泛的金融改革议程的一个重要组成部分，目的是提高企业融资效率并扩大居民投资选择范围。为实现这一目标，必须谨慎确定资本账户开放的顺序，通过改革增强金融体系，维护宏观金融稳定，并提高汇率灵活性。

50. **特别提款权。** 当局对把人民币纳入特别提款权一篮子货币表示出兴趣，并正在实施改革支持人民币的国际化。即将到来的对特别提款权定值方法的审查将涉及该问题。

51. **数据。**当局正与基金组织工作人员密切合作，以完成中国接受数据公布特殊标准（SDDS）的技术性工作。工作人员鼓励当局参加协调的证券投资调查（CPIS）。

52. **当局的观点。**当局指出，其目标是实行更加灵活的、由市场决定的汇率体制，并提到已经取得的进展。特别是，在多年积累外汇储备后，中央银行自 2014 年第二季度以来已退出日常干预。但中央银行偶尔还会入市干预，减少不合理波动，并抑制过度投机压力。关于资本账户，当局计划继续逐步朝着“有管理的可兑换”的方向实行放开，同时在必要时实施密切监控、采用微观审慎限制以及宏观审慎和资本流动管理措施。今后的改革可包括，实行新的合格境内个人投资者计划（所谓的 QDII2）以及股票深港通。关于数据，当局致力于继续改善数据并将按计划今年完成 SDDS 的接受工作。

溢出效应、下行风险和替代情景

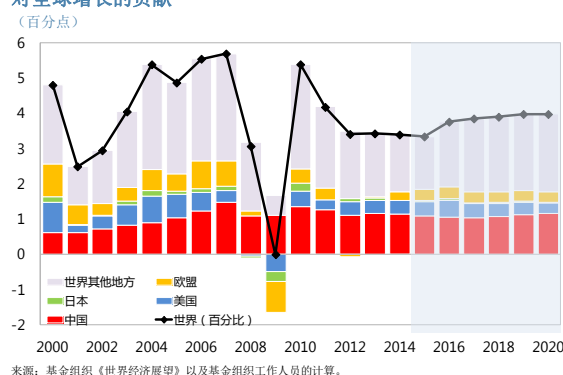
A. 溢出效应

53. **改革对中国和世界都有利。**中国近期经济活动的减缓是为了实现更安全、更可持续的增长而值得付出的代价。工作人员根据全球模型灵活系统（FSGM）模型进行的模拟显示，这种减缓对其他经济体的影响相对较小，但如果改革或控制脆弱性方面的进展缓慢，随着时间推移最终会使中国收入显著下降，在中长期内将产生显著的负面溢出效应。

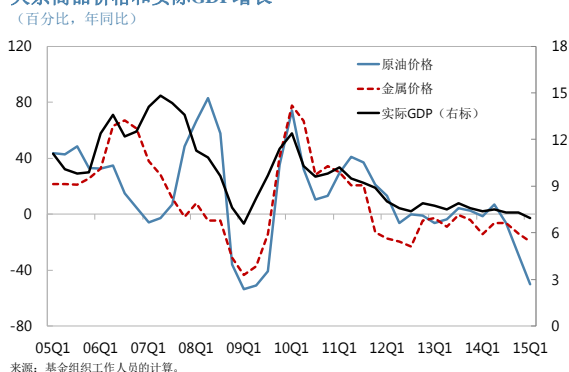
54. **全球好处分布不均。**尽管中国的转型对全球经济有利，但各个国家获得的好处在这一过程的不同阶段是不同的：

- 经济增长转型与大宗商品价格。**全球金融危机之后投资驱动伴随着对大宗商品（特别是钢和其他金属）的需求显著增长。因此，来自中国的需求在全球金融危机后对世界大宗商品价格起了支持作用。中国投资增长减缓与大宗商品价格近期下跌之间的联系进一步证实了这一观点。工作人员根据结构性向量自回归得出的实证估计显示，中国对全球大宗商品价格的影响确实在增加，目前已经很大。根据全球综合货币与财政（GIMF）模型进行的模拟显示，这种影响取决于如何看待这种减缓：在充分预期的情况下影响最大，这可以被解释为增长前景预期的大幅调整（或者相当于，在出现减缓之前对增长前景的错误看法，这可能导致未来供给出现过度投资）。尽管这将对大宗商品生产国产生不利影响，但模拟显示不会对世界经济造成重要的通缩效应，因为大宗商品价格下跌对全球需求起到缓冲作用，并且中国中期增长前景坚实。
- 中国沿全球价值链上移。**尽管全球金融危机后的投资高涨对中国的贸易模式有重大影响，但深入的结构变化对于影响中国在全球经济中的角色起到了同等重要的作用。过去二十年里，中国从一个

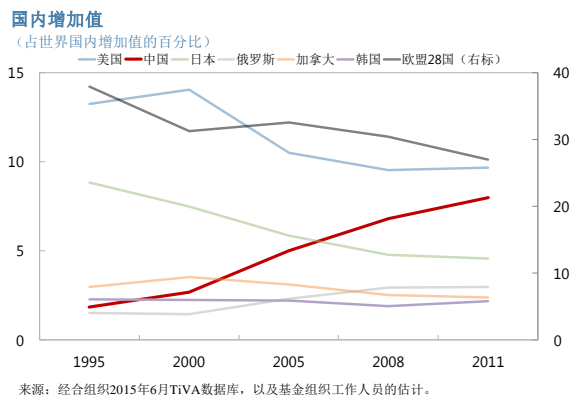
对全球增长的贡献



大宗商品价格和实际GDP增长



低技能、劳动密集型的出口国，转变成了出口更为高端产品的国家，国内增加值提高，出口的进口成分下降（专栏 10）。这种变化对中国的贸易伙伴（特别是本地区贸易伙伴）同时带来挑战和机遇。例如，随着中国沿价值链上移，其对亚洲主要电子产品供给国的贸易逆差显著改善，即使其对美国和欧盟的顺差在继续扩大。同时，中国退出劳动密集型商品生产（尽管这一过程是渐进的，因为中国内地一些地方的劳动力依然相对低廉），这使得亚洲低收入国家（如孟加拉、柬埔寨和越南）能够填补中国留下的空白。⁶



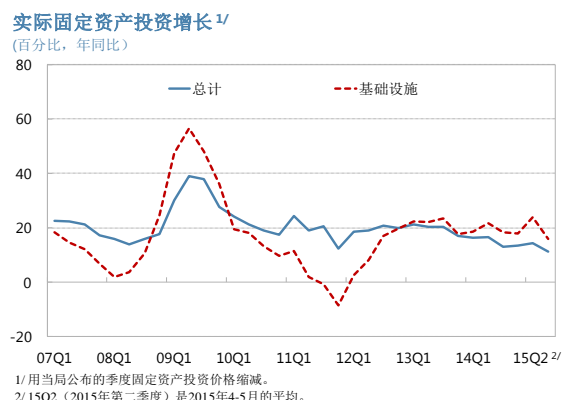
55. **当局的观点。**当局基本同意工作人员的评估，同时强调中国经济的稳步增长带来正面溢出效应。他们还提到“一带一路”倡议的潜在溢出效应。“一带一路”将通过加强一体化、改善基础设施和扩大贸易而给中国和整个地区带来显著好处。他们还同意工作人员的以下评估，即鉴于目前向更高增加值的产品转型、工资相应提高，低增加值产业的增长机会有限，但他们认为，中国内地相对廉价的劳动力储备仍能使劳动力密集型产业有所增长，特别是考虑到欠发达地区基础设施的改善。

B. 下行风险

56. **最大的风险是，推进改革和控制脆弱性的进展不足。**如上面讨论的不改革情景所显示的，如果继续采用不可持续的增长模式，改革进展过于缓慢，那么，脆弱性将继续增加。中期内，中国陷入持续增长疲软的可能性将显著增大，急剧和无序调整的风险将上升，因为现有缓冲（仍然相对健康的公共部门资产负债表和大量国内储蓄）将减少。这一风险也将随着资本账户的开放而增大，一旦市场情绪变化，可能导致资本大量外流。这表明，开放步骤与其他结构性改革的谨慎协调非常重要。如上所述，在实现经济“软着陆”的同时解决脆弱性和推进结构性改革（基线情景的设想）将具有挑战性。因此，工作人员认为这一风险具有中等可能性。示意性的不改革情景和相关溢出效应分析显示，这一风险如果变为现实，将对中国和全球经济产生很大影响。

57. **近期风险是可控的。**近期出现硬着陆风险的概率较低。由于具备财政和金融缓冲，加上国家仍发挥重要作用，当局有充分的工具在必要时有效支持经济增长。这些缓冲随时间推移将减少，但仍使当局能够防止大范围信用事件、房地产无序调整或政策失误等冲击引起负面反馈回路而造成失控局面。其他风险包括：

- **外部风险。**中国经济规模大，金融一体化程度有限，实行资本管制，拥有大量储备，这些都为防范全球冲击提供了缓冲（见附录 IV 的风险评估矩阵）。



⁶ 见 G. Gottlieb、G. Hong、S. Jung、K. Mathai、J. Schmittmann、J. Yu，“中国与柬埔寨、老挝、缅甸和越南：融合、演变和影响”，基金组织工作文章（即将发表）。

- **财政悬崖。**对地方政府财政实行更严格的控制，加上土地出售收入下降，会导致地方政府支出急剧减少。然而，如上所述，2015 年迄今为止，基础设施支出（地方政府预算外支出的良好代理指标）得以维持，并且，已经采取措施保证融资。
- **股票市场。**股票市场呈现泡沫迹象。资产价格调整产生的财富效应可能较小。因此，尽管可能出现调整，但不太可能造成显著宏观影响，但风险在增加，因为杠杆率在迅速上升（专栏 4）。当局已采取步骤控制风险，特别是保证金贷款风险。工作人员建议继续保持警惕，以防范宏观风险，包括与银行体系的潜在联系。
- **通货紧缩。**比预期更严重的经济减缓可能引起通缩压力，特别是在受益于过去投资繁荣的上游产业，但工作人员认为，从当前看，出现通货紧缩的风险较低。如上所述，迄今为止的消胀趋势看来主要是由供给冲击造成的，产能过剩部门的价格下降不会导致更广泛的通缩压力，因为劳动力市场和消费强劲。然而，通缩风险值得密切关注。

58. **当局的观点。**当局基本同意工作人员关于近期风险较低的评估。在他们看来，他们还有大量缓冲，足以抵御中期内的任何压力，因此，解决脆弱性与支持经济活动之间的矛盾不如工作人员预测情景中显示的那么尖锐。他们在密切监控股票市场的发展，并相信其方法是适当的，目标是防范宏观风险，同时不过度干预。

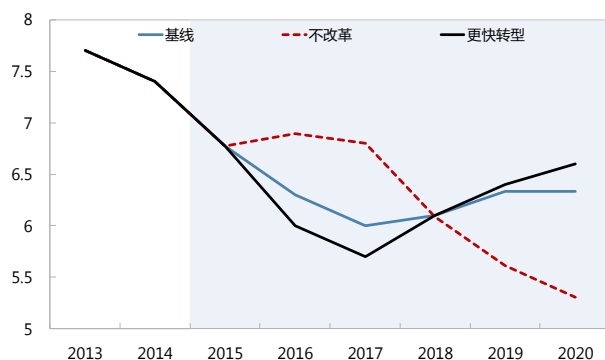
C. 替代情景

59. **更快转型。**尽管基线情景假设当局成功解决脆弱性和实施改革，但还有空间取得更快的进展。工作人员讨论了以下选择：

- **去杠杆。**信贷和劳动力资源用于低效活动会导致经济增长前景减弱和资产负债状况进一步恶化。更为积极的重组可包括注销更多不良贷款、破产和市场退出（包括无生存力国有企业退出市场），这些措施将更快打破上述趋势。更为积极的重组还有助于疏通信贷中介，使那些能够驱动未来增长的充满活力的企业更好地获得信贷，并能释放劳动力，使其流向生产率更高的活动。尽管这样最初会损害银行资产负债表并增加失业，但可以通过一项综合计划解决这些问题，包括针对下岗工人建立强有力的社会安全网，以及实施金融部门重组计划，以解决不良资产，并在必要时对银行注资。相比通过信贷条件长期收紧而逐渐摆脱问题的方式，更快推进的方式最终成本可能更低。
- **财政支出。**基线情景中的财政调整假设逐步降低公共部门投资（特别是地方政府的投资），同时在一定程度上被增加社会支出所抵消。鉴于投资支出的乘数很高，这一路径能支持经济增长，但代价是使潜在低效支出维持时间更长。力度更大的重组可以通过预算内支出更快地予以代替（同时保持调整路径基本不变），这有助于加快向消费带动型经济增长的转型。

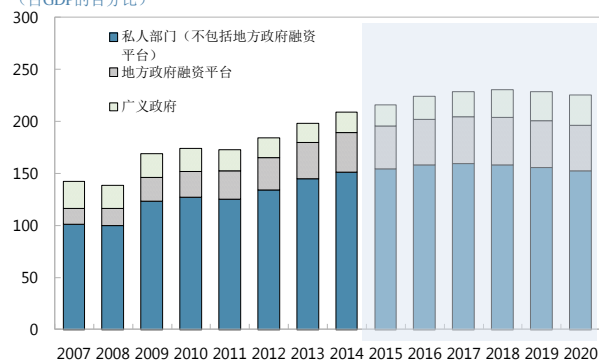
60. **模拟结果显示中期增长更快、风险更小。**在更快转型情景中，经济增长将立刻受到负面影响（鉴于更快转型的潜在重组成本以及增加社会支出的较低乘数），但这些政策也有助于更快地去杠杆和实现经济重组，加快中期增长（主要是通过效率的提高），并促进实现更可持续的增长模式。

不同的情景
(百分比)



来源：基金组织工作人员的估计和预测。

更快转型情景：债务比率
(占GDP的百分比)



来源：基金组织工作人员的估计和预测。

61. **当局的观点。**当局认为，当前的转型速度在解决脆弱性与支持经济增长之间取得了适当的平衡。资源配置优化是一项关键的改革目标，但它是通过三中全会改革蓝图中的其他几项政策倡议（如国有企业的市场化改革）来促进实现的，推进过快可能既无必要又成本太高。同样，当局认为，实施新预算法的过程是有序的，财政政策足够“积极”，他们不认为有必要通过增加预算支出来抵消新预算法对地方政府支出的影响。

工作人员的评估

62. **中国过去 35 年的发展令人瞩目。**1980 年以来，中国经济每年平均增长 10% 左右，实际人均收入增加了三倍，约 6 亿人摆脱了贫困。这些成就证明，中国成功地实施了关键、但往往艰难的经济政策和改革。结果是，中国目前是世界上最大的经济体（按购买力平价衡量）。同时，人均收入与发达经济体水平仍有很大差距。因此，中国能够、并且需要在未来几十年内继续沿着这种令人瞩目的发展路径走下去。但为了实现这一点，中国也就必须继续实施关键、但往往艰难的经济政策和改革。

63. **今后的道路充满挑战。**全球金融危机以来，中国依赖信贷拉动的投资作为经济增长的主要引擎，这导致财政、房地产、金融和企业部门产生了大量脆弱性。解决这一问题将不可避免地减缓经济增长。因此，一个关键挑战是，确保在减轻脆弱性方面取得充分进展，同时防止经济增长过快放慢。当然，增长减缓本身并不是目标，而是控制脆弱性过程中一个不可避免的附带结果。中期内，这种不利的取舍关系只能通过创造新增长源的结构性的改革来改善。进展越快，经济增长就会越早以可持续方式触底回升。

64. **工作人员的基线情景假设中国成功地转向经济增长速度更慢、但质量更高的“新常态”。**当局在解决脆弱性方面取得了进展，愿意让经济增长慢下来，并且宣布了改革议程，因此，上述假设是合理的。基线情景预测，经济增长在 2017 年逐步减缓到 6%，随后在 2020 年之前稳定在 6%-6.5% 的水平。

65. **脆弱性已经上升到必须加以控制的程度。**尽管已经取得重要进展，但还有更多的工作需要做。信贷增长过去几年显著放慢，影子银行得到控制；投资在降温，住宅房地产增长已下降；通过了新预算法，以解决预算外借款问题。然而，在多数领域，这些进展只是减缓了脆弱性上升的速度。例如，社会融资总量增长已放慢，但仍快于 GDP 增长；住宅房地产投资仍在增加，进一步加剧了住房供给

过剩。因此，需要进一步取得进展，使脆弱性不断下降，包括降低住宅房地产投资水平，通过多年的去杠杆过程消除信贷缺口，以及开展中期财政整顿。

66. **宏观政策面临的挑战是管理经济增长减缓。**在控制脆弱性的过程中，经济增长将会减缓。然而，调整过快可能会破坏稳定。因此，应运用宏观政策实现有序调整，目标是今年实现 6.5%-7% 的增长率，明年的增长率为 6%-6.5%。在今年经济增长预计达到目标、通胀前景有利的情况下，货币政策应采取等待观望的方式，特别是由于显著放松货币政策有可能加剧信贷和投资脆弱性。然而，进一步下调法定存款准备金率是合理的，这不是作为放松货币的措施，而是作为有效的流动性管理的一部分。鉴于信贷和房地产投资减缓对经济增长的不利影响，增扩概念的财政赤字今年应保持基本不变。明年启动逐步的财政整顿是合适的，在 2020 年之前将增扩概念的赤字降到 GDP 的 8%，并使公共财政走上可持续路径。

67. **尽管已经取得进展，但尚未完成的改革议程依然漫长而复杂。**在全球金融危机爆发前的十年中，一系列大刀阔斧的改革提高了经济的开放程度和市场化程度。其结果是，随着工人从农田走向工厂，生产率提高，促使经济快速增长。目前的挑战是进一步采取措施提高经济开放程度和市场化程度，而这要求再次实施大刀阔斧的改革。这些措施包括：建立更加市场化的金融体系和货币政策框架；实行国有企业改革，包括提高股息支付，创造公平竞争环境（特别是在服务业），以及让失去生存力的国有企业退出市场；在两到三年内实行有效浮动汇率；以及加强财政框架，包括地方政府与中央政府的关系、社会保障体系和税收政策。当局的改革议程包括上述所有要素。如果改革议程得到坚定和及时的实施，中国就能避免陷入低增长状态，并在向发达经济体收入水平趋同过程中进一步取得令人瞩目的进展。

68. **中国的成功对于中国和整个世界都至关重要。**中国无法继续沿着过去的增长道路走下去。最大的风险是控制脆弱性和推进结构性改革的进展过慢，从而在增长老路上停留过久。这最终将导致中国经济显著减缓，对全球经济产生重大负面溢出效应。因此，工作人员对当局致力于转向“新常态”的努力表示称赞。尽管这意味着近期经济增长将有所减缓，但为了在中期内大幅提高收入，这是值得付出的代价。这将使中国的生活水平大幅提高、世界范围的经济增长显著加强。

69. 建议与中国的下一次第四条磋商按标准的 12 个月周期进行。

专栏 1. 通货紧缩风险¹

中国的通胀有所下降，这在很大程度上反映了全球能源价格下跌和货币升值。鉴于通胀预期似乎得到良好控制，工资仍然稳步增长，近期的通货紧缩风险看来不大。

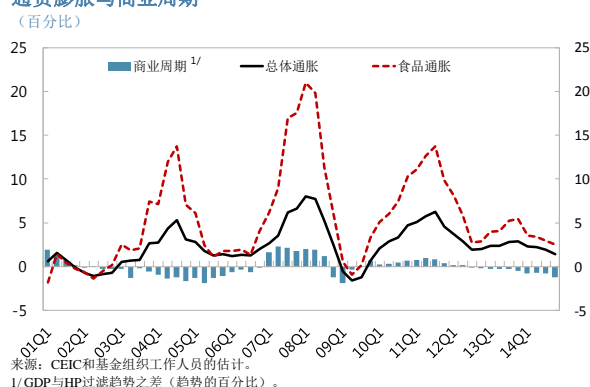
消费者价格指数通胀有所放缓。截至五月底，总体通货膨胀降至 1.2%（较去年同期），而 2014 年的平均通货膨胀水平为 2%。通胀下降主要与食品和能源价格有关（图 1）。同时，一段时间以来，核心通货膨胀率保持稳定，一直维持在 1%–2% 的水平。

经济增长放缓也抑制了通货膨胀，但其影响相对较小。以往的研究发现，产出缺口与通货膨胀之间的联系相当弱。例如，Maliszewski 和 Zhang（即将发表）在一个生产函数基础上使用方程系统估计了菲利普斯曲线，并发现产出缺口每扩大 1 个百分点，通货膨胀仅下降 0.1 个百分点。²简单的回归分析发现，商业周期变化（基于 HP 滤波法）对通货膨胀的影响更大，主要是通过食品价格起作用。这些结果表明，商业周期每扩大 1% 将使下一年的通胀上升 0.5 个百分点。然而，目前的经济增长放缓更多的是结构性的，而不是周期性的（HP 滤波法也表明了这一点），因此从数量上看不是当前通货膨胀的重要驱动力。

更多轶事证据也表明，短期内通货紧缩并不是一个显著风险。如在劳动力市场专栏中所讨论的，工资在稳步增长。因此，几乎没有证据表明工资和物价呈螺旋式下降趋势。市场通胀预期较低且稳定：最新的共识预测为 2016 年的平均通胀率为 2%，与 1.8% 的工作人员预测接近。工作人员的预测假设，随着石油价格冲击基数效应的减弱，2015 年下半年的通货膨胀将逐渐上升。

生产者价格（生产者价格指数）下跌向消费者价格指数的传导是有限的。自 2012 年起，消费者价格指数通胀一直高于生产者价格指数通胀。生产者价格指数下降可能反映了一系列因素，包括某些行业产能过剩、全球发展情况（一些亚洲经济体的生产者价格指数呈现类似走势），以及最近的大宗商品价格下跌。虽然近年来缺乏这种传导的原因尚不完全清楚，但可能与巴拉萨-萨缪尔森效应（贸易部门生产率的更快增长会推动所有部门的工资上涨，导致非贸易部门价格上涨）有关。与此相一致的是，非贸易品价格上涨快于贸易品，体现在第三产业（服务业）部门价格上涨快于第二产业（制造业）部门价格。

通货膨胀与商业周期

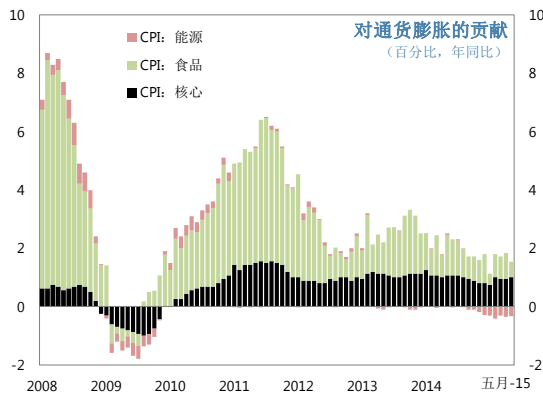


¹ S. Jung 和 L. Zhang, “中国的通货紧缩：神话与事实”，基金组织工作文章（华盛顿特区，即将发表）。

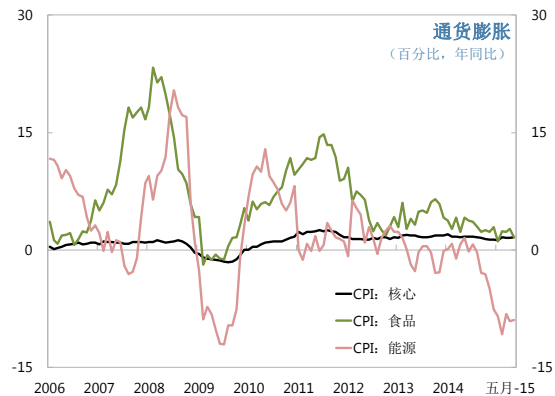
² W. Maliszewski 和 L. Zhang, “中国的增长会超过极限吗？”，基金组织工作文章第 15/113 号（华盛顿特区，国际货币基金组织，2015 年）。

专栏 1. 通货紧缩风险(完)

消费者价格指数通胀主要由食品价格推动……

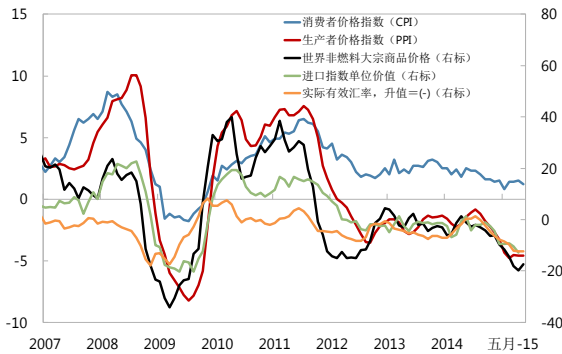


……核心通胀一直保持稳定……



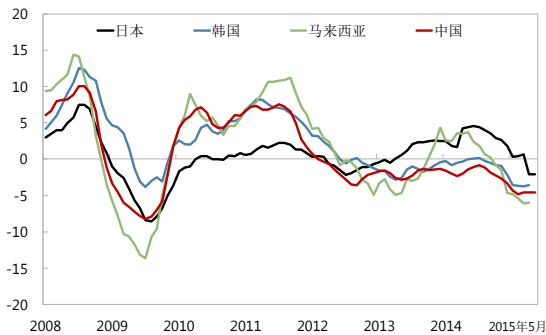
外部因素 (名义有效汇率升值和全球大宗商品价格变动) 有助于解释通胀的下行压力。

贸易指数、通货膨胀和实际有效汇率
(百分比, 年同比)



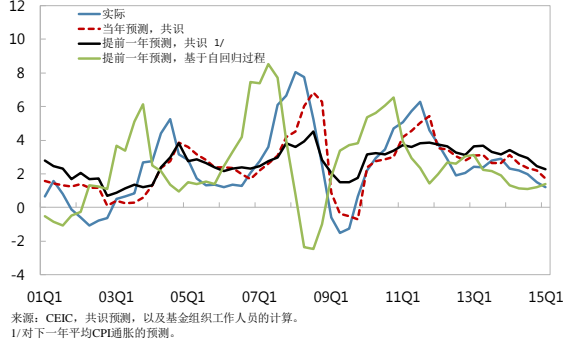
许多亚洲经济体的生产者价格指数趋势相类似, 表明共同的外部因素在生产者价格指数中发挥了作用……

亚洲部分经济体: 生产者价格指数 (PPI) 通胀
(百分比, 年同比)



基于简单模型和调查数据的通胀预期显示, 通胀率将保持为正值。

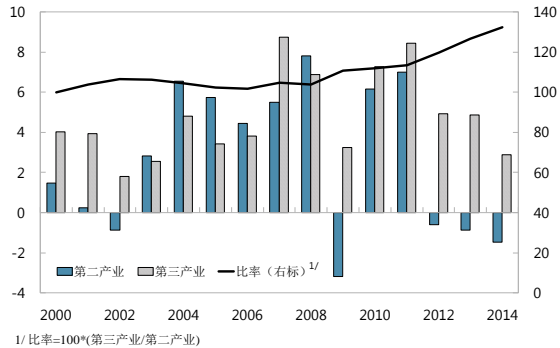
消费者价格指数 (CPI) 通胀预测
(百分比)



来源: CEIC, 共识预测, 以及基金组织工作人员的计算。
1/对下一年平均CPI通胀的预测。

……而中国强劲的工资增长可以解释非贸易 (服务) 价格不断上升和近期生产者价格指数-消费者价格指数之间的差异。

GDP平减指数通胀, 第二和第三产业
(百分比)



来源: CEIC 数据有限公司; Haver Analytics; 共识预测; 以及基金组织工作人员的计算。

专栏 2. 劳动力市场的发展¹

到目前为止，劳动力市场经受住了经济增长放缓的影响，但改革仍然是未来良好表现的关键。

根据官方数据，迄今为止，尽管经济增长有所放缓，但劳动力市场状况似乎保持良好。2014 年新增城镇就业岗位达到 1320 万个，超过了 1000 万个这一官方目标；2015 年第一季度又创造了 320 万个城镇就业岗位。现有工资数据也表明，平均而言，对城镇劳动力的需求仍然相当旺盛，增幅约为 8%，与 GDP 增长相符。自全球金融危机以来，对城镇劳动力的需求一直大于供给，工资涨幅超过了名义 GDP，官方登记失业率稳定在 4% 左右（基于调查的失业率为 5% 左右）。农民工的工资在 20 世纪 90 年代末和本世纪初的增长明显快于城镇职工工资，过去几年一直保持在城镇职工工资的 60% 左右。

有几个因素或可以解释劳动力市场明显的抗冲击能力。能促进劳动力市场状况的有利的长期趋势可能会减轻 GDP 增长放缓的影响，包括城市化进程的继续，以及（劳动力密集程度更高的）服务业的扩大。此外，轶事证据表明，国有企业即使在产能过剩和盈利减弱的情况下也会继续正式雇佣员工，而对农民工的使用正在减少。最后，由于数据缺乏，很难对劳动力市场状况做出准确的最新评估——尽管具备关于劳动力市场的主要数据序列，但这些数据在覆盖面、频率和及时性方面都存在显著的局限性。例如，登记失业率是基于失业保险金的自我登记，遗漏了失业后返乡的农民工。

今后，实施改革议程将在劳动力市场状况方面发挥关键作用。计划对住户登记制度（“户口”）实行的改革以及减少国有企业的劳动力囤积有可能会增加劳动力供给，这些劳动力供给应当通过开放服务业后可能增加的新就业机会以及其他提高生产率的改革予以吸收。与此同时，税收、医疗、养老金和教育等领域的财政改革将有助于缩小城乡收入差距（Lam 和 Wingender, 2015 年），从而限制农村劳动力（农民工）向城市流动和减轻失业压力。（基于各省数据和国际比较的实证分析表明，农民工流动受到经济增长和城乡收入差距的强烈推动，服务业占产出和就业的比重与人均 GDP 密切相关。）

工作人员分析表明，通过改革，城镇就业增长可保持在每年 1000 万左右。量化情景分析说明了结构性趋势、人口结构和改革实施对劳动力市场状况的影响（考虑到人口趋势）。这一分析发现，中期增长率若在 6% 至 6.5% 左右，则每年净城镇就业岗位可保持在 1000 万左右，符合当前的政策目标。² 加快国有企业改革和产能过剩行业的调整可在短期内释放多余的劳动力，并将失业率推高 0.5 至 0.75 个百分点。然而，这将有利于结构转型，包括服务业扩张和对生产性企业的新投资，从而走上更可持续的经济增长道路。相反，延迟改革实施则将导致脆弱性进一步积聚，并削弱中期就业前景。

¹ 根据以下工作文章编写，W. Lam、X. Liu 和 A. Schipke，“中国的劳动力市场能否在经济转型期间保持抗冲击能力”，基金组织工作文章（即将发表）。

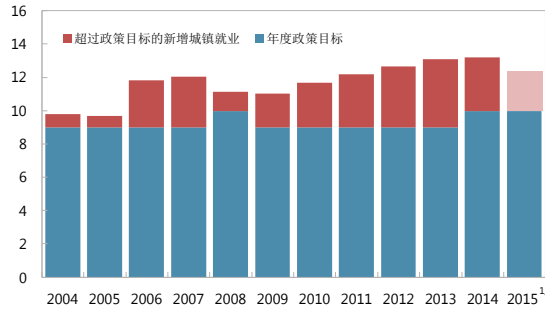
² 政策目标是指“新增城镇就业岗位”，它无法直接观察到，但与城镇就业年度净变化和非农就业变化相关。

专栏 2：劳动力市场的发展(完)

尽管经济增长放缓，但劳动力市场仍保持弹性，创造的就业机会超过了政策目标……

实现年度就业目标

(新创造的城镇就业; 百万人)

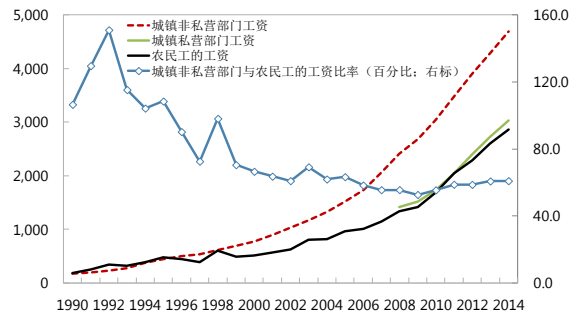


来源:CEIC, 国家当局和新华社。
1/2015年新创造城镇就业是用2012-2014年第一季度实际结果和第一季度对全年的平均比率估计的; 这一比率一直稳定在3.83。

……农民工和城镇职工的平均工资增长与名义 GDP 增长相符。

城镇职工和农民工平均月工资^{1/}

(月工资: 单位人民币, 左标; 比例, 右标)

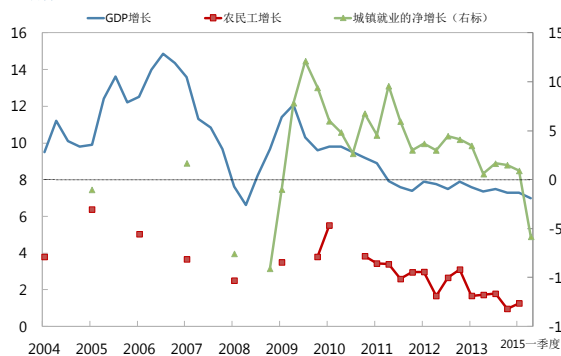


来源:CEIC 和 Lu (2012年)。
1/ 基于 Lu (2012年) 发表于中国社会科学杂志第七期关于 2007 年之前农民工工资的文章, “中国农民工工资趋势”。

农民工流动可更密切地追踪 GDP 增长, 充当失业上升的冲击减震器。

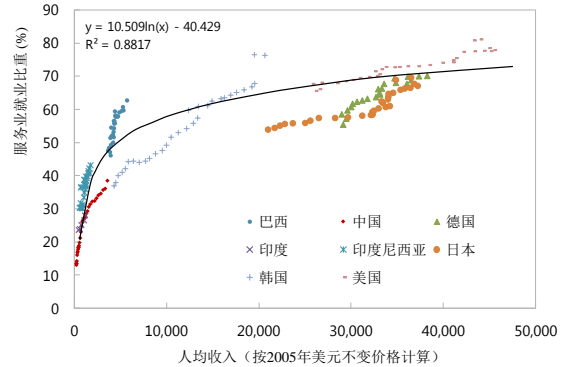
GDP 增长, 农民工和城镇就业

(百分比)



根据人均收入的跨国比较, 中国服务部门的就业比重将进一步上升。

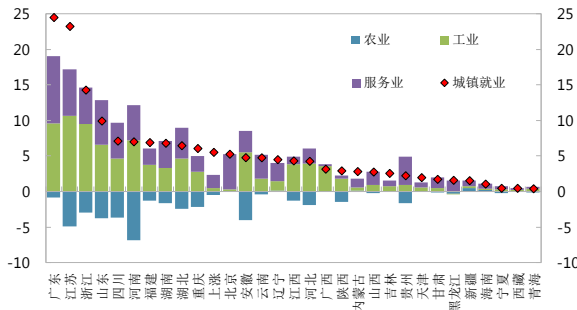
人均收入和服务业就业比重



服务部门的不断增长为增加各省的总就业人数做出了重大贡献, ……

各省就业变化

(百万职工; 2002年至具备数据的最近一年)

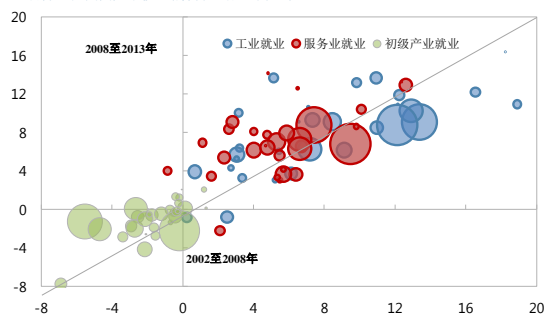


来源:CEIC 和作者的估计。

……特别是在全球金融危机之后的 2008 至 2013 年。

按部门划分的就业年增长率^{1/}

(百分比; 圆圈大小按总城镇就业成比例显示)



来源:CEIC 和作者的估计。
1/ 2002 年至具备数据的最近一年。

来源: CEIC 数据有限公司; 国家当局; 新华新闻; 世界发展指标; Lu (2012 年) 以及基金组织工作人员的估计和预测。

专栏 3. 去杠杆化¹

中国的信贷快速增长，根据很多指标衡量的信贷水平都很高。特别是企业部门自全球金融危机以来提高了债务与 GDP 比率，因此有必要实现去杠杆化。

信贷高企。 社会融资总量和国际清算银行对私营部门信贷的衡量指标是衡量对非金融私营（非政府）部门信贷的补充方式。这两者在全球金融危机以来都大幅增加。即使将股权和地方政府融资平台的借款从社会融资总量中扣除，过去几年的信贷增长仍非常显著。尽管经济增长有所放缓，但信贷与 GDP 比率仍然居高不下，并超过了根据国际清算银行“信贷缺口”指标²和跨国比较所反映的经济基本面暗示的水平。信贷增长由企业部门推动，特别是房地产公司、国有企业和产能过剩行业。2008 年以来，家庭债务增加了一倍，但仍然很低。债务主要是抵押贷款（贷款与价值比率相对较低），只代表家庭财富的一部分，并且实际上少于家庭存款。

社会融资总量的构成
(占GDP的百分比)

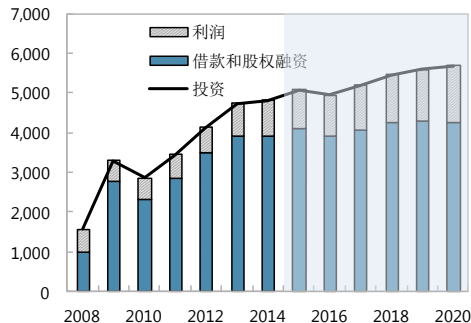
	2003	2008	2014	2008-2014
社会融资总量	118.5	119.7	191.7	72.0
股权	1.0	4.0	5.9	1.9
地方政府融资平台	11.5	16.1	38.0	21.9
私人信贷	106.0	99.6	147.8	48.2
企业	88.1	81.6	111.4	29.8
住户	17.8	18.0	36.4	18.4

来源：CEIC和基金组织工作人员的估计。

信贷水平高可能会影响中国经济增长和金融稳定。 跨国证据表明，类似的信贷激增阶段往往突然结束，并伴随金融危机或 GDP 增长持续放缓³（见图）。这个风险在中国仍然很低，但在不断增长。全球金融危机之后迅速增加的企业投资由信贷供资。但是投资效率一直在下降，同时企业部门的盈利能力也在弱化。这使得偿债更为艰难，从而加大了债务风险。具体而言，国有企业和产能过剩行业（两者占信贷增长的大部分）的利息覆盖比率在下降。虽然较高的国内储蓄水平使得为这种增长模式提供资金更加便利，但这是不可持续的，因为投资效率的下降最终会拖累 GDP、家庭收入以及储蓄。资产价格下跌也会构成风险。虽然平均的债务与资产比率与其他国家相比而言不高，但当前的住房市场调整可能会侵蚀企业资产负债表的资产方（特别是土地和房产），特别是在房地产部门。

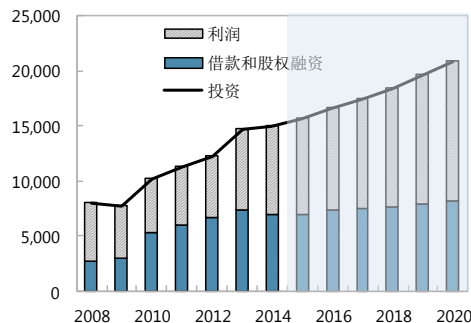
展望未来，投资仍然是经济增长的主要驱动力，因此，仍然需要大量信贷为新项目提供资金。 根据工作人员对固定资本形成总额的基线预测，这意味着社会融资总量保持相对较高的增长，但将从 2015 年的 12% 左右逐渐下降至 2020 年的 8%。这一预测假设企业盈利能力仅有适度增加，因为提高生产率的改革在很大程度上被要素成本的合理化（包括提高工资）所抵消。更多地依赖于资本市场进行融资将减少企业部门对信贷的需求，但这会被部门间日益增加的借贷所抵消，特别是金融深化进程促进了家庭获得融资的机会。

