



中华人民共和国

2025 年第四条磋商—新闻发布稿；工作人员报告；工作人员声明以及中国执行董事陈述

2026 年 2 月 18 日

根据国际货币基金组织《协定》第四条，国际货币基金组织通常每年与成员国举行双边讨论。在与中国进行 2025 年第四条磋商的背景下，发布下述文件，并纳入本文件包：

- **新闻发布稿**总结了执董会 2026 年 2 月 13 日举行的工作人员报告讨论过程中发表的意见，此讨论结束了此轮与中国的第四条磋商。
- **工作人员报告**由国际货币基金组织工作人员小组在 2025 年 12 月 10 日结束与中国官员关于经济发展和政策的讨论后撰写，供执董会 2026 年 2 月 13 日讨论。报告依据的是讨论时所能获得的信息，于 2026 年 1 月 28 日撰写完毕。
- **信息附录**由国际货币基金组织工作人员撰写。
- **中国执行董事**根据工作人员报告和执董会讨论所做的**陈述**。

国际货币基金组织的透明度政策允许在发布的工作人员报告和其他文件中，删除市场敏感信息和过早披露的当局政策意图。

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 网址：<http://www.imf.org>
价格：每份副本 18.00 美元

国际货币基金组织
华盛顿特区



国际货币基金组织执董会完成中华人民共和国 2025 年第四条磋商

立即发布

华盛顿特区 2026 年 2 月 18 日：国际货币基金组织（IMF）执董会于 2026 年 2 月 13 日完成了中华人民共和国的第四条磋商¹。当局同意发布为本次磋商准备的工作人员报告。²

虽然在近几年经历了多次冲击，但中国经济依然保持了显著的韧性。2025 年，中国的实际 GDP 增长了 5%，实现了当局的目标，这主要得益于强劲出口和政策刺激的支持。然而，国内的私人部门需求不温不火；尽管核心通胀小幅回升，但总体通胀持续疲软，2025 年平均为 0%，同时，GDP 平减指数继续下降。与贸易伙伴相比，中国的通胀处于较低水平，这也导致实际汇率贬值，推动了强劲的出口，并估计推动 2025 年的经常账户顺差扩大至 GDP 的 3.3%。

由于关税和贸易政策不确定性的持续影响，中国 2026 年的 GDP 增速预计将放缓至 4.5%。通缩压力预计将持续，在经济持续疲软的情况下，通胀预计仅将缓慢上升。中期来看，由于劳动力减少、投资回报率下降以及生产率增长放慢，经济增长预计将继续放缓。

经济前景面临的风险仍偏向下行。主要的国内风险是如果房地产行业的收缩超出预期，其与高企的债务水平一起，可能导致内需进一步疲软、通缩长期延续以及持续依赖出口。而贸易紧张局势可能重新升级则是主要的外部下行风险。进一步实施政策刺激或以合作方式化解贸易紧张局势将带来上行风险。

执董会的评估³

1. 执董们同意工作人员评估的核心内容。他们对近年来中国经济在多重冲击之下展现出的韧性表示赞赏。同时，执董们指出，中国的增长模式日益面临着来自内外部失衡的挑战。国内需求长时间疲软可能导致通缩压力长期持续，而出口推动未来经济增长的能力可能减弱。此外，执董们强调，在人口老龄化和生产率低迷的背景下，潜在增长预计将在中期放缓。

2. 执董们强调，向消费拉动型增长模式转型应作为当局的首要优先事项，且他们对第十五个五年规划重点关注提振消费表示欢迎。他们指出，调整中国的增长模式将需要重大的文化和经济政策变革，并呼吁采取更加全面且更有力的应对措施，将加强宏观经济政策支持与实施结构性改革结合起来。

3. 执董们强调，为应对国内失衡并推动通胀回升，当局需要实施更具扩张性的宏观经济政策，且重点在于实施财政刺激。他们对 2025 年的财政扩张表示欢迎，并指出应保持扩张性的政

¹ 根据《国际货币基金组织协定》（《基金组织协定》）第四条，IMF 通常每年都会与成员国进行双边讨论。工作人员团队会访问成员国，收集经济金融信息，并与该国官员讨论经济形势和政策。回到总部后，工作人员会准备一份报告，供执董会讨论。

² 选项根据《基金组织协定》，涉及成员国的文件的发布属自愿性质，须经该成员国同意。该工作人员报告将于近期在以下页面发布：www.imf.org/China。

³ 在讨论结束时，总裁作为执董会主席会总结执董们的观点，而这份总结将呈递给该国当局。对总结中使用的修饰语的解释，请见：<http://www.IMF.org/external/np/sec/misc/qualifiers.htm>。

策立场，直至通缩压力持久消退。支出结构应从低效投资转向为消费和房地产部门提供更多支持。政策组合应包括进一步放松货币政策并提高汇率弹性。

4. 执董们还呼吁开展配套的结构性改革，推动向消费拉动型经济的转型。他们强调，促进房地产行业调整，包括利用中央政府资金解决未完工预售房问题，将重振消费者信心，而加强社会保障体系将降低预防性储蓄。

5. 执董们欢迎当局为解决“内卷”问题（即过度价格竞争）所做的工作，但指出应进一步明确“反内卷”战略，同时辅以更有力激励措施来减少地方政府的过度投资。他们还强调，当局需要缩减不必要的产业政策，以减少国内要素错配、降低财政成本并缓解国际溢出效应。

6. 执董们强调，在全球割裂压力不断上升的情况下，中国在促进开放贸易方面发挥了重要作用。许多执行董事对当局致力于多边贸易体制表示欢迎，另有一些执行董事还强调了当局在债务和气候问题上的建设性参与。执董们鼓励中方与贸易伙伴开展建设性合作以解决贸易争端，在使用国家安全理由来限制贸易或投资时保持明智和审慎。

7. 执董们同意，为确保债务的可持续性，需要在长期实施大规模的财政整顿，但仅应在通胀实现持久回升后再着手实施。财政整顿应基于减少预算外投资和不必要的产业政策支持，以及实施广泛的税收和社会保障体系改革。执董们也同意，当局需要通过破产框架对不可持续的地方政府融资平台债务实施重组，但他们提醒，应谨慎应对金融部门的溢出效应，并升级财政框架来防止未来的债务积累。

8. 执董们强调，金融部门政策应该应对较高的金融稳定风险。他们指出以下工作十分重要：促进及时、透明地确认损失，推动向市场化定价转型，以及制定一项综合战略来应对脆弱性问题，特别是应对地方政府融资平台债务等遗留资产问题。此外，他们指出，为了增强金融部门的抗风险能力，需要完善系统性风险分析，加强金融部门监管，并升级危机管理和银行处置框架。

9. 执董们强调，当局需要开展结构性改革，以防止中期经济增速大幅下降。他们认为，推进企业部门的市场化改革是一个关键的优先事项，包括开放服务业和促进企业竞争中性。执董们积极评价了中国在人工智能领域取得的进展，并呼吁当局采取政策，在充分利用人工智能潜力的同时降低风险。执董们对当局宣布提高退休年龄表示欢迎，同时指出，为减轻老龄化带来的压力，还存在进一步提高退休年龄的空间。

10. 执董们同意，提高数据质量和透明度可以加强政策制定和监督工作。

11. 与中华人民共和国的下一轮第四条磋商预计将按标准的 12 个月周期进行。

来源: Bloomberg; CEIC 数据有限公司; Wind; IMF《国际金融统计》数据库; 以及 IMF 工作人员的估计和预测。

1/ 2024 年 GDP 将在完整官方数据发布后进行修订以匹配官方的数据修订。

2/ 调查失业率。

3/ 包括政府基金。

4/ 对当局的财政预算余额进行了调整, 以反映合并的预算内广义政府余额, 包括政府管理基金、国家管理的国企基金、平准基金的调整以及社保基金。

5/ 支出法计算的名义 GDP。

6/ 增扩概念的财政余额扩大了政府的范围, 以包括政府引导基金和地方政府融资平台 (LGFV) 的活动。

7/ 与潜在 GDP 的百分比。



中华人民共和国

2025 年第四条磋商工作人员报告

2026 年 1 月 28 日

主要问题

背景。尽管受到多重冲击，中国经济展现出了显著的韧性，依然是全球增长的重要推动力。中国的增长模式虽然在过去带来了令人瞩目的成就，如今却面临着挑战。房地产行业的长时间调整，以及其在债务积压的情况下对地方政府财政产生的溢出效应，导致内需持续疲软，并引发了通缩压力。内需不足因强劲的出口得以缓解，部分原因在于实际汇率贬值，这反映了中国的通胀水平与贸易伙伴相比较低。净出口增加也导致了外部失衡的出现，并对贸易伙伴产生了负面溢出效应。中国庞大的经济规模和全球贸易紧张局势的加剧使得依赖出口维持强劲增长的做法今后难以持续。此外，由国家主导并由债务融资的投资以及不必要的产业政策支持导致了生产率的走弱、金融脆弱性的积累以及部分可贸易部门的供给过剩。包括人口老龄化在内的其他结构性挑战中期内也将拖累经济。面对这些挑战，当局实施了多项值得欢迎的政策措施，并适当地强调了提振国内需求（尤其是消费）的重要性。尽管如此，相对于挑战的严重程度，迄今采取的政策措施仍显温和。

前景和风险。由于关税和贸易不确定性的持续影响，中国 2026 年的 GDP 增速预计将放缓至 4.5%。通缩压力预计将持续存在，在经济持续疲软的情况下，核心通胀预计仅将缓慢上升。主要的国内风险是如果房地产行业的收缩超出预期，其与高企的债务水平一起，可能导致内需进一步疲软、通缩长期延续以及持续依赖出口。而贸易紧张局势可能的重新升级则是主要的外部下行风险。进一步实施政策刺激或以合作方式化解贸易紧张局势将带来上行风险。

中国的关键政策优先事项是推动向消费拉动型增长模式转型，摆脱对出口和投资的过度依赖。为支持这一转型，工作人员建议当局立即实施全面、强有力的一揽子政策来应对重要挑战。这种一揽子政策不仅将解决中国的内部失衡问题，也将减少外部失衡。

- **解决失衡问题并向消费驱动型增长转型：**

- 实施扩张性的宏观政策：在通缩压力缓解之前保持扩张性财政立场，对恢复国内平衡十分关键。财政刺激应侧重于通过“投资于人”和促进房地产行业实现更高效的调整来持久地促进消费，同时减少低效投资和不必要的产业政策支持。为推升通胀并缓解债务相关压力，政策组合应包括进一步实施货币宽松。这种政策组合将弥补产出缺口并推动通胀上行，同时带动实际汇率升值并缩小经常账户顺差，这将恢复外部平衡。金融政策应缓解高企的金融稳定风险，并着力提振需求。

- 促进房地产行业转型：确保房地产行业以更高效率、更低成本向新的均衡转型，这仍是一个优先事项。加快不可持续经营的开发商退出市场，同时由中央政府（CG）提供相当于 GDP 5% 的定向支持以保护购房者，将有助于恢复市场信心并提振消费。提高房价的灵活性有助于支持住房需求，并消化积压的库存。

- 增加家庭消费：增加社会支出（尤其是在农村地区），并加快城镇户籍制度改革，可以在中期降低国内储蓄率，并使消费增加多达 GDP 的 3%。旨在提升累进性的税收改革也会有所帮助。

- 缩减产业政策（IP）：缩减不必要的产业政策（即，不能有效解决市场失灵的措施）有助于将财政支持的重点从企业转向家庭，降低财政成本，并通过减少资源错

配来提升生产率和经济增速。缩减产业政策规模，以及提高产业政策的透明度，可以减少其国际溢出效应。

- 促进贸易开放：在当前贸易紧张局势升级和不确定性高企的环境下，中国应与合作伙伴开展建设性的合作以解决争端，继续支持稳定的全球贸易体系，并寻求高标准区域和诸边协议。

- **解决债务脆弱性问题及修复资产负债表的改革：**

- 确保财政可持续性：一旦通缩压力得以持久缓解，当局需要在长期持续开展广义政府（GG）财政整顿，以稳定债务。财政整顿应以减少预算外投资和不必要的产业政策支持为基础，并辅以广泛的税收和社会保障体系改革。通过更广泛地利用破产框架对不可持续的地方政府融资平台（LGFVs）进行债务重组，将减轻地方政府的财政压力。在进行地方政府融资平台债务重组的同时，应制定一项全面计划，以应对金融部门的溢出效应，并进行财政框架升级，以防止债务进一步积累。

- 增强金融部门的抗风险能力：正如金融部门评估规划（FSAP）强调的，损失确认和资产负债表清理对降低系统性风险十分关键。改革的重点包括：提升资产负债表透明度和加强系统性风险分析能力，完善金融部门监管，升级危机管理和银行处置框架，以及完善企业重组。

- **促进中期增长：**推动市场化改革（包括开放服务业），并促进企业间的竞争中性，有助于提升生产率。提高商业活力、尽量扩大人工智能带来的好处（包括加快有关技术的传播）、提高研发支出效率等领域的改革也将有所助益。在近期工作的基础上，进一步推动养老金改革可以缓解老龄化带来的压力。

审批人：

Thomas Helbling 和
Mark Flanagan

本次磋商讨论于 2025 年 12 月 1 日至 10 日在北京和上海举行。磋商团队由以下人员组成：S. Jain-Chandra（团长）、S. Kothari（副团长）、C. Alonso、D. Garcia-Macia、C. Redl、Y. Xu（均来自亚太部）、Y. Cao（财政事务部）、Y. Chen、N. Novikova、C. Verkoren（货币与资本市场部）、D. Plotnikov、E. Van Heuvelen（战略、政策及检查部）以及 M. Mills 和 F. Zhang（常驻代表）。K. Srinivasan 和 T. Helbling（均来自亚太部）参加了重要会议。总裁克里斯塔利娜·格奥尔基耶娃（K. Georgieva）和第一副总裁丹·卡茨（D. Katz）出席了高级别会议。张正鑫和王红波（均来自执董办公室）参加了官方会谈。T. Yan（信息交流部）协调了媒体活动。E. Liu 和 J. Ishikawa 为本报告提供了意见。A. Balestieri 和 J. Han 为磋商团队提供了支持。

目录

背景	5
近期形势	6
前景、风险和溢出效应	14
解决失衡问题，向消费拉动的经济增长转型	17
A. 提振内需、缓解通缩压力的政策	18
B. 促进房地产行业调整的政策	22
C. 降低家庭储蓄并促进消费	23
D. 缩减产业政策	26
E. 全球割裂压力加剧下的贸易政策	27
解决债务脆弱性问题和修复资产负债表的改革	29
A. 确保政府债务的可持续性	29
B. 增强金融部门的抗风险能力	31
改善中期增长前景	33
改善经济数据	35
工作人员的评估	36
专栏	
1. 中国房地产市场调整引发的通缩压力	38
2. 中国的生产者价格通缩	39

3. 关于改革情景的建议	40
4. 货币政策：有效性和政策空间	41
5. 货币政策框架改革	42
6. 人民币国际化	43
7. 中国的资产管理公司——作用日益增加，风险持续上升，且存在结构性差距	44
8. 房地产市场调整的国际经验	45

图

1. 近期形势——内需疲软	46
2. 财政——扩张立场	47
3. 货币——尽管通胀处于低位，但货币政策仅略有放松	48
4. 信贷——私人部门信贷增长放缓	49
5. 金融市场——股市表现强劲，债券收益率下降	50
6. 外部形势——经常账户强劲，但资本大量流出	51
7. 银行——盈利压力持续存在	52

表

1. 部分经济指标	53
2. 广义政府财政数据	54
3. 国际收支	55
4. 货币和信贷形势	56
5. 非金融部门债务	57
6. 再平衡记分卡	58
7. 国有企业的表现	59
8. 对外脆弱性指标	60
9. 存款吸收机构的核心金融稳健指标	61

附录

一. IMF 过去建议的落实情况	62
二. 对外部门评估	63
三. 风险评估矩阵	65
四. 中国的近期政策措施	67
五. 主权风险与债务可持续性框架	70
六. 2025 年 FSAP 建议	80
七. 数据问题	85
八. 数据附件	87

背景

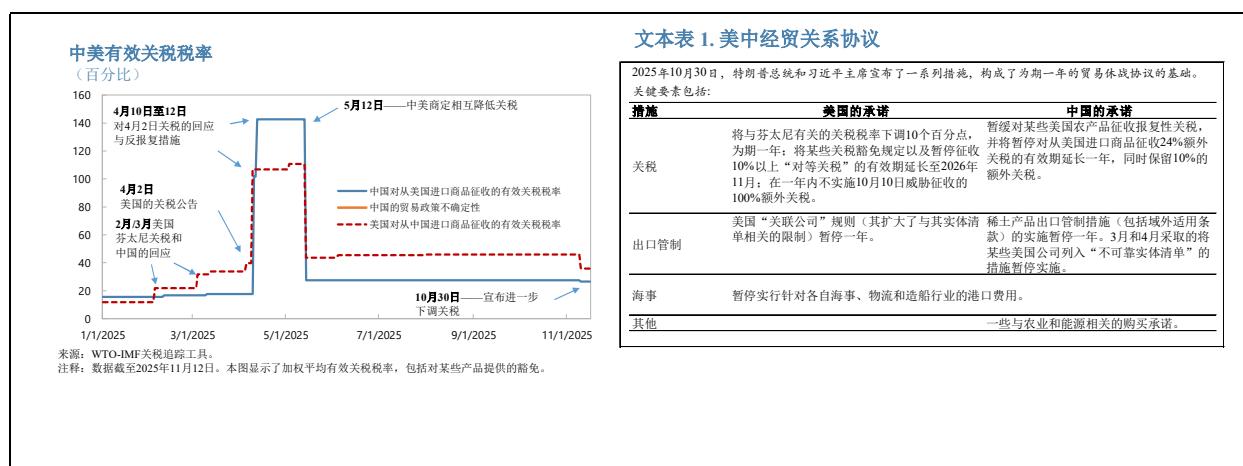
1. 尽管面临多重冲击，中国经济仍保持了韧性，依然是全球增长的重要驱动力。在过去五年里，包括新冠疫情、房地产市场危机和贸易紧张局势在内的多重冲击给中国经济带来了重大挑战。尽管面临这些不利因素，中国的增长依然强劲，金融溢出效应也得到了抑制。事实上，在过去三年中，中国对全球增长的贡献率达到了 30% 左右。

2. 然而，中国过去高度依赖投资和国家主导的增长模式正面临着日益严峻的挑战，这体现在内需长期疲软和存在通缩压力、脆弱性高企以及近期对外部需求的依赖度上升等方面。在国内方面，房地产行业的长时间收缩、其在债务积压的情况下对地方政府财政的溢出效应，以及消费者和企业信心的低迷，导致内需持续疲软，通缩压力加剧。强劲的出口增长在一定程度上改善了疲软态势，部分原因在于人民币的实际贬值，这反映了中国的通胀水平相对于贸易伙伴较低。净出口增加导致了大规模的经常账户顺差，并对贸易伙伴产生了负面溢出效应。此外，虽然以国家主导投资和产业政策支持为基础的增长模式带来了技术进步和国际市场份额的提升，但也导致了总回报率低下、部分可贸易部门供给过剩，以及债务和金融脆弱性累积的问题。展望未来，鉴于贸易紧张局势等因素，中国以出口支持增长的能力可能会受到限制，而高企的企业和公共债务水平则表明持续存在更广泛的债务去杠杆风险，而这会加剧通缩压力。

3. 当局已认识到了这些挑战，并采取了协调一致的政策措施，但仍亟需实施全面且更强有力的政策予以应对。近期的高层政策文件（包括“第十五个五年规划”建议）强调，要推动创新和技术自给自足，并适当凸显了扩大内需的重要性，且重点关注了消费领域。当局还强调需要解决“内卷”问题（即“过度”的价格竞争），具体措施包括在部分行业逐步淘汰“过时产能”并取消地方政府补贴，以及实施退休年龄改革，以缓解人口老龄化带来的压力。尽管各机构已出台了一些协同政策以实现这些目标，但相对于挑战的严峻程度，这些政策的力度仍显不足。正如近期的第四条磋商报告所述，建议当局采取全面的政策措施予以应对，重点在于实施更强有力的扩张性宏观政策和加大结构性改革力度，以促进消费（附件一）。

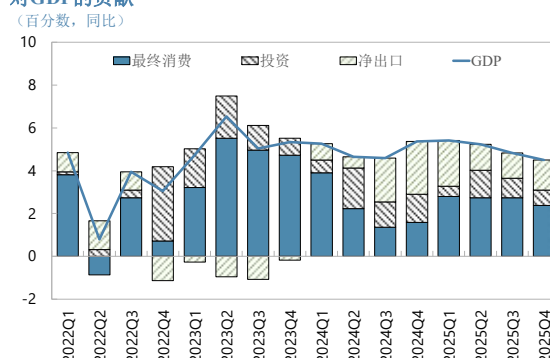
近期形势

4. 中国与贸易伙伴之间的贸易紧张程度依然很高，关税水平处于高位，贸易政策存在显著的不确定性。一系列贸易行动导致美国对从中国的进口的关税在4月升至100%以上（见文本图），随后中国对从美国的进口也征收了高额关税。两国的双边谈判促成了去年5月的临时休战协议，其降低了双边关税，并促使美国放宽了对中国出售半导体的限制，中国则放宽了对稀土矿物的出口管制。9月贸易紧张局势再次升级后，美中两国于10月达成了为期一年的休战协议，该协议推迟了中国拟实施的针对战略性矿产和稀土设备及相关技术的新出口管制措施（包括域外许可要求），进一步降低了双边关税，且加入了中国购买美国农产品的承诺（见文本表）。截至2025年12月，美国对中国的出口的有效关税较2024年上升了约23个百分点，而同期中国对美国的出口的有效关税则提高了约11个百分点。中国与其他贸易伙伴之间也采取了一些贸易行动，尤其是加拿大和欧盟对中国出口的电动汽车加征关税，中国也对从这些国家的进口加征了关税。此外，贸易政策的不确定性依然高企。贸易流动已受到重大影响（第5、10段和《部分问题文件》），而美国加强反转运执法的行动可能使情况进一步恶化。¹



5. 尽管遭受了多重冲击，但中国的经济增长总体上依然呈现出韧性，这得益于在国内私人部门需求不温不火的情况下净出口的强劲表现。实际GDP同比增速从2025年前三个季度的5.2%放缓至第四季度的4.5%。2025年，净出口为经济的年度增长贡献了1.6个百分点（高于2022年至2024年平均水平0.4个百分点），这在一定程度上得益于实际汇率贬值带来的竞争力提升、年初潜在的“出口抢跑”现象，以及进口的停滞。相比之下，中国的内需自2024年以来表现不温不火，尽管在2025年上半年出现了温和回升——这得益于财政扩张（包括针对特定耐用消费品的更大规模的以旧换新政策）的支持。房地产行业的长期下行以及消费者信心的疲软持

