



# 中华人民共和国

## 部分问题

2017年8月

有关中华人民共和国的《部分问题》报告是由国际货币基金组织工作人员团队撰写。其以2017年7月14日报告完成时可获得的信息为基础。

公众可通过以下方式订购本报告副本：

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](mailto: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



# 中华人民共和国

## 部分问题

2017年7月14日

### 经亚太部核准

本文由 Sonali Jain-Chandra 牵头的工作组编写，各章的作者为 Sally Chen、Ding Ding、Joong Shik Kang、W. Raphael Lam、Daniel Law、Rui Mano、Johanna Schauer、Alfred Schipke、Longmei Zhang（以上为亚太部工作人员）、Philippe Wingender（财政事务部）、Thomas Harjes（货币与资本市场部）、Phil Stokoe（统计部）和 Calixte Ahokossi（战略、规划与评估部）。

## 目录

<b>中国的高储蓄：推动因素、前景及政策</b>	<b>3</b>
A. 介绍	3
B. 家庭储蓄	5
C. 企业储蓄	8
D. 政府储蓄	9
E. 国家的作用以及政策建议	9
F. 储蓄前景	11
参考文献	13
<b>信贷激增——中国是特例吗</b>	<b>14</b>
A. 介绍	14
B. 为什么应该担心中国的信贷激增？	14
C. 中国特有的因素能否防止出现金融压力？	15
参考文献	18
<b>应对企业债务问题，提高生产率——国企的核心作用</b>	<b>20</b>
A. 介绍和关键事实	20
B. 近期情况及政策措施	22
C. 政策影响	23
参考文献	25

<b>中国基于市场的货币政策方案</b>	<b>28</b>
A. 背景：政策变化和不断演进的框架	28
B. 货币政策传导	29
C. 设定政策利率	31
D. 为了向市场化货币政策框架过渡，今后举措为何	32
参考文献	33
<b>中国：资本账户放开</b>	<b>34</b>
A. 资本账户放开和开放	34
B. 估评资本账户放开和严格管理措施	35
C. 政策建议	37
<b>中国住宅房地产市场评估</b>	<b>40</b>
A. 背景和近期动态	40
B. 房地产市场中的风险	41
C. 政策启示	42
参考文献	44
<b>重新评估政府的范畴及其对财政空间的影响</b>	<b>46</b>
A. 更广义的政府赤字/债务定义仍然有重要意义	46
B. 中国有一定的财政空间，但小于总债务数据所显示出的空间	49
C. 政策启示	50
参考文献	52
<b>中国的政府间财政改革</b>	<b>53</b>
A. 背景	54
B. 近期政府改革	55
C. 政策建议	55
参考文献	57
<b>中国的不平等——发展趋势、驱动因素和对策</b>	<b>58</b>
A. 导言	58
B. 目前的不平等状况如何？它是怎样随时间推移而发展变化的？	58
C. 不平等发展趋势背后有哪些主要驱动因素？	59
D. 展望未来：结构性趋势和政策对未来的不平等状况会有怎样的影响？	60
E. 财政政策在减少不平等方面能够发挥何种作用？	61
参考文献	63

# 中国的高储蓄：推动因素、前景及政策<sup>1</sup>

- 中国的国民储蓄在世界上位居前列，是中国内外部失衡的核心原因。高储蓄若保留在国内会助长过度投资；若流向国外，则会导致全球的大规模失衡。
- 如今中国的国民储蓄大多来自家庭部门。企业储蓄在本世纪初曾是主要推动因素，这部分体现了汇率低估问题，不过企业储蓄目前已逐步趋同于全球平均水平。
- 家庭储蓄高企且还在上升，主要原因在于独生子女政策造成的人口变化，以及在计划经济向市场经济转型期间社保体制的瓦解。住房改革和收入不平等加剧也在储蓄上升中起到了推动作用。
- 未来，人口变化将给国民储蓄带来下行压力。此外，还需要做出政策努力，完善社保体制，降低收入不平等，从而更快地进一步降低储蓄并促进消费。

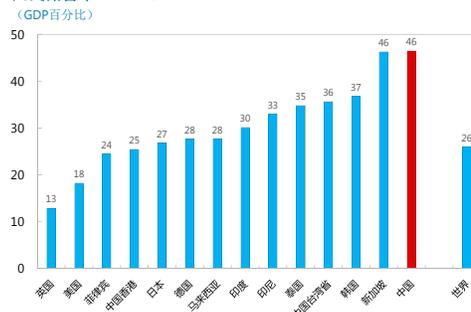
## A. 介绍

**1. 中国是全世界国民储蓄最高的国家之一。**从历史上看，国民储蓄从上世纪 80 年代以来一直居高不下，大约为 GDP 的 35% 至 40%。2001 年加入世贸组织以后，中国融入全球贸易体系，储蓄率急剧上升，2008 年达到峰值，为 GDP 的 52%。全球金融危机后，储蓄率逐渐下降到 2016 年的 46%。尽管小幅下降，中国的储蓄率仍然居于全球最高之列。相比之下，全球平均储蓄率为 GDP 的 25%。

**2. 高储蓄是造成中国内外部失衡的核心原因。**虽然国民储蓄不足会对经济发展造成资金上的制约，但过度储蓄也会扭曲经济结构，使增长不可持续。金融危机前，中国的过度储蓄体现为巨大的外部失衡。中国的经常项目顺差在 2007 年急剧上升至 GDP 的 9%，成为全球“储蓄过剩”和低利率的一个原因。另一方面，留在国内的过多储蓄常常由金融系统予以中介，这会助长信贷推动的投资热潮。金融危机以后，中国的外部失衡程度大大降低（经常项目顺差回落至 GDP 的 2%），但取而代之的是内部失衡上升。储蓄为过多的投资提供了资金，而投资的效率却越来越低。结果是经济增长减速，债务快速积累。

**3. 高储蓄还抑制了居民消费并降低了生活福利。**高储蓄问题的另一面是低消费。尽管中国近年来努力推行经济再平衡，可其需求结构从全球来看仍属另类，投资比率高达 GDP 的

国民储蓄率（2016）

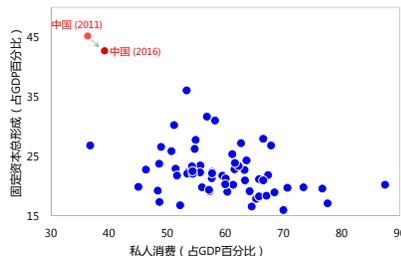


从外部失衡向内部失衡的轮转



来源：CEIC数据有限公司；基金组织工作人员的计算。

从投资向消费的缓慢转换  
(工业化国家和新兴市场：2008-2014年平均)

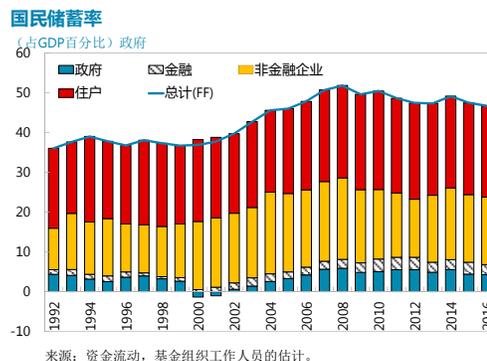


来源：《世界经济展望》和工作人员的计算。

<sup>1</sup> 本文由 Longmei Zhang 完成，引用了基金组织即将发布的报告，其作者包括：Longmei Zhang、Ray Brooks、Ding Ding、Haiyan Ding、Hui He、Jing Lu 和 Mano Rui。Tlek Zeinullayev 为本文提供了研究支持。

44%，而私人消费仅为 GDP 的 39%（全球平均水平约为 60%）。换句话说，中国家庭没有充分享受经济发展的成果。虽然居民可以通过投资抑制当期消费来此换取未来更高的消费，但是由此产生的超出经济吸收能力的过度投资却可能导致投资负回报以及大量的违约，从而降低当前以及未来的福利。

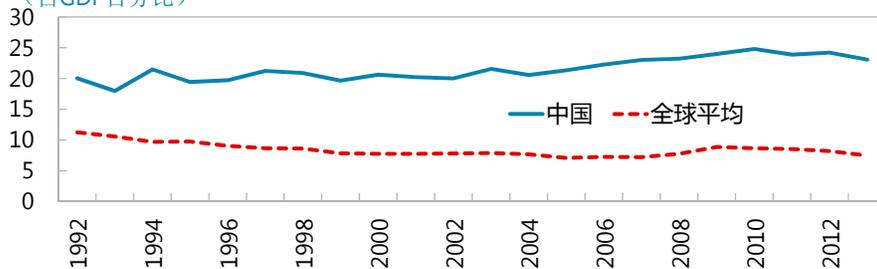
**4. 中国的国民储蓄构成已逐渐变化，家庭部门目前已成为主要推动因素。**从全球来看，虽然过去 30 年来国民储蓄与 GDP 的比率基本稳定，但其构成却在很大程度上从家庭部门转向企业部门。在这一背景下，中国储蓄的部门构成的演化则呈现出一个不同的模式，主要的差别在于家庭部门：



- **家庭：**上世纪 90 年代初以来，中国的家庭储蓄一直在上升，仅在近年略有下降。相比之下，全球家庭储蓄却从 80 年代起持续下降。这种分化使中国与世界的差异进一步扩大。今天，中国的家庭储蓄占 GDP 的 23%，高于全球均值 15 个百分点。
- **企业：**90 年代，企业储蓄相对较低，大致处于全球平均水平，但在本世纪初迅速上升，并与其他国家逐渐拉大距离。金融危机以后，这一差距又显著缩小，反映了中国企业储蓄的下降以及其他国家储蓄的上升。目前，中国企业储蓄率仍小幅高于全球平均水平，但其差别远小于中国与外国在家庭储蓄上的差别。
- **政府：**财政储蓄随时间变动较大，平均只占国民储蓄的一小部分。以往，中国财政储蓄和其他国家类似，但近年来中国财政储蓄高于全球均值，这反映了资本开支过高，经常性开支较低。

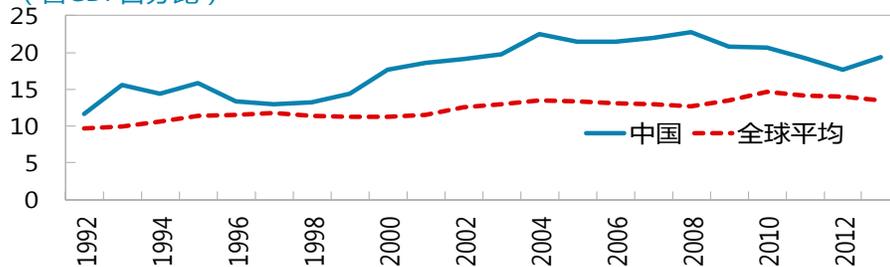
### 住户储蓄

(占GDP百分比)



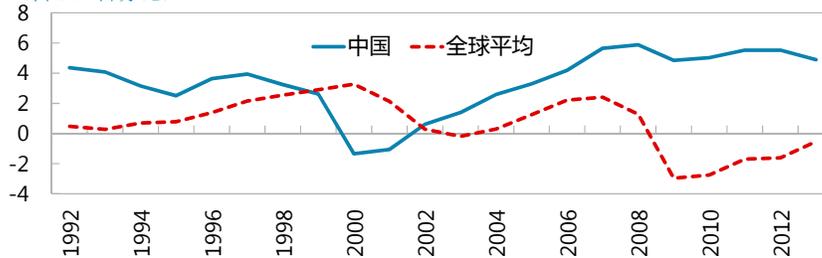
### 公司储蓄

(占GDP百分比)



## 政府储蓄

(占GDP百分比)



来源: CEIC, Chen等人 (2017)

## B. 家庭储蓄

### 概述

5. 自上世纪 70 年代末以来,伴随着巨大的结构性转型,储蓄大大上升。家庭储蓄的快速增长可分为三个阶段:

- 第一阶段为上世纪 80 年代,始于独生子女政策的实行以及农村地区农业的去集体化。这一时期,储蓄率从可支配收入的 5% 上升到 20% (80 年代末曾因政策不稳和经济增速骤降而一度回落)。
- 第二阶段为 90 年代,邓小平南巡重新确认了中国的改革开放政策。国有企业改革成为一项中心工作,同时社会保障体系也瓦解了。这导致储蓄率进一步上升至可支配收入的 25%。

- 第三个阶段始于 2001 年中国加入世贸组织。随着出口拉动的经济繁荣,储蓄率继续上升至可支配收入的 30%。值得注意的是,2010 年以来,家庭储蓄率维持原位并开始逐渐下降。在以上背景下,我们将分析以下影响家庭储蓄的潜在因素:人口变化、社保体系、收入不平等、住房改革和金融抑制。

### 人口因素

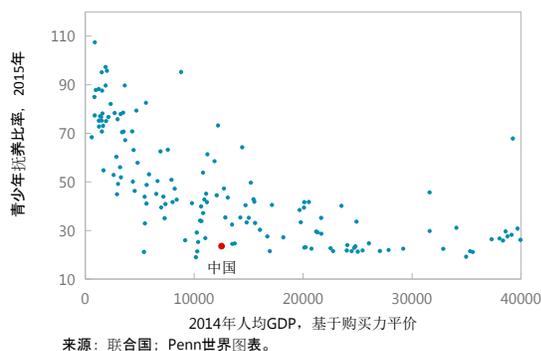
6. 储蓄上升中的一半可由人口变化解释。中国于 70 年代末开始实施独生子女政策,使得生育率从 6 急剧下降至 2 以下,使中国的青少年抚养比率较收入水平下降到了极低的水平。这种人口变化通过两个途径增加了家庭储蓄: a) 开支方面,少儿支出的下降; b) 预防性退休储蓄增加——子女减少则意味着老人的赡养支持减少,而在中国这是老人生活的主要来源。我们使用 Curtis 等人 (2015) 创立的迭代模型开展分析,发现当增长和利率保持不变时,仅人口一项便可解释一半的储蓄率上升。如考虑收入和利率,则完整的模型可以解释储蓄的大体趋势。不过 80 及 90 年代的情况例外,这可能反映了随着这一时期社保体系的瓦解,预防性储蓄有所增加。

住户储蓄率  
(占可支配收入比例)



来源: 《住户调查》, Modigliani 和Cao (2004)。

青少年抚养比率和人均GDP



住户储蓄率：模型、历史数据



## 社会保障体系

**7. 80和90年代的经济转型导致社保体系瓦解、储蓄上升，而近期政策正努力扭转这一趋势。**80、90年代，中国向市场经济过渡，导致城乡社保体系瓦解，社保覆盖率大幅缩小，社会福利也显著降低。比如，城镇职工的平均公费医疗在1990年到2000年之间下降了17%；城镇职工平均补偿率（养老金和工资的比率）从80%大幅下降至50%以下。近年来采取了一系列政策努力重建社会保障体系，包括推出新农村医保和养老计划及城镇非工作居民的基本养老计划。尽管做出了这些政策努力，政府在这些领域的社会支出仍低于国际标准。此外，外来务工人员仍面临无法使用医保的问题，这反映出户口改革进展缓慢。

**8. 我们的分析发现，提高社会性支出大大降低了家庭储蓄，这在城乡产生了不同的影响，显示了政策关注点具有针对性。**我们通过考察不同地区政府在教育、医疗和社保方面的支出来研究预防性储蓄的动机。通过对287个城市的截面分析，我们发现社会支出和城乡消费之间存在高度的正相关性。

- **对城镇家庭而言**，社保支出与消费的关系强于其他社会支出与消费的关系，社保支出每增加1%，家庭支出便增加0.06%至0.08%。用这些变量的中位数来评估其影响，显示人均社保支出每增加80元（相当于社保月支出中位数的10%）会提高消费90元。

- 与此形成对照的是，**对农村家庭而言**，政府在医保上的支出效果更大，医保支出每增加1%，农村消费会提高0.11%至0.19%。用中位数评估显示，人均医疗支出每增加50元（相当于医保支出中位数的10%）会提高农村消费70至120元。

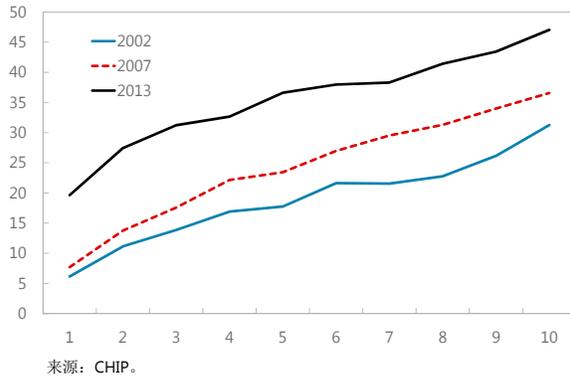
- 城乡之间的差别可能反映了城镇医保制度已经基本到位，而农村医疗的覆盖和水平还有待改善；农村地区的养老保险问题则相对较小，因为农业自给自足，但这对城镇居民似乎是一个比较大的问题，反映了生活开支的不断上涨。这些不同的影响也要求城乡地区的社会支出要提高针对性。

## 收入不平等

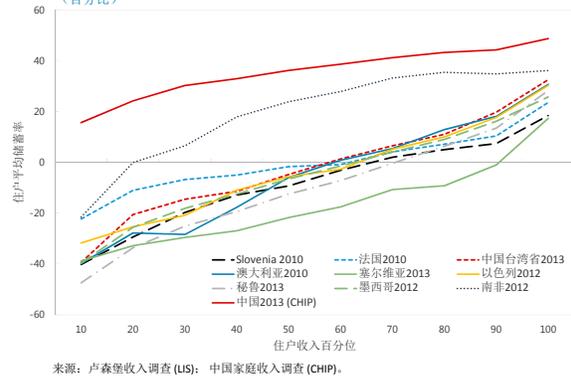
**9. 收入不平等带来了储蓄的不平等。**过去几十年来，中国的收入不均大幅恶化，基尼系数从80年代的0.3上升到2010年的0.5，尽管近年又小幅下降（Jain-Chandra等人，2017年）。根据中国家庭收入调查的数据，位于最富有和最贫困十分位数人群的储蓄率常常会相差20个百分点，反应了不同的消费倾向。比如2013年，收入最高的群体储蓄率接近收入的50%，而收入最低的10%家庭的储蓄率约为20%。

**10. 在各个收入水平上，中国家庭的储蓄都高于其他国家，但低收入群体的这一差别最大。**在很多国家，处于收入底层 10%至 20%人群的储蓄率通常为负，这体现了大量的社会转移。但在中国，其储蓄率为正且还高达 20%。这可能反映了社会转移不足，税制累进性不强，社保体系有限。

**住户储蓄率，按收入分位**  
(储蓄占可支配收入百分比)



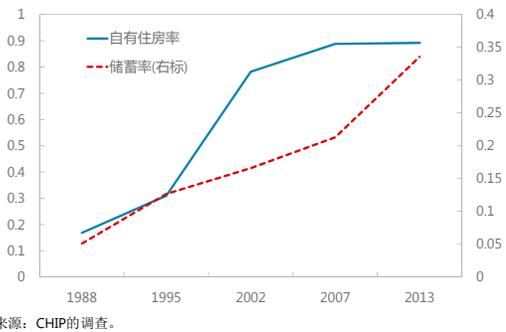
**住户平均储蓄率，按收入百分位**  
(百分比)



**住房因素**

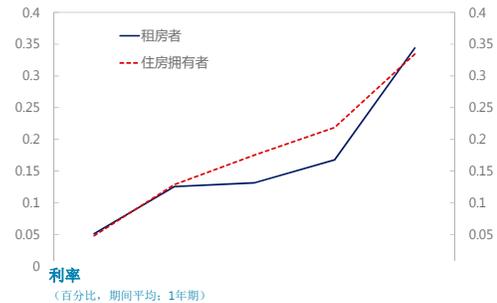
**11. 90 年代住房改革后，住房自有率大幅增长。**过去 30 年来，中国实施了两次重大的住房改革，彻底改变了中国的住房市场。1988 年的改革培育了住房的私有化，大部分的公租房都以低价出售给了国企职工；1998 年的改革结束了企业提供住房的制度，转为全面的市场化住房体系 (Man, 2011 年)。这些改革后，住房自有率从 1988 年的 20%飙升到 2007 年的 90%，此后一直保持稳。

**自有住房率和储蓄率的上升**  
(百分比)



**12. 微观层面的回归分析显示，早期住房自有率对储蓄的总体影响为正，但在近年来则由正转负。**1995 年房改以前，租房者和房屋自有者的储蓄率不存在系统性差别。改革后，房屋自有者的储蓄率开始高于租房者，这一点在 2002 年至 2007 年的调查中有所体现。但这一现象到 2013 年发生了逆转，房屋自有者的储蓄在边际上低于租房者。在控制了家庭的其他微观特征 (如年龄、性别、教育、职业、收入和家庭规模等)，家庭层面的回归分析证实了这一情况。这很可能反映了在先前的年份中，按揭效应对房屋所有者起了很大作用；而随着楼市繁荣，财富效应又降低了房屋所有者的储蓄率。租房者的储蓄率则持续较高，这反映了他们需要进行储蓄来支付首付。

**储蓄率，按住房所有情况**  
(百分比)



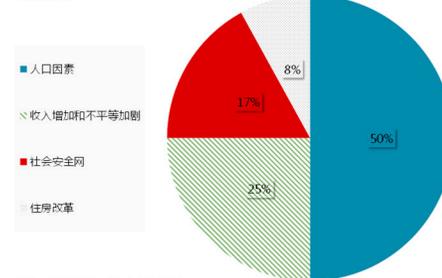
**金融抑制**



**13. 随着利率放开，金融抑制因素的重要性已经下降。**“目标储蓄”假设认为，当存款利率受到抑制时，居民存款会上升。Nabar（2013年）发现，利率下降1个百分点会使家庭储蓄增加约0.5个百分点。我们发现，一旦在回归中控制了不同地区的收入差异，即便是这么小的量化效果也将消失。此外，随着利率放开快速推进，加之更高收益的非储蓄金融产品快速增多，金融抑制如今已不再是家庭储蓄的重要推动因素。

总的来说，本部分的分析显示，家庭储蓄的上升主要是因为人口变化、收入上升、不平等扩大以及社保体系瓦解造成的，而住房改革也起了作用。很难确定每个因素的具体贡献度，因为它们通常会相互作用、相互强化，且其中部分因素近年来开始反转（如重建社保体系、收入不平等得到小幅改善等）。尽管如此，此处的图表仍然展示了不同因素重要性的示意性评估结果。

住户储蓄增加的贡献因子  
(百分比)



来源：基金组织工作人员的估计。

### C. 企业储蓄

**14. 本世纪初期，企业储蓄飙升，但在金融危机以后开始下降。**企业层面的数据和宏观数据一样，都显示出加入世贸组织后的出口繁荣，企业总储蓄率大幅上升<sup>2</sup>。在全球金融危机后，随着经济增速放缓以及汇率逐渐接近基本面，总储蓄率有所降低。净储蓄率（总储蓄率减去投资后与资产的比率）在过去10年中一直为负，反映了中国的高投资率。结果是，中国的企业部门不是目前经常项目顺差的主要原因，这与其他东亚国家形成了鲜明对照。