投资的融资：地方政府融资平台
(十亿人民币)



来源：CEIC以及基金组织的估计和预测。

投资的融资：私人
(十亿人民币)



¹ S. Arslanalp、W. Lam、W. Liao 和 W. Maliszewski, “中国去杠杆化”, 基金组织工作文章（即将发表）。

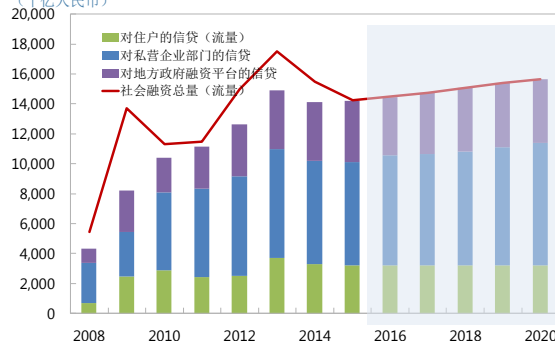
² 定义为信贷与 GDP 的比率与其趋势的缺口，如国际清算银行在对运作逆周期资本缓冲机制的国家当局和指导中所推荐的。

³ W. Liao 和 W. Maliszewski, “中国的信贷繁荣”, 基金组织工作文章（即将发表）。

专栏 3. 去杠杆化（续）

加快债务注销可改善信贷流动和提高投资效率，并降低风险。虽然没有证据表明中国的信贷渠道已受损，但私营部门的融资似乎被对国有企业的贷款所挤出。如果银行将信贷配置给无法独立生存的或效率低下的国有企业，这个问题尤其严重。债务注销加上可生存企业的重组以及加快无法生存的企业的退出和破产，这可以减少银行的负担并使其将信贷重新配置给更有效的部门。公司重组和退出也会释放出实物资源（通过强大的社会安全网减轻裁员的影响），从而支持私营部门的增长。其结果是信贷与 GDP 的比率将很快回落。与此相反，在不改革情景下（在投资的带动下，最初的增长较快；见专栏 6），信贷与 GDP 的比率会继续上升，但这是不可持续的。这表明，在旧的增长模式下，“以债务推动增长”的做法不可取。

社会融资总量流量和企业净贷款
(十亿人民币)



来源：CEIC、国际清算银行和基金组织工作人员的预测。

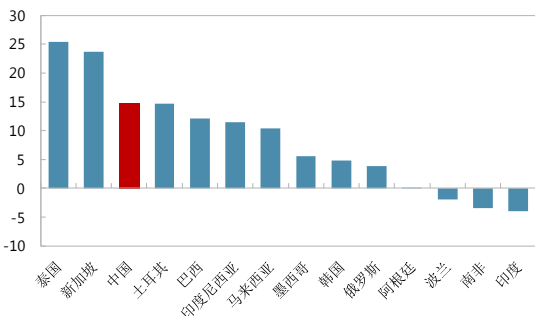
潜在的债务注销规模是可控的。工作人员估计，如果要在 2020 年之前缩小国际清算银行的“信贷缺口”，平均每年需要注销当前债务的 1%（约占 GDP 的 1.5%），将不良资产转移给资产管理公司和公共部门支持相结合。该情景假设资本缓冲和拨备保持不变，这使银行能够贷款给更富有成效的新项目。这种情景下的财政成本总额将低于 GDP 的 10%，不包括增强社会安全网的成本。然而，这假设贷款没有任何回收，并高估了公共部门的净成本，因为债务注销促进了无法生存的企业和亏损国有企业的退出（取消了隐性补贴，并随着产能过剩的减少，可能导致其余国有企业对预算的股息支付增加）。未来对银行或企业的任何财政支持应当符合对其的激励，并最大程度地减少道德风险。对银行来说，需要立即采取的措施应当是对贷款组合进行严格的质量评估，为解决不良贷款和可能需要进行银行注资奠定基础。注资应视改革而定，以防止不良贷款的再度积累。

专栏 3. 去杠杆化(完)

全球金融危机之后中国的信贷繁荣导致了较大的信贷缺口。

巴塞尔协议III的信贷与GDP比率缺口^{1/}

(占GDP的百分比, 2014年)

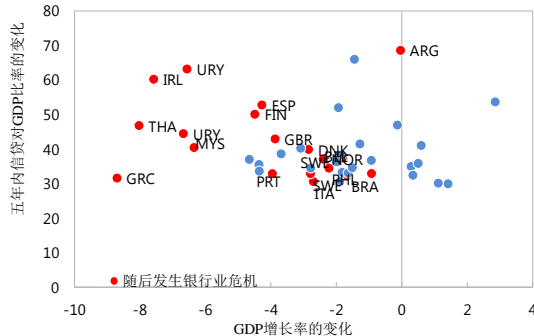


来源: 国际清算银行和基金组织工作人员的估计。
1/ 对于中国, 数据不包括地方政府融资平台的借款。

其他地区类似的繁荣之后一般是银行业危机或GDP增长持续下降。

信贷繁荣和GDP增长率的变化

(百分点)

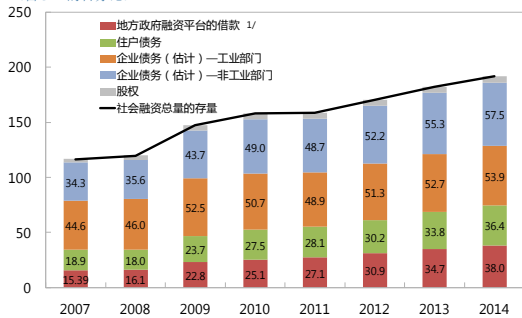


来源: 基金组织工作人员的估计和计算。

企业部门的债务有所增加, 特别是对非工业部门.....

按部门划分的总信贷

(占GDP的百分比)

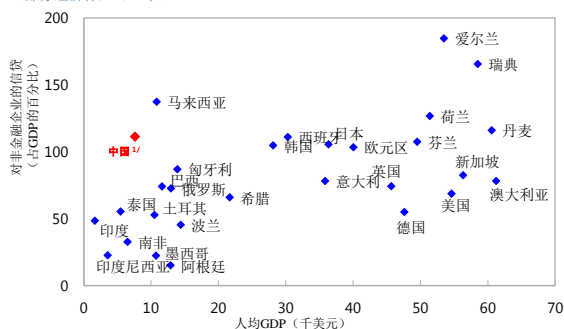


来源: CEIC; WIND资讯以及基金组织工作人员的估计。
1/ 包括除地方政府债券外的所有地方政府债务。

.....按国际标准衡量, 企业部门的债务很高, 即使在剔除地方政府融资平台的债务之后也是如此。

对非金融企业的信贷与人均GDP

(部分经济体, 2014年)

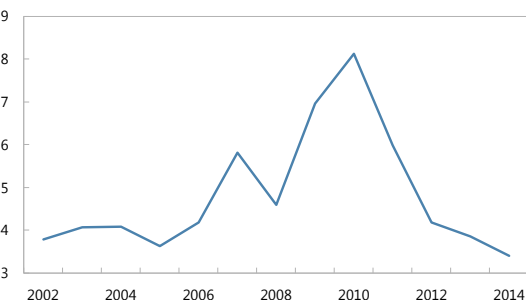


来源: 国际清算银行; 基金组织《世界经济展望》; CEIC; 以及基金组织工作人员的估计。
1/ 中国的企业债务计算为社会融资总量减去股权、地方政府融资平台的借款和对住户的贷款。

企业盈利能力下降, 对债务动态构成不利影响。

企业利息覆盖率^{1/2/}

(百分比)

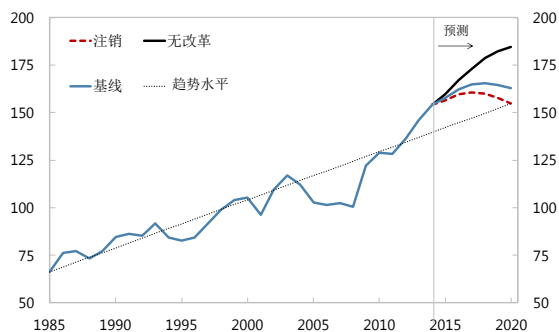


来源: WIND数据库和基金组织工作人员的估计。
1/ 计算为息税前利润/利息。
2/ 包括国有企业和私营企业。

债务注销可有助于阻止不良债务动态。

非金融私人部门债务

(占GDP的百分比)



来源: 国际清算银行以及基金组织工作人员的估计和预测。

来源: CEIC 数据有限公司; 国际清算银行; WIND 资讯; 基金组织《世界经济展望》以及基金组织工作人员的估计。

专栏 4. 中国的股票市场：近期发展和风险

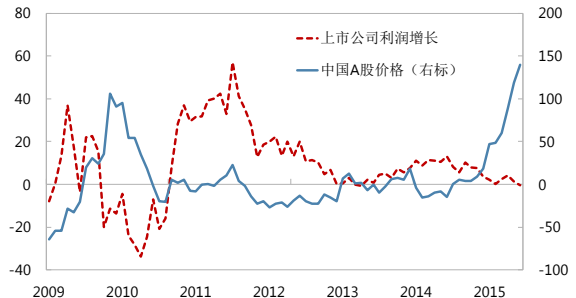
尽管经济增长放缓和利润增长下降，但股市市值在过去一年里增加了一倍多。新投资者的涌入、保证金贷款、杠杆率不断上升以及证券公司之间的相互关联带来了潜在的金融稳定风险。经济增长面临的更广泛的风险正在上升，但可能仍然相对较小。

股价大幅上涨。自 2014 年中开始的股市飙升不由地令人担心未来价格波动的前景和可能对更广泛的金融稳定的影响。股市超过 150% 的涨幅与国际市场价格的小幅变化形成了鲜明对比，这甚至是在国内经济增长放缓的背景下出现的。股市普遍上涨，涵盖了几乎所有挂牌股票，而市场的某些部分（如科技股）则经历了价格的急剧上涨。这些发展态势推高了股票估值，使其按照一些（但不是所有）标准来看超过了可比的新兴市场（见图）。

有一些因素可能将价格推得更高。有市场参与者认为，高层官员的一些意见可能被解释为向市场提供“官方支持”。当局和证券交易所实施了促进股权投资措施，包括放宽保证金借款的规则（2013 年 4 月）、放开共同基金（2014 年 8 月），并允许投资者开设多个证券账户（2015 年 4 月）。资金流入股市也受到居民将储蓄从房地产转向股市以及有利于股东的国企改革的乐观态度的提振。

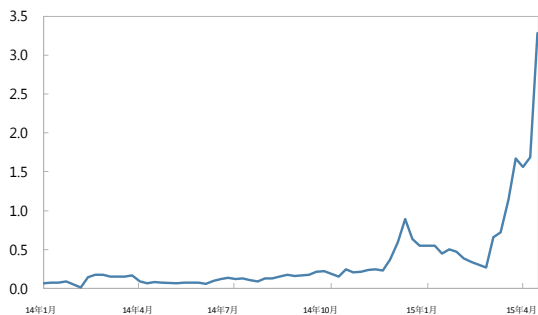
中国的金融发展受益于股市的可持续发展。在股票发行相对较低的水平上促进其增长，有助于实现企业融资多元化、减少对债务和影子银行的依赖、加快负债更高部门的去杠杆化、并通过混合所有制推进国有企业改革。一个高效和具有代表性的市场也能够为家庭和机构投资者提供机会，使其储蓄和资产实现更加理想的风险回报。直到五月底，从国内（A 股）公开募股筹集的资金没有实质性增加。

股票市场价格和利润
(百分比, 年同比)



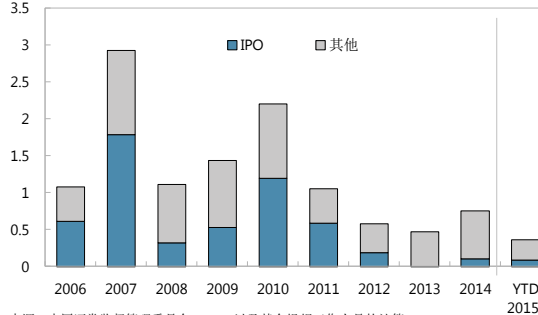
来源: MSCI, Thomson Datastream以及基金组织工作人员的计算。

每周新开立的股票交易账户
(百万账户)



来源: CDCC.

通过股票公开发售筹集的资本
(占GDP的百分比)



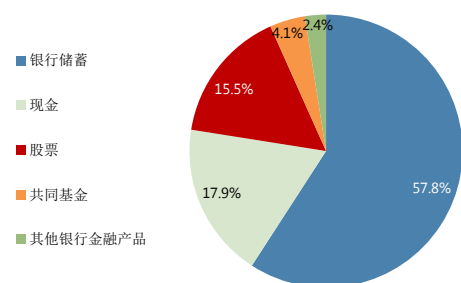
来源: 中国证券监督管理委员会, CEIC以及基金组织工作人员的计算。
*YTD 2015是指2015年1月至4月。

专栏 4. 中国的股票市场：近期发展和风险（续）

这次股市大涨伴随着风险的上升，诸如保证金融资的急剧增加。大批新的、可能不太知情的投资者的涌入和不断上升的杠杆增加了无序市场调整的风险。新的投资者不断涌入市场，其中散户投资者占交易量的80%。自2014年第二季度末以来，投资者从证券公司借入用于购买股票的资金数额增长了五倍多，至2.2万亿元，占自由流通市值的8%（占GDP的3.2%）。监管机构增加了对证券公司放贷的审查，但并未减少借款的增加。直到最近，富裕的投资者通过所谓的结构性产品“伞型信托”获得远高于证券账户的杠杆倍数，资金由其他投资者提供，包括理财产品。一些分析师估计，这种借贷已达到1万亿元，监管机构最近已采取措施，对伞形信托实行更严格的监管。

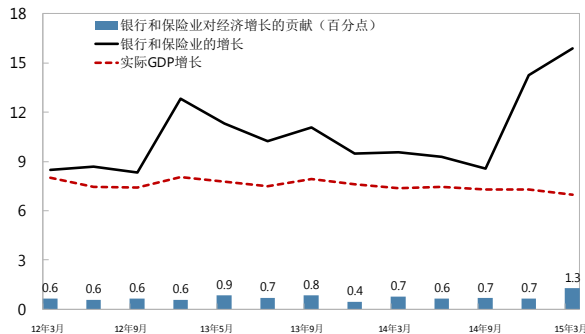
股票价格变化带来的财富效应正在增加，但以前的研究表明，这种效应可能很小。即使在考虑到最近市场规模和投资者数量的增加之后也是如此。¹ 在自由流通市值的基础上，价格变化25%将使家庭、企业和机构投资者所持价值变化7万亿元，相当于2013年底GDP的10%和家庭金融资产的9%。作为比较，美国同等价格变化将导致自由浮动价值变化超过GDP的30%。此外，调查数据表明，金融资产仅占家庭总资产的5%；金融资产主要为银行存款和现金（见图）；只有9%的家庭持有股票，4%的家庭持有共同基金。金融服务业也在为经济增长做出更多贡献，特别是自股市上涨以来。市场的调整，特别是如果对金融部门产生影响，将直接降低经济增长，并对经济的其他部门产生冲击效应。

家庭金融资产的构成
(占总额的百分比)



来源：中国家庭金融调查，德克萨斯Texas A&M大学和西南财经大学，<http://chfs.swufe.edu.cn/>。

实际GDP：银行和保险
(百分比，年同比，除非另有注明)



来源：CEIC以及基金组织工作人员的计算。

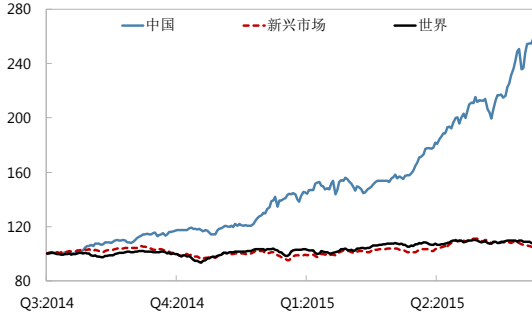
¹ Y. Hu 和 C. Guo, “股票财富、信号传递与中国城镇居民消费”, 《经济研究》第3期, 第115-26页(2012年); 以及 F. Wang、G. Zhou、Z. Chen, “股票市场财富效应与消费支出分析”, 《证券市场导报》第11期, 第48-57页(2009年)。

专栏 4. 中国的股票市场：近期发展和风险(完)

中国股市上涨与其他市场形成鲜明对比……

新兴市场股票价格

(本币指数, 重新确定基期, 第二季度末=100)^{1/}

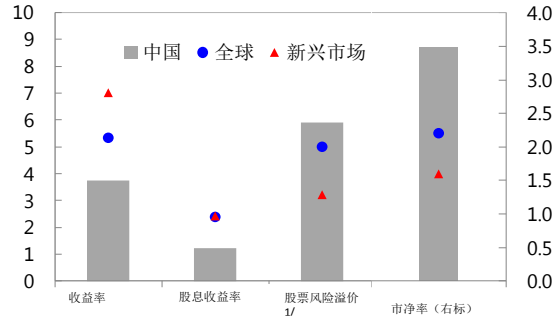


1/ 中国的指数是按市价总值加权的上证综合指数和深证综合指数平均值。

……使股价上升到高于可比新兴市场的水平 (按一些共同标准衡量)。

股票市场估值

(百分比, 除非另有注明)

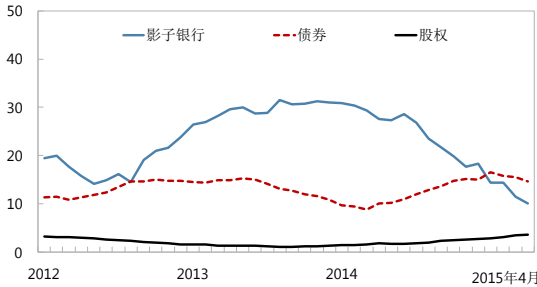


1/ 使用长期GDP增长共识预测, 股息收益率和10年期政府债券收益率。

股权融资仅占社会融资总量的一小部分……

社会融资总量的各项占比

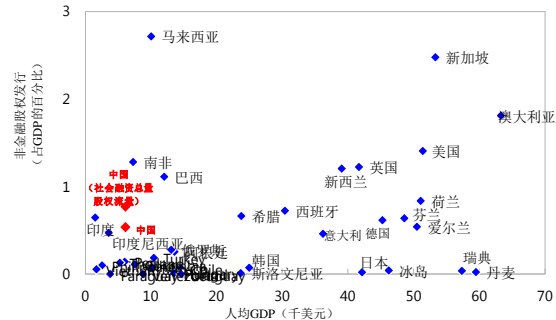
(占总额的百分比; 12个月累计)



……表明在增加对公开发行股票的依赖方面存在空间。

非金融股权发行和人均GDP^{1/}

(部分经济体, 2010-2014年平均)

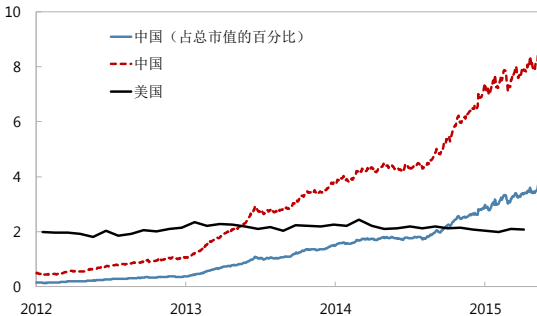


来源: Dealogic; 基金组织《世界经济展望》以及基金组织工作人员的计算。
1/ 股权发行按借款人的国籍划分。

保证金融资大幅上升……

股票保证金余额

(占自由流通市值的百分比)^{1/}

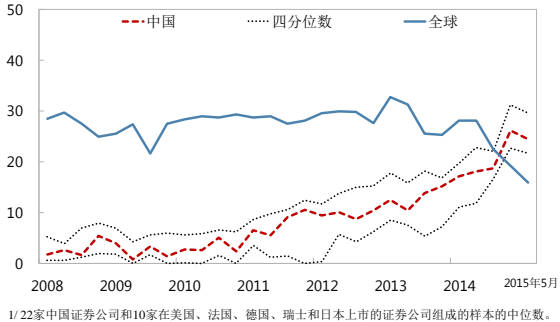


1/ 上海和深圳的可流通市值。

……证券公司的短期债务也大幅上升。

证券公司短期债务^{1/}

(占总资产的百分比)



1/ 22家中国证券公司 and 10家在美国、法国、德国、瑞士和日本上市的证券公司组成的样本的中位数。

来源: CEIC 数据有限公司; 纽约证券交易所; 摩根士丹利资本国际公司; 汤姆森数据流; Dealogic; 基金组织的《世界经济展望》; WIND 资讯; 彭博社; 以及基金组织工作人员的计算。

专栏 5. 房地产下滑的风险有多大，是否要紧？

自 2014 年以来，中国的房地产市场明显走弱，反映了大多数城市供过于求。市场可能会出现更多的调整。

所有指标都显示出中国房地产市场的疲弱。全国各级城市的房价都出现下降，而小城市的降幅最大。房屋销售面积这个房地产市场的良好指标自 2013 年中期以来同比下降（2014 年底，继住房限购的放开和抵押贷款的放松，销售额略有回升）。从供给方面来看，2014 年，新开工面积减少了 14.4%，而 2013 年则增加了 11.6%。这反映在房地产固定资产投资放缓，从 2013 年 20% 左右的增长率降至 2014 年的 9.2%。

自 2013 年以来，房屋库存比（未售面积与已售面积之比）显示有所增加，表明存在供给过剩。尽管库存水平不太明确（国家统计局数据显示为四个月的库存，而地方房管部门的数据则显示高于两年的库存），但增加的趋势是明确的。三线和四线城市的库存尤其高。^{1,2}

为使需求赶上供给，需要继续调整新开工面积。为了更好地理解为何出现供给过剩，以及房地产市场应如何回到均衡，工作人员分析了中国的住房需求和供给动态。供给过剩的衡量方法是，新开工面积与销售面积（提前 1-2 年以考虑到平均施工时间）的累计之差。预测已售面积时会考虑需求基本决定因素，这表明延续历史需求趋势是可能的。基线情景假设，通过适度减少新开工面积，供给过剩的情况将大致以线性的方式在 2020 年之前消除。需求的更强劲增长有助于略微缩小过剩的供给，但不太可能完全抵消新开工面积的潜在收缩。

房地产市场的调整将显著影响 GDP 的增长。考虑到估计的新开工面积增长与房地产固定资本形成总额增长之间的关系，房地产固定资本形成总额将从 2014 年的 3% 左右放缓至 2015 年的 -2% 至 -4%。³ 由于房地产固定资本形成总额约占 GDP 的 9%，这将意味着基线情景中 GDP 增长下降约 0.5 个百分点。这是从房地产与上下游部门的联系所产生的间接影响得出的。这些部门中的一些供过于求，而建筑活动放缓可能带来损失，从而暴露脆弱性并构成风险（基金组织，2014 年）。

¹ 差异可能是数据收集中采用了不同方法所致。国家统计局依靠开发商自报的登记，这可能会漏报未售单位而过度报告已售面积，而来自地方房管部门的数据则记录了所有的房地产登记，包括已获得销售许可的建筑物。

² 中国的城市大致可分为四类：一线城市包括北京、上海、广州和深圳；二线城市有 35 个，主要是省会城市；其他中小城市被归为三线或四线城市。

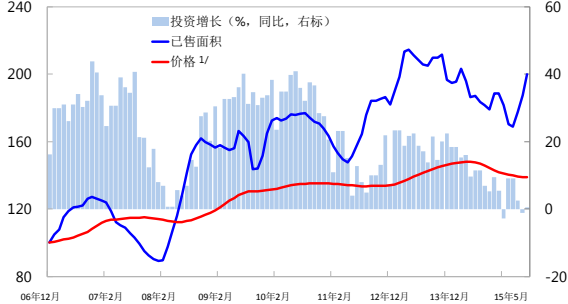
³ 工作人员用基于国家统计局数据估计的房地产固定资本形成总额系列，使投资概念符合国民账户（GDP）数据。工作人员通过从固定资产投资总额中提取房地产投资份额来估计房地产固定资本形成总额系列（两个系列均来自国家统计局），然后将其用于衡量国民账户中的房地产固定资本形成总额。

专栏 5. 房地产下滑的风险有多大，是否要紧？（完）

住宅房地产销售已经回升……

住宅

(2006年12月 = 100, 季节调整, 3个月移动平均值)

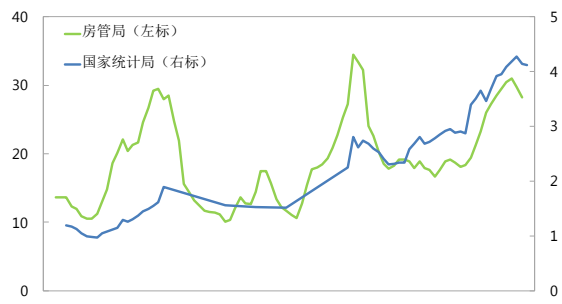


1/ 国家统计局的70个城市新建住宅价格。

……库存减少，尽管是从很高的水平。

住宅房地产库存率^{1/}

(月数, 3个月移动平均值)

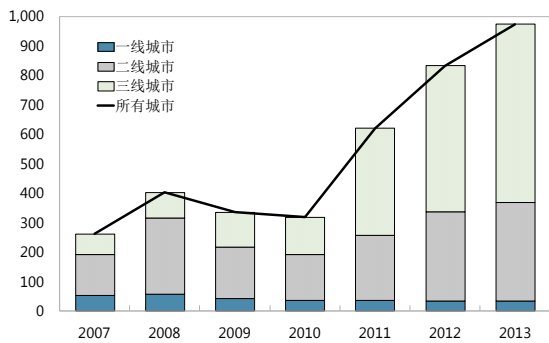


1/ 库存率是指未售面积/已售面积。

小城市的库存特别高……

住宅房地产库存：下限估计

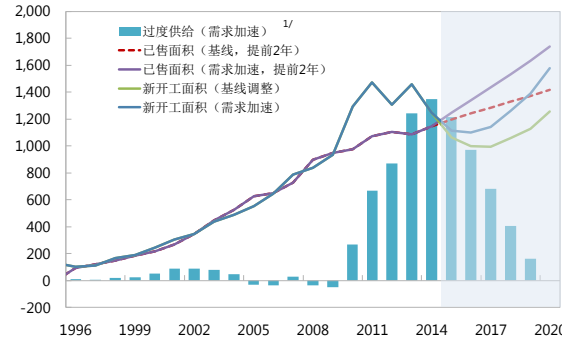
(百万平方米)



……表明有一个长期的调整期，即使需求有所回升。

住宅市场过度建设和调整情景

(百万平方米)

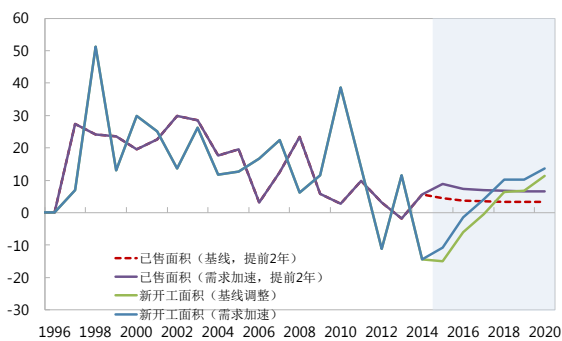


1/ 供应过剩是按照开工面积与已售面积之差来衡量 (提前2年)。

调整将拖累建筑活动……

住宅新开工面积和已售面积的年度增长

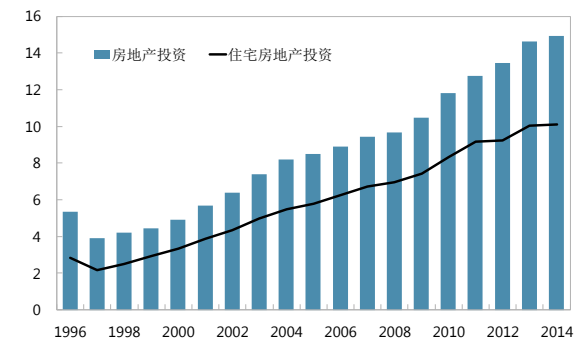
(百分比, 同比)



……鉴于该部门规模较大，将对 GDP 增长产生很大影响。

房地产投资

(占GDP的百分比)



来源：CEIC 数据有限公司；国家统计局；地方住房管理局（房管局）；威格拉姆资本顾问公司以及基金组织工作人员的估计和预测。

专栏 6. 增长情景

尽管在无改革的情景下，最初的增长较高，但由此带来的好处很短暂。从中期来看，工作人员的基线情景是经济实现了更高和更可持续的增长。

中国可实现多快的经济增长？ 实施当局的改革议程是促进潜在增长的关键。如果没有改革，脆弱性将继续上升。在供给方面，生产率下降和不容乐观的劳动力动态将带来不利影响。在需求方面，由于高负债的企业部门和地方政府利息成本上升，加上投资回报的下降，信贷和投资动态将是不可持续的。这将增加中期内经济增长急剧或持续放缓的风险，尽管政策缓冲在短期内能控制风险。另一方面，实施当局的改革方案最初会使增长放缓，但最终会促进更强劲和更高的增长。

如果不进行改革，2020 年经济增长将逐渐回落到 5% 左右，且债务比率急剧增加。 无改革的情景假设当局设法将经济增长稳定在 7% 左右。这一战略最终将失败，因为随着资本的边际产出下降和生产率增长停滞，经济增长将放缓。经济放缓将主要归因于资本积累和生产率增长的贡献不断下降：

- **生产率增长维持在低水平。** 投资效率受到规模快速扩大的不利影响，而全要素生产率每年对 GDP 增长的贡献已降至 1.5% 左右。无改革的情景假设增长下降是永久性的，而到 2030 年之前，全要素生产率增长将逐渐稳定在每年 1% 左右。
- **劳动力动态开始阻碍经济增长。** 就业一直对经济增长有积极的贡献，但贡献在快速减少（从 21 世纪前十年初的每年 0.5% 降至现在的 0.25%）。人口老龄化加上劳动参与率的下降将进一步降低劳动力增长率，预计到 2020 年将降至零，然后转为负，并稳定在每年 -0.25% 左右。
- **资本的贡献开始下降。** 投资比例起初将保持高位，原因是当局试图通过依赖旧的增长引擎（信贷和投资）来保持 7% 左右的经济增长率。但是与过去相比，这种投资对资本存量的贡献也相应减少，鉴于不可持续的信贷和投资动态，投资比例会随之下降。但这种下降是逐步的，2020 年之前比率将保持在 GDP 的 40% 以上。
- 鉴于对投资的依赖，**经济增长的信贷力度继续保持在高水平**，而这将提高私营部门和公共部门的债务比率。

工作人员基线情景中假设的政策将转化为更高和更有效的经济增长。 具体而言，控制脆弱性和执行三中全会的改革将提高资源配置，并促进向更可持续的经济增长过渡。这些目标转化为更低但更高效的投资。工作人员基于以往各种研究进行的估计（Barnes 等人，2011 年）¹ 表明，每年的全要素生产率增长收益范围在 1–1.5% 之间（Lam 和 Maliszewski，即将发表）。² 尽管经济活动会因投资放缓而暂时减弱，但改革最终将带来更高的经济增长，而所需的投资和信贷更少，总体债务比率（私营部门和公共部门）比无改革情景下的比率低 GDP 的 15%。

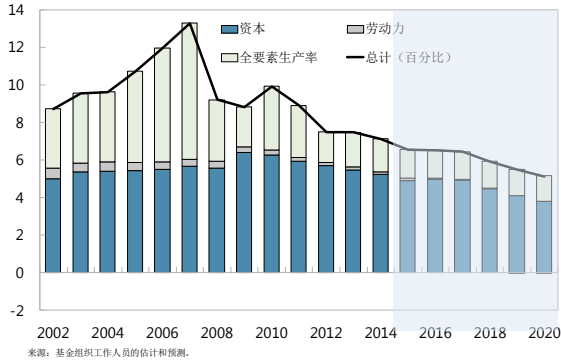
¹S. Barnes, R. Bouis, P. Briard, S. Dougherty 和 M. Eris, “改革对 GDP 的影响：一个简单的模拟框架”，经合组织经济部工作文章第 834 (2011) 号。

²W. Lam 和 W. Maliszewski, “感谢中国经济放缓”，基金组织工作文章（即将发表）。

专栏 6. 增长情景(完)

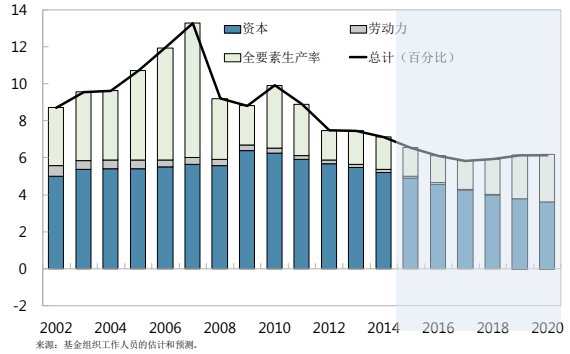
如果没有改革，经济增长将下滑……

不改革情景：对GDP增长的贡献
(百分点)



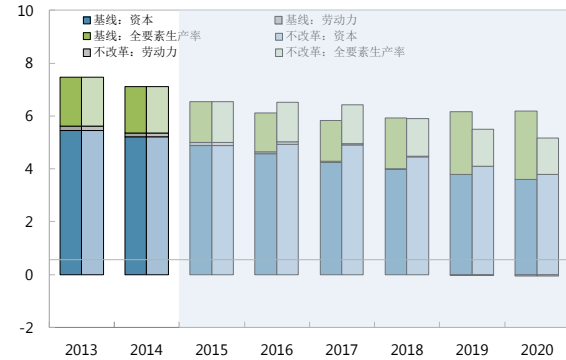
……但是在改革情景下，趋同进程将继续。

基线情景：对GDP增长的贡献
(百分点)



在改革情景下，经济增长的特点是资本密集度下降，更多地依赖于全要素生产率增长……

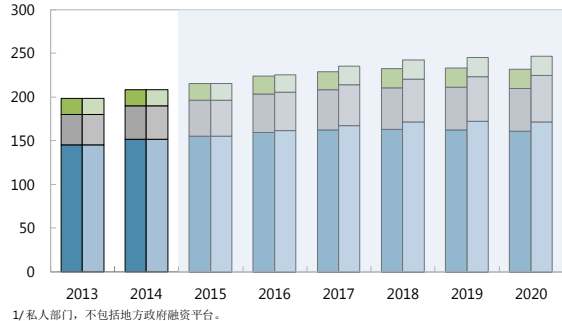
对GDP增长的贡献
(百分点)



……需要的信贷减少……

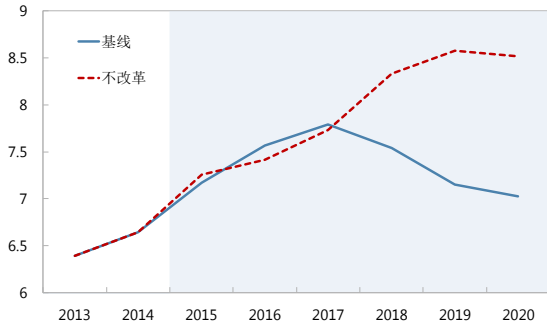
债务比率

(占GDP的百分比)
■ 基线：私营部门^{1/} ■ 基线：地方政府融资平台 ■ 基线：广义政府
■ 不改革：私营部门^{1/} ■ 不改革：地方政府融资平台 ■ 不改革：广义政府



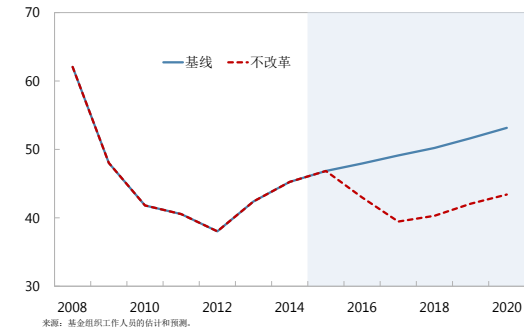
……原因是投资减缓但效率提高……

增量资本产出率 (ICOR)^{1/}
(比率)



……投资资金越来越多地来源于利润的增加。

由利润提供资金的投资的比例
(百分比)



来源：CEIC 数据有限公司；佩恩表，第 8 版；基金组织《世界经济展望》；以及基金组织工作人员的估计和预测。

专栏 7. 货币和财政政策态势：评估和预测

评估中国的货币和财政政策态势比较困难。货币政策缺乏一种政策利率用于传递政策态势变化的信号，而大部分的财政借款发生在预算外，并记录为私人信贷，模糊了货币政策和财政政策之间的界限。为处理这些问题，工作人员构建了补充性货币和财政指标，以帮助评估发展情况进行预测。

当前的财政和货币政策态势是什么？ 很难用传统的定义对中国的政策态势进行分类。官方预算不包括大量预算外的财政活动。因此，工作人员认为增扩概念的赤字是财政政策态势的更好指标，但很难估计，也没有此类活动的预算。在货币政策方面，缺乏一种政策利率用于传递货币政策态势的变化。政策是通过各种工具予以实施的，包括基准利率、流动性管理（公开市场操作和法定存款准备金率）和窗口指导。有一些指标反映了政策态势，包括基准利率、银行同业利率、广义货币和社会融资总量，但可能会发出相互矛盾的信号，并且同时反映货币走势和政策变化。例如：缓慢的信贷增长可能反映了紧缩的货币政策、较弱的信贷需求或两者兼具。此外，社会融资总量（最常用的私人信贷衡量指标）包括地方政府融资平台借款（一种财政活动），从而模糊了货币政策与财政政策态势之间的界限。

增扩概念的财政赤字表明了财政政策态势。 在全球金融危机之后，地方政府融资平台的借款加快。地方政府以此支持需求，同时规避禁止地方政府举债的规定（见图）。尽管一些地方政府融资平台的活动是商业性的，但工作人员认为，其大部分属于财政性质。这一点得到 2013 年国家审计署报告的支持，该报告发现，在地方政府融资平台（和其他地方实体）的债务存量中，有三分之二由政府最终负责。此外，根据现有数据单独确定地方政府融资平台借款的商业成分是不可行的。因此，工作人员通过扩大政府的范围，将所有地方政府融资平台包括在内，构建了增扩概念的财政数据。¹ 然而，一般不具备关于地方政府融资平台从银行借款（这是地方政府融资平台的主要融资途径）的数据。工作人员估计的增扩概念的赤字因此具有相当大的不确定性。

地方政府融资平台的借款规模可观，因此，根据地方政府融资平台的借款调整货币和财政数据很重要。 由于地方政府融资平台被列入了增扩概念的财政数据中，其借款应从社会融资总量中剔除。这样就避免了重复计算，使社会融资总量成为对私营部门贷款的一个更好指标，它定义为包括国有企业但不包括政府和金融部门。因此，私人信贷被定义为社会融资总量减去股权融资（它包含在社会融资总量中）再减去地方政府融资平台的融资。对于 2014 年底，这一调整减少了社会融资总量，并使政府债务增加了 GDP 的 37%。此外，随着新预算法的出台，这种调整正变得日益重要。法律将导致对地方政府负债的重新分类，从原来的社会融资总量转为政府债务，原因是地方政府借款更多地转为预算内融资，而现有地方负债存量的一部分则转化为政府债券。虽然社会融资总量和政府债务受到这些变化的影响，但工作人员估计的增扩概念的赤字和私人信贷未受影响。因此，工作人员构建的衡量指标为评估和区分货币与财政政策发展提供了更加一致的系列指标。