对GDP的贡献



来源：中国国家统计局；以及IMF工作人员的计算。

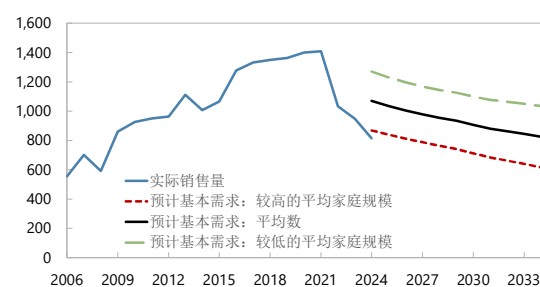
¹ 美国于去年7月31日发布的[行政命令](#)加强了反转运执法的力度，要求对被认定为试图通过转运逃避关税的货物征收40%的关税。

续拖累了消费，家庭储蓄率居高不下且持续高于疫情前水平。2025 年下半年增速放缓的主要原因为投资走弱，具体包括房地产投资缩减、制造业投资在前几个季度强劲增长后出现萎缩（可能受到了“反内卷”行动的抑制），以及公共投资放缓。

6. 到目前为止，房地产行业已连续第四年收缩，这仍是拖累增长的主要因素。2024 年年中以来的政策支持最初帮助稳定了较大城市的需求，但其影响已消退。自 2025 年第一季度以来，各部分市场的新房销量和价格进一步下跌，其中存在供给过剩问题的较小城市的跌幅更为剧烈，导致全国销量低于基本面需求的估计值（见 2023 年《部分问题报告》）。相比之下，鉴于更大幅度的价格下跌以及开发商交付新房能力持续存在不确定性，房地产二级市场的销售表现更具韧性。在供给方面，住房项目开工和房地产投资等建筑业活动仍处于深度收缩状态。尽管预售房交付“白名单”项目已取得了一定进展，但住房投资与 GDP 之比已从 2020 年 12.3% 的峰值降至 2025 年的 6.1%，而完工量较 2021 年的水平下降了近 40%。库存积压问题依然严峻（达 30 个月的销售量），而政府采购库存的计划进展有限（第 45 段）。私人开发商仍普遍存在财务困境，超半数开发商仍处于困境之中。然而，开发商退出市场的数量却极为有限，且重组工作面临阻碍，这是由于资产价值的下跌破坏了先前的重组协议，并使得开发商与债权人不得不进行漫长的重新谈判。

住房销售与预计基本需求

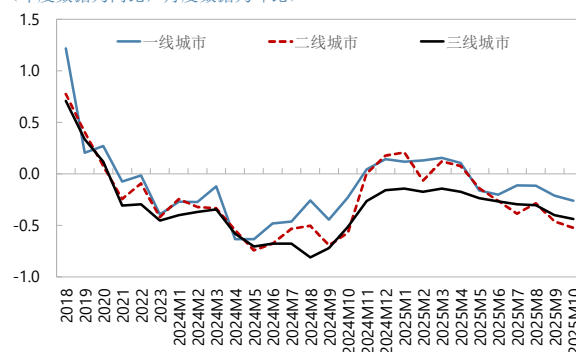
（建筑面积：以百万平方米计）



来源：CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的计算。
注释：2023年销售量为估计值。

70个城市的房价：新建住房

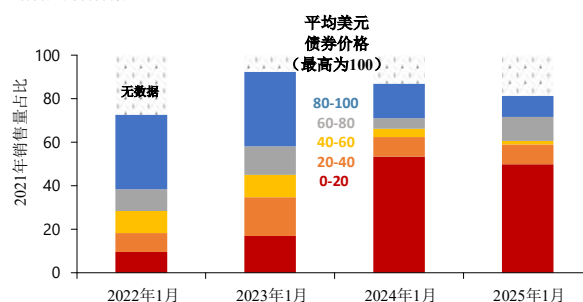
（年度数据为同比，月度数据为环比）



来源：中国国家统计局；以及IMF工作人员的计算。

房地产开发商：债券价格面临压力的企业所占市场份额

（销售量的百分数）

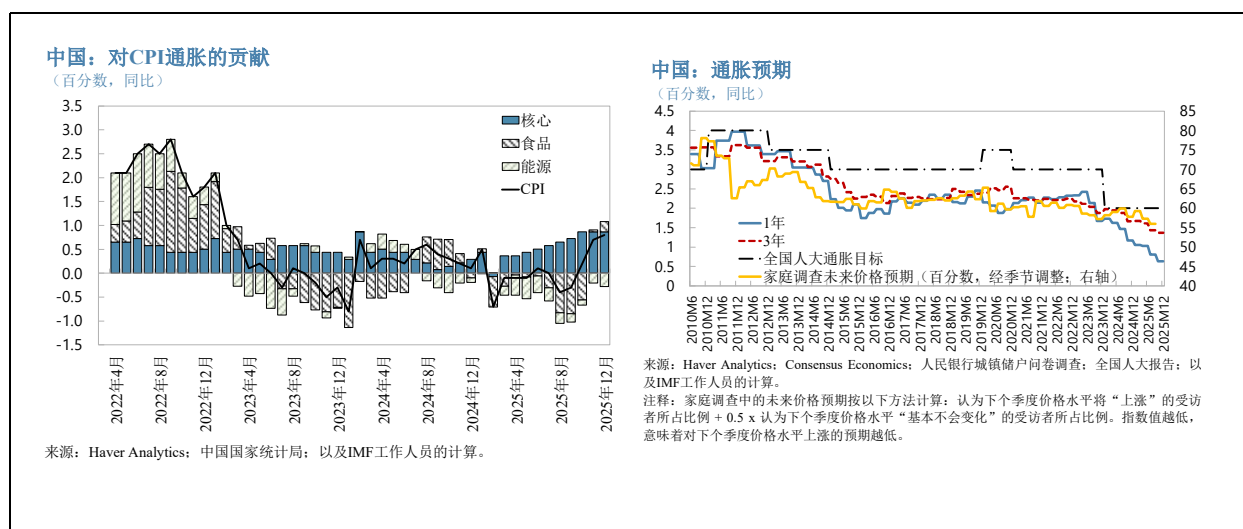


来源：Bloomberg；Wind；CREIS；以及IMF工作人员的计算。

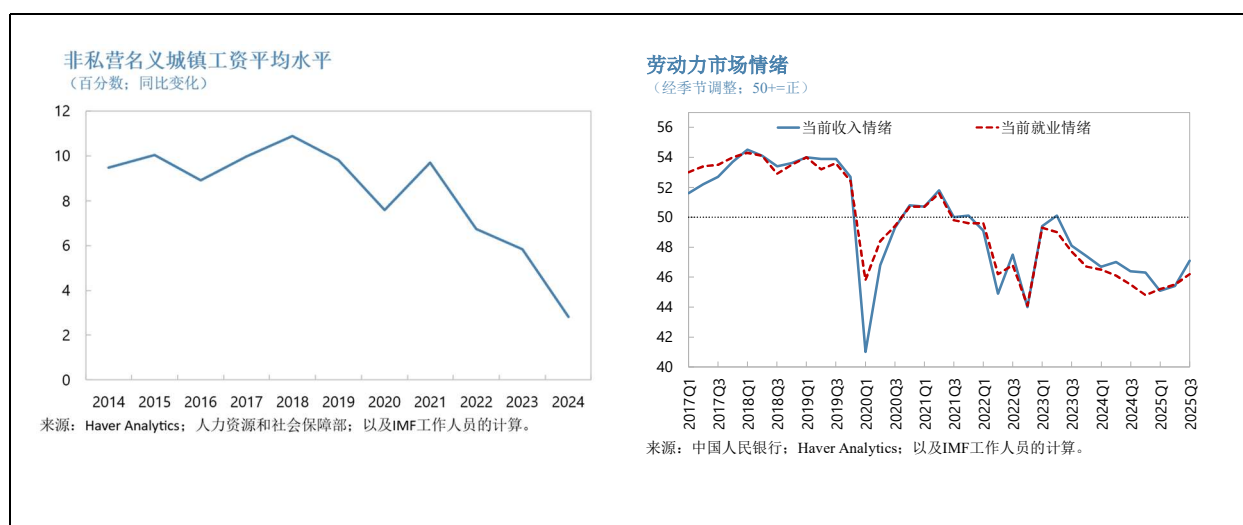
注释：使用2021年销售量，以数量（总建筑面积）衡量。2021年销售量占比是基于具备在岸或离岸债券价格的所有开发商2021年的销售量计算的。

7. 中国持续面临通缩压力，经济在潜在增长水平之下运行。产出缺口依然为负，2025 年估计为-1%。因此，核心通胀率处于低位，按同比计算，2024 年平均仅为 0.5%，到 2025 年 12 月小幅升至 1.2%，部分原因为珠宝价格的大幅上涨。在 2025 年大部分时间中，食品和能源价格都在下跌，进一步拖累了整体通胀。整体通胀率在连续数月徘徊在零附近后，随着食品价格的回升，于 12 月同比小幅上升至 0.8%。自 2024 年下半年以来，短期通胀预期大幅下降，分析人士对未来三年通胀的预期也呈下降趋势，这表明持续的低通胀正在传导至预期层面。此外，生产者价格已连续三年多持续下跌（部分原因为全球大宗商品价格的下跌），且 GDP 平减指数在过去十个季度持续处于负增长。实证证据表

明，通缩压力在一定程度上与需求低迷有关，而需求低迷的原因包括房地产行业的长期调整和地方政府的债务积压（其限制了高负债地方政府应对负面需求冲击的能力）（专栏 1），以及近几个月部分行业潜在的供给过剩（专栏 2）。



8. 虽然整体失业率保持在 5%左右的低位，但其他劳动力市场指标显示出经济疲软的迹象。近年来非私营名义工资增速显著放缓，2024 年达到了 2.8%，而来自住户收支调查的实际工资收入高频数据也显示，自年初以来实际工资增速也有所放缓。采购经理人指数的就业分项指数仍处于收缩区间，其疲软主要集中在建筑业和服务业。流入城市的外来务工人员人数的增速已从 2023 年 2.7%的峰值逐渐回落至 2025 年的不足 1%，年轻人失业率仍居高不下，2025 年 12 月为 16.5%。



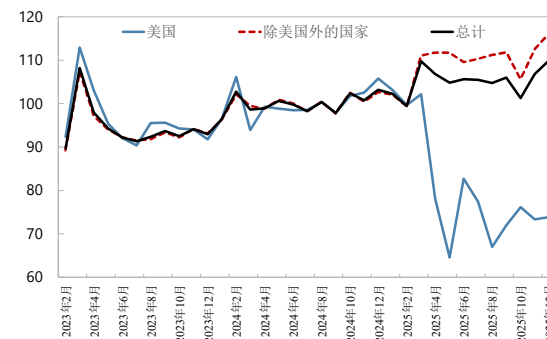
9. 2024 年经常账户顺差增加，实际汇率在低通胀下持续贬值。在竞争力提升和强劲外部需求的推动下，中国的出口激增，经常账户差额与 GDP 之比从 2023 年的 1.4%上升到了 2024 年的 2.3%，而进口则因内需疲软陷于停滞。尽管经常账户顺差规模较大，但 2024 年持续的净资本流出导致人民币面临长时间贬值压力。低通胀导致实际汇率持续贬值，自 2021 年以来实际有效汇率已贬值约 14%。

10. 2025 年经常账户顺差进一步扩大，而在关税措施暂停后，贬值压力有所缓解。

- 2025 年，经常账户顺差持续扩大，这主要是受贸易顺差扩大的推动。尽管以美元计价的出口价格下降，但 2025 年前 10 个月的货物出口（以价值计）仍增长了 7%。其中，2025 年第一季度出口量同比大幅增长了 14.5%（部分原因是市场预计美国将向中国及全球其他国家征收关税），并在 6 月至 7 月与美国达成贸易协议后再次增长。² 尽管关税减少了美中双边贸易，但对其他贸易伙伴（尤其是东盟）的出口在很大程度上抵消了这种减少的影响。与此同时，由于内需疲软和实际有效汇率贬值，进口（以价值计）基本与过往水平持平（见下文）。

中国对美国和其他国家的出口

（指数，2024 年=100；基于价值；经季节调整）



来源：Haver Analytics；海关总署；以及 IMF 工作人员的计算。

- 尽管 5 月中美暂停实施关税措施后得到了一定的缓解，但资金外流规模依然较大。自 2024 年年中以来，由于对经济增长前景、贸易紧张局势以及与发达经济体利差持续扩大的担忧，出现了大规模的资本外流。2025 年第二季度与美国达成贸易协议后，外流暂时得到了缓解。当局已放松了两项资本流动管理（CFM）措施。首先，当局于 2025 年 1 月将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎参数从 1.5 提高到 1.75，实际上放松了一项资本流入管理措施，从而鼓励更多资金流入。其次，当局于 6 月提高了合格境内机构投资者（QDII）额度，从而在资金外流缓解后，放松了一项资本流出管理措施。

文本表 2. 国际收支的变化情况

（GDP 的百分数）

	年度			季度						
	2022	2023	2024	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3
经常账户差额	2.4	1.5	2.2	1.1	1.2	3.3	3.2	3.8	2.7	4.0
货物差额	3.6	3.3	4.0	2.9	3.6	4.8	4.8	5.4	4.6	5.4
服务差额	-0.5	-1.1	-1.2	-1.4	-1.4	-1.2	-0.9	-1.4	-1.0	-1.0
收入差额	-0.9	-0.7	-0.7	-0.5	-1.1	-0.4	-0.8	-0.4	-1.0	-0.6
经常转移	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
资本账户	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
金融账户 /1	-1.3	-1.3	-2.5	-0.5	-1.9	-3.9	-3.7	-4.5	-2.9	-4.2
净外国直接投资，净值	-0.1	-1.0	-0.8	-0.6	-1.9	-1.0	0.1	-0.8	-0.3	-0.7
证券投资，净值 /1	-1.6	-0.4	-0.9	-0.5	-0.1	-2.9	-2.9	-1.4	-1.2	-3.9
其他投资，净值 /1	0.4	0.0	-0.7	0.6	0.1	-2.3	-1.4	-1.6	-1.4	-0.5
误差和遗漏 /1	-0.5	-0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.4	0.5	-0.6	0.2	0.8
储备资产（- = 增加）	-0.5	0.0	0.3	-1.0	1.1	0.6	0.6	0.7	0.2	0.2

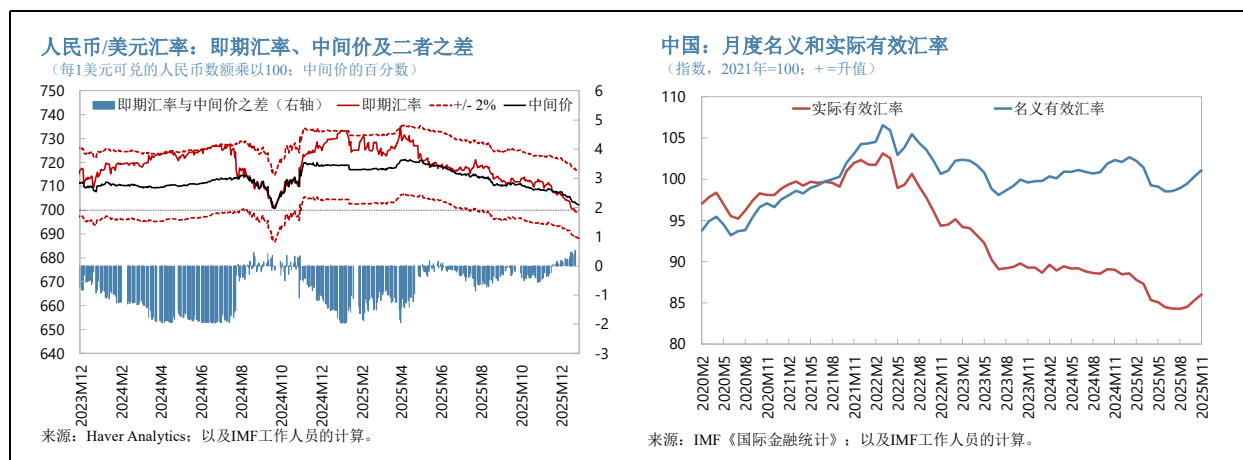
来源：Haver Analytics；以及 IMF 工作人员的计算。

1/ 正值表示资本流入（根据《国际收支手册》第五版）。

- 2025 年实际有效汇率进一步贬值，反映了国内较低的通胀水平。2024 年 11 月至 2025 年 5 月期间，在岸人民币（CNY）面临了巨大的贬值压力，这从汇率中间价与在岸人民币兑美元的即期汇率之间的巨大价差中便可见一斑。5 月美中贸易谈判后，贬值压力有所缓解，在岸人民币对美元略有升值。然而，截至 10 月，人民币的名义有效汇率较 2024 年平均水平贬值了 1.0%，这反映了美元汇率的变化。同期，人民币实际有效汇率贬值了 3.7%，反映出中国的通胀水平低于贸易伙伴。自 2024 年底以来，总外汇储备增加了约 2700 亿美元，11 月达到了 3.7 万亿美元。

² 美国港口罢工的威胁也可能促成了 2024 年底和 2025 年初出口的增长。

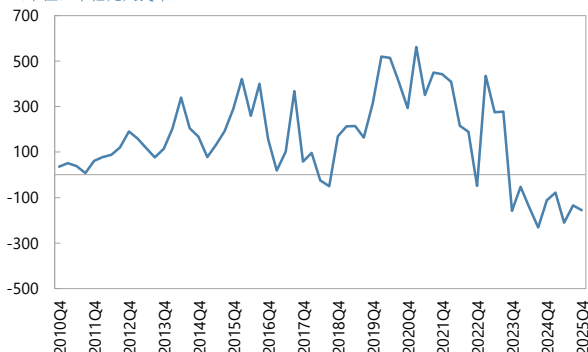
- 按照初步评估，2025 年中国的外部头寸将强于基本面和可取政策所对应的水平（附件二）。经周期调整的经常账户差额预计为 GDP 的 3.2%，比经常账户规范水平的估计值（GDP 的 0.9%）高出了 2.3%，反映出中国的产出缺口仍然为负。



11. 2024 年财政赤字与 GDP 之比增长了 0.4 个百分点，因为第四季度财政收入的下降和预算执行的改善抵消了地方政府融资平台融资约束的影响。财政收入与 GDP 之比下降了 0.4%，这是因为土地出让和税收收入的下降（部分源于增值税豁免和房地产相关税收的疲软）仅部分被一般公共预算中的非税收收入 25.4% 的增长（反映了地方政府加大了罚款、费用和国有资源收益的收缴力度）所抵消。中央政府收紧融资约束，导致地方政府融资平台的债券净融资为负，限制了 2024 年的预算外支出。³

地方政府融资平台的净债券融资

(单位：十亿元人民币)



12. 2025 年的财政立场是扩张性的，官方一般预算赤字增加，债券额度扩大。官方总体赤字与 GDP 之比从 2024 年的 3% 扩大到了 2025 年的 4%，这主要反映了非税收收入从 2024 年的高位回落。土地出让持续收缩，而税收收入趋于稳定，这主要是由于所得税和增值税征收力度的加强。在中央政府和地方政府提高新增专项债券发行额度（包括 10 月宣布的相当于 GDP 0.4% 的额外额度）的同时，预计经周期调整的增扩基本余额较 2024 年将下降 0.9 个百分点。预算包含多项支持消费的温和举措，包括扩大家电以旧换新政策（GDP 的 0.1%）、提高城乡居民养老金和医疗保险计划的最低保障水平（不到 GDP 的 0.1%）、为三岁以下儿童提供一项新的全国性补贴（不到 GDP 的 0.1%），以及对特定消费贷款利息支付的一年期补贴（估计不到 GDP 的 0.1%）。当局继续通过新设立的国家创业投资指导基金等途径为重点行业提供产业政策支持，该基金将调动高达 1 万亿元人民币（相当于 GDP 的 0.8%）的社会资本。

³ 隐性债务置换和部分地方政府融资平台的转型——可能已导致这些平台在 2024 年被从 Wind 地方政府融资平台名单中移除（见第 66 段）——也可能是导致债券净融资为负的原因之一。

13. 当局还宣布了应对结构性财政挑战的政策措施。 财政部宣布了一项将地方政府隐性债务置换为官方地方政府债务的多年期计划（见第 66–69 段）。未来 15 年，白领男性和女性的退休年龄将提高三年，蓝领女性的退休年龄将提高五年。此外，当局提高了养老金的最低缴纳年限，并出台措施提高了提前退休的灵活性。

14. 当局已适度放宽了货币政策。 自 2024 年 7 月以来，人民银行已将 7 天逆回购利率下调了 40 个基点，并将存款准备金率下调了 100 个基点。其他基准利率和存量房贷利率也有所下降。然而，在产出缺口为负和存在通缩压力的背景下，自 2023 年以来 7 天逆回购利率的累计降幅为 60 个基点，降幅仍较为温和。

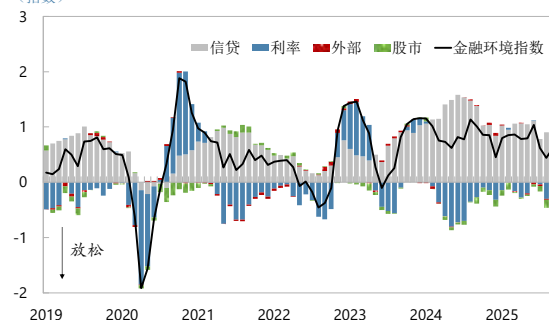
15. 中国人民银行还调整其操作框架以支持流动性管理，并适度缩减了结构性政策工具。 当局推出了政府债券借贷和交易计划，旨在限制长期政府债券收益率的波动及改善流动性管理，并新增了两项回购便利工具，以实现更有针对性的流动性管理。经过两年的扩张，除支持农村发展和小微企业的再贷款工具外，结构性货币政策再贷款工具的余额自 2023 年以来总体呈下降趋势。此外，当局已宣布增加抵押补充贷款额度，该工具将通过政策性银行，在 2025 年第四季度和 2026 年为战略领域的新增投资项目提供部分资金，规模达 5000 亿元人民币（相当于 GDP 的 0.4%）。截至 2025 年 11 月，中期贷款便利（MLF）年均余额同比下降了 25%（1.7 万亿元人民币），这一下降部分被新回购便利工具注入的大量流动性和债券交易计划下的净买入操作抵消。

16. 尽管近期有所放松，但在实际利率高企的情况下，整体金融环境依然偏紧，私人部门的信贷增速持续下滑。

- 自 2025 年初以来，中国的金融环境有所放松。在国内投资者强劲需求的推动下，股票估值有所改善，而企业和政府债券收益率则徘徊在多年来的低位（图 5）。在岸银行间市场的流动性相对充裕，人民银行在潜在需求较高的时期提前注入了流动性。尽管如此，整体金融环境依然偏紧，实际利率仍在高位攀升，导致私人部门信贷增速持续放缓。