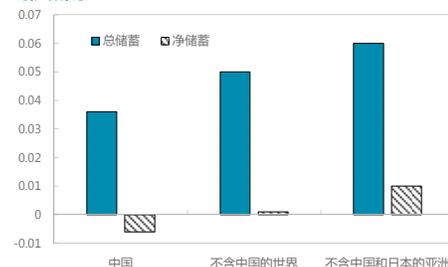
**15. 中国如今的企业储蓄率与其他国家相近。**企业层面的分析显示，中国企业的总储蓄率和净储蓄率与世界其他国家类似。中国企业的总储蓄率中位数大约为资产的4%，略低于世界其他国家的5%至6%的水平。净储蓄率大约为-0.01%，也低于0至0.1%的全球平均水平。

企业储蓄  
(占GDP百分比；占总资产百分比)



来源：《资金流动》；WIND数据库。

企业储蓄率  
(资产百分比)

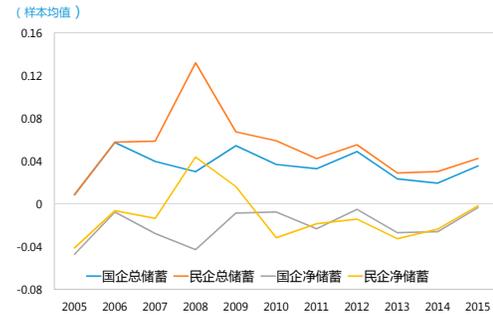


来源：Worldscope。

<sup>2</sup> 和以前的文献（Bayoumi等，2010）一样，我们将企业层面的总储蓄率定义为GS=(利润-股息)/资产。

**16. 与私人企业相比，国有企业的总储蓄较低但净储蓄率较高。**我们通过企业层面的回归分析，研究了所有制对企业储蓄的作用。当控制了企业规模、托宾 Q 比率、行业影响及其他宏观变量（以及时间的虚拟变量）之后，我们发现中国国有企业倾向于拥有较低的总储蓄率，这体现了他们较低的运营效率和利润；但净储蓄率较高，这反映了它们相对于私人企业而言投资比率较低。

企业储蓄率：国有企业与民营企业



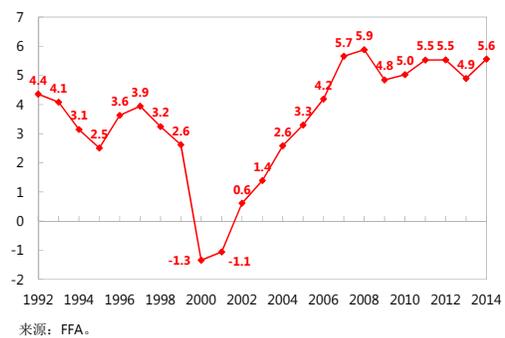
**17. 在金融危机以前，汇率水平在促成企业高储蓄方面发挥了重要作用。**回归分析显示，汇率对企业储蓄有着显著的影响，而在可贸易部门这种影响往往更大。评估显示，在 2005 年至 2008 年期间，人民币被低估，这是出口繁荣和企业大量积累储蓄（出口导向的私人企业尤其如此）的一个原因。但近年来随着人民币汇率逐渐走向均衡，出口部门的过度储蓄也基本上得到解决。

的一个原因。但近年来随着人民币汇率逐渐走向均衡，出口部门的过度储蓄也基本上得到解决。

### D. 政府储蓄

**18. 2008 年以来，政府储蓄稳定在 GDP 的 5% 左右，但在此前却变化很大。**2000 年以来，财政储蓄呈稳步上升趋势，2008 年达到近 6% 的峰值。全球金融危机以后，财政储蓄有所下降，近年来稳定在 5% 左右。

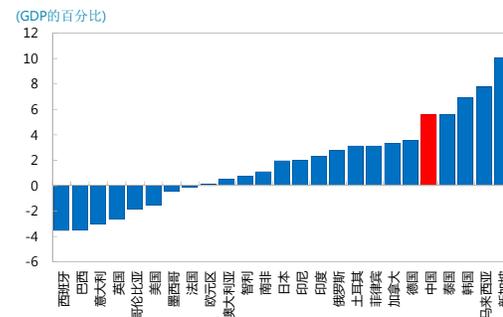
政府储蓄 (GDP 的百分比)



**19. 从跨国比较来看，中国较高的政府储蓄主要反映了较低的经常性支出。**2014 年中国政府的储蓄率为 GDP 的 5.6%，为主要经济体中最高之一。这主要反映出政府的消费较低，而财政收入则与其他国家大体一致。导致政府消费较低的主要原因有：

- **更多注重公共投资而不是公共服务。**中国政府投资与 GDP 比例属各国最高之一，预算内为 4%，如加上预算外投资则高达 12%。因此，尽管增扩财政赤字高达 10%，财政储蓄仍然高于其他国家，原因在于支出的构成更偏重投资。
- **社会支出较低。**尽管近年来大幅增加，中国与其他新兴市场国家相比社会开支仍然偏低，特别是在公共教育、公共医疗和社会救助方面。进一步完善社会保障体系将使社会支出接近于同类国家。
- **社会保障体系的初期阶段。**从 90 年代到本世纪初，社会保障体系曾经是增加储蓄的一个动力，但到了 2013 年则因入不敷出而出现赤字，这反映了人口构成的变化。但与最发达经济体相比，中国的社会保障体系还处于早期阶段，因为老年赡养率还相对较低。预期未来快速的老龄化将对养老金支出产生巨大压力（预计将从 2015 年的 GDP 的 5% 上升到 2050 年的 GDP 的 10%）。

政府总储蓄：主要经济体和一些亚洲经济体，2014年



### E. 国家的作用以及政策建议

**20. 中国在形成极高的储蓄率和较低的消费中，政策驱动的结构变化起了关键作用。**虽然储蓄率在经济增长起飞时往往会上升，但中国特殊的政策环境和经济结构变化对形成高储蓄起了很重要的作用。

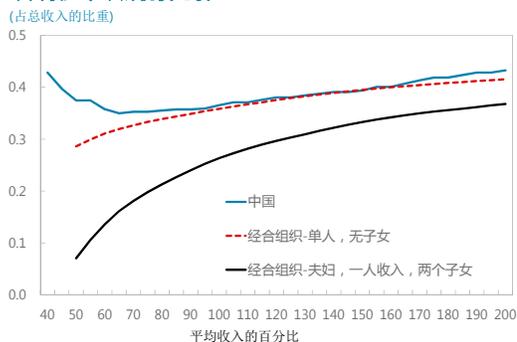
- 70年代末实行的独生子女政策使生育率急剧下降并提高了储蓄率。
- 90年代从计划经济向市场经济转型瓦解了社会保障体系，导致居民预防性储蓄上升。
- 本世纪初，中国加入世贸组织带来了出口导向的快速增长，企业储蓄大幅上升，这部分源于汇率被低估。
- 社会支出不足而投资过多，导致政府储蓄较高。
- 住房改革以及房价上涨，导致居民为购房首付或按揭进行储蓄的需求上升。
- 此外，收入不平等加剧（部分原因是再分配较为有限）导致储蓄增加，因为更多收入流向了储蓄偏好较高的富裕家庭。

更广泛而言，鉴于家庭储蓄率较高（按照可支配收入百分比衡量），家庭部门收入比重的下降进一步抑制了家庭消费，使本世纪初消费与GDP之比急剧下降。为了提高家庭消费，必须使经济增长的好处在国家和家庭之间得到更公平的分配（包括给私人部门提供获得收入的更多机会）。

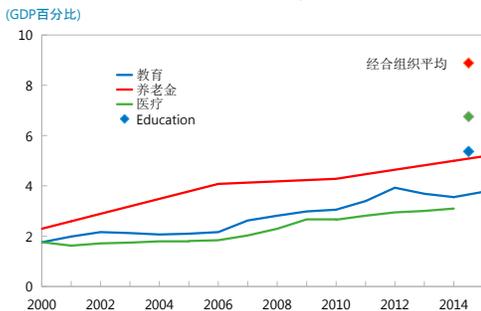
**21. 降低储蓄的政策工作应重点加强社会保障体系、降低收入不平等并提高家庭收入。**具体包括以下措施：

- **使所得税具有更高的累进性并更对家庭更为有利。**目前的税制结构是累退性的，对于十分贫困的群体尤其如此。尽管个人所得税的起征点较高，但底层群体交纳的名义社保缴款呈均一化，这使贫困家庭的负担沉重，他们的实际税率超过40%。此外，还应该根据家庭人口数量设定免征额度，以此刺激生育率，这不仅能够通过增加子女抚养比来降低储蓄，也能增加未来的劳动人口。
- **提高向贫困家庭的社会转移。**如前分析，贫困家庭的储蓄差距十分突出。在很多国家，收入底层人口的负储蓄往往为负，这体现了各种社会转移。因此中国应增加社会救助的支出，使之接近国际一般水平。
- **增加医疗保健、养老金和教育支出。**虽然政府在这方面已取得了很大进步，但仍需继续努力。如前所述，提高医疗保健和养老金支出对增加消费和降低预防性家庭储蓄有很大影响。此外，应持续推进户口改革，使外来务工者同样享受社会保障体系。虽

不同收入水平的税楔比较



社会支出增加，但仍大幅低于经合组织水平

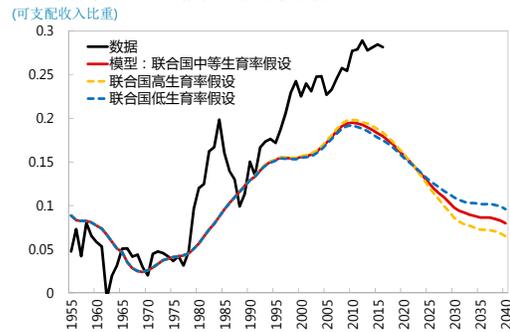


来源：CEIC；基金组织财政事务部支出评估工具；工作人员的估计。

然教育支出似乎并不直接影响家庭储蓄，但这能够为贫困群体提供平等的教育机会，进而有助于减少收入不平等。

- **增加一般性公共服务支出。**政府以往对公共投资十分重视，使中国建成了相对完善的基础设施，但现在越来越重要的是在政策框架和提供公共服务方面重视“软性基础设施”。这需要增加支出来吸引人才，解决不同政府部门的人才短缺问题。
- **提高社会支出可以通过增加国企股息上缴以及资产转让来实现。**将国企股息上缴比例提高到 30% 的目标，将可以使每年预算收入增加 GDP 的 1%，为更多的社会支出提供资金。此外，将国企股份转移到社会保障基金也有助于解决这一体系中即将出现的收入支出失衡问题。
- **改善私人企业获得正规融资的机会。**政府应取消国企“隐性担保”，引导信贷流向效率较高的私人部门。改善融资的可得性以后，私人企业投资对于内部储蓄的依赖将降低。
- **开放服务业。**向私人企业和外资企业开放目前受限制的服务业可以提高生产力，增加家庭获得收入的机会并提高其消费。

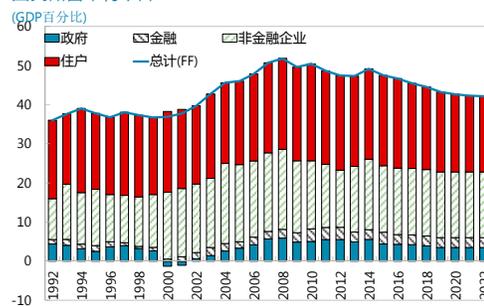
住户储蓄率：对人口假设的预测敏感度



## F. 储蓄前景

**22. 快速的老齡化以及社会保障体系的进一步完善，将使家庭储蓄大幅下降。**中国未来将经历快速的老齡化，老年赡养率将从 2015 年的 15 上升到 2050 年的 50。模型模拟显示，预计人口变化将在 2030 年前将储蓄率降低 6 个百分点（可支配收入的百分比）。此外，随着社保体系的持续改善（假设政府预算中医疗支出与 GDP 之比将从 2016 年的 1.8% 增长至 2022 年的 2.5%），家庭储蓄（占 GDP 的百分数）将在 2022 年前下降 3 个百分点。年轻人的消费习惯发生变化，加之工资增速放缓，可能导致家庭储蓄率的更快下降。

国民储蓄率将下降



**23. 预计国民储蓄将随着家庭储蓄和政府储蓄的下降而下降。**预计 2022 年前居民和财政储蓄的下降将带动整个国民储蓄下降 4 个百分点。2020 年前，企业储蓄预计将小幅下降，这既反映了经济减缓下的资本回报降低，又反映了随着经济向服务型过渡及劳动者收入比重上升，产出的劳动力密度在提高。

住户储蓄率将下降



**24. 采取积极措施提高社会支出并减少收入不平等，这会导致储蓄下降更快以及消费的提高。**在 2022 年以前将医疗保健支出提高至 GDP 的 3%（基线为 2.5 个百分点），并通过向底层群体再分配的方法减少收入最

中华人民共和国

高的 10%群体的收入比重，将在 2022 年减少家庭储蓄 5 个百分点（基线为 3 个），家庭消费也将提高（幅度为 GDP 的 2%）。

## 参考文献

Bayoumi, T., Tong, H. and S. Wei, 2010, "The Chinese Corporate Savings Puzzle: A Firm-Level Cross-Country Perspective," NBER Working Paper 16342

Chen, P., Karabarbounis, L. and B. Neiman, 2017, "The Global Rise of Corporate Saving," NBER Working Paper 23133

Chadwick C. Curtis, C., S. Lugauer, N. Mark, 2015, "Demographic Patterns and Household Saving in China", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7(2): 58-94.

Jain-Chandra, S, N. Khor, R. Mano, J. Schauer, P. Wingender, J. Zhuang, 2017, "Inequality in China - Trends, Drivers and Policy Remedies", IMF Working Paper forthcoming.

Nabar, M., 2011, "Targets, Interest Rates, and Household Saving in Urban China", IMF Working Paper 2011/223

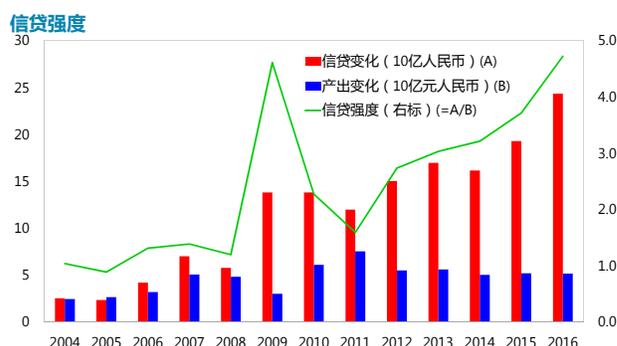
Man, Y., 2011, "China's Housing Reform and Outcomes". Lincoln Institute of Land Policy.

## 信贷激增——中国是特例吗<sup>1</sup>

- 国际经验表明，目前中国的信贷发展趋势十分危险，出现破坏性调整和/或经济增速显著放缓的风险不断上升。
- 若没有信贷的过度增长，过去 5 年内实际 GDP 平均增速应该在 5.5% 左右（其他条件不变）。若政府维持目前的增长策略，到 2022 年，信贷占 GDP 的比例将进一步上升 60 个百分点，达到 290%。
- 中国的一些特有因素（高储蓄、经常账户顺差、外债规模较小、各种政策缓冲等）可能会缓解近期出现破坏性调整的风险并争取应对风险的时间。但若放任不管，这些因素很可能无法防止最终出现调整，只能让信贷激增的规模变得更大、持续时间更长。
- 因此需要果断采取政策行动，实现信贷激增的平稳减速：（1）不再强调较高且难以实现的 GDP 增长目标，以抑制信贷过度扩张，减少那些最低效使用信贷的主体的信贷需求，从而提升信贷效率；（2）通过改革来刺激消费，从而在信贷扩张减速时支持增长。

### A. 介绍

**1. 全球金融危机之后，信贷的快速增长推动了中国经济的强劲增长。**过去 5 年来，非金融部门的名义贷款增长了一倍以上，国内非金融部门信贷占 GDP 的比重在 2016 年上升了 60 个百分点，至 230%（专栏 1）。结果是，信贷缺口（即信贷与 GDP 之比的历史趋势偏离度）目前约为 GDP 的 25%，远高于国际清算银行 10% 的最大逆周期缓冲门槛。



### B. 为什么应该担心中国的信贷激增？

**2. 信贷效率在不断下降，显示资源错配日益严重。**对某些部门（工业）、企业（国企）和地区（东北）提供的信贷明显高于其增加值，表明它们利用信贷相对低效。要提升年名义 GDP 5 万亿元人民币，在 2007 年至 2008 年需要新增信贷 6.5 万亿元人民币，而在 2015 年至 2016 年则需要新增信贷为 20 万亿元。

**3. 可持续增长（即在无过度信贷扩张的情况下实现的增长）可能远低于过去 5 年的实际增长。**为说明这一问题，我们假设非金融私人部门信贷与 GDP 之比仅增长 10 个百分点（这样 2016 年私人部门就不存在信贷缺口），并估计了这种情况下的经济增速。我们采用两种方法。第一种方法是在信贷效率下降较少时（这与信贷增长放缓一致），计算信贷和 GDP 的增长路径。结果显示，2012 年至 2016 年的实际 GDP 平均增速为 5.3%，而非实际的 7.3%。第二种方法（Chen 和 Ratnovksi，2017 年）



<sup>1</sup> 本文作者为 Joong Shik Kang、Sally Chen 和 Daniel Law。

则使用了 2003 年至 2015 年的各省面板数据来估计增速，其中假设信贷增长对产出增长的影响存在滞后。结果发现，2012 年至 2016 年的平均实际 GDP 增速本应为 5.9%。不过，信贷限制增长的效应可由再平衡、预算内财政刺激以及更果断的结构性改革带来的生产率提升所部分抵消。

**4. 国际经验表明，目前中国的信贷发展趋势十分危险，出现破坏性调整和/或经济增速显著放缓的风险不断上升。**我们找到了 43 个信贷激增的案例，它们的信贷占 GDP 比重在 5 年内上升了 30 多个百分点。在这些案例中，只有 5 个没有立刻出现增长大幅放缓或爆发金融危机。但若考虑国家特定因素，这 5 个国家也并未令人安心。<sup>2</sup>此外，在信贷激增开始时信贷占 GDP 的比例就已经高于 100% 的案例中（中国即是如此），结果都很糟糕。

**5. 支撑信贷快速增长的短期、复杂融资结构是关键脆弱点。**银行资产快速扩张依赖于日益复杂的融资结构，这不仅包含存款融资，还扩展到了银行间市场产品和理财产品，并通过复杂和相互关联的机构网络予以实现。资产管理机构往往通过短期融资或汇集投资资金为流动性较差的长期投资融资。复杂的资金结构以及不透明的表外投资意味着金融部门去杠杆的进程可能会很艰难。

## C. 中国特有的因素能否防止出现金融压力？

**6. 在短期内，中国的一些特定因素可以成为缓解因素。**经常项目顺差及外债规模较小减少了爆发其他新兴市场常见的外部融资危机的可能。银行贷款的贷存比较低可帮助避免国内的融资危机。尽管总债务增长迅速，但企业资产负债表得益于资产价值的不断增长（增幅高于负债）。政策缓冲也可减轻潜在冲击的影响：政府可以动用财政资源支持该体系，人民银行也总能够提供流动性，且资本管制可以抑制资本外逃。

**7. 但这些因素/缓冲无法消除最终出现危机的风险，如果放任风险不管，只能使信贷激增的规模变得更大、持续时间更长。**

- **强有力的外部头寸。**经常项目持续顺差且外债规模较小，可帮助防止出现许多其他新兴市场常见的融资危机。
  - **然而，**一些国家拥有经常项目顺差和/或外债规模较小，可其信贷激增的最终结果很糟，这是因为在没有外部融资敞口的情况下，仍有暴发融资危机的可能。如果金融机构在流动性充沛的环境下依赖短期融资来源扩大资产负债表，则一旦出现融资紧缩，就可能引发下行风险/爆发危机。相关的例子包括：80 年代美国的储蓄与贷款危机、1997 年日本的银行业危机以及 2008 年的美英金融危机等。
- **较高的国内储蓄及稳定的国内存款基础。**较低的银行贷存比（按狭义计算，截至 2016 年，中国的贷存比为 72%）能帮助预防国内融资危机。虽然国内非金融业信贷总额占 GDP 的比例已达到 118%，但其远低于经历了融资危机的其他国家（如韩国在 1998 年达到 400% 以上，美国在 2008 年达到 350% 以上，日本在 90 年代中期达到 250%）。

<sup>2</sup> 新西兰（1992 年）的信贷激增源自于 1988 年的一次性信贷扩张，且其基数很低。香港特别行政区（1983 年）的信贷激增应以香港作为全球金融中心这一角色予以看待。芬兰（2003 年）的信贷激增是 90 年代末大规模去杠杆后经济复苏的结果。印度尼西亚（1990 年）和瑞士（1985 年）的信贷激增最终在信贷进一步扩张后导致了危机。

(占GDP百分比)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
存款总额	139	163	166	165	170	176	182	191	200
对非金融部门的信贷总额	131	160	170	168	179	190	201	214	234
增扩的公共部门(广义政府+ 地方政府融资平台 + 政府基金)	38	43	42	43	44	48	52	57	62
其中广义政府依照基金组织的定义	27	34	34	34	34	37	40	43	44
私人部门	93	117	127	125	135	142	148	158	172
国企	40	46	54	53	57	60	61	66	74
非国有企业	35	46	46	44	48	49	52	53	54
住户	18	24	27	28	30	33	35	38	44
(占存款总额的百分比)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
存款总额	100	100	100	100	100	100	100	100	100
对非金融部门的信贷总额	95	98	102	102	105	108	111	112	118
增扩的公共部门(广义政府+ 地方政府融资平台 + 政府基金)	28	26	25	26	26	27	29	30	31
其中广义政府依照基金组织的定义	19	21	20	20	20	21	22	22	22
私人部门	67	72	77	76	79	81	82	82	86
国企	29	29	32	32	33	34	34	35	37
非国有企业	25	29	28	27	28	28	29	28	27
住户	13	15	16	17	17	19	20	20	22