工作人员的宏观预测是基于对增扩概念的财政赤字和私人信贷的明确假设。 工作人员预测 2015 年增扩概念的赤字为 GDP 的 10%，包括占 GDP 的 6%（4.1 万亿元人民币）记录在社会融资总量中的地方融资平台融资。私人信贷预计将增长 11% 左右，与工作人员在基线中假设的私人投资融资相一致。社会融资总量增长将取决于地方基础设施开支是否是通过政府债券或地方政府融资平台进行融资；工作人员假设，与以往的做法保持一致，它是通过地方融资平台进行融资。² 不管其融资方式为何，工作人员的预测是基于以下假设，即增扩概念的赤字占 GDP 的 10%，私人信贷增长约 11%。

¹ 见《中华人民共和国—工作人员报告》附录三和专栏 3，基金组织国别报告第 14/235 号（2014 年）。

² 假设来自债务互换计划的 2 万亿地方政府债券仍将包含在社会融资总量中。如果这些债券被记录为政府债务，则今年的社会融资总量增长将降至 10.4%。

专栏 7. 货币和财政政策态势：评估和预测（续）

对后来几年的预测也以同样的方式进行，对增扩概念的赤字和私人信贷做了明确预测，私人信贷与私人投资预测相挂钩（见专栏 3）。

工作人员的基线情景假设，必要时对货币政策进行调整，以实现预测的私人信贷增长。今年，私人信贷增长 11% 转化为私人信贷流量下降 7.6%。这可能需要私人信贷流量在今天的剩余时间有所增加。社会融资总量的流动变化为-18%（五月，年初至今），尽管这在一定程度上可能是由于地方政府融资平台在今年早些时候的借款较为低迷，（其程度很难用现有数据进行估计），但私人信贷增长也可能疲弱。然而，基准利率降低和最近的银行同业利率降低仍在经济中发挥作用，并将在今年剩余时间里为信贷提供一些支持。工作人员基线假设，如果需要的话，采取进一步措施以调整私人信贷增长步伐，实现工作人员的年终预测。

同样，工作人员基线情景假设，地方政府融资与占 GDP 10% 的增扩概念赤字相一致。增扩概念的赤字将土地出售收入作为融资项，而增扩概念的净借款则是更相关的融资需求衡量指标。预计今年的土地出售收入将有所下降，增扩概念的净借款预计将在某种程度上上升到占 GDP 的 8% 左右。地方政府的融资需求预计为 6 万亿元人民币。地方政府已获授权发行债券以置换到期债务，并为当年赤字提供融资（见表）。截至 6 月中旬，已经发行了近 5000 亿元人民币这种债券或者存放在银行。继江苏省最初不得不推迟债券发行（据报道是由于购买者要求高收益）之后，采取了措施使债券对银行更有吸引力。这些措施包括规定利率上限（主权收益率的 1.3 倍），并允许债券被用作央行回购的担保。这些措施被广泛视作是对债券提供了隐性的中央政府担保，这些债券发行时的收益率与主权收益率十分接近。此外，地方政府融资平台继续在银行间市场发行债券。

可能需要更多措施来满足地方政府的融资需求。2015 年 5 月，国务院下发指令（国发 40 号文件），要求银行根据今年前签署的合约继续为进行中的项目提供资金。对于那些无法满足其偿债义务的地方政府融资平台，银行和地方政府可通过协商对地方政府融资平台的债务进行再融资，方法是延长债务期限和/或要求更多的担保。剩余的融资需求预计将通过政策银行、公私伙伴关系和必要的其他措施予以满足。这可能包括提取财政存款、资产出售或授权更多借款。

2015年地方政府融资平台和其他地方政府实体的融资需要 (万亿人民币)

融资需要	6.0
地方政府融资项目	4.1
2015年到期债务 ^{1/}	1.9
已确定的融资	3.1
地方和地方政府融资平台到期债务的债务互换	2.0
省用于弥补赤字的债务	0.6
地方政府融资平台银行间债券发行总额（截至6月中）	0.5
其他融资	2.9
公私合作（已宣布项目） ^{2/}	0.2
政策银行贷款（如保障性住房） ^{3/}	1.0
有待确定	1.7

1/ 不包括9亿元的地方政府或有债务。

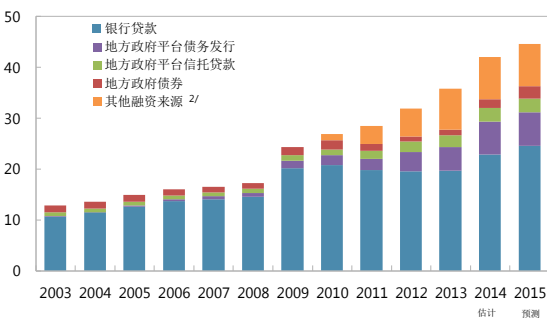
2/ 已宣布的公私合作投资总额约为2万亿人民币，根据各分析人士的估计，假设对2015年融资的已执行贡献率为10%。

3/ 根据Mizuho和统计局的估计。

专栏 7. 货币和财政政策态势：评估和预测 1/(完)

地方政府融资平台的借款规模相当大，其中一半以上是通
过银行贷款

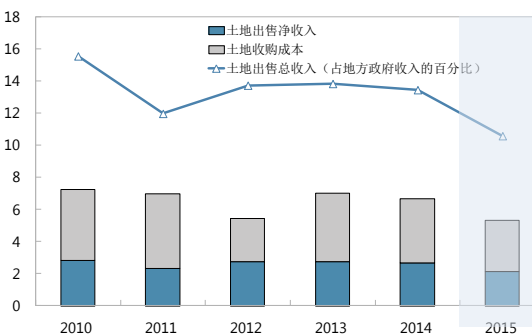
地方政府和地方政府融资平台债务的融资来源
(占GDP的百分比)



^{2/} 其他融资来源包括国家审计报告（2013年）中列出的建设-转让、应收账款、累计的利息等。

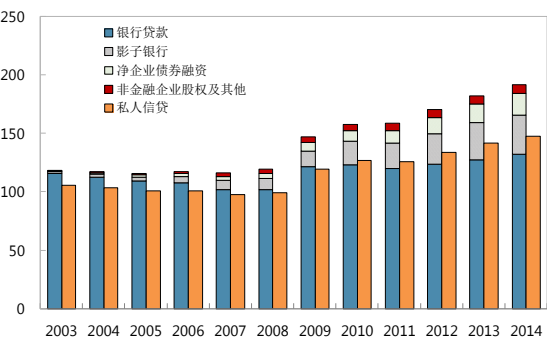
土地出售收入是地方支出的重要资金来源，预计将有所减
少。

土地出售收入
(占GDP的百分比，除非另有注明)



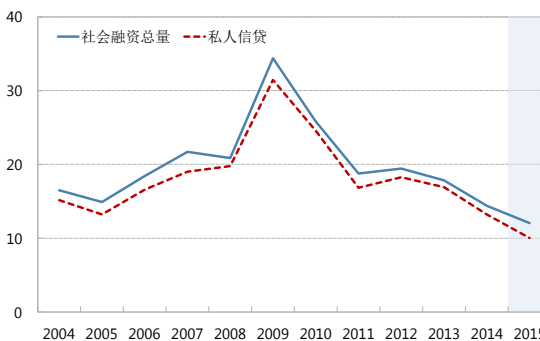
私人信贷是通过将地方政府融资平台的借款和股票发行从
社会融资总量数据中剔除而构成。

社会融资总量的构成
(占GDP的百分比)



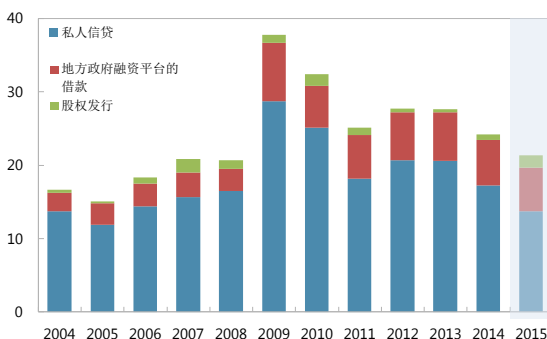
私人信贷增长速度一定程度慢于总体社会融资总量.....

社会融资总量和私人信贷
(百分比，年同比)



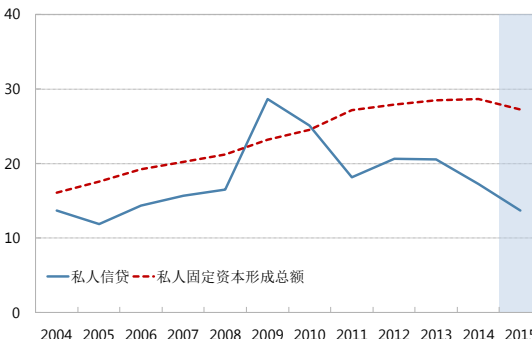
.....预计私人信贷流动将继续下降，特别是占 GDP 的比
重.....

私人信贷、地方政府融资平台和股权
(占GDP的百分比)



.....原因是对私营部门信贷的放缓大致与私人投资下降一
致。

私人信贷和私人固定资本形成总额
(占GDP的百分比)



来源：CEIC 数据有限公司；国家审计报告（2013年）；以及基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 私人信贷计算为社会融资总量减去地方政府融资平台借款和股票发行。

专栏 8. 努力实现公平、可持续和统一的社会保险制度

社会保险覆盖面已经扩大。其余挑战包括消除差距、确保充足的福利以及增加参与正式就业的激励，同时维持长期财政可持续性。

中国拥有“二元”社会保险制度，几乎实现全覆盖。有单独的计划为正规企业部门的职工（城镇职工，UWS）和不领薪水的职工（城乡居民，URR）提供养老和医疗保险。过去五年里针对 URR 的保险计划快速扩大，几乎实现了全覆盖（医疗保险覆盖面约为 95%，而 60 岁以上老人则 100% 享受养老保险）。然而，不同保险计划之间在保险福利的充足性方面存在巨大差异。例如，URR 的平均养老金低于企业退休人员的 5%。缩小这种差距仍然是一个重要挑战。

养老金制度需要改革，以确保长期可持续性，并减少不平等。 UWS 的养老金计划长期大幅失衡，反映了人口老龄化的前景，2015 年至 2050 年间的支出减去缴款的贴现现值为 2014 年 GDP 的 67%。参数改革有助于解决这些迫在眉睫的赤字。其中一个优先点包括提高退休年龄，这将改善系统财政，并有助于提高劳动动力供给。与此相反，在 URR 的养老金计划中，提高福利充足性至关重要。具体而言，政策应致力于缩小该计划的个人账户部分缴款的缺口，并提高缴费水平（目前，大多数参保者只缴纳允许的最小数额）。这将使缴费型养老金在未来发挥更大的作用。此外，可以提高目前老年人享有的不高的非缴费型基本养老金（约为平均私营企业城镇工资的 2.5%）并转移到预算，因为这些福利是社会安全网的构成要素。

	2014		2015-2050			
	支出	缴费	养老金支出增长 (GDP 的百分点)	精算失衡 (占 2014 年 GDP 的百分比)	对劳动力贡献	养老金领取者与 60 岁以上人口的比率
城镇职工和工作人员养老	3.0	2.9	4.0	64	29	41
城镇和农村居民养老金	0.2	0.1	0.3	12	42	72
总计	3.2	3.0	4.3	76	71	113

养老金和医疗保险仍然处于分割状态。 无论从地理上（中央政府提供指导方针和融资，但社会保险在省一级进行管理）还是从不同保险计划（UWS 和 URR 并未统一）来看都是如此。这会妨碍形成统一的全国劳动力市场，并扩大城乡收入差距。进一步统一可以改善人口和经济风险的汇聚、简化管理，并提高福利的可携性。

社会保障缴款水平相对较高值得关注。 对于 UWS 而言，对养老保险、医疗保险、失业保险、工伤保险和生育保险的强制性缴费占工资的 40% 以上。在中期内，作为更广泛的税收改革的组成部分，检查资金来源以减少这一负担将会很重要。

专栏 9. 转向更加灵活的汇率机制

自 2005 年以来，汇率机制逐渐变得更加灵活。然而，加快进度对管理经济和转变经济增长模式日益重要。尽管未来有很多选择，但采取下一个步骤的条件已经成熟。

汇率机制在过去 10 年里有了很大改善。自 2005 年 7 月改革以来，人民币日交易区间逐渐扩大，促进了相当大的调整（2005 年以来，人民币兑美元升值了 30% 左右）。目前，灵活性受到限制，每日围绕中间价的交易区间为 2%。官方而言，中间价是根据开盘前市场报价的加权平均所决定，而对日间的波动幅度没有任何限制。因此，从理论上说，日间的中间价可能出现大幅波动，而在现实中，它浮动很小，比市场状况所暗示的浮动要小得多。

增加灵活性对于转向有效浮动汇率变得日益重要。必须让市场在经济中发挥更大的决定性作用，实现经济向着消费再平衡，并且随着资本账户的开放保持独立的货币政策。由于资本流动规模可观且不断增长，“三元悖论”（无法同时实现开放的资本账户、独立的货币政策和严格管理的汇率）将变得越来越具有相关性。因此，如果不增加汇率的灵活性，中国运用自身货币政策（即适合其特定的周期性和结构性状况的货币政策）的空间将越来越少。

过渡到浮动汇率有许多选择。国际经验提供了一些教训，但中国的战略需要结合中国的具体特点。与不少历史案例不同，中国向前推进的情况有利：拥有大量国际储备、经常账户顺差、相对强劲的经济增长和低通胀。改革战略的重要内容包括：

- **扩大浮动区间。**一些国家（智利、以色列和波兰）逐渐扩大了汇率中间价的浮动区间。中国已经开始这么做了，现在具备采取下一步措施的有利条件。收盘汇率通常处于或接近浮动区间的边缘，这突显了浮动区间通常是一个约束条件。因此，扩大汇率浮动区间将增加其灵活性。
- **汇率中间价。**这是最具挑战性的要素。原则应当是允许中间价随时间推移根据市场力量变化而浮动。从理论上讲，当汇率处在市场均衡状态时，这将是容易做到的。然而，在实践中，市场均衡既是未知的，也是不断变化的。挑战在于，如果向市场均衡移动得太慢，就会吸引投机性流动，而移动过快则会破坏中间价作为机制中“锚”的作用。一种选择是根据货币篮子确定中间价。这将使得人民币兑美元的汇率具有更多灵活性，使中间价能够自动根据全球货币变动而浮动。各国已尝试各种战略来调整中间价，从基于规则的机制（俄罗斯）到预先公布的爬行机制（以色列和波兰）。另一个选择是采取由央行明确设定中间价并酌情进行调整的机制。其原则是制定一个能够对汇率浮动设定“速度限制”的机制，抑制因暂时性冲击所造成的波动，但能在相当大的持续压力之下进行调整。
- **干预。**为了使市场力量发挥更大的作用，干预措施应限制在日交易区间的边缘或遵循基于规则的机制。应当避免单向干预，如果在某个区间发生了这种干预，则有理由调整中间价和/或扩大浮动区间。例如：俄罗斯采取的是基于规则的机制，当汇率接近中间价时不进行干预，而当汇率接近区间边缘时则会增加干预措施（按照预定和预先公布的量）。此外，中间价是用一个基于累计干预量的公式进行调整的，从而使中间价能够自动根据不断变化的市场状况进行调整。工作人员的模拟说明了不同机制的相对优势。例如，俄罗斯式的机制可更好地适应持续的基本面冲击，因为在一段时间的单向干预后，中间价能够根据预先宣布的规则进行调整（左下小图）。预先承诺的区间，如波兰和以色列所采用的，如果足够宽，可适应持续的冲击，但是扩大区间的过程通常需要时间，而在此期间的干预规模可能很大。一个可信的区间具有自我稳定的效果，因为靠近区间边缘预计会有干预措施，但是，如果区间有可能扩大，则这一效果可能受到抑制（右下小图）。

专栏 9. 转向更加灵活的汇率机制（续）

- **规则与自由裁量权。**基于规则的机制具有的优势是进行自动调整，并避免在政治压力下以这种或那种方式使汇率浮动。然而，自由裁量权允许在异常或不可预见的情况下更容易地进行调整，特别是因为很难设计一个适合所有情况的规则。
- **透明度。**不同的国家在分享多少关于机制设计和运作的信息方面各不相同，包括关于干预的数据（如印度、俄罗斯和一些拉丁美洲国家公布干预数据，而大多数其他新兴国家则不公布）。公开有利于促进问责制，但也可能会因为使机制变得过于可预测而助长不稳定的投机性流动。

配套改革将有助于向增加汇率灵活性转变。印度快速实现了汇率自由化，结束了干预措施，并转向将利率作为主要的货币工具，同时出台了加强利率管理的措施。这突出强调了改革对增强货币政策框架的补充作用，特别是用利率来影响流动性状况，并帮助实现内外部平衡。另外一个考虑是避险。有在岸和离岸对冲工具可用，但没有获得广泛运用。这有点像“鸡和蛋”的问题，因为在汇率缺乏波动的情况下企业可能不愿意进行对冲。然而，对冲的基础设施大致到位，可根据需要进行升级，以适应需求的增加。

汇率改革将导致人民币兑美元的汇率更具波动性。然而，对美元保持稳定却会对经济其他方面造成不稳定。具体而言，它会导致实际（贸易加权）汇率出现意料之外的大幅波动，甚至在很短的时间内；造成资本流动显著波动，并促使实体经济投资和金融投资承担过度风险，因为企业是在预计人民币兑美元继续稳定的基础上做出决策的。

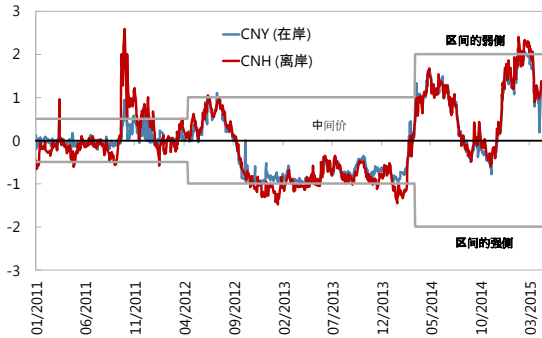
下一步是制定改革战略。在 2-3 年内制定有效浮动的汇率，然后全面开放资本账户。上面所述要素的任何组合都可行，因此关键在于达成国内共识，以便开展实施工作，同时认识到，需要边学边干并在此过程中进行一些微调。

专栏 9. 转向更加灵活的汇率机制(完)

中国的汇率浮动区间已扩大至±2%.....

人民币收盘价

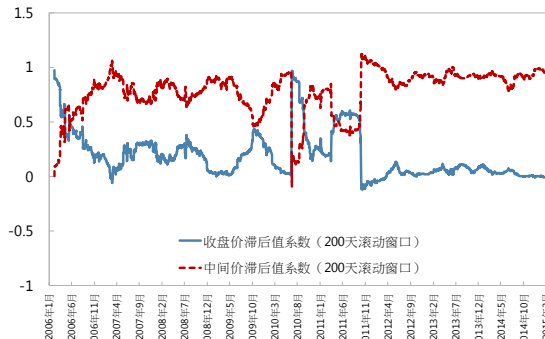
(相对于中间价的百分比)



来源: Bloomberg, Haver Analytics以及基金组织工作人员的计算。

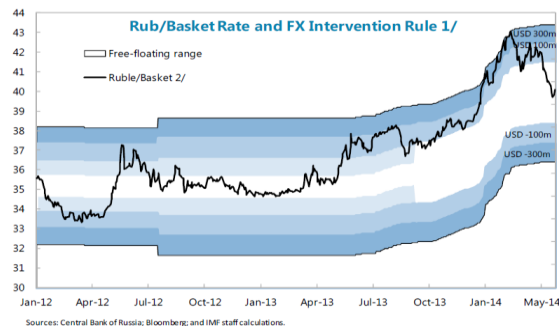
.....但是汇率中间价未能充分反映市场状况。

$$\text{中间价对数}(t) = a * \text{中间价对数}(t-1) + b * \text{收盘价对数}(t-1) + c$$



来源: 基金组织工作人员的计算。

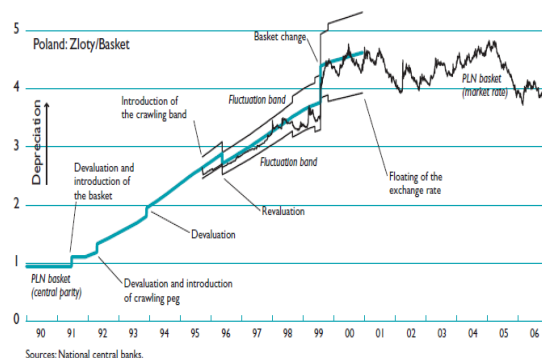
转向更灵活的汇率机制可通过更灵活的中间价(如俄罗斯那样).....*



Sources: Central Bank of Russia; Bloomberg; and IMF staff calculations.

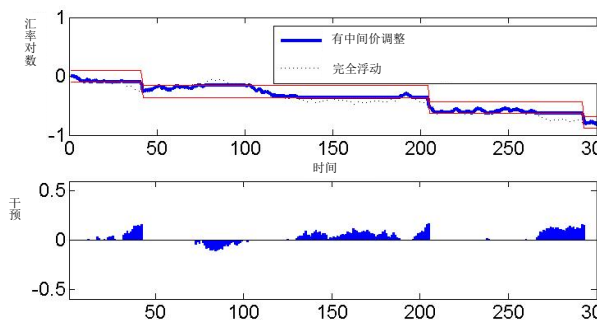
1/ Until end February, the position of the band was shifted after USD300m of cumulative untargeted interventions. In March, the CBR announced that the threshold was revised up to USD1.5bn. Bands show the size of untargeted daily interventions according to the rule.
2/ Russian ruble per basket (55% USD and 45% EUR).

.....或者通过扩大浮动区间, 将干预措施限制在区间边缘(如波兰那样)。**

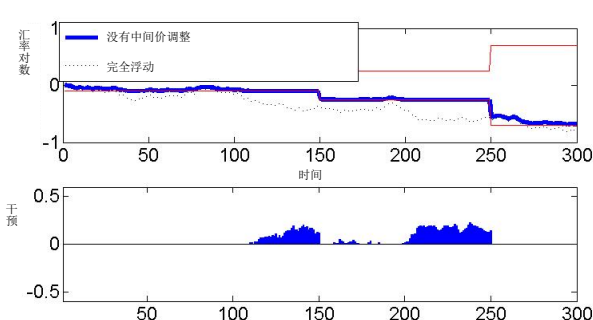


Sources: National central banks.

数值例子: 中间价基于规则的变化可更好地适应持续冲击。



预先设定的区间通过预期具有稳定作用。但是为适应持续冲击, 区间宽度需要有不同的变化。



* 图表来源于《俄罗斯联邦: 2014年第四条磋商—工作人员报告》, 基金组织国别报告第14/175号。

** 图表来源于基金组织, “转向更高的汇率灵活性-基于各国详细经验教训的操作方面”, 不定期文件第256(2007)号。

专栏 10. 中国贸易格局变化带来的溢出效应

中国在全球出口中的比重快速增长。出口也在不断变化，国内增加值不断上升，且有迹象表明，中国的一些劳动密集型部门正在丧失竞争力。这些变化对其他经济体构成了挑战，也带来了机遇。

过去二十年里中国出口增长迅速，特别是在 2009 年之前。中国的出口市场份额从 1990 年的 2% 上升到 2001 年的 7%（当年加入世界贸易组织）和 2013 年的 13%。这种增长在很大程度上都以发达经济体为代价。其市场份额特点是具有深度（如 56% 的全球计算机设备或 65% 的全球塑料玩具出口）以及广度（在商品贸易统计数据库衡量的所有商品类别中，中国在三分之一类别的全球市场份额至少为 10%）。

在此期间中国在价值链的位置也有上升。中国的附加值占全球总量的比重从 2000 年的 2% 上升到 2011 年的 8%，仅次于美国的 10%。中国的附加值占其出口总额的比重仍然低于 20 世纪 90 年代中期的水平，但这仅仅反映了中国加入全球供应链的初始阶段，贸易总额在此阶段快速上升。

在价值链中的上升导致一定水平的出口对进口的依赖减少。中国正越来越多地在国内生产高端投入品，而不是从国外进口。出口加工这一较高进口含量的关税分类从 2005 年占贸易总额的 56% 降至最近的 35%。这在特定出口商品的进口强度上也有体现。例如：用于最终组装电脑或电话的半成品组件的进口急剧下降。

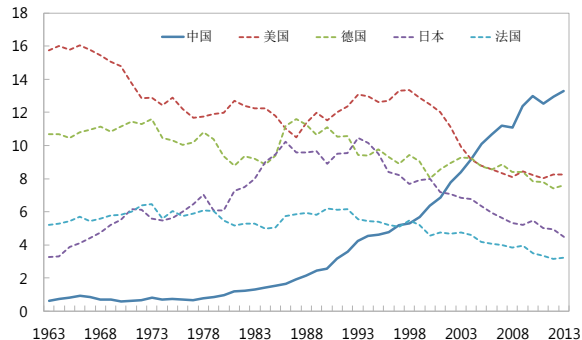
中国丧失了低端商品类别的一些竞争力，但是好于其他处于相同发展阶段的经济体。生产率的提高使生产更高端投入品成为可能，但也伴随着在某些低端商品类别方面竞争力的丧失。在家具、鞋类、服装和塑料玩具这些中国率先出口类别方面，近年来其全球市场份额已经到达一个拐点，出现了小幅下降的迹象。然而，这个拐点是在服装的市场份额达到 50%（相比之下，香港特别行政区和韩国为 13%）之后才出现的。此外，这个拐点在其他劳动密集型部门如电子装配仍然不明显。这证明了中国低工资劳动力的供应充裕，以及将生产迁往内陆的空间。

中国贸易格局的变化为其贸易伙伴特别是该地区的贸易伙伴带来了挑战和机遇。例如，在价值链的位置上升极大地促进了中国与主要亚洲电子供应国之间的贸易逆差，但与其与美国和欧盟的顺差继续增加。与此同时，退出劳动密集型商品的生产如服装则为其他亚洲经济体（包括孟加拉国、柬埔寨、印度尼西亚和越南）创造了机会。

专栏 10. 中国贸易格局变化带来的溢出效应(完)

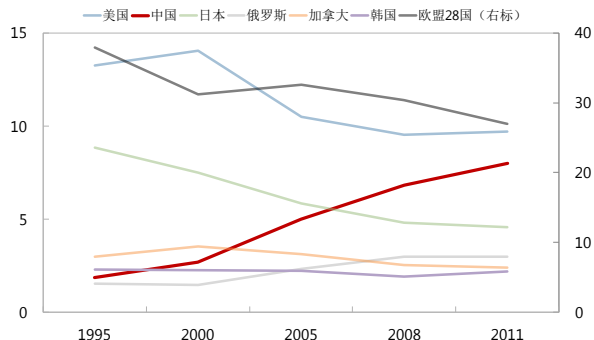
从历史上看，中国主要主导了全球“总”出口市场份额……

全球出口市场份额
(百分比; 最大五个出口国)



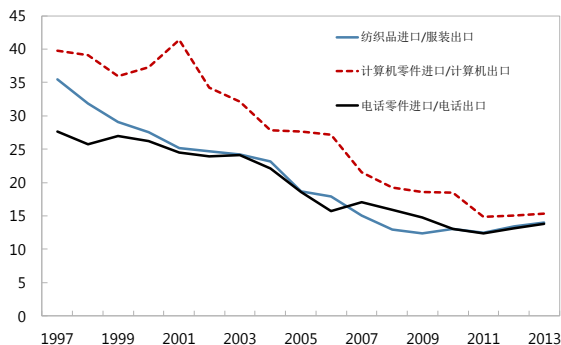
……但是近年来中国在全球附加值中的比重也有所上升。

国内增加值
(占世界国内增加值的百分比)



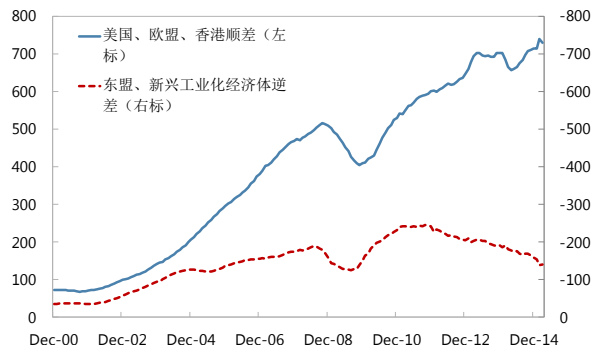
这体现在对进口投入品的依赖度下降……

出口的进口强度
(百分比)



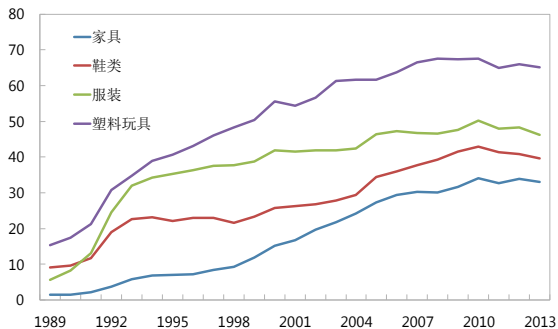
……这可能会降低对亚洲供应链的依赖。

按地区列出的贸易差额
(十亿美元; 12个月滚动之和)



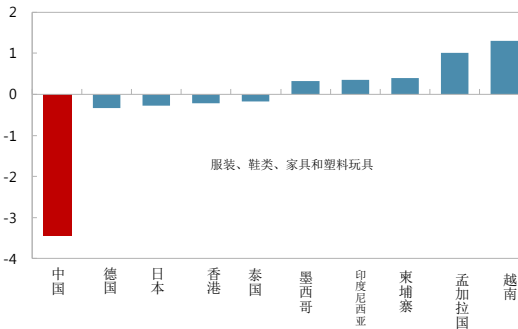
与此同时，中国在低端劳动密集型产品的市场份额可能已到达拐点……

中国在劳动密集型最终产品的市场份额
(百分比)



……这特别为其他亚洲经济体带来新的机遇。

主要低端产品的市场份额的变化
(百分点; 2010年以来5个变化最大和最小的)

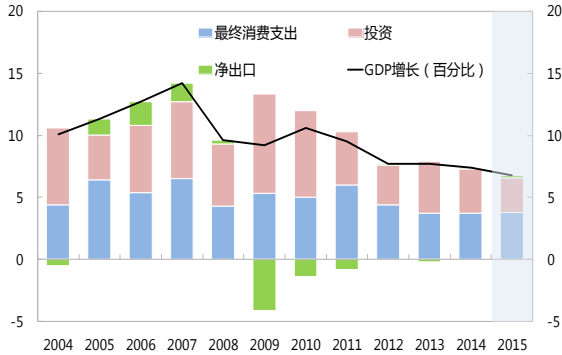


来源：联合国商品贸易统计数据库；Haver Analytics；经合组织 2015 年 6 月 TiVA 数据库以及基金组织工作人员的计算。

图 1. 实际部门的发展

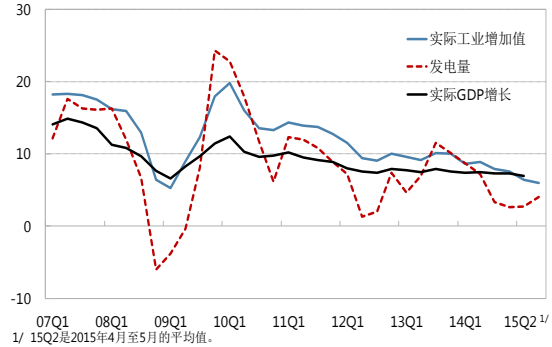
经济一直在放缓……

增长的贡献度
(百分点, 年同比)



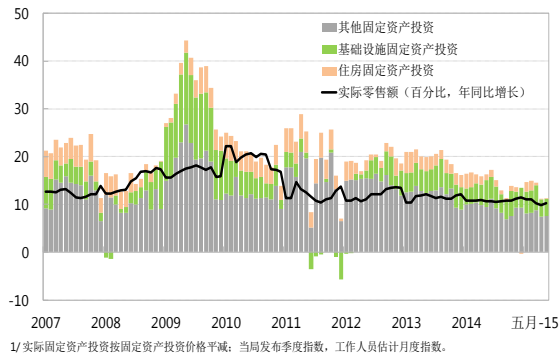
……并且供应方的指标显示经济进一步疲软……

发电量、工业增加值与增长
(百分比, 年同比)



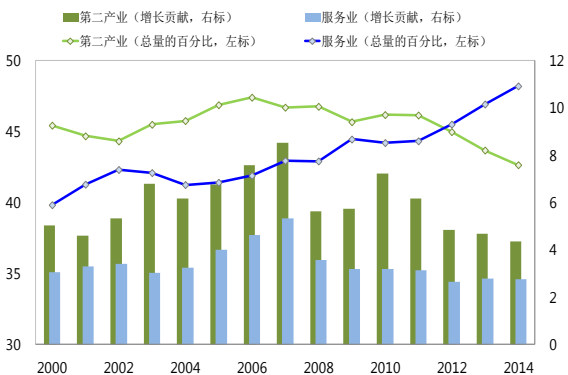
……而需求方的指标维持得更好些……

实际固定资产投资贡献度与零售情况^{1/}
(百分点, 除非另有说明)



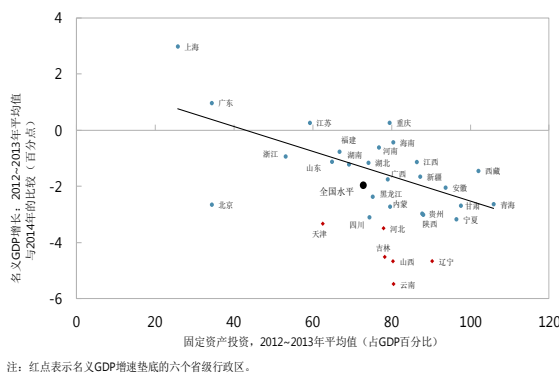
……与经济活动从制造业（第二产业部门）转向服务业（第三产业部门）相一致。

经济部门的GDP比重和贡献度



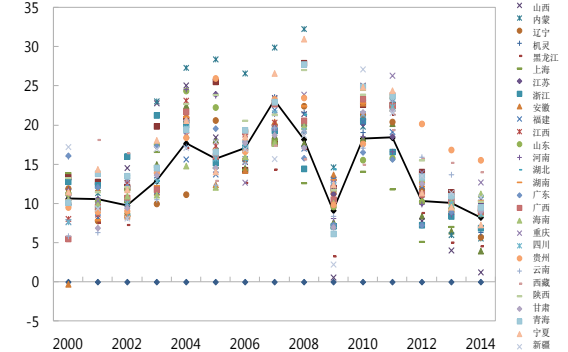
拥有采矿业和重工业的省份，走老增长模式的产业……

各省名义GDP和固定资产投资



……放缓程度更大，尤其是按照名义价值衡量的时候。

各省名义GDP增长
(百分比)

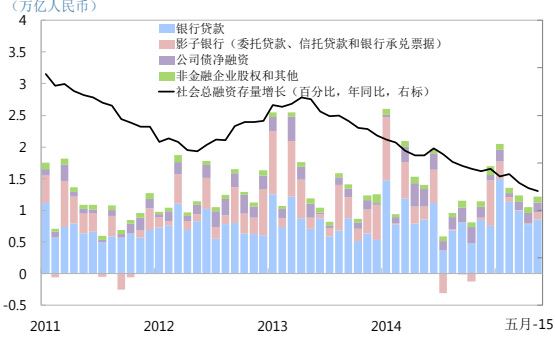


来源：CEIC 数据有限公司；Haver Analytics；以及基金组织工作人员的估计和预测。

图 2. 货币和金融的发展情况

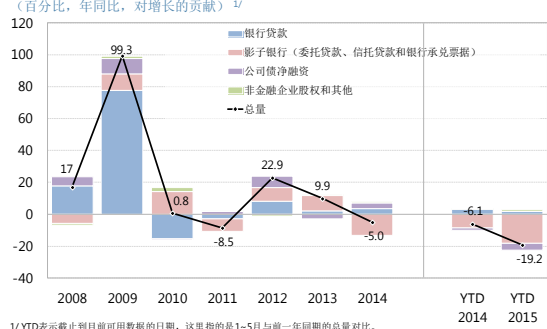
社会融资总量增长显著放缓.....

社会融资流动



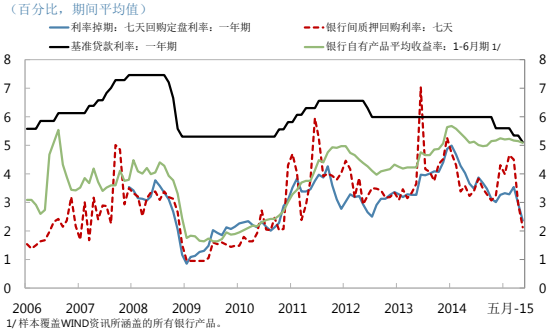
.....以名义价值衡量的流量萎缩，主要是影子银行规模减少。

社会融资流动



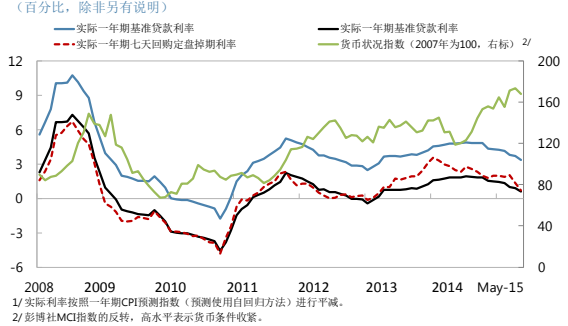
名义利率下降.....

利率



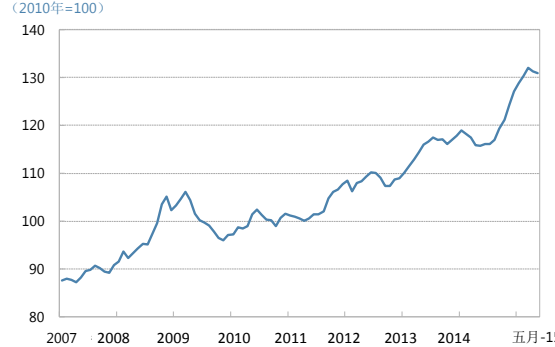
.....但实际利率下降更少，随着通胀下滑货币条件收紧.....