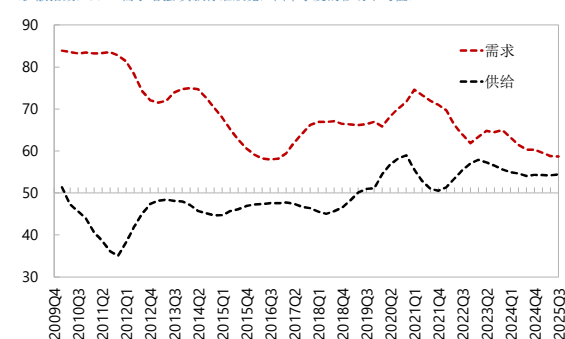
- 在强劲政府债券发行的推动下，2025 年社会融资规模的总体增速有所提高。在信贷需求疲软以及近期放贷标准略有收紧的背景下，私人部门信贷增速持续放缓，不含政府债券的社会融资规模从 2023 年底 9% 的平均水平降至 2025 年 11 月的 6%。由于住房贷款需求依然疲软，银行的家庭贷款增速从 2024 年 1 月的 6.7% 急剧下降至 2025 年 11 月的 1.1%。企业贷款增长仍不均衡，普惠和战略性部门的信贷增长虽较 2024 年的高位有所回落，但依然强劲。受白名单项目等各类资金支持计划的推动，房地产开发商

金融环境指数
(指数)



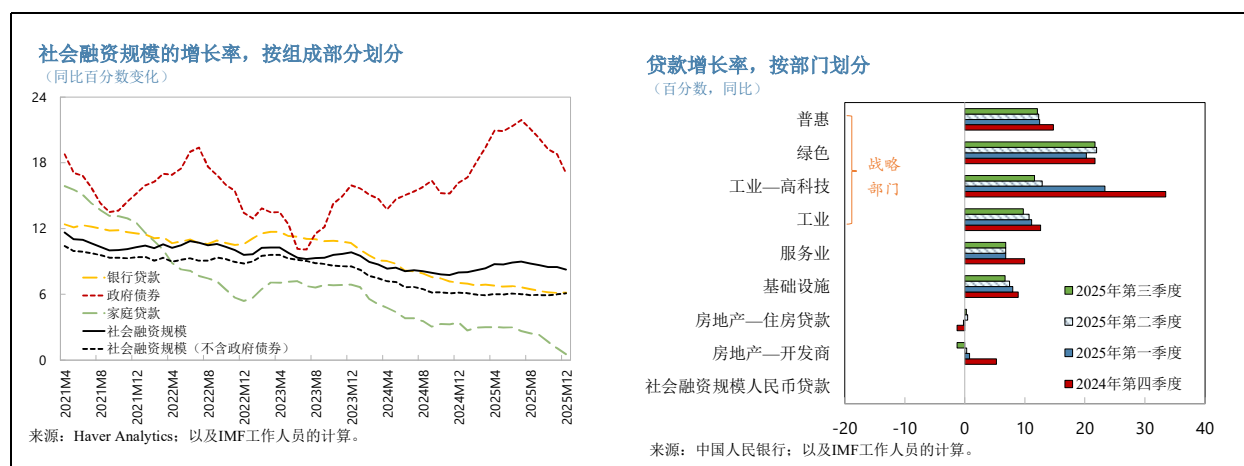
来源：Bloomberg; Haver Analytics; 以及 IMF 工作人员的计算。
注释：数据截至 2025 年 10 月。

中国人民银行的银行家问卷调查：贷款需求与审批指数
(扩散指数, 50+ = 需求增强/贷款标准放宽, 四个季度的移动平均值)



来源：中国人民银行; Haver Analytics; 以及 IMF 工作人员的计算。

贷款增长一度提速，但随后增速再次放缓。自 2024 年以来，非银行信贷增速略有放缓，且保持在较低水平。

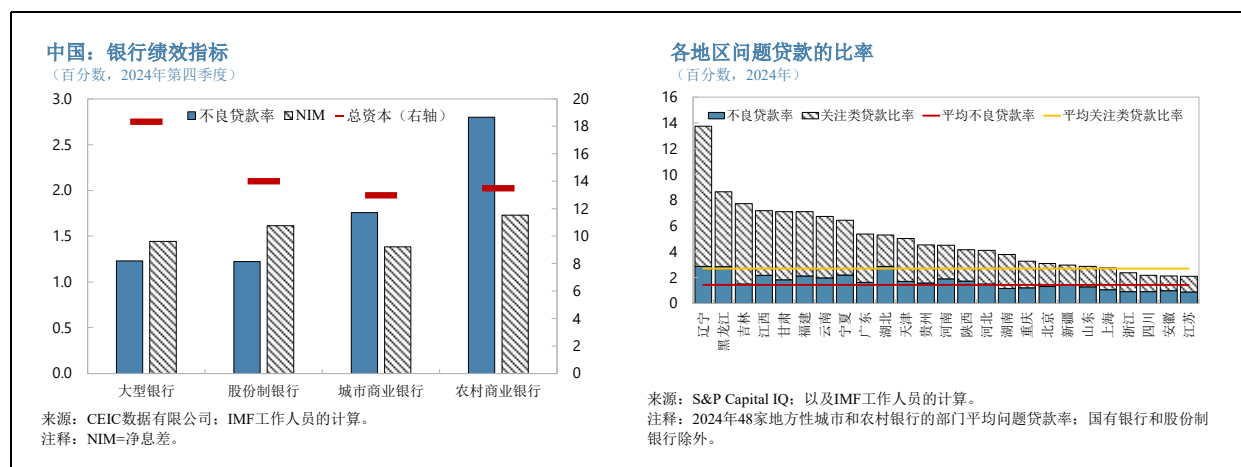


17. 银行业面临盈利能力和资产质量方面的压力。

- **全系统资本比率似乎是充足的。**截至 2025 年第三季度，整体一级资本充足率和总资本充足率分别为 12.4%和 15.4%，年内略有下降。股份制银行的资本充足率降幅最大，而资本充足率原本就最低的城市商业银行也出现了下降。6 月，四家国有银行获得了注资。⁴在持续的整合和资本补充（包括通过地方政府途径获得的补充）的支持下，自 2023 年以来，农村商业银行的资本缓冲水平提高了 1 个百分点，尽管其起始水平较低（图 7）。
- **盈利能力依然承压。**净息差（NIM）和资产回报率持续走低。虽然存款利率的下调使融资成本有所下降，但贷款利率的降幅更大。对于业务模式往往更为集中、存贷款业务竞争更为激烈且面临资产处置压力的地区性银行而言，它们在盈利能力方面的压力更加显著。面对疲软的信贷需求和低迷的盈利能力，金融机构增加了固定收益类投资，部分机构的杠杆交易已引发监管审查。
- **总体上资产质量保持稳定，但部分领域出现了脆弱性上升的迹象。**截至 2025 年第三季度，不良贷款（NPL）率和关注类贷款率分别稳定在 1.5%和 2.2%；不良资产处置帮助抵消了新增不良贷款的流入。2025 年 9 月，制造业贷款的不良贷款率降至 1.3%，尚无贸易紧张局势导致资产质量恶化的迹象。⁵与此同时，损失类贷款（即无法收回本金和利息的贷款）占不良贷款的比例上升到了约 40%。根据一些银行的报告，零售业务、信用卡业务以及小微企业贷款的表现正在恶化。总体来看，扩大监管宽容措施（涵盖房地产、地方政府融资平台、中型企业和零售借款人）可能会掩盖潜在的资产质量问题并/或延迟损失确认。

⁴ 2024 年 9 月，中国当局公布了数项计划，拟向六家国有银行的核心资本增资，旨在强化银行的资产负债表，并提升其贷款能力。2025 年第二季度，已有四家国有银行收到了来自财政部和国有企业的注资，总额为 5200 亿元人民币，使其资本比率季度环比平均提升了 90 个基点。

⁵ 加征关税对金融部门的溢出效应很可能会得到抑制，但在那些对出口依赖度较高的省份，部分地区性银行可能面临更大的风险敞口（见文本表和《部分问题文件》）。



18. 金融稳定风险居高不下。2025 年中国金融部门评估规划 (FSAP) 得出的结论是，银行的资本和流动性水平在总体上似乎是充足的，处于顶层的银行能够抵御严重的宏观金融冲击，⁶ 且企业和家庭资产负债表大体上似乎是健康的。此外，当局采取的政策措施（包括地方政府债务置换）帮助缓解了部分金融风险。尽管如此，FSAP 的分析发现，与房地产行业持续调整、地方政府融资平台债务积压以及偿债能力薄弱相关的重大脆弱性依然存在。⁷ 此外，近年来银行对中小企业的贷款（其中部分被归类为零售贷款）大幅增加。由此导致的银行信贷资产的信用风险上升，在承压情况下可能带来重大风险。与大型国有银行相比，中型和较小型银行的信贷质量问题更大，资金结构多元化程度更低，且盈利能力较弱。近年来，非银行金融机构 (NBFI) 的整体风险已显著降低。然而，脆弱性依然存在，尤其是在快速增长的资产管理行业，该行业面临重大的信贷风险（包括对房地产行业的风险敞口）和流动性风险（市场波动期间的赎回压力）。通过所有权、共同持有的资产和风险敞口（包括但不限于对地方政府融资平台的风险敞口）以及重要的资金联系等渠道，非银行金融机构与银行业之间的相互关联日益加强，这进一步放大了这些风险。

19. 当局还发起了一场“反内卷”行动，以解决某些行业的“过度”价格竞争问题。当局已在若干传统行业（如钢铁、玻璃）和新兴制造业（如太阳能电池板、电动汽车、电池、化工）识别出了“内卷”现象，这种“内卷”是由过度投资和需求疲软共同导致的。为应对“内卷”，当局计划禁止地方政府新出台与国家重点领域不符的新的产业政策补贴，鼓励行业层面的协调以提高价格并削减产能，同时执行更高的产品标准。

⁶ FSAP 的偿付能力压力测试涵盖了 55 家银行，流动性压力测试涵盖了 111 家银行。有关更多详细信息，包括压力测试的结果和对数据局限的讨论，见 [IMF 国别报告第 25/100 号](#)。

⁷ FSAP 的分析显示，即使是为了维持短期偿债能力而让银行来承担减免地方政府融资平台债务的负担，也会对银行的资本和收入产生巨大的负面影响，因此需要制定一个更可持续的解决方案。全面解决债务积压问题的方案必须考虑相关措施对银行和资产管理产品的影响，因为它们对地方政府融资平台债务同样有巨大的风险敞口。

前景、风险和溢出效应

20. 2026 年增速预计将适度放缓，通胀仅会缓慢上升。

- 2025 年中国经济增长了 5%，此后，受关税和贸易政策不确定性的长时间影响，净出口对增长的贡献率下降，预计 2026 年 GDP 增速将放缓至 4.5%。与此同时，在基线情景下，随着财政整顿的推进，消费和公共投资的增速预计也将适度放缓。私人投资对增长的贡献较 2025 年将略有增加，这得益于 2024 年至 2025 年库存消耗之后的回补，以及房地产投资拖累的减小。
- 总体通胀预计仍将处于较低水平，从 2025 年 0% 的平均水平上升至 2026 年的 0.9%。通胀回升缓慢反映了食品和能源价格的低迷以及持续的经济疲软——在增速放缓的背景下，产出缺口仅将从 2025 年的 -1.0% 小幅收窄至 2026 年的 -0.8%。2026 年，生产者价格预计将继续下跌，GDP 平减指数的增速预计仍将维持在负区间，为 -0.7%，这将加剧不利的债务动态。在中期，随着产出缺口收窄，总体通胀率预计将接近 2%。
- 在缺乏协同改革的情况下，由于劳动力减少、投资回报率下降以及在趋近全球技术前沿的过程中生产率增速的放缓，到 2030 年，中国的中期增速预计将逐渐放缓至 3.5% 左右。提高退休年龄的计划预计将缓解劳动力下降的影响，对 2025 年至 2030 年的年度增长的贡献估计为 0.2 个百分点（见第 78 段）。工作人员估计，关税的上升（见第 4 段）将在中期内使 GDP 水平下降约 1%。

文本表 3. 部分经济指标

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
实际GDP增长率（%）	5.0	4.5	4.0	3.9	3.7	3.4
产出缺口（%）	-1.0	-0.8	-0.5	-0.2	0.0	0.0
通胀率（%，平均值）	0.0	0.9	1.5	1.8	1.9	2.0
核心通胀率（%，平均值）	0.8	1.1	1.5	1.8	1.9	2.0
经常账户（GDP的百分数）	3.3	3.1	2.8	2.6	2.4	2.2
增扩概念的债务 （GDP的百分数）1/	126.6	135.2	141.4	146.1	150.0	153.6

来源：当局；Haver Analytics；CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的估计和预测。

1/ 增扩概念的债务包括地方政府融资平台和其他预算外政府基金的债务。

21. 预计经常账户顺差在中期内仅会温和下降。关税上升和贸易政策不确定性的长期影响预计将拖累出口。加上产出缺口收窄将支持进口增长，贸易顺差预计将收缩，经常账户顺差与 GDP 之比将从 2025 年预测值 3.3% 降至 2027 年的 2.8%。中期来看，经常账户顺差与 GDP 之比预计将逐渐下降至 2% 左右。这反映了在出境旅游复苏的支持下，产出缺口持续缩小以及部分需求向私人消费转移。在基准情景下，财政整顿仅能部分抵消这些因素的影响。

22. 经济前景面临的风险仍偏向下行（见附件三）。

- **国内风险：**国内主要风险仍是房地产行业更长时间的调整，以及在地方政府持续依赖土地收入的情况下再次出现融资约束，这将导致消费者信心和国内需求进一步走弱，并降低就业水平。这一风险，再加上企业和公共债务水平居高不下，将增大发生不利宏观金融反馈循环的风险，进而导致广泛的去杠杆化，并加剧通缩。长时间的通缩可能增加实际债务负担，压低抵押品价值，并加剧银行和非银行金融机构的资产负债表压力。工作人员估计，一场与全球金融危机程度相当的严重负面冲击可能会引发长时间的通缩，在五年内使 GDP 相对于基线水平下降 5.4%（见 [2024 年第四条磋商报告](#)，专栏 2）。此外，持续的债务积压和资本错配（包括由地方政府融资平台所导致）可能进一步抑制潜在产出。因此，如果政策措施不足以应对这些挑战，可能导致债务和金融脆弱性持续累积，这样一来，最终的调整将在未来导致更大且不断上升的增长和就业成本。从上行方面看，2026 年若能出台额外的刺激性政策，将提振内需；而若能协同开展改革，特别是着眼于从人工智能和研发投资中获得最大收益，则可以促进中期经济增长。
- **外部风险：**贸易紧张局势可能的再度升级是主要的外部下行风险。尽管 2025 年 10 月达成贸易协议后，美中贸易紧张局势有所缓解，但未来形势如果恶化——如美国对中国出口（包括对通过“连接国”的出口）加征关税以及实施更多技术和投资限制，则将拖累中国的出口和投资。其他贸易伙伴可能因中国出口增加而实施更高的关税和非关税壁垒，这也可能抑制中国的增长前景。贸易紧张局势可能引发资本外流加剧，而银行存在出口风险敞口的资产的质量可能会恶化。从上行方面看，若能以合作方式化解贸易紧张局势，将可以减轻关税和贸易政策不确定性带来的拖累。

23. 在贸易紧张局势升级、不确定性加剧的环境下，中国的前景和政策选择可能产生重大的对外溢出效应，并可能对自身产生回溢效应。鉴于中国在全球经济中的重要性，其国际溢出效应可能非常显著。模型和实证估计显示，中国经济增速每下降 1 个百分点，其主要贸易伙伴的增速可能会下降 0.2 至 0.3 个百分点，具体取决于贸易联系的紧密程度（[IMF，2022 年](#)，专栏 1.1；[Copestake 等人，2023 年](#)；2024 年 4 月《世界经济展望》第四章）。在中国，内需疲软导致的通胀走弱也可能产生溢出效应。根据工作人员的估计，中国的出口价格通胀率每下降 1 个百分点，冲击发生六个月后亚洲贸易伙伴的国内核心通胀率将下降 0.1 个百分点（[IMF，2024 年](#)，专栏 2），从而降低国外的消费成本。与此同时，如果通缩压力导致实际汇率进一步贬值，可能会增强出口竞争力，并加剧外部失衡。这些情况，加之中国大规模产业政策可能产生的国际溢出效应（第 56 段），可能导致其与贸易伙伴的贸易紧张局势持续升级，并最终危及中国出口商的市场准入。

当局的观点

24. 当局总体上同意工作人员对近期前景的观点，但认为主要的下行风险来自外部环境。他们预计 2025 年的经济增速约为 5%，可实现增长目标，2026 年的增速将略有放缓。他们设想通过政策措施进一步提振消费，包括实施消费品以旧换新政策、为个人消费贷款及服务业贷款提供利息补贴，以及支持服务消费的相关举措。与工作人员的预测一致，当局预计通胀将逐步回升。他们承认，由于总需求疲软以及部分行业存在“内卷”现象，价格面临下行压力，但预计通缩压力不会持续。他们强调海外保护主义的抬头是主要的下行风险。虽然对于房地产行业在基线情景下的前景，当局比工作人员持更加乐观的观点，但也承认房地产市场存在一定的下行风险。与工作人员观点不同，他们不认为存在重大的债务通缩风险。当局承认，鉴于其庞大的规模，中国经济可能产生重大的对外溢出效应，但强调其政策选择已考虑到各方对溢出效应的担忧，并从未以牺牲贸易伙伴的利益为代价来提升出口竞争力。

25. 当局对对外部门评估表示担忧，指出经常账户缺口估计值似乎过大。他们强调，EBA 模型无法反映中国在 2025 年面临的复杂外部环境，包括贸易限制，这些限制暂时影响了中国出口（因外国企业积累库存）和进口（因中国贸易伙伴的进口限制）。他们认为，EBA 模型未能充分考虑各国的基本差异，尤其是在近年来中国经济发生重大结构性变化的情况下。此外，当局强调，中国强大的出口竞争力得益于规模经济、一体化的供应链、灵活的监管以及庞大且受过良好教育的劳动力队伍，而实际有效汇率贬值和产业政策支持仅发挥次要作用。他们注意到了近期人民币的升值，并且与工作人员的预测一致，他们预计，随着临时性因素消退以及提振需求的措施推动进口复苏，出口会放缓并促使经常账户顺差于近期下降。

26. 当局预测的中期增速快于工作人员的预测。他们指出，到 2035 年达到 4.2% 的平均增速将帮助其实现成为“中等发达经济体”的目标。虽然他们同意人口老龄化是增长的主要阻力，但他们预计更强的人力资本积累将抵消劳动力规模的下降。鉴于其对“新质生产力”的关注，他们预计创新和技术将在未来推动生产率的更快增长。

27. 当局强调，尽管面临外部冲击，中国金融部门依然稳健。他们指出，近期的政策措施、包括银行注资和债务置换，已经降低了金融部门的风险。不过，他们同意工作人员的看法：某些领域值得关注，其中包括低利率环境下金融机构面临的盈利压力、部分中小型机构尚未化解的风险，以及小额和零售贷款资产质量的弱化。

解决失衡问题，向消费拉动的经济增长转型

28. 通过推升通胀重振经济以及缓解失衡是中国经济面临的关键政策挑战。如果多重不利因素（包括内需疲软、房地产行业调整、地方政府债务积压长期持续，以及市场信心低迷）持续存在，通缩就可能变得根深蒂固。如前所述，这会增加负面宏观金融反馈循环和债务动态恶化的风险，从而拖累经济增长。此外，鉴于全球贸易紧张局势加剧以及中国庞大的经济规模，出口对经济增长的贡献今后可能会减弱。如果出口的作用不减弱，那么外部失衡的扩大将产生溢出效应，这很可能加剧贸易紧张局势。

29. 当局已实施多项值得欢迎的政策措施，以提升国内需求并应对房地产和地方政府融资平台部门的挑战（见附件四）。多项政策措施支持了内需，包括：（1）采取更具扩张性的财政立场；（2）下调政策利率和存款准备金率；（3）推出多项旨在稳定房地产行业的措施；以及（4）更加注重促进消费，包括在《第十五个五年规划》中提出了相关措施，其中一些温和措施已于近期实施。当局还采取了有关措施应对部分行业的“内卷”问题。此外，退休年龄的提高旨在缓解劳动力供给减少问题，而债务置换则是为了应对地方政府融资平台的债务风险。

30. 然而，政策支持仍然不足，其效果也参差不齐。对消费的支持力度和社会安全网的升级幅度有限，而且当局在处理房地产行业调整和地方政府融资平台债务积压问题上采取了逐步改进式的做法。货币政策的放松程度仍然不足；在通胀预期下降的环境下，实际利率持续上升。与此同时，当局继续使用产业政策支持重点部门，这可能导致持续形成新一轮的部分可贸易部门供给过剩周期，并进一步增加通缩压力。

31. 在此背景下，当局应加大宏观政策支持力度，同时加强结构性改革，以推动经济向消费拉动型增长转型。当与旨在解决高预防性储蓄问题的结构性改革相结合时，宏观经济刺激的效果很可能会更加显著。这种做法将恢复国内平衡，降低风险，减少扭曲，从而为中国带来最大好处；同时，也能系统性地降低外部失衡。⁸相比仅依靠宏观经济政策刺激来恢复平衡的做法，若能实施一项能够实现均衡增长的全面政策方案，也将降低扩张性财政政策导致长期财政可持续性恶化的风险（第 66–69 段）。

- **宏观政策（A 部分）：**为同时恢复国内平衡和外部平衡，宏观经济政策的搭配与校准至关重要。保持扩张性的财政立场是恢复国内平衡的核心。然而，政策刺激的重点应是加大力度支持消费（扩大社会支出）和房地产部门（为完成未完工预售房项目提供资金），这将提振市场信心并更好地支持内需。为确保通过推升通胀重振经济，可以在支持实际汇率升值的更广泛一揽子政策下进一步放松货币政策，此举可以起到支持作用。
- **配套改革：**消除未完工预售房的相关不确定性，以及加快不可持续经营的开发商退出市场，将推动房地产行业的更有效调整并恢复消费者信心（B 部分）。切实开展改革来降低预防性储蓄和促进消费（C 部分）、缩减产业政策（D 部分）并重振国内信心，将强化宏观经济政策支持对内需的拉动作用，并促进外部再平衡。确保金融体系拥有充足的资本和流动性，对于维护金融稳定至关