- **然而**，贷存比并不能反映出资产负债的全貌。许多国家虽然贷存比稳定，但也爆发了危机，这些案例通常与银行通过非贷款和非存款融资扩展资产负债表有关。许多此类资产的监管可能都不太严格（抵押也不足），而融资来源往往会包含同业敞口，这可能增加了系统性风险。在中国，2016年的非贷款资产占总资产的比例约为50%，高于跨国样本的中位数水平。
- **强有力的资产负债表资产端**。企业资产负债表受益于资产价值的不断增长（增幅高于负债）。杠杆率（按债务与资产比衡量）因而一直在下降。
  - **然而**，如果信贷激增结束，资产估值可能会急剧下降。企业负债主要是金融负债，而相当大一部分资产为非金融固定资产（如土地），这部分资产或许不能方便地进行变现，并有可能面临估值的大幅变化。此外，较脆弱的企业（如偿债能力较弱的企业）往往持有的流动性资产较少，意味着这些企业在压力时期的缓冲较少。
- **国家控制经济，财政空间充足**。政府拥有充足的财政空间，截至2016年，官方的广义政府债务占GDP的比例不到40%。政府可以运用其资源为系统提供支持。
  - **然而**，实际的财政空间较为有限且正在减小，因为“增扩”赤字预计将在中期扩大至GDP的90%以上，而债务也处于不可持续的发展轨道上。由于存在间接成本（GDP增速放缓、税收收入下降、政府支出增加、利率支出上升以及存在或有负债等），开展救助在整个经济体内产生的成本很可能高于金融体系的直接成本。救助的过程也可能并不顺利，即便是政府成功使用了财政资源，也可能加深道德风险并增加未来救助的潜在成本。<sup>3</sup>
- **流动性供应及资本管制**。人民银行总能提供流动性来应对融资压力，且资本管制仍然十分有效。
  - **然而**，考虑到金融体系的规模、复杂性和相互关联，央行即便能快速采取行动也可能是不足的（例如美国在全球金融危机中的情况）。如果即将出现融资压力（如小银行或非银行出现压力），鉴于系统十分复杂，目前还不清楚当局能否控制这种压力。流动性供给也可能导

<sup>3</sup> 在跨国研究中，估计直接财政成本平均为GDP的5%至10%（Laeven和Valencia，2010年），而因或有负债而产生的间接财政成本在1990年至2014年期间估计约为GDP的6%（Bova等人，2016年）。Dell'Ariccia等人（2012年）也估计，救助系统性金融危机的财政总成本估计约为GDP的15%。

致资本外流和外汇压力，加剧道德风险。虽然可以大幅收紧资本管制，但可能会引发经济增长放缓，并可能引发更多的资本外流。此外，这种管制往往随时间推移而失去效力。

- **强劲增长及金融深化。** 信贷的快速增长是经济强劲增长的结果，且可能是金融深化的体现。
  - **然而，** 更快的增长不太可能解决问题，因为投资/信贷的效率正在快速下降，企业（特别是国企）的财务表现（盈利能力、杠杆及偿债能力）正在恶化，并对银行的资产质量产生不利影响。中国快速的金融深化也已超过了对增长产生最大积极影响的转折点（基金组织 SDN/15/08）。更多的金融深化将使经济增速进一步放缓。

**8. 这些因素为应对不可持续信贷增长带来的风险争取了时间，使中国可逐步去杠杆。** 我们考察了一个示意性的主动情景，其中，结构性改革（特别是国企改革）得以更快推进，资源配置的总体效率更快改善，这使信贷增长能逐步放缓，这支持了中期的增长前景。短期增长可能减速，这反映了调整的速度；但中期增长将会因全要素生产率的上升而提速（Lam 等人，2017 年）。即便信贷增速有所放缓，但信贷效率的提升将有助于在中期提升 GDP 增速（私人信贷增长约 8.5%），这将使国内非金融部门信贷占 GDP 的比例在 2022 年稳定在 270% 的水平。

**9. 因此需要果断采取政策行动，以便实现信贷增长的顺利降温。** 一个先决条件是不再强调过高且难以实现的 GDP 增长目标以及为实现此目的而形成的过多信贷。为了在信贷扩张放缓的情况下支持增长，需要采取综合性的策略，通过减少那些使用信贷最为低效/生产率最底下的主体的信贷需求，从而提高信贷效率。还必须开展金融改革，加强监管框架，包括弥补监管套利漏洞、减少非银行金融机构和理财产品的杠杆，提高其透明度（专栏 2）。

## 参考文献

- Bova, Elva, Marta Ruiz-Arranz, Frederik Toscani, and H. Elif Ture, 2016, "The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset", IMF Working Paper 16/14.
- Chen, Sophia and Lev Ratnovksi, 2017, "Credit and Fiscal Multipliers in China", manuscript
- Dell’Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, Luc Laeven, and Hui Tong, 2012, "Policies for Macroeconomic Stability: How to Deal with Credit Booms", IMF Staff Discussion Note 12/06.
- Laeven, Luc and Fabian Valencia, 2010, "Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad, and the Ugly", IMF Working Paper 10/146.
- Lam, W.R., Y.Y. Tan, Z.B. Tan, and A. Schipke, 2017, "Tackling Corporate Debt and Achieving Productivity Gains—The Central Role of State-owned Enterprises," forthcoming IMF Working Paper.
- Sahay, R., M. Čihák, P. N’Diaye, A. Barajas, R. Bi, D. Ayala, Y. Gao, A. Kyobe, L. Nguyen, C. Saborowski, K. Svirydzenka, and S.R. Yousefi, 2015, "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets", IMF Staff Discussion Note 15/08.

### 专栏 1. 信贷的衡量：中国非金融部门的信贷规模有多大？

- 最狭义的衡量指标是银行对私人部门的债权，截至 2016 年约为 GDP 的 155%。
- “社会融资规模”这一统计数据不仅涵盖了传统的银行贷款渠道，还包括了通过金融机构表外相关项目——信托贷款、委托贷款和未贴现银行承兑汇票——以及企业债券发行（和股票发行）进行的融资。截至 2016 年末，社会融资规模存量约占 GDP 的 209%，其中家庭约占 44%。此外，官方的广义性政府债务约为 GDP 的 39%。
- 国内非金融部门信贷总额估计约占 GDP 的 234%，比上述社会融资规模及一般性政府债务之和要小。这在很大程度上是因为之前向地方政府融资平台提供的、被明确承认为地方政府债务的信贷（约占 GDP 的 17%）同时被纳入了社会融资规模与广义政府债务统计中。
- 在处理尚未被确认为政府债务的地方政府融资平台债务时，很难区分公共债务与私人债务。从法律角度看，当局对广义政府债务（GDP 的 37%）的定义仅包括之前被确认为地方政府债务的地方政府融资平台借款，其属于公共债务；而剩余部分则为私人债务（197%）。但如假设公共政策产生了未经确认的地方政府融资平台债务，且政府指导性基金及专项建设基金中的社会资本部分是政府的或有负债，则应使用“增扩”债务作为公共债务的总额（截至 2016 年为 GDP 的 62%），而剩余的非金融部门债务为私人债务（172%）。

### 专栏 2. 基金组织对货币政策和金融稳定的机构观点

- 原则上看，只有当成本小于收益时，货币政策才能偏离传统的稳定价格和产出的目标。在加息时，短期成本来自于产出和通胀的下降。而随着金融风险的下降，收益主要在中期得以实现，尽管其效果不十分确定。
- 通过逆风干预来应对金融风险，这么做的理由通常不很充分。即使收益超过了成本，实施起来仍然充满挑战，包括实时发现脆弱性并预测危机，以及使用审慎政策来调整货币政策。
- 宏观审慎政策应该是防御金融失稳的关键工具。这些措施如具有针对性且行之有效，将比货币政策更能触碰问题的根源，更好应对失衡和市场不完善问题。此外，这也能使货币政策专注于价格稳定职能。
- 但在某些情况下，收益似乎能够超过成本，特别是当存在清晰的利率传导机制时。例如，当信贷快速增长时，加息可能会防止过度的自我实现行为，从而对信贷增长和危机概率产生更大影响。当金融体系规模庞大、相互关联性很高，并且缺乏具有明确针对性的宏观审慎措施时，危机可能十分严重，在这种情况下，收益可能也会上升。

## 应对企业债务问题，提高生产率——国企的核心作用<sup>1</sup>

- 国有企业在高企且不断攀升的企业债务中占据核心位置。其中许多国企是不可持续经营的“僵尸”企业，且位于产能过剩部门。这些企业在企业债务中占据了过大的比重，是企业债务增长的主要原因。
- 改革不仅对降低债务的脆弱性和抑制金融风险至关重要，也关乎生产率的提升和推动经济增长。工作人员估计，国企改革可能提升中国每年的长期增长潜力约1个百分点。
- 中国已经推出了各种改革措施，以促进去杠杆和处置问题企业，但进展缓慢。由于国企改革有限、关停产能被重启以及僵尸企业缓慢退出，这一工作变得更为复杂。
- 要加速推进这一工作，就需要有一个更为全面、协调的战略，其应包括：按时限完成对问题企业的“甄别”、确认损失、促进运营重组和减少隐性支持、清算僵尸企业、依靠市场力量解决产能过剩问题等。

### A. 介绍和关键事实

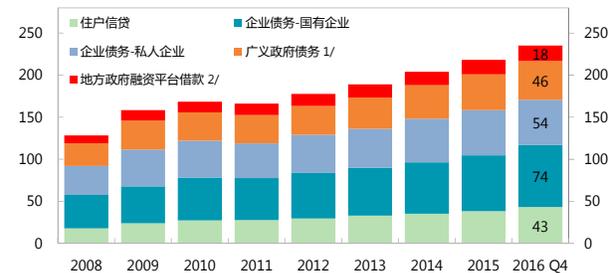
**1. 面对高企且不断增长的企业债务，政府已经提出了广泛的议程，以解决杠杆过高的风险。**该战略旨在重组债务，削减过剩产能，清理不可持续经营的“僵尸”企业。<sup>2</sup>同时，政府还在寻求逐步去杠杆并推进国企改革，从而减少信贷错配。

**2. 企业债务的脆弱性问题集中在国有企业、僵尸企业和产能过剩企业（表1）。**这些企业作为一个整体，在企业总债务中占据了过大的比重，同时也是企业债务近年来增长的主要原因（附录表1）。企业层面数据的实证分析显示，问题企业存在很大程度的重叠：它们更有可能是国企、产能过剩部门企业以及位于北部/东北地区企业。

#### 僵尸企业

**3. 政府将“僵尸企业”定义为连续三年亏损、环境/技术不达标、与国家产业政策不符、其生存严重依赖**

企业信贷大幅攀升  
(占GDP百分比)



来源：CEIC；基金组织工作人员的估计。

<sup>1/</sup> 含一部分被确认为地方政府债务的地方政府融资平台债务。

<sup>2/</sup> 地方政府融资平台不计入官方的广义政府债务数据。

表 1. 企业债务脆弱性分析计分表<sup>1/</sup>

指标	国有企业	产能过剩企业	僵尸企业
企业债务脆弱性的不同维度：			
1 企业债务规模大(占GDP比重)	暗红	暗红	暗红
2 对企业债务总量的贡献较大	暗红	暗红	暗红
3 企业经营基本面不良	暗红	暗红	暗红
4 区域集中度高	暗红	暗红	暗红

1/ 脆弱度顺次为暗红、红、黄、绿（暗红为最严重）。

2/ 企业基本面衡量指标包括盈利能力、杠杆率和利息覆盖率。

<sup>1</sup> 由 W. Raphael Lam 根据 W.R. Lam、Y.Y. Tan、Z.B. Tan、A. Schipke（2017年）即将发布的工作报告完成。QI Zhe、TAN Yuyan 和 WU Yuchen 开展了卓越的研究工作。感谢人民银行、发改委、财政部、国资委和银监会提供的建议。

<sup>2</sup> 不可持续的僵尸企业是指那些清算价值大于持续经营价值的企业，其中已考虑了可能的重组。

(continued)

政府或银行支持的企业。<sup>3</sup>僵尸企业在企业总债务中的比重近年来有所上升。僵尸企业增加了企业债务的脆弱性，这不仅是因为其债务水平很高，也是因为其业绩持续低迷并可能挤占了其他非僵尸企业的投资（Tan 等人，2017 年）。比起非僵尸企业，僵尸企业的杠杆更高、回报更低且生产率更低。僵尸企业在 3 至 5 年后仍将保持如此，且业绩还将继续恶化。

## 过剩产能企业

4. 产能过剩部门是指产能利用率低且持续亏损的行业。<sup>4</sup>虽然产能过剩企业在 2008 年至 2016 年对企业债务的上升贡献不大，但估计占到企业总债务的 10% 至 15%（附表 1）。虽然 2016 年以来产能过剩企业的盈利能力有所改善，但在企业总债务中的比重仍然很高。

## 国有企业

5. 国企经常会承担非商业性职能，如实施国家发展战略、履行社会服务职能等。中央国企的集团数量约为 102 个，而各个集团又拥有多层子公司，在全国共有 167000 家非金融国企。它们往往享有要素投入方面的隐性补贴（如土地、信贷和市场保护等，估计约为 GDP 的 3% 左右），而它们在实现社会功能时又会产生额外的成本（Lam 和 Schipke，2017 年）。

6. 虽然国企在工业产出中的比重在下降（在过去 15 年间从 40% 下降至 15% 左右），但它们在企业债务中的比重过高（2016 年占企业总债务的 57%，为 GDP 的 72%），且在 2008 年至 2016 年贡献了企业总债务增幅的近 60%。总体上看，国企的业绩不如私人企业，回报率和生产率都较低（基金组织，2016 年）。在控制了行业后，国企的生产率也比私人企业低 25%。

无力生存的僵尸企业又有所增加，尤其是在总债务的比重方面

（占所有工业企业的比重，按企业数量，或按债务加权）

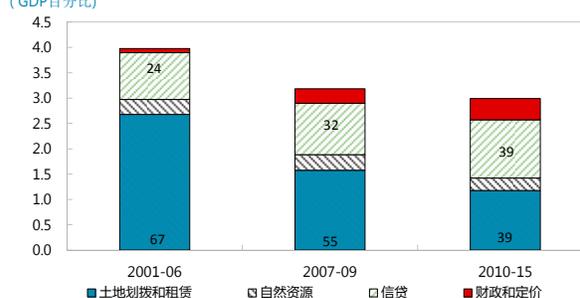


来源：国家统计局工业企业调查，基金组织工作人员的估计。

1/ 2010 年的数据缺失，估计值基于 2009 年和 2011 年的平均值。使用的是以下两种僵尸企业定义的折中定义（国务院；Fukurama 和 Nakamura (2001)）。

对国企的隐性支持更多是在信贷配置方面

（GDP 百分比）



来源：Unirule Institute of Economics (2015)；CEIC；当局的估计。

1/ 柱形图中的数字代表占有隐性支持的比重。

## 通过处置问题企业提高生产率

7. 处置问题企业和硬化国企预算约束的改革将改善资源配置并提升效率。根据中国企业的生产率的分布情况，若中国向生产率分布更为高效的国家趋同（按国家排名前 75 至 90 个百分位数来衡

<sup>3</sup> 本文还使用 Fukuda 和 Nakamura (2011 年) 提出的另一个定义，对一年内到期的短期债务进行了调整。其将“僵尸企业”定义为持续出现亏损的企业，且其利息支付成本低于市场贷款利率——这是债权人或政府提供支持的另一种体现。

<sup>4</sup> 本文将煤、钢、水泥、电镀玻璃和铝等行业作为产能过剩部门。其他研究有时也会将造纸、太阳能发电、化学制品、造船、燃煤发电包含在内（如欧洲商会代表团，2016 年）。这些行业的数据被归入更广泛的制造业中。

量），将使生产率提升，提高每年的长期增长潜力 0.7 至 1.2 个百分点（基金组织，2017 年；Lam 等人，2017 年；Hsieh 和 Klenow，2009 年）。

## B. 近期情况及政策措施

### 去杠杆和债务重组

- 政府策略和近期情况。总的策略是建立债务重组的市场和法律框架（而非国家直接救助），目的是防范系统性或区域性风险。债务重组已逐步取得了进展。成立了由发改委牵头的跨部门小组，负责推动去杠杆进程；监管机构重新开始关注解决过高杠杆率的问题。有关债转股和多债权人的债权人委员会的指导文件也相继发布。
- 工作人员评估。发布指导文件是迈向建立解决过高企业债务问题全面框架的积极的第一步。但指导文件缺乏有关确认损失和问题企业运营重组的重要细节。虽然一些国企重组案例包含了运营重组的内容，但并没有明确其细节和时间框架（至少并未公开）。一些债转股名义上是股票，实质却是债务。此外，若不同时努力降低信贷增速，那么只在表面上开展财务重组来满足去杠杆“目标”（如降低企业层面的负债资产比率）的风险会越来越高，而深层结构性问题无法得到解决，这本质上是拖延时间。

### 清理僵尸企业

- 政府策略和近期情况。政府的策略是让僵尸企业（主要关注国企）通过一系列选择实现退出，这包括资产转让、合并和破产清算等。政府已将 2000 多个中央国企（总资产约为 GDP 的 4%）和 7000 多个地方国企确定为僵尸企业。据报道，在已确定的中央国企僵尸企业中，已有 20% 在 2016 年得到处置，不过并未提供相关细节。不良贷款的监管也做出了修订，以加快僵尸企业的破产清算。
- 工作人员评估。工作重点被重新放置于让僵尸企业退出上，这种做法是适宜的。但由于缺乏处置的细节，很难评估进展情况。随着盈利能力改善，僵尸企业的债务问题估计有所缓和，但要解决这些债务问题可能仍很困难，因为国企僵尸企业比其他僵尸企业维持现状的可能性高出 30% 左右。

### 削减产能

- 政府策略和近期情况。政府打算结合市场力量、法律和行政措施，逐步淘汰低技术含量和高污染的产能。煤炭和钢铁行业已经制定了中期目标，将在 2015 年基础上，在未来 3 至 5 年内削减 10% 至 15% 的产能，减少 180 万工人。2016 年削减产能超计划完成，2017 年也正有序进行。过去 2 到 3 年中，有关员工减少了 30% 且未出现大规模失业（附表 2）。政府还将削减产能扩大到其他行业（如燃煤发电和建筑材料），并建立了 1000 亿元人民币的国企重组基金来强化社会保障体系。
- 工作人员评估。削减产能的目标将多数工作靠前安排，这种做法是适宜的，但还可更进一步。根据目前的削减目标，由于先前已计划的投资，粗钢产能在 2018 年至 2020 年将仍接近 2013 年的水平，占全球产能的近一半（Sekiguchi 等人，2016 年；欧洲商会代表团，2016 年）。部分已关停产能又恢复了生产。产能过剩行业的债务并没有下降，表明问题贷款尚未得到充分确认（银行没有将这些问题贷款划分为不良贷款）。政府也还在依靠行政性措施（如合并、减少工作日、窗口指

导价格等)。据报道,银行也为存在支付困难的企业提供了再融资(如山西七大煤炭企业)。产量受到的影响也不大,自2015年以来,煤和粗钢的产量增长了3%至8%。

## 国企改革

- 政府策略和近期情况。国企改革被强调为关键的优先工作,其策略是将现代公司治理与党的领导“自然统一”起来,从而提高效率,实现国家的发展目标(基金组织,2016年;Naughton,2016年;Leutert,2016年)。最近的措施包括:(1)将部分中央国企进行整合;(2)逐步废除国企对职工的社会职能;(3)将半数左右的国有股权转让给社会保障基金;(4)减少中央国企的亏损;(5)2017年将中央国企的子公司单独注册公司;(5)实施员工持股试点,调整激励措施;(6)在混合所有制试点下,引入其他投资者,继续致力于向私人部门和外资投资开放相关行业(如旅游、医疗、电力及公用事业等)。
- 工作人员评估。国企改革的实施滞后于其他改革,尚未提高增长的潜力。例如,国企利润上缴已经远低于30%的目标水平。初步分类显示,只有不到60%的国企被认为具有商业竞争力(这一类国企将直接面临市场竞争),这引起了对国企改革能否显著提高生产率的担忧。

## C. 政策影响

**8. 企业债务的脆弱性问题横跨僵尸企业、产能过剩企业和国有企业。**重启已关停产能、僵尸企业的零星退出、国企改革进展有限等问题,使这一工作变得更为复杂。要解决这些问题企业债务过高的问题,需要使用综合、协调的方式,按照一定的时间开展行动。因此,应重点由政府主导工作,同时允许市场力量发挥作用。应出台补充性措施,开展业务重组来提高效率(Maliszewski等人,2016年)。具体而言:

**9. 重组企业债务。**在近期工作的基础上,坚定实施至关重要。尤其是:

- 评估企业的可持续经营能力。开展有针对性的资产质量评估将是有益的,能够评估企业的可持续经营能力。支持性政策还应包括:完善会计审计规则,以提供及时准确的财务信息;提高评估人员评估资产的标准;实现高效的信用登记等。
- 确认和分摊损失。监管机构应加强对监管政策的评估,如贷款分类、银行资、抵押品估值、审慎报告等,以促进银行积极处置不良贷款。
- 应迅速为问题国企制定运营重组计划。债权人和新的股权持有人需要获得合理的保证,确保重组后的企业可以持续经营。实证研究结果有力地显示,公司治理改革(可能包括剥离资产和变更管理层)、去杠杆和强化预算约束等能帮助问题企业重新实现可持续经营。
- 优化重组机制:
  - 债权人委员会也应符合国际最佳做法(如“多债权人协议破产原则”),允许充分的停滞期,在债务人与债权人之间实现信息共享,限制债务人损害企业价值的行为等。
  - 在开展债转股之前,应对问题企业的资产质量进行评估,并得到运营重组的支撑。应按经济/市场价值(而非面值)来转让银行贷款,并为此开展独立评估。

- 确保破产法院和专业人士拥有足够的资源来开展估值，确保其能克服破产框架中余下的障碍，这将至关重要。
- 明确公共部门的作用。首先，应赋予部际会议明确的职能，以帮助引导期望（特别在识别僵尸企业和国企改革方面）。其次，政府应牵头开展国企可持续经营能力的评估，其应排除国家的支持。第三，税务当局等公共债权人需要在债务重组中确认损失（根据严格的条件）。

#### 10. 清理僵尸企业。

- 消除隐性支持。政府应停止隐性支持，允许银行管理对僵尸国企的债权，从而向生产率更高的用户重新分配资产。僵尸企业提供的基本社会功能应转移至财政预算中。
- 清理已识别的僵尸企业。应该公开识别无法持续经营的僵尸企业，使其更多破产清算。作为补充，应为此制定一个明确的时间表，以便在 1 至 2 年内处置所有识别出的僵尸企业。

#### 11. 削减过生产能。

- 提高净削减目标。政府应停止依靠行政手段（这将不可避免地导致更多的扭曲），转而严格执行更大、更有雄心的净产能削减目标。可以为其他产能过剩部门设定指示性目标，且在净值意义上设定更富雄心的削减目标。
- 逐步取消能源补贴，征收资源税。更多使用资源税（炭税）和环境税、减少能源补贴以及更严格地执行监管标准（如安全标准和环境标准），将有助于逐步淘汰不达标的产能。
- 提供社会保障体系。关停产能和债务重组将造成社会福利的损失，如人员下岗（估计有 280 万工人下岗）。定向社会政策可以补充当地的社会保障，减轻下岗带来的社会成本。