实际利率和货币状况指数^{1/}



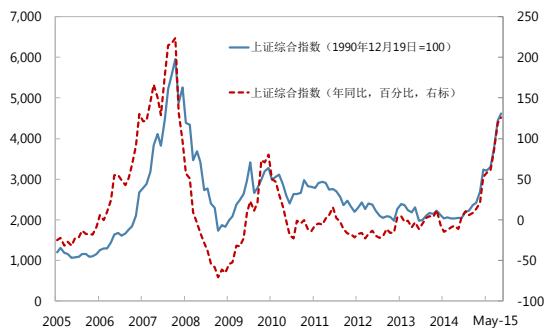
.....按照贸易加权衡量人民币升值。

实际有效汇率



股票市场正处在高涨期间。

股票市场



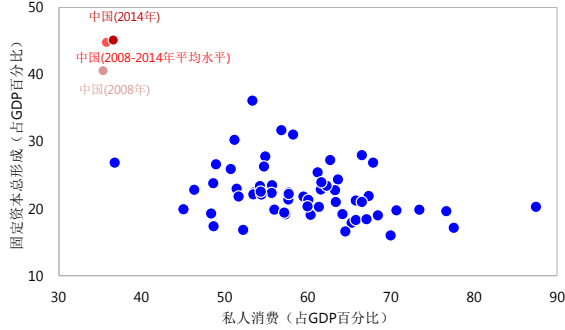
来源：CEIC 数据有限公司；Haver Analytics；WIND 资讯；彭博社；以及基金组织工作人员的计算。

图 3. 国内再平衡

按照投资和消费占 GDP 的比重衡量中国仍然是全球的一个极端……

私人消费和投资

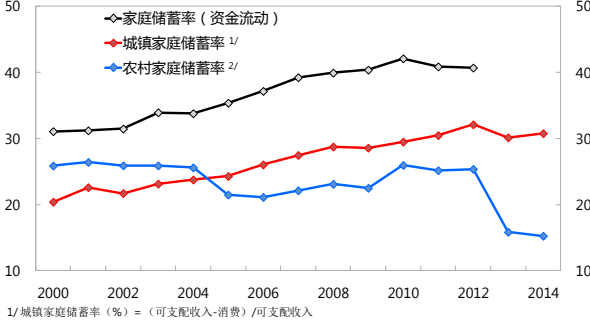
(工业国家和新兴市场; 平均水平, 2008~2014年)



……由于家庭储蓄率在下降, 这反映了在加强社会保障体系方面取得了成功……

家庭储蓄率

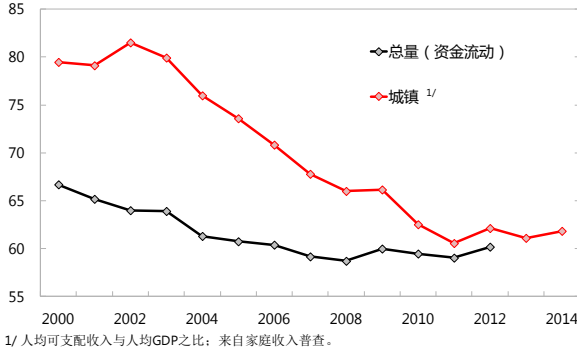
(百分比)



家庭收入占 GDP 的比重似乎不再萎缩……

家庭可支配收入

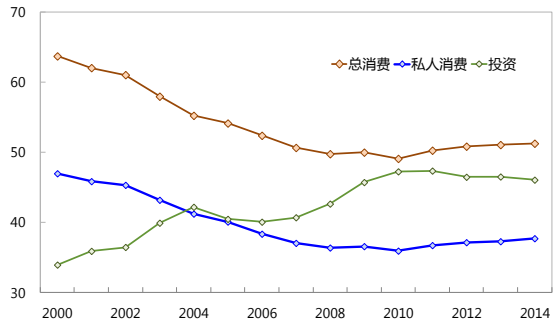
(占GDP百分比)



……虽然消费比重看起来在上升, 并且增长速度快于GDP……

GDP支出构成

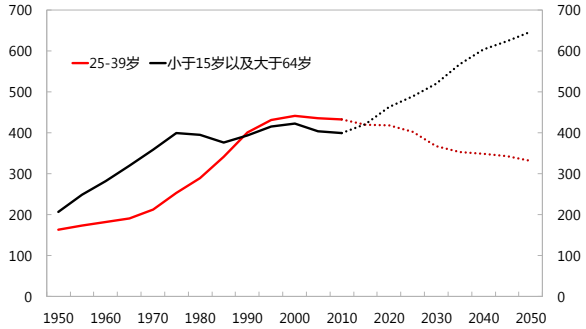
(占GDP百分比)



……以及人口老龄化。

人口压力

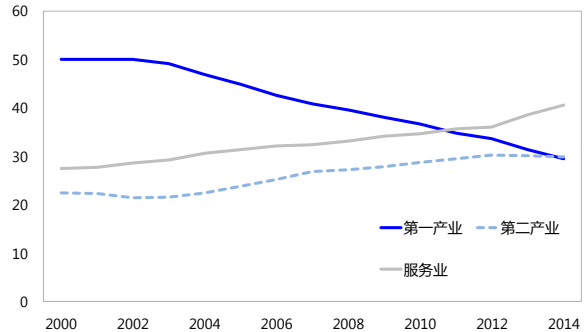
(百万人)



……这说明就业向服务 (第三产业) 部门转移, 劳动力的收入比重提高。

经济部门就业比重

(占总就业的百分比)

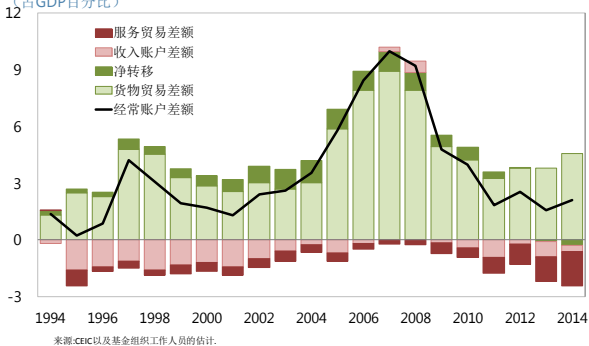


来源: CEIC 数据有限公司; 住户调查; 联合国人口数据库; 基金组织《世界经济展望》; 以及基金组织工作人员的估计和预测。

图 4. 外部发展情况

随着服务贸易逆差增加，经常账户顺差一直在下降……

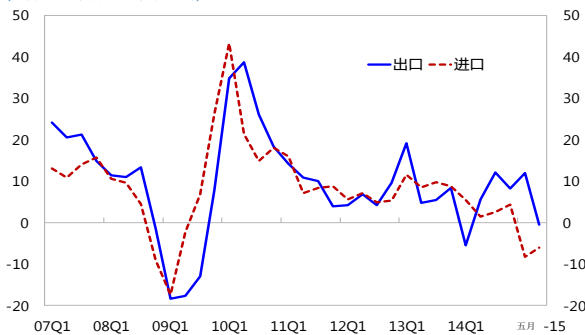
经常账户及构成
(占GDP百分比)



……反映了进口的数量和价格下降。

贸易总量指标

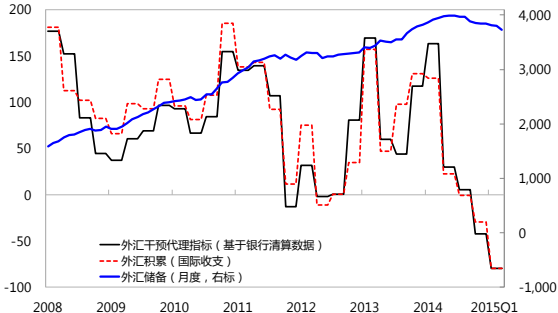
(百分比, 年同比, 季节平均)



……减少了干预。数据显示，人民银行在 2015 年初就一直是在出售外汇。

外汇积累和干预

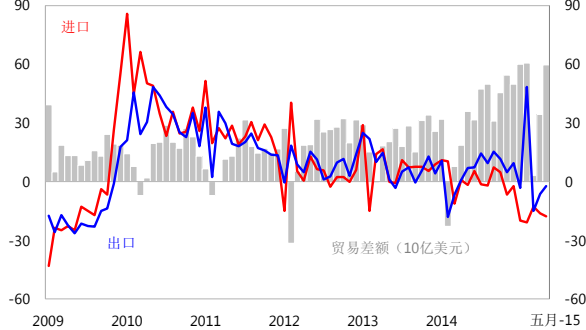
(10亿美元, 季度)



……最近受进口减少推动，贸易顺差上升……

贸易差额

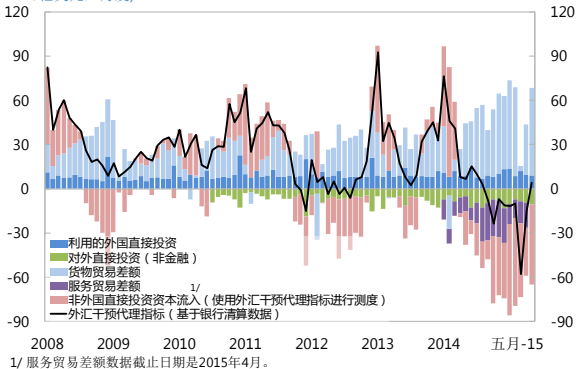
(百分比, 年同比)



贸易顺差的上升受到服务贸易逆差增加和资本外流骤增的抵消……

贸易、外国直接投资和外汇干预

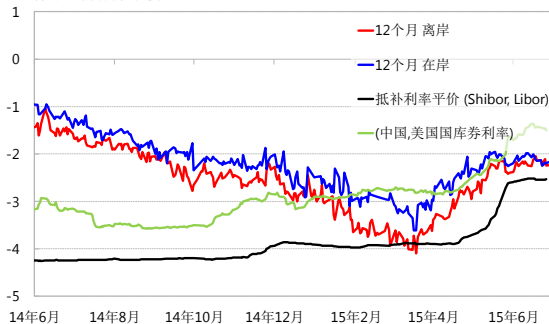
(10亿美元, 月度)



三月以来期货市场对美元的定价贬值减少。

汇率

(隐含的12个月升值程度)

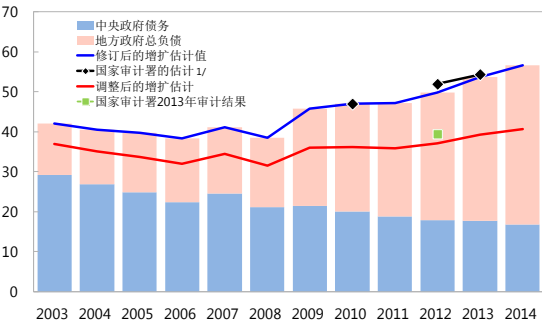


来源: CEIC 数据有限公司; Haver Analytics; 彭博社; 以及基金组织工作人员的计算。

图 5. 脆弱性减轻

增扩概念的政府债务显著增加.....

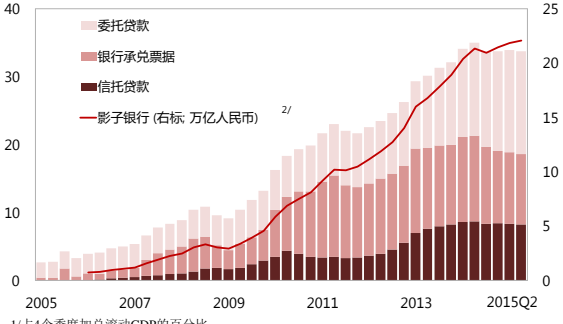
广义政府债务：增扩的指标和国家审计署的审计
(占GDP百分比)



^{1/} 包括明确的政府债务、政府担保债务以及政府可能将担保的负债。

.....直到最近，影子银行还在快速增长.....

社会融资余额
(占GDP的百分比, 除非另有说明)^{1/}

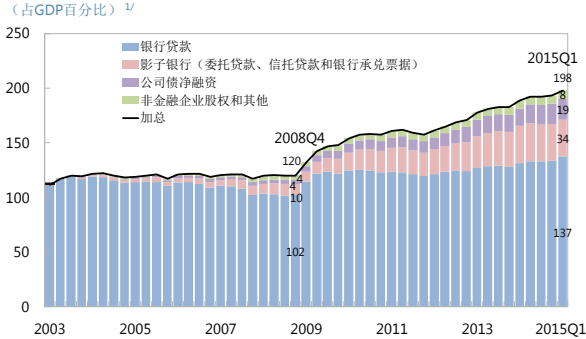


^{1/} 占4个季度加总滚动GDP的百分比。

^{2/} 影子银行包括委托贷款、银行承兑票据和信托贷款。

.....帮助推高了社会融资总量，表明了增长模式是如何依赖信贷的.....

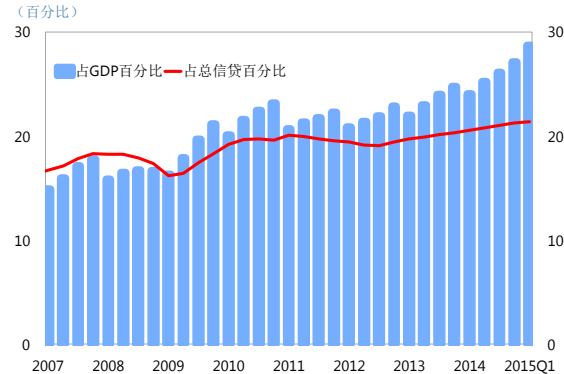
社会融资存量
(占GDP百分比)^{1/}



^{1/} 占4个季度加总滚动GDP的百分比。

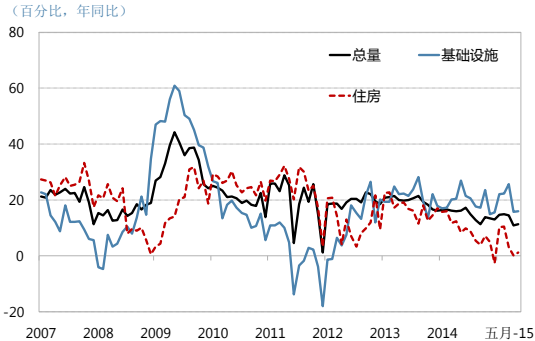
.....包括银行对房地产部门的贷款.....

银行对房地产部门的暴露程度
(百分比)



.....最近投资已经放缓。虽然房地产投资放缓，但基础设施投资仍然强劲.....

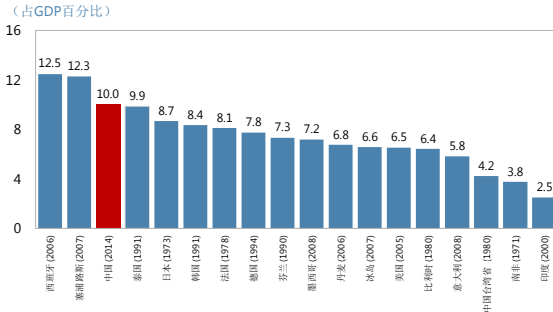
实际固定资产投资增长^{1/}
(百分比, 年同比)



^{1/} 按照固定资产投资价格水平进行平减；当局每季度发布指数，工作人员估计月度指数。

.....但按国际标准衡量投资仍然很高。

住宅建设投资最高水平^{1/}
(占GDP百分比)



^{1/} 中国的数字是住宅房地产投资值。

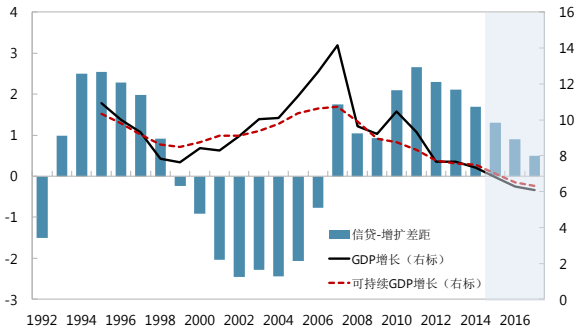
来源：CEIC 数据有限公司；Haver Analytics；国际审计署；以及基金组织工作人员的计算。

图 6. 增长预测

信贷繁荣导致可持续性的需求出现大幅偏差，预计中期内将下降。

可持续产出和产出动态

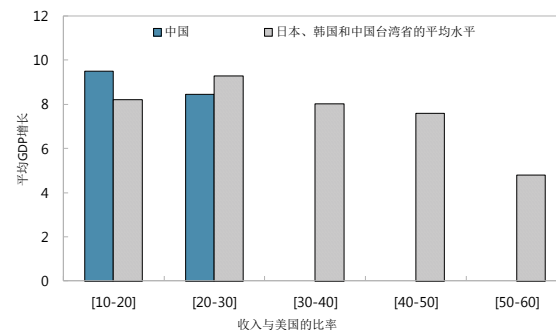
(百分比)



但增长的放缓也是结构性的，反映了趋同过程的动态变化.....

追赶过程中的增长

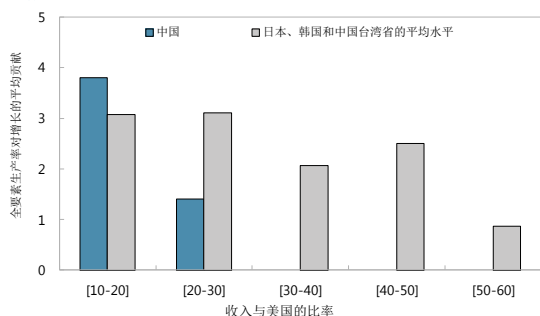
(百分比)



全要素生产率增长的急剧下降趋势，使维持中国一直处在快速趋同道路出现逆转。

追赶过程中全要素生产率对增长的贡献

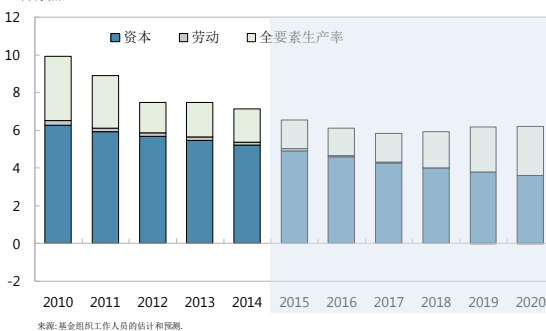
(百分点)



展望未来，预计改革将促进生产率增长。

潜在增长构成

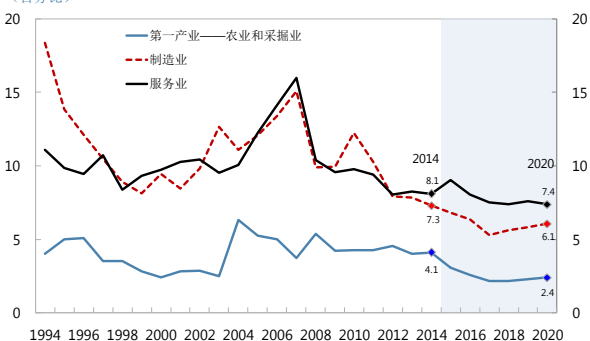
(百分点)



预计增长将由服务业驱动.....

各部门实际GDP增长

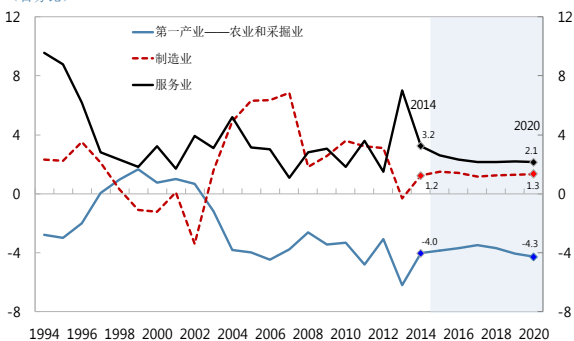
(百分比)



.....将支持就业。

各部门就业增长

(百分比)

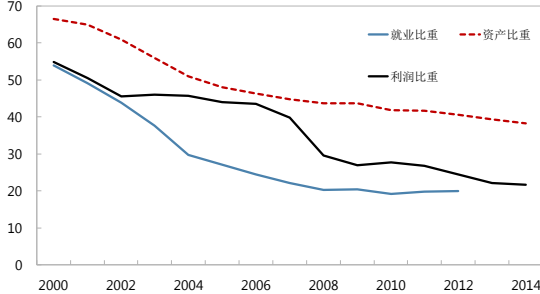


来源：CEIC 数据有限公司；国家统计局；基金组织《世界经济展望》；以及基金组织工作人员的估计和预测。

图 7. 国有企业

中国国有企业占经济规模的比重一直在下降……

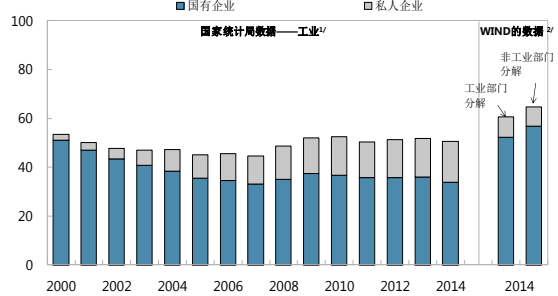
工业企业：国有企业^{1/}
(占总额的百分比)



1/ 国有企业包括国有及国有控股工业企业。

……但国有企业的借款仍然占总负债的很大部分。

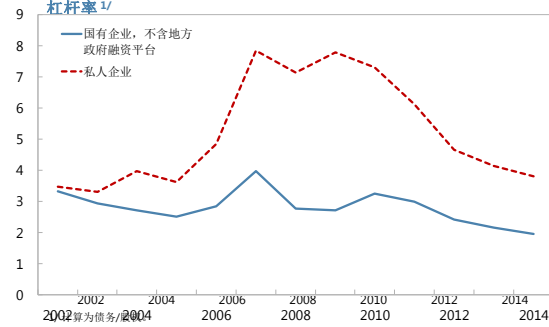
负债
(占GDP百分比)



1/ 国有企业包括国有和国有控股工业企业。
2/ 国有企业包括中央和地方国企，不含地方政府融资平台。

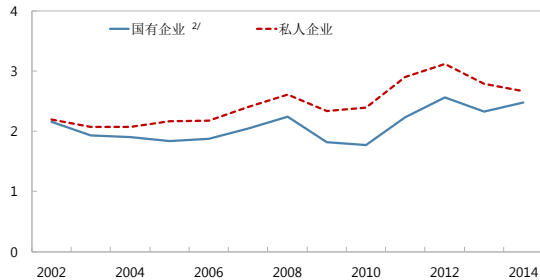
而且，全球金融危机以来杠杆率已经上升……

资产回报率
(百分比)



虽然国企的利息费用(作为负债的一部分)较低……

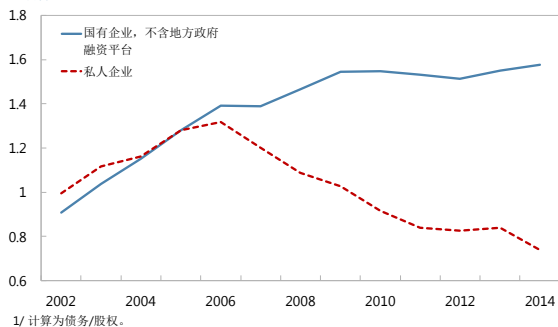
隐含的利率^{1/}
(百分比)



1/ 计算为利息支出/负债。
2/ 国有企业包括国有及国有控股工业企业。

……近年来国企的资产回报率已低于私营企业的资产回报率。

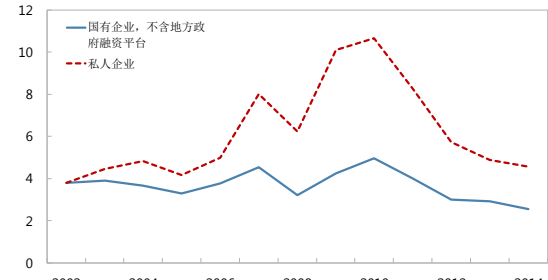
杠杆率^{1/}
(百分比)



1/ 计算为债务/股权。

……但国有企业的偿债能力(按利息覆盖率衡量)在恶化……

利率覆盖率^{1/}
(百分比)



1/ 计算为息税前利润/利息支出。

来源：CEIC 数据有限公司；国家统计局；WIND 资讯；以及基金组织工作人员的计算。

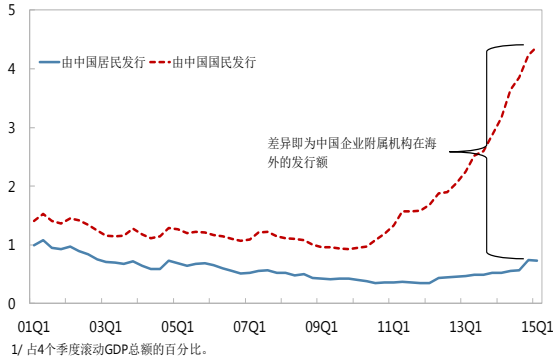
图 8. 外债

中国企业及其离岸附属机构的全球债券发行有所增加.....

.....现在占全球债券发行总量的很大比例.....

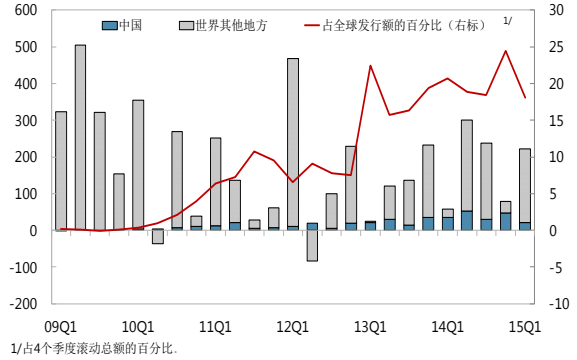
中国的未偿国际债券

(占GDP百分比)^{1/}



全球国际债券净发行额

(10亿美元)

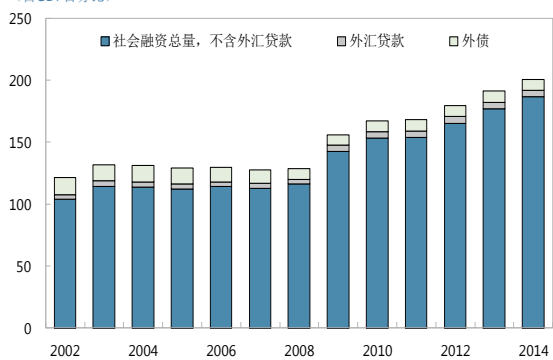


.....但相对于社会融资总量 (外债不包括在社会融资总量里) 来说规模还较小。

国际投资头寸数据中的对外负债仍然较小.....

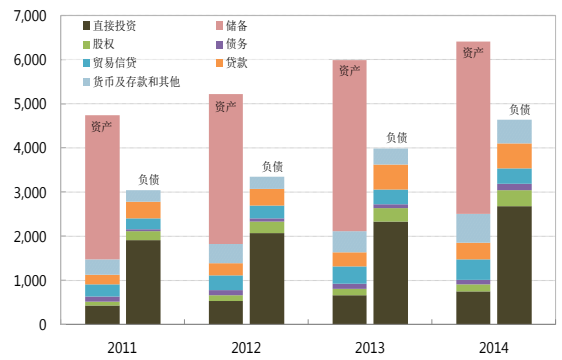
社会融资总量和外债

(占GDP百分比)



国际投资头寸：资产和负债

(10亿美元)

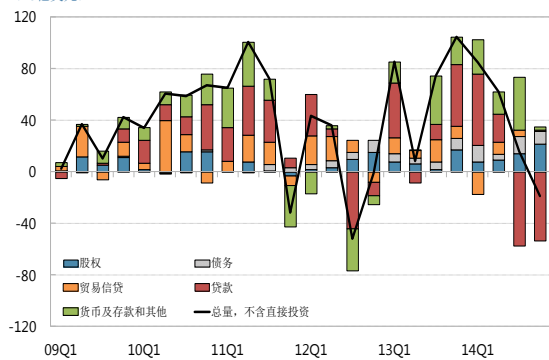


.....但直到最近一直在快速增长。

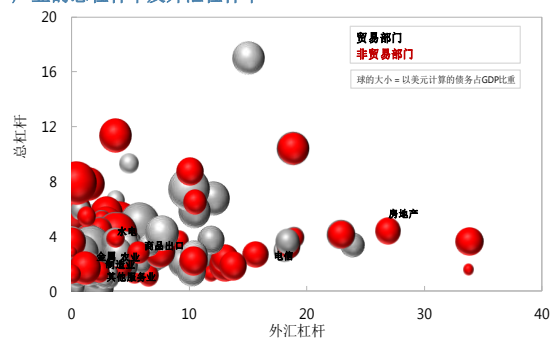
相对于新兴市场样本来说，中国企业的杠杆率似乎并不是很高，除了房地产部门的外币杠杆以外。

国际收支：负债

(10亿美元)



产业的总杠杆率及外汇杠杆率^{1/2/}



1/ 球基于新兴市场国家样本，带文字的球形为中国的产业部门。
2/ Y. Zhang, 《新兴市场公司部门脆弱性》，即将发布，基金组织工作文件。

来源：CEIC 数据有限公司；国际清算银行； Haver Analytics； Orbis； VESD； 彭博社； CVU； 以及基金组织工作人员的估计。

表 1. 中国：若干经济指标

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
						预测	
国民账户与失业							
			(百分比, 年增长)				
实际GDP	10.6	9.5	7.7	7.7	7.4	6.8	6.3
总内需	12.1	10.3	7.5	7.8	7.2	6.5	6.3
消费	9.4	11.4	8.2	6.9	6.9	7.1	7.7
投资	15.3	9.0	6.7	8.9	7.6	5.8	4.7
固定资产投资	12.6	8.6	8.7	9.2	7.6	6.1	4.9
存货投资 ^{1/}	1.4	0.4	-0.7	0.1	0.1	0.0	0.0
净出口 ^{1/}	-1.4	-0.8	0.1	-0.2	0.1	0.2	0.0
消费者价格水平							
期末	4.6	4.1	2.5	2.5	1.5	1.5	1.8
平均	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	1.5	1.8
失业率(年平均)	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
外债与国际收支							
			(占GDP百分比)				
经常账户	4.0	1.8	2.5	1.6	2.1	3.0	2.7
贸易差额	4.2	3.3	3.8	3.8	4.6	6.0	5.6
货物出口	26.3	25.6	24.3	23.3	22.6	21.0	20.5
货物进口	22.1	22.3	20.5	19.5	18.0	15.1	14.9
总外债	9.1	9.3	8.7	9.1	8.6	8.9	9.5
储蓄与投资							
国内投资总量	47.2	47.3	46.5	46.5	46.0	44.4	43.4
国民储蓄	51.2	49.2	49.0	48.0	48.1	47.4	46.0
公共部门财政							
广义政府债务 ^{2/}	36.2	35.8	37.0	39.3	40.7	42.8	45.6
广义政府净借款/贷款 ^{3/}	-1.2	0.6	0.0	-1.1	-1.1	-1.9	-2.4
实际有效利率							
			(百分比, 年增长)				
年平均	-0.5	2.8	5.6	6.3	3.1	...	...
期末	4.5	6.1	1.2	8.1	7.9	...	...

来源：CEIC数据有限公司；基金组织，信息通告系统；基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 对年增长百分数的贡献。

2/ 2013年国家审计署指出，2012年末债务占GDP比率为39.4%。工作人员的估计基于的是明确的债务以及政府可能将担保的债务和负债的一部分（根据国家统计署的估计，占GDP比重为14~19%）。工作人员的估计排除了中央政府为中铁总公司发行的债务。

3/ 对当局的财政预算余额进行调整，以反映并表广义政府余额，包括政府管理的基金、国家管理的国企基金、平准基金的调整，以及社保基金。

表 2. 中国：国际收支
(单位：10 亿美元，除非另有说明)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
						预测	
经常账户差额	237.8	136.1	215.4	148.2	219.7	336.6	324.0
贸易差额	254.2	243.5	321.6	359.9	476.0	676.2	686.3
出口	1,581.4	1,903.8	2,056.9	2,219.0	2,354.1	2,386.4	2,495.5
进口	1,327.2	1,660.3	1,735.3	1,859.1	1,878.2	1,710.2	1,809.2
服务差额	-31.2	-61.6	-89.7	-124.5	-192.0	-222.2	-266.4
收入账户差额	-25.9	-70.3	-19.9	-78.4	-34.1	-87.2	-65.6
经常性转移	40.7	24.5	3.4	-8.7	-30.2	-30.2	-30.2
资本和金融账户差额	286.9	265.5	-31.8	346.1	38.2	-334.0	-250.4
资本账户	4.6	5.4	4.3	3.1	0.0	3.9	3.9
金融账户	282.2	260.0	-36.0	343.0	38.3	-337.9	-254.3
净外国直接投资	185.7	231.7	176.3	218.0	208.7	73.5	48.0
证券投资	24.0	19.6	47.8	52.9	82.4	-11.4	-25.1
其他投资	72.4	8.7	-260.1	72.2	-252.8	-400.0	-277.2
误差与遗漏 1/	-52.9	-13.8	-87.1	-62.9	-140.1	0.0	0.0
总体差额	471.7	387.8	96.6	431.4	117.8	2.6	73.6
储备资产	-471.7	-387.8	-96.6	-431.4	-117.8	-2.6	-73.6
备忘项：							
经常项目，相当于GDP的百分比	4.0	1.8	2.5	1.6	2.1	3.0	2.7
出口增长（按价值计）	31.4	20.4	8.0	7.9	6.1	1.4	4.6
进口增长（按价值计）	39.1	25.1	4.5	7.1	1.0	-8.9	5.8
外国直接对华投资，相当于GDP的百分比	4.1	3.8	2.8	3.1	2.8	2.3	2.0
外债 2/	548.9	695.0	737.0	863.2	895.5	1,014.2	1,156.9
相当于GDP的百分比	9.1	9.3	8.7	9.1	8.6	8.9	9.5
短期外债（按剩余期限）	375.7	500.9	540.9	676.6	786.4	882.4	966.5
总储备 3/	2,914.2	3,255.8	3,387.9	3,880.4	3,899.3	3,901.9	3,975.5
相当于按剩余期限计的短期外债的百分比	775.7	650.0	626.3	573.5	495.9	442.2	411.3
实际有效汇率（1990 = 100）	100.0	102.8	108.5	115.3	118.9	...	...
净国际投资头寸	1,688.0	1,688.4	1,866.5	1,996.0	1,776.4	...	...
相当于GDP的百分比	28.1	22.7	22.0	21.0	17.0	...	...
名义GDP	6,005.2	7,442.0	8,471.4	9,518.6	10,432.3	11,350.5	12,148.4

来源：CEIC数据有限公司；基金组织信息通告系统；基金组织工作人员的估计。

1/ 包括计值调整的对流交易。

2/ 除非另有说明，为中国当局提供的数据。

3/ 包括黄金。

表 3. 中国：外部脆弱性指标

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
货币与金融指标								
广义政府债务（官方数据，相当于GDP的百分比） ^{1/}	34.5	31.5	36.0	36.2	35.8	37.0	39.3	40.7
广义货币（M2：年度百分比变化）	16.7	17.8	28.4	18.9	17.3	14.4	13.6	11.0
外币存款与广义货币之比（百分比）	2.9	2.6	2.3	2.1	2.0	2.6	2.4	2.9
信贷（年度百分比变化）	16.1	18.7	31.7	19.9	15.8	15.0	14.1	13.6
外币贷款与整个经济贷款之比（百分比）	4.8	4.4	5.2	5.1	5.0	5.3	5.1	4.7
股市指数（期末，1990年12月19日 = 100） ^{2/}	5,521	1,912	3,437	2,940	2,304	2,376	2,214	3,389.4
股市市值（相当于GDP的百分比）	129.2	45.6	80.0	75.3	54.8	54.1	52.3	71.1
上市公司数（A股）	1,507	1,581	1,678	2,041	2,320	2,472	2,468	2,592
国际收支指标								
出口（年度百分比变化,美元）	25.8	17.6	-16.1	31.4	20.4	8.0	7.9	6.1
进口（年度百分比变化,美元）	20.2	18.8	-11.2	39.1	25.1	4.5	7.1	1.0
经常项目差额（相当于GDP的百分比）	10.0	9.2	4.8	4.0	1.8	2.5	1.6	2.1
资本和金融账户差额（相当于GDP的百分比）	2.7	0.9	3.9	4.8	3.6	-0.4	3.6	0.4
其中：外国直接投资流入总额	4.4	3.8	2.6	4.1	3.8	2.8	3.1	2.8
储备指标								
总储备（10亿美元） ^{3/}	1,547	1,966	2,453	2,914	3,256	3,388	3,880	3,899
总储备与货物和非要素服务进口之比（月数）	15.1	21.2	19.4	18.3	19.4	18.6	20.6	21.5
总储备与广义货币（M2）之比（百分比）	29.2	28.8	27.5	27.2	24.7	22.0	21.7	19.5
总储备与按剩余期限计的短期外债之比（百分比）	656.5	868.9	946.2	775.7	650.0	626.3	573.5	495.9
外债与资产负债表指标								
全部外债（相当于GDP的百分比）	11.0	8.5	8.5	9.1	9.3	8.7	9.1	8.6
全部外债(10亿美元) ^{4/}	389.2	390.2	428.6	548.9	695.0	737.0	863.2	895.5
其中：公共债务与公共担保的债务 ^{5/}	34.9	33.3	36.9	38.8	37.4	36.6	34.3	...
银行部门债务	126.6	126.3	132.4	183.5	266.0	256.6	327.6	342.8
按原始期限计的短期外债（10亿美元）	235.7	226.3	259.3	375.7	500.9	540.9	676.6	786.4
银行部门的国外净资产（10亿美元）	188.3	250.8	204.5	170.6	259.9	300.4	177.3	189.4
全部债务与货物和非要素服务出口之比(百分比)	29.0	24.7	32.2	31.5	33.3	32.8	35.6	35.2
全部债务偿还额与货物和非要素服务出口之比(百分比) ^{6/}	17.9	14.6	19.8	21.8	24.2	24.3	28.1	27.1
其中：利息支付与货物和非要素服务出口之比(百分比) ^{6/}	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
外币长期主权债券评级（期末）								
穆迪	A2	A1	A1	A1	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3
标准普尔	A	A	A+	A+	AA-	AA-	AA-	AA-
备忘项：								
国际投资头寸	1,188.1	1,493.8	1,490.5	1,688.0	1,688.4	1,866.5	1,996.0	1,776.4
名义GDP（10亿美元）	3,543	4,565	5,071	6,005	7,442	8,471	9,519	10,432
货物和非要素服务的出口（10亿美元）	1,342	1,582	1,333	1,744	2,090	2,248	2,425	2,545
实际有效汇率(年度百分比变化)	3.9	8.9	3.7	-0.5	2.8	5.6	6.3	3.1

来源：CEIC数据有限公司；彭博社；基金组织，信息通告系统；基金组织工作人员的估计。

^{1/}2013年国家审计署指出，2012年末债务占GDP比率为39.4%。工作人员的估计基于的是明确的债务以及政府可能将担保的债务和负债的一部分（根据国家统计署的估计，占GDP比重为14~19%）。

。工作人员的估计排除了中央政府为中铁总公司发行的债务。

^{2/} 上海证券交易所，A股。

^{3/} 包括黄金。

^{4/} 中国当局提供的数据。

^{5/} 未包括银行部门债务。

^{6/} 基金组织工作人员估计。

表 4. 中国: 货币变化情况
(10 亿人民币, 除非另有说明)