⁸ 我们将“综合政策框架”的概念图应用于中国，探讨了这种政策组合如何有助于同时解决国内失衡和外部失衡问题（见关于“综合政策框架”的《部分问题文件》）。

重要。为了确保宏观金融稳定并持久降低债务通缩风险，也需要对相关框架实施改革并清理资产负债表（第 66–75 段）。

- 模拟结果显示，在采纳上述刺激措施和结构性政策组合建议的情景下，GDP 的水平到 2030 年可能提高 2.3%，通胀率在短期内将上升多达 0.8 个百分点；同时，实际汇率将升值，经常账户顺差将缩小（专栏 3）。

A. 提振内需、缓解通缩压力的政策

财政政策

32. 2025 年预算内的财政扩张为经济增长提供了受欢迎的支持，不过支持力度较小。2024 年非税收入显著增长，使企业的实际负担加重，同时增加了关于地方政府收入需求的不确定性，从而可能也对营商环境产生了负面影响。因此，在预算中取消临时性非税收入措施的做法是适当的。然而，支持消费的具体措施仍然有限，以旧换新政策和社会保障支出仅小幅增加（第 12 段）。鉴于政府支出的构成，工作人员假设 2025 年的财政乘数相对较低，并估计，经周期调整的基本余额与 GDP 之比下降约 0.9 个百分点将使经济增速提高约半个百分点、通胀上升 0.1 个百分点。

33. 如果当局在 2026 年继续实施扩张性的财政政策，同时更加注重持久提振消费与支持房地产行业，将有助于应对通缩压力。为支持国内需求并降低债务通缩风险，工作人员建议将 2026 年经周期调整的基本余额减少 GDP 的 0.5%（与基线相比，这相当于额外实施了规模为 GDP 0.8% 的财政扩张）。这需要中央政府在预算内持续实施财政扩张，同时增加对地方政府的转移支付，以防止地方政府在面临融资约束的情况下发生非预期的财政紧缩。如文本表 4 所示，这一方案可在短期内使 GDP 提升 0.6 个百分点，通胀提升近 0.2 个百分点。鉴于经济面临较高的通缩风险，并且估计产出缺口规模约为 GDP 的 1%，上述程度的支持是适当的。⁹ 具体而言，财政政策方案应重点关注以下方面：

文本表 4. 财政立场

	2025	2026
基线（经周期调整）	-0.9	0.3
建议的（经周期调整）	-0.9	-0.5

来源：IMF 工作人员的计算。

- **提振消费：**将支出从低效投资转向投资于民，这将为短期增长提供强劲动力并支持再平衡调整，同时提振经济的长期增长前景。关键的优先事项包括大幅、永久性地扩大农村养老金、医疗卫生支出和其他社会安全网项目（例如针对脆弱群体的低保制度）（见第 52 段）。
- **支持房地产行业转型：**尽管债务处于高水平且不断攀升，但中央政府对房地产行业提供的一次性资金支持（作为针对房地产行业采取的全面一揽子政策的一部分）是合理的。这种有针对性的一揽子措施虽然在短期内可能导致债务水平相对基线上升，但能减轻房地产投资收缩幅度扩大、时间拉长的风险，并有助于重建信心、降低债务通缩风险和提振消费，从而在中期内提高经济增速并增加财政收入。工作人员建议的中央政府对房地产行业财政支持的规模约为 GDP 的 5%（线上支持为 GDP 的 2.7%），在三年内提供，2026 年的支持规模可达 GDP 的 0.9%（见第 46 段）。

⁹ 所估计的 0.6 个百分点的影响反映了当前的经济疲软、更有针对性和永久性的社会支出增加、减少预防性储蓄的改革措施等因素，这些被认为比低效投资具有更高的财政乘数（参见 [2023 年《部分问题文件》](#)）。

- **缩减产业政策：**产业政策应当仅针对那些明确存在市场失灵的部门。在中期内将不必要的产业政策措施（包括企业补贴和税收优惠）缩减 GDP 的 2% 左右，将可以减少生产要素错配、提高生产率并降低财政成本（第 54–58 段）。

文本表 5. 中国：建议在 2026 年提供的额外财政支持

类别	措施详情	对经周期调整的 基本余额的影响 (GDP 的百分数)
支出		
公共投资	减少预算外投资	0.8
养老金	提高居民养老金计划替代率	-0.4
医疗保险	扩大费用覆盖范围	-0.1
失业保险	提高充分性	-0.1
社会救助	扩大覆盖面	-0.1
	提高低保的充分性	-0.1
	扩大国家层面的儿童援助	-0.1
产业政策	缩减补贴	0.4
税收收入		
社会保障缴费	减少社会保障缴费	-0.3
针对房地产行业的一揽子措施		
房地产	解决未完工预售房问题	-0.9
对经周期调整的基本余额的 总体影响		-0.8

来源：2023 年《部分问题文件》；2021 年《部分问题文件》；以及 IMF 工作人员的计算。

注释：数字表示经周期调整的基本余额（CAPB）的调整。有关措施对 CAPB 的影响是近似的，以国际比较为基础。

34. 2026 年之后，当局应继续实施扩张性的财政政策，直到通胀持久回升。鉴于经济疲软程度的不确定性以及通缩长期存在的风险，当局应维持财政扩张，直至最新数据表明通胀已经持久回升。中期来看，确保财政可持续性需要强有力的政策行动，包括开展大规模财政整顿，实施框架改革，以及对地方政府融资平台的债务进行重组以解决地方政府债务积压问题（见第 66–69 段）。如果经济主体预计未来将实施财政整顿，或者如果信心不足或持续不确定性导致储蓄长期处于高水平，那么财政扩张可能无法有效刺激经济增长。在此背景下，关键是要合理安排短期财政扩张措施的构成并最终开展财政整顿。如上所述，短期刺激应侧重于高乘数措施，目的是恢复对房地产行业的信心，永久增强社会安全网和面向弱势消费者的项目；逐步实施的中期财政整顿应以广泛的税收改革为基础，包括提高税收制度的累进性，以及缩减乘数效应较小的低效投资和不必要的产业政策支持。

货币和汇率政策

35. 在面临通缩压力和负产出缺口的情况下，当局应通过放松货币政策（尤其是降息）来支持财政扩张。最近的措施虽然力度不大，但在性质上与工作人员的建议相符。然而，实际利率依然较高，实证估计显示，近期的降息措施到目前为止仅对经济增长和通胀提供了有限的支持（见专栏 4）。尽管当局对银行净息差（第 17 段）和资本外流表示担忧，但仍有政策空间进一步降息（见专栏 4），目标是降低实际利率。因此，面对通缩预期变得根深蒂固的风险，进一步放松货币政策（程度相当于政策利率下调半个百分点）是合理的。不过，放松货币政策仅应被视为确保减少国内外失衡和通过推升通胀重振经济的更广泛一揽子政策的一部分。孤立地放松货币政策可能导致实际汇率发生不适当的进一步贬值。就中期通胀目标开展清晰的政策沟通，也将为货币政策提供锚点并提高前瞻性指引的有效性——前瞻性指引是通胀持续走低时管理预期的一种重要工具。持续推动货币政策框架现代化的改革势头（见专栏 5）将进一步提高政策有效性。

36. 增强汇率弹性将有助于吸收外部冲击和提高货币政策有效性。汇率弹性的提高将改善货币政策的传导。短期内，汇率弹性及由此带来的更大货币政策空间需融入以提振内需为目标的强有力的协

调政策组合，特别是支持消费（第 33、52 段）和房地产行业（第 46 段）的财政支持措施。这种政策组合将弥合产出缺口并提升通胀，同时带动人民币实际升值并缩小经常账户顺差。提高汇率弹性和外汇制度的透明度也将促进外汇市场的总体发展（鉴于有迹象表明外汇市场有时深度不够，见关于“综合政策框架”的《部分问题文件》），增强抵御未来冲击的能力，降低人民币国际化面临的一大障碍（见专栏 6），并减轻资本流动管理措施可能面临的压力。资本流动管理措施不应被用来替代必要的宏观经济调整或汇率弹性的提高。

金融部门政策

37. 金融部门政策应重点缓解较高的金融稳定风险。当前的一些金融政策优先事项包括：

- **推动及时、透明地确认损失，向市场化定价过渡，并为构建一套应对脆弱性（包括处理遗留资产）的全面战略奠定基础。**监管宽容措施、以不透明方式把资产处置给资产管理公司的做法（专栏 7）以及对隐性担保的依赖掩盖了信贷损失，助长了遗留资产的累积。债务积压削弱了信贷需求，而风险定价不当和定向贷款指导可能导致信贷错配。为应对这些挑战，在实施更严格的风险分类要求的同时，¹⁰ 应严格执行审慎政策，并逐步取消监管宽容措施。当局最近采取了一些措施，利用财政资源处理遗留资产、尤其是地方政府融资平台积压的债务（第 66 段）。在采取这些措施的同时，当局还应提高银行的损失吸收能力，加强企业破产框架，并使银行处置机制完全符合国际最佳实践（见第 73 段）。
- **确保充足的资本和流动性缓冲。**对最大的几家国有银行实施预防性注资（第 17 段）是受欢迎的举措，应迅速完成。目前正在采取措施应对金融体系其他部分的薄弱之处，其目标应是解决潜在的脆弱性问题，包括进一步审查业务模式和治理实践。监管机构对合并提案的评估应重点考察合并后实体的业务模式和财务稳健性；对于被认为无法持续经营的机构，应迅速予以处置。政府拥有的机构不应被用作“最后买家”；在利用公共资金为薄弱银行注资时，应始终遵循向股东和债权人分配损失的做法。

38. 需要谨慎确保抑制市场波动的措施不会阻碍价格形成。除非是为了维持金融稳定，否则应避免干预股市，因为此类干预可能会阻碍市场运行，引发“羊群行为”，加剧市场波动，从而抵消对市场情绪的暂时提振效果。

下行情景下的政策

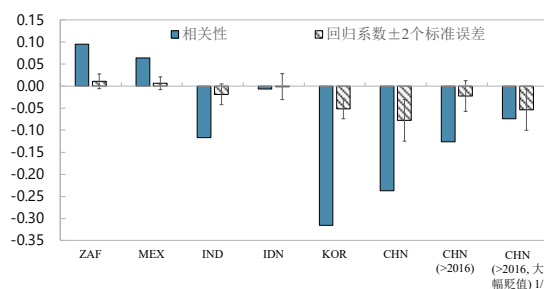
39. 如果下行风险变为现实，应根据冲击的规模和性质提供宏观政策支持。

¹⁰ 经修订的商业银行金融资产风险分类要求于 2023 年 7 月 1 日生效。对于该日期之前存在的风险敞口，银行可以在 2025 年底之前采用新规则。

- 若发生**国内冲击**，如房地产行业调整加深或金融环境收紧，则需要实施更具扩张性的财政和货币政策来支持国内需求，并对薄弱银行果断采取金融部门干预措施，确保金融稳定和有效的金融中介活动。当传染风险出现时，为避免形成宏观金融反馈循环，应考虑提供全系统范围的流动性支持。加强应急规划，并采取措施确保与危机管理和金融安全网有关的框架和工具能够随时投入运作（第 73 段和附录四），这将确保当局能够充分应对任何系统性困境。

汇率贬值与净资本流动的关系

(月环比变化：本币/美元(%)；净资本流动：GDP的百分数)



来源：Haver Analytics；国际金协《资本流动跟踪报告》；以及IMF工作人员的计算。
1/ 大幅贬值的定义为月环比贬值幅度超过2%。

- **外部冲击**（如美国将对华关税提高到 4 月 2 日水平）可能使短期增长下降 1%（2025 年 10 月《世界经济展望》专栏 1.2）。在这种情景下，有必要采取更宽松的宏观政策，包括对受影响最严重的企业和劳动者实施有限度、有时限的定向财政支持，同时，进一步放松货币政策也将发挥支持作用。应允许汇率作出调整以吸收基本面冲击，且其应作为推动通胀上升、实际汇率升值和纠正过度外部失衡的全面宏观政策应对方案的一部分。“综合政策框架”应用于中国的结果表明，汇率大幅波动可能导致资本外流压力，并对信心产生影响，这符合外汇市场深度不够的状态（见关于“综合政策框架”的《部分问题报告》）。对于这种情况，“综合政策框架”指出，在发生威胁金融稳定的大规模非基本面冲击（如避险冲击）时，临时性外汇干预可以发挥作用。在这种情况下，临时性外汇干预可以减轻货币政策的负担，帮助缓解冲击的影响。然而，应谨慎权衡频繁外汇干预的短期收益与长期成本（包括阻碍外汇市场未来发展）。

当局的观点

40. 当局预计将在 2026 年继续实施更加积极的财政政策。他们指出，2025 年的财政措施对消费（尤其是以旧换新政策和对部分消费贷款的利息补贴）和社会福利等重点领域提供了有针对性的支持。当局强调，2026 年财政政策将继续更加积极，并提供逆周期支持。他们表示将继续为消费（包括服务消费）提供有针对性的支持，但强调社会支出的增加应取决于经济发展阶段和财政可持续性，改善就业和收入前景最有利于促进消费。他们认为，为治理“内卷”，可以削减违规（定义为与国家重点领域不符）的产业政策补贴”，但对新的重点领域的产业政策支持仍将继续。他们指出，针对房地产行业的额外政策应根据市场状况决定。

41. 当局认为货币政策立场适度宽松，并将继续根据最新数据和金融环境调整利率和存款准备金率。他们认为当前的政策利率水平和更广泛的金融环境对内需起到了支持作用。当局承认银行的净息差面临压力，但认为近期放开存款利率的措施能够支持利率向存款传导，从而减轻今后宽松政策给净息差带来的压力。当局将根据形势变化调整利率，并继续为战略部门提供流动性。他们指出，结构性货币政策工具的余额在 2024 年有所下降。

42. 当局预计汇率将保持双向弹性，同时将采取市场化措施以防范汇率超调风险。他们强调，汇率发挥了自动稳定器的作用，帮助中国应对了近期的冲击（包括贸易摩擦和发达经济体货币政策周期变化）。他们指出，随着人民币汇率弹性提高，其国际使用持续扩大，人民币对美元的波动性与其其他主要国际货币的波动性大致相当。

43. 当局强调已采取措施改善银行资产质量和资本缓冲，同时确保资本市场的平稳运作和深化。

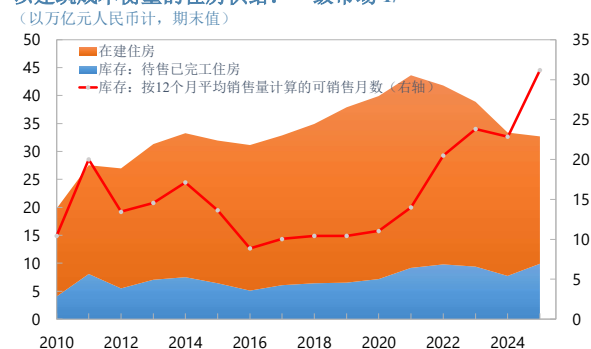
监管机构强调继续采用以市场为导向、以法律为依据的原则，依规处置地方政府融资平台债权。他们指出，为大型银行注资，加强银行风险管控、公司治理和经营效率，同时降低成本，这些措施将有助于确保银行体系具备充足缓冲。他们强调，正在通过并购和市场化重组推进农村中小银行的改革，这显著降低了脆弱性。当局还强调，正在实施开放举措和改革以深化资本市场，包括便利外国投资者准入以及促进中长期资金入市。

B. 促进房地产行业调整的政策

44. 政府的住房政策旨在恢复市场稳定并促进向更可持续模式的转型。已采取的主要措施集中在

以下几方面：为银行提供融资，以完成未完工预售房；扩大经济适用房；以及加快城中村改造。为恢复信心并稳定市场状况，当局还通过购买已完工库存和闲置土地来支持开发商财务。促进需求的措施帮助减少了已完工库存，但由于销售量急剧减少，库存仍处于较高水平，加剧了住房供给的积压（见第 6 段）。同时，政策旨在引导房地产行业转向更可持续的模式，更加注重通过“安全、舒适、绿色、智慧”的住房来满足人们的住房改善需求（2025 年《政府工作报告》）。

以建筑成本衡量的住房供给：一级市场 1/

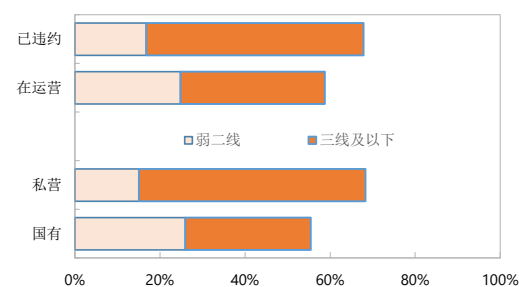


来源：中国国家统计局；CREIS；以及IMF工作人员的计算。
1/ 住宅建设成本以每平方米5000元人民币的假设平均水平来估算。

45. 虽然短期的稳定措施是必要的，但一些政策有可能延长调整的时间，并使资源错配长期存在。广泛的融资支持加上持续的监管宽容措施，可能维持不可持续经营的开发商，推迟必要的市场退出。这可能加剧债权人的风险回避情绪，收紧可持续经营的开发商的融资，并进一步延迟房屋交付——最终阻碍房地产行业的转型。对于那些在规模较小的城市建设大量住房的开发商来说，这些风险尤为严重。这些城市的复苏前景有限，近期的违约主要发生在这些城市。与此同时，在对开发商住房交付能力存在担忧的情况下，购房者信心低迷，继续抑制了需求。政府的库存采购计划的进展有限，因为低租金收益抑制了参与。价格调整也仍不足以恢复供需平衡，尤其是在规模较小的城市。

开发商的未开发土地库存

（总量的百分数）



来源：Bloomberg；开发商的财务报表；以及IMF工作人员的计算。
注释：基于30家大型开发商组成的样本。弱二线城市包括佛山、宁波、长沙、济南、大连、南宁、青岛、长春、西安、昆明。

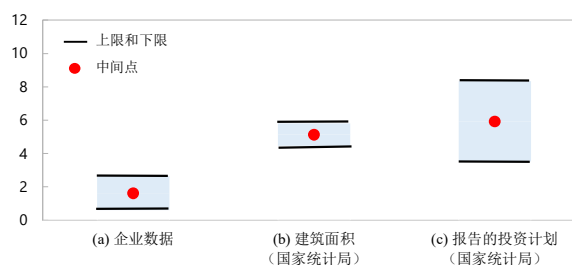
46. 加快损失确认和不可持续经营的开发商退出市场，同时提供定向中央政府支持来保护购房者，对于防止住房市场转型持续更久至关重要。

- 应确认损失，并促进无法持续经营的企业退出市场。跨国经验（专栏8）表明，推迟确认损失和维持僵尸企业只会使调整过程持续更久，导致转型期延长，增长疲软，金融稳定风险加剧。取消监管宽容措施和利用破产框架有助于促使无法持续经营的开发商更快退出市场。与此同时，还应采取适当措施，遏制可能出现的负面宏观金融溢出效应（第 37 段、第 71–74 段）。

- 在促进不可持续经营的开发商退出市场的同时，保护预售房购买者。在住房预售制度下，购房者是开发商的重要债权人群体，面临预售未完工住房带来的重大损失。尽管“保交楼”和“白名单”等举措支持了可行项目，但预售未完工住房的库存量依然庞大。对于不可行的项目，应通过破产程序加以解决。为保护购房者，应分配中央政府资源，用于促进房屋交付或补偿购房者，以二者中成本较低者为准。工作人员的计算显示，若要使陷入困境开发商的预售项目实现完工，三年内的财政成本可能约为GDP的5%（线上支持的财政成本为GDP的2.7%；另见2022年《工作人员报告》的专栏1）。为减少道德风险，中央政府的支持应作为一次性措施提供，并应以足够低的成本购入资产。

处于困境的预售住房项目总完工成本估算范围

(GDP的百分数，假设没有来自额外住房销售或重组相关回收的资金)



来源：S&P Capital IQ；CEIC数据有限公司；Wind；中国国家统计局；以及IMF工作人员的计算。

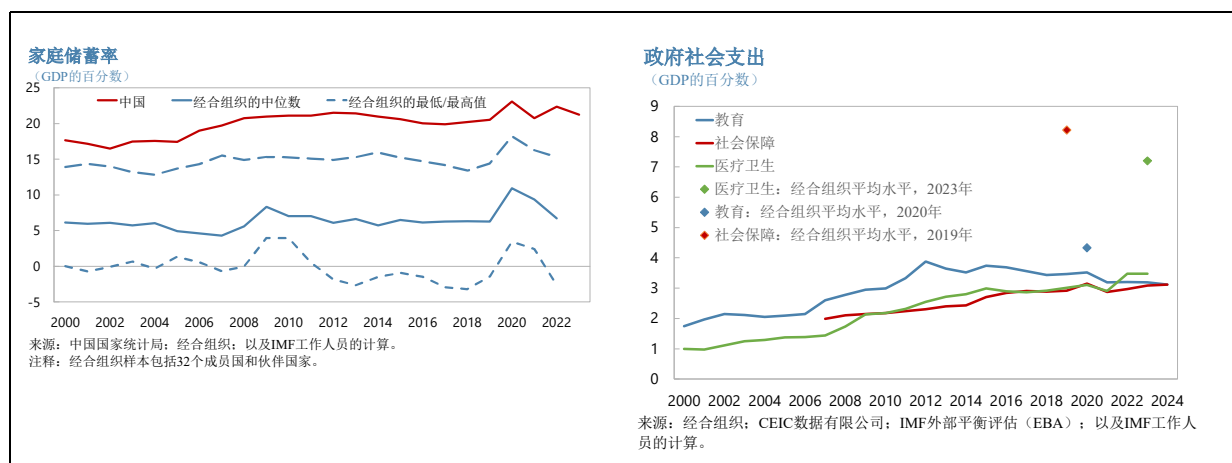
- 支持供需调整，包括允许更大的价格灵活性。在遏制潜在的宏观金融溢出效应的同时，应允许更大幅度的价格调整，这有助于刺激需求并加速市场出清，尤其是在供给很可能持续过剩的小城市。必须继续推动供给侧调整，包括限制供给过剩地区的新土地供给，以及重新利用闲置库存。此外，政府主导的举措（经济适用房、城中村改造和应急避难设施）还能进一步支持需求，提高可负担性，并促进开发商收入的多元化。对预售模式实行结构性改革同样至关重要，可以应对潜在的脆弱性问题。

当局的观点

47. 相较工作人员，当局对房地产部门前景的看法更为积极。他们认为，房地产市场已接近底部，有初步迹象显示销售企稳，估值指标（如房价与租金之比）趋近国际水平。他们承认，未完工预售项目和开发商资产负债表受损在过去影响了信心，但他们强调，政府的融资支持政策（例如旨在促进银行向开发商提供贷款的“白名单”）有效改善了住房交付。在部分市场持续存在供给过剩的情况下，当局今后预计将重点关注改善住房可得性，并优化库存。他们指出，开发商重组正在推进，一些开发商破产，但预计不会对金融体系产生显著溢出影响。依据中央城市工作会议精神，他们预计，在新的中期均衡状态下，传统房地产开发市场的规模将更小、更为平衡，反映出随着城镇化放缓，基本需求增长将下降。然而，侧重于存量运营（如住房租赁和物业管理）的行业预计将具有显著的增长潜力，从而使总体房地产投资保持在合理水平。