#### 12. 国企改革。如果不能果断推进国企改革，应对企业债务的措施有可能成为纯粹的财务重组，从而无法改善新信贷资源的配置。

- 运营重组。应更加重视问题国企的运营结构调整并确认损失（以及止损）。国家不应掩盖问题、将问题国企与健康的国企合并，也不应鼓励债权人为问题国企提供新的融资，即便这将意味着需要立即确认损失并使经济增速小幅放缓。
- 加强预算约束。减少国企可使用的信贷和隐性支持，这不仅可以解决现有的债务积压问题，而且还能提高新增信贷的效率。这需要通过更加容忍违约、加强单个国企的股息上缴（在 2020 年达到 30%）来加强预算约束。
- 促进市场准入。减少准入壁垒，逐步消除那些给国企带来特权限制因素，这将实现公平的竞争环境，增加市场竞争。履行承诺，开放受保护的、由国企主导的服务业（如物流、金融、电信等），打破行政垄断，这些都将促进竞争、促进经济增长。

## 参考文献

- European Union Chamber of Commerce (2016) "Overcapacity in China—An Implementation to the Party's Reform Agenda", Roland Berger.
- Fukuda, S. and J. Nakamura (2011) "Why Did 'Zombie' Firms Recover in Japan?" *World Economy* vol. 34/7.
- Hsieh, C.-T., and P. Klenow, 2009, "Misallocation and Manufacturing TFP in India and China." *Quarterly Journal of Economics* 124 (4): 1403–448.
- International Monetary Fund (2016) "The People's Republic of China: 2016 Article IV Consultation Staff Report", IMF Country Report No. 16/270.
- W.R. Lam, Y.Y. Tan, Z.B. Tan, and A. Schipke (2017) "The Central Role of State-owned Enterprises and Nonviable Zombie in Corporate Debt Vulnerabilities", forthcoming.
- Lam W.R. and A. Schipke (2017) "State-owned Enterprises Reforms", in *Modernizing China: Investing in Soft Infrastructure*, IMF Publishing.
- Leutert, W. (2016) "Challenges Ahead in China's Reform of State-owned Enterprises", *Asia Policy* 21 (January): pp.83–99.
- Maliszewski, W., S. Arslanalp, J. Caparusso, J. Garrido, S. Guo, J.S. Kang, W.R. Lam, T.D. Law, W. Liao, N. Rendak, P. Wingender, J. Yu, and L. Zhang (2016) "Resolving China's Corporate Debt Problem", IMF Working Paper No. 2016/203.
- Naughton, B. (2016) "State Enterprise Reform: Missing in Action", in *The State Sector's New Clothes: Will SOEs save China's Economy or Drag it Down*, *China Economic Quarterly* 20 (2), June 2016.
- Sekiguchi, N., H. Otsuka, A. de Carvalho, and F. Silva (2016) "Capacity Developments in the World Steel Industry", Organisation for Economic Co-operation and Development, Directorate for Science, Technology, and Innovation (Steel Committee), DSTI/SU/SC(2015)8/FINAL
- Tan, Y., Z. Tan, Y.P. Huang, and W.T. Woo (2017) "The Crowding-out Effect of Zombie Firms: Evidence from China's Industrial Firms", forthcoming in *Economic Research Journal*.
- Unirule Institute of Economics (2015) "The Nature, Performance, and Reform of the State-owned Enterprises", Unirule Institute of Economics, Beijing.

## 附件 I. 僵尸企业、产能过剩企业和国有企业的债务脆弱性问题

与僵尸企业、产能过剩和国企关联的债务脆弱性

截至2015年年末，百分比（除非另有说明）	债务水平		对总的公司债务的贡献度 (2008-2015)		企业绩效				地区集中度 <sup>1/</sup>
	公司债		增加 (占GDP百分比)	贡献度	2003-2008		2015		2015 部分省份总和的占比
	占总量百分比	占GDP百分比			杠杆率 <sup>2/</sup>	资产收益率	杠杆率 <sup>2/</sup>	资产收益率	
总量	100	119	45	100					
私人企业	45	53	19	42	144	7.1	101	5.9	...
国有企业	55	66	26	58	125	3.2	192	2.6	37
产能过剩部门 <sup>3/</sup>	14	16	3	8	156	6.1	189	3.7	43
其中:									
煤炭	3	3	2	5	146	6.9	205	0.8	17
钢铁	5	6	0	1	162	6.0	180	3.1	18
僵尸企业 <sup>4/</sup>									
1) 国务院定义	4	4	2	3	247	-5.3	346	-5.9	44
2) 修改后的Fukuda和Nakamura提出的定义	9	10	3	7	242	-1.7	284	-1.6	40

来源：人民银行、CEIC、国家统计局、基金组织工作人员的估计。

1/ 地区集中度衡量的是工业负债占华北和东北地区（黑龙江、吉林、辽宁、山西、陕西、河北、内蒙）总工业负债的平均百分比。例如，煤炭企业负债平均而言占到了这些省份总负债的17%（其中在山西占51%），钢铁企业负债占了18%（其中在河北占37%）。总体而言，产能过剩企业占到了华北和东北地区工业负债的21-65%。

2/ 杠杆率是指总负债与总股本的比率(百分比)。

3/ 产能过剩行业包括煤炭、钢铁、电镀玻璃、水泥、铝和有色金属。

4/ 僵尸企业的债务比例基于国家统计局工业调查（1998-2013）的工业负债数据，然后按总量比率将其调整至公司债务总量。2013年之后的数据基于信贷增量和总体公司业绩得出。

注：过剩产能企业和僵尸企业的数量是初步的估计，后期可能会调整。

## 附件 II. 煤炭、钢铁行业削减产能

(百万吨, 除非另有说明)	实际				目标或预测		
	2013	2014	2015	2016	2016	2017	2018-20
<b>粗钢</b>							
产能	1,082	1,160	1,200	1,144	1,155	1,104	1,097
产能削减	-9	-31	-17	-65	-45	-50	-35
新增产能	96	109	57	9	12	9	28
生产产出	724	822	804	808			
利用率(百分比)	67	71	67	71			
就业(百万人) 1/	4.9	4.7	4.2	3.8	3.9	3.5	2.9
工人减员数(百万人)	-	-0.1	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.6
<b>煤炭</b>							
产能	-	-	5,700	5,410	5,450	5,370	5,160
产能削减	-	-	-	-290	-250	-150	-320
新增产能	67	50	26	-	-	110	110
生产产出	3,974	3,874	3,747	3,364			
利用率(百分比)	-	-	66	62			
就业(百万人) 1/	5.3	4.9	4.4	4.0	4.2	3.9	3.9
工人减员数(百万人)	-	-0.4	-0.5	-0.5	-0.2	-0.1	0.0

来源：WIND, CEIC, 基金组织工作人员的估计。

1/ 当局意图在2017年削减煤炭和钢铁行业50万个工作岗位(或在中期减少180万人)。这里假设2016年的削减目标是基于2015年就业水平的总削减目标的五分之一。

## 中国基于市场的货币政策方案<sup>1</sup>

- 中国货币政策的实施越来越基于市场，新的利率走廊成为货币政策的主要手段。
- 中国人民银行的利率对银行贷款利率、政府债券收益率和其他市场融资或贷款利率起着重要的传导作用。
- 采用产出和价格的 VAR 分析发现，利率对经济活动和价格的影响很大，不过对后者的影响有些滞后。
- 泰勒规则表明，2017 年初之前的货币政策态势都是宽松的。
- 下一个重大改革应该是引入通货膨胀目标或范围，以及实现人民银行操作（工具）的独立性。

**1. 中国经历了迅速的金融创新，实施了金融市场放开和重大改革，使得金融部门近些年发生了一些转变。** 银行在金融中介方面仍发挥重要作用，但是，在作为信贷来源以及为中国企业和家庭提供金融服务方面，其他非银行金融机构和资本市场的作用变得日益重要。总体而言，在过去几年里，中国的金融体系变得愈加市场化，同时也更加复杂。为此，中国人民银行的货币政策操作越来越依赖标准化的市场体系，政策利率成为货币政策的主要手段。本文旨在回答以下关于货币传导渠道的问题：

- 政策利率对市场和银行利率的传导效果如何？
- 利率对经济活动和通货膨胀有显著影响吗？
- 中国的长期中性利率是多少？中国目前货币态势的宽松程度如何？
- 为了过渡到现代化的和基于市场的货币框架，下一步的举措是什么？

### A. 背景：政策变化和不断演进的框架

**2. 中国的货币政策正在变得更加市场化。** 目前已基本取消信贷控制和对银行贷款和存款利率的限制，短期市场利率越来越多地反映货币政策态势方面的信息。虽然货币增长率（M2）仍是官方规定的货币政策中间目标（2017年同比增长12%），但是，人民银行不再明确强调其重要性，并指出目前正在使用7天回购利率发出政策信号（参见人民银行，2016年a）。人民银行还表示，它考虑使用7天同业回购利率（具体来说，是每日按交易量加权平均的存款机构回购利率，公布为DR007）作为适当的操作目标。大约自2015年年中以来，此利率一直停留在新的利率走廊里——走廊的下限事实上是人民银行回购操作的拆进利率，其上限

<sup>1</sup> 作者：Thomas Harjes（货币与资本市场部）。

(continued)

是人民银行常备借贷便利（SLF）的利率（如下图）。<sup>2</sup> 如符合计划人民银行的宏观审慎要求（MPA），国内银行则可以随时使用人民银行的常设借贷便利，其可以以较广泛的抵押品（包括银行贷款）作为抵押。<sup>3</sup>

3. 2017 年初，人民银行开始逐步提高其公开市场（回购）操作和常备借贷便利（SLF）的利率。2 月和 3 月，人民银行两次提高了逆向回购操作的中标利率及常备借贷便利利率，每次提高 10 个基点。<sup>4</sup> 两次提息发生在 2016 年下半年货币市场波动略增大之后，当时人民银行通过每日向公开市场操作投放少于银行投标的流动性，试图将同业 7 天回购利率往利率走廊中间引导。<sup>5</sup> 2017 年初，人民银行不时暂停日常操作，以鼓励更多的市场活动。

人民银行提高短期利率



## B. 货币政策传导

4. 人民银行的政策利率大致可以反映中国的货币政策态势。历史上，人民银行采用若干工具（以价格和数量为基础）来执行货币政策。过去，人民银行的存贷款基准利率、公开市场操作利率、准备金要求、外汇干预和直接贷款管制都曾被用作货币政策工具。公开市场操作利率、准备金要求和外汇干预方面的变化都能影响银行间的回购利率，但是，后者的变动也可能反映了人民银行未能充分满足的流动性需求冲击。在下面的分析中，我们假设 7 天同业回购利率（即使在 2015 年中最终成为主要操作目标之前）的变化主要由人民银行决定，尤其在较低频率/更长时间段，因此，它还可以被理解为 2005-2016 年度样本中的（人民银行的基准贷款利率外的）“影子”政策利率。这意味着人民银行数量工具的使用被校准到大致符合其利率态势。事实上，人民银行已经出台利率走廊，并且，虽然尚未正式公布，但人民银行公开市场操作的 7 天回购利率已经有效起到了主要政策利率的作用。
5. 人民银行的政策利率对平均银行贷款利率有着较强的传导作用。历史上，人民银行的银行贷款基准利率与银行的平均贷款利率之间有着密切的联系，这表明，人民银行利率曾经用

<sup>2</sup> 2015 年中以来，人民银行一直在货币市场维持结构性流动性赤字，从而阻止市场回购利率下降到低于人民银行的利率。如果是结构性盈余（例如，在量化宽松或购买大量未对冲外汇的情况下），超额准备金利率将成为利率下限。

<sup>3</sup> 2016 年初，人民银行公布了新的宏观审慎评估（MPA），用以解决金融体系中的宏观审慎风险。MPA 采用评分系统（0-100），有七个类别的十六个指标，用以评估银行机构的稳健性。

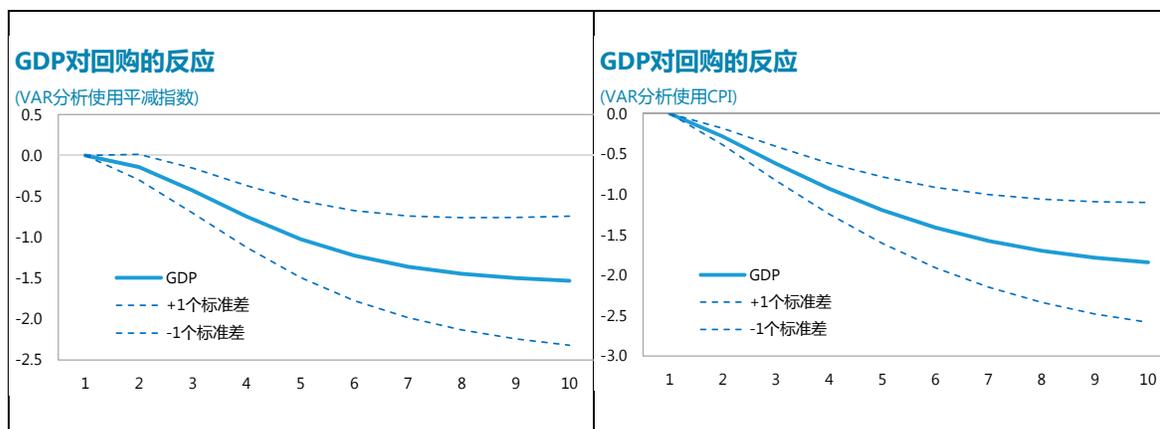
<sup>4</sup> 人民银行还提高了其较长期（14 天、28 天）回购操作和中期借贷便利（MLF，期限为 6 个月、12 个月）的利率。然而，这些较长期回购操作活动并不频繁，而且 MLF 注资主要用于抵消因人民银行出售外汇导致的持续流动性流失，而非就总体政策立场发出信号。

<sup>5</sup> 说明中的“银行间（interbank）”是指存款机构之间的交易，但在中国，“银行间”一词通常指包括非银行金融机构在内的更广泛的回购市场。

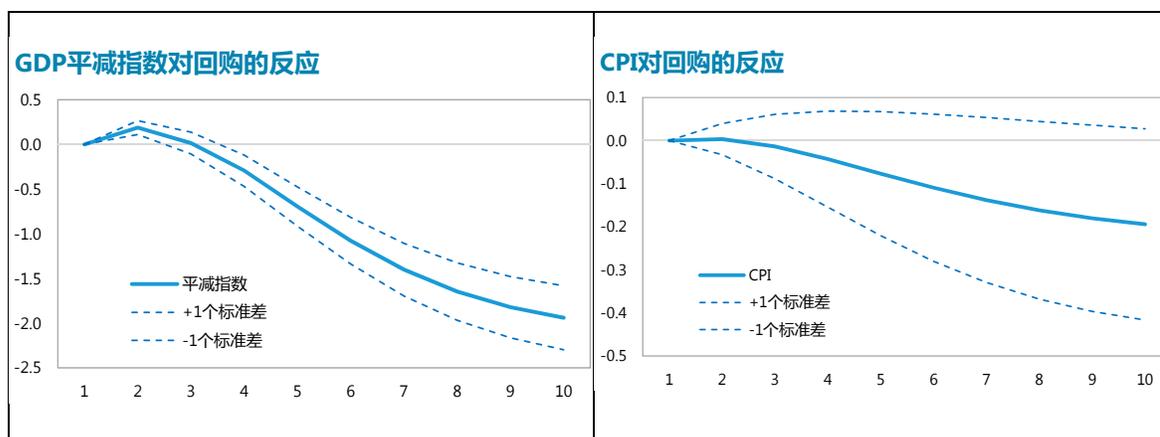
于界定银行贷款利率的下限（2013年被取消）。用人民银行基准利率或（平滑的）同业回购利率对平均贷款利率进行回归分析得出了显著的、较高的系数，基准利率约为 70%，回购利率约为 30%。<sup>6</sup> 值得注意的是，尽管当时的基准贷款利率保持不变，但 2013 年同业利率上升也推高了平均银行贷款利率，因为银行为保护利润率而转嫁了提高的融资成本，这表明银行间回购利率的重要性不断提高。

6. **政策利率变化还对短期政府债券收益率有着重要影响。** 两年期政府债券收益率是长期债券和公司债券收益率的重要决定因素，也可以用来衡量市场对未来几年货币政策态势的预期。所有政策利率均与两年期国债收益率呈正相关。双变量 VAR 分析显示，人民银行基准利率变化大约 6 个月之后对政府债券收益率产生完全的传导效应，对同业利率的传导效应较低，为 25%。
7. **采用产出和价格进行的 VAR 分析表明，人民银行的利率变动对经济活动和价格有着重要影响，对后者的影响有一些滞后。** 越来越多的证据表明，中国的货币传导机制有所改善，并且越来越接近主要市场经济体。在季度 VAR 分析中，GDP 对银行间市场回购利率变化的反应显著，在利率发生 100 个基点上升的两年后，累积的产出损失十分明显，大约为 1.7%。CPI 总体通胀率也略有下降（两年后约为 0.2 个百分点），但从统计上看并不显著。人民银行基准利率变化对通货膨胀影响不大，但具有统计显著性，同时，产出也出现下降，但其冲击响应函数在两个标准差范围之内。如果在季度 VAR 中用 GDP 平减指数替代 CPI，则回购利率变化会对产出和价格均产生显著影响。

利率受到 100 个基点冲击之后的脉冲响应函数



<sup>6</sup> 为了充分考虑贷款利率中的显著自相关性，在回归中使用其滞后值（2），其结果在各种参数设置中都是稳健的。



Note: Cholesky ordering (CPI, GDP, Repo) and (GDP\_Deflator, GDP, Repo).

8. **GDP 或通货膨胀/缩减指数不会对货币政策态势（M2，或贷款总量）的数量措施的变化做出显著反应。**当将 M2 或银行贷款加入到产出、价格和政策利率的 VAR 时，或用其替代政策利率时，在大多数参数设置中，其变化都不会对产出和价格产生太大的影响。同时，积极的政策利率变动（加息）会引发 M2 和银行贷款下滑。这些结果与 Fernald 等人（2014 年）的研究发现基本一致，Fernald 等人认为，中国的利率变动对经济活动和通货膨胀有着重大影响，而衡量信贷状况的其他指标，如 M2 或贷款水平冲击，其本身不会产生重大影响。

### C. 设定政策利率

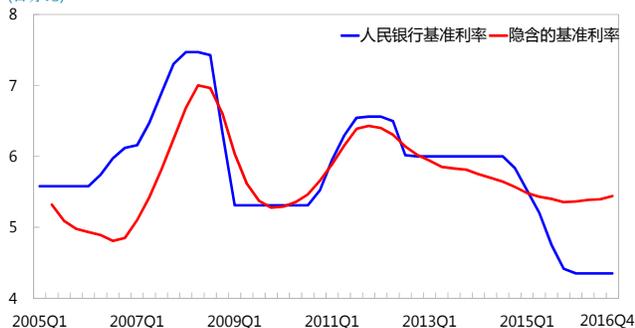
9. **人民银行新的利率走廊覆盖主要的有效政策利率。**这些利率包括人民银行 7 天回购利率（人民银行使用此利率经常向银行提供流动性）；超额准备金利率（即银行存入人民银行的资金超出准备金要求的部分）；以及 7 天常备借贷便利的利率（人民银行使用此利率每周要求向银行提供流动性）。自从“事实上”出台利率走廊（2015 年中期）以来，人民银行将 7 天的同业回购利率（DR007）引导到接近自己的回购利率，但是，最近一段时间，允许市场利率在人民银行 7 天回购利率和常备借贷便利定义的 100 个基点的走廊内有更多的波动。
10. **评估适当的政策利率水平是一项艰巨的任务，在中国尤其如此。**虽然价格和产出稳定是人民银行的重要目标，但是，汇率、资本流动和金融稳定问题在中国也非常重要。然而，当通货膨胀和产出变动推动政策利率调整（往往非常持久）时，用作为政策工具的基准利率或回购利率进行政策反应函数估算，将提供最佳的拟合结果。
11. **从长远来看，中国的中性实际利率有可能高于其他主要发达经济体。**
- 鉴于中国正在转向更加市场化的经济，以及其长期增长前景存在的不确定性，对其长期中性实际利率（定义为当经济运行接近潜力增长率时，经通货膨胀调整后的政策利率水平既不扩张，也不紧缩）的任何估计也非常不确定。在 2005-2016 年的样本期间，短期回购利率和总体通货膨胀率平均略低于 3%，这意味着实际（用 CPI 缩减后的）利率平均为零。然而，国民储蓄率仍非常高，普遍存在金融压抑，汇率显著升值，同时在过去十多年里资本账户和金融市场逐渐放开。因此，这些人为造成低的历史实际利率不能为当前或未来的中性利率水平提供太多的有用信息。

- He 等人（2015 年）估计长期中性利率在 4.0%至 4.5%之间，比美国在全球金融危机前的估计水平高几个百分点（例如，Taylor，2003 年，或 Laubach 和 Williams，2003 年）。然而，在过去几年里，对美国的中性利率预测已经大幅下调，美国联邦储备委员会目前认为其长期（2020 年之后）的实际利率接近 1%。总而言之，中国的长期中性实际利率似乎应该远远高于零，并略高于其他主要发达国家的水平，因为中国在一段时间里还将追求较快的产出增长。

**12. 泰勒规则表明，目前的货币政策态势（2017 年初）是宽松的。**如果使用滞后变量为有效政策利率相对较高的持续性构建模型，那么，用产出缺口和通货膨胀对中国人民银行的基准贷款利率进行回归就可以提供较好的拟合。<sup>7</sup>泰勒规则表明，2016 年底的货币政策态势呈现扩张性，因为它比规则所隐含的态势更为宽松（相差 100 个基点）。然而，简单的泰勒规则隐含地假定长期保持中性利率不变，而这可能不是过去十年的实际情况。展望未来，随着中国继续向更平衡和市场化的经济转型，泰勒规则不太可能提供一个稳定的长期关系。随着金融放开继续，以及消除对家庭和私人企业的信贷约束（及为国有企业提供的优惠信贷），中国的实际中性利率可能上升。国民储蓄率的下降也会助推这一趋势。

当前的利率低于泰勒规则显示的水平

(百分比)



注：泰勒规则假设通胀目标为3%，中性基准贷款利率为6%。  
来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

## D. 为了向市场化货币政策框架过渡，今后举措为何

### 13. 人民银行应实现其货币政策操作（工具）的独立性

- 人民银行的基准贷款/存款利率由国务院决定。人民银行在利率走廊相关利率的设定方面似乎有一些余地，但是，人民银行应完全和独立地负责这些利率的设定。人民银行可以宣布将 7 天同业回购利率作为新的操作目标，逐步淘汰公布基准利率的做法，因为在全面放开银行贷款和存款利率之后，将难以解释这些基准利率。
- 然而，操作独立性意味着货币政策职责的定义更为狭窄，长期目标（如中期通货膨胀目标）将由国务院决定，人民银行将向国务院负责实现这些目标。这将需要人民银行与公众和市场就其计划、目标和政策决定进行更好的沟通，从而提高货币政策的透明度。
- 虽然人民银行也可能在宏观审慎政策的执行中发挥重要作用，但应明确其与货币政策的划分，同时承认它们有时会相互影响。货币政策的执行应该依靠基于价格的工具，主要是新的利率走廊。人民银行借贷便利的定价和获得资格应基于明确的抵押规则，而非监管标准。

<sup>7</sup> 对回购利率（将其视作过去十年的“影子政策利率”）回归得出的拟合情况较差，产出缺口对回购利率没有很大影响。这可能反映出这样的事实：人民银行偶尔因金融稳定性考虑而提高回购利率。

## 参考文献

Dong He, Honglin Wang, and Xiangrong Yu (2015), “Interest Rate Determination in China: Past, Present, and Future”, *International Journal of Central Banking* 12, pp 255-277.