	2011	2012	2013	2014	2014												2015				
					一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月	一月	二月	三月	四月	五月
国外净资产	25,164	25,885	28,099	28,839	28,311	28,359	28,403	28,558	28,749	28,901	28,868	28,867	28,887	28,941	28,950	28,839	29,112	29,358	29,464	29,249	...
国内净资产	59,995	71,530	82,554	93,998	84,041	84,817	87,665	88,324	89,481	92,058	90,557	90,883	91,319	90,983	91,911	93,998	95,159	96,380	98,070	98,829	...
国内信贷 1/	68,797	80,559	92,701	107,696	94,122	94,797	97,233	97,947	99,123	101,686	100,810	101,948	103,289	103,258	104,588	107,696	109,356	111,242	113,655	114,775	...
对政府的信贷净额	4,236	5,068	4,904	5,505	4,924	4,523	4,841	4,331	4,316	4,667	4,291	4,339	4,709	4,037	4,029	5,505	4,822	5,341	5,618	5,574	...
对非政府的信贷	64,561	75,491	87,796	102,192	89,198	90,274	92,392	93,615	94,807	97,020	96,519	97,609	98,580	99,221	100,560	102,192	104,534	105,901	108,038	109,201	...
其他项目, 净额 1/	-3,306	-5,742	-6,091	-5,391	-6,280	-6,635	-7,433	-7,588	-7,977	-8,355	-7,910	-7,460	-6,590	-6,489	-6,283	-5,391	-5,467	-5,009	-4,847	-4,679	...
广义货币	85,159	97,415	110,652	122,837	112,352	113,176	116,069	116,881	118,229	120,959	119,425	119,750	120,205	119,924	120,861	122,837	124,271	125,738	127,533	128,078	130,736
储备货币	22,464	25,235	27,102	29,409	28,773	27,400	27,474	27,296	27,393	27,990	27,665	27,796	28,530	27,938	28,005	29,409	28,834	29,867	29,575	29,313	...
其中																					
超额准备金	1,862	3,028	2,401	3,074	1,862	1,898	1,964	1,844	1,867	1,931	2,567	2,570	2,591	3,037	3,055	3,074	2,815	2,813	2,872	...	...
中国人民银行的国外净资产	23,520	23,995	27,015	27,679	27,521	27,671	27,818	27,958	27,972	27,869	27,883	27,879	27,816	27,839	27,846	27,679	27,704	27,695	27,467	27,391	...
中国人民银行的国内净资产	-1,056	1,239	88	1,730	1,252	-271	-344	-661	-579	121	-218	-83	714	99	159	1,730	1,130	2,173	2,109	1,922	...
国外净资产 2/	3.5	0.8	2.3	0.7	1.8	1.7	1.4	1.3	1.5	1.5	1.6	1.6	1.5	1.2	0.9	0.7	0.7	0.9	0.9	0.6	...
国内净资产	20.0	19.2	15.4	13.9	15.6	15.9	14.4	16.1	16.2	17.8	16.0	15.2	13.5	14.6	15.0	13.9	13.2	13.6	11.9	11.9	...
国内信贷 3/	17.1	17.1	15.1	16.2	15.6	15.6	14.9	15.9	16.5	17.2	15.9	16.0	14.9	15.2	15.8	16.2	16.2	17.3	16.9	17.2	...
其中: 贷款	15.1	15.6	14.7	13.3	14.6	14.3	13.9	13.3	13.5	13.8	13.1	13.0	12.6	12.5	13.1	13.3	13.4	13.9	13.5	13.6	...
其他项目: 净额 2/ 3/	-2.9	-2.9	-0.4	0.6	-0.2	-0.5	-0.1	-0.5	-0.5	-1.2	-1.1	-0.5	0.0	-0.6	-0.4	0.6	0.7	1.1	1.6	2.4	...
广义货币 4/	13.6	13.8	13.6	12.2	13.2	13.3	12.1	13.2	13.5	14.7	13.5	12.8	12.9	12.6	12.3	12.2	10.8	12.5	11.6	10.1	10.8
包括外币存款	17.3	15.0	13.4	11.5	13.3	13.4	12.1	13.3	13.8	15.2	14.2	13.6	12.2	12.6	12.5	11.5	11.3	11.8	10.6	10.1	...
M1 4/	7.9	6.5	9.3	3.2	1.2	6.9	5.4	5.5	5.7	8.9	6.7	5.7	4.8	3.2	3.2	3.2	10.6	5.6	2.9	3.7	4.7
M0 4/	13.8	7.7	7.2	2.9	22.5	3.3	5.2	5.4	6.7	5.3	5.4	5.6	4.2	3.8	3.5	2.9	-17.6	17.0	6.2	3.7	1.8
准货币	16.8	17.6	15.6	14.4	18.8	16.0	14.9	16.5	16.7	17.2	16.4	15.8	14.4	15.8	15.8	14.4	10.6	13.2	12.6	11.9	...
储备货币	21.2	12.3	7.4	8.5	13.8	8.7	8.3	8.5	9.8	8.6	8.7	8.0	8.4	8.1	7.7	8.5	0.2	9.0	7.6	7.4	...
中国人民银行的国外净资产 5/	11.1	2.1	12.0	2.5	11.0	10.5	10.0	9.5	9.2	8.5	8.7	8.3	7.0	5.3	4.0	2.5	0.6	0.1	-1.3	-2.1	...
中国人民银行的国内净资产 5/	10.2	10.2	-4.6	6.1	2.7	-1.8	-1.7	-1.0	0.6	0.1	0.1	-0.3	1.4	2.8	3.7	6.1	-0.4	8.9	8.9	9.5	...
准备金率 6/																					
法定准备金	20.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.0	19.0	18.0	18.0
超额准备金	2.3	3.3	2.3	2.7	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7	2.3	2.3	2.3	2.7	2.7	2.7	2.3	2.3	2.3	...	...
备忘项:																					
货币乘数	3.8	3.9	4.1	4.2	3.9	4.1	4.2	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.2	4.3	4.3	4.2	4.3	4.2	4.3	4.4	...
居民外汇存款 (10亿美元)	275.1	406.5	438.6	573.5	483.2	493.0	507.4	529.1	565.8	593.6	608.6	624.1	605.3	596.2	592.1	573.5	655.7	674.4	694.0	676.7	663
占全部存款的百分比	2.1	2.7	2.5	3.0	2.8	2.8	2.8	2.9	3.1	3.1	3.3	3.3	3.2	3.2	3.1	3.0	3.2	3.3	3.3	3.2	3.0
居民外汇贷款 (10亿美元)	538.7	683.6	776.9	835.1	802.9	824.2	846.4	849.4	846.8	852.6	849.8	846.6	838.3	826.7	826.2	835.1	911.6	903.8	914.6	919.8	920

来源: CEIC数据有限公司和基金组织工作人员的估计。

1/ 包括国内金融机构的外币业务和外国银行的国内业务。此外, 一些项目从“其他项目净额”转入“对政府的信贷净额”。

2/ 12个月的变化相当于期初货币性负债存量的百分比。

3/ 由十个民贷款从银行转到资产管理公司, 而对增长率进行了修正。

4/ 增长率以官方宣布的为基础, 并针对数据序列定义的变化进行了修正。

5/ 对储备货币增长的贡献, 折年百分比。

6/ 占全部银行存款的百分比。

表 5. 中国：广义政府财政数据

	10亿人民币	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
财政余额												
当局定义												
(1)	收入 1/	8320	10537	12020	13036	14135	15530	16163	17321	18651	20052	21675
(2)	支出 2/	9320	11387	12820	14276	15485	17250	18390	19608	21111	22667	24340
(3)	财政余额 (当局) (1)-(2)	-1000	-850	-800	-1240	-1350	-1720	-2226	-2288	-2460	-2615	-2665
	占GDP百分比	-2.5	-1.8	-1.5	-2.1	-2.1	-2.5	-3.0	-2.9	-2.9	-2.8	-2.6
工作人员的估计												
(4)	收入	10103	13081	15016	16538	18156	19970	20831	22230	23813	25480	27385
(4a)	当局定义的收入	8320	10537	12020	13036	14135	15530	16163	17321	18651	20052	21675
(4b)	(+) 社保缴款	1707	2576	3141	3452	3919	4309	4524	4750	4988	5237	5499
(4c)	(+) 来自国家管理的国金基金的转移	86	118	150	165	202	241	265	291	320	352	388
(4d)	(-) 平准基金的提款	10	150	295	115	100	110	121	133	146	161	177
(5)	支出	11733	13922	16465	18801	20587	22774	24158	25642	27433	29304	31313
(5a)	当局定义的支出	9320	11387	12820	14276	15485	17250	18390	19608	21111	22667	24340
	其中：利息支付	184	238	264	306	338	360	400	453	506	560	616
(5b)	(+) 社保支出	1331	1888	2393	2862	3367	3846	4000	4160	4327	4500	4680
(5c)	(+) 向国家管理的国金基金的转移	82	116	140	151	200	241	241	241	241	241	241
(5d)	(+) 地方政府支出的调整 3/	200	-112	-123	150	150	150	150	150	150	150	150
(5f)	(+) 地方政府支出 (根据土地销售净收入的估计) 4/	1133	1105	1459	1617	1704	1473	1572	1687	1819	1973	2141
(5g)	土地销售收入	2940	3348	2889	4125	4261	...	...	...	...	...	...
(5h)	征地和补偿费用	1807	2243	1430	2508	2556	...	...	...	...	...	...
(5i)	(-) 向平准基金的缴款	226	289	25	116	82	86	94	104	114	125	138
(5j)	(-) 其他调整 2/	107	173	200	138	237	100	100	100	100	100	100
	广义政府净贷款/借款 (4) - (5) + (5f)	-497	265	10	-646	-727	-1332	-1755	-1726	-1802	-1851	-1787
	占GDP百分比	-1.2	0.6	0.0	-1.1	-1.1	-1.9	-2.4	-2.2	-2.1	-2.0	-1.8
(6)	财政余额 (工作人员的估计) (4)-(5)	-1630	-841	-1449	-2263	-2431	-2804	-3327	-3413	-3620	-3824	-3928
	占GDP百分比	-4.0	-1.7	-2.7	-3.8	-3.8	-4.1	-4.5	-4.3	-4.2	-4.1	-3.9
净贷款的估计												
(6)	总体财政余额	-1630	-841	-1449	-2263	-2431	-2804	-3327	-3413	-3620	-3824	-3928
(6a)	(-) 地方政府基础设施支出估计 5/	2318	2847	3495	3911	3922	4097	3911	4069	4249	4285	4264
(7)	净贷款的余额	-3948	-3687	-4944	-6174	-6353	-6902	-7238	-7481	-7869	-8108	-8192
	占GDP百分比	-9.7	-7.7	-9.2	-10.5	-9.9	-10.0	-9.8	-9.4	-9.2	-8.7	-8.1
	其中：地方政府融资平台的利息支付	517	713	928	1174	1424	1630	1837	2084	2334	2588	2849
(5f)	(+) 土地销售净收入 4/	1133	1105	1459	1617	1704	1473	1572	1687	1819	1973	2141
(8)	净贷款的净贷款/借款 6/	-2814	-2582	-3484	-4558	-4649	-5429	-5666	-5795	-6051	-6136	-6051
	占GDP百分比	-6.9	-5.4	-6.5	-7.7	-7.3	-7.8	-7.7	-7.3	-7.1	-6.6	-6.0
广义政府债务												
(12)	广义政府债务	8155	9025	9577	10495	10786	11517	13272	14998	16799	18651	20438
	占GDP百分比	20.1	18.8	17.9	17.8	16.8	16.6	18.0	18.9	19.7	20.1	20.3
(13)	地方政府债务 7/	10951	13686	17057	21119	25477	30174	34085	38154	42403	46688	50952
	占GDP百分比	26.9	28.5	31.9	35.8	39.8	43.6	46.1	48.1	49.6	50.4	50.6
(12)+(13)	净贷款	19106	22710	26634	31614	36263	41691	47358	53152	59203	65339	71390
	占GDP百分比	47.0	47.2	49.8	53.6	56.6	60.2	64.1	67.0	69.3	70.5	71.0
	广义政府债务 (工作人员的估计) 8/	14726	17236	19811	23166	26072	29622	33723	37891	42242	46664	51009
	占GDP百分比	36.2	35.8	37.0	39.3	40.7	42.8	45.6	47.8	49.4	50.3	50.7
	广义政府债务, 仅包括地方政府债券 (不包括掉期)	8904	9662	10091	11159	11886	13217	14972	16698	18499	20351	22138
	占GDP百分比	21.9	20.1	18.9	18.9	18.5	19.1	20.3	21.1	21.6	22.0	22.0
	备注项:											
	广义政府债务 (国家审计署) 8/				21085							
	占GDP百分比				39.4							

来源：CEIC数据有限公司；中国财政部；国家审计署；基金组织工作人员的估计。

1/ 包括中央和地方政府从预算平准基金的提款。

2/ 包括结转的地方政府余额以及地方政府债务的赎回的调整。

3/ 根据地方政府债券市场融资进行估计。

4/ 土地出售净收入指的是用来弥补经常性和基础设施支出的部分，估计方法是用土地销售总收入减去征地成本、农民补偿金和土地开发收入。

5/ 由地方政府融资平台的融资估计值的净变化推导得出。

6/ 净贷款/借款总额包括土地销售净收入，作为线上项目非金融资产的减值。

7/ 包括地方政府市场融资的主要成分，其中包括银行贷款、公司债券、信托贷款、中央政府代地方政府发行的债券。

从2009至2010年开始，地方政府通过地方政府融资平台扩大了市场借款。国家审计署在2013年的报告中也列出了地方政府的其他一些融资方式，包括BT、应付信贷和应付工资、租赁融资等。

8/ 2013年国家审计署指出，2012年末债务占GDP比率为39.4%。工作人员的估计基于的是明确的债务以及政府可能将担保的债务和负债的一部分（根据国家审计署的估计，占GDP比重为14-19%）。

工作人员的估计排除了中央政府为中铁总公司发行的债务。

表 6. 中国: 示意性的中期情景 1/

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
						预测					
						(百分比变化)					
实际GDP	10.6	9.5	7.7	7.7	7.4	6.8	6.3	6.0	6.1	6.3	6.3
国内总需求	12.1	10.3	7.5	7.8	7.2	6.5	6.3	6.0	6.1	6.3	6.3
消费	9.4	11.4	8.2	6.9	6.9	7.1	7.7	7.7	7.6	7.9	7.8
投资	15.3	9.0	6.7	8.9	7.6	5.8	4.7	4.0	4.2	4.3	4.3
固定	12.6	8.6	8.7	9.2	7.6	6.1	4.9	4.2	4.4	4.5	4.4
存货 2/	1.4	0.4	-0.7	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净出口 2/	-1.4	-0.8	0.1	-0.2	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
消费者价格 (平均)	3.3	5.4	2.6	2.6	2.0	1.5	1.8	2.2	2.5	3.0	3.0
						(占GDP的百分比)					
总资本形成	47.2	47.3	46.5	46.5	46.0	44.4	43.4	42.2	41.2	40.1	38.9
国民总储蓄	51.2	49.2	49.0	48.0	48.1	47.4	46.0	44.4	42.8	41.3	39.5
经常账户差额	4.0	1.8	2.5	1.6	2.1	3.0	2.7	2.2	1.6	1.2	0.6
贸易差额	4.2	3.3	3.8	3.8	4.6	6.0	5.6	5.3	4.8	4.2	3.7
服务差额	-0.5	-0.8	-1.1	-1.3	-1.8	-2.0	-2.2	-2.4	-2.5	-2.5	-2.6
						(10亿美元)					
经常账户差额	237.8	136.1	215.4	148.2	219.7	336.6	324.0	287.2	227.6	192.5	103.5
贸易差额	254.2	243.5	321.6	359.9	476.0	676.2	686.3	686.4	675.1	657.7	627.4
出口	1,581	1,904	2,057	2,219	2,354	2,386	2,495	2,607	2,707	2,791	2,863
进口	1,327	1,660	1,735	1,859	1,878	1,710	1,809	1,921	2,032	2,134	2,235
服务差额	-31.2	-61.6	-89.7	-124.5	-192.0	-222.2	-266.4	-310.7	-353.3	-380.8	-437.5
出口	162.2	186.0	191.4	206.0	190.9	245.2	267.7	293.1	325.8	380.2	450.2
进口	193.3	247.7	281.2	330.5	382.9	467.4	534.1	603.8	679.1	761.0	887.7
资本和金融账户, 净额	286.9	265.5	-31.8	346.1	38.2	-334.0	-250.4	-221.0	-150.6	-131.1	-105.4
资本账户	4.6	5.4	4.3	3.1	0.0	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
直接投资净额	185.7	231.7	176.3	218.0	208.7	73.5	48.0	-4.6	-65.8	-105.2	-114.5
证券投资净额	24.0	19.6	47.8	52.9	82.4	-11.4	-25.1	-42.0	-44.3	-49.5	-49.5
其他投资净额	72.4	8.7	-260.1	72.2	-252.8	-400.0	-277.2	-178.4	-44.4	19.7	54.7
错误与遗漏	-52.9	-13.8	-87.1	-62.9	-140.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
储备变动 (- 表示增加)	-471.7	-387.8	-96.6	-431.4	-117.8	-2.6	-73.6	-66.2	-77.0	-61.3	2.0
总储备	2,914	3,256	3,388	3,880	3,899	3,902	3,975	4,042	4,119	4,180	4,179
						(占GDP的百分比)					
广义政府净贷款/借款 3/	-1.2	0.6	0.0	-1.1	-1.1	-1.9	-2.4	-2.2	-2.1	-2.0	-1.8
收入	24.8	27.2	28.1	28.0	28.3	28.8	28.2	28.0	27.9	27.5	27.2
支出	26.1	26.7	28.1	29.1	29.5	30.8	30.6	30.2	30.0	29.5	29.0
通过土地出售净收入进行融资的	2.8	2.3	2.7	2.7	2.7	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
广义政府债务 4/	36.2	35.8	37.0	39.3	40.7	42.8	45.6	47.8	49.4	50.3	50.7
广义政府结构性余额	-1.3	0.6	0.2	-0.8	-0.7	-1.6	-2.2	-2.1	-2.1	-2.0	-1.8
备忘项:											
名义GDP (10亿元人民币)	40,658	48,086	53,474	58,974	64,080	69,225	73,888	79,273	85,478	92,710	100,616
GDP平减指数 (2013年=100)	87.6	94.6	97.7	100.0	101.2	102.4	102.8	104.0	105.7	107.8	110.1
实际有效汇率增长速度											
年平均	-0.5	2.8	5.6	6.3	3.1	12.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
期末	4.5	6.1	1.2	8.1	7.9	12.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
贸易条件 5/	-10.0	-3.5	2.8	1.2	1.2	7.0	-1.4	-0.9	-0.8	-0.5	-0.4
增扩债务 6/	47.0	47.2	49.8	53.6	56.6	60.2	64.1	67.0	69.3	70.5	71.0
增扩的净贷款/借款 6/	-6.9	-5.4	-6.5	-7.7	-7.3	-7.8	-7.7	-7.3	-7.1	-6.6	-6.0
增扩的财政余额 7/	-9.7	-7.7	-9.2	-10.5	-9.9	-10.0	-9.8	-9.4	-9.2	-8.7	-8.1

来源: CEIC数据有限公司; 基金组织, 信息通告系统; 基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 根据惯例, 本方案假设实际汇率不变以及继续执行当前的政策框架。

2/ 对年度增长贡献的百分点。

3/ 对当局的财政预算余额进行调整, 以反映并表广义政府余额, 包括政府管理的基金、国家管理的国企基金、平准基金的调整, 以及社保基金。

4/ 2013年国家审计署指出, 2012年末债务占GDP比率为39.4%。工作人员的估计基于的是明确的债务以及政府可能将担保的债务和负债的一部分 (根据国家审计署的估计, 占GDP比重为14~19%)。工作人员的估计排除了中央政府为中铁总公司发行的债务。

5/ 年平均水平的百分比变化。

6/ 增扩财政数据将政府的范畴扩大至包括地方政府融资平台和其他预算外活动。

7/ “增扩财政余额”=“增扩净贷款/借款”-“土地销售净收入” (占GDP的百分比), 我们这里将土地收入视为融资。

附录一：2014-2015 年中国金融部门评估规划主要建议的实施情况

自 2014 年第四条磋商以来，主管部门一直在稳步推进 2010 年金融部门评估规划提出的高度优先建议的实施工作。提出了一些市场化改革措施，重点针对利率和外汇市场自由化。利率改革的重点是放松利率上限管制。最重要的是，将人民币存款利率浮动区间的上限提高到基准存款利率的 1.5 倍。加大跨部门之间的合作力度，开展了旨在提高监管能力的银行业监管机构全面重组，从而提高了机构和监管框架的工作效率。主管部门扩大了压力测试的覆盖范围，提出了新的流动性便利措施，从而加强了金融稳定性和流动性框架。继续努力构建代表性更强的收益率曲线，同时更为频繁地发行不同期限的债券。

金融部门评估规划的主要建议	优先级	时间跨度	采取的措施 ¹
加快市场化改革			
1. 中国应继续推进利率和汇率改革，同时确保金融机构有能力进行适当的信用风险管理。	高	中期	<p>利率</p> <ul style="list-style-type: none"> 2015 年 5 月，取消了小额外币存款的利率上限。 2014 年 11 月、2015 年 3 月和 2015 年 5 月，逐步将人民币存款利率上限从基准存款利率的 1.1 倍提高到 1.5 倍。适当简化并整合不同期限的基准利率，让金融机构在利率设定问题上拥有更多酌处权。 <p>汇率</p> <ul style="list-style-type: none"> 2014 年 7 月 2 日，中国人民银行（PBC）取消了银行对客户的美元买卖差价管理。 <p>信贷风险管理</p> <ul style="list-style-type: none"> 2014 年，中国银行业监督管理委员会（CBRC）发布了《关于做好 2014 年不良贷款防控工作的指导意见》，目的是加强不良资产管理，控制信贷风险。
2. 应明确区分政策性金融机构和商业性金融机构的职能。	中	中期	<ul style="list-style-type: none"> 国务院批准了中国农业发展银行、中国进出口银行和国家开发银行的改革方案。这些改革将明确这些银行的职能定位、更好地界定其业务范围、进一步明确其相对于商业银行的职能、并进一步加强其为政策和发展提供资金支持的功能。
3. 应将四家资产管理公司改制成为商业实体。作为第一步，应要求这些机构定期发布财务报表和管理报告。	中	中期	<ul style="list-style-type: none"> 中国华融资产管理公司已向战略投资者发出邀请，并完成了持股改革。中国东方资产管理公司和中国长城资产管理公司正在探索如何改制成为纯商业实体。
提高机构和监管框架的效率			
4. 对于中国人民银行和三个监管委员会，应规定其专门任务，并给予业务上的自主权和灵活性。这些机构必须拥有充足的资本和熟练的工作人员，加强跨部门合作，以化解快速发展给金融部门带来的挑	高	中期	<ul style="list-style-type: none"> 2015 年初，中国银监会开展了一轮机构调整，在不增加资源的情况下，将更多的部门和人员调动到监管领域，监管部门数量占到总数的 77%，而此前的这一比例为 57.9%。这一举措改善和加强了监管力量。监管部门处室从 85 个增至 109 个，在总共 140 个处室中占到 78%。调整了部门的构成和职责，并设立了如下单位：现场检查局和审慎规制局，以提高发现问题和调查问题的能力；信托部、城市商业银行部和普惠金融部，以加强对于不断发展的城市商业银行和信托公司的监管，同时改善为小微企业和农业社区提供的服务。 在跨部门合作方面，2013 年 8 月建立的金融监管协调部际联席会议已举行过 8

金融部门评估规划的主要建议	优先级别	时间跨度	采取的措施 ¹
战。			次会议，重点关注进一步推进金融改革、加强重点领域的金融风险防范、并及时形成对于跨市场、跨部门金融创新的监管能力。会议提出了一系列旨在更好地服务实体经济的政策和制度安排。防范系统性和区域性金融风险也是会议的一个重点。
5. 应建立监管框架来监管金融控股公司、金融集团公司和非正规金融企业。在过渡期间，受监管机构的任何并购活动都必须得到相关监管委员会的批准。	中	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国人民银行正在澄清对于金融控股公司的监管责任，并且正在与金融监管部门合作制订一套监管规则，内容涉及：1) 加强对于资本充足情况的监管，避免资本的重复计算，防止资本套利，并有效控制杠杆；2) 监管关联方交易，具体方法是坚持公平定价和市场透明原则，包括加强对于风险集中的监管，同时避免跨部门风险蔓延；以及3) 改善公司治理，具体方法是执行对于股东和管理层的资质要求，并防止股东滥用权力来损害小股东和客户的合法权益。 ● 2014年12月30日，中国银监会发布了《商业银行并表管理与监管指引》，将于2015年7月1日起生效。《指引》的主要内容如下：强调商业银行对其并表管理承担主要责任；遵循风险管理的实质性原则，进一步澄清并表管理的范围；增加了关于业务协同和全面风险管理的条款；扩大了关于公司治理的要求；细化了风险隔离的要求；以及，增加了关于恢复计划的条款。 ● 中国证监会正在研究适用于证券公司、基金管理公司、期货公司和证券投资咨询公司等金融机构的交叉许可制度和支撑规则。正在积极开展相关研究。
6. 在中国银监会的风险评级系统中，应使用更具前瞻性的方法来评估信用风险，以消除定期信用风险评级与市场风险资本框架之间的差距。	中	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 2014年6月，中国银监会发布了修订后的《商业银行监管评级内部指引》。新的评级系统的改善主要体现在前瞻性、全面性和准确性方面，具体做法是：1) 采取风险趋势评估，要求对季度指标逐步恶化的银行进行全面的风险趋势分析，并加强审查其不良贷款和不良资产的变化情况；2) 基于风险敞口、贷款分类准确性、贷款集中度和风险覆盖水平等综合考虑，新增一个定量指标——“逾期90天以上贷款与不良贷款比率”，用于验证银行贷款分类的真实性，并发现其中存在的错误，从而加强对于贷款和表内外资产的风险管理状况的检查；3) 采用全年4个季度的算术平均值作为评级的定量指标，将银行在关键时间点上为美化业绩让业务量激增而产生的影响降到最低。为平衡定性因素和定量指标，新的评级系统增加并修改了一些定量指标，强调评级人员在形成监管评级过程中的专业判断，让评级系统能够更加全面地反映出商业银行的相关风险。
7. 应建立正式机制，让中国证券监督管理委员会（CSRC）对证券交易所进行定期现场检查，以加强监督。	中	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国证监会已开始对证券交易所进行正式现场检查，也正在针对期货交易所的现场检查制定计划。例如，证监会在2014年对这些交易所的信息系统安全和业务密码的使用情况进行了全面检查。2015年，证监会对中小企业股份转让系统的完善情况进行了总体检查，包括备案和日常自律规程，肯定了现有系统的有效性以及自律的作用。
8. 应针对保险公司规定风险资本偿付能力制度，并安排适当的过渡期，假如保险公司的偿付能力低于100%，应禁止其开发新业务。	中	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国风险导向偿付能力体系（C-ROSS）的开发工作正在稳步推进。2014年制订了该体系的所有技术标准以及新旧体系交替计划。2015年2月13日，中国保险监督管理委员会（CIRC）就中国风险导向偿付能力体系发布了17项监管规则，从发文之日起，该体系进入过渡期运行阶段。在此期间，新旧体系将并行，但仍以旧体系作为监管依据。中国保监会将根据过渡期的运行和筹备情况，确定正式实施和总体交接的时间安排。 ● 中国风险导向偿付能力体系是基于风险的偿付能力监管体系，将保险公司面临的三类风险之一的固有风险分为七类，每一类又可分为若干小类。以这些分类为基础，制定了监管标准、量化监测指标（偿付能力比率）以及用于整体风险评级的定性方法，并以此来准确识别和全面分析保险公司承担的各类风险，以便及时、准确地发现和测量与承保、投资、公司治理和流动性有关的风险变化情况。
9. 应制定明确和透明的法规，便于保险公司通过到期终止或资产转让等方法	中	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 2014年，中国保监会发布了《保险公司收购合并管理办法》，确定了保险业并购事宜适用的规则。

金融部门评估规划的主要建议	优先级	时间跨度	采取的措施 ¹
退出市场。			
10. 应制定关于支付系统的法律，全面保护衍生产品和证券合约的支付及结算的最终性。	中	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国人民银行正在着手制定《支付清算和结算系统法律》，以全面保护支付以及清算和结算金融交易的冲销安排的最终性。由于这部法律的制定工作涉及多个部委，颁布法律尚需一段时间。目前还没有时间表。 ● 2015年4月，《证券法》（修正草案）首次提交全国人民代表大会（NPC）常务委员会审议。修正草案包含关于证券结算、证券交易清算以及证券登记和结算负责机构的条款。
11. 关于实际所有权和控制的信息务必要充分和准确，而且一定要将此类信息提供给相关主管部门。	高	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国人民银行正在起草《某些非金融机构反洗钱和反恐怖融资管理办法》。《办法》要求某些非金融机构查明客户身份，获得关于公司实体的实际所有权和控制的信息。《办法》预计在两年后生效。
12. 中国人民银行和其他相关机构在反洗钱（AML）和其他监管问题上必须改善信息共享和协作安排。	高	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国已建立了制度框架，召集23个参与实体就反洗钱问题举行部际联席会议。会议将指导国家层面的打击洗钱工作，制定重要的国家指导方针和政策，就促进相关国际合作制定政策措施，并协调参与者的各项工作。2014年10月16日，举行了第七次部际会议，讨论部署下一步工作方法，启动洗钱风险国家评估。 ● 中国人民银行、中国银监会、中国证监会和中国保监会通过召开会议和发布年度报告等方式，共享和交流关于反洗钱问题的监管信息。
加强金融稳定、系统性风险监测、系统流动性和危机管理的制度框架			
13. 建立金融稳定委员会，中国人民银行作为秘书处。	高	中期	无最新进展。
14. 改善金融机构的数据收集工作，包括其杠杆率、负债、表外头寸、未受监管的产品以及跨境和跨部门风险敞口等数据。	中	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 对于对手方（金融机构）进行了进一步分类；确定了关于表外理财公司、信托计划和小企业的分类；将非金融企业进一步划分为开展融资业务和不开展融资业务的企业。 ● 加强了对于金融机构贷款量的监测；建立了新的统计系统，记录影响贷款流动的因素。 ● 修订了委托贷款统计系统，规定了净委托资金的会计处理方法。 ● 目前要求更多的实体根据多种报告系统的要求提交数据，其中包括农村银行、金融公司、消费金融公司、货币经纪人以及其他小型金融机构。这样做改善了金融统计的覆盖面和一致性。 ● 2015年1月，发布了《商业银行杠杆率管理办法（修订）》，进一步确定关于杠杆率的监管标准和政策框架。 ● 2014年8月，开始实施《公开募集证券投资基金运作管理办法》，与此前的版本相比，增加了关于基金杠杆率的限制。此外，中国证监会扩大了杠杆率数据的强制报告范围，要求基金管理公司及时向证监会报告违反上述限制的情况，以防止基金通过提高杠杆率来放大投资风险。
15. 建立宏观审慎框架来测量和管理系统性风险，应包括增加中国人民银行和监管机构的资源，提高其监测金融稳定性和定期开展压力测试的能力。	高	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国人民银行继续采用差别准备金动态调整机制，以加强宏观审慎管理，并根据实际情况的变化，将更多的金融业务纳入宏观审慎管理框架。 ● 2015年初，中国银监会设立了审慎规制局，负责银行业系统性风险的预警和监测工作。 ● 中国人民银行继续改善其压力测试框架。首先，扩大覆盖范围，从17家大型商业银行（大型银行和股份制银行）扩大到28家总资产超过人民币4,000亿元的商业银行，从而增强了压力测试的代表性。其次，扩大信用风险压力测试的范围，将表外风险敞口纳入测试。最后，将房价下降百分比作为一项压力指标，加入信用风险宏观情景压力测试，从而改善了测试模型。中国银监会在2014年

金融部门评估规划的主要建议	优先级	时间跨度	采取的措施 ¹
			<p>开始某些压力测试，覆盖国家开发银行、五家国有商业银行、12家股份制商业银行和邮政储蓄银行，共计19家银行。此外，中国银监会正在努力扩大压力测试的基础，具体包括如下五个方面：修订《商业银行压力测试指引》；编制《压力测试技术手册》；开展关于《指引》和《手册》的培训；以及，收集数据和培养专业人才。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 中国证监会正在着手建立宏观审慎监管框架，用于测量和管理系统性风险。这个框架的组成部分包括：1) 已完成指标系统的构建工作，可以监测资本市场的系统性风险并提供预警，目前正处于数据收集阶段；2) 研究如何识别具有市场全局影响的金融机构以及如何监测相关风险；以及3) 由证券业协会组织，对证券公司进行全面的年度压力测试。
16. 通过市场化工具强化结构性流动性对冲，通过间接货币政策工具管理系统流动性的溢出效应。	高	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国人民银行设立了常设借贷机制和中期借贷机制，为金融机构提供短期和中期流动性支持。
17. 实施平均准备金制度，以促进流动性管理，改善稳定和效率。	高	近期	无最新进展。
18. 开始试行有针对性的短期回购利率，作为间接流动性管理的实验，并开始日常的公开市场业务。	高	近期	无最新进展。
19. 确保中国人民银行的存贷款业务实时自动进行，对于国内注册的所有实体采用统一的抵押品要求。	中	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国人民银行建立了管理抵押品的初步框架，对于所有金融机构采用统一的要求；对于不同的工具，要求的抵押品可能有所不同。中国人民银行根据金融市场的发展变化调整抵押品的范围。
20. 实施存款保险制度，支持金融机构有序倒闭；协助整理或有负债。	中	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 2015年5月1日，中国发布《存款保险条例》，就此建立了存款保险制度。中国人民银行作为存款保险基金的管理机构，负责这一制度的实施。中国的存款保险制度旨在覆盖银行业的所有接受存款机构，最高赔偿限额为人民币50万元。保险费率包含基本成分和基于风险的成分。存款保险基金的管理机构可以向被保险实体发布风险警告，并采取必要的纠正措施，以便在早期发现金融风险，设法减少风险成为现实的可能性。假如有金融机构陷入困境，存款保险基金的管理机构将作为接管人，负责处置过程。在必要时，管理机构将采用市场化方式对资产进行专业处置，以降低成本，保障金融稳定，同时保护存款人的利益。
通过引导存款向合约的转变以及不同类型投资机构的归集，发展证券市场			
21. 确保监管条例的一致性，分配监管责任，以支持固定收入市场的发展。	中	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 2014年6月，中国人民银行组织了关于公司信用类债券的第二次部际会议。会议就“某些类型债券对同一类投资者实行统一规则”的原则以及规范公司信用类债券发行达成一致。 ● 2015年1月，中国证监会发布了修订后的《公司债券发行与交易管理办法》，强化了市场监管和对债券持有人的保护。
22. 财政部和中国人民银行继续改善债券发行策略，以协助改善收益率曲线上不同期限产品的现有做市活动。	高	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 2014年，国债预发行试点工作扩大，不仅包括七年期国债，还包括所有主要定期债券。 ● 2015年，中国进一步完善了主要定期国债的定期续发机制，规定三年期和五年期国债在初次发行后可以续发两次，增加了主要定期国债的发行频率，扩大了任一国债的发行规模，进而改善了二级市场的流动性。 ● 2015年，10年期国债期货发行，并确定了新的10年期债券的发行月，以便错开债券期货的交割月。由此扩大了可交割国债的来源，提高现货和期货市场的

金融部门评估规划的主要建议	优先级	时间跨度	采取的措施 ¹
			互通性。 ● 发行了1年期的国债。2015年4月，开始定期滚动发行六个月期的国债，作为逐步扩大类似短期债券的一步，用以改善债券收益率曲线的短期表现。
23. 加强回购市场的管理和运行框架，以改善市场流动性和风险管理，并强化货币市场利率与债券市场利率之间的联系。	中	近期	● 2015年2月，中国人民银行批准上海清算所的要求，允许其开展关于债券市场回购合约的银行间冲抵和机构结算业务。这些业务借鉴成熟市场的一系列国际经验，有助于提高回购市场的效率，强化风险管理，并改善市场流动性。
24. 应放开关于一家公司的市场发行债券累积余额不得超出净资产40%的限制，以提高公司的直接融资能力。	中	中期	● 针对现行《证券法》起草了一项修订草案，建议取消关于一家公司的公开发售公司债券累积余额不得超出其净资产40%的规定。
25. 改善银行间债券市场和上海及深圳证券交易市场的互通性，具体做法是升级中央国债登记结算有限责任公司（CCDC）和中国证券登记结算有限公司（SD&C）的联系，从而为这三个市场的进一步发展提供支持，并协助提高其效率。	中	中期	● 中国人民银行会同中国证监会及其他相关机构，正在努力促进不同登记和清算机构之间的互通性，支持债券市场的有序发展。具体工作涉及以下几个领域：1) 利用关于国债跨市场交易的业已成熟的托管安排，扩大银行间拍卖系统和交易所市场之间的优质证券化信用产品的跨市场交易；2) 在交易所市场上发售和上市政策性金融债券，2014年上半年，首次在上海证券交易所发售国家开发银行的此类债券，价值人民币300亿元；3) 中国人民银行与财政部合作，扩大了国债预发行的试行范围，将所有重要期限的记账式国债包括在内，交易地点目前同时包含交易所和银行间市场。
26. 建立多支柱的养老金体系，重点是资金充足的基本养老金体系。	中	中期	● 2015年1月14日，国务院批准《机关事业单位工作人员养老保险制度改革的决定》。 ● 2015年3月27日，国务院发布了《机关事业单位职业年金办法》。
改善替代融资渠道，减少融资障碍			
27. 评估现有的政府计划，确定其在促进农村和小微企业融资方面的成效，并就这类融资制定全面且连贯的策略。	高	中期	<p>农村金融服务</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 已采取行动，改善对于货币、信贷和其他政策工具的综合运用。2014年4月和6月，中国人民银行两次有针对性地降低准备金率，将县级农村商业银行和农村信用银行的存款准备金率分别下调2个和0.5个百分点。对于商业银行，如能满足审慎经营的要求，而且发放给农村或小微企业的贷款达到贷款总额的一定百分比，中国人民银行也将其存款准备金率下调0.5个百分点。2014年9月，发行了针对农村企业的专项金融债券。2014年12月，中国人民银行降低了支持农业的贷款和转贷给小型农村企业的贷款的利率，降幅分别为0.25和0.4个百分点。 ● 积极培育新型农村金融机构的发展，从而改善了农村融资渠道。到2014年末，共有1,233家农村银行、14家贷款公司和49家融资互助社，发放用于支持农业和小微企业的贷款占其贷款总额的93%。这些机构有73%的资本来自私人资本。 ● 为改善农村金融基础设施，通过设置标准及简化的网点、自动取款机和刷卡机，扩大了农村的非现金支付和结算服务。设有农村金融机构的乡镇数量增加了1,375个，2009年以来在708个乡镇首次提供金融服务。希望能够实现农民信用评分的全面覆盖。到2014年末，共为1.6亿农民建立了信用档案，其中有9,000万人获得了贷款。已采取行动，在农村地区传播金融知识，并处罚违规操作，以切实保障农村金融消费者的合法权益。 <p>为小微企业提供金融服务</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 努力优化货币政策工具，用以改善对于借贷活动的宏观指导。其中包括执行

金融部门评估规划的主要建议	优先级别	时间跨度	采取的措施 ¹
			<p>《国务院关于扶持小型微型企业健康发展的意见》（国发[2014]52号），具体做法是改善向小型农村企业转贷的激励机制，进一步增加这类转贷，同时筹集金融资源来扶持小微企业的发展。到2014年末，全国发放给小微企业的贷款余额达人民币20.7万亿元，占未偿还贷款总额的24%，连续六年达到相关目标。向1,140万家小微企业发放了贷款，贷款申请批准率超过75%。综合金融服务的覆盖率目前已超过70%。在半数以上的省份（自治区和直辖市），小微企业的贷款覆盖率高于20%。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 推动创业板市场（GEM）改革。2014年5月14日，中国证监会修改了《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，降低了上市的财务标准，取消了关于持续增长的要求，并简化了发行条款，进而扩大了创业板的覆盖面。此后发布了《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》，设立了创业板再融资系统，其中包含提供小额、快速和灵活融资的机制。 ● 大力发展国家中小企业（SME）股份转让系统。2014年1月至4月，中国证监会修订了《非上市公众公司监督管理办法》。中国证监会还发布了关于这类公司的第1至4号监管指引以及关于其信息披露和相关格式的第1至4号监管指引。2014年下半年，中国证监会发布了《非上市公众公司收购管理办法》、《非上市公众公司重大资产重组管理办法》、《监管指引第7号：非上市公众公司信息披露内容与格式准则》以及《监管指引第8号：非上市公众公司信息披露内容与格式准则——定向发行优先股申请文件》。这些将有助于非上市公众公司扩大融资渠道，并开展并购交易。2015年5月，中国证监会发布了《关于加强非上市公众公司监管工作的指导意见》，以加强相关监管工作。目前已建立了针对非上市公众公司的基本监管系统，为创新企业和中小企业融资提供了坚实的基础。 ● 采取了进一步措施来推动债券市场的发展。2015年1月15日，中国证监会发布了修订后的《公司债券发行与交易管理办法》，扩大了公司债券发行人的范围（此前仅包括上市公司和部分其他公司），将所有公司都包括进来，其中就有小微企业。今后，小微企业将能够开展债券的公开或私募发行，从而获得更多的直接融资渠道。
28. 进一步改革农村信用合作社，提升其作为金融产品服务的商业性提供方的效率和可持续性。	中	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 农村信用合作社改革已经完成。农村信贷机构（包括农村商业银行和农村合作银行）支持农业的能力继续增强。与农业相关的贷款和发放给农民的贷款分别占到贷款总额的三分之一和70%左右，在持续支持农业和农村发展方面起到了主导作用。 ● 中国正在稳步推进股份制改革，利用这种方式将农村信用合作社重组为农村商业银行。到2014年末，农村商业银行和农村合作银行的总数达到809家，其资产、负债和所有者股权分别占到全部农村金融机构的58.5%、57.9%和67.1%。
29. 完成邮政储蓄银行的改革，具体做法是优化所有权结构、实现市场化以及建立有效的公司治理。	中	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 邮政储蓄银行已建立起标准的公司治理结构，包括股东会议、董事会、监事会和管理层。
1/信息由主管部门报告，由工作人员翻译并略做编辑。			