C. 降低家庭储蓄并促进消费

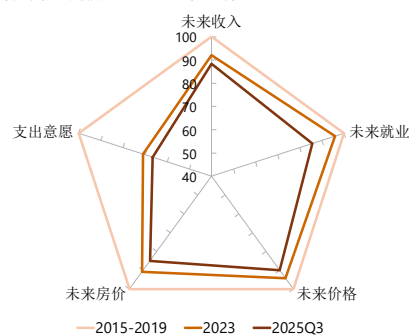
48. 中国经济在结构上仍高度依赖投资（表6），高水平的家庭储蓄为投资提供了支持。中国的家庭储蓄与可支配收入之比远高于同类国家的水平。高储蓄反映了结构性驱动因素，包括人口老龄化、社会支出水平低，以及外来务工人员获得的社会福利不足，这些都促使人们增加退休储蓄和应对冲击的预防性储蓄。



49. 消费者信心低迷和房地产市场萧条导致了近期储蓄增长。自 2019 年以来，家庭对收入和就业前景的信心逐渐恶化（文本图），这降低了消费意愿，增加了储蓄。此外，长期的房地产市场低迷和开发商财务状况的不确定性导致家庭推迟了购房和相关消费，而房价下跌进一步加剧了负面财富效应，进一步拖累了消费（Xu 等人，2025 年）。

消费者信心

（数据越高表示信心越强；2015–2019 年平均值=100）



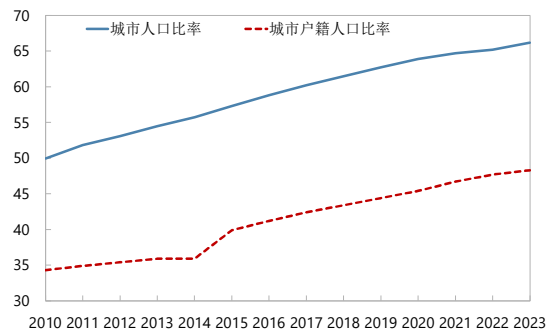
50. 降低中国过高的家庭储蓄有助于减少失衡。

促进私人消费有助于吸收过剩产能和减轻通缩压力，从而缓解国内失衡；同时也有助于减少中国庞大的经常账户顺差，从而缓解外部失衡，降低与主要贸易伙伴紧张关系加剧的风险。此外，在几十年过度投资后，资本积累的回报不断下降，因此，增加消费也将提高家庭福祉。

51. 在这一背景下，当局最近对促进消费的关注值得欢迎。近期的高层政策文件（包括《第十五个五年规划》和 2025 年中央经济工作会议文件）表明，政策正在转向加强社会安全网以及更广泛地促进消费。¹¹ 已实施的具体措施包括推出育儿补贴，以及为消费者及消费者服务企业提供补贴贷款。然而，向这些措施投入的总体财政资源较为有限，在预算中仅包含了较小幅度的社会支出增加（第 12 段）。虽然从周期性角度来看，全国范围的设备以旧换新政策是值得欢迎的，但预计其主要是将未来的消费前置，并不会消除阻碍消费的结构因素。过去十年的户籍改革改善了低收入城市家庭获得社会福利的机会，但仍有相当比例的城市人口没有城市户籍（文本图）。

中国：城市化率

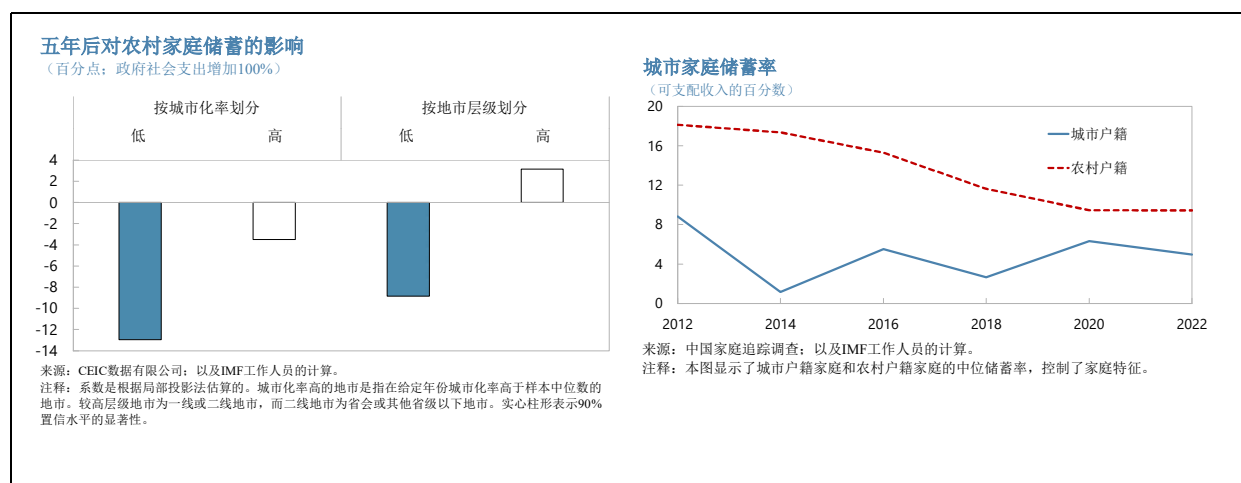
（总人口的百分数）



¹¹ 2026 年生效的新的增值税立法预计将为低收入家庭的消费提供支持。增值税政策应进一步与国际最佳实践接轨，作为提升国内需求和生产率的更广泛努力的一部分。

52. 提高社会支出、加强社会安全网并提高税收的累进程度，可以持久地降低家庭储蓄并促进国内需求。

- 农村地区的社会支出：政府在农村地区的医疗、教育、社会服务、基本养老金上增加支出，将显著减少储蓄需求。工作人员的分析显示，农村人口较为集中地区的社会支出如果增加一倍，可在中期内使中国私人消费与 GDP 之比提高 1.8 个百分点，年度财政成本适度，约为 GDP 的 1.0%（见文本图和 [Xu 等人，2025 年](#)）。同样，将农村养老金福利增加一倍，可使农村家庭储蓄率降低 3.4 个百分点，每年的成本为 GDP 的 0.6%（Bonthuis 等人，2026 年）。
- 城市地区的户籍改革：放宽大城市（人口超过 300 万）的户籍限制，或提高农村户籍家庭的社会福利，可显著降低储蓄率（文本图）。工作人员的计算显示，通过改革使 1 亿外来务工人员（占该群体人口的一半）获得城市户籍，可使中国消费与 GDP 之比额外增加 1.0 个百分点。将户籍改革与加强农村产权结合起来，将进一步消除劳动力流动的障碍（[Chen 等人，2024 年](#)），从而促进消费和潜在增长。
- 税收改革：建立一个累进程度更高的劳动所得税体系，同时加强对资本征税，可以减少不平等，增加收入较低、但边际消费倾向较高的家庭的可支配收入，从而促进消费（见 2023 年的《部分问题报告》）。

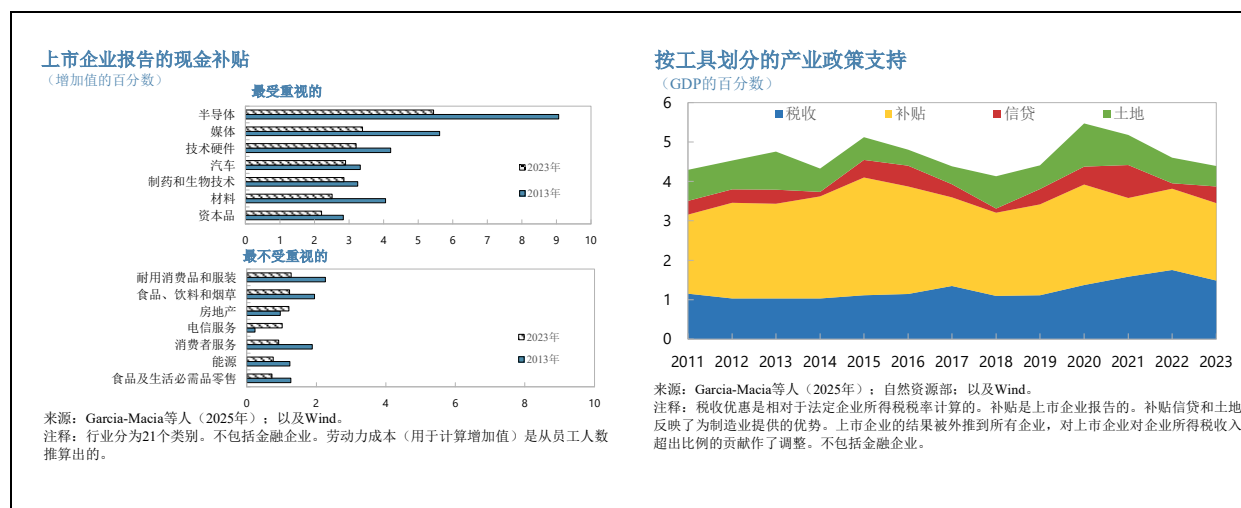


当局的观点

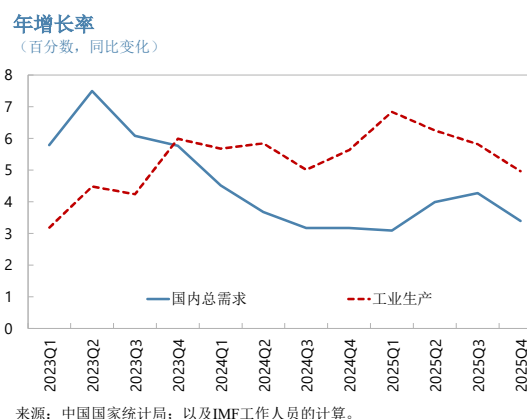
53. 当局认同促进消费的重要性，但强调这一过程需要时间。他们指出，2024 年推出的设备以旧换新政策有效增加了商品需求，而支持服务消费的措施以及最近出台的育儿补贴和老年护理服务消费补贴，预计将进一步释放家庭消费潜力。他们还强调在改善社会安全网方面取得了显著进展，包括深化户籍改革和加强社会保障体系，并表示将逐步在大城市进一步推进户籍改革。然而，他们认为，其他缓慢变化的因素（如文化因素、经济发展阶段和人口结构）是导致高储蓄率的重要原因，这意味着减少家庭储蓄的任何措施都只能逐步见效。

D. 缩减产业政策

54. 中国继续大量使用产业政策，为重点部门提供广泛支持。虽然关于产业政策的官方信息很少，但工作人员估计，重点行业（主要是高科技制造业）从政府获得大量补贴，包括政府资助、税收优惠、成本更低的信贷以及有补贴的土地（[Garcia-Macia 等人，2025 年](#)）。工作人员估计，截至 2023 年，这些措施对应的财政成本达到 GDP 的 4% 左右，近年来则基本稳定，税收优惠比例增加，现金和土地补贴减少（文本图）。¹² 由于缺乏协调统一的数据，难以进行国际比较，但根据欧盟委员会的估计，2022 年欧盟国家提供的国家支持约为 GDP 的 1.5%。除补贴外，其他产业政策工具也被用于支持中国的重点部门，这些工具例如贸易和监管措施，以及通过政府引导基金使之优先获取私募股权资金。



55. 大量使用产业政策会带来国内成本，包括因资源错配加剧而对生产率造成不利影响。如果产业政策实施得当，则可能带来带来好处，例如推动创新和实现战略部门的自力更生。产业政策还可能纠正外部性，帮助幼稚产业实现规模经济。同时，产业政策也带来了巨大的财政成本和效率损失。例如，补贴可能导致过度生产和过多企业进入市场，而受贸易和竞争壁垒保护的部门的价格和加价幅度可能更高。综合来看，产业政策的持续广泛使用正导致中国出现资源严重错配。工作人员的估计表明，产业政策工具可能使中国 GDP 水平下降了约 2%（[Garcia-Macia 等人，2025 年](#)）。



¹² 这项估计使用产业政策的经济定义，其基础是确定对某些部门提供的相对于其他部门的优惠政策支持。这种定义可能不同于法律解释（例如基于世贸组织法律）。此外，这项估计在一定程度上是根据上市企业的数据外推得到的。在非上市企业获得的支持相对较少的情况下，这些数据可能会高估产业政策的规模。另一方面，这项估计没有包括不具备部门数据的产业政策工具，例如，企业所得税以外的税收优惠或通过政府引导基金提供的补贴股权融资，因此产业政策支持的规模实际上可能更大。详见 [Garcia-Macia 等人，2025 年](#)。

56. 中国的产业政策加剧了国内失衡，并造成了国际溢出效应和压力。 产业政策补贴和其他好处带来了中国工业生产的强劲增长，加上内需疲软，使中国更加依赖制造业出口作为增长来源，并压低了出口价格（[Rotunno 和 Ruta, 2024 年](#)）。这使中国将具有竞争力的商品出口至贸易伙伴，而这引发了对中国产能过剩的担忧，最终可能促使这些贸易伙伴采取贸易措施，使中国出口面临风险。产业政策还可能加剧贸易紧张局势，因为其引起的产能过剩或特定行业的主导地位可能加剧全球供应链的脆弱性。

57. 缩减中国产业政策的规模，提高产业政策措施的透明度，将减少国内扭曲并减轻国际溢出效应。 产业政策应谨慎推行，仅用于针对明确定义的市场失灵，同时应尽量减少其对贸易和投资带来的扭曲。虽然地方政府之间的竞争是创新和增长的一个关键驱动力，但地方政府的产业政策也导致了投资过度、措施重复和国内贸易壁垒。针对广泛外部性（如知识溢出或碳排放）的产业政策至少应在中央政府层面协调，理想情况下，还应与其他大型经济体协调。此外，提升中国产业政策措施的透明度（包括由地方政府采取这一行动），对于更好评估政策的成本效益以及潜在的国际溢出效应至关重要。

58. 当局的“反内卷”行动值得欢迎，应配合更强的激励措施，以减少地方政府的过度投资。 当局应提供关于总体战略的更多细节以及具体的政策措施。重点应放在大幅缩减不必要的产业政策，并利用破产框架促使那些变得无法持续经营的企业退出市场，这将有助于解决产能过剩问题。应避免采用产业层面的协调机制，因为其可能带来其他市场扭曲，并导致资源错配问题长期存在。加强失业保险和积极的劳动力市场政策将有助于缓解产业政策缩减和无法持续经营企业退出所带来的劳动力市场动荡。单靠反内卷行动不太可能显著缓解通缩压力，这凸显了协同努力促进内需的紧迫性（见 A 部分）。

当局的观点

59. 当局指出，为治理“内卷”，需要对产业政策进行一些调整。 他们强调，产业政策在应对市场失灵和培育产业方面发挥着重要作用，能够带来积极的技术溢出效应。他们评估认为产业政策补贴规模低于 IMF 工作人员估计的水平，并指出非上市企业获得的支持相对少于上市企业。他们强调已采取措施在政府门户公布产业政策措施以提高透明度；另外还强调，其提供的产业政策补贴符合世贸组织规则（包括通知要求）且向外资企业开放。为治理“内卷”并促进供需结构平衡，他们计划监管与国家重点领域不符的地方政府产业政策措施，同时继续利用产业政策措施支持新的重点部门。他们认为，反内卷行动已经带来了生产者价格和目标部门产能利用率的回升。

E. 全球割裂压力加剧下的贸易政策

60. 全球贸易政策行动显著影响了全球及中国的贸易格局。 虽然自 2025 年初以来，中国对美国的出口大幅下降，但得益于对东盟等其他目的地出口的增长，中国的出口整体上依然保持韧性（见《部分问题报告》）。尽管美国与中国达成了为期一年的贸易休战协议，但未来贸易政策的不确定性依然很高，包括中国与其他贸易伙伴之间可能发生的贸易行动。

61. 面对重大贸易政策转变，中国的行动对整个贸易体系和全球经济都具有重要影响。 中国应与贸易伙伴开展建设性合作，紧急化解贸易紧张局势，促进明确透明的贸易政策，以稳定预期、避免投资扭曲和减少不确定性。与主要贸易伙伴开展接触，解决包括补贴、产业政策和供应链脆弱性等核心

问题，更有可能为现有紧张局势提供持久的解决方案。虽然一国出于国家安全原因可能需要采取贸易和投资措施，但这些措施应谨慎使用，且应尽可能缩小实施范围，以最大限度地减少其国内外负面溢出效应（包括对供应链产生的影响）。这同样适用于中国对出口（包括关键矿物的出口）采取的限制措施。同样，针对单边贸易行动实施的报复可能加剧紧张局势，而加深一体化则能提高福祉，对于放开贸易限制的国家和其他国家都是如此（Rotunno 和 Ruta，2025 年）。

62. 中国在加强多边贸易体系中扮演着重要角色。 中国为加强和改革世贸组织所作的努力值得欢迎。中国还应继续回应世贸组织其他成员国长期以来的关切，包括对于透明度问题的关切，以及对于将中国最近宣布的、在世贸组织当前和未来谈判中不寻求新的“特殊和差别待遇”的做法付诸实施的关切。

63. 中国应继续努力推动高标准、全面的贸易协定，以深化经济一体化并减少贸易政策不确定性。 近年来，中国一直在积极扩展其自由贸易协定网络，这是加强经济一体化和促进贸易的更广泛战略的一部分。中国通过综合采用以下方式推进这一战略：（1）扩大和升级现有双边自由贸易协定；（2）与各类不同国家签订新的自由贸易协定；（3）推动包括《数字经济伙伴关系协定》和《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》在内的互补性区域贸易协定。¹³ 这些协定如果具有全面性和高标准，那么将有助于促进贸易并提高贸易政策的确定性。

当局的观点

64. 在全球贸易紧张局势加剧的背景下，当局重申坚持多边贸易体系 and 高质量开放。 他们强调，近期在全球范围内采取的贸易限制对多边贸易体系造成了压力，产生了显著的贸易政策不确定性。对此，当局支持成功举办世贸组织第十四届部长级会议，积极参与世贸组织改革，并推动达成高质量的双边和诸边协议。他们表示，计划扩大对发展中国家和最不发达国家的市场开放，同时稳定对外贸易和投资，包括利用自由贸易区和进一步向外资开放。他们重申，对某些关键矿物的出口管制是针对军民两用产品，对此类产品实行出口管制是国际上的普遍做法。他们认为这些限制不仅保障国家安全，还与不扩散核武器和其他国际义务相关。这些措施并非完全禁止出口，而是对受管制产品的许可发放进行管理，确保其合法使用。当局强调，只要出口为民用且申请符合相关要求，将予以批准。

¹³ 自 2024 年以来，中国升级了与秘鲁，新加坡和东盟的自由贸易协定，并正在寻求对与多个国家的自由贸易协定进行升级。2025 年 6 月，中国宣布将零关税待遇扩大到 53 个非洲国家。

解决债务脆弱性问题和修复资产负债表的改革

65. 为了确保宏观金融稳定并持久降低债务通缩风险，需要对相关框架实施改革，并清理资产负债表。多年以来的高额投资提高了杠杆率、脆弱性和风险，尤其是在房地产开发商、地方政府和一些金融机构中。增强国内需求和缓解通缩压力是有用的，但仅靠这些措施无法完全解决高位攀升的企业和公共部门债务问题以及由此带来的脆弱性。为了持久降低风险，需要实施改革来清理资产负债表，并建立“符合目的”的制度和政策框架。

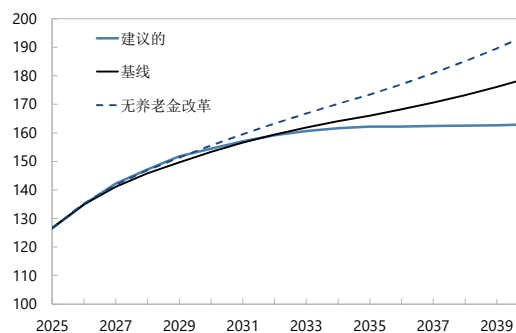
A. 确保政府债务的可持续性

66. 当局已推出多项重要财政措施，包括地方政府债务置换和退休年龄改革。通过立法提高退休年龄是一个积极的举措，预计将提升长期经济增速，使养老金支出与 GDP 之比到 2040 年每年下降 1.8 个百分点。当局还采取了多项措施应对地方政府债务风险。他们对地方政府融资平台债务进行了盘点，将债务总额的一部分确认为由地方政府明确支持的“隐性债务”。¹⁴ 他们还宣布了一项债务置换，计划从 2024 年起在五年内通过结合使用新的和现有的地方政府债券额度，对 10 万亿元人民币的隐性债务进行再融资。最后，在进行债务置换后，当局鼓励地方政府融资平台根据基本规则转型为市场型非金融企业，从地方政府融资平台名单中退出。¹⁵ ¹⁶ 根据当局的标准，截至 2025 年，约 18,000 个地方政府融资平台中有超过 71% 被重新分类。

67. 这些措施值得欢迎，但并不能为中国面临的重大长期财政挑战提供全面的解决方案。

- 与 2024 年第四条磋商相比，退休年龄改革改善了政府债务动态。尽管如此，由于大额财政赤字持续存在，政府债务与 GDP 之比预计仍将从 2024 年的 117% 迅速升至 2034 年的 163%。地方政府面临显著的财政缺口，而土地出让收入的持续下降使这一问题变得更加严峻。不过，评估结果显示中国的总体主权风险不高，因为仍具备一定的财政空间，且由于国内储蓄充裕，广义政府债务能以有利的利率得到融资（附件五）。

长期债务预测
(GDP 的百分数)



来源：IMF 工作人员的计算。

- 公布隐性债务数据的做法值得欢迎，其提高了透明度。债务置换在短期内将降低偿债成本，在中期内将为更多基本支出创造空间，并使地方政府及其融资平台能够清偿部分拖欠债务，这将小幅

¹⁴ 截至 2023 年底，隐性债务估计为 14.3 万亿元人民币，相当于 GDP 的 10.6%，其中包括地方政府融资平台债务和其他借款（如拖欠）。

¹⁵ 当局的官方地方政府融资平台名单与 IMF 工作人员在计算增扩债务时包括的地方政府融资平台不同（详见附件八）。

¹⁶ 地方政府融资平台的退出基于三个关键标准：隐性债务必须得到完全清偿；主要债权人必须达成一致；今后完全不能代表地方政府融资。

提振经济。然而，当局对隐性债务的估算仍沿用基于地方政府显性支持的法律定义。工作人员根据 IMF《政府财政统计手册》的原则（其使用经济学概念来确定广义政府的范围）对广义政府债务进行估计，所得结果显著高于当局的估计值，其中地方政府融资平台债务约为财政部隐性债务估计值的四倍。债务置换也不能实质性解决地方政府融资平台缺乏商业可行性的问题，因为其收入不足以覆盖运营成本且缺乏偿债能力。此外，反复救助地方政府融资平台可能会加剧未来的道德风险，而对地方政府融资平台进行重新分类可能导致监测不足和准财政活动的持续，从而导致新一轮的过度债务累积，并可能对金融稳定产生影响。