Fernald, John, Mark M. Spiegel, and Erik T. Swanson (2014), “Monetary Policy Effectiveness in China”, *Journal of International Money and Finance* 49, Part A, December 2014, pp 83–103.

Laubach, Thomas, and John C. Williams. 2003. “Measuring the Natural Rate of Interest,” *Review of Economics and Statistics*, 85(4), November, 1063–1070.

People’s Bank of China (2016), *Quarterly Monetary Policy Reports*.

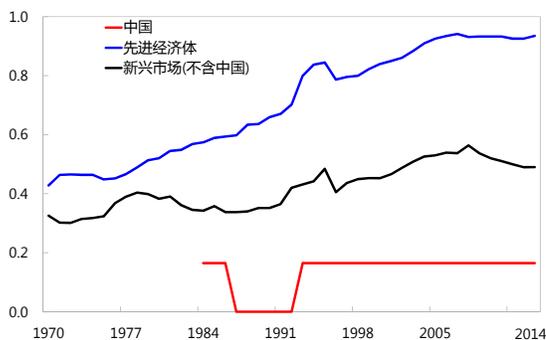
## 中国：资本账户放开<sup>1</sup>

- 为应对 2015/16 年度大量资本外流，中国当局允许一定程度的货币贬值，采用了外汇干预措施，并采取各种措施遏制流出和贬值压力。
- 过去一段时间里，资本流动放开的顺序排定与基金组织的综合方法大致相符，但提高适应资本流动波动的能力的配套改革并没有及时跟进。
- 放开之后，资本流动管理工作面临严峻挑战，这表明，需加快改革，同时审慎推进进一步的放开。
- 如果重新出现资本外流压力，宏观经济政策应在减轻这些压力方面起关键作用。资本流动管理措施（CFM）会有所帮助和赢得时间，但不能取代宏观经济政策调整。

### A. 资本账户放开和开放

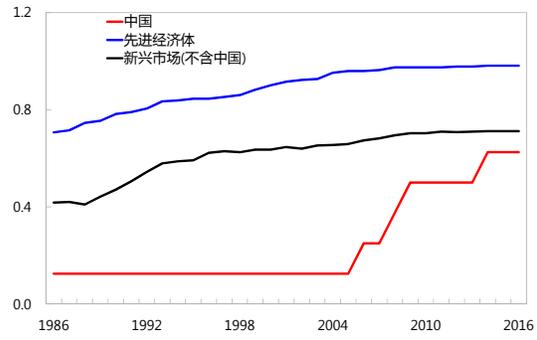
1. 随着政策优先事项的不断演变，资本账户的放开正在逐步推进。寻求高收益和多元化的巨量国内储蓄、利率差异和汇率预期推动资本流入和流出中国。另外，“走出去”、“一带一路”，“人民币国际化”、“中国制造 2025”等政策为资本流动提供了动力。一般来说，先放开资本流入再放开流出，先放开外国直接投资，再放开证券投资和其他流动。放开过程的主要里程碑事件如下：
  - 20 世纪 90 年代初对一些部门的外国直接投资实行放开，但服务及其他一些战略性部门仍然不对外国直接投资开放。自 1999 年实施“走出去”举措开始，逐步开放对外直接投资，其部分目的是确保大宗商品的供应，提升价值链位置，同时也是为了缓解人民币的升值压力。
  - 放开证券投资最初是让一些有资格的外国机构投资者（从 2002 年开始）进入某些中国证券交易所，后来扩展到让外国主权和私人实体进入中国银行间市场（分别在 2015 年和 2016

法定的资本账户开放：Chinn-Ito 指数



来源：国际金融统计 (IFS)；工作人员的估计。

Quinn 资本管制指数



来源：国际金融统计 (IFS)；工作人员的估计。

<sup>1</sup> 作者：Calixte Ahokpossi (SPR)。

年)。从 2007 年起开始，合格境内机构投资者（QDII）获准进行全球证券投资。

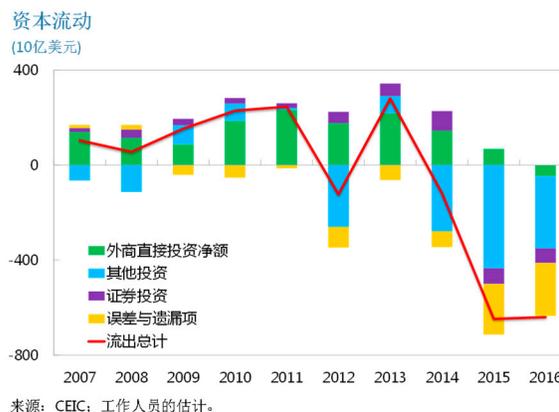
- 2008 年至 2010 年，部分放宽跨境借贷。2008 年，中国商业银行获准在国外放贷。国内合格企业于 2009 年获准向其境外子公司提供贷款，并于 2010 年获准进行短期借款。

2. 尽管实行了这种放开措施，中国的资本账户从跨境角度上看仍然相对封闭。法定开放度的各种衡量指标各自强调了开放度的各个方面。因此，一些衡量指标（如 Chinn-Ito）<sup>2</sup> 显示中国的资本账户非常封闭，而另一些衡量指标（如 Quinn）<sup>3</sup> 则认为其正在逐渐放开。但是，即使是对资本账户开放度解释最宽松的指标也显示，中国资本账户的开放度仍然不如发达经济体和大型新兴市场。

3. 然而，事实上，中国资本账户的开放度比法律指标显示的程度更高，这从 2015 年和 2016 年资本外流激增中可以看出。从流量上看，流入中国的资本规模（占 GDP 的百分比）与可比的新兴市场是差不多的。<sup>4</sup> 但是，由于中国开始实行开放政策的时间晚于其他国家，因此，从存量角度看，其资本账户的开放度仍落后于同类国家。2015 年净资本外流量达到了创纪录的 6,480 亿美元（为 GDP 的 5.8%），这主要由其他投资、误差和遗漏所致。2016 年，外流量达到近 6,400 亿美元（为 GDP 的 5.7%），这主要是由各类金融账户及误差和遗漏所致。这导致人民币出现相当程度贬值，并因外汇干预得到部分缓解。

## B. 估评资本账户放开和严格管理措施

4. 按照资本流动放开顺序取消资本流动管理措施（CFM）与基金组织的机构观点大致相符。<sup>5</sup> 如上所述（¶1），中国首先放开的是外国直接投资流入，这是一种稳定的资本来源，并且由于技术转让和给经济带来其他积极的溢出效应，因此被视为经济增长的驱动力量。在中国 2001 年加入世贸组织后，它帮助推动了其出口部门的发展。下一个放开的是对外直接投资，然后，是其他长期流入（包括通过实行强制性的证券投资持有期限制度）。短期流动（包括外债）在晚些时候才予以放开。总之，中国的放开进程是谨慎的，首先在一小部分公司或自由贸易区试行，然后推广到更多的部门或地区。



5. 然而，在实施必要配套改革上进展缓慢，不尽如人意（见附录 II）。近年来，在提高抵抗资本外流激增的能力方面，改革的进展较为有限。特别是，金融稳定风险积聚，导致货币

<sup>2</sup> Chinn-Ito 指数是根据《汇兑安排和汇兑限制年度报告》建立的一套四个二进制指标中的第一个标准化的主要组成部分。

<sup>3</sup> Quinn 指数衡量每个类别的管制强度，而不仅仅是衡量是否开放。它根据限制的严重程度（是否有审批要求和批准频率），评出得分（0、0.5、1、1.5 或 2）。

<sup>4</sup> 参见“中国净资本流动的前景”——部分问题文件，基金组织，2016 年。

<sup>5</sup> 关于机构观点汇总，参见“资本流动——机构观点经验回顾”，基金组织，2016 年，及“管理资本外流——操作方面的进一步考虑因素”中的专栏 1，基金组织，2015 年。

政策的执行难度增加，即使是不大的利率上调也有可能给规模较小和过度杠杆化的金融机构带来压力。监管和宏观审慎框架存在漏洞，企业债务居高不下以及国有企业改革和金融重组缺乏足够的进展，也引起对系统性风险的担忧。来自地方政府的准财政压力也导致信贷进一步增长，并由此形成脆弱性。如果在过去一段时间里在提高汇率灵活性和进一步发展货币政策框架方面取得较快进展，那么，经济体在开放之后也许能比现在更好地进行资本流动管理。

**6. 鉴于改革进展有限以及相关脆弱性加剧，中国在最近资本外流期间更严格地执行现行限制政策（见附录 I）。**在持续贬值预期下，汇率和货币政策无力实质性地吸收冲击，因此，不得不依靠实施资本流动管理措施和外汇干预，以应对资本流动的波动。自 2016 年中期以来，当局加强了现有的资本流动管理措施的实施，并收紧了其他措施。这些举措自 2016 年底开始起作用，帮助遏制了外流压力。<sup>6</sup>之后，中国人民银行的干预减弱，储备总量有所回升，并稳定在 3 万亿美元多一点的水平上。虽然当局的措施促进了外流减少，但其他各种因素（2017 年初增长前景向好，稳定了汇率预期）似乎也起到了重要的作用。

**7. 虽然最近加紧实施资本流动管理措施符合基金组织对资本流动的机构观点，但是，有几个值得考虑的问题。**由于必要的配套改革没有跟上资本流动放开的步伐，严格资本流动管理措施是应对资本外流的一种可能的选择。但是，宏观经济政策应该在管理外流方面发挥更重要的作用，同时，还应加快结构性改革；<sup>7</sup>此外，严格资本流动管理措施可能会逐渐失效，对经济环境产生不利影响，并可能减少改革的动力。

- **宏观经济政策的作用。**尤其是，利率和汇率调整以及金融政策应该在解决资本流动压力方面发挥主要作用。鉴于汇率定值适当、储备充足、资产负债表外汇敞口有限，应探索是否能更多采取宏观经济政策举措，而不应以资本流动管理措施来替代。
- **成效和成本。**首先，资本流动管理措施是否会长期有效是一个问题，这是因为外流主要是由中国居民驱动，他们擅于操作资本的进出——国际收支的误差和遗漏项目大幅增加就证明了这一点（2016 年为 GDP 的 2%，2010 至 2014 年平均水平为 GDP 的 0.7%）。第二，监测和实施广泛的资本流动管理措施造成难以支撑的沉重行政负担。第三，行政措施会影响经济运行效率（例如，在削减非核心业务的对外直接投资时，政府可能会在其缺乏专门知识的领域做出非最佳决策）。
- **不同时间和不同地点的实施力度不一致，及对经济环境造成的影响。**在资本大量流入和存在汇率升值压力时，管制措施实施似乎比较宽松。当资本流动发生逆转时，管制措施会加强。此外，执行程度因地点而异，具体取决于当地官员对法规的解释。执行方面存在的不一致性，加上近来措施的广泛影响，给市场上造成一些不确定性，人们难以把握当局应对贬值压力的意图和策略。在收回外国直接投资收益和进行其他经常账户交易方面的不确定性，也不利于吸引新的资本进入中国。另外，资本流动管理措施的执行不应违反中国根据协定对国际货币基金组织应承担的不限制经常性国际交易支付和转移的义务。更一般而言，如果人们觉得当

<sup>6</sup> 还有报道说，中国使用了窗口指导来加强现有资本流动管理措施的实施或暂时引入新的资本流动管理措施。

<sup>7</sup> 根据基金组织的机构观点，应主要通过宏观经济、结构性和金融部门政策来解决资本外流，只是在某些情况下才使用资本流动管理措施，即，它只能作为更广泛政策方案的一部分用于对付危机类情况，或是在放开速度超过了经济体安全处理资本流动的能力的时候使用。

局使用道义劝说来调节措施的实施，他们对监管制度的信心会被削弱，商业环境会受到破坏。当局认识到了这些挑战，最近采取步骤改善沟通，进一步推进资本流入放开。

- **进一步改革的激励。**另一个风险是，使用资本流动管理措施会导致改革的延误，并增加资产价格泡沫和金融不稳定的风险。

## C. 政策建议

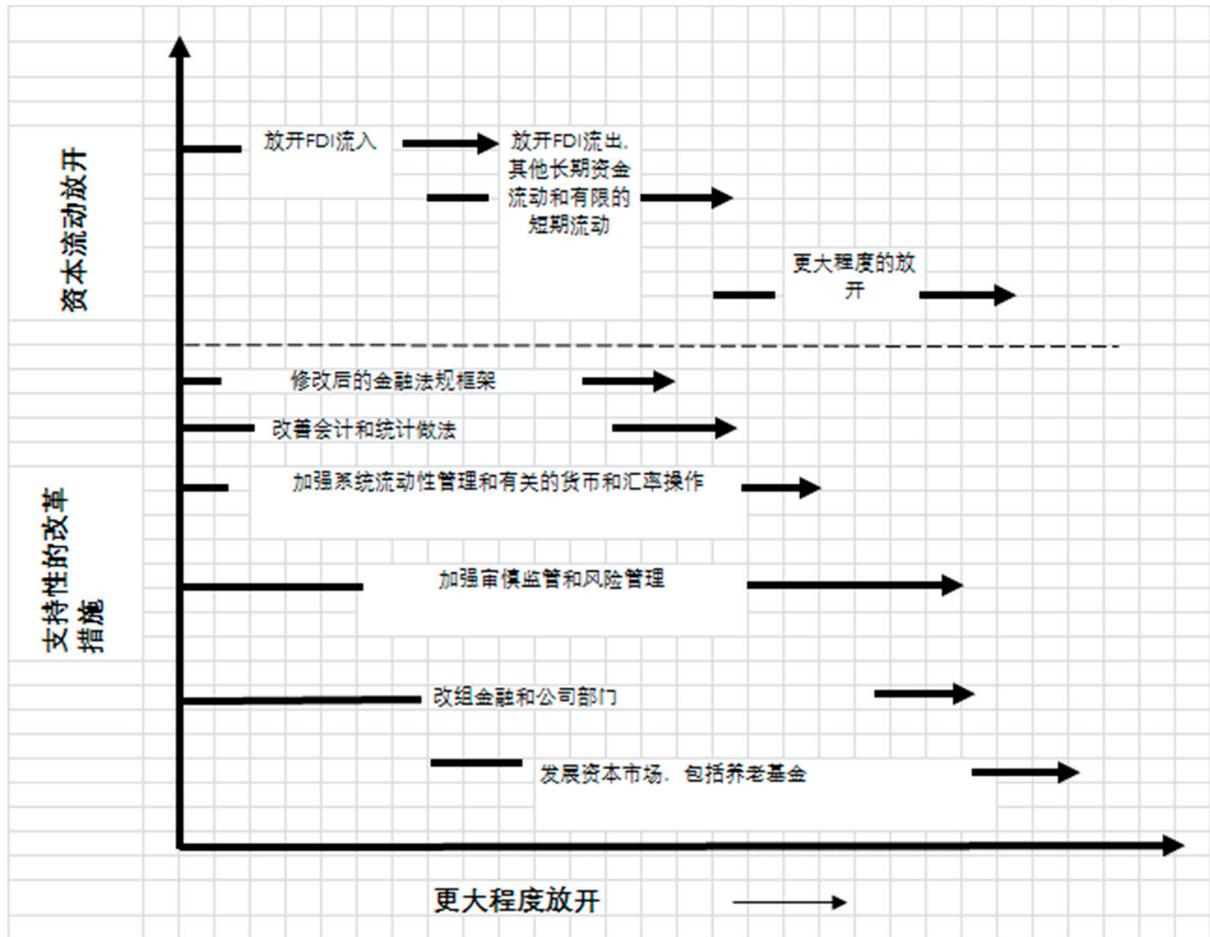
- 8. 当实施资本流动管理措施为必要时，其实施应一致和透明。**首先，资本流动管理措施的实施应该前后一致，在不同地点保持一致，并应明确地与市场参与者进行沟通。如果为应对资本流动而放松或收紧实施工作，人们就会觉得规则的实施不均衡和不可预测。其次，资本流动管理措施的实施还应透明，最好基于书面规则。如果人们感觉到新的资本流动管理措施是通过窗口指导引入的，这种认知可能导致意想不到的不利后果（例如，如果企业认为跨境人民币交易可能受到限制，企业可能会放弃以人民币进行交易，转向以外汇交易，从而使在人民币国际化方面取得的进展发生逆转）。最后，当实施资本流动管理措施成为必要时，也应该谨慎设计和实施，使其不至限制经常性的国际支付和交易。
- 9. 当局应迅速实施有助于加强经济和金融系统抵抗资本流动能力的重大改革。**金融部门改革（包括监督和宏观审慎政策框架方面的改革）和进一步加强货币政策框架对于确保资本配置保持高效至关重要。在这方面，2017年初开始的严格金融部门监管至关重要，并应继续下去。国企改革对于提高资源配置效率和降低金融部门的脆弱性也至关重要。硬化预算约束将有助于消除国家担保的普遍印象以及这种印象导致的资产价格扭曲和风险。
- 10. 应通过评估效益和成本，谨慎地进一步放开，同时应推进配套改革。**进一步放开的步伐和阶段需与必要改革议程保持适当一致。如果再次出现贬值预期，为迅速缓解资本外流压力而进一步放开资本流入，可能会增加资本将来发生破坏性流出的风险。然而，在一些资本流动波动较小和中国将从加大放开力度中受益的领域，放开带来的好处可能会超过风险。可以推进以下领域的放开，包括：服务部门的外国直接投资，因为该部门存在快速提升效率和生产率的空间。外国直接投资不仅可以提供稳定的资本来源，而且高质量投资者的进入将有助于提高部门的生产率。在金融服务和医疗保健领域，精心设计推行放开也可能是有益的。在金融部门，最近提出的向包括信用评级机构在内的外国实体的进一步开放，将有助于改善资本配置，提高金融部门的总体效率。为帮助支持更灵活的汇率，还应考虑取消或逐步减少对在岸外汇对冲的准备金要求。如果衍生交易引起金融稳定性问题，应考虑采取适当的宏观审慎措施。
- 11. “不可能三角”挑战日益明显。**中国经济因规模庞大，以及其他一些原因，最好采取独立的货币政策。这意味着当局必须在资本账户开放度与汇率灵活度之间作出选择。灵活的汇率有助于吸收冲击影响（包括资本流动造成的冲击），同时减少实施或维持各种资本流动管理措施的必要性。因此，应加快深化改革，包括那些旨在扩大宏观经济政策调整空间的改革，以便更多地受益于更程度的金融开放，同时减轻相关风险。

## 附录 I: 中国自 2016 年中期以来为阻止资本外流采取的措施

2016 年中期以来更严格实施现行资本流动管理措施的主要领域：

- 针对对外直接投资，当局正在更密切地关注某些活动（例如对非核心业务的投资）。此外，国家外汇管理局于 2017 年 1 月发布通知，要求各公司向银行解释其投资资金的来源和目的，并提交董事会决议。人民银行还敦促商业银行加强对某些对外直接投资真实性的核查。
- 非金融机构的离岸人民币贷款：商业银行被督促严格执行现行规则（包括审慎贷款限额，即贷款机构股本的 30%）。银行须严格审查海外借款人的经营规模是否适合贷款规模，并检查使用境外贷款的真实性和合理性。

## 附录 II: 基金组织资本账户放开综合方法图解



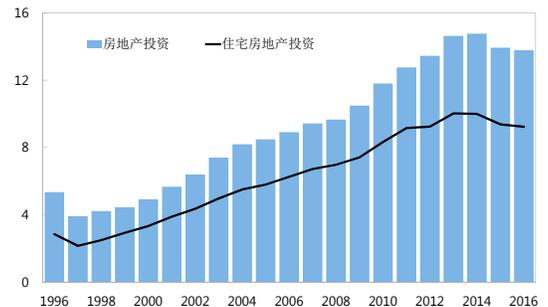
## 中国住宅房地产市场评估<sup>1</sup>

- 2014-2015 年期间，中国房地产市场短暂回落，随后强劲反弹。自 2016 年年末推出的紧缩措施似乎抑制了市场活动，但房价和销量仍然强劲，特别是在中小城市。
- 房地产市场存在重大下行风险。如果房价上涨进一步脱离“基本面”，且较小城市也出现泡沫现象，则发生急剧调整的可能性将会增加，带来的破坏力也会变大，从而削弱总体经济增长、损害金融稳定、减少地方政府的支出空间，并助推资本流出。
- 为避免这些风险，加大宏观审慎政策和因城施策的力度是必要的，政府还应扩充政策工具箱，使用更多的宏观审慎措施，包括更积极地使用收入偿债比（DSTI）上限和银行对房地产部门风险敞口资本要求。
- 更好管控房价周期频繁转换的长期解决方案是引入房地产税，解决大城市土地供应的限制因素，减少地方政府对土地出售的依赖，并加快改革社会保障和户口制度。

### A. 背景和近期动态

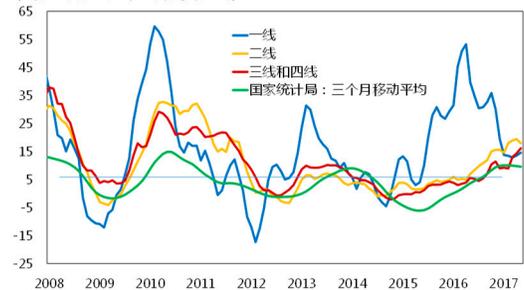
1. 房地产是中国经济在过去十年快速增长的一个主要推动引擎。房地产投资近年来快速增长，从 1997 年的占 GDP 的约 4% 增长到 2014 年占 GDP 15% 的峰值，其中住宅房地产投资占全部房地产投资的三分之二以上。中国地域辽阔，经济体量巨大，经济和社会多元，地方政府政策各不相同，因此各地房地产市场的差异很大。一、二线城市住房周期在价格波动方面往往更加明显，但这些城市仅占房地产库存和投资的一小部分。较小城市占住宅房地产投资的一半以上，但平均而言价格增幅要低很多。