附录二：对外部门评估

	中国	总体评估
国外资产及负债的头寸和变化轨迹	<p>背景：到 2014 年末，国外资产总额占国内生产总值的 62%，其中主要是外汇储备；负债总额占国内生产总值的 42%，主要是外国直接投资负债。到 2014 年末，国际投资净头寸进一步下滑，约占国内生产总值的 20%；这个比率自全球金融危机以来持续下滑，主要原因是经常账户顺差大幅减少、计价变化以及国内生产总值依然保持快速增长。</p> <p>评估：假如 2015 年经常账户小幅上升，国际投资净头寸与国内生产总值的比率从中期来看有望略高于国内生产总值的 20%。由于巨额外汇储备和以外国直接投资为主的负债，脆弱性较低。</p>	<p>总体评估：</p> <p>2014 年对外收支头寸略好于中期基本面和利好政策环境预示的水平，这表明人民币存在一定程度的低估。此后，人民币大幅升值，目前的汇率水平已不存在低估的问题。此外，外汇干预明显减少。尽管如此，贸易顺差仍有增长，国内政策缺口依旧存在，这种情况表明对外收支头寸在一定程度上高于正常水平。要持续实现对外收支头寸的再平衡，需要消除仍存在的国内政策缺口。</p> <p>可采取的对策：</p> <p>全球金融危机爆发以来，对外失衡问题得到有效缓解。要彻底解决这个问题，实现对外收支头寸的持久平衡，需要在消除国内政策缺口方面不断取得进展。成功完成这项任务，将推动经济进入更具可持续性的增长轨道，促进消费和降低总体储蓄水平，从而保障国内和外部均衡。顺利落实主管部门的改革议程，就可以实现这一目标。优先事项包括：建立更加贴近市场的金融体系；开放市场，接受更多的竞争和国有企业改革；改善社会安全网；实现灵活的市场化汇率。促进中期实际有效汇率进一步升值，根据不断变化的情况实现双向流动，最后一项都具有重要意义。</p>
经常账户	<p>背景：2007 年，经常账户盈余达到峰值，占国内生产总值的 10% 以上，到 2014 年，下滑至国内生产总值的 2.1%（经过周期调整，占国内生产总值的 2.5%）。这种下滑反映出了投资增长势头强劲、实际有效汇率升值、主要发达经济体的疲软以及近年来出现的服务赤字扩大的趋势（主要是由于出境旅游和教育支出增长强劲）。国民储蓄总额保持在国内生产总值的 50% 左右。2015 年，由于大宗商品价格较低而获得的贸易条件收益（估计约占国内生产总值的 1%）有望增加经常账户盈余，使其达到国内生产总值的 3.0%。</p> <p>评估：2014 年，与基本面和利好政策所预示的水平相比，经常账户的超出部分占到国内生产总值的 1% 至 3%。由于实际经常账户、周期调整的经常账户以及识别出的政策缺口在一定程度上小于去年，这项评估与最新的对外部门报告相比没有变化 1/。考虑到周期调整的不确定性，经常账户缺口 2% 的变化区间是合理的。经常账户缺口主要是由于社会支出偏低、储备积累以及资本管制。如能成功实施改革，将有助于减少私人储蓄，缩小经常账户缺口。</p>	
实际汇率	<p>背景：2005 年实行汇率改革以来，实际有效汇率呈现升值趋势，2006 至 2014 年期间，平均每年升值 5%（2014 年为 3%）。由于贸易条件收益以及将汇率波动幅度与处于升值通道的美元相关（人民币对欧元升值 16%，对日元升值 13%，对美元升值 0.5%），到 2015 年 5 月，实际有效汇率与 2014 年均值相比升值 11%。中国仍在严密管控汇率，并有时采取干预措施。</p> <p>评估：2014 年以来的实际有效汇率升值，在总体上符合不断变化的基本面（特别是生产力的增长速度超出了贸易伙伴）。外部均衡评估模型和工作人员的判断与经常账户缺口保持一致，这表明相对于中期基本面和利好政策所预示的水平，2014 年平均实际有效汇率低了 3% 至 12% 2/。而后实际有效汇率的大幅增值超出了基本面变化预示的水平（生产力的提升和贸易条件得到改善），这表明不存在低估汇率的问题。</p>	
资本账户和金融账户：流量和政策措施	<p>背景：中国继续放开资本账户，但各项限制仍广泛存在。例如，国外借款受到监管，证券投资的主要流动渠道仍是受配额和审批限制的计划。尽管如此，外国直接投资和其他投资的实际总流量仍相当可观。</p> <p>评估：从中期来看，适宜的做法是有步骤地放松资本管制，支持实现国内金融自由化。放开资本账户管制，可能会出现大规模资本总额外流的情况，这反映出国内储蓄者希望在中期内实现证券投资多样化的需求。但要预测调整轨迹是很困难的，调整轨迹会随着主流市场和经济条件而变化。</p>	

	中国(续)	
外汇干预和储备水平	<p>背景: 2014年, 干预减少, 国际收支数据显示, 外汇储备累计为1,190亿美元, 与2013年相比减少3,140亿美元。此外, 数据表明2014年第3季度及之后的干预很少, 2014年第4季度出售储备290亿美元, 2015年第1季度出售800亿美元。</p> <p>评估: 2014年末, 如不考虑资本管制因素, 储备为基金组织复合指标的149% (与2013年的160%相比有所下降)。如考虑到资本管制因素, 储备为238%, 与2013年的254%相比有所下降。考虑到中国在资本账户自由化方面取得的进展和计划, 未经调整的指标逐步成为适宜的指标; 无论采用哪种指标, 从储备充足性的角度, 没有必要进一步累积。</p>	
技术背景注释	<p>1/使用外部均衡评估模型, 2014年经常账户总缺口为国内生产总值的2.5%, 与2013年占国内生产总值的1.5%相比有所上升, 这是因为残值发生了变化。残值的变化在很大程度上反映出修订后的外部均衡评估模型, 更好地将人口统计因素考虑在内。工作人员的评估在识别政策缺口上使用了更大的权数。这一缺口体现出国内改革与实现对外收支头寸均衡方面的关联。识别的政策缺口的影响占国内生产总值的1.8% (2013年占国内生产总值的2.2%), 实际经常账户占国内生产总值的2.1% (2013年占国内生产总值的1.6%); 经周期调整的经常账户占国内生产总值的2.5%。</p> <p>2/使用3至4的逆弹性 (即, 实际有效汇率升值3%至4%, 相当于经常账户顺差下滑幅度为国内生产总值的1%), 经常账户的变动范围是国内生产总值的1%至3%, 与其相对应的是实际有效汇率的变动范围在3%至12%。对于2014年的数据使用外部均衡评估指数的实际有效汇率模型, 表明实际有效汇率的总缺口为-6.5%, 识别出的政策缺口的影响为-7.5%, 均未超出工作人员评估的3%至12%的范围。外部均衡评估水平模型估算出的实际有效汇率总缺口为6.8% (即, 与中期基本面和利好政策环境预示的水平相比, 实际有效汇率较高), 识别出的政策缺口为-3.5%。但由于水平模型的估算缺乏合理性, 特别是对于此前的年份, 如用于中国的情况则几乎没有可靠性, 未将其纳入考虑范围。</p>	

附录三：债务可持续性分析

债务可持续性分析评估了广义政府债务和增扩概念的债务。这两项债务分别代表财政债务的下限和上限。中国的广义政府债务水平较低，具有可持续性；但增扩概念的债务在基线预测中略呈上升轨迹。增扩概念的债务容易受到或有负债冲击的影响，但考虑到中国有利的债务情况，面临严峻债务状况的风险较低。

中国公共债务可持续性分析（DSA）基于以下假设：

- **公共债务覆盖范围。**采用了关于政府债务的两个定义。广义政府债务包括中央政府债务和地方政府债券。¹增扩概念的债务增加了其他类型的地方政府借款，其中包括地方政府融资平台（LGFV）通过银行贷款、债券、信托贷款和其他资金来源获得的预算外借款。增扩概念的赤字是在对应于增扩概念的债务的流量指标。增扩概念的财政数据是广义政府数据的补充。因其中包括某些非政府活动，增扩概念的债务和赤字估算值应被视为上限。

- **宏观经济假设：**

假定国内生产总值的实际增长率逐步放缓，降至可持续性更强的增长水平，通胀水平处于低位。在基线预测中，到2020年，增速接近6.3%，中间有些年份的增速可能会低于这一水平。从中期来看，预计到2016年，通胀率会降至0.4%，而后会增至2%。

- **财政假设：**

- **财政平衡假设。**随着主管部门逐步取消财政刺激措施，预计增扩概念的财政赤字会从2015年约占国内生产总值的10%，降至2020年约占国内生产总值的8%。预计地方政府支出占国内生产总值的比率会下降，原因是：（i）由土地出售净额支持的支出减少；（ii）主管部门采取改革措施，限制地方政府借款。同时，由于从预算外支出到预算内支出的转变，广义政府净借款预计将略有增加。
- **地方政府融资。**过去，很多地方政府依靠出售土地获得的净收入和地方政府融资平台借款作为其投资的资金来源，考虑到主管部门的改革计划和地方政府债券发行工作近年来取得的进展，本次债务可持续性分析假定，将通过发行债券来满足未来的融资需求。假定债券分为三类：（i）中央政府债券；（ii）地方政府债券；以及（iii）根据国家审计署2013年报告确定的摊还计划，专门用于偿还现有地方政府债务的债券。
- **利率和摊还。**假定中央政府和地方政府债券的利率会遵循以往的模式。假定地方政府债券的利率高于中央政府债券的利率。我们假定所有到期债务都可滚动，而且所有债务都采用浮动利率，因此，还款安排不是本次分析的核心问题。

在基线预测中，中国广义政府债务处于下滑通道，增扩概念的债务持续增加。

- 在预测期内，广义政府债务略高于国内生产总值的20%。增扩概念的债务在2014年在国内生

¹对应表5中的“如果仅包括地方政府债券（不包括互换）的广义政府债务”。

产总值中所占比例不到 57%，但预计到 2020 年，会增至国内生产总值的 71% 左右。即使出现有利的利率—增长差值，假定增扩概念的赤字逐步减少，增扩概念的债务在中期仍会增加。财政紧缩对于增长的阻碍作用因此会分散，留出时间让促进增长的结构改革得到巩固。

- 与 2014 年债务可持续性分析相比，预期的广义政府债务和增扩概念的债务与国内生产总值的比率较高。这反映出与 2014 年债务可持续性分析相比，当前的基线预测假定的财政赤字更高，通货膨胀率更低，增长速度更慢。

中国面临的债务可持续性风险相对较低，但容易受到或有负债冲击的影响。

- 在所有标准压力测试中，除或有负债冲击情景外，广义政府债务均处于相对较低且稳定的水平。2016 年出现的或有负债冲击将导致债务水平急剧上升，从 2015 年约占国内生产总值的 19%，增至 2016 年的 41% 左右。²这种债务水平仍在可控范围内，但主管部门可能需要应对总融资需求增加的情况，容易受到市场融资条件的影响。从中期来看，如不采取额外的财政紧缩措施，在出现或有负债冲击的情况下，债务与国内生产总值的比率将保持在国内生产总值的 44% 左右。国内生产总值实际增长冲击——2016 和 2017 年的增长率与基线预测相比各低 2 个百分点——对于政府债务的影响微乎其微（2020 年债务与国内生产总值的比率约为 25%，基线情景中为 22%）。
- 增扩概念的债务水平也容易受到或有负债冲击的影响，这种冲击会使得债务水平到 2020 年接近国内生产总值的 100%。例如，这种冲击可能是大规模的银行资本结构调整或金融体系救助，以应对去杠杆化可能导致的不良贷款的增加。综合性宏观财政冲击会将 2020 年的债务与国内生产总值比率从 71% 左右提高到 78%。
- 总的说来，由于大部分公共债务的资金来源是国内投资者，外债较少，而且大多来自官方债权人，中国的债务状况较为有利。此外，债务可持续性分析关注的是债务总额，因而并未考虑到中国持有大量国有资产，包括约 4 万亿美元的外汇储备和在国有企业中持有的大量股权（很多国有企业在国内外证券交易所上市）。

²基金组织债务可持续性分析工具包中的标准或有负债冲击情景假定，银行体系资产存量的 10% 将转变为政府债务。银行体系资产存量在 2014 年略高于国内生产总值的 205%。

中国公共债务可持续性分析(广义政府债务-基线情景)

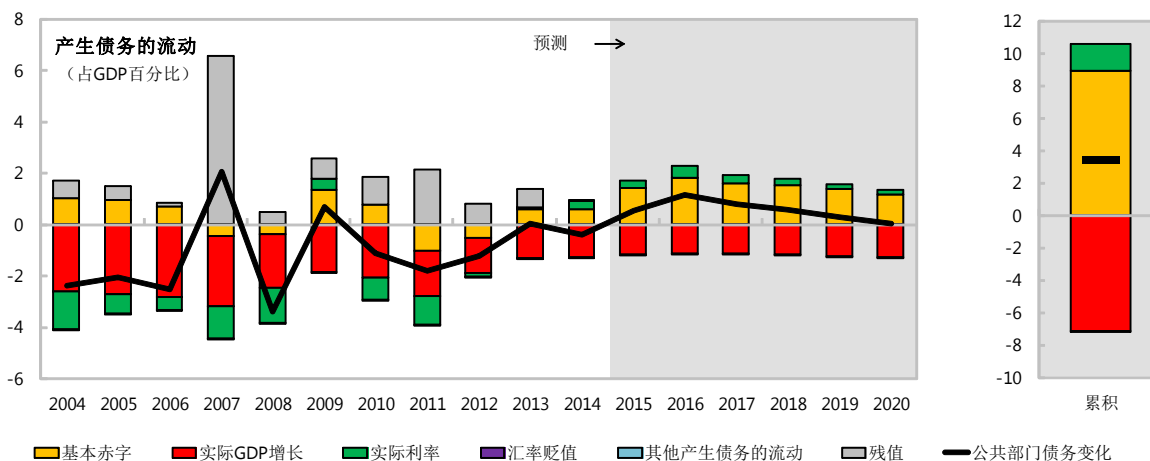
(占GDP百分比, 除非另有说明)

债务、经济和市场指标^{1/}

	实际			预测						截至2015年6月5日	
	2004-2012 ^{2/}	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020		
名义公共债务总额	23.3	18.9	18.5	19.1	20.3	21.1	21.6	21.9	22.0	主权利差 EMBIG (基点) 3/	127
公共部门总融资需求	0.2	1.1	1.1	1.9	2.4	2.2	2.1	2.0	1.8	5Y CDS (基点)	88
实际GDP增长(百分比)	10.5	7.7	7.4	6.8	6.3	6.0	6.1	6.3	6.3	评级	国外 本国
通胀(GDP平减指数, 百分比)	5.2	2.4	1.2	1.2	0.4	1.2	1.6	2.0	2.1	Moody's	Aa3 Aa3
名义GDP增长(百分比)	16.4	10.3	8.7	8.0	6.7	7.3	7.8	8.5	8.5	S&Ps	AA- AA-
有效利率(百分比) ^{4/}	2.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	Fitch	A+ A+

公共债务变化贡献因子

	实际			预测						累积	稳定债务的 基本 余额 ^{9/}
	2004-2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020		
公共债务总额变化	-1.3	0.1	-0.4	0.5	1.2	0.8	0.6	0.3	0.1	3.5	
确认的产生债务的流动	-2.8	-0.7	-0.4	0.5	1.2	0.8	0.6	0.3	0.1	3.5	
基本赤字	0.3	0.6	0.6	1.4	1.8	1.6	1.5	1.4	1.2	8.9	-1.1
基本(非利息)收入和赠款	21.7	28.0	28.3	28.8	28.2	28.0	27.9	27.5	27.2	167.6	
基本(非利息)支出	22.0	28.6	28.9	30.3	30.0	29.6	29.4	28.9	28.4	176.6	
自动债务动态 ^{5/}	-3.0	-1.2	-1.0	-0.9	-0.7	-0.8	-0.9	-1.1	-1.1	-5.5	
利率/增长差异 ^{6/}	-3.0	-1.2	-1.0	-0.9	-0.7	-0.8	-0.9	-1.1	-1.1	-5.5	
其中: 实际利率	-0.8	0.1	0.3	0.3	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	1.7	
其中: 实际GDP增长	-2.2	-1.3	-1.3	-1.2	-1.1	-1.1	-1.2	-1.3	-1.3	-7.2	
汇率贬值 ^{7/}	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...	...
其他确认的产生债务的流动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
私有化净收入(负值)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
或有负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
残值, 包括资产变化 ^{8/}	1.5	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	



来源: 基金组织工作人员。

1/ 公共部门定义为广义政府。

2/ 基于可获得数据。

3/ 相对于美国债券的长期债券利差。

4/ 定义为前一年年末的利息支付除以债务存量(不含担保)。

5/ 由 $[(r - \pi(1+g) - g + ae(1+r))/(1+g+\pi+gn)]$ 乘以上一期债务比率得出, 其中 r = 利率, π = GDP 平减指数增长率, g = 实际GDP增长率,

a = 外币计值债务的比率, e = 名义汇率贬值(按美元的本国货币价值上升计量)。

6/ 实际利率的贡献由注5的分母推出, 为 $r - \pi(1+g)$, 实际增长率的贡献为 $-g$ 。

7/ 汇率的贡献由注5的分子推出, 为 $ae(1+r)$ 。

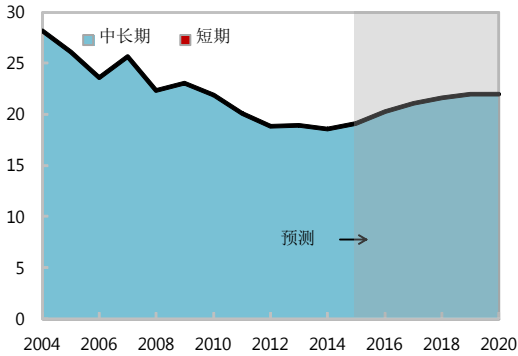
8/ 包括资产编号和利息收入(如有)。对于预测, 包含预测期内的汇率变化。

9/ 假设主要变量(实际GDP增长、实际利率、其他确认的产生债务的流量)与上一预测年的水平保持不变。

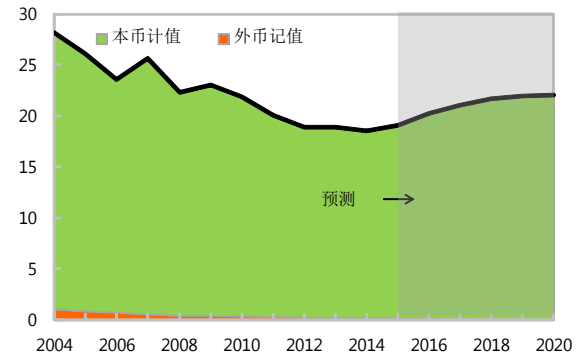
中国公共债务可持续性分析-广义政府债务组成和其他情景

公共债务组成

按照到期日
(GDP的百分比)



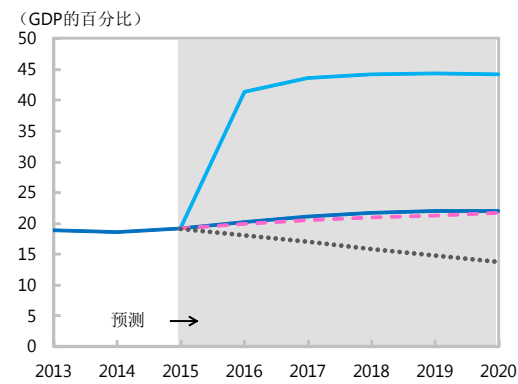
按货币
(GDP的百分比)



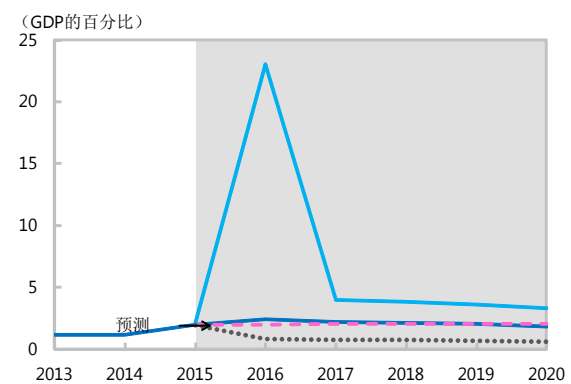
其他情景

— 基线
— 或有负债冲击
..... 历史
- - - 基本余额不变

名义公共债务总额



公共部门总融资需求



基本假设 (百分比)

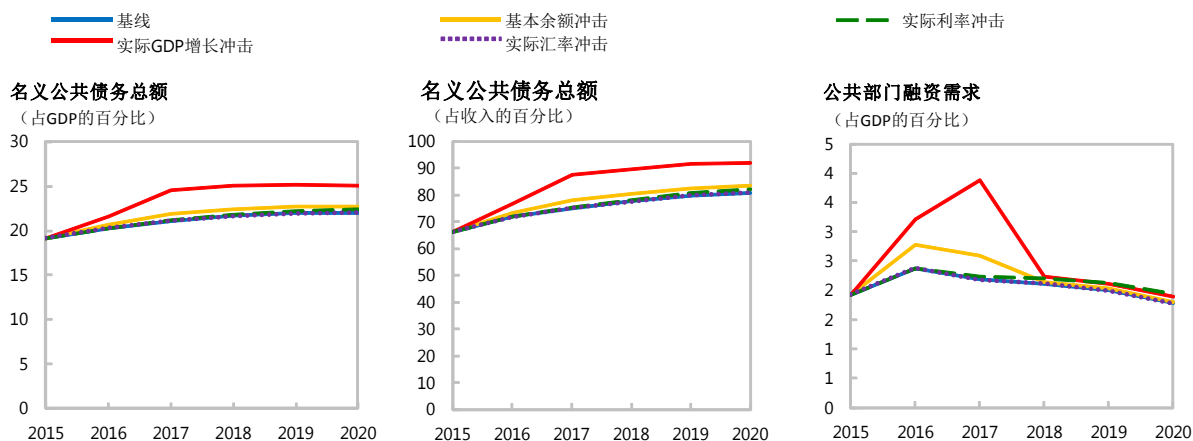
基线情景	2015	2016	2017	2018	2019	2020
实际GDP增长	6.8	6.3	6.0	6.1	6.3	6.3
通胀	1.2	0.4	1.2	1.6	2.0	2.1
基本余额	-1.4	-1.8	-1.6	-1.5	-1.4	-1.2
有效利率	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
基本余额保持不变的情景						
实际GDP增长	6.8	6.3	6.0	6.1	6.3	6.3
通胀	1.2	0.4	1.2	1.6	2.0	2.1
基本余额	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4
有效利率	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

历史情景	2015	2016	2017	2018	2019	2020
实际GDP增长	6.8	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
通胀	1.2	0.4	1.2	1.6	2.0	2.1
基本余额	-1.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
有效利率	3.0	3.0	2.9	2.7	2.6	2.5
或有负债冲击						
实际GDP增长	6.8	4.1	3.8	6.1	6.3	6.3
通胀	1.2	-0.2	0.7	1.6	2.0	2.1
基本余额	-1.4	-22.3	-1.6	-1.5	-1.4	-1.2
有效利率	3.0	3.9	5.9	5.6	5.4	5.2

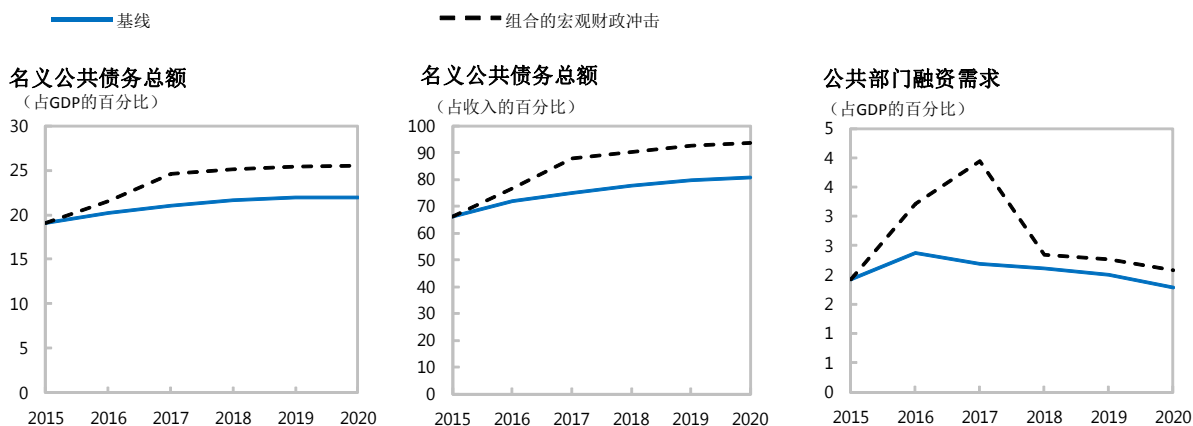
来源：基金组织工作人员。

中国公共债务可持续性分析(广义政府债务—压力测试)

宏观财政压力测试



更多压力测试



基本假设 (百分比)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020		2015	2016	2017	2018	2019	2020
基本余额冲击							实际GDP增长冲击						
实际GDP增长	6.8	6.3	6.0	6.1	6.3	6.3	实际GDP增长	6.8	4.1	3.8	6.1	6.3	6.3
通胀	1.2	0.4	1.2	1.6	2.0	2.1	通胀	1.2	-0.2	0.7	1.6	2.0	2.1
基本余额	-1.4	-2.2	-2.0	-1.5	-1.4	-1.2	基本余额	-1.4	-2.7	-3.2	-1.5	-1.4	-1.2
实际有效利率	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1	3.0	有效利率	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1
实际利率冲击							实际汇率冲击						
实际GDP增长	6.8	6.3	6.0	6.1	6.3	6.3	实际GDP增长	6.8	6.3	6.0	6.1	6.3	6.3
通胀	1.2	0.4	1.2	1.6	2.0	2.1	通胀	1.2	0.5	1.2	1.6	2.0	2.1
基本余额	-1.4	-1.8	-1.6	-1.5	-1.4	-1.2	基本余额	-1.4	-1.8	-1.6	-1.5	-1.4	-1.2
有效利率	3.0	3.0	3.3	3.5	3.6	3.7	实际有效利率	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
组合冲击													
实际GDP增长	6.8	4.1	3.8	6.1	6.3	6.3							
通胀	1.2	-0.2	0.7	1.6	2.0	2.1							
基本余额	-1.4	-2.7	-3.2	-1.5	-1.4	-1.2							
实际有效利率	3.0	3.0	3.3	3.6	3.7	3.8							

来源: 基金组织工作人员。

中国公共债务可持续性分析(增扩概念债务-基线情景)

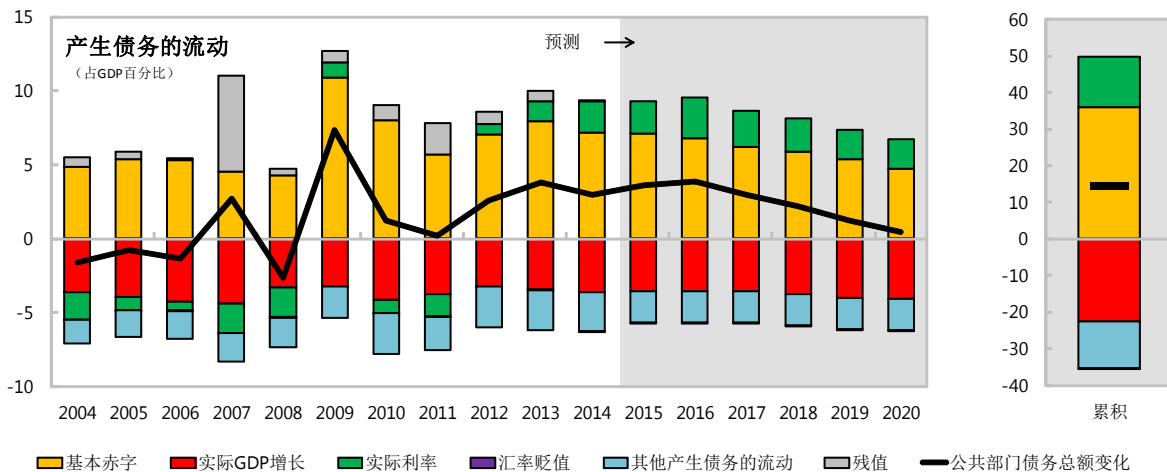
(占GDP百分比, 除非另有说明)

债务、经济和市场指标^{1/}

	实际			预测						截至2015年6月5日		
	2004-2012 ^{2/}	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	主权利差		
名义公共债务总额	43.1	53.6	56.6	60.2	64.1	67.0	69.3	70.5	71.0	EMBIG (基点) 3/	127	
公共部门总融资需求	8.5	10.5	9.9	14.0	12.4	11.2	14.9	15.9	14.8	5Y CDS (基点)	88	
实际GDP增长(百分比)	10.5	7.7	7.4	6.8	6.3	6.0	6.1	6.3	6.3	评级	国外	本国
通胀(GDP平减指数, 百分比)	5.2	2.4	1.2	1.2	0.4	1.2	1.6	2.0	2.1	Moody's	Aa3	Aa3
名义GDP增长(百分比)	16.4	10.3	8.7	8.0	6.7	7.3	7.8	8.5	8.5	S&P's	AA-	AA-
有效利率(百分比) ^{4/}	3.2	5.6	5.6	5.5	5.4	5.4	5.3	5.3	5.3	Fitch	A+	A+

公共债务变化贡献因子

	实际			预测						累积	稳定债务的 基本 余额 ^{9/}
	2004-2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020		
公共债务总额变化	0.9	3.8	3.0	3.6	3.9	3.0	2.2	1.2	0.5	14.4	
确认的产生债务的流动	-0.6	3.1	3.0	3.6	3.9	3.0	2.2	1.2	0.5	14.4	
基本赤字	6.2	8.0	7.2	7.1	6.8	6.2	5.9	5.3	4.7	36.0	
基本(非利息)收入和赠款	21.7	28.0	28.3	28.8	28.2	28.0	27.9	27.5	27.2	167.6	
基本(非利息)支出	27.9	36.0	35.5	35.9	35.0	34.3	33.7	32.8	31.9	203.7	
自动债务动态 ^{5/}	-4.7	-2.1	-1.5	-1.3	-0.8	-1.2	-1.5	-2.0	-2.1	-8.9	
利率/增长差异 ^{6/}	-4.7	-2.1	-1.5	-1.3	-0.8	-1.2	-1.5	-2.0	-2.1	-8.9	
其中: 实际利率	-0.9	1.3	2.1	2.2	2.8	2.4	2.2	2.0	2.0	13.7	
其中: 实际GDP增长	-3.8	-3.5	-3.7	-3.5	-3.6	-3.6	-3.8	-4.0	-4.1	-22.6	
汇率贬值 ^{7/}	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...	...
其他确认的产生债务的流动	-2.1	-2.7	-2.7	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1	-12.8	
私有化净收入(负值)	-2.1	-2.7	-2.7	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1	-12.8	
或有负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
残值, 包括资产变化 ^{8/}	1.5	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	



来源: 基金组织工作人员。

1/ 公共部门定义为广义政府。

2/ 基于可获得数据。

3/ 相对于美国债券的长期债券利差。

4/ 定义为前一年年末的利息支付除以债务存量(不含担保)。

5/ 由 $[(r - \pi(1+g) - g + ae(1+r))/(1+g+\pi+gn)]$ 乘以上一期债务比率得出, 其中 r = 利率, π = GDP平减指数增长率, g = 实际GDP增长率, a = 外币计值债务的比率, e = 名义汇率贬值(按美元的本国货币价值上升计量)。

6/ 实际利率的贡献由注5的分母推出, 为 $r - \pi(1+g)$, 实际增长率的贡献为 $-g$ 。

7/ 汇率的贡献由注5的分子推出, 为 $ae(1+r)$ 。

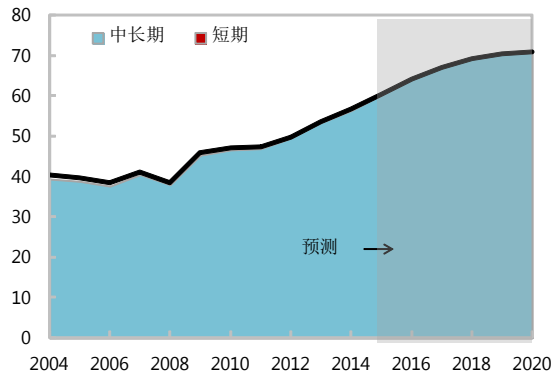
8/ 包括资产编号和利息收入(如有)。对于预测, 包含预测期内的汇率变化。

9/ 假设主要变量(实际GDP增长、实际利率、其他确认的产生债务的流量)与上一预测年的水平保持不变。

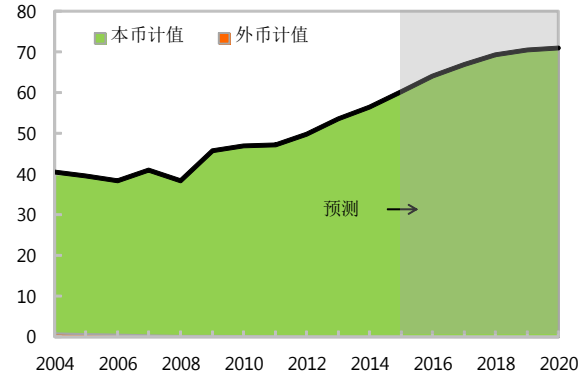
中国公共债务可持续性分析-增扩概念债务组成和其他情景

公共债务组成

按照到期日
(GDP的百分比)



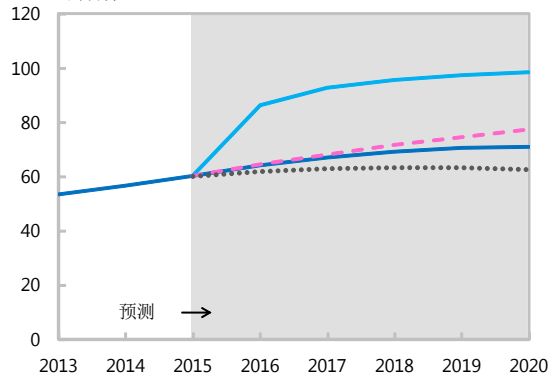
按货币
(GDP的百分比)



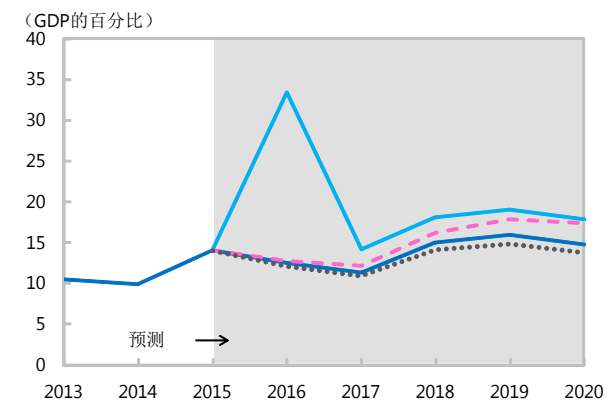
其他情景

—— 基线
—— 或有负债冲击
..... 历史
- - - - 基本余额不变

名义公共债务总额
(GDP的百分比)



公共部门总融资需求
(GDP的百分比)



基本假设 (百分比)

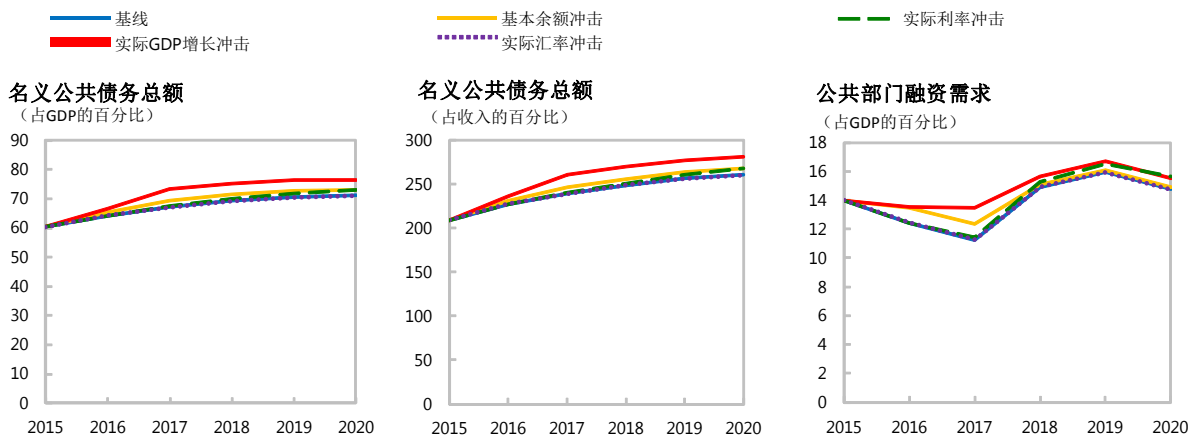
基线情景	2015	2016	2017	2018	2019	2020
实际GDP增长	6.8	6.3	6.0	6.1	6.3	6.3
通胀	1.2	0.4	1.2	1.6	2.0	2.1
基本余额	-7.1	-6.8	-6.2	-5.9	-5.3	-4.7
有效利率	5.5	5.4	5.4	5.3	5.3	5.3
基本余额保持不变的情景						
实际GDP增长	6.8	6.3	6.0	6.1	6.3	6.3
通胀	1.2	0.4	1.2	1.6	2.0	2.1
基本余额	-7.1	-7.1	-7.1	-7.1	-7.1	-7.1
有效利率	5.5	5.4	5.4	5.3	5.3	5.3

历史情景	2015	2016	2017	2018	2019	2020
实际GDP增长	6.8	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
通胀	1.2	0.4	1.2	1.6	2.0	2.1
基本余额	-7.1	-6.6	-6.6	-6.6	-6.6	-6.6
有效利率	5.5	5.4	4.7	4.1	3.4	2.7
或有负债冲击						
实际GDP增长	6.8	4.1	3.8	6.1	6.3	6.3
通胀	1.2	-0.2	0.7	1.6	2.0	2.1
基本余额	-7.1	-27.3	-6.2	-5.9	-5.3	-4.7
有效利率	5.5	5.8	7.3	7.1	6.9	6.7