68. 鉴于这些挑战，要确保长期的债务可持续性，就需要开展重大的财政整顿并实施财政框架改革。

- **财政整顿：**根据基线增长预测，为稳定广义政府债务，长期内需要将（增扩概念的）广义政府经周期调整的基本余额累计减少约 7 个百分点。（增扩概念的）广义政府债务只能稳定在 GDP 的 160% 左右。然而，所需财政整顿的规模和步伐将取决于国内需求恢复的速度以及促进增长改革的实施情况。财政整顿应以减少预算外投资以及广泛的社会保障和税收改革为基础，包括实施累进程度更高的个人所得税、简化增值税税率和免税规定、提高特种消费税税率，以及扩大碳排放许可收入（详见 2024 年《部分问题文件》）。
- **框架改革：**为持续实施财政整顿，需要实施改革来加强财政纪律和透明度，同时持续提供地方服务。关键的措施包括：加强中央政府对地方政府活动和债务的监测，以及通过让地方政府的收入与支出职责相一致，减少纵向失衡。制定地方财政规则也有助于控制新的债务。为确保这些规则得到遵守并具有可信性，必须建立由中央政府管理的有效执行机制（见即将发布的关于中国地方政府债务积压的部门论文）。通过建立可信的财政框架，这些改革不仅有助于确保财政可持续性，还能增强企业和消费者的信心。

69. 对不可持续的地方政府融资平台存量债务实施重组将有助于改善地方政府资产负债表，避免在未来产生更多成本的风险。人民银行和财政部应继续对地方政府融资平台进行监测。只有在根据《政府财政统计手册》的原则确定地方政府融资平台具有商业可行性（至少是收入能够弥补大部分成本）后，才能将其重新归类为非金融市场型企业。在地方政府融资平台是否根本改变了其业务模式方面存在着不确定性。鉴此，密切的监测和定期的可行性分析对所有实体、包括当局认为已退出地方政府融资平台官方名单的实体来说依然重要。持续面临财务压力的地方政府融资平台应进行重组，并以透明方式确认损失。采用破产框架是修复资产负债表并尽量降低长期经济成本的最有效方式（见 [2023 年《部分问题报告》](#)）。重组地方政府融资平台将使债权人能够分摊负担，并促进地方政府融资平台资产的出售。这也将改善地方政府资产负债表，减轻财政压力，同时要求投资者承担损失并增添新的资本，从而减少道德风险并支持债务控制工作。相比之下，如果地方政府持续对地方政府融资平台进行大规模再融资，则很可能会危及部分地区地方政府官方债务的可持续性，且这么做对金融稳定的益处只是暂时性的。鉴于高度的金融互联性和运营复杂性，需要谨慎分析对金融部门的溢出效应，并采取措加以缓解。在进行重组的同时，必须进一步切实加强金融部门安全网以及企业重组和破产框架（见第 72–74 段）。

当局的观点

70. 当局强调，中国政府债务比率合理，财政风险可控。对于工作人员使用的增扩债务定义，他们仍持反对看法，指出地方政府融资平台的运营债务以及政府引导基金和专项建设基金的债务不应计入政府债务和用于债务可持续性分析（压力测试除外）。根据当局的定义，2024年债务与GDP之比为68.7%，远低于二十国集团和七国集团国家的平均水平。当局还强调在降低地方政府融资平台风险方面取得了显著进展，约有4万亿元人民币的隐性债务得到置换。他们指出，地方政府一直在积极推动改革，目标是实现地方政府融资平台的转型。他们指出，已制定计划继续监测地方政府融资平台，并严格遏制这些实体的非法借款行为。最后，当局将税收政策视为稳定财政运作和支持高质量发展的重要工具。他们的重点是深化税制改革，通过改善税收征管逐步提高税收与GDP之比，以及简化税收激励。

B. 增强金融部门的抗风险能力

71. 中国已采取重要措施加强金融监管制度。2023年实行了重大机构改革，以支持对风险化解的高度关注。金融部门监管得到改进，采用了更加基于风险的监管方法和更强的监管标准。正如金融部门评估规划（FSAP）着重指出的，当局也在采取措施加强金融安全网和改善风险化解框架，包括越来越多地依赖法律工具来解决企业困境。这些成果是在资源非常有限的条件下取得的，它们标志着中国在建设更具抗风险能力的金融体系方面取得了有意义的进展。

72. 然而，在改善金融部门监管以更好应对高风险方面，仍有很大空间（另见附件六的FSAP建议）。

- 为支持更广泛的发展目标而延迟确认损失的监管宽容措施应当停止。优先事项包括：弥补风险分类上存在的不足（尤其是针对小型企业）；弥合关键的信息披露缺口；以及加强对小型高风险银行的监管。应进一步针对各银行风险特征调整资本要求，利用巴塞尔第二支柱框架，包括引入资本附加要求，以捕捉信贷和融资集中风险、业务模式风险以及第一支柱未充分反映的其他风险（如治理薄弱）。加强监管机构独立性和增加其人员数量仍是优先事项；需要大幅增加资源，以便开展更深入的检查，并对复杂风险领域进行更严格的审视。
- 在相互关联度上升和不确定性加剧的情况下，必须提升系统性风险监测能力。为此，需要进一步采取措施，转向更加基于风险、前瞻性的监管方法，并进一步投资提高分析能力（包括进一步增强压力测试能力）和收集更细化的数据。

73. 中国迫切需要进一步提升处置框架和实施其他关键改革，以维护金融稳定并应对一些部门的债务积压问题。

- 应建立一个全面的处置机制，以对《金融稳定法》草案的针对性改进为基础，目的是确保与国际最佳实践完全一致。应设立一个具有操作自主性、明确职能和充足资源的指定牵头处置机构。处置框架应具有清晰的目标和明确的处置触发条件，并对处置融资机制有更清楚的说明。提升银行损失吸收能力的举措应推广到所有系统重要性银行，同时，应收紧公共资源的使用条件。
- 提高危机管理准备程度和反应能力仍是一个优先事项。应加强跨机构协调（通过一个专门的运作委员会）和人力资源配备，以便与该部门的复杂性相匹配。将处置规划的范围扩展到所有国内系

统重要性银行，有助于在无需依赖财政资源的情况下有效利用处置工具（尤其是“内部纾困”）。

- 相关改革应以大幅加强金融安全网为支撑，包括加强存款保险基金的财务能力的额外措施。建立正常和压力时期的紧急流动性援助操作框架（包括作出相关安排，根据情况向银行提供流动性安排）以及加强金融稳定保障基金的治理，将对上述工作起到补充。

74. 改善公司重组和破产框架，将促进基于市场的、及时、有序的处置。 必须优先加快处置困境债务，尤其是房地产行业 and 地方政府融资平台的受困债务，并及时确认损失，这将提高透明度，使资源得到更有效的分配，最终恢复市场信心。关键的优先事项包括完善《企业破产法》以加强破产制度，提升法院的能力和专业性知识，以及对破产管理人实行全面监管（见附件六）。此外，加强对资管公司的监管并提高其透明度，可以增强市场信心并强化纪律；此外，促进一级市场竞争和深化二级市场将进一步促进困境资产的处置。

75. 加强反洗钱和反恐融资框架¹⁷是维护金融部门稳健性的关键一步。 应继续着重对银行部门开展基于风险的监管，同时，反洗钱/反恐融资监管机构应确保对非银行金融机构予以足够的关注。通过反洗钱局总部对反洗钱和反恐融资监管活动进行更加集中的管理，将进一步支持这些工作。最近颁布了《反洗钱法》修订案，从而在加强法律框架方面取得了进展；然而，需要进一步实行改革，以充分应对与国内政治公众人物相关的风险。需要采取切实步骤，全面实施有效的实益所有权制度。需要继续制定实施定向金融制裁的一般法律要求，并禁止法人和实体向指定实体提供资金。尽管中国禁止使用加密资产，但应持续监测和调查其非法跨境使用，并在更广范围内预防和侦查非法跨境支付和汇款活动。

当局的观点

76. 当局同意工作人员关于继续加强风险监测并加快金融监管改革的建议。 他们强调正在加强风险分析，重点是早期预警信号。他们指出，银行业新的风险分类规则（2023 年生效，过渡期至 2025 年 12 月）的实施进展顺利，资产质量透明度显著提升。他们指出，2024 年 6 月提交的《金融稳定法》第二版草案仍在审议之中，另外正在修订《企业破产法》，目的是确保公平、透明、可预测的法治化营商环境。

¹⁷ 金融行动特别工作组对中国的下一次互评估将于 2027 年进行。

改善中期增长前景

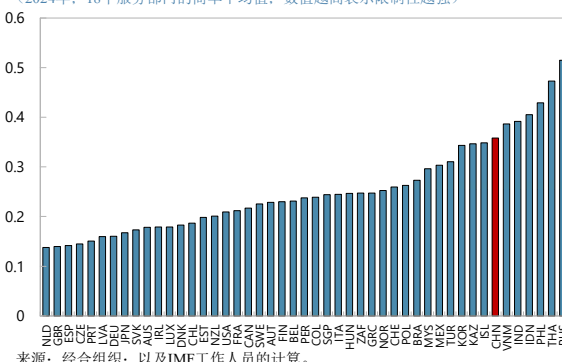
77. 尽管最近实施了改革，但中国的经济增长预计在中期内将显著放缓。传统的增长驱动力（如建筑业和货物出口）在中期内很可能面临约束，而如果不开展深入的结构性改革，新兴行业可能难以完全取代传统行业对经济增长发挥驱动作用。2025 年起实施的提高退休年龄的政策仅将在一定程度上缓解劳动力的预期减少（见 Bonthuis 等人，2026 年），而老龄化和投资回报率下降仍是潜在增长面临的重大阻力。

78. 实施结构性改革有助于缓解生产率放缓和人口老龄化带来的不利影响。削减不必要的产业政策（第 57 段）有助于提升中期增长潜力。此外，其他改革优先事项包括：

- 推动企业部门改革，重振私人部门信心。近年来，对某些行业的监管打压、国内政策不确定性以及地方政府增加税收的压力削弱了企业信心。当局最近通过了《民营经济促进法》，旨在加强私营企业的产权和参与政府采购的渠道。然而，需要制定《民营经济促进法》的配套法律，以有效确保竞争中性。其他优先事项包括降低内部和外部贸易的壁垒——尤其是在服务业中（文本图和 [2024 年《部分问题文件》](#)），改善国有企业的效率和治理（包括增加私人部门的持股比例、限制其公共政策职能、提高透明度并加强市场纪律）、减少监管不确定性，以及加强和利用破产框架以促进对不可持续经营企业的破产处置。
- 发挥人工智能的潜力。凭借先进的数字基础设施和成功的国内大语言模型，中国各经济部门（包括地方政府）正在迅速采用人工智能（[统计分析系统（SAS），2024 年](#)）。当局已启动“人工智能+”行动，目的是加速人工智能的采用。分析人士估计，2025 年中国人工智能投资大幅增长，其中以公共部门为主导。为了最大限度发挥人工智能促进经济增长的潜力并降低其风险，当局应：降低私人部门的准入和竞争壁垒，确保人工智能被广泛采用；增强政府的技术能力，将人工智能纳入政府服务；使立法跟上技术的发展；以及加强社会保障体系，缓解劳动力市场的岗位流失问题。
- 推动研发与创新。近年来，中国研发支出占 GDP 的比例迅速上升，超过了许多发达经济体的水平。当局应重点提升公共部门创新支持措施的有效性，包括保持相关项目的透明度，以及让所有企业都能轻松获得这些支持。通过私募股权和风险投资（如政府引导基金）来支持创新，应以健全的治理框架为基础并遵守市场纪律，以确保基于创新目标（而非政府的其他优先事项）进行融资决策，并实现社会价值的最大化。
- 劳动力市场改革。为减少年轻人失业和技能错配，当局应扩大积极的劳动力市场政策，包括求职匹配援助、再培训项目，以及为应届毕业生提供的就业服务。教育改革也将发挥作用，其目的是使未来劳动力能够更好地适应不断变化的就业市场需求，尤其是在人工智能转型环境下。加快户籍改革，改善为外来务工人员提供的公共服务，将提升劳动力流动性和灵活性。

服务贸易限制性指数

（2024 年：18 个服务部门的简单平均值；数值越高表示限制性越强）



- 进一步开展养老金改革。当局已经实施一项值得欢迎的举措，在未来 15 年内逐步提高退休年龄。进一步将男女退休年龄提高到 65 岁，将抑制老龄化带来的劳动力下降，并使中期经济增速每年平均提高 0.2%（见 Bonthuis 等人，2026 年）。

当局的观点

79. 当局认为，战略部门的创新和教育是推动中期增长的关键。他们计划按照“第十五个五年规划”制定的方向提升中期增长，重点是推动创新和技术自给自足。他们预计，人工智能的广泛应用将显著加快生产率增长，服务业的人工智能采用程度预计将更高。他们还认为，反内卷行动将通过在中期内提高企业盈利能力和鼓励技术升级而发挥有益作用。他们强调的另一个重点领域是加强教育和职业技能培训。当局同意工作人员关于有必要实施市场导向的企业部门改革的看法，指出在根据《民营经济促进法》更平等地对待私营企业方面已经取得了进展，采取了相关措施遏制地方保护主义，并改善了国有企业获得私人资本的渠道。他们强调，为应对劳动力的减少，提高退休年龄和采取生育支持措施非常重要。

改善经济数据

80. 改善数据的质量和透明度应成为一个优先事项，其有助于加强政策制定（见附件七和附件八）。当局提供给 IMF 的数据对监督工作来说基本是充分的，但也存在一些不足之处。此外，鉴于中国的经济重要性，提高数据质量有助于促进 IMF 对中国和全球的监督工作。在此背景下，关键改进领域包括：

- **国民账户：**中国未公布国际上建议的一系列国民账户统计数据，尤其是按支出构成计算的季度 GDP 数据，包括名义、实际和经季节调整的数据。此外，按生产法估计的季度 GDP 规模仅限于广泛的部门总量，而不是按经济活动划分的详细数据。虽然中国定期更新 GDP 基年，但如附件八所述，可以对方法作出改进，包括限制使用单一平减指数。
- **财政数据与增扩概念的范围：**当局在编制预算外实体债务数据方面取得了进展。然而，财政部的隐性债务定义仍然使用了法律定义而不是经济定义（第 67 段）。因此，仍存在重要的数据缺口，包括：就预算外实体（包括地方政府融资平台）而言，缺乏符合纳入广义政府范围统计标准的全面数据；以及缺乏按经济类型划分的广义政府支出数据（经常支出和资本支出）。
- **对外部门数据：**虽然国际收支中的贸易数据对监督工作而言基本充分，但仍有空间对导致海关与国际收支贸易数据之间差异的因素作出更好的解释。中国未提供金融账户的机构部门细分数据，也未提供《国际收支手册》第六版要求的投资收入细分数据。中国支持“出于监督目的向 IMF 提供数据情况的审查”（其中包括提供外汇干预数据），这值得欢迎（[IMF, 2024 年](#)）。提高外汇干预的透明度将使我们能更全面地监测国际货币体系，从而促进多边监督工作。

当局的观点

81. 当局指出，在加强统计方面取得了进展，包括承诺公布更详细的国际收支数据。关于国际收支数据，他们计划于 2026 年 3 月公布投资收益下的外国直接投资和非外国直接投资的细分数据，以及金融账户的部门细分数据。他们强调正在持续提高国际收支数据的质量，包括通过详细的说明、直接接触和全面核查措施为报告实体提供指导，以确保准确性和完整性。同时，他们也指出，对无工厂制造的进一步分析需要位于其他国家或地区的跨国公司总部提供的数据。关于国民账户，当局继续表示他们已提供了足够数据以通过生产法核算 GDP——这是衡量中国经济活动的适当主要方法。他们表示目前暂无发布更详细支出侧数据的计划，但指出正在持续改进实体部门统计，包括在 2026 年更新了 CPI 和国民账户基年。关于财政数据，他们强调，在对隐性债务进行盘点后，数据透明度已经提升。

工作人员的评估

82. 尽管受到多重冲击，中国经济保持了显著的韧性，依然是全球增长的重要驱动力，但增长模式面临着来自国内外失衡的日益严峻挑战。在债务水平高企且不断上升的环境下，房地产行业的调整导致持续的内需疲软和通缩压力。受益于人民币的实际贬值（由于中国通胀水平低于贸易伙伴），中国出口的强劲增长在一定程度上弥补了上述疲软状况，但也导致了外部失衡的显现，产生了国际溢出效应。鉴于中国经济的规模以及贸易紧张形势，出口支持经济增长的能力今后可能会受到限制。

83. 未来的增长预计将放缓，通胀仅会缓慢上升。受关税和贸易政策不确定性长期持续的影响，中国的净出口对增长的贡献将下降，2026 年经济增长预计将放缓。在经济持续疲软的环境下，通胀预计仅会略有上升。中期来看，由于劳动力减少、投资回报率下降以及生产率增长放慢，经济增长预计将继续减缓。根据初步评估，中国 2025 年的外部头寸强于中期基本面和可取政策所对应的水平，主要是由于出口竞争力提高、外部需求强劲和国内需求疲软。

84. 经济前景面临的风险仍偏向下行。主要的国内风险仍然在于房地产行业收缩可能持续更长时间，地方政府融资压力可能再度出现，导致国内需求进一步减弱、通缩变得根深蒂固、外部失衡不断加剧。在债务水平高企的情况下，国内需求增长的显著放缓加剧了负面宏观金融反馈循环的风险。另外，中国可能面临更高的关税以及额外的技术和投资限制，因此外部风险也非常高。从上行方面看，额外的政策刺激将能提振内需，而协同的改革（包括旨在最大限度扩大人工智能和研发投资收益的改革）则可以提升潜在增长。

85. 鉴于经济面临的挑战，当局已实施多项值得欢迎的政策措施。“第十五个五年规划”的建议适当强调了提振国内需求的重要性，并重点关注了消费领域。当局还强调需要治理“内卷”，包括在部分行业取消地方政府补贴，并实施了退休年龄改革，以缓解人口老龄化带来的压力。为实现这些目标，当局已经实施了一些协调的政策，但相对于挑战的严重程度，迄今采取的政策措施仍显温和。采取全面、更有力的应对政策，将宏观政策支持与配套结构性改革结合起来，将有助于实现当局所述重点目标。

86. 为解决国内失衡并推升通胀重振经济，迫切需要实施更有力的宏观政策支持，重点是财政刺激，这同时也能缓解外部失衡。2025 年的财政扩张是值得欢迎的一步。在通缩压力持久缓解之前，维持扩张性财政政策立场至关重要。支出的构成应转向加大力度支持消费（扩大社会支出，包括农村养老金和社会救助计划）和房地产部门，减少低效投资和不必要的产业政策。为支持财政扩张并确保推升通胀重振经济，政策组合应包括进一步放松货币政策和提高汇率弹性。建议进一步降息，但其仅应作为支持实际汇率升值、避免加剧外部失衡的更广泛一揽子政策的一部分。提高汇率弹性和外汇制度的透明度，可以增强货币政策的有效性并吸收冲击。

87. 实施配套改革、促进经济向消费拉动型增长的再平衡调整，应成为一个最重要的政策优先事项。迅速解决房地产行业调整问题对于恢复消费者信心至关重要。主要的优先事项包括安排中央政府资金支持以促进预售未完工住房的完工，加快不可持续经营的开发商退出市场，以及允许房价具有更大灵活性。当局已实施一系列温和措施来提振消费，这些措施令人欢迎。实施更加有力的改革（例如提高社会支出）来降低预防性储蓄、尤其是农村地区的此类储蓄，加快户籍改革，以及提高税收制度的累进性，都是促进消费的关键。

88. 缩减不必要的产业政策，提高产业政策措施的透明度，将减少国内生产要素的不当配置，并减轻国际溢出效应。产业政策应谨慎推行，仅用于针对明确定义的市场失灵，同时应尽量减少其对贸易和投资的扭曲。对“反内卷”的关注值得欢迎，但这项策略应予明确，并配合更强的激励措施，以减少地方政府的过度投资。有关措施应着眼于显著缩减大规模产业政策支持，并利用破产框架促进不可持续经营的企业退出市场。除了给国内带来的好处，缩减产业政策还将减少全球溢出效应，缓解贸易伙伴的担忧，从而促进开放贸易。

89. 在日益加剧的割裂压力下，中国在促进开放贸易方面发挥着重要作用。中国应当以建设性方式与伙伴国开展合作，以解决贸易争端；以审慎方式使用国家安全理由限制贸易或投资，以尽量减少对全球供应链的溢出影响；继续努力支持多边贸易体系；继续推进高标准、全面的区域和诸边协议。

90. 为确保债务可持续性，需要长期开展重大财政整顿，改革财政框架，并重组地方政府融资平台的债务。一旦通胀持久回升，就需要在长期内持续开展广义政府财政整顿以稳定债务。为了尽量减少对经济增长的不利影响，财政整顿应以低乘数措施为基础，包括减少预算外投资和不必要的产业政策支持，同时还应实施广泛的税收和社会保障改革。使用破产框架对不可持续的地方政府融资平台的债务进行重组，将减轻地方政府的财政压力，避免未来产生更大的成本。鉴于高度的金融互联性和运营复杂性，需要谨慎分析地方政府融资平台重组对金融部门产生的溢出效应，并采取措施加以缓解。同时，提升财政框架是防止未来债务积累的关键。

91. 金融部门政策应解决金融稳定风险高的问题。当局采取的政策措施（包括大型银行注资和地方政府债务置换）帮助缓解了一些金融风险。然而，仍需采取更多措施应对居高不下的金融稳定风险。短期内的优先事项包括确保金融体系具有充足的资本和流动性缓冲，同时促进及时透明的损失确认，向市场定价过渡，并为实施全面策略消除脆弱性（包括处理地方政府融资平台债务等遗留资产）打下基础。为增强金融部门抗风险能力，必须开展框架改革，包括加强系统性风险分析，改善金融部门监管，提升危机管理和银行处置框架，以及完善企业重组和破产框架。

92. 结构性改革有助于避免中期增长显著放缓。推动企业部门改革是首要任务，包括减少监管不确定性、降低服务业国内贸易和对外贸易的壁垒，以及促进企业间的竞争中性。中国还应实施有关政策，在利用人工智能潜力的同时降低其风险，加强积极的劳动力市场政策以减少年轻人失业和技能不匹配，并进一步提高退休年龄。