房地产投资  
(占 GDP 百分比)



2. 由于扭曲作用的存在，中国房地产市场容易出现价格错位和过度建造问题。在供应方面，市场受到的扭曲来自地方政府对土地供应的控制以及财政支出对土地出售的依赖（2016 年约占地方政府全部收入的 30%）。在需求方面，市场容易出现计价过高。这是因为房地产市场资本利得历史业绩稳健，加上储蓄率高、实际存款利率往往为负值、替代金融资产的缺乏以及资本账户限制，所以住房成为相当有吸引力的投资工具。

住宅房地产价格，按城市层级  
(百分比年同比增长, 三个月移动平均)



来源：市级数据来自各地房管局；国家统计局；工作人员的计算。

<sup>1</sup> 作者：Ding Ding 和 W. Raphael Lam。

3. **2014-2015 年期间，房地产市场出现短暂回落，随后强劲反弹。**价格和交易量强劲回升，反映了 2015 年开始出现的宽松信贷条件以及政策的逐步放松，包括降低首付要求和基准贷款利率以及房地产交易减税。不过与以前几轮房地产周期相比，本轮回升周期稍有不同，即投资反弹幅度更小，而且直到最近，价格暴涨主要集中在一线城市和少数二线城市。最近，各线城市的房地产销售均呈增长放缓趋势，但就售出面积看，2017 年 5 月与上一年同期相比仍有 12% 的增长。销售强劲（包括政府政策支持的社会保障住房）加上住房开工率较低，导致各线城市的住房库存快速减少，全国住房库存比率（以未售出套数与年化销售量比率衡量）从 2014 年的峰值 30 个月大幅降至 18-20 个月。
4. **住房市场反弹伴随着强劲的抵押贷款增长和住户债务上升。**新发放抵押贷款的首付比率仍保持在高位（40% 首套房购房者的首付比率为 25% 甚至更高），但平均的贷款价值比率，即按新发放抵押贷款与不动产销售价格的比率计算，从 2012 年的不足 15% 上升到 2016 年的 48% 以上。住户资产负债表仍稳健，但缓冲正受到侵蚀。住户债务从 2008 年不及 GDP 的 20% 增长到 40% 以上，抵押贷款占半数以上。虽然该比率仍远低于经合组织的平均水平（占 GDP 的 102%），但它已高于某些大型新兴经济体。
5. **针对出现的过热迹象，政府采取了一系列措施，其中各个城市的措施有所不同。**主要措施包括：更加严格的首付要求、购房限制、提高抵押贷款利率、对房地产开发商实施融资限制。我们的分析表明这些措施发挥了作用，大城市房价上涨趋势有所缓和（从月环比增幅看），而且新增抵押贷款和房地产销售量的增长均出现下滑。实证估算确认，调整首付要求有效地抑制了房价周期（附录 I）。考虑到房地产投资复苏温和，大城市的基本需求稳健，以及住户资产负债表仍保持强劲，市场过热的影响应能够得到抑制，特别是如果政府继续采取并推广相应措施并能采纳工作人员的以下建议。

## B. 房地产市场中的风险

6. **近期主要风险是房价进一步脱离“基本面”上涨，且较小城市也出现泡沫现象，增加急剧调整的可能性和成本。**虽然全国总体房价与长期趋势相比仅偏离约 5%（基于 HP 滤波），但一线城市的偏离程度高得多，约为 10-15%。在之前的周期里，经历如此水平的偏离后，房地产活动通常会放缓。
7. **房价大幅度修正（可能是因为采取过激的紧缩措施）可能会削弱住房投资和消费。**我们的估算表明，如房价调整幅度达到 10-15%（约为之前周期的波动幅度），其通过对房地产投资和住户消费的影响，将导致 GDP 增长率下降约 0.9 个百分点。事实上，由于采取进一步严格的监管措施，房地产投资可能会在未来几个月开始放缓。价格急剧大幅调整也会削弱地方政府公共财政的基础。即使地方政府能够通过限制土地供应来维持房价，政府支出收缩也将给增长带来连锁反应。
8. **住房市场突然修正也可能对金融稳定构成风险。**这一情况可能导致减值贷款增加，金融机构的盈利能力下滑和资本水平恶化。由于住户贷款杠杆率仍较低，所以通过抵押贷款渠道产生的冲击可能不会太大。短期而言，贷款杠杆率高的小型房地产开发商以及对于实力较差开发商存在风险敞口的中小城市的银行可能是最为薄弱的一环。价值大幅下跌和住户及企业贷款的大幅减少会波及实体经济，加重资产质量问题和放大初始冲击的影响。银行和其他中介机构会受到信贷和市场损失的双重打击。长期而言，中国从未经历过房价的大幅下跌，因

此这种情景究竟会如何发展，目前尚不得知。另一方面，政府对房地产市场和金融体系仍有很大控制能力，必要时会采取进一步行政措施来稳定形势（正如政府在 2015 年的做法）。

## C. 政策启示

9. **考虑到中国各地住房市场的差异很大，应继续根据当地具体情况定制宏观审慎政策并将其作为第一道防线。**按借款人类型（首套房购房者与投资者）和地区执行差别化的贷款价值比（LTV）限额是适当的做法，因为它们能够针对市场中风险更高的板块发挥作用。另一方面，贷款价值比限额的改变可能具有顺周期性，它让借款人在繁荣周期借得更多，导致未来出现更高的信贷亏损。在这方面，政府应考虑扩充宏观审慎政策工具箱，包括更积极地使用收入偿债比（DSTI）上限。收入偿债比能够限制使用无担保贷款来凑足最低首付的做法，可以确保住户有足够的偿债负担，并能提高 LTV 限额在解决过度信贷增长方面的有效性。目前的上限（50-55%）应逐步调整到接近国际标准（低于 45%），并扩展到其他类型的住户贷款，包括来自非银行金融机构的贷款。<sup>2</sup>另外也可使用住户偿债能力对于利率和收入冲击的压力测试，来衡量不利情景中的潜在风险。
10. **政府还应考虑使用针对不同部门的资本要求，就银行对房地产行业的风险敞口规定更高的风险权重或违约损失率（LGD）底线。**可在市场繁荣期收紧这些要求，以增加房地产开发商的资金成本，并构建额外的缓冲（He 等人，2016 年）。为更好使用宏观审慎工具，需要在信息收集方面更加努力，收集的信息不应局限于总信贷和房价，还应包括关于借款人和投机活动的指标。
11. **中期来看应减少对于限购和融资限制等行政措施的依赖。**虽然这些措施往往在短期能够有效压制需求，但却可能产生过度的突然冲击，相对于基于市场的或宏观审慎措施，可能会带来更多的扭曲效应和规避做法。此外，限购往往给新的外来人口带来过度的不利影响，阻碍城镇化方面的努力。
12. **政府还应克服房地产登记和法律程序方面仍存在的障碍，引入经常性的房地产税。**近期政府宣布 2017 年在全国范围内建成房地产登记系统的消息令人鼓舞。房地产税有两个方面的好处。首先，跨国研究表明房地产税对房价波动具有抑制效应（Andrews, 2010 年）。其次，引入经常性房地产税可以为地方政府增加财政收入来源，增加用于地方公共服务的资金，避免过度依赖（波动不定的）土地出售，进而可抑制房地产行业中大起大落周期带来的不利影响（Wingender, 2017 年）。房价与地方政府财政的（部分）脱钩也可能改变住户的预期，即房地产市场“太过重要，因而不能崩溃”的认知。考虑到房地产税可能给经济带来的巨大影响，其在落实上应逐步（但应坚定）推进。
13. **更多重视增加房地产供应，使其与需求的节奏相一致，特别是在收入和生产率高速增长的一线和二线城市。**在大城市增加土地供应和建筑密度更高的住房可吸引外来人口，促进住房市场的平稳过渡。<sup>3</sup>同时可考虑改革社会保障和住户登记（户口）制度作为上述措施的补

<sup>2</sup> 在实施债务支出-收入比率上限的国家中，大多数规定的限额为 40%-45%（基金组织，2014 年）。

<sup>3</sup> 中国城市的人口密度通常远低于美国主要城市。例如，2010 年，一线城市的人口密度从每平方公里 1000 人增加到 2000 人，而美国最大的 100 个美国人口统计区（大都会统计区）的人口密度为每平方公里 4000 多人（Glaeser 等人，2016 年）。

充，使外来农村人口获得适当的公共服务（世界银行，2016年）。另外，降低（过高的）国内储蓄并继续逐步谨慎放开资本账户将有助于减轻对于房价的压力，减少出现经常性资产价格大起大落周期的倾向。

- 14. 从更基础层面看，中国应降低量化 GDP 增长目标的重要性，因为这种目标重视短期和低质量的刺激措施。**经济下行期间，政府往往以提高基础设施支出、房地产活动和信贷的方式来达到增长目标，使人们认为住房是一个总需求的工具。这样的预期会强化住房这一资产类型的地位，并放大大起大落的周期。如果降低对增长目标的强调，则房地产市场的发展动态将更多地反映基本需求和供应，这样，审慎政策就能够在防范宏观金融风险方面发挥更大作用。

## 参考文献

- Andrews, D., 2010, “Real House Prices in OECD Countries: The Role of Demand Shocks and Structural and Policy Factors,” OECD Economics Department Working Papers, No. 831.
- Glaeser, E., W. Huang, Y. Ma, and A. Shleifer, 2016, “A Real Estate Boom with Chinese Characteristics”, NBER Working Paper No. 22789.
- He, D., Nier, E. and H. Kang, 2016, “Macroprudential Measures for Addressing Housing Sector Risks,” BIS Paper No. 86.
- Igan D. and P. Loungani, 2012, “Global Housing Cycle,” IMF Working Paper 12/217.
- International Monetary Fund, 2014, “Staff Guidance Note on Macroprudential Policy—Detailed Guidance on Instruments.”
- Wingender, P., 2017, “Intergovernmental Fiscal Reform in China”, IMF Working Paper, *forthcoming*.
- World Bank (2016) “Urban China: Toward Efficient, Inclusive, and Sustainable Urbanization” World Bank Group, Washington, D.C.

## 附录 I. 中国住宅房地产市场的实证分析

我们采用 Igan 和 Loungani (2012 年) 的方法进行面板回归。基本模型具体表达如下。

$$\Delta hp_{i,t} = \alpha + \beta_i + \beta_1 A_{i,t-1} + \beta_2 \Delta YPC_{i,t} + \beta_3 \Delta WAP_{i,t} + \beta_4 \Delta C_{i,t} + \beta_6 \Delta LTV_{i,t} + \beta_7 \Delta LS_{i,t} + \beta_8 \Delta LG_{i,t} + \beta_9 \Delta MR_{i,t} + \gamma Y + \varepsilon_{i,t}$$

其中,  $\Delta hp_{i,t}$  是过去一年城市  $i$  住宅房地产实际价格的变化,  $A_{i,t-1}$  是上一年度住房负担能力水平, 以房价与人均收入比率的对数衡量,  $\Delta YPC_{i,t}$  是实际人均收入变化,  $\Delta WAP_{i,t}$  是就业年龄人口变化,  $\Delta C_{i,t}$  是发放给私人部门的银行信贷变化,  $\Delta LTV_{i,t}$  是上一期间内贷款价值比 (对于首套房而言指首付要求) 变化,  $\Delta LS_{i,t}$  是上一期间内人均土地供应变化,  $\Delta LG_{i,t}$  是地方政府财政赤字的变化,  $\Delta MR_{i,t}$  是当地抵押贷款利率的变化,  $Y$  是宏观经济变量的一个矢量, 其中包括股票价格、汇率、利率和房价下行虚拟变量。我们还纳入了城市级别 (一线和二线) 的虚拟变量, 并使它们与贷款价值比和土地供应相互作用。

我们的样本包括 68 个城市的年度数据, 国家统计局每月会报告这些城市的房价。对于无法在城市层级上获得的变量数据, 即银行发放给私人部门的信贷以及地方政府的财政赤字, 我们使用省级数据替代。

回归分析结果表明首付要求的变化对房价有显著影响, 特别是对于一线城市。在一线城市中, 如将首付要求提高 10 个百分点, 且其他条件均保持不变, 则实际住宅房价将下跌 3.5-4.5%。增加人均土地供应也对房价上涨有抑制作用。

	因变量: 实际住房价格, 变化			
	(1)	(2)	(3)	(4)
购买承受能力, 滞后	-0.1419**	-0.1568***	-0.1726***	-0.2117***
人均收入, 变化	0.0225	0.0126	0.0225	0.1424**
工作年龄人口, 变化	0.0228	-0.0350	-0.0231	-0.0009
银行信贷, 变化	0.0938	0.0905*	0.0900*	0.0476
首付比率, 变化, 滞后	-0.0709*	-0.0431	-0.0221	-0.1313
与一线城市虚拟变量的交互项		-0.3528***	-0.4680***	-0.4369***
与二线城市虚拟变量的交互项		-0.0252	-0.0283	-0.0503**
人均土地供应, 变化, 滞后	-0.0023	-0.0023	-0.0055*	-0.0020
与一线城市虚拟变量的交互项			0.0850***	0.0621**
地方抵押贷款利率, 变化	0.0107	0.0121**	0.0116**	-0.0029
地方政府财政余额, 变化	-0.4279	-0.3997	-0.4450	0.0065
股票价格, 变化	0.0744***	0.0724***	0.0706***	
人民币/美元, 变化	-2.0645***	-2.1142***	-2.1473***	
银行同业利率, 变化	-0.0170	-0.0194*	-0.0230***	
住房周期的虚拟变量	-0.0661***	-0.0652***	-0.0635***	
常数项	-0.7315	-0.8016***	-0.8748***	-1.0282***
年份				
2008				-0.0701***
2009				-0.0918**
2010				-0.0897***
2011				-0.0916***
2012				-0.1548***
2013				-0.1071***
2014				-0.2207***
2015				-0.2289***
R-sq (总体)	0.2974	0.3086	0.3026	0.3928
观测数	418			
群组数	68			

\*\*\*, \*\*, \* 分别表示在1%、5%和10%水平上的显著性。

## 重新评估政府的范畴及其对财政空间的影响<sup>1</sup>

- 更广义的政府定义有其重要意义。虽然中国在减少现有预算外财政支出路径方面取得了一些进展，但新的路径又现端倪。
- 中国在临时财政扩张方面有一些有限的财政空间。
- 需进一步改善财政框架，把所有地方政府的基础设施支出纳入预算内。

### A. 更广义的政府赤字/债务定义仍然有重要意义

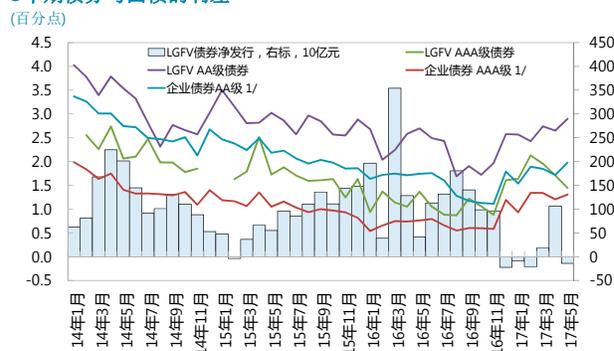
1. 2014 年以来，当局采取重大举措，扩大预算内赤字和债务（“开前门”），同时限制预算外活动（“堵后门”）。当局发布了几项重要文件，即：

- 新的预算法（2014 年 8 月）自 2015 年 1 月生效，规定了一系列广泛的目标。<sup>2</sup>
- 发布国务院第 43 号文件（2014 年 9 月），为《预算法》的执行提供了操作指引。<sup>3</sup>
- 国务院文件第 88 号文件（2016 年 11 月）制定了一个解决框架，按风险水平对地方政府单位进行分类，并制定了纠正措施。
- 第 50 号联合通知（2017 年 4 月）进一步严厉禁止预算外借款，并敦促地方政府在 2017 年 7 月前彻底检查融资活动，在 2017 年 7 月之前纠正违规行为。

2. 前门打开，预算内地方政府赤字和债务扩大。地方政府预算内净借贷额从 2014 年占 GDP 的 0.3% 上升至 2016 年的 2.4%，<sup>4</sup> 同期，地方政府债券发行量从占 GDP 的 0.5% 扩大到 1.2%。2014 年，政府将大量地方政府融资平台（LGFV）债务存量（约为 GDP 的 22%）纳入预算，并启动新一轮地方政府债券置换。置换正在进行中，将于 2018 年完成。

3. 尽管做出相当大的努力，但是，在三个主要渠道仍然存在重大漏洞：

5年期债券与国债的利差



1/ 二级市场。LGFV=地方政府融资平台。来源：WIND, CEIC, 工作人员的估计。

<sup>1</sup> 作者：Rui C. Mano（亚太部）和 Phil Stokoe（统计部），专栏 2 的作者是 Paolo Dudine（财政事务部）。

<sup>2</sup> 关于预算法的更详尽讨论，参见基金组织（2017 年）。

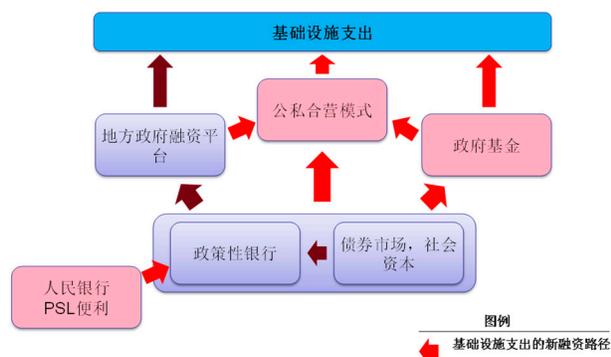
<sup>3</sup> 当 2015 年 5 月修改第 43 号文件时，最初的推进势头有所减弱。

<sup>4</sup> 在扣除中央财政转移支付和土地销售收入之后，但在债券/现金融资之前。

- 首先，2016 年，LGFV 大量借款，市场对其隐性担保的看法自新的预算法实施以来似乎没有发生显著变化，尽管随着近期金融状况紧缩，情况可能会发生变化。就在岸市场而言，即使在实施新的预算法之后，直到 2016 年 11 月，LGFV 债券利差持续下降。在离岸市场上，国际评级机构在对 LGFV 进行评级时，继续考虑其政府支持的性质。但是，自 2016 年底以来，在岸市场的金融状况大幅收紧。LGFV 的债券发行减少，利差上升，低评级的 LGFVs 尤其如此。这可能意味着上述看法开始变化，不过，今年 4 月至 5 月期间 LGFV 的收益率略有回落，因此，现在做出结论仍为时尚早。

- 第二，公私合营模式（PPP）本应替代 LGFV 模型，但是，两者之间的区别可能留于表面。尽管公私合营模式旨在通过利用私人部门的融资和向私人部门转移风险来替代 LGFV 模式，但大多数公私合营项目集中在传统的公共基础设施领域（80% 以上），公私合营的合作方通常由政府控制（纯私人合作方仅占投资的 30% 左右）。合作方的范围包括政策性银行、政府基金、私人资本和其他国有实体，如中央和地方国有企业，甚至是 LGFV。2016 年底，公私合营项目的资本值达 GDP 的 27%，实施部分不足五分之一。

资金支持基础设施的新路径



- 第三，当局正加快设立政府指导性基金（GGF）及特殊项目建设基金（SCF）以促进公共基础设施融资。这些新的融资平台类似于公共风险投资基金，在国际上并不常见。GGF 由预算资金（次级）和称作“社会资本”的预算外融资（提供稳定回报的优先级）混合融资，后者包括国有企业、地方政府融资平台、银行或其他金融机构。SCF 完全由政策性银行资助。GGF 和 SCF 的资本额仍在不断上升，2016 年末其资产占 GDP 的约 5%。尽管没有其活动的详细信息，但这些基金似乎投资于公私合营项目或公司的股权，还从事贷款业务。

4. 鉴于这三个渠道的准财政性质，增扩财政总量的概念不仅仍然是适当的，而且还应扩大其范畴。过去，大部分财政刺激措施都是通过 LGFV 发生在预算外，<sup>5</sup>这促使基金组织建立了“增扩”余额和“增扩”债务的概念。<sup>6</sup>工作人员认为，大部分 LGFV 继续作为准财政单位运作（用《政府财政统计手册》的术语，即“公共非市场生产者”，见专栏 1），因此，其活动将继续纳入增扩余额和债务的估计中。此外：

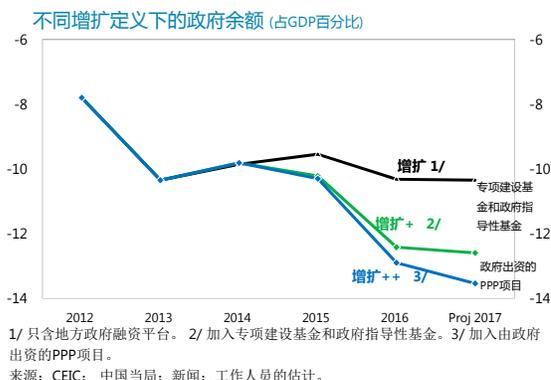
- 有非常强的理由将政府基金纳入增扩财政账户。根据《2014 年政府财政统计手册》中的行业分类指南，工作人员得出结论：这些基金可能是广义政府单位，由政府控制，其活动属于非市场性质（专栏 1）。

<sup>5</sup> 关于 2009-2010 年期间采纳的预算外刺激措施的全面讨论，参见 Bai 等人（2016 年）。

<sup>6</sup> 关于最初的估算和讨论，参见 Zhang 和 Barnett（2014 年）。

- 中国的一些公私合营项目原则上应记入资产负债表，<sup>7</sup> 但是，估算非常不确定。纳入政府资助的公私合营项目只会稍稍增加增扩余额（“增扩++”），因为大多数项目尚未实施。由于公布的公私合营项目数据不够详细，这些估算非常不确定。

5. 权衡考虑后，工作人员决定将政府指导性基金和特殊项目建设基金加入增扩总量（“增扩+”），得出的结论是中国的财政态势比先前的预期更具扩张性。中国的增扩+赤字占 GDP 的比例从 2014 年的 9.8% 上升至 2016 年的 12.4%。而如果按照之前的增扩余额定义（只包括地方政府融资平台），赤字占 GDP 的比例同期仅扩张至 10.3%（文字图）。鉴于公私合营项目的不确定性，工作人员目前选择不将其纳入增扩赤字/债务的最合适的定义（“增扩+”）。如果数据充分，可能将来会纳入。



6. 即使在扩大增扩总量的范畴之后，2014-16 年期间中国财政状况扩张仍在预算内。2014-2016 年，预算内借款净额扩大了 GDP 的 2.75%，这意味着预算外活动在扩大增扩总量范畴之后基本没有变化。