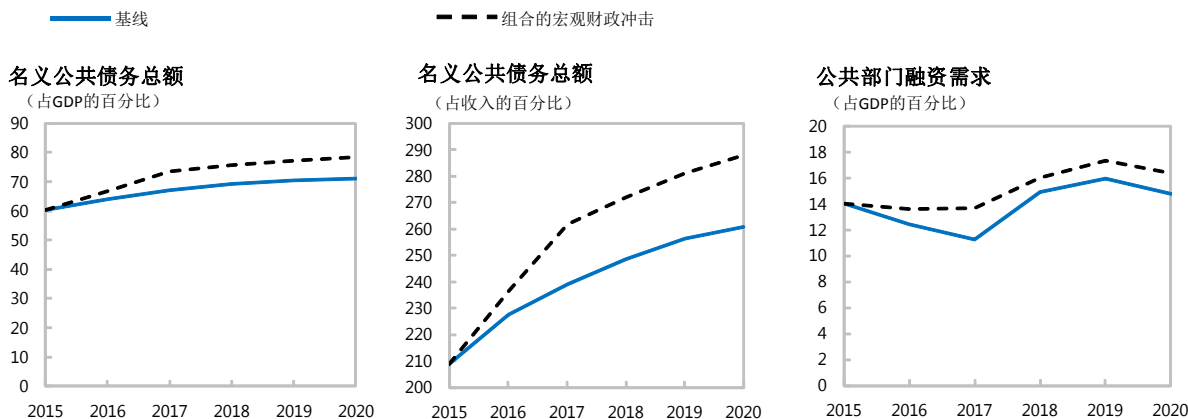
来源：基金组织工作人员。

中国公共部门债务可持续性分析（增扩概念债务—压力测试）

宏观财政压力测试



更多压力测试



基本假设

(百分比)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020		2015	2016	2017	2018	2019	2020
基本余额冲击							实际GDP增长冲击						
实际GDP增长	6.8	6.3	6.0	6.1	6.3	6.3	实际GDP增长	6.8	4.1	3.8	6.1	6.3	6.3
通胀	1.2	0.4	1.2	1.6	2.0	2.1	通胀	1.2	-0.2	0.7	1.6	2.0	2.1
基本余额	-7.1	-7.8	-7.2	-5.9	-5.3	-4.7	基本余额	-7.1	-7.7	-8.1	-5.9	-5.3	-4.7
实际有效利率	5.5	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	有效利率	5.5	5.4	5.4	5.5	5.4	5.4
实际利率冲击							实际汇率冲击						
实际GDP增长	6.8	6.3	6.0	6.1	6.3	6.3	实际GDP增长	6.8	6.3	6.0	6.1	6.3	6.3
通胀	1.2	0.4	1.2	1.6	2.0	2.1	通胀	1.2	0.5	1.2	1.6	2.0	2.1
基本余额	-7.1	-6.8	-6.2	-5.9	-5.3	-4.7	基本余额	-7.1	-6.8	-6.2	-5.9	-5.3	-4.7
有效利率	5.5	5.4	5.7	5.9	6.2	6.5	实际有效利率	5.5	5.4	5.4	5.3	5.3	5.3
组合冲击													
实际GDP增长	6.8	4.1	3.8	6.1	6.3	6.3							
通胀	1.2	-0.2	0.7	1.6	2.0	2.1							
基本余额	-7.1	-7.8	-8.1	-5.9	-5.3	-4.7							
实际有效利率	5.5	5.4	5.7	6.0	6.2	6.5							

来源：基金组织工作人员。

附录四：全球风险评估矩阵

主要风险来源		总体关注水平	
		可能性（未来一至五年）	影响和政策应对
全球	美元持续强劲	高	中
		在美国经济前景继续改善的同时，世界其他地区的前景暗淡，美元对欧元、日元和很多新兴市场货币大幅升值。如果发展前景方面的这种分歧继续累积，美元可能会急剧升值，并保持在高位。	影响将取决于人民币的发展。假如人民币实际有效汇率与强劲的美元一起升值，会导致增长放缓，主要的原因是丧失竞争优势，导致出口减少。 政策应对：允许采用更加灵活的、由市场决定的汇率。这可以减少实际有效汇率的升值。假如近期增长骤然放缓，应采用财政刺激措施来支持再平衡和保护弱势群体。
	中期商品价格持续下滑	中	中
		页岩气等新的供应来源和某些新兴经济体的产量增加可能导致全球产能过剩，而全球需求依旧疲软。	中国是自然资源进口大国，商品价格在数年间持续下降，对中国有利。 政策应对：推进结构性改革，加快向更加环保、包容和可持续的增长模式的转变。其中包括抓住机会加快提高资源税，例如近期油价下跌期间提高石油税的做法。
	发达经济体长期缓慢增长	高	高
		发达经济体由于没能完全消除金融危机的后续影响，造成经济增长低于预期，通胀水平长期处于低位，这会导致长期经济停滞，可能会使得再平衡和恢复财政可持续性的努力更加复杂化。	由于全球需求恢复放缓，对外贸易会受到影响。出口部门的产能利用率将下降，导致利润下滑，失业率上升，偿还公司债务的能力减弱。银行资产质量恶化，再加之融资条件收紧，会进一步阻碍投资和增长。 政策应对：推进结构性改革，加快向更加环保、包容和可持续的增长模式的转变。假如近期增长骤然放缓，应采用财政刺激措施来支持再平衡和保护弱势群体。
国内	2015-2016年增长骤然减速	低	高
		增长远远低于预期目标，可能是由于房价大幅下滑或影子银行部门受到冲击，而且没有采取抵消性刺激措施。	这种冲击会触发实体经济、银行资产质量、借贷和地方政府财务之间的负反馈环。 政策应对：假如近期增长骤然放缓，应采用财政刺激措施来支持再平衡和保护弱势群体。
	中期减速	中	高
		改革进展不足，导致脆弱性不断累积，从中期来看会导致经济增速的大幅放缓。	主要影响将通过持续的资源分配不当显现出来，导致全要素生产率大幅下滑，影响到中期的总体潜在增长率。 政策应对：推进结构性改革，加快转向更加均衡和可持续的增长路径。



中华人民共和国

2015年第四条磋商工作人员报告——信息附录

2015年7月7日

编写小组

亚洲及太平洋部
(经与其他部门磋商)

目录

与基金组织的关系	2
世界银行与基金组织的协作	5
与亚洲开发银行的关系	8
统计问题	10
技术援助	14

与基金组织的关系

(截至 2015 年 5 月 31 日)

成员国地位：1945年12月27日加入基金组织；1996年12月1日接受第八条下的义务。

普通资金账户：

	百万SDR	占份额的%
份额	9,525.90	100.00
基金组织持有的货币	9,281.62	97.44
在基金组织的储备头寸	244.32	2.56
对基金组织的贷款		
新借款安排	3,156.39	

特别提款权账户：

	百万SDR	占分配额的%
净累计分配额	6,989.67	100.00
持有额	7,495.03	107.23

购买和贷款余额：无

资金安排：

类型	批准日	到期日	批准金额 (百万SDR)	提用金额 (百万SDR)
备用	11/12/86	11/11/87	597.73	597.73
备用	03/02/81	12/31/81	450.00	450.00

对基金组织的预期支付 (百万SDR；基于目前使用的资金和目前持有的特别提款权)：

	即将发生		
	2016	2017	2018
本金	0.00	0.00	0.00
收费/利息	0.12	0.12	0.12
总计	0.12	0.12	0.12

汇兑安排：

自 2010 年 6 月 21 日以来，中国的汇率制度被分类为类似爬行的安排。汇率安排的法定分类是有管理的浮动。2005 年 7 月 21 日，中国人民银行宣布将重估人民币兑美元汇率，人民币约升值 2.1% (从 8.28 元人民币兑 1 美元升至 8.11 元人民币兑 1 美元)，汇率机制将调整为有管理的浮动机制，人民币币值参照一篮子货币设定。中国当局所表述的意图是增加人民币汇率的灵活性。当局指出，

他们将不公布一篮子参照货币及其相关权重。中国人民银行表示，将视需要调整汇率交易幅度，以反映市场发展和金融及经济状况。在新的汇率机制下，美元兑人民币日常交易价格幅度保持在人民银行公布的中间价 $\pm 0.3\%$ 内，而非美元货币兑人民币的交易价格则可以在人民银行公布的特定幅度内浮动，该幅度最初设置为 $\pm 1.5\%$ ，在 2005 年 9 月提高到 $\pm 3\%$ 。2005 年 8 月，人民银行行长披露了一篮子货币的主要货币为美元、欧元、日元和韩元；英镑、泰铢及俄罗斯卢布则作为其他货币包括在篮子里。2007 年 5 月，美元兑人民币的日常交易价格幅度扩大到 $\pm 0.5\%$ 。在 2008 年 7 月至 2010 年 6 月期间维持人民币与美元的紧密挂钩关系之后，人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布恢复全球金融危机之前实行的有管理的浮动汇率制度，允许汇率在中间价 $\pm 0.5\%$ 的范围内浮动，以增强货币政策的有效性。截至目前，区间已扩大到 2%，允许围绕中间价每日波动。人民币兑欧元、日元、英镑、澳元、加元和新西兰元的交易价格在当日人民币兑这些货币中间价的 3%的幅度内浮动。人民币兑马来西亚林吉特和俄罗斯卢布的交易价格在当日人民币兑这些货币中间价的 5%的幅度内浮动。地区银行间市场上人民币兑泰铢的交易价格目前在参考价格 10%的幅度内浮动。

2006 年 1 月 4 日，在即期外汇市场上引入询价交易，15 家银行最初被指定为造市商。截至 2014 年底，造市商的数目增加到 31 个，其中所有银行都被批准为即期交易造市商，27 家被批准为远期和掉期交易造市商。集中撮合即期外汇交易系统（中国外汇交易中心）仍在使用中，但其中间价（人民币兑美元）现在基于集中撮合即期外汇交易与询价交易的加权平均。在新机制下，中国外汇交易中心首先在每个营业日开市之前，向所有造市商询价，排除最高和最低报价之后，计算出样本中剩余价格的加权平均数，作为当日人民币兑美元的中间价格。造市商的权重（仍然没有披露）由中国外汇交易中心按一系列因素予以确定，其中包括各造市商在市场上的交易量。决定方法如下：中国外汇交易中心以类似方式确定人民币对林吉特、日元和卢布的中间价。人民币对欧元、港币和英镑的中间价，由中国外汇交易中心分别根据当日人民币对美元汇率中间价与国际外汇市场上美元对欧元、日元、港币和英镑汇率的交叉汇率来确定。

中国于 1996 年 12 月 1 日接受《基金组织协定》第八条第 2、3、4 款的义务。对出口以及无形交易和经常转移的收入有汇回要求。从 2007 年 8 月 13 日起，所有从经常项目业务获得外汇收入的企业（国内企业），可以根据其经常项目外汇账户的业务需要保留外汇收入。经由外管局批准或登记，国内机构可以开立外汇资本账户，将资本交易外汇收入留存。没有经常项目外汇收入的国内机构在提供支付文件证明后可以提前办理进口购汇，并将资金存入其外汇账户。个人也可开立外汇储蓄账户，并按有关规定存入所购外汇。目前中国没有实施属于基金组织管辖范围的汇兑限制措施。然而，中国根据执董会第 144-(52/51)号决议的相关程序，向基金组织报告了完全出于国家或国际安全原因采取的措施。

对大多数资本交易继续实行外汇管制。从 2006 年 7 月 1 日起，取消了对外国直接投资购汇的额度控制，并且允许国内投资者购买外汇，为外国直接投资的先期活动进行融资。自 2002 年 12 月 1 日起，允许合格的境外机构投资者在国内投资 A 股，但有一些限制，所有非居民可以购买以美元或港币计值的 B 股。2014 年，合格境外机构投资者的总额度限制为 1500 亿美元。截至 2014 年底，共有 251 个合格的境外机构投资者，投资额度限制为 497.01 亿美元。合格的境内机构投资者计划于 2004 年出台，之后采取了一系列改进措施。从 2006 年 5 月 1 日起，居民可以自由购买不超过 2 万美元的外汇，2006 年 9 月将这一限额提高到 5 万美元。如金额超出此额度，购汇还需要提供相关文件。2007 年 5 月，扩大了合格境内投资者计划，允许合格的银行将零售资金用于外国股权投资。自 2007 年 7 月 5 日起，中国证监会将合格境内投资者计划扩大到证券和基金管理公司。这些公司必须满足特定的资本要求及其他要求。自 2006 年 4 月起，还允许合格的保险公司在合格境内投资者计划下将自有外汇（不超过总资产的 15%）在国外进行投资。合格的境内投资者还可投资国外衍生工具。

人民币在国际交易中的使用得到扩大。2010年，批准国际金融机构在境内筹集人民币资金供境外使用。自2011年8月以来，内地所有省市与其他国家之间的贸易交易可以用人民币结算。自2010年8月17日起，合格的国外机构可以在人民币银行间债券市场上进行投资。合格机构包括参与人民币跨境贸易结算的外国银行、香港和澳门特区的人民币结算行，以及外国中央银行和货币当局。这些投资有限额规定，但没有最低持有期限的限制。自2011年1月6日起，内地20个省市的居民企业可使用人民币在接受人民币结算的国家进行对外直接投资。2011年12月，出台新的试点计划，允许200亿人民币的有价证券资金流入证券市场（通过人民币合格境外机构投资者计划），10月，还颁布规定，允许境外公司将在境外筹集的人民币以外国直接投资形式投资于内地。自2012年起，所有居民和非居民均可使用人民币进行外国直接投资。人民币合格境外机构投资者（RQFII）可以投资境内证券市场。根据扩大的人民币合格境外机构投资者（RQFII）计划，中国金融机构在香港的分支机构以及在香港特区注册和经营的金融机构可以使用海外筹措的人民币收入投资于内地证券市场。已经或将在新加坡、中国台湾省、法国、加拿大、卢森堡、澳大利亚、德国、韩国和英国建立人民币清算银行。

截至2014年，在一定额度内，跨国公司境内联营公司可以直接向境外联营企业放款，也可以通过境内银行向境外联营企业放款。向境内机构提供的一年以上的境外贷款必须获得国家发展和改革委员会的批准。短期外部借款需在外管局批准的限额内。所有对外借款必须在外管局登记。

第四条磋商：

与中国的第四条磋商按标准的12个月周期进行。2014年第四条磋商访问于2014年6月5日结束，工作人员报告于2014年7月30日公布。

技术援助：

附录V概括了2001年至2015年9月期间提供的技术援助。

常驻代表：

驻北京代表处于1991年10月开设。Alfred Schipke先生任首席代表，Waikei Raphael Lam先生任副代表。

世界银行与基金组织的协作

(截至 2015 年 6 月 26 日)

1. **基金组织驻华代表与世界银行小组于 2015 年 5 月举行会谈**，就旨在确保中国实现可持续的中期增长、最大限度地减少风险以及改善增长的包容性所需的关键改革交换了意见。代表团讨论了 2015-2016 年的议程。最后一次会议是 2014 年 12 月在北京举行的。
2. 两小组一致认为，中国改革的重点应该转向实现更加平衡和可持续的发展道路，依据十八届三中全会的全面改革蓝图。改革应着眼于防止信贷和准财政支出的快速增长造成进一步的风险积累，让经济走上更具包容性、更环保和更加可持续的增长道路。让市场起更具决定性的作用、消除扭曲因素和加强制度将带来更加有效的资源利用，更快的生产力增长和所有收入阶层人们的生活水平的提升。
3. 基于以上评估意见，两小组列出了如下一些对宏观经济十分重要的改革领域：
 - **金融部门改革。**金融部门改革取得进一步进展十分重要，这可以促进资源的更有效分配来控制风险和促进增长。普遍的隐性担保——对储户、中介机构和借款人——以及对存款利率规定上限扭曲了风险定价和借款成本，从而导致信贷分配不当和投资效率低下。此领域的主要措施包括放开存款利率、加强对金融体系的监管和调控、全面改革金融机构破产解决体系。此外，还应采取更加严格的措施用以监测和管理大规模的影子银行部门。应进一步关注改革国家在金融部门中的作用，特别强调对国有金融机构的治理。建立更加有效的机制，以确保具备功能健全的危机管理框架，并实施更为协调的宏观审慎监测。需继续推动创新，让更多的不能获得正规金融市场服务的居民和企业获得金融服务。
 - **财政改革。**地方政府所拥有的实体在基础设施以及其他领域的预算外支出导致债务大量积累。把这些项目纳入预算并加强对公共财政的管理将有助于控制财政风险。改善财政框架是中期内的重点工作，包括加强预算程序、提高数据透明度、加强地方政府财政和中期预算规划。税制改革——其中许多已在计划之中，另外一些已经部分到位或正在试点中——将促进更加有效的和更具包容性的增长。这些改革包括将增值税扩大到服务部门、提高个人所得税的累进性和实施物业税。
 - **改革社会安全网。**进一步加强养老金和医疗保险体系——包括改善其充足性和扩大其覆盖面——将带来宏观经济好处，如减少居民的预防性储蓄。提高福利在各省和各经济部门之间便携性也至关重要。应当以确保社会保障体系可持续性的方式实施这些改革，措施包括改变养老金体系的参数，以及将福利和遗留部分转入至预算。
 - **国有企业改革。**改革包括将充分和公平竞争引入目前专属国有企业的产业；对资金和其他要素投入进行适当定价，要求国企向预算缴纳足够的红利，并实行硬预算约束。将更多的竞争引入服务部门也将带来生产力增长，这对于促进经济增长和提高居民收入至关重要，因为服务业比工业的劳动密集型程度更高。
 - **绿色增长。**空气污染、水的质量和水源供应以及荒漠化、对煤炭的依赖、草原退化等问题都会对社会、国民健康和经济产生影响。对能源定价过低和对污染的惩罚不足导致这些影响进一步恶化，同时加剧了中国对工业的依赖。提高这些要素的成本，反映其造成的外部性成本，并对可再生能

源投资将使经济增长更加可持续和更具包容性。这也将需要筹集私人资本，利用资本市场来支持绿色投资。

- **基础设施。**对基础设施投资一直是中国经济发展的主要驱动力，在全球金融危机经济放缓期间尤其如此。然而，快速的投资步伐在有些情况下忽略了社区建设，在有些情况下还导致对一些社会或经济回报较低项目的过度投资。填补社会项目的投资缺口将提高增长的包容性，同时提高基础设施投资的整体社会和经济效率。改善审批新基建项目过程的措施将确保投资重点放在社会回报最高的领域。

4. 两小组就以下分工达成一致意见。

- **金融部门改革。**世界银行正与当局合作制定一项金融部门改革战略。基金组织将继续跟踪执行2011年金融部门评估规划（FSAP）建议的情况，并视需要向中国政府提供技术援助。

- **财政改革。**世界银行将继续与财政部合作，帮助在拟议的财政技术援助投资项目背景下实施公共财政领域中的关键改革。基金组织将继续其在财政框架和预算编制方面的技术合作，包括加强中期宏观和财政框架，加强地方政府对借款的监测，以及实现会计和国库管理的现代化。基金组织将继续讨论中国的财政立场和政策选择对中国近期和中期内整体经济的影响，以及可能造成的全球溢出效应。

- **社会安全网。**世界银行将继续与中国当局合作，推进中国养老保险制度的公平性、可持续性和可携带性。这包括帮助各省政府制定更为集中的信息系统。世行还将与财政部合作，以便在财政技术援助投资项目的框架下优化与社保负债有关的财务风险管理。基金组织将审查与将不同社会保险计划（包括养老金和医疗保健）融入中期财政和宏观经济政策框架有关的问题。基金组织还将审查福利与来自不同收入来源（包括社会捐款和其他收入）融资之间的平衡问题。

- **绿色增长。**世界银行在中国气候变化和再生能源领域的重点是继续探索最先进的可再生能源技术、扩大节能和扩大对提高能源效率的项目的投资，以及绿色建筑政策（采暖和能源效率）。气候变化方面的重点工作包括扩大天然气发电覆盖、研究碳捕获和储存潜力，以及开发碳交易市场。基金组织将继续讨论如何通过使用财政政策，例如：更好地调整消费税或其他税种，来反映污染造成的外部性成本。基金组织将随时在转变定价和能源征税方面，以及分析这种转变对增长和财政的影响方面提供援助。

5. 两小组要求其对方提供以下信息：

- 基金组织小组要求获知在上述宏观经济结构改革领域取得的进展，例如：实现重大突破时，至少每半年通报一次。
- 世界银行小组要求获知基金组织在第四条磋商和工作人员访问背景下对宏观经济政策和前景的评估，至少每半年通报一次。

下表列出 2015 年 6 月至 2016 年 6 月期间两小组独立和联合的工作计划。

附件 I. 中国：世界银行和基金组织在具有宏观重要性结构性改革领域计划开展的活动

	产品	预计交付日期
世界银行的工作计划	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国经济改革实施项目（总括技术援助项目，包括与财政部、人民银行和省财政厅之间开展的各个分项目） ● 中国经济最新情况 ● 向财政部提供“适时”政策说明 ● 宏观财政框架技术援助 ● 地方政府的政府间财政关系 ● 市级政府融资和债务管理 ● 普惠融资学院 ● 金融消费者保护和消费者教育 ● 金融改革战略 ● 资本市场发展 ● 深化中国的医疗改革——建立高质量和以价值为基础的的服务交付 	<ul style="list-style-type: none"> ● 进行中 ● 进行中 ● 应要求交付 ● 进行中 ● 进行中 ● 进行中 ● 进行中 ● 进行中 ● 进行中 ● 进行中 ● 进行中
基金组织的工作计划	<ul style="list-style-type: none"> ● 12 月份的工作人员访问 ● 2016 年的第四条磋商 ● 财政改革的合作项目（FAD） 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2015 年 12 月 ● 2016 年 5 月/6 月 ● 进行中
联合工作计划	<ul style="list-style-type: none"> ● 金融部门评估项目 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2016 年

与亚洲开发银行的关系¹

1. 自中华人民共和国于 1986 年 3 月加入亚洲开发银行（亚行）以来，双方间的伙伴关系在很多方面都有发展。在所有地区性成员中，中国是第二大股东，在世界范围总体排名第三，同时还是一个重要的中等收入的成员国客户。截至 2014 年底，中国累计从亚行借款 293.5 亿美元，215 笔贷款用于公共部门项目。在公共部门贷款中，56.8% 用于交通部门、其次是农业和自然资源（11%）、供水和其他城市基础设施服务（12.8%）、能源（12.5%）、工业和贸易（2.3%）、金融（2.3%）、教育（0.5%）和多部门项目（1.7%）。在过去 27 年里，亚行对中国的 27 个私人部门项目提供了融资，总额达 49.6 亿美元。亚行还为中国获得技术援助提供资金。截至 2014 年底，亚行为 714 个技术援助项目提供了 4.46933 亿美元的赠款，其中 1.39956 亿美元用于项目筹备，3.06977 亿美元用于政策咨询和能力建设。
2. 总体而言，中国具有较强的项目实施能力。良好的执行结果反映了有关部门本着强烈的主人翁感参与项目设计、实施和管理，同时也反映出对开发项目的筛选程序比较严格，特别是那些拟议接受外部融资的项目。贷款拨付和合同授予工作进展良好。
3. 中国为亚洲开发基金缴款，建立了一项总额为 2000 万美元的中国减贫与地区合作基金（PRC 基金），并为该基金补充了 2000 万美元的资金，显示出中国与亚行牢固的伙伴关系。该基金是亚洲开发银行下首个由发展中国家设立的基金，提供技术援助项目，支持次区域的合作倡议，尤其是中亚地区经济合作（CAREC）和大湄公河次区域（GMS）项目。
4. 2012 年 5 月，亚洲开发银行董事会批准亚洲开发银行 2011-2015 年的国别伙伴战略（CPS）。该战略与中国的第十二个五年规划（2011 年至 2015 年）的工作重点一致，“十二五”规划与亚洲开发银行的长期《2020 年战略》的内容有交叉，特别是在促进社会包容性和实现环境可持续发展的努力方面。国别伙伴战略反映了中国不断变化的国情，即作为一个快速增长的中等收入国家日益重视创新和附加值，以及支持亚洲开发银行与中国合作的南南合作。该战略建立在三个战略支柱之上：（1）包容性增长，（2）有利于环境的可持续发展，及（3）区域合作和一体化。它列出在此期间国别合作的四个优先部门：（1）能源，（2）自然资源及农业，（3）运输，及（4）城市发展。部门选择反映了亚洲开发银行通过在这些领域的长期业务形成的比较优势和专长。
5. 预计 2014-2016 年对公共部门的贷款总额约为 41.3 亿美元，其中 32% 将用于支持交通部门，27% 用于农业、农村发展和自然资源管理，30% 用于城市建设、供水和卫生改善，11% 用于能源部门。90% 以上的项目将位于西部、中部和东北部地区，并符合国别伙伴战略对促进包容性增长和环境可持续性增长的重视。
6. 亚行的贷款项目将继续得到技术援助的补充，支持改善部门的政策环境、支持治理和发展能力、并加强贷款业务的知识基础和创新功能。

¹ 由亚洲开发银行工作人员起草。

中国：亚洲开发银行的贷款承诺和拨付
(公共部门贷款)，1993–2014 年
(单位：百万美元)

年份	承诺金额 1/	拨付金额 2/
1993	1,031	371
1994	1,618	492
1995	2,304	558
1996	3,282	707
1997	4,033	715
1998	4,518	818
1999	5,337	792
2000	6,159	832
2001	6,748	1,313
2002	7,563	782
2003	8,075	705
2004	8,733	636
2005	11,060	892
2006	11,794	988
2007	13,214	1,190
2008	14,519	1,234
2009	15,623	1,342
2010	16,964	1,342
2011	18,244	1,580
2012	19,476	1,343
2013	20,416	1,063
2014	21,748	1,303

1/指累计合同授予金额。
2/指当年拨付金额。

统计问题

评估监督用数据的充足性

1. 在数据提供方面存在一些缺点，但大致能满足监督工作的需要。改进重点包括国民账户和政府财政统计。在满足 SDDS 标准方面取得进展，中国已满足大多数数据要求，不过，一些类别的数据虽已编制，但并未根据 SDDS 标准发布（例如：季度 GDP 数据的编制是累计的而不是单独分离的）。计划中的一些改进包括：国家统计局将改善数据公布，国家外汇管理局将根据《国际收支手册和国际投资头寸手册》第六版修改国际收支交易的报告编码和分类。关于计划改进领域的更详细讨论，参见（<http://dsbb.imf.org/Pages/GDDS/SummaryReport.aspx?ctycode=CHN&catcode=s1>）。

实际部门统计

2. 国家统计局按现行价格和不变价格（2010 年）编制和公布按活动统计的年度 GDP 数据和季度 GDP 估算数据。年度和季度账户均按 1993 年《国民账户体系》编制。得出 GDP 数量测算的技术不完善，需予以改善。按支出统计的 GDP 按现行价格和不变价格编制，但不公布按不变价格估算的数据。没有 GDP 支出组成部分的季度数据。不过，国家统计局已对国民账户数据的范围和质量做出一系列改进，最重要的是改善按经济活动估算 GDP 的完整性。还计划对年度和季度 GDP 账户作出进一步的改善。但是，没有既定的时间表。与其他国家的情况一样，经济的快速变化（包括私人部门扩张）给数据采集和编制带来了新问题。非集中的统计体系限制了改变数据采集方式的能力。

3. 在编制月度工业生产、零售和固定投资指数时，以上一年的对应月份作为基期，但未编制链式时间序列。修正数据时往往不公布完整的经修正的数据序列。

4. 劳动力市场统计（包括就业和工资数据）不全面，仅有季度数据。

5. 2001 年 1 月，国家统计局开始公布拉式价格指数，提供每年 1 月至 12 月的时间序列（包括上个月=100，前一年的同一个月=100，前一年的同一时期=100）该价格指数能更准确地反映消费者的支出模式（例如：服务权重增加，而食品权重下降）。调查项目的数量已扩大，小市县覆盖 600 个项目以上，大中型城市的调查项目更多（例如：北京有 1800 个项目）。消费者价格指数主要成份的最新权重已于 2006 年提交给工作人员。

政府财政统计

6. 严重的缺陷继续妨碍财政分析。仅提供社保资金和预算外资金的年度数据，且时滞很长。支出分类仍需要改进，主要是因为未公布经济类型的数据。当局已表示打算开始采集这些数据，并在中期内按权责发生制衡量财政表现，同时加强基于现金收付制的政府财政统计的编制。

货币与金融统计

7. 近年来，在货币和金融统计方面取得进展。然而，货币和银行概览缺少银行对政府债权的详细数据，这影响了从融资方面估计财政赤字。所报告的人民银行净国外资产头寸不包括币值变动因素，也不包括外汇储备的利息收入。另外，由于财政部不再区分中央政府和其他政府的存款账户，自

2005年4月起，人民银行不再单独在其资产负债表中报告有关中央政府存款的数据。这种变化引起基础货币和货币总量数据序列的间断。

8. 2015年3月访问的货币和金融统计代表团就改善货币数据编制提出一些建议，旨在提高人民银行实行标准化报告格式（SRF）的速度。当局计划在2015年年底之前完成存款公司的SRF数据，并在人民银行审查和批准这些数据的过程完成之后开始定期报告SRF数据。

9. 关于金融稳健指标（FSI），2015年初，当局扩大数据范围，包括纳入存款吸收公司定期向基金组织报告数据的两个鼓励性金融稳健指标。

对外部门统计

10. 基本上依照《国际收支手册》第五版（BPM5）编制数据（以美元计值）。自2015年开始，在很大程度上是按照《国际收支和国际投资头寸手册》第六版（BPM6）编制数据。当局继续努力在国际收支和国际投资头寸统计中改善直接投资交易的覆盖面，这些统计数据的编制正在取得进展。鉴于国际交易报告系统是中国国际收支数据的主要来源，因此，建议对外管局省分局的工作人员进行定期培训，以保证该系统的平稳运作。2011年，中国开始参加协调的直接投资调查（CDIS），虽然目前只记录内向直接投资头寸方面的数据。

11. 尽管对外脆弱程度似乎不大，但仍需加强外债监测和数据编制。2010年，中国开始向“季度外债统计（QEDS）数据库”报送总外债和公共外债数据，这是向前迈出的重要一步。

数据标准和质量

12. 中国于2002年4月加入数据公布通用系统（GDDS），并定期在基金组织公布标准公告栏（DSBB）上更新数据诠释。

向统计部报送供出版的统计数据

13. 尽管在报送数据方面取得改进，但是数据序列仍存在一系列间断，且没有可比的历史数据。过去，向基金组织统计部提供《国际金融统计》数据往往不定时，并且有相当长的时滞。不具备消费者和生产者价格指数及工业生产的长期时间序列数据，而是将每个期间与上年同期进行比较。然而，信息范围相当有限，没有公布工资、贸易量或价格/单位价值的的数据。

14. 中国按照《2001年政府财政统计手册》，向基金组织报送了广义政府2003-2009年的基于现金收付制的预算数据，以供《2011年政府财政统计年鉴》出版之用。但是，这些数据是有限的，没有关于政府支出、资产和负债交易的数据。在收入分类中，收入与赠款、税收与非税收收入、经常性与资本性收入没有完全区分开。按职能列示的支出大致符合国际最佳做法。

15. 由于来源数据问题，当局尚不能根据《2001年政府财政统计手册》报告频率高于年度的预算中央政府账户的《现金来源和使用表》。结果是，“主要全球指标”网站上没有中国的财政数据。

16. 就向基金组织报送货币数据而言，当局尚未开始使用标准化报告格式。继续用旧的格式报送货币数据。

17. 目前基金组织网站上公布的金融稳健指标数据只是核心指标，且是 2010 年之后的年度数据。2012 年 4 月代表团鼓励当局编制和报送季度金融稳健指标数据。当局同意改善提供金融稳健指标数据的频率，但表示，他们首先将编制半年度数据，之后再报送季度数据。

18. 目前及时报送供《国际金融统计》出版之用的月度时间序列国际储备数据。在国际收支和国际投资头寸数据方面，当局开始为统计局提供编制《国际金融统计》和《国际收支年鉴》所需的季度数据（从 2010 年开始季度国际收支数据，从 2011 年开始提供季度国际投资头寸数据）。此外，中国参加了协调的直接投资调查（CDIS），但尚未参加协调的证券投资调查（CPIS）。

对外公布数据

人民银行公布季度统计公报，这大大改进了公开可以获得的货币账户数据和实际部门主要指标的及时性和范围。但是，月度统计出版物不包含许多时间序列数据（如失业数据），也不包含分析所需的细项数据。此外，几项重要的时间序列数据（特别是一些主要财政变量的时间序列数据）的公布不够系统和及时。各种统计年报提供大量年度经济数据，但这些数据是在年度结束至少 9 个月后才公布的。然而，就在 QEDS 中公布的季度外债数据而言，滞后期大约是 4 到 6 个月。

中国：监督工作所要求的常用指标一览表^{1/}

(截至2015年5月8日)

	最近的观察				
	日期	收到日期	数据频率 ⁹	报送频率 ⁹	公布频率 ⁹
汇率	05/14	06/14	D	M ⁹	D
货币当局的国际储备资产和负债 ¹	04/15	05/15	M	M	M
储备/基础货币	03/15	05/15	Q, M	Q, M	Q, M
广义货币	03/15	05/15	M	M	M
中央银行资产负债表	03/15	05/15	M	M	M
银行体系合并资产负债表	03/15	05/15	M	M	M
利率 ²	03/15	05/15	¹⁰	¹⁰	¹⁰
消费者价格指数 ³	01/15	n.a.	M	M	M
收入、支出、余额和融资构成 ⁴ —广义政府 ⁵	2013	03/14	A	A	A
收入、支出、余额和融资构成 ⁴ —中央政府	04/14	05/14	M	M	M
中央政府债务及中央政府担保债务的存量 ⁶	Q4/13	03/14	Q	Q	Q
对外经常账户差额	14年第三季度：	03/15	Q	A, Q	A, Q
货物与服务的进口和出口 ⁷	05/14	05/14	M	M	M
GDP/GNP ⁸	Q1/14	04/14	A, Q(累计)	A, Q(累计)	A, Q(累计)
外债总额	Q4/13	03/14	A, Q	A, Q	A, Q
国际投资头寸	14年第三季度：	03/15	A, Q	A, Q	A, Q

¹任何抵押或质押的储备资产应予单独说明。此外，数据还应包括与一种外币相挂钩、但以其他方式结清的短期负债，以及支付和接收外币的金融衍生工具的名义价值。

²基于市场的和官方确定的利率，包括贴现率、货币市场利率以及中、短和长期国库券利率。

³只报送12个月的增长率（没有价格指数）。

⁴没有关于融资（来自国外和国内银行以及国内非银行）的数据。

⁵广义政府包括中央政府（预算资金、预算外资金和社会保障基金）、省和地方政府。

⁶包括货币和期限构成。

⁷货物贸易数据随经常账户数据同时公布。

⁸关于实际GDP数据，只有年度水平数据（增长率数据有季度累计数据）。

⁹天(D)、周(W)、月(M)、季(Q)、年(A)；不可获得(NA)。

¹⁰利率变化不频繁；这类变化公开宣布。

技术援助

中国：技术援助一览表，2001–2015 年		
部门	目的	日期
税制改革		
财政事务部	增值税和遗产税代表团	2001 年 4 月
财政事务部	税收优惠代表团	2001 年 9 月
财政事务部	金融部门税收代表团	2002 年 8 月/9 月
财政事务部	个人所得税改革代表团	2003 年 11 月
法律部	基本税法研讨会	2005 年 12 月
财政事务部	金融服务增值税处理问题代表团	2006 年 4 月
财政事务部	增值税差距与能力估计代表团	2009 年 6 月
财政事务部	金融服务增值税处理问题代表团	2010 年 6 月
财政事务部	税收缺口分析代表团	2011 年 9 月
财政事务部	微观模拟建模	2013 年 12 月
税收征管改革		
财政事务部	计算机化代表团（五次）	2000 年 6 月-2002 年 10 月
财政事务部	战略计划代表团（两次）	2001 年 11 月-2002 年 8 月
财政事务部	战略计划研讨会（华盛顿）	2002 年 10 月
财政事务部	收入管理代表团	2003 年 11 月
财政事务部	计算机化项目的审查	2004 年 9 月
财政事务部	业务流程再设计试点代表团	2005 年 11 月
财政事务部	信息技术现代化代表团	2006 年 6 月
财政事务部	战略计划、风险管理和纳税人服务代表团	2006 年 9 月
财政事务部	增值税发票交叉核对和其他征管问题	2007 年 3 月
财政事务部	业务流程再设计和金税工程三期	2007 年 8 月
财政事务部	战略规划和管理研讨会	2008 年 1 月
财政事务部	服务增值税和资源税政策代表团	2009 年 10 月
财政事务部	金税工程三期项目管理代表团	2010 年 6 月
财政事务部	战略规划专家访问	2010 年 10 月
财政事务部	对大型纳税人的税收征管代表团	2010 年 10 月
财政事务部	税收征管专家巡回访问	2010 年 10 月
财政事务部	税收政策和征管	2011 年 9 月
财政事务部	税收征管（专家巡回访问，第四次，共五次）	2011 年 10 月
财政事务部	税收征管（专家巡回访问，第五次，共五次）	2011 年 10 月
财政事务部	纳税大户依法纳税问题	2011 年 10 月

财政事务部	税收官员实用税收分析研讨会	2012年12月
财政事务部	针对纳税大户的征管工作	2013年1月
财政事务部	税收征管后续	2014年4月
财政事务部	税收征管法修订	2014年5月
公共财政管理		
财政事务部	政府财政管理信息系统研讨会	2001年2月
财政事务部	国库/会计改革和宏观财政协调代表团；宏观-财政协调	2001年11月
财政事务部	预算编制、预算分类和国库改革代表团	2002年6月
财政事务部	预算分类代表团	2003年3月
财政事务部	预算和国库现代化研讨会（华盛顿）	2003年10月
财政事务部	国库和会计改革代表团	2003年11月
公共财政管理		
财政事务部	预算法代表团 I	2004年3月
财政事务部	现金管理代表团	2006年4月
财政事务部	预算法代表团 II	2007年9月
财政事务部	与当局讨论财政事务部的公共财政管理计划	2007年9月
财政事务部 / 统计部	权责发生制会计代表团	2007年9月
财政事务部	地方政府现金管理研讨会	2009年12月
财政事务部	预算体制报告介绍	2010年5月
财政事务部	财政中期预算管理研讨会	2011年11月
财政事务部	中期预算收入管理计划和政策讨论	2012年6月
财政事务部	关于公共财政管理机构的高级对话	2012年11月
财政事务部	国库现代化	2012年2月
财政事务部	国库现代化	2013年2月
财政事务部	政府会计现代化	2014年4月
财政事务部	中期支出框架	2014年7月
政府间财政关系		
财政事务部	政府间财政关系代表团	2002年11月
财政事务部	地方财政风险代表团	2003年11月
财政事务部	支出责任改革和政府间财政关系改革今后举措的会议	2007年11月
统计		
统计部	数据公布通用系统研讨会	2001年4月
统计部	贸易价格统计代表团	2001年6月–2002年1月
统计部	数据公布通用系统代表团	2002年2月/3月
统计部	数据公布通用系统和数据公布特殊标准研讨会（华盛顿）	2002年9月
统计部	数据公布通用系统审议	2003年12月
统计部	政府财政统计代表团	2005年1月