93. 提高数据质量和透明度可以加强政策制定。当局提供给 IMF 的数据对监督工作来说基本是充分的，但也存在一些不足之处。需要改进的关键领域包括国民账户、财政数据（尤其是关于政府增扩范围的数据）以及对外部门数据。

94. 建议下一次与中国的第四条磋商按标准的 12 个月周期进行。

专栏 1. 中国房地产市场调整引发的通缩压力¹

跨国比较和中国省级数据得出的证据均表明，房地产市场下行与通胀下行压力之间存在密切关联。在房地产投资下降对内需产生直接影响之外，一个关键的传导渠道似乎是家庭财富效应。

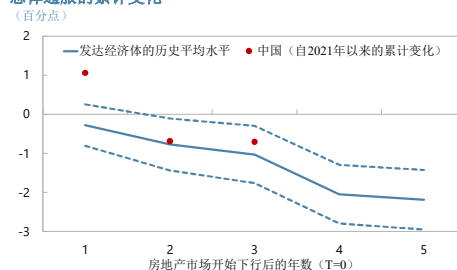
与其他许多国家一样，自房地产市场开始调整以来，中国的通胀水平已显著下降。跨国证据表明，房地产市场下行后，CPI通胀往往会持续走低。中国近期的房地产市场调整也不例外，自2021年以来，其总体通胀率已下降了约0.7个百分点。

中国的省级数据表明，房地产市场下行对消费者价格通胀产生了显著而持久的影响。基于局部投影法的分析表明，房地产市场下行程度越大（以较大的房价跌幅为代理指标）的省份，CPI通胀的降幅往往也越大。值得注意的是，这种影响在通胀分布的下尾部尤为明显——这一点在“在险通缩”的估计中得到了体现（Novta和Xu，2024年）。房价下跌10%，与提前一年的CPI通胀分布在左尾处下降0.7个百分点存在相关性，这凸显出房地产市场调整后通胀前景面临的巨大下行风险。

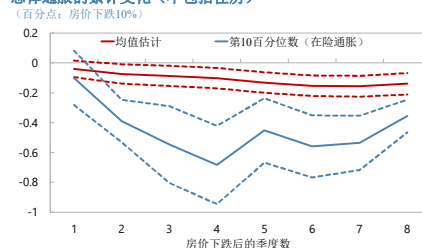
房地产部门调整引发的通缩压力在地方政府债务水平较高的省份更为显著。在房地产市场下行之后，地方政府债务（包括官方债务和地方政府融资平台债务）高企省份的CPI通胀累计降幅更大，这些省份的经济规模约占经济总量的60%。这很可能是由于这些省份的财政能力较弱，难以直接抵消房地产部门收缩带来的负面需求冲击；其也反映了地方政府财政受到的影响（鉴于地方政府高度依赖房地产相关收入）。

房地产市场与通缩压力之间的关键传导渠道是家庭财富效应。Xu等人（2025年）提出的证据表明，房主住房相关净资产的下降可能会导致家庭储蓄的增加。另一方面，自近期房地产市场调整以来，这一情况的潜在抵消效应（即降低首付要求可能减少非房主的总储蓄）已有所减弱，这很可能是由于购房者推迟了购房的决策。中国的省级数据还表明，房价下行与家庭消费疲软存在相关性。旨在降低住房调整成本的政策将有助于缓解这些压力。

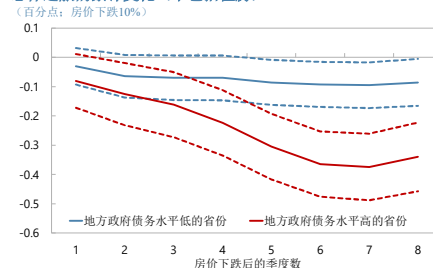
总体通胀的累计变化



总体通胀的累计变化（不包括住房）



总体通胀的累计变化（不包括住房）



¹ 本专栏由 Yizhi Xu 和 Chris Redl 撰写。

专栏 2. 中国的生产者价格通缩¹

中国的生产者价格指数（PPI）已连续三年多处于通缩状态。虽然在 2023 年全球冲击消退之后，多个国家都曾出现 PPI 负通胀，但中国的生产者价格通缩更为持久。对中国 PPI 的分解分析表明，2024 年以来的 PPI 通缩既受到了内需疲软的影响，也与供给冲击有关。

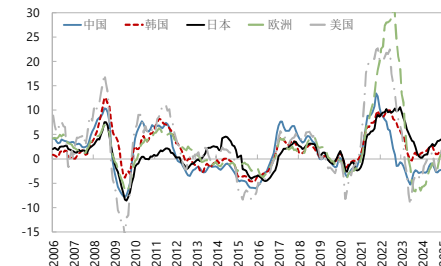
中国的 PPI 通胀在 2021 年初飙升至 10% 以上的峰值，此后大幅回落，并自 2022 年 10 月以来一直处于负区间。截至 2025 年 12 月，PPI 通胀已连续 39 个月为负，这是自 2016 年以来持续时间最长的 PPI 通缩。虽然中国过去曾经历过数次长时间的 PPI 通缩，但此次同时出现了 CPI 通胀低迷的特点，其导致 GDP 平减指数连续 11 个季度处于负区间。

虽然生产者价格先升后降的情况在许多国家都很常见，但与全球其他国家相比，中国的 PPI 通缩更加持久。自 2021 年起，与新冠疫情相关的防疫封控措施导致商品需求（相对于服务需求）异常旺盛，使得全球生产者价格大幅上涨。作为全球最大的制造国，中国的出口也大幅增长，价格同步走高。2022 年 2 月俄罗斯入侵乌克兰后，大宗商品价格上涨进一步助推了全球生产者价格的攀升。到 2023 年中期，这些冲击的影响逐步消退，全球 PPI 开始回归正常水平，但在 2024 年仍保持为正。然而，中国的 PPI 走势偏离了全球趋势，持续处于通缩区间，下游部门是导致这种偏离的原因。

将中国的 PPI 分解为需求和供给两个部分后可以看出，目前的生产者价格通缩反映了需求和供给两方面的冲击。我们根据 Shapiro（2022 年）的方法，基于 40 个部门的工业生产和 PPI 匹配数据，对中国的 PPI 进行了分解。当某个部门价格和数量的意外变化方向一致（相反）时，就假定存在需求（供给）冲击。分析结果如下：

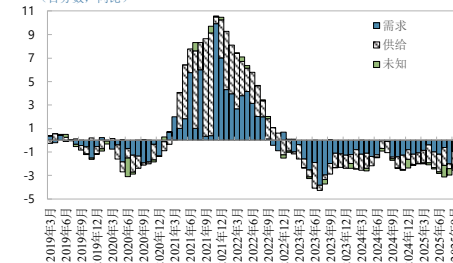
- 2021 年和 2022 年 PPI 的飙升是需求和供给因素共同作用的结果，这与新冠疫情相关需求以及大宗商品价格冲击的作用一致。
- 而在通缩期间，需求造成的拖累效应在 2023 年最为严重，而直到 2025 年上半年仍持续推动着 PPI 的通缩。这很可能反映了房地产行业长期的低迷状态及其对地方政府财政的溢出效应（见专栏 1），也反映了消费者信心的疲软——其在新冠疫情封控期间大幅下滑，此后至今仍未完全恢复。需求因素发挥重要作用的部门包括与家庭支出更密切相关的领域（如体育娱乐、文化和教育）。
- 2024 年起，供给因素也开始产生不可忽视的影响。这在一定程度上反映了全球大宗商品价格的下跌，以及在内需疲弱而工业生产持续强劲的情况下某些部门可能存在的产能过剩。特别是，供给因素在一般制造业以及与能源产品生产相关的行业中最为显著。

生产者价格指数：所有产业
(百分数，同比变化)



来源：Haver Analytics；Redl（2023 年）；以及 IMF 工作人员的计算。

中国：生产者价格指数
(百分数，同比)



来源：Haver Analytics；Redl（2023 年）；以及 IMF 工作人员的计算。

¹ 本专栏由 Chris Redl 和 Yizhi Xu 撰写。

专栏 3. 中国：关于改革情景的建议¹

本专栏建议实施货币放松支持财政扩张的一揽子财政和货币政策，同时提高汇率弹性并推进提高消费和生产率的结构性改革，这可以解决内外部失衡问题，而且在五年后可将 GDP 的水平提高 2.3%。

本专栏定量研究了关键政策改革建议的宏观经济影响。利用 IMF 的全球综合货币与财政（GIMF）模型，模拟以下政策层面的影响：

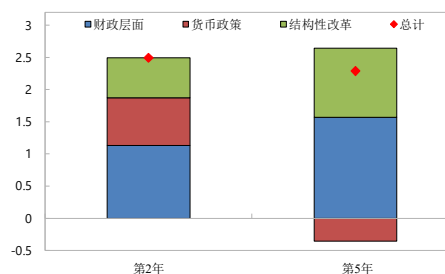
- 财政政策：短期扩张，包括增加社会支出和对房地产部门提供支持，然后逐步实施财政整顿；以及退休年龄改革（详细措施见文本表 5）。
- 货币政策：短期内下调政策利率 50 个基点，并实行弹性汇率制度。
- 结构性政策：通过改革将产业政策支持规模减半，并增强企业活力。

这些政策建议有助于提振内需，并提高潜在增长率。短期扩张性政策可提振内需，从而缩小产出缺口、推升通胀，并减少经常账户顺差。此外，扩大社会保障体系估计将使储蓄率永久性地下降 GDP 的 3 个百分点（[Xu 等人，2025 年](#)），从而进一步刺激需求。尽管实施了宽松的货币政策，但财政扩张和促进消费的改革将推动人民币实际升值，从而推动经常账户差额的下降。同时，由于提高退休年龄可以扩大劳动力供给（[Bonthuis 等人，2026 年](#)），而通过改革减少产业政策支持和增强企业活力可以优化要素配置并提高总体生产率（[Cerdeiro 和 Ruane，2024 年](#)；[Garcia-Macia 等人，2025 年](#)），这些因素将共同提升中期产出潜力。

总体而言，该一揽子改革方案对纠正内外部失衡大有助益，同时还能提高经济增速。相对于基线情景，未来五年，GDP 年均增速将提高 0.5 个百分点，通胀率将上升高达 0.8 个百分点，经常账户顺差将下降 GDP 的 1.2%。

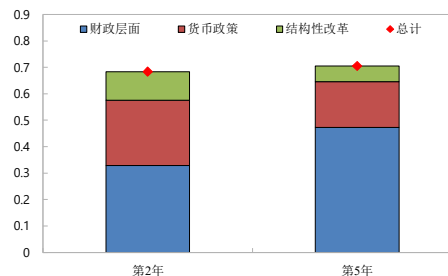
¹ 本专栏由 Daniel Garcia-Macia、Dirk Muir 和 Yizhi Xu 撰写。

实际GDP
(百分数偏差)



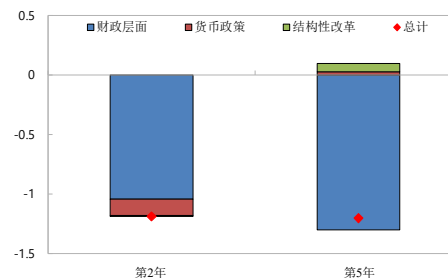
来源：IMF工作人员的模拟。

CPI通胀
(百分点偏差)



来源：IMF工作人员的模拟。

经常账户
(以GDP百分点计算的偏差)



来源：IMF工作人员的模拟。

专栏 4. 中国货币政策：有效性和政策空间¹

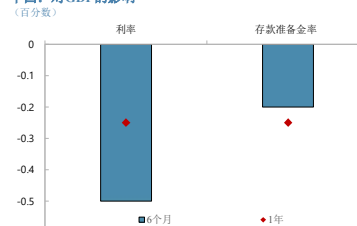
实证证据表明，虽然货币政策（尤其是通过利率渠道）能够有效传导至产出和价格，但其在近期对经济活动的支持作用却较为有限。对银行净息差的分析表明，仍存在进一步降息的政策空间。

实证估计表明，利率政策可有效刺激产出和价格。本分析²重点关注了 7 天回购利率和存款准备金率（分别为中国人民银行使用的主要价格型工具和数量型工具）的变动传导机制。利率冲击对需求的影响略强于存款准备金率冲击。0.25% 的回购利率冲击，与六个月后 GDP 下降 0.5% 和一年后 GDP 下降约 0.25% 存在相关性。而 25 个基点的存款准备金率冲击对 GDP 水平的即时影响较小（仅为 0.2%），但一年后的影响幅度与利率冲击相近。此外，利率冲击引发的通胀降幅（0.4%）也大于存款准备金率冲击（0.2%）。回购利率近期才成为中国的主要政策利率，而存款准备金率在整个样本期内一直被积极运用，这可能导致与存款准备金率相比，利率政策的影响估计值偏低。³

虽然货币政策能有效刺激需求，但在过去两年里，其对经济活动的支持作用较为有限。结构向量自回归（SVAR）模型显示，尽管 2022 年货币政策对产出提供了显著支持，但在 2023 年至 2024 年间起到的作用却较为有限（尽管在 2024 年底有所回升），这可能反映出货币政策放松没有跟随通胀下降的步伐，导致实际利率上升。

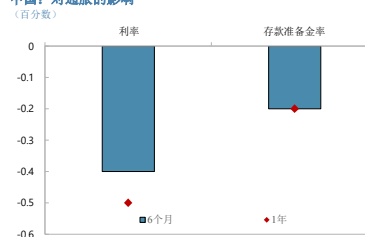
中国仍有进一步降息的空间，净息差收窄和潜在资本外流等问题均在可控范围内。国内银行的净息差已大幅收窄，这引发了各方对进一步降息政策空间的担忧。然而，对政策利率变化向银行净息差传导的相关分析表明，净息差收窄的后果是由初始利润率较高的银行承担的。此外，这些尾部银行的净息差与发达市场（欧盟和亚洲发达经济体）类似，或比之更高，且其资本比率在同期保持稳定。对于汇率无序波动风险会限制货币放松的担忧，也可以通过其他工具加以管理。根据综合政策框架（IPF），在市场深度不足的情况下，如果非基本面冲击导致汇率不稳定，那么临时性的外汇干预（FXI）可以起到平滑风险溢价的作用（第 36 段）。

中国：对 GDP 的影响



来源：Haver Analytics；Redl（2025年）；以及IMF工作人员的计算。

中国：对通胀的影响



来源：Haver Analytics；Redl（2025年）；以及IMF工作人员的计算。

¹ 本专栏由 Chris Redl 撰写。

² 我们使用标准符号约束来识别冲击，要求正向的利率冲击或存款准备金率冲击导致下一季度 GDP 和价格下降（但此后不再有约束）。此外，我们使用基于 7 天回购利率的一年期掉期利率的每日变化来识别政策公布前后的货币政策的冲击（Das 和 Song，2022 年）。本专栏使用 Antolin-Diaz 和 Rubio-Ramirez（2018 年）的叙事性符号约束法，将上述信息纳入了 SVAR 模型，并要求 SVAR 冲击与 Das 和 Song（2022 年）衡量的符号保持一致。该模型未考虑利率冲击的非对称效应，例如 Tenreyro 和 Thwaites（2016 年）等研究文献对降息效果弱于加息效果的讨论。

³ IMF 此前的分析得出了类似的结论，即与数量型政策相比，价格型政策可以更有效地刺激对生产率较高的信贷约束型企业的投资——见 Hoyle、Jeasakul 和 Zhang（2023 年）。

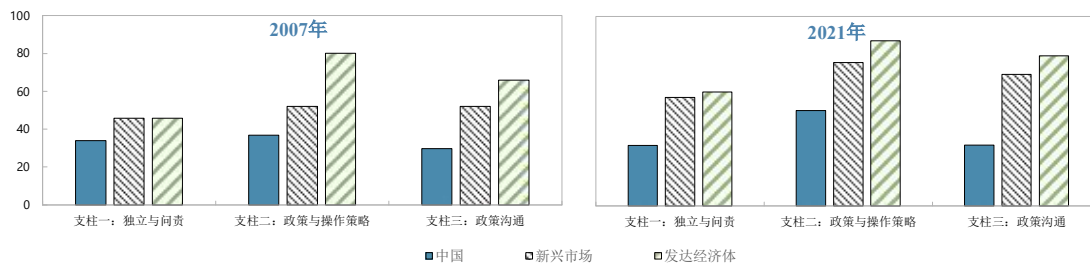
专栏 5. 中国货币政策框架改革¹

中国在货币政策框架现代化方面已取得重大进展。过去 30 年中，中国的货币政策框架已经从集中式信贷计划，逐步转为以信贷增长为目标，且于近期进一步向传统的基于利率的框架演进。近期的主要改革包括：

（1）将 7 天逆回购利率指定为主要政策利率，逐步取消中期借贷便利（MLF）利率在这方面的功能；（2）优化流动性管理实践，降低了货币市场利率的波动性；（3）2024 年缩减了结构性货币政策工具²。

然而，与其他国家相比，中国仍存在进一步改革的巨大空间。使用 Unsal 等人（2022 年）提出的货币政策框架多维度评估体系提供基准参考表明，中国在政策和操作策略方面已取得显著进展，但在独立性和政策沟通方面却落后于其他国家。中国人民银行（人民银行）继续使用一系列政策工具来实现多个相互重叠的目标，而货币政策的决策往往反映了更广泛的政府目标。

货币政策框架



来源：Unsal 等人（2022 年）。IMF 工作人员的计算。

中国需要进一步推进改革，以加强政策制定、提高政策有效性。主要优先事项包括：

- **明确政策目标并锚定预期：**当前的政策框架建立在多个目标之上，缺乏一个得到清晰沟通的首要目标。维护国内物价稳定的目标界定不够明确——作为全国人民代表大会确定的年度通胀目标，其更多地发挥了短期通胀预测或通胀上限的作用，而非在中期锚定通胀。明确传达中期通胀目标将提供一个名义锚，同时可以加强前瞻性指引的有效性——该指引是管理预期的重要工具，尤其是在通胀持续低迷时期。
- **简化操作框架，逐步取消行政管制，并加强政策沟通：**现行操作框架依然较为复杂，涉及多项利率工具、信贷便利工具和结构性工具。应逐步取消对存贷款利率的行政指导以及信贷目标，因为这些措施会扭曲基于风险的定价机制，引发过度的存款竞争，并阻碍货币政策传导。应继续缩减信贷支持计划，以缓解信贷错配风险。新的政策工具（如国债交易便利）的设计和 policy 沟通，应避免影响短期政策利率向长期收益率的传导。对于利率下调可能影响银行盈利能力等金融稳定方面的担忧，更宜通过微观审慎措施来解决。

¹ 本专栏由 Chris Redl 和 Yingyuan Chen 撰写。

² 这些是面向商业银行的部门特定贷款融资计划。

专栏 6. 中国：人民币国际化¹

人民币在国际贸易和金融领域的使用已有所增加，但在不涉及中国实体的交易中仍较为有限。2024 年，中国以人民币计价的货物贸易所占比例上升到超过 27%，服务贸易所占比例上升到约 32%。离岸人民币贷款也快速增长，香港特别行政区去年报告的人民币贷款增幅超 60%；人民币已成为亚洲新兴经济体跨境银行贷款的重要货币（[国际清算银行](#)）；熊猫债余额已达 3200 亿元人民币。自 2020 年以来，跨境银行间支付系统（CIPS）的年度交易结算量增幅超两倍，到 2024 年达到 175 万亿元人民币。然而，从全球范围来看，以人民币计价的交易比例仍然不大。2025 年第三季度，全球贸易中以人民币结算的比例不足 3%，贸易融资中以人民币结算的比例约为 8%（[SWIFT](#)），人民币在外汇储备中的比例则大致稳定在 2% 左右。

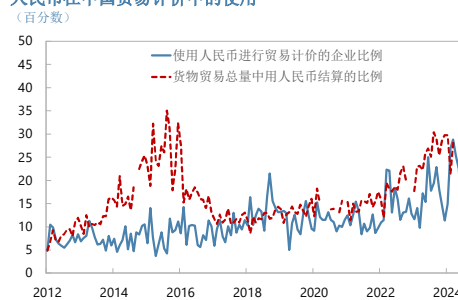
这些变化是多种因素共同作用导致的。跨境支付基础设施的发展（包括人民币清算行的设立和 CIPS 的建成）为希望降低外汇风险、减少交易成本的中国企业使用人民币提供了便利。近期，不断升级的贸易紧张局势也是经常被中国企业提到的在贸易中使用人民币的原因之一（[2025 年《对外部门报告》](#)）。与此同时，中国与外国央行之间的人民币互换安排网络已经扩大，资本账户流动限制正在逐步放宽。在过去十年中，中国陆续推出了促进合格国际投资者参与内地市场的便利化机制，推出了涵盖债券、掉期、回购、股票和理财的互联互通机制，以促进境内外资金流动。主权投资者及其他投资者也可能被人民币计价资产的多元化收益所吸引，而中国过去几年的低利率环境也推升了人民币融资的境外需求。

当局正在采取进一步措施促进人民币国际化，包括利用数字金融。针对资本流入和流出采取的一些资本流动管理措施被进一步放宽（第 10 段），债券通南向通扩容，将多种类型的内地金融机构（包括保险公司、银行理财子公司）纳入合格投资者范围，并向合格外国投资者开放了在岸回购市场。上海自由贸易试验区实施的相关措施（包括跨境电子支付应用）预计将在全国范围内推广。人民银行还宣布设立数字人民币国际运营中心，旨在支持全球交易及与其他数字货币实现互操作性。

人民币的广泛使用仍面临障碍。外国投资者参与国内市场以及居民境外投资仍受到限制。离岸人民币市场缺乏深度和流动性，而全球范围内可获取的人民币安全资产不足，这些都制约了人民币价值储存的功能。由于汇率弹性有限，外汇对冲市场深度仍然不足，导致大规模操作难以实施。