### 专栏 1. 《2014 年政府财政统计手册》（GFSM）对准财政单位的处理

**GFSM 2014 分类。** 基金组织 2014 年《政府财政统计手册》第二章根据是公共部门或是私人部门单位对实体进行分类。公共部门内部的分类是基于控制原则，2014 年《政府财政统计手册》专栏 2.2 提供了八项指标来判断政府控制。在公共部门以内，则根据活动的性质，将单位归类为市场或非市场。公共非市场生产者应纳入政府，而公共市场生产者应被列为政府以外的公共公司。2011 年《政府财政统计手册》第 2.69-75 段定义了一项检验标准，即经营收入超过生产成本 50% 的单位才能归为公共部门。<sup>1</sup> 即使分类在政府之外实体的部分活动也可以反映在政府账户中，如果它们代表政府或按照政府的指示行事（根据 2011 年《政府财政统计手册》关于重新路由的第 3.28 段）。

**处理 SCF 和 GGF。** 这些资金应该被视为公共部门单位，因为政府——国家发展和改革委员会、财政部或地方政府保留控制权（即使政府是少数股东<sup>2</sup>）。这些基金类似于风险投资基金，但其决策似乎并不以市场为基础，不完全追求商业回报。因此，工作人员认为应将其纳入政府。根据 2014 年《政府财政统计手册》第 7.143、7.150 和 7.166 段，社会资本缴款作为债务处理。

**基金组织监督中的政府范畴。** 基金组织的监督经常将财政数据的覆盖范围扩大到包括更广泛的公共部门的某些部分。例如：（i）巴西（数据包括中央银行和一些公共非金融企业），（ii）墨西哥（数据涵盖国有企业和开发银行），（iii）蒙古（数据涵盖开发银行）。此外，许多国家，特别是欧洲联盟，已经使用了符合“政府财政统计手册”的广义政府定义，因此，广义政府的范畴远远超出预算单位。

<sup>1</sup> 《欧盟统计局政府赤字和债务手册》第 I.2.4.3 部分进一步了此检验。

<sup>2</sup> 《政府投资基金暂行管理办法》（2015 年 11 月），财政部。

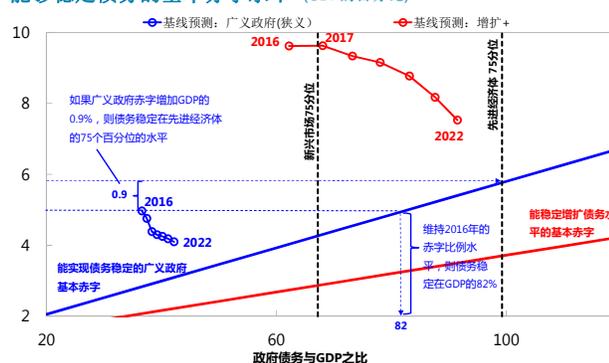
<sup>7</sup> 参见《2014 年政府财政统计手册》附录 4 第 A4.58-65 段和 IPSAS 32 “服务特许权协议”。

## B. 中国有一定的财政空间，但小于总债务数据所显示出的空间

7. 与其他新兴市场经济体相比，狭义政府债务较低。2016年末，狭义政府债务<sup>8</sup>占GDP的37%，低于新兴市场经济体中位数48%。广义债务<sup>9</sup>（增扩+）高一些，约为GDP的62%。
8. 除了总融资需求上升外，其他评估财政空间的指标看起来也是向好的。由于国内高储蓄率，可轻易以低成本获取融资。外国人在国内主权债券市场的参与仍十分有限，且全经济体的外部融资需求在GDP7%左右的可控范围内。预计2017和2018年总融资需求占GDP的比例超过12%。
9. 在狭义政府定义下，中国存在一些财政空间，但按照增扩定义，财政空间要小一些

- **狭义赤字/债务。**如果财政空间被定义为暂时使用财政政策来平滑周期，同时又不失去财政的市场融资能力，中国肯定有一定的空间，<sup>10</sup>如果在限定时间内使用空间以避免更快的债务积累，那么，此空间可以用来支持改革进程。但是，从更广的角度来看财政空间，如需进行永久的财政扩张，则必须承受较高债务水平：在2016年基本余额的基础上可以进行的永久扩张幅度为GDP的0.9个百分点，此时，债务将稳定在GDP的100%左右（先进经济体债务对GDP比例的第75百分位数）。由于中国储蓄率高、外部状况强劲、政府管制严格，因此，其政府债务的承受能力可能大大高于几乎所有新兴市场国家。

能够稳定债务的基本赤字水平（GDP的百分比）



注：计算时考虑到了来自土地出售的非债务性融资。

- **“增扩”赤字/债务定义。**根据“增扩”债务/赤字定义，中国暂时放松财政的空间非常有限，永久性扩张的空间则为负。根据工作人员的粗略估计，2016年增扩政府债务总额约占GDP的62%，2022年将上升到GDP的92%，远远超过目前的新兴市场的第75百分数，并更接近于发达经济体的第75百分数。事实上，根据增扩定义，2022年的基本余额需改善相当于GDP的4个百分点，从而将增扩债务占GDP的比率保持在100%左右。

10. 然而，考虑到老龄化造成的较高结构性余额，中国的债务状况更严峻。在当前政策下，到2050年，老龄化可能令今年结构性赤字占GDP的比例平均上升2.5%。<sup>11</sup>将此增长代入中国2017年后的基本余额预测，得出的结论是2022年的狭义政府债务占GDP的比例将上升到57%，如果不考虑此调整，则为42%。2022年的基本财政余额比能够实现债务稳定的余额水平高出近3个百分点。

<sup>8</sup> 官方的预算内广义政府债务。

<sup>9</sup> 将现有的LGFV债务以及SCF和GGF政府债务加入广义政府债务。

<sup>10</sup> 财政空间分析采用了当前财政指标、基金组织债务可持续性分析(DSA)的压力测试，以及使用基金组织的全球模型灵活系统(FSGM)进行的模拟。

<sup>11</sup> 计算为2015年至2050年按联合国中等程度人口变化的预测情景下的额外健康和养恤金的可比支出流量，与同期人口不变基准情景下的支出流量的差额。大致相当于按现值计算的2015年GDP90%左右的额外负债。

- 11. 此外，财政空间也受到隐含担保造成的潜在财政损失的限制。**根据债务可持续性分析，如果出现了银行对私人部门的债务中的 10% 转化为政府债务的程式化冲击后，则到 2022 年，中国的债务将达到 GDP 的 69%（假设没有上述冲击，则为 GDP 的 42%（狭义）），而且此时的债务水平无法稳定下来。
- 12. 最后，如经济面临负面冲击，需要采取财政政策，则这些刺激措施应旨在促进再平衡，而非为了扩大投资（见专栏 2）。**

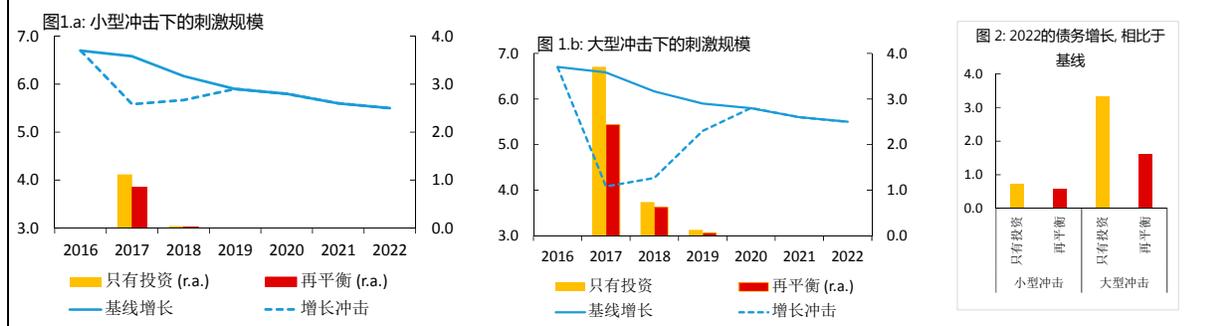
### 专栏 2. 如需要，财政刺激措施应促进重新平衡，而不是增加投资<sup>12</sup>

我们估算在经济面临一个暂时和温和的冲击和一个较大且持久的冲击的情况下，需要多大规模的财政刺激才能够让增长回到基线水平。因为 GDP 反应取决于财政刺激的构成，我们考虑两种不同方案：

- 一种方案完全基于扩大投资。我们假设投资乘数随着投资金额超过基线水平而下降（参见 Maliszewski 等人，2016 年；Bai 等人，2016 年）。
- 另一种方案基于再平衡措施。由于这些措施不能无限扩张，我们将收入和支出措施的上限分别设定为 GDP 的 2% 及 1%，并假设为达到基线增长目标所需的任何其他刺激都来自投资。

在发生暂时的和轻微的冲击下，这两个方案的刺激规模大致相同；但是，如果冲击规模大而且持久，那么，由于乘数下降，需要大量投资才能将 GDP 提高到基线水平。相反，采取较小规模的再平衡方案可能就足够了，而且对债务的影响较小。

来源：基金组织工作人员的估算。再平衡方案假设，2017 年收入和支出措施成本中的仅 30% 得到补偿，2018 年为 70%，2019 年为 90%。永久性成本在 2020 年得到充分补偿。



## C. 政策启示

- 13. 过去两年里，当局采取了重要措施，制止预算外借款。**他们还加大力度控制预算外活动，并取得一定进展。当局还颁布了几项法律法规，并加强了执法行动。
- 14. 但是，将所有地方政府的基础设施支出纳入预算，则须进一步大力改革财政框架。**主要领域包括：

<sup>12</sup>作者：Paolo Dudine。

- 规划：制定中期财政框架，包括一个中期综合资本融资框架，纳入所有地方政府的基础设施支出。为地方政府单位制定一个激励体系，结合使用胡萝卜（债券额度、加快审批基础设施项目）和大棒（强制执行、法律行动）措施。
- 监控：提高省级政府的能力和资源，以有效监控下级单位。重要的是，扩大监控范围。
- 透明度：当局应至少每年公布各省的详细的、可以方便获取的预算账目及总体债务水平，包括各类或有负债。还可以定期公布各省甚至各地区的中期财政预测及广义公共债务的风险评估。

## 参考文献

Bai Chong-En, Chang-Tai Hsieh, and Zheng Michael Song, 2016, “The Long Shadow of a Fiscal Expansion”, NBER Working Paper 22801.

IMF, 2017, “Modernizing China: Investing in soft infrastructure”, edited by R. Lam, M. Rodlauer, and A. Schipke.

Maliszewski, Wojciech, Serkan Arslanalp, John Caparusso, José Garrido, Si Guo, Joong Shik Kang, W. Raphael Lam, T. Daniel Law, Wei Liao, Nadia Rendak, Philippe Wingender, Jiangyan Yu, and Longmei Zhang, 2016, “Resolving China’s Corporate Debt Problem”, IMF Working Paper 16/203.

Zhang and Barnett, 2014, IMF WP

## 中国的政府间财政改革<sup>1</sup>

### 主要研究结论

- 中国是世界上地方政府支出比例最高的国家。然而，地方一级的财政收入自主权却非常有限。
- 公共服务的提供情况正在改善，更多的人被纳入了社会安全网，但是公共教育、医疗和社会援助方面的社会支出水平低下，地区差距不断拉大。
- 缺乏资金支持的政府职能规模巨大并日益增加，导致地方政府到2015年时累积了大约占GDP40%的债务，其中22%转移到了政府的资产负债表内。
- 2016年公布的政府间财政改革计划旨在解决各级政府之间财政收入和支出长期失调的问题。2014年还提出了一项新的预算法，并加大工作力度以确保一切财政活动不超出预算范畴。

### 政策建议

- 确定社会支出方面适当的放权程度对于确保中国经济的持续发展和再平衡至关重要。
- 养老金和失业保险的政策及融资应当集中管理，同时给予地方一定程度的行政管理功能自主权。这将降低风险统筹的成本，提高福利的可携带性，确保不同地区之间福利平等。
- 按市场价值征收的经常性房产税可以成为地方政府的理想税种。中国还可以考虑允许省级政府在全国的个人所得税以外征收附加税。
- 基于规则的一般性转移支付最终可能会取代分税制和税收返还。通过扩大平衡补贴的规模，也可以进一步缩小不同地区的财政收入差异。
- 应当提高地方政府的借款限额，以确保所有预算外财政支出能够纳入预算。

<sup>1</sup> 编写者 Philippe Wingender（财政事务部）。

## A. 背景

1. 中国是单一制国家，政府间财政制度相当复杂。中国的公共行政级别有五级。地方政府需要承担 85% 的政府支出，但所享有的财政收入自主权却很有限。最近国务院公布了一项政府间财政改革计划，旨在解决财政责任分配不当的问题以及处理相关的失衡和风险。本文评估了中国的政府间财政制度的现状，简述政府当局近期改革计划的主要内容，并为未来的制度完善提出建议，其中特别强调了加强社会安全网所需的改革。

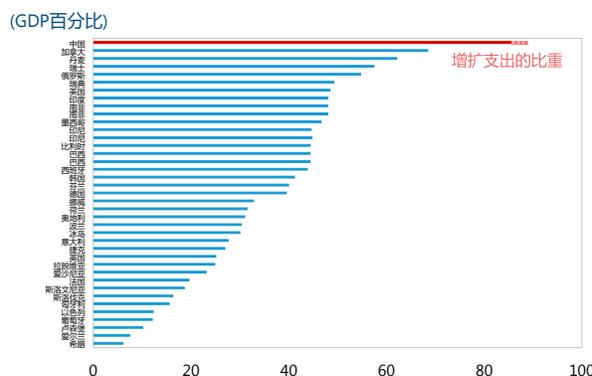
2. 当前的财政制度是在 1994 年的重大财政改革实施后确立的。政府引入了增值税（VAT），将很大一部分财政收入收归中央。此前由临时性的转移支付和协商转移支付组成的政府间财政制度也被基于规则的分税制和政府间转移支付所取代（Wang 和 Herd, 2013 年, Qiao 和 Liu, 2013 年）。虽然这项改革成功地将总财政收入从 GDP 的 12%（1993 年）提高到 GDP 的 22%（2016 年），但是它也导致地方政府的预算盈余转变为持续且不断增长的赤字。

3. 公共服务的提供以及社会安全网的管理和融资主要由地方政府承担。许多联邦制国家实行权力分散的社会保险制度，而中国却独辟蹊径，将其公共养老金制度和失业保险的管理权下放到地方一级（Escolano 等人, 2015 年）。虽然公共服务的提供情况正在改善，更多的人被纳入了社会安全网，但是对于没有户口的城镇移民而言差距仍然存在，个人福利水平也比较低。因此，中国的社会支出仍然落后于其他大型新兴市场和发达经济体。中国的社会援助支出约占 GDP 的 0.7%，而新兴市场平均水平为 GDP 的 1.6%，经合组织国家的平均水平为 2.1%。政府医疗和教育支出同样落后于全球及亚洲的其他新兴市场，更是远远低于发达经济体。

4. 地方政府负责稽征的税收占总税收的 60%，其中包括地方税和共享税。然而，若只考虑那些地方政府有权设定比率或界定基数的财政收入来源，它们的份额就变得微不足道了（Wang 和 Herd, 2013 年）。这限制了地方政府根据地方结构性和周期性优先事项制定税收政策的能力。这还会限制对地方官员的问责，导致财政资源的无效率使用（Eyraud 和 Lusinyan, 2012 年）。

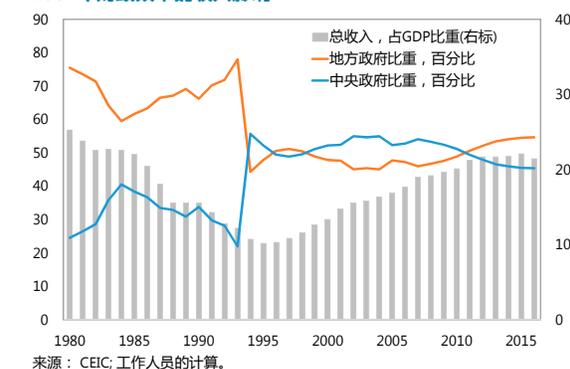
5. 地方政府依靠中央政府的转移支付获得其预算资金。中央的转移支付可以分为两大类：一般性转移支付以及专项或有条件的转移支付（Shah 和 Shen, 2008 年）。虽然通过政府间转移支付进行的再分配不断完善，但是它仍然不能完全弥补不断加剧的地区失衡和公共支出不均。此外，目前存在着 200 多项有条件的补贴计划，约占地方政府财政收入的 20%（世界银行和国

地方政府在总支出中的比重，2014年



来源：GFS; CEIC; 工作人员的计算。

1994年财政改革的收入影响



来源：CEIC; 工作人员的计算。

务院发展研究中心，2014年）。这些补贴主要针对交通运输、保障性住房、农林水利，以及节能减排（Wang 和 Herd，2013年）。

**6. 中央政府的转移支付理应充分填补地方政府的赤字，因为地方政府不得发行债券。然而事实上，地方政府承担的、缺乏资金支持的职能日渐扩大。由于不得发行债券，地方政府退而求其次，只能依靠出售土地和使用预算外特殊目的实体来借款，来支持基础设施和其他优先部门的花费。随着预算外活动风险攀升，政府于2014年修订了《预算法》，允许省级政府发行债券。作为过渡期政策，政府出台了规模达GDP 22%的债务置换计划，将预算外债务转变成地方政府债券（见 Mano 和 Stokoe，即将发表）。**

## B. 近期政府改革

**7. 2016年8月，国务院公布了一项改革，旨在解决各级政府之间财政收入和支出长期失调的问题。指导方针的三个总体目标是：(1)明确支出责任，最大程度地减少职能重叠，改进服务的提供，并加强问责制；(2)将目前由地方政府掌握的一些关键职能（例如：战略性自然资源的管理、国家重大基础设施项目、教育、医疗以及研发）重新收归中央；以及(3)巩固和改进转移支付制度，主要是增加欠发达地区的财政资源。**

**8. 2014年通过的新《预算法》旨在改进预算流程，并提高政府运作的透明度，加强问责制。这项新的法律要求采用多年期预算，并规定了中期框架下年度赤字和盈余管理的条件。它还允许省级政府发行债券以支持资本支出。自此以来，工作的重点一直是关闭地方政府预算外活动的“后门”，禁止担保行为，取消除了经批准的债券以外的任何其他融资来源。**

## C. 政策建议

**9. 确定社会支出方面适当的放权程度至关重要。从经济原则角度来看，考虑到种种行政和政治约束，社会安全网的融资应当尽可能由最高行政层级承担，因为它包含保险和再分配因素（Escolano 等人，2015年）。这将会降低风险分担成本，促进福利的可携带性，并确保不同地区之间福利平等化。某些行政职能及其执行工作可能也宜下放，因为这可以加强地方政府的问责制并能利用地方政府的信息优势。**

- 养老金。几乎所有联邦制国家的公共养老金制度都由中央负责。它们通常也会获得源于国家一级工资税的资金支持，而对福利水平的协调不考虑地域因素（Escolano 等人，2015年）。就中国而言，由各省统筹养老金制度可以在风险分担和可携带性方面提高一些效率。然而，如果完全由中央管理，那么中央政府向出现养老金赤字的地方行政部门进行“补漏式”转移支付就不需要了。
- 失业保险。与养老金一样，失业保险计划一般也是中央负责管理的。除了具有分担劳动力市场风险的重要意义以外，失业保险还能起到自动稳定器的作用。因此，将失业保险收归中央能够强化中央政府的宏观经济稳定职能。将地方失业保险计划合并为单一的全国体系还能够扩大覆盖面并提高公平性，确保移民工人无论居住地和工作为何，均被包括在保险范围内。当前，只有大约10%的移民工人享有失业保险，而全体城镇职工中享有失业保险的比例则为40%（经合组织，2017年）。

- 医疗。很难确定一个医疗方面的最优分权程度。在许多情况下，下放某些支出权力并辅以中央政策协调，既是必要的，也是可行的。虽然中国的医疗改革可以考虑若干种模式，但是绝大多数移民工人仍然被排除在医疗保险制度之外，这一状况严重阻碍了改革的进程。中国要想在公共医疗支出方面赶上经合组织和其他大型新兴国家，需要解决体系分散和覆盖率低的问题。

**10. 财政收入最优化分配的总体原则与支出的最优化原则大致相同。**一方面，财政收入权力分散能使税收制度更好地匹配地方优先事项并加强对政策制定者的问责。另一方面，规模经济、风险分担机制、税基流动性和外部效应等因素要求税收更加集中（基金组织，2009年）。

- 个人所得税。中国可以考虑允许各省在国家个人所得税（PIT）之外征收附加税。这将赋予各省某种程度的自主权，可以规定其税收比例不超过中央批准的上限（如5%至10%）。这也是一种增加个人所得税对财政收入的贡献（按国际标准衡量，中国的该税种的贡献水平低）的高效方式。
- 增值税。原则上，在目前中国的增值税基础上可以补充课收省级增值税。然而，在实践中，监测地方管辖范围之间的跨界流动面临极大的困难，而且其他国家在地方增值税方面的经验好坏参半（Perry，2009年）。虽然国家层面的增值税范围可以予以保持，但是可以审查财政收入共享安排，以降低多地经营的纳税人的依法纳税成本。可以考虑采用一些简单的分配规则，例如基于人口（德国）或总消费（日本）。
- 房地产税。按市场价值征收的经常性房地产税将成为中国地方政府的理想税种。基于房地产价值的变化，这项税收与公共服务的提供紧密相关；其税基基本不变；而且，该税种由住户经常性缴纳，因此具有高度可视性，这能够加强对地方官员的问责。房地产税还被广泛视为累进税，因为高收入家庭通常也拥有更高的房地产财富（Norregaard，2013年）。虽然其税基应当按照国家指导方针界定，但是地方政府可以在中央政府划定的范围内规定其税率。

**11. 当前的政府间转移支付制度需要审查。**例如，相对于目前实行的财政收入共享和税收返还转移支付方案，基于规则的一般性转移支付可以改善财政关系的明确性和可预测性，减少地方政府资金的顺周期性。不同地区之间的财政差距也应当进一步缩小。这可以通过扩大平衡补贴的资金统筹规模来实现，目前平衡补贴的规模不足转移支付总额的一半（世界银行和国务院发展研究中心，2014年）。最后，有针对性的转移支付应当予以合理化和简化。目前的制度包含200多项不同的转移支付，无论对中央还是地方一级的行政管理而言都十分复杂且成本高昂（世界银行和国务院发展研究中心，2014年）。制定更严格的服务输出（质量）条件要求，而不是仅关注其资金投入，可以提高公共服务提供效率。

**12. 应当将地方政府的借款限额规定得足够高，以确保所有财政支出能够纳入预算。**尽管近几年在地方政府债务管理方面取得了一些重要成绩，但是仍然需要提高透明度，改善资源配置，完善中期财政规划。因此，必须将那些由地方政府融资平台运作的、或是通过政府指导性基金开展的一切财政活动都充分体现在预算之中。这样做的好处是能够清楚反映出当前政策对财政和总需求的影响。

## 参考文献

- Escolano, J., D. Benedek, H. Jin, C. Mulas Granados, M. Nozaki, J. Pereira, G. Rota Graziosi, L. Sinn, and J. Torres, 2015, "Distribution of Fiscal Responsibilities in Federations," in *Designing a European Fiscal Union: Lessons from the Experience of Fiscal Federations*, edited by Cottarelli, C. and M. Guerguil, Routledge.
- Eyraud, L., and L. Lusinyan, 2013, "Vertical Fiscal Imbalances and Fiscal Performance in Advanced Economies," *Journal of Monetary Economics*, 60(5), 571-587.
- International Monetary Fund, 2009, "Macro Policy Lessons for a Sound Design of Fiscal Decentralization," IMF Departmental Paper, International Monetary Fund, Washington, DC. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/072709.pdf>
- Mano, R. and P. Stokoe, Forthcoming, "Reassessing the Perimeter of Government accounts in China", IMF Working Paper.
- Norregaard, J., 2013, "Taxing Immovable Property: Revenue Potential and Implementation Challenges," IMF Working Paper No. 13/129, International Monetary Fund, Washington, DC.
- OECD, 2017, *OECD Economic Surveys: China 2017*, OECD Publishing, Paris.
- Perry, V.J., 2009, "International Experience in Implementing VATs in Federal Jurisdictions: A Summary," *Tax Law Review*, 63, 623-38.
- Qiao, B., and L. Liu, 2013, *Intergovernmental Fiscal Relationship and Risk-Sharing Function*. Beijing: China Financial and Economic Publishing House.
- Shah, A., and C. Shen, 2008, "Fine-Tuning the Intergovernmental Transfer System to Create a Harmonious Society and a Level Playing Field for Regional Development," in *Public Finance in China: Reform and Growth for a Harmonious Society*, edited by Lou, J. and S. Wang, World Bank, Washington, DC.
- Wang, X. and R. Herd, 2013, "The System of Revenue Sharing and Fiscal Transfers in China," *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1030, OECD Publishing.
- World Bank and the Development Research Center of the State Council, P. R. China, 2014, *Urban China: Toward Efficient, Inclusive, and Sustainable Urbanization*, World Bank, Washington, DC.