统计部	货币与金融统计代表团	2005年2月/3月
统计部	国际投资头寸研讨会	2005年4月
统计部	国际投资头寸统计研讨会	2005年4月
统计部	外债统计研讨会	2005年8月
统计部	宏观经济统计	2006年5月
统计部	国际收支和国际投资头寸课程	2007年6月
统计部	货币与金融统计代表团	2007年8月
统计部	国际收支和国际投资头寸手册第六版研讨会	2008年4月
统计部	国际收支和国际投资头寸手册第六版讲座	2009年6月
统计部	服务统计研讨会	2009年11月
统计部	金融衍生工具、直接投资和外债研讨会	2010年9月
统计部	国际收支和国际投资头寸课程	2011年6月
统计部	《政府财政统计》	2008年9月
统计部	金融稳健指标	2009年6月
统计部	货币和金融统计	2010年10月
统计部	数据公布特殊标准讲习班	2011年4月
统计部	《政府财政统计》	2011年5月
统计部	数据工作：Ofc数据收集和SRFS数据开发/FSI数据报送	2012年4月
统计部	季度国民账户统计	2013年11月
统计		
统计部	SDDS评估	2014年8月
统计部	数据工作：以标准化报告格式报送货币数据	2014年9月
统计部	SDDS评估	2014年12月
货币政策、银行监管和反洗钱和反恐融资		
货币与金融体系部	银行监管代表团	2003年10月
货币与金融体系部	反洗钱/反恐融资问题	2003年9月
货币与金融体系部	对反洗钱和反恐融资的监管	2004年3月
货币与金融体系部	银行重组	2004年4月
货币与金融体系部/法律部	反洗钱/反恐融资咨询代表团	2005年1月
货币与金融体系部/法律部	反洗钱/反恐融资问题	2005年4月
财政事务部	关于审议和调整联合国开发计划署/基金组织/中国财政改革技援活动时间表的访问	2001年2月

财政事务部 / 技术援助秘书 处	三方共同审议开发计划署/基金组织/中国财政改革技援活动的代表团 (两次)	2002年1月, 2003年2 月
货币与金融体 系部	银行部门改革技术援助需要代表团	2002年7月
货币与金融体 系部	金融部门技术援助需要代表团	2003年10月
财政事务部	参加开发计划署/国际开发部的财政改革讲习班	2004年2月
财政事务部	关于讨论开发计划署/国际开发部财政大屋顶改革项目下的技术援助需要的访问	2004年12月
法律部 / 货 币与金融体系 部	反洗钱/反恐融资问题	2006年4月
法律部	反洗钱/反恐融资代表团, 与澳门特区货币当局讨论技援	2006年7月
法律部	反洗钱/反恐融资法起草	2006年7月
法律部	反洗钱/反恐融资法起草	2006年8月
法律部	反洗钱/反恐融资法起草	2006年9月
法律部	就反洗钱/反恐融资法起草向澳门特区货币当局提供技援	2006年9月
法律部	反洗钱/反恐融资金融机构检查 STX 建议代表团, 澳门特区	2008年12月
法律部	反洗钱/反恐融资金融情报单位的程序, 澳门特区	2010年3月
法律部	反洗钱/反恐融资法起草	2010年7月
法律部	反洗钱/反恐融资法起草	2011年3月
法律部	银行的破产解决	2012年5月
法律部	反洗钱/反恐融资代表团, 讨论未来的合作和技援	2009年11月
基金学院	金融规划和政策课程 (三次)	2000年7月-2002年6月
基金学院	银行监管课程	2001年6月
基金学院	银行改革高级研讨会	2001年3月
统计部	货币与银行统计研讨会	2001年4月
货币与金融体 系部	银行监管 (现场和非现场)	2001年7月
货币与金融体 系部	银行风险管理	2001年7月
基金学院	金融规划和政策课程	2001年8月
货币与金融体 系部	资本账户可兑换研讨会	2001年10月
财政事务部	公共部门支出管理课程	2002年6月/7月
统计部	国际收支和国际投资头寸研讨会	2002年8月

统计部	政府财政统计课程	2002年9月
基金学院	银行监管课程	2002年9月
货币与金融体系部	中央银行会计	2002年11月
统计部	政府财政统计课程	2003年9月
基金学院	金融规划和政策课程	2003年10月
货币与金融体系部	评估金融体系课程	2003年11月
基金学院	高级金融规划课程(华盛顿)	2003年11月
统计部	货币与金融统计课程	2003年11/12月
培训		
统计部	货币与银行统计研讨会:培训课程	2003年12月
统计部	货币与银行统计:会议和讲座	2003年12月
财政事务部	预算法和预算法改革的国际经验	2004年3月
基金学院	货币政策传导高级研讨会	2004年4月
法律部/货币与金融体系部	反洗钱/反恐融资研讨会	2004年4月
基金学院	中国外汇体系高级研讨会	2004年5月
统计部	协调的证券投资调查研讨会	2004年4月
基金学院	金融市场分析课程	2004年6月
货币与金融体系部	出口和国际收支问题研讨会	2004年6月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题研讨会	2004年7月
统计部	季度国民账户研讨会	2004年9月
基金学院	金融规划和政策课程	2004年10月
统计部	宏观经济统计高级研讨会	2005年1月
货币与金融体系部	为人民银行官员提供反洗钱/反恐融资培训	2005年2月
法律部	反洗钱/反恐融资研讨会	2005年5月
货币与金融体系部	货币战略和操作研讨会	2005年5月
基金学院	金融规划和政策课程	2005年6月
基金学院	宏观经济管理和财政问题课程	2005年6月
法律部	国际信息技术研讨会	2005年7月
法律部	反洗钱/反恐融资研讨会	2005年7月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题研讨会	2005年7月
统计部	外债统计课程	2005年8月

统计部	货币与金融统计课程	2005年9月
货币与金融体系部	反洗钱/反恐融资研讨会	2005年9月
货币与金融体系部	反洗钱/反恐融资和内部控制研讨会	2005年11月
法律部/货币与金融体系部	洗钱和恐融资类型及可疑活动报告高级培训班	2005年12月
法律部	反洗钱/反恐融资研讨会	2006年1月
货币与金融体系部	外汇操作课程	2006年3月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题研讨会	2006年5月
法律部	反洗钱/反恐融资研讨会	2006年6月
货币与金融体系部	如何确定货币政策中间目标课程	2006年6月
统计部	跨境流动银行统计研讨会	2006年6月
货币与金融体系部	资本账户可兑换研讨会	2001年10月
财政事务部	公共部门支出管理课程	2002年6月/7月
统计部	国际收支和国际投资头寸研讨会	2002年8月
统计部	政府财政统计课程	2002年9月
基金学院	银行监管课程	2002年9月
货币与金融体系部	中央银行会计	2002年11月
统计部	政府财政统计课程	2003年9月
基金学院	金融规划和政策课程	2003年10月
货币与金融体系部	评估金融体系课程	2003年11月
基金学院	高级金融规划课程(华盛顿)	2003年11月
统计部	货币与金融统计课程	2003年11/12月
财政事务部	预算法和预算法改革的国际经验	2004年3月
基金学院	货币政策传导高级研讨会	2004年4月
法律部/货币与金融体系部	反洗钱/反恐融资研讨会	2004年4月
基金学院	中国外汇体系高级研讨会	2004年5月
培训		
统计部	协调的证券投资调查研讨会	2004年4月
基金学院	金融市场分析课程	2004年6月

货币与金融体系部	出口和国际收支问题研讨会	2004年6月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题研讨会	2004年7月
统计部	季度国民账户研讨会	2004年9月
基金学院	金融规划和政策课程	2004年10月
统计部	宏观经济统计高级研讨会	2005年1月
货币与金融体系部	为人民银行官员提供反洗钱 / 反恐融资培训	2005年2月
法律部	反洗钱 / 反恐融资研讨会	2005年5月
货币与金融体系部	货币战略和操作研讨会	2005年5月
基金学院	金融规划和政策课程	2005年6月
基金学院	宏观经济管理和财政问题课程	2005年6月
法律部	国际信息技术研讨会	2005年7月
法律部	反洗钱 / 反恐融资研讨会	2005年7月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题研讨会	2005年7月
统计部	外债统计课程	2005年8月
统计部	货币与金融统计课程	2005年9月
货币与金融体系部	反洗钱 / 反恐融资研讨会	2005年9月
统计部	金融稳健指标协调编制活动研讨会	2005年11月
统计部	NBS/OECD关于国民账户的研讨会-与当局的双边会议-统计体系改革和发展战略国际研讨会	2005年11月
统计部	NBS:关于中国统计体系改革和发展战略的国际研讨会	2005年11月
统计部	跨境流动银行统计课程:编制和监测	2006年6月
基金学院	高级金融规划课程	2006年7月
基金学院	宏观经济管理和金融问题课程	2006年7月
法律部	为金融情报机构举办的信息技术研讨会	2006年9月
法律部	反洗钱 / 反恐融资共同评估研讨会	2006年10月
法律部	反洗钱 / 反恐融资研讨会	2006年11月
法律部	为APC国家举办的研讨会	2006年12月
法律部	反洗钱 / 反恐融资研讨会	2007年5月
法律部	为监管机构举办的反洗钱/反恐怖融资培训班	2007年5月
法律部	为澳门特区监管人员举办的反洗钱 / 反恐融资培训班	2007年5月
基金学院	金融规划和政策课程	2007年5月
统计部	国际收支统计课程	2007年6/7月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题研讨会	2007年7月

法律部	为保险和证券监管机构举办的反洗钱/反恐融资培训班	2007年10月
统计部	货币与金融统计课程	2007年10月
统计部	CTP举办的货币与银行统计课程	2007年10月
货币与资本市场部	金融部门评估规划和金融稳定研讨会	2007年12月
货币与资本市场部	压力测试研讨会	2007年12月
法律部	赌博场所的反洗钱/反恐融资风险	2007年12月
统计部	培训：向来访中国代表团提供的CCE/FSIs研讨会	2007年12月
财政事务部	收入预测研讨会	2008年3月
法律部	反洗钱/反恐融资法起草研讨会	2008年1月
财政事务部	收入预测研讨会	2008年3月
基金学院	金融规划和政策课程	2008年4月
培训		
统计部	研讨会：对总部和地方办公室BOP编制人员提供的BPM6培训	2008年4月
法律部	反洗钱/反恐融资监督研讨会	2008年5月
基金学院	对外脆弱性课程	2008年6月
统计部	政府财政统计课程	2008年9月
统计部	金融稳健指标及货币与银行统计研讨会	2008年9月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题研讨会	2008年10月
法律部	反洗钱/反恐融资金融分析和调查	2008年11月
基金学院	对外脆弱性分析课程	2009年2月
基金学院	金融规划和政策课程	2009年5月
统计部	国际收支和国际投资头寸统计课程	2009年6月
统计部	协调的直接投资调查/外债	
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题研讨会	2009年11月
法律部	反洗钱/反恐融资金融分析和调查	2009年11月
统计部	国民账户统计	2009年11月
统计部	服务统计研讨会	2009年11月
基金学院	金融规划和政策课程	2010年1月
货币与资本市场部	FSAP研讨会	2010年1月
统计部	货币与金融统计课程	2010年3月
法律部	反洗钱/反恐融资金融分析和调查	2010年4月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题研讨会	2010年5月
法律部	反洗钱/反恐融资立法起草代表团	2010年7月
法律部	反洗钱/反恐融资金融分析和调查	2010年9月

统计部	金融稳健指标报告和公布研讨会	2010年9月
统计部	国际收支统计：FDI/EXD/CPIS 研讨会	2010年9月
统计部	衍生交易统计研讨会	2010年9月
货币与资本市场 场部	金融监管研讨会	2010年10月
法律部	反洗钱/反恐融资立法起草代表团	2011年3月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题研讨会	2011年3月
基金学院	宏观经济预测课程	2011年4月
基金学院	CTP 的政府财政统计	2011年5月
统计部	政府财政统计课程	2011年5月
统计部	政府财政统计课程	2011年6月
基金学院	CTP 的 BOP 和 IIP 课程	2011年6月
统计部	国际收支统计课程	2011年10月
基金学院	CTP 的货币与金融统计课程	2011年11月
统计部	OECD-NBS 的国民账户研讨会	2012年3月
基金学院	CTP 的 FSI 课程	2012年9月
货币与资本市场 场部	中期债务管理战略研讨会	2012年11月
基金学院	CTP 的 BOP/IIP 课程	2013年4月
货币与资本市场 场部	资本项目可兑换与汇率政策研讨会	2013年6月
统计部	SDDS 研讨会	2013年7月
基金学院	CTP 的货币与金融统计入门课程	2013年9月
统计部	NBS 的季度国民账户研讨会	2013年11月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题	2014年1月
货币与资本市场 场部	金融统计	2014年3月
货币与资本市场 场部	金融监管研讨会	2014年3月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题	2014年3月
培训		
能力建设学院	宏观经济诊断课程	2014年9月
基金学院	CTP 的金融稳健指标	2014年9月
统计部	在总部为 SAFE 官员举办的关于采纳 BPM6 经验和挑战的研讨会	2014年9月
能力建设学院	宏观经济预测课程	2014年10月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题	2015年3月
货币与资本市场 场部/统计部	社会融资总额指标	2015年3月
能力建设学院	宏观经济预测 (计划中)	2015年6月/7月

基金学院	CTP 关于货币与金融统计的高级课程	2015 年 8 月
统计部	债务证券	2015 年 9 月
统计部	SAFE-国际收支统计编制课程	2015 年 9 月
能力建设学院	宏观经济诊断课程（计划中）	2015 年 9 月
统计部	货币和银行统计数字大规模要	2014 年 3 月
统计部	以标准化报告格式报送货币数据	2015 年 3 月
统计部	会议：ECB 就债务证券和数据问题与中国代表团会晤	2015 年 4 月
统计部	会议：BIS 就债务证券和数据问题与中国代表团会晤	2015 年 4 月
统计部	国际收支统计	2015 年 9 月
1/ 2012 年 5 月 1 日，前基金学院与技术援助办公室合并，成立了新的能力建设学院（ICD）。		



中华人民共和国

2015 年第四条磋商工作人员报告 —— 补充信息

2015 年 7 月 17 日

撰写

亚太部

本补充材料额外提供了与 6 月中旬工作人员报告定稿以来出现的事态发展相关的信息，重点是股票市场、近期公布的数据和货币政策。本信息未改变工作人员评估的要点，并且本补充信息的第 6 段增加了工作人员对近期形势的评估。

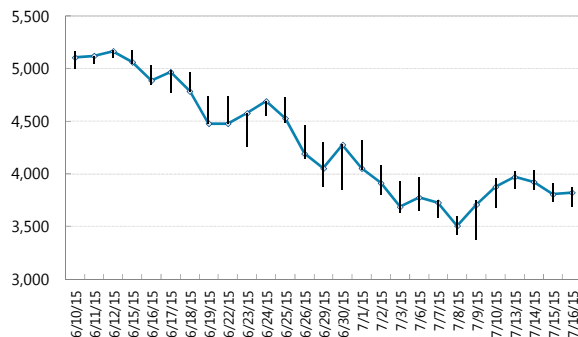
股票市场

1. 6 月中旬开始，股票市场暴跌，部分回吐了前期的反弹，市场持续波动。一直到 6 月中旬，股市在一年多点的时间里上涨了 150% 左右（见工作人员报告专栏 4）。随后在不到三周的时间里，股市下跌超过 30%，并在实施了一套稳定市场的广泛措施后出现了一些反弹。尽管市场出现调整，截至 7 月 17 日，股市依然较 2014 年 4 月上涨了 80% 以上。下跌期间，许多股票因触及 10% 的单日跌停板或在公司的请求下临时停牌。在 7 月 8 日市场处于低谷时，一半以上的上市公司停牌。随后几天，许多公司复牌。到 7 月 17 日，据称仍在停牌的上市公司数目降至上市公司总数的四分之一左右。截至 7 月 17 日，股指和单个公司的股价持续大幅波动。股市动荡对外汇市场和香港特别行政区的市场产生了一些溢出影响，但到目前为止影响有限且短暂。

2. 当局采取了一系列应对措施，以恢复市场秩序并稳定市场。许多市场参与者和观察人士认为，在调整前几天采取的初步举措协调不够，效果不佳。其随后升级为一套广泛且强有力的行动，包括：

- 提供流动性。为融资融券提供转融通服务的中国证券金融股份有限公司（CSFC）在中国人民银行（PBC）的协助下获得流动性，并向证券公司提供更多流动性；放宽保证金规定，包括将抵押品范围扩大至房地产，并放松追加保证金和保证金贷款平仓的要求。
- 缓解抛售压力。21 家证券公司承诺不抛售自营仓位；监管当局规定大股东在 6 个月内不得减持股票；上调部分期货交易保证金以及着手调查可疑卖空者。
- 支持新的买入。CSFC 广泛买入了多种股票；鼓励上市国有企业的大股东和共同基金购买股票；中国银行业监督管理委员会（CBRC）支持银行增加为股票回购提供的质押贷款；并降低了交易费。

上证综指^{1/}
(1990年12月19日=100)



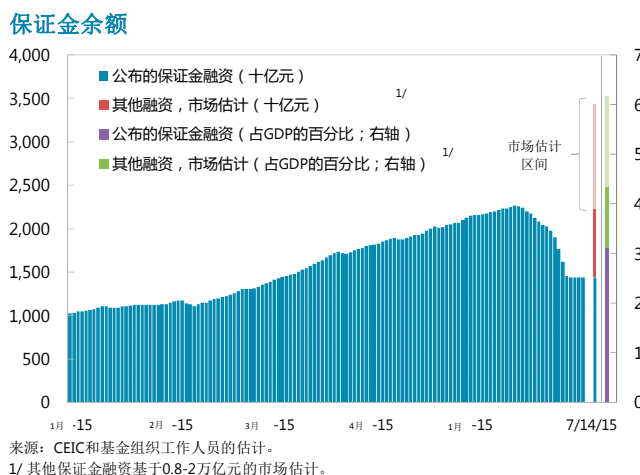
来源：彭博。
1/ 黑线显示了指数每日最高和最低点，蓝线是每日收盘价。

- 减少股票供应。暂停新股发行 (IPO)。

采取这些行动之后，7月9日股市开始企稳并反弹，盘中波动性下降。

3. 尽管这次市场的调整幅度大且速度快，但鉴于可用的缓冲机制，造成的经济和宏观金融影响可控。中国过去的股价变动产生的财富效应小，股票仅占家庭财富的一小部分，而且前期股市反弹相对短暂，表明其尚未显著改变支出行为。因此，即便市场进一步调整，其对消费产生的影响很可能有限。关于金融稳定风险，虽然证券公司、

银行和回购市场之间的联系加强，但其似乎尚不具备系统重要性。过去一年，保证金融业务迅猛，尽管其发展基数较低。在6月中旬的高峰期，市场估计保证金融业务规模为国内生产总值 (GDP) 的4%-6%。随后，保证金融业务大幅下滑，但预计其规模还会出现进一步调整。证券公司是最容易因股市下跌和保证金融业务下降而遭受损失的部门，但平均而言，其资产负债表稳健，足以吸收巨大损失。此外，由于在金融体系中的占比相对较小，证券公司不太可能造成系统性风险。尽管如此，影子银行和非金融部门与股票相关的贷款规模存在一定的不确定性。因此，当局应密切监测形势变化和潜在溢出影响 (正如现在这样)。



来源: CEIC和基金组织工作人员的估计。
1/ 其他保证金融业务基于0.8-2万亿元的市场估计。

4. 未来，当局应减少市场干预，重点维持系统重要性机构和机构群体的流动性，并加强市场管理、监督和危机管理框架。当局采取的行动反映出其在确保市场有序、防止过度波动和系统性金融风险上的决心。然而，大量干预造成“道德风险” (让人们感觉政府在支撑市场底部) 加剧的风险，并可能让人质疑体系和政策的市场导向。因此，当局的策略如今应关注维持有序的市场状况以及对金融体系稳定的信心，而非将价格支撑在某一特定水平附近。该方法将涉及尽快退出价格支持机制并恢复价格发现功能和透明度，而不考虑对价格水平的影响。具有系统重要性的机构 (或机构群体) 短期内可能需要继续获得流动性支持，但需遵守严格的监督和抵押品要求。一旦状况恢复平静，可取消特殊措施，并进一步提高金融体系的抗风险能力，有助于实现保持向监管完善的市场化金融体系发展势头的目标。在明确的领导和沟通下改善相关机构之间的协调将是未来发生类似情况时快速采取有效行动的关键。

5. 当局的观点。当局强调其应对工作的重点是防止无序的市场状况和过度波动，尤其是大规模平仓存在触发价格下跌与追加保证金之间形成负反馈循环的风险。至于未来，当局赞同市场监管需警惕风险的积累，包括出现大量的保证金头寸，并预计将在市场状况允许的情况下，逐步取消用于稳定市场的特殊措施。

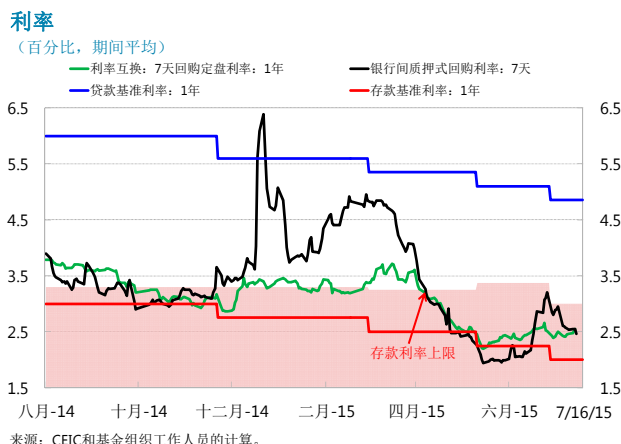
经济形势变化

6. 近期数据表明，经济形势变化大体符合工作人员的预测。第二季度 GDP 增长 7.0%，略高于工作人员的预测 (图 1)。然而，鉴于近期股票市场动荡造成的不利影响可能会削弱金融服务对增长的贡献并通过财富和信心效应对需求造成一些影响 (即便影响不大)，下半年的经济增长很可能会

有所放缓。因此，总体而言，经济形势变化符合工作人员对今年增长的预测（6.8%）和当局 7% 左右的增长目标。6 月，整体和核心消费者价格指数（CPI）小幅上升，而生产者价格指数（PPI）通货膨胀依然是负值。

货币政策

7. 6 月 28 日基准利率进一步下调。一年期存贷款基准利率被下调 25 个基点。由于存款基准利率的上浮幅度不变（1.5 倍），最高存款利率下降 37.5 个基点（至 3%）。当局解释，鉴于通胀水平下降，降低名义利率的措施将实际利率保持在了一个合适的水平上。他们还指出，信贷增长保持稳定，6 月社会融资总量（TSF）增长 12.2%（年同比），广义货币（M2）增长 11.8%。工作人员认为且当局赞同，货币和信贷形势如今似乎正朝着实现今年 GDP 增长 7% 左右的方向发展。因此，工作人员认为，鉴于近期股市动荡产生的系统性或宏观经济影响有限，无需因其而改变货币政策的路线。关于存款基准利率问题，工作人员继续相信，通过取消存款利率上限来完成利率市场化改革的时机已经到来（工作人员报告第 39 段）。



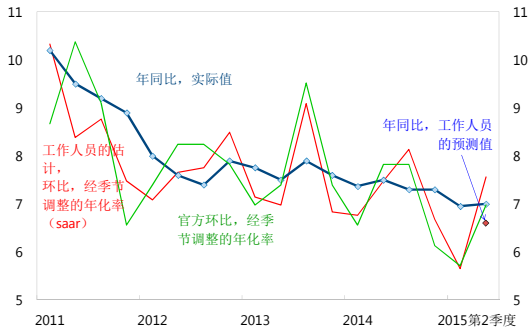
工作人员的评估

8. 近期股市调整之后的政策应旨在尽快恢复可以充分发挥功能的市场条件。在去年经历了大幅上涨之后，市场短期内急剧调整。起初效果不佳的政策应对迅速扩大为一系列更广泛的措施，旨在恢复有序的市场状况并使股市停止下跌。虽然目前市场似乎已企稳，但应对措施已深入到批准公司暂停股票交易的要求、减少股票抛售和通过公共实体刺激股票购买等领域。需减少使用这套干预措施，从而实现向正常的价格发现回归。未来的干预应重点围绕恢复有序的市场状况，不考虑对价格水平的影响。近期事件还突显了需要通过明确的领导改善相关机构之间的协调以及通过统一的口径尽早、明确传达政策目标和行动。

图 1. 中国：近期发展形势

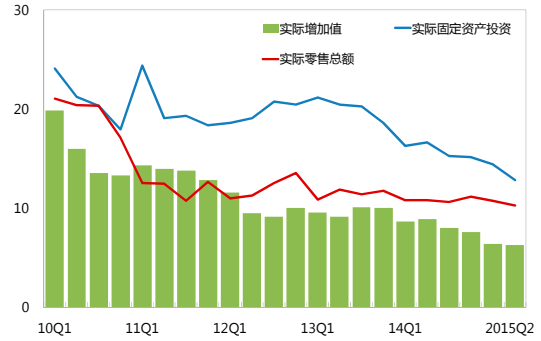
第二季度的 GDP 增长略高于工作人员的预测，但增长趋势大体符合工作人员的年度预测……

实际GDP增长
(百分比)



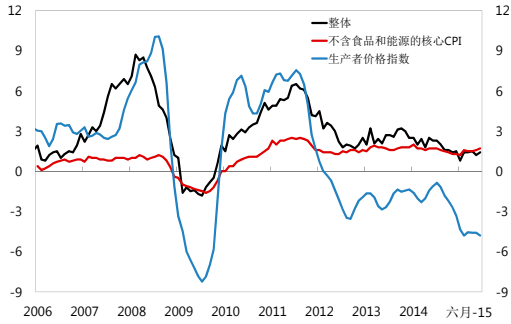
……投资和工业活动趋缓，但消费仍然具有更强的抗风险能力。

实际固定资产投资, 工业增加值和零售总额
(百分比, 年同比增长)



6月的整体和核心CPI通胀小幅上升。

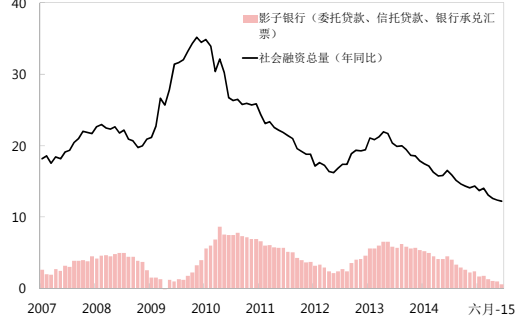
通货膨胀
(百分比, 年同比)



信贷 (TSF) 增长继续放缓，反映了影子银行业务的下降……

社会融资存量

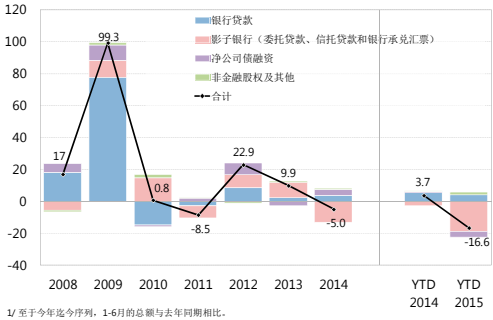
(百分比, 对增长的贡献)



……名义信贷流量较去年出现下降。

社会融资流量

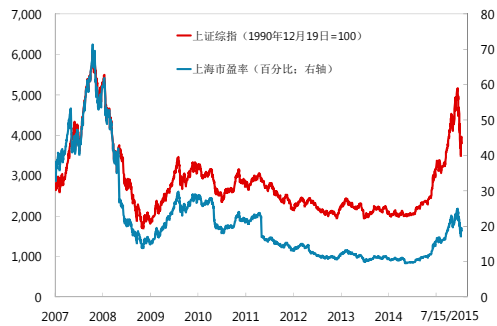
(百分比, 对增长的年同比贡献)^{1/}



^{1/} 至于今年迄今序列, 1-6月的总额与去年同期相比。

股市暴涨之后，价格于6月中旬开始调整。

上海市场指标



来源：CEIC 数据有限公司；Haver Analytics 以及基金组织工作人员的计算和预测。

中华人民共和国执行董事金中夏的陈述

2015年7月22日

我代表当局感谢工作人员在访问期间举行的富有建设性的、坦诚的对话。中国当局欢迎工作人员对中国经济做出的深入评估，并认为工作人员在一些政策领域的建议具有价值。中国当局非常重视基金组织在国际货币体系中拥有的专长和发挥的作用，今后将继续与工作人员保持密切的合作。

近期经济形势

在不均衡、脆弱的全球经济复苏过程中，中国经济正在转向新常态。中国的实际GDP增长从2014年的7.4%小幅降至今年上半年的7.0%，与规模类似的经济体相比，该增长速度仍处于高水平。由于服务业和消费不断加强，电子商务等新产业快速发展，劳动力市场仍保持强劲。

同时，中国的通胀压力仍然不大，主要是因为食品价格通胀减轻、人民币有效汇率显著升值，以及全球石油和大宗商品价格下跌。具体而言，CPI同比增长率从2014年的2.0%下降到今年上半年的1.3%，同期生产者价格（PPI）同比增长从-1.9%下降到-4.6%。尽管如此，中国当局同意工作人员的判断，由于核心价格仍然坚挺、劳动力成本存在上升压力，并且应对经济放缓的政策空间仍较充裕，中国的通缩风险是可控的。

中国政府将致力于培育新的增长引擎，同时改进传统的增长引擎。这包括建立高效的市场以进行资源配置，进一步提供公共产品和服务，并通过实施“互联网+”和“中国制造2025”战略促进创新和产业升级。中国政府还将继续通过实施“一带一路”战略和新的自由贸易协定来促进中国与全球经济的融合。

财政政策

中国政府积极提供财政支持以应对经济面临的下行压力、促进包容性增长。基础设

施投资、环境保护、医疗卫生的支出和其他社会支出都在增加，同时实行了税费减免以减轻小微企业的负担。2014 年实际赤字占 GDP 的 2.1%，而 2015 年预算赤字将扩大到 GDP 的 2.3%。

2014 年的广义政府债务水平相当于 GDP 的 40%左右，在这种情况下，中国的政府负债仍是可控的，特别是考虑到有利的利率-增长率之差以及雄厚的政府资产。中国政府对工作人员的“增扩”财政指标表示异议，因为这些指标中还包括了纯商业化运作的地方政府融资平台的债务。

为了强化预算约束、维护财政可持续性和透明度，中国当局修订了预算法，并发布了新的指导原则，包括：（1）规定地方政府债务发行和偿还的形式；（2）强制披露预算信息；（3）进一步完善地方政府债务管理；（4）改进地方政府绩效评估标准；（5）促进基础设施投资中的政府和社会资本合作（PPP）¹；（6）建立早期预警系统和应急管理机制；（7）实行多年期预算框架。这些也有助于降低财政顺周期性。

此外，中国政府已采取步骤加强财政转移支付制度，以改善中央与地方政府责任的分工，同时还提高了预算效率。另外，中国政府还要求中央和地方政府减少往年结转的累计盈余数额。同时，为了减轻地方政府的融资压力，中国政府启动了地方政府债务置换，用长期、低成本地方政府债券取代现有的短期、高利率商业银行贷款，总额已达 3 万亿。

货币政策

在稳健的货币政策立场下，中国的货币状况保持稳定。由于对银行间和非银行业务的监督加强、外汇流入减少、经济结构持续调整，M2、人民币存款和非银行融资的

¹截至 2015 年 5 月 25 日，已经披露了 1043 个 PPP 项目，总额为 1.97 万亿元人民币，涉及交通运输、水资源保护和环境保护等领域。

增长减缓。面对经济下行压力，中国当局实施了价格型和数量型相结合的措施，以确保充足的流动性以及信贷和社会融资的合理增长，具体包括：（1）公开市场操作；（2）下调基准贷款利率和存款准备金率；（3）调整差别准备金率。采取这些措施后，融资压力得到缓解，银行贷款（特别是对农业部门以及小微企业的贷款）继续稳步增长。

目前已提议取消存贷比要求，因此，预计银行部门可以进一步加强对实体经济的支持，货币市场的稳定性将改善。货币当局认识到利率走廊在银行间市场上发挥的有益作用，因此还将继续改善利率传导机制，以便最终转向以银行间市场操作为基础的政策利率。

在多年来取得显著进展后，中国的利率已接近完全放开。多数利率已经放开，上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）越来越成为金融产品定价的基准。市场利率定价自律机制的成员在扩大，可转让大额存单的银行间发行和交易在增长。最近启动了存款保险制度以及面向个人投资者和非金融企业的可转让大额存单，这是利率放开过程中的又一个重要步骤。所以，在将存款利率上限连续提高到当前 1.5 倍于基准利率的水平后（有很多迹象表明，在很多情况下存款利率并没有达到上限），今年年底之前完全取消存款利率上限的条件可能已经成熟。届时，利率市场化的整个过程将完成。

金融部门

由于资本实力较强、收益稳定、成本收入比率下降，银行部门仍然保持稳健。尽管不良贷款略有上升，但监管部门最近的压力测试结果显示，银行部门能够经受广泛的宏观金融冲击，包括地方政府融资平台贷款可能出现的严重问题、房地产部门的调整以及表外风险暴露。

根据金融稳定理事会的最新估计，与其他主要经济体和中国自身的经济规模相比，

中国影子银行体系的规模仍然不大²。金融稳定理事会最新的同行评估也承认中国在落实 2011 年金融部门评估规划 (FSAP) 关于加强宏观审慎框架和监管非银行信用中介的建议方面取得了显著进展。

中国政府已努力改善了大型商业银行的治理和运营效率，并将银行业向民营机构开放，成功设立了五家民营银行。中国当局还批准了三家政策性银行的改革计划并向其提供了资金支持，使其在提供中长期融资和支持农业和对外部门方面发挥更大作用。

值得指出的是，银行的贷款利率已经放开，因此，银行将根据借款人的信用和风险状况提供不同的贷款利率。相比民营企业（主要是中小企业），国有企业一般规模更大、信用评级更高，因此，与其他国家的情况一样，相应的利差主要反映了借款人的风险溢价，而与企业的所有制没有太大关系。所以，我们强烈建议工作人员将分析重点从简单的所有制概念转向商业银行及其贷款企业的股份制度以及其风险定价和竞争环境，以便对中国利率发展情况做出更好的描述。

资产市场

房地产市场继续在进行有序调整。由于库存的积累，房地产市场自 2014 年以来有所回落，这给实体经济带来了影响。鉴此，中国政府放松了房贷政策（针对第二套房购买者），加大了对房地产市场发展的金融支持，并扩大了资本利得税的豁免范围。因此，近几个月房地产市场出现了企稳迹象。未来，如有必要，中国政府将继续调整政策，这与正在进行的城镇化和户籍制度改革一道，将会有助于市场的健康发展。

尽管近期有所动荡，但是基于稳健的宏观经济基本面，中国股票市场将会继续发展。随着降息周期的开始和保证金融融资的攀升，上证综合指数从被低估的约 2000 点水平

²根据金融稳定委员会《2014 年全球影子银行监测报告》，截至 2013 年底，中国非银行金融中介的规模为 3 万亿美元，而美国和英国分别为 25.2 万亿和 9.3 万亿美元。使用更窄的影子银行衡量尺度，2013 年底中国影子银行的规模为 2.7 万亿美元，而美国和英国分别为 14.0 万亿美元和 4.7 万亿美元。

中恢复，并最终实现较 2014 年 7 月水平的约 150% 的上涨。但是，其后必要的回调因调整过程的加速而变得复杂。因此，中国当局实施了一系列常规和非常规措施（既符合国际做法，又考虑到具体国情），以恢复市场信心，防止保证金融资的无序降解，并遏制溢出效应。自此，市场已经企稳。预计一旦市场完全恢复常态，将会逐步淡出非常规措施。

该轮动荡对实体经济或金融体系的系统性影响有限，因为：（1）中国家庭在股票上的投入不到其财富的 10%，中国股票市场的财富效应较小；（2）尽管股权融资快速增长，但其比重仍然不到社会融资总额的 5%；（3）从银行部门的借款总额不到银行总资产的 2%。

未来，中国当局将进一步发现和减少市场失灵，改善危机应对措施，加强金融监管框架的一体化和监管协调。

对外部门

在动荡的外部环境下，中国的对外经济状况总体上保持稳定。经常账户顺差从 2014 年占 GDP 的 2.1% 略升至今年第一季度占 GDP 的 2.8%。在多次扩大每日汇率浮动区间的举措之后，人民币兑美元汇率的双向波动变得更加频繁。更重要的是，中国已基本退出对外汇市场的日间干预。随着资本外流抵消经常账户顺差，外汇储备自 2014 年下半年以来有所减少，市场力量在人民币汇率形成机制方面发挥了基础性作用。

鉴于人民币实际汇率自 2005 年以来大幅升值 35%，经常账户顺差受到抑制，以及资本账户出现逆差，人民币无疑已不再被低估。因此，对基金组织在人民币估值上看法的转变，中国政府表示欢迎。我也鼓励工作人员继续完善外部平衡评估方法，并认识到中国外汇储备的规模在波动的资本流动背景下总体适度，避免机械地套用基金组织的储备充足性衡量标准。

在资本账户方面，40 个资本账户项目中有 35 个现在已完全可兑换或者部分可兑换

(根据基金组织最新的《汇率安排和外汇限制年度报告》)。另外，应指出的是，资本管制的汇总指数 (如 Chinn-Ito 指数) 不能反映中国资本账户开放程度的真实情况，特别是因为该指数没有考虑到现有渠道 (如跨境投资者项目) 的持续拓宽和实际流动的规模。

中国当局希望指出，随着沪港通于 2014 年启动，随后推出中国大陆和香港特别行政区基金互认，开通“黄金沪港通”，同时进一步放开相关境外机构投资者进入在岸银行间市场，这些都使得资本账户开放的进程加快。

与此同时，中国当局通过扩大人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 项目和推行人民币合格境内机构投资者 (RQDII) 项目，继续拓宽人民币流通渠道。人民币目前是全球第五大支付货币、第二大贸易融资货币和第九大交易货币。

中国已经开始了新一轮的贸易自由化。继中国 (上海) 自由贸易试验区 (FTZ) 于 2013 年设立之后，新一批自由贸易区在广东、天津和福建成立。中国近期与澳大利亚和韩国签订双边贸易协定，今后将继续推动新的自由贸易协定并促进多边贸易体系。另一方面，中国的海外直接投资在 2014 年首次超过外商在华直接投资。中国当局将通过实施“一带一路”战略³继续鼓励海外投资，并与现有国际金融机构、新成立的丝路基金、亚洲基础设施投资银行和金砖国家新开发银行密切合作，以帮助解决许多国家面临的基础设施投资缺口问题。

结构性改革

服务业和消费在经济中的重要性继续加强，而中西部地区继续追赶东部地区，这些都反映了中国经济正转向更加平衡和可持续的增长路径。与此同时，由于中国当局坚定不移努力加强社会安全网 (包括去年实施的户籍制度改革和新型城镇化规划) ，

³ “一带一路”战略指的是“新丝绸之路经济带”，即通过中亚和西亚将中国与欧洲连接起来，和“21 世纪海上丝绸之路”，即将中国与东南亚和南亚国家、非洲、欧洲和其他地区连接起来。

城乡收入不平等的差距进一步缩小，而城乡储蓄率在过去两年里已经降低。同时，私人部门继续蓬勃发展，在固定资产投资（不含农户）、货物出口和银行信贷方面的比重都在逐渐稳步增加，在过去的两年里达到了 40% - 50%的水平。

在环境方面，中国的森林覆盖率在过去的 20 年里不断提高，从 20 世纪 80 年代早期的不到土地总面积的 13%增长到 2012 年的 22.6%。单位 GDP 的碳排放自 2005 年以来已经下降了 33.8%。为了进一步推动应对气候变化的全球行动，中国当局近期承诺在 2030 年之前或更早设定碳排放的上限，把非化石燃料的消费比重从目前的 11.2%提升至 20%左右，并将单位 GDP 的碳排放从 2005 年的相应水平降低 60% - 65%。

最后，中国当局近期已开始根据数据公布特殊标准（SDDS）发布中国的外汇储备数据。有了全面的技术准备，在今年年底前接受 SDDS 的条件已成熟。