# 中国的不平等——发展趋势、驱动因素和对策<sup>1</sup>

## A. 导言

- 中国的经济增长速度很快，即将彻底消除贫困。然而，自 20 世纪 80 年代初期以来，收入不平等状况急剧恶化。虽然在中央计划经济向市场经济转型的过程中，一定程度上的不平等现象在预料之中，但是中国现在已经位居世界最不平等的国家行列——最近的情况略有改善。
- 推动不平等现象产生的是一些结构性因素（尤其是人口结构变化、城乡差距和教育/技能），而财政政策几乎未就此作出补救。这些结构性因素可能会促使不平等状况加剧。
- 这要求更加积极主动地利用财政政策来减少不平等现象。在财政收入方面：(1) 提高社会保障缴款以及个人税和房地产税的累进性。在支出方面：(2) 增加社会支出，并促进各省之间在获得社会支出方面的机会均等，而无论居住地所在。

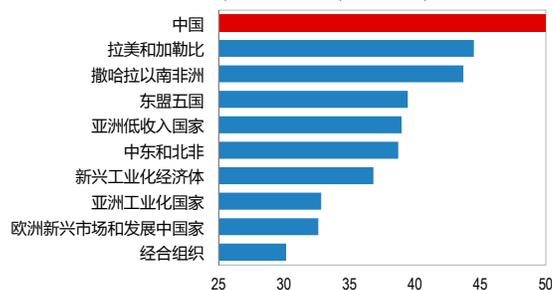
1. 过去二十年，中国的贫困人口迅速减少，但同时不平等大幅增加。自 20 世纪 90 年代以来，中国经济迅速增长，促使约 7.31 亿人口在 2013 年前摆脱了贫困（基于 povcalnet 数据）。但是与此同时，经济增长带来的惠益过多地归于高收入群体，从而导致收入不平等程度大大加剧（似乎在 2008 年前后达到顶峰）。这一点令人担忧，因为越来越多的证据表明，不平等程度的加深会影响经济增长的速度和可持续性。

## B. 目前的不平等状况如何？它是怎样随时间推移而发展变化的？

2. 中国在 1990 年属于轻微不平等的国家，而如今已成为最不平等的国家之一。按照基尼系数<sup>2</sup>衡量，中国现今的收入不平等程度位居世界最高行列。标准化世界收入不平等数据库（SWIID）估计，2013 年中国的净基尼系数<sup>3</sup>为 50 个基尼点，高于全球各地区平均值，是亚洲的最高值。而且，基尼系数在过去二十年中快速升高，自 1990 年至今总计增加了约 10 至 15 个基尼点。国家数据来源显示，收入不平等加剧最早可以追溯至 20 世纪 80 年代初，而最近有评论指出，从 2008 年开始，收入不平等程度有所下降。最近不平等程度上这种下降受到了欢迎，应当加大政策工作力度，继续消除不平等。

### 收入不平等程度区域性比较

（净基尼指数，单位：指数点；2015 年（或最接近的年份）；地区平均）



来源：SWIID Version 5.1；基金组织；工作人员的计算。

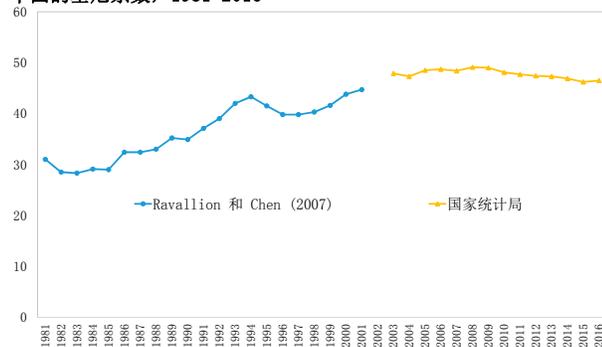
<sup>1</sup> 由 Sonali Jain-Chandra、Rui Mano、Johanna Schauer、Philippe Wingender（基金组织）、Juzhong Zhuang 和 Niny Khor（亚行）根据即将公布的一份基金组织工作文件编写而成。

<sup>2</sup> 基尼系数是一项衡量不平等状况的指标，区间为 0 到 100，其中 0 表示所有人收入相同，而 100 表示最富有的人独占全部收入。

<sup>3</sup> 净基尼系数是以税后和转移支付后的收入为基础计算得出的。

**3. 尽管收入不平等大幅加剧，但是中国大部分人口的实际收入有所上升。**虽然最大的惠益归属于收入分配上部的群体，不过即便是收入分配底部 10% 的人口，在 1980 年至 2015 年期间收入增幅也高达 63%。这意味着中国极大地减少了贫困人口的比例。如果以贫困发生率<sup>4</sup> 衡量，贫困人口从 1981 年的 88% 减少到了 2013 年的 2%。

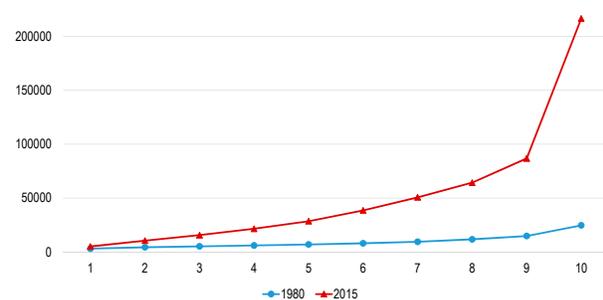
中国的基尼系数，1981-2016



来源：Zhuang 和 Shi (2016)。

**4. 中国尽管取得了长足进步，但是仍然面临着严重的机会不平等状况。**机会不平等甚至比收入不平等更加令人担忧，因为它为将来更严重的收入不平等埋下了种子，割裂了经济成果与个人努力之间的关系。自 20 世纪 80 年代以来，中国设法大大提高了中等教育和高等教育的入学率，然而数据显示，2010 年高等教育入学率在各维度（例如，不同地区和不同富裕程度的人群）中的分布情况均比其他新兴经济体和发达经济体更加不平等。除此以外，获取金融服务的机会也落后于各个主要发达经济体，尤其是在贷款和支付服务方面。中国确实已经实现了医疗和养老金的高覆盖率，但是其福利水平仍然较低，目前仍然有空间可以继续扩大失业保险覆盖范围，进一步健全老年人安全网等。

税前收入，按收入十分位分组  
(平均收入，基于 2015 年不变 PPP 人民币)



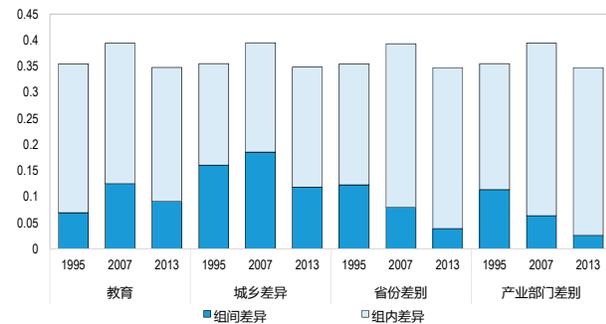
来源：Piketty 等人 (2016)。

### C. 不平等发展趋势背后有哪些主要驱动因素？

**5. 对 1980 年至 2008 年期间不平等程度加剧以及最近小幅下降的主要驱动因素的分析使用了泰尔指数，<sup>5</sup> 它将所有不平等划分为某些群体内部的不平等（例如，城镇内部差异）和群体之间的不平等（例如，城乡收入差距）。**

**6. 教育和技能溢价方面的差异是收入不平等程度上升和后来小幅降低的重大驱动因素。**中国在转型之初，小学和中学入学率都相当高，而大学入学率却落人之后（Heckman 和 Yi, 2012 年）。随着技术改革和资本积累的快速推进，对高技能劳动力的需求迅速增加，从而产生了教育回报和工资不平等（Dollar, 2007 年；

收入不平等分解：1995 年、2007 年和 2013 年



来源：CHIPS 家庭调查；当局的计算。

<sup>4</sup> 贫困发生率是指所在家庭人均消费额低于选定贫困线（此处为按 2011 年购买力平价 1.90 美元/每天）的人口的百分比。

<sup>5</sup> 泰尔指数与基尼系数相似，可以用于衡量不平等程度。与基尼系数一样，数值若为 0，表示所有人收入相同，数值越高，则意味着不平等情况越严重。与基尼系数不同，它的优势在于能进行因子分解分析。

Zhang 等人，2005 年；Liu，2009 年）。而最近的实证证据表明，技能溢价的上升趋势正在放缓，甚至出现了下降。这可能是由于毕业生人数增加以及近期最低工资的提升。

7. 城乡差距能在很大程度上解释不平等现象及其发展趋势，但地区差异的作用一直在持续减小。城乡地区的差异被视为造成中国收入不平等加剧的关键驱动因素（Li 等人，2014 年；Lin 等人，2010 年）。主要原因在于：农村地区人口受教育程度低，教育回报率低，以及户口制度限制农村向城市移民（Liu，2005 年；Dollar，2007 年）。促使最近不平等程度下降的因素有：城镇化快速推进，这使农村剩余劳动力减少（Zhuang 和 Li，2016 年）；政府出台了若干政策，例如：低保制度、新型农村合作医疗，以及其他扶贫计划。不同就业部门的收入差距大幅缩小，助推了最近不平等程度的下降。<sup>6</sup>

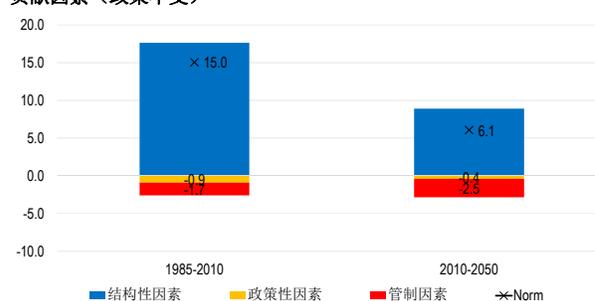
## D. 展望未来：结构性趋势和政策对未来的不平等状况会有怎样的影响？

8. 采用多国面板回归分析可以将中国不平等方面的历史趋势与外国进行比较，对政策和结构性因素的作用进行量化，并基于对结构性趋势和主动政策调整的推断，预测未来的不平等程度。

9. 回归分析很好地反映出了过去中国不平等状况的快速加剧，得出结论是不平等问题主要归因于结构性因素。总体而言，回归分析的拟合值与中国 1990 年至 2002 年期间的实际净基尼指数的符合程度较好。在 1990 年以前，实际不平等程度低于回归分析的结果，而 2002 年以后，不平等程度高于拟合值。结构性因素是 2010 年以前不平等程度上升的最主要原因，主要是城镇化和人口变动。在这一期间，政策在遏制不平等加剧方面的作用有限。

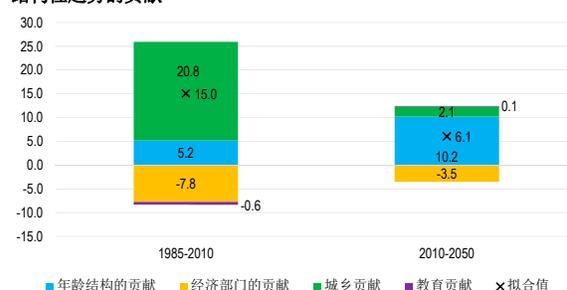
10. 据模型预测，不平等程度将因结构性因素而进一步上升，但更加积极的政策能够切实地减少不平等现象。若使用结构性变量的预测值，并保持其他所有变量（控制变量和政策变量）恒定，可以预测出不平等将随人口结构变动而进一步加剧。<sup>7</sup>为了便于说明，我们假设中国逐步采取相关救济财政政策，到 2050 年时达到七国集团中最积极国家的水平。在这种采取积极政策的情况下，2010 年以

贡献因素（政策不变）



来源：作者的计算。

结构性趋势的贡献



来源：作者的计算。

<sup>6</sup> 分析包括的部门有：无业、农业、第二产业，以及服务业。

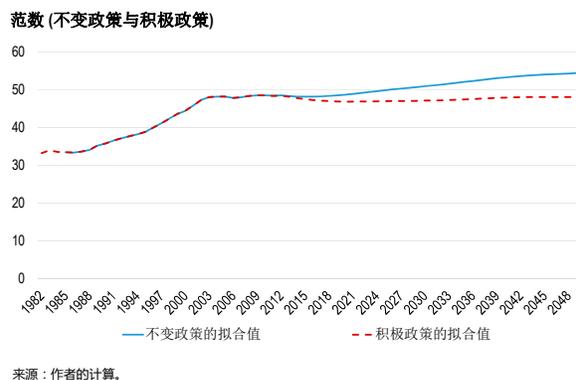
<sup>7</sup> 人口统计资料和城镇化数据来源于联合国，教育程度数据来源于 Barro 和 Lee（2013 年），行业变化来源于基金组织预测数据的推算。

(continued)

后，不平等趋势将会逐渐平缓，而不是像政策不变情景下那样继续加剧。税收制度变动和再分配增加会产生巨大的有利作用。<sup>8</sup>

## E. 财政政策在减少不平等方面能够发挥何种作用？

鉴于政策可能会产生很大的作用，可以设想通过若干项改革提高财政政策在税收和支出两个方面的包容性。



### 通过税收改革提高包容性

**11.** 增加对个人所得税的依赖可以帮助中国通过税收制度完善再分配，因为税收制度更易于适应累进结构。除此以外，降低目前很高的基本个人免税额，将其转化为税收抵免，并重新设计纳税等级，可以确保能力较强的中等收入和高收入家庭为国家预算融资和公共产品供给作出更多贡献。此外，为社会保障缴款目的估算的最低收入水平具有累退性，应当取消之，这不仅有助于推行更为公平的直接税，而且还能够进一步激励工人加入正规部门。

**12.** 中国的房地产税和财富税仍然有限。这类税收被广泛视为具有累进性，还被认为是效率很高的税收收入来源，因为它们通常对经济增长的扭曲程度最小（Norregaard, 2013年）。因此，应当考虑采用一种按市场价值征收的经常性房地产税，这样做的额外惠益在于能够为目前的城镇化和政府间财政改革提供支持。

### 通过支出方面的改革提高包容性

**13.** 近年来，中国已经取得了很大进步，不过，在教育、医疗和社会援助的公共支出方面仍然落后于其他新兴经济体和经合组织国家。人口快速老龄化不仅会对目前的不平等状况产生不利影响，而且还将进一步消耗公共医疗服务预算和养老基金。

**14.** 除了社会支出水平低下以外，另一个重要方面是公共服务的提供不平等。在户口制度方面，情况尤为严重。户籍制度放开（部分省份已经开始）将有助于更多移民为社会安全网作出贡献并从中获益。这可以缩小差距，并提高财政政策的再分配效力。

**15.** 近年来，各省、各地区在公共服务提供和获取方面的不平等也有所加剧，富裕省份的福利增长远远高于贫困地区。国务院最近公布的、旨在处理政府间关系的改革计划将通过增加向贫困地区的转移支付来缩小地区差距。这就需要扩大用于平衡补贴的资金池规模，更多地依赖基于规则的制度，而不是目前年度预算编制过程中使用的特殊程序（Liu、Martinez-Vazquez 和 Qiao, 2014年）。改革

<sup>8</sup> 相比 2010 年，社会保障和医疗两方面的支出将基尼系数拉低了 3 个点——而且，这一数字还是在剔除了再分配的作用之后得到的。此外，这项多国分析将政策等同于支出水平，并未反映出它们的包容性程度——这可能会高估旨在减少不平等的政策的作用。

过于复杂的有条件转移支付制度，同时更加注重服务成果而非资金投入，将有助于完善公共服务的提供。重新将社会保险收归中央之举还将促进公平、风险分担和劳动力流动。

## 参考文献

- Barro, R. and Lee, J., 2013, "A New Data Set of Educational Attainment in the World, 1950-2010." *Journal of Development Economics*, vol 104, pp.184-198.
- Dollar, D., 2007, "Poverty, inequality and social disparities during China's economic reform," Policy Research Working Paper 4253, World Bank, Washington.
- Heckman, J., and Yi, J., 2012 "Human Capital, Economic Growth, and Inequality in China," NBER Working Paper 18100.
- Jain-Chandra, S., Khor, N., Mano R., Schauer, J., Wingender, P. and Zhuang, J., 2017, "Inequality in China – Trends, Drivers and Policy Remedies", IMF WP *forthcoming*
- Li, S., Wan, G., and Zhuang, J., 2014, "Income inequality and redistributive policy in the People's Republic of China," In: Kanbur, R., Rhee, C. and Zhuang, J. (eds), *Inequality in Asia and the Pacific: Trends, Drivers and Policy Implications*, Routledge: London.
- Lin, T., J. Zhuang, D. Yarcia, and F. Lin, 2010, "Decomposing Income Inequality: People's Republic of China, 1990–2005", In J. Zhuang, ed. *Poverty, Inequality, and Inclusive Growth in Asia: Measurement, Policy Issues, and Country Studies*. Manila: ADB and London: Anthem Press.
- Liu, L., 2009, "Skill Premium and Wage Differences: The Case of China", Conference paper for the Second International Symposium on Knowledge Acquisition and Modeling.
- Liu, Y., Martinez-Vazquez, J., and Qiao, B. (2014). "Falling Short: Intergovernmental Transfers in China," *Public Finance and Management*, 14 (4), 374-398.
- Liu, Z., 2005, "Institution and inequality: the hukou system in China," *Journal of Comparative Economics*, 33, pp.133–157.
- Norregaard, J., (2013), "Taxing Immovable Property: Revenue Potential and Implementation Challenges," IMF Working Paper No. 13/129 (Washington: International Monetary Fund).
- Zhang, X., and Kanbur, R., 2005, "Spatial inequality in education and health care in China," *China Economic Review*, 16, pp.189–204.
- Zhuang, J., P. Vandenberg, and Y. Huang. 2012. *Growing beyond the Low-Cost Advantage: How the People's Republic of China Can Avoid the Middle-Income Trap*. Manila: ADB.
- Zhuang, J., and Li, S. (2016), "Understanding Recent Trends in Income Inequality in the People's Republic of China", ADB Economics Working Paper Series.

## 附录 I. 多国回归分析

多国回归分析采用下列公式：

$$Net\ Gini_{c,t} = \alpha + \beta \times S'_{c,t} + \gamma \times P'_{c,t} + \delta \times X_{c,t} + \mu_c + \varepsilon_{c,t}$$

其中， $S$  是一个包含若干结构性变量的矢量， $P$  包括政策变量， $X$  含控制变量， $\mu$  是国家固定效应。样本包括阿根廷、澳大利亚、巴西、保加利亚、加拿大、中国、丹麦、匈牙利、印度、意大利、日本、墨西哥、荷兰、新西兰、挪威、巴拿马、菲律宾、波兰、葡萄牙、韩国、新加坡、西班牙、瑞典、瑞士、泰国、英国、美国和委内瑞拉。

	净基尼系数	
结构变量	服务部门就业比例	-0.356* (-2.42)
	服务部门就业比例 (平方)	0.00228+
	工业部门就业比例	-1.76 (-11.11)
	工业部门就业比例 (平方)	0.0283+
	年龄分布 D1 1/	-9.37 71.59+
	年龄分布 D3 1/	-7.8 (-8.12)
	年龄分布 D3 1/	0.389+
	城镇地区人口比例	-8.43 1.756+
	城镇地区人口比例 (平方)	-15.46 -0.0134+
	未受教育人口比例	(-15.98) 0.0469
	接受初级教育人口比例	-1.04 -0.0238
	接受中等教育人口比例	(-0.75) -0.00337
		(-0.12)
	政策变量	公共社保支出占GDP的比例
公共医疗支出占GDP的比例		-0.670* (-3.22)
公共医疗支出占GDP的比例 (平方)		0.0808+
绝对的再分配 2/		-3.72 -0.175+
房产税占GDP的比例		(-4.65) -0.617*
个人收入所得税占GDP的比例		(-3.18) -0.0426
个税最高税率		(-0.58) -0.0553*
	(-4.76)	
控制变量	相对人均GDP 3/	-9.715* (-3.30)
	相对人均GDP (平方)	5.278*
	贸易开放度	-3.52 -0.0171*
	(-3.50)	
	观测数	646
	调整R方	0.962
	国家固定效应	Yes

括号内为t统计量。  
+ p<0.1, \*p<0.05

1/ 这些变量基于Higgins (1998)的研究，可以以非线性方式导入全部年龄分布。

2/ 该变量来自SWIID数据集，表示市场值和净基尼系数的差。

3/ 相对于G7加权平均值。