¹ 本专栏由 Natalia Novikova 撰写。

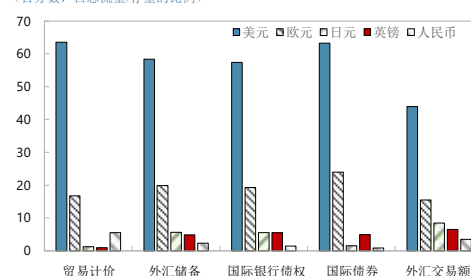
人民币在中国贸易计价中的使用



来源：IMF，2025 年《对外部门报告》（2025 ESR）。

币种构成

（百分数，占总流量/存量的比例）



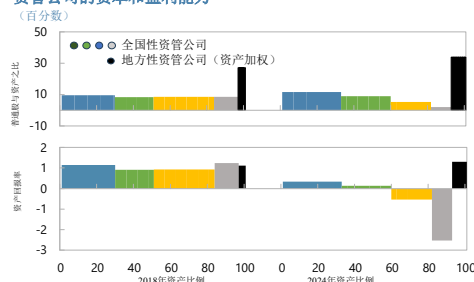
来源：IMF，2025 年《对外部门报告》（2025 ESR）。

专栏 7. 中国的资产管理公司——作用日益增加，风险持续上升，且存在结构性差距¹

国有资产管理公司（资管公司）已成为中国金融体系中管理困境资产的核心工具。2012 年至 2024 年，全国性资管公司（以及后来加入的区域性资管公司）通过一级市场直接转让的方式，已经吸收了 16 万亿元人民币（GDP 的 18%）的不良资产。这种交易可能存在价格虚高且定价透明度有限的情况。资管公司近期的资产收购集中在房地产、制造业、批发和与地方政府融资平台相关的行业。二级市场发展滞后，使得资管公司长期成为处置困境资产的主要渠道。虽然 2021 年推出的公共交易平台标志着不良资产的市场化处置进程取得了一定进展，但该平台的交易活动仍较为有限，参与主体多局限于地方性资管公司（见 [2024 年 10 月《全球金融稳定报告》](#)）。

向资管公司转让不良资产虽帮助控制了总体不良资产比率，但也加剧了系统性风险。全国性资管公司最初成立于 20 世纪 90 年代，被定位为具有限时授权属性（即“日落条款”）的临时性处置机构，其职能是为吸收国有银行的不良资产。此后，这些机构已演变为复杂的金融集团，业务范围也突破了困境资产管理。受疫情和房地产行业下行的影响，资管公司的盈利能力有所下滑，资本缓冲减弱，其中部分资管公司的资本已降至低于监管要求。² 其通过投资、贷款、银行业务及市场融资等渠道与金融体系形成的相互联系进一步放大了脆弱性。2021 年，某全国性资管公司的纾困资金高达 66 亿美元，这说明了其潜在的宏观金融溢出效应。

资管公司的资本和盈利能力



国际经验为资管公司的有效运作提供了核心原则。资管公司

应遵循商业化目标开展运营，审慎筛选资产，重点关注具有可预见回收价值的大额抵押贷款。为最大限度地降低财政风险，转让价格应反映公允经济价值，而非账面价值。资管公司应具备充足的资本，遵循严格的治理标准，进行独立决策，且不受政治压力的影响。对于国家支持的资管公司而言，严格执行“日落条款”是限制道德风险的关键。配套的法律和制度改革对于资管公司的长期发展也至关重要（见 [TNM/2024/04](#)）。

中国的资管公司在一些方面未能达到这些原则的要求。资管公司的业务活动具有资产收购风险较高且定价纪律不足的特点，从而为银行和债权人提供了隐性公共支持，这导致其自身财务表现较差。企业重组和破产框架下的低效问题进一步削弱了资产回收的成效。相互冲突的公共政策目标（例如支持房地产部门和支持中小企业）扭曲了资管公司的商业目标，降低了其资产回收的积极性。由于在其公共处置职能方面对“日落条款”执行力度不够，或是因为缺乏可行的替代处置方案，资管公司有可能沦为困境资产的长期“仓库”、延迟损失确认，以及将相关风险转移至公共部门。尽管监督层面已有一定改善（包括国家金融监督管理总局出台了相关的统一指导意见），但透明度仍然不足，地区性资管公司尤其如此。

当局需要通过改革来强化资管公司“实现回收价值最大化”的核心目标。优先事项包括：收紧资产收购标准、适用审慎的估值方法、加强治理和透明度，以及限制附加职能扩延。当局应将这些措施纳入全面的困境资产处置战略，同时完善法律、监管和制度框架，以妥善处理困境债务人相关事务。若不推进此类改革，资管公司可能会导致信贷错配问题长期存在，并放大财政风险。

¹ 本专栏由 Yingyuan Chen 撰写。

专栏 8. 中国：房地产市场调整的国际经验¹

当前中国房地产市场的调整规模与先前其他国家的情况相当，但企业退出进程却较为滞后（文本图）。中国的新建住房数量大幅收缩——较峰值下降了约 70%，这与先前房地产市场萧条时期的调整规模相当。但其他国家在经济下行期间企业破产总计数量通常会增至原来的三倍（文本图），相比之下，中国的企业退出数量却非常有限，这与日本此前的情况类似（日本当时的企业退出率相较于其他国家同样偏低）。

国际经验凸显了企业及时退出、确认损失和财政支持的重要性。企业延迟退出往往会导致 GDP 的累计损失扩大（文本图），这是因为如果缺乏生存能力的企业持续存续，会阻碍损失确认和资源重新配置，导致调整周期延长，使得 GDP 增速始终低于预期。²相关的历史事件表明，有力的政策支持对于推动有序调整至关重要——这些历史事件包括：芬兰和瑞典（20 世纪 90 年代）以及美国（2008 年）均承诺提供财政资源以实现银行资本重组、处置困境企业；爱尔兰和西班牙（2008 年后）则使用限时资产管理工具来隔离不良资产并抑制系统性压力。这些干预措施帮助吸收了损失，稳定了金融体系，并加快了经济复苏进程。

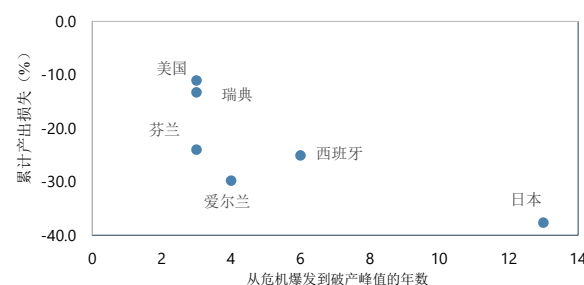
尽管中国的国情独特，但仍能从国际经验中汲取宝贵经验。虽然中国的房地产市场活动大幅收缩，但经济增长依然稳健，不良贷款率处于低位，且开发商退出数量有限。这在一定程度上得益于监管宽容以及中国独特的房地产市场模式——在该模式下，非银行债权人（包括以预售方式购房的家庭，他们是开发商流动性的主要来源）在开发商融资中占据主导地位，这使得以银行为中心的典型处置工具和政策支持工具的应用变得复杂。尽管如此，一项核心原则仍然适用：**让企业及时退出并吸收损失，以及在必要时提供财政支持，对于重振信心、实现及时复苏至关重要。**主要优先事项包括：（1）通过破产程序推动相关企业快速退出；（2）对购房者（其实际上属于无担保债权人）提供保障，防止系统性信心崩塌；（3）密切监测金融部门的溢出效应，及时采取行动抑制信贷和流动性压力；（4）向原本具备生存能力但面临流动性压力的企业提供限时的定向支持。

跨国房地产市场调整：
（住房建设活动和企业退出）



来源：Haver Analytics；经合组织；以及IMF工作人员的计算。
注释：1) 西班牙的数值超过了本图的坐标轴范围（其确切值为：y=773，x=96）。2) 括号表示从实际GDP增速开始放缓或开始收缩，到其增速恢复至危机前五年平均水平之前一年的期间。对于日本，最后一年被定义为实际GDP增长持续转负的前一年。3) 本专栏对过往房地产市场调整案例的选择以数据的可得性为基础，并参考了IMF的2013年爱尔兰工作报告专栏2中提及的繁荣-萧条周期。

过去房地产市场调整期间的累计产出损失与企业退出
（企业退出速度和累计产出损失）



来源：Haver Analytics；经合组织；以及IMF工作人员的计算。
注释：累计产出损失的计算方法是：危机最后一年的实际GDP与假设整个危机期间GDP都以危机前五年平均增速增长的反事实路径所得GDP之间的差值。按图1界定周期。

¹ 本专栏由 Estelle Liu 撰写。

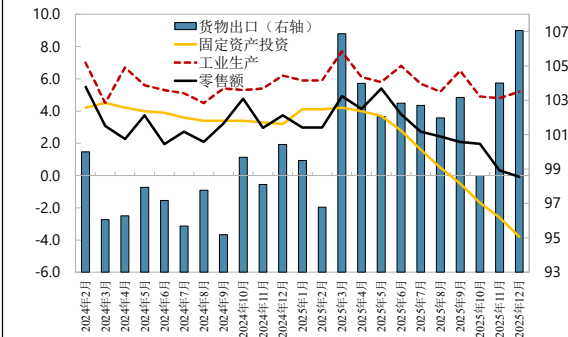
² Elena Cefis, Cristina Bettinelli, Alexander Coad, Orietta Marsili (2022) “Understanding firm exit: a systematic literature review”. Small Business Economics 59(4).

图 1. 中国：近期形势——内需疲软

强劲的出口支撑了 2025 年的增长……

中国：经济活动指标

(百分数，同比增长率；右轴：指数，2024年1月=100)

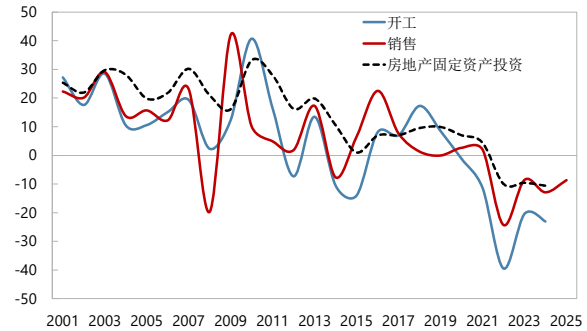


来源：Haver Analytics；以及IMF工作人员的计算。

……而房地产收缩继续拖累国内需求。

房地产部门依然疲软

(百分数，同比变化)

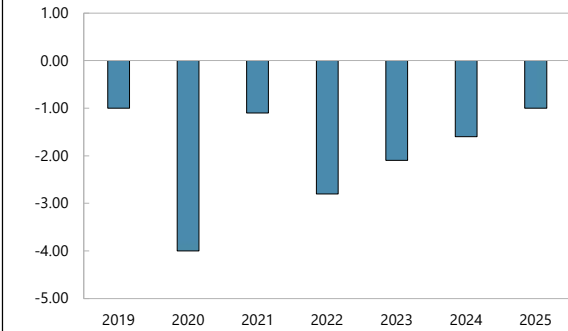


来源：Haver Analytics；以及IMF工作人员的计算。

经济依然显著疲软……

产出缺口

(潜在产出的百分数)

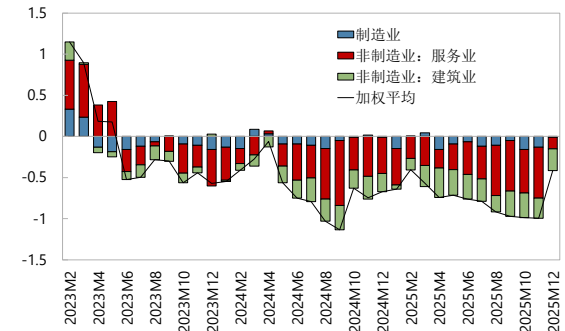


来源：IMF工作人员的计算和估计。

……就业疲软主要集中在非制造业。

就业采购经理人指数，按部门划分

(Z分数，标准差)

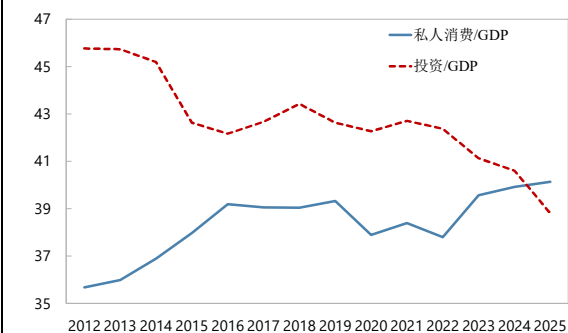


来源：Haver Analytics；中国国家统计局；IMF工作人员的计算。

私人消费在 GDP 中所占比例很低……

再平衡进展

(百分数)



来源：中国国家统计局；以及IMF工作人员的计算。

……而工业部门依然庞大。

各产业的GDP占比

(百分数)



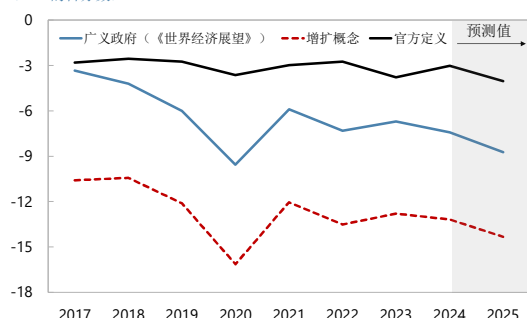
来源：Haver Analytics；中国国家统计局；IMF工作人员的计算。

图 2. 中国：财政——扩张立场

增扩概念的财政赤字水平依然很高……

政府余额

(GDP的百分数)



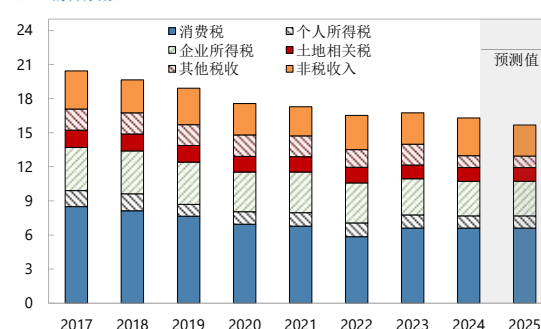
来源：当局；以及IMF工作人员的计算。

注释：有关政府余额的定义，参见工作人员报告中的表2。

……2024 年税收收入低迷在一定程度上被非税收收入激增抵消……

政府收入

(GDP的百分数)

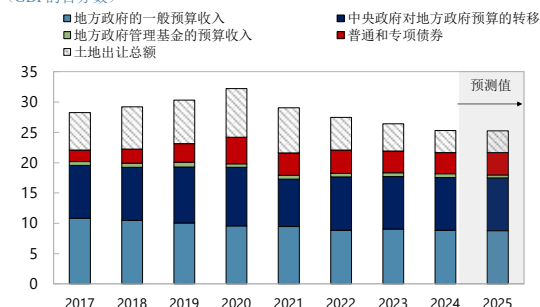


来源：当局；CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的计算。

……在当前的房地产市场调整中，地方政府面临着土地出让收入下降……

地方政府预算融资 1/

(GDP的百分数)

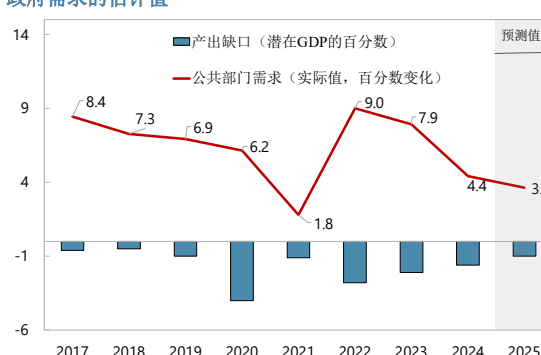


来源：CEIC数据有限公司；财政部2022年预算；以及IMF工作人员的计算。

1/ 地方政府的一般预算和地方政府管理基金的预算。不包括预算外融资。

……实际公共支出增长为正，尽管增幅不大。

政府需求的估计值

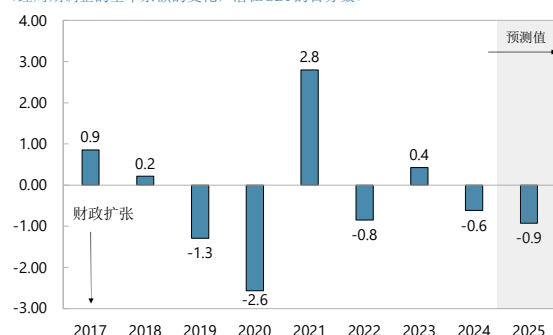


来源：IMF《世界经济展望》；以及IMF工作人员的计算。

2025 年的财政立场呈扩张性……

财政举措

(经周期调整的基本余额的变化, 潜在GDP的百分数)

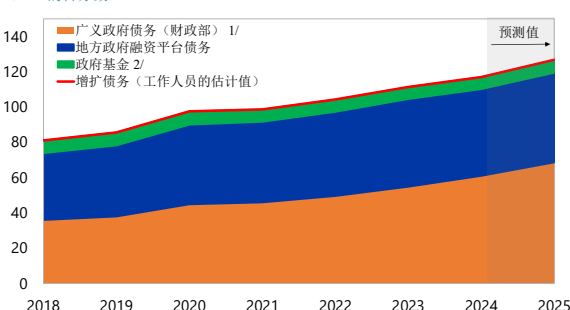


来源：CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的计算。

……财政政策放松加重了债务负担，隐性债务置换增加了官方负债。

增扩概念的债务

(GDP的百分数)



来源：财政部；以及IMF工作人员的计算。

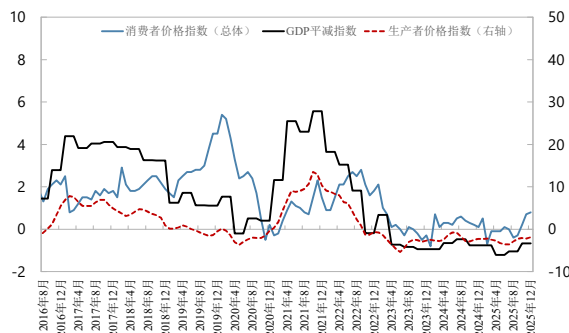
1/ 数据截至2023年；2024年为估计值；2025年为预测值。

2/ 政府引导基金和专项建设基金（仅包括社会资本部分）。

图 3. 中国：货币——尽管通胀处于低位，但货币政策仅略有放松

2023 年之后，PPI、CPI 和基于 GDP 的通胀全部呈负值，这是自全球金融危机以来的首次。

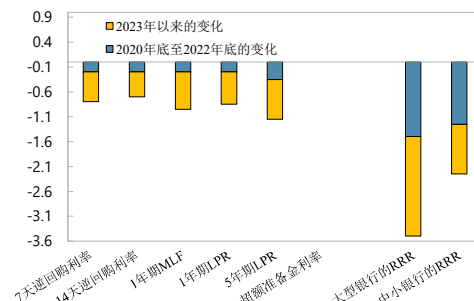
中国：消费者和生产者价格
(百分数，同比)



来源：Haver Analytics；中国国家统计局；以及IMF工作人员的计算。

为此，当局小幅下调了利率，并以更大幅度下调了存款准备金率。

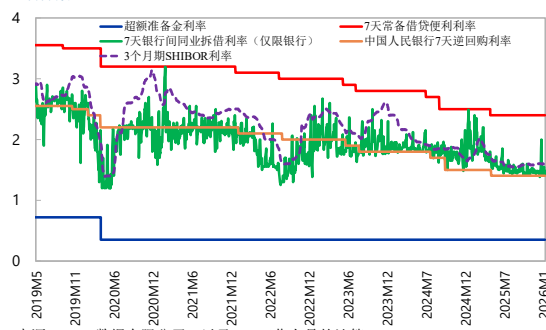
新冠疫情暴发以来政策利率的变化
(百分点)



来源：CEIC数据有限公司；Haver Analytics；以及IMF工作人员的计算。
注释：MLF=中期借贷便利；LPR=贷款市场报价利率；RRR=存款准备金率。中小型银行的存款准备金率的变化是平均值。

除了2025年初的几个月外，短期市场利率与政策利率大体持平。

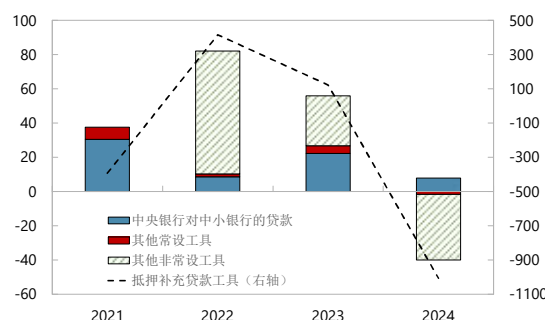
利率走廊和短期市场利率
(百分数)



来源：CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的计算。
注释：SHIBOR=上海银行间同业拆借利率。

结构性贷款在2024年有所减少，但对小微企业的支持仍在继续。

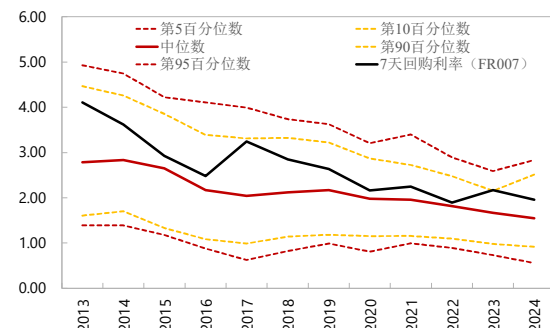
中国：结构性货币政策工具
(累计变化，十亿元人民币)



来源：CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的计算。

在国内需求疲软和货币政策放松的背景下，银行的净息差有所下降。

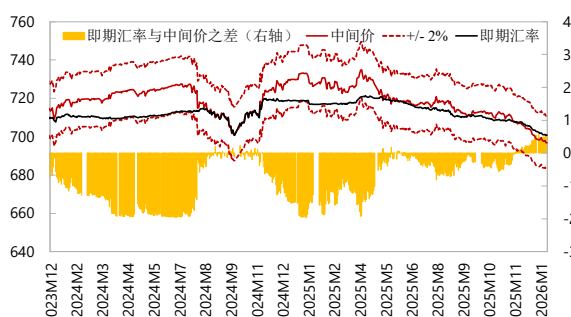
中国：银行净息差与银行间回购利率
(百分数，同比)



来源：Haver Analytics；惠誉评级；以及IMF工作人员的计算。

自2023年以来，人民币的汇率中间价大体保持稳定，但也出现过与即期汇率之间的较大缺口。

人民币/美元汇率：即期汇率、中间价及二者之差
(每1美元可兑的人民币数额乘以100；中间价的百分数)



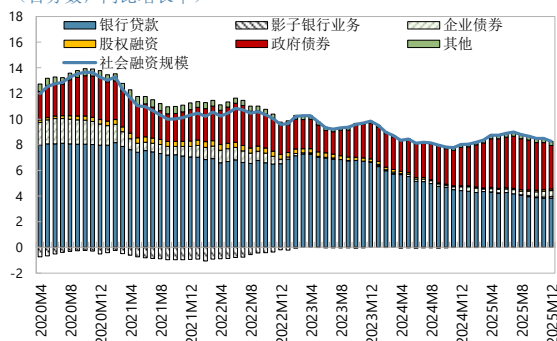
来源：Haver Analytics；以及IMF工作人员的计算。
注释：汇率差=即期汇率减去中间价。

图 4. 中国：信贷——私人部门信贷增长放缓

2025 年，政府债券的大量发行支持了社会融资规模的增长

……

对社会融资规模存量增长的贡献
(百分数，同比增长率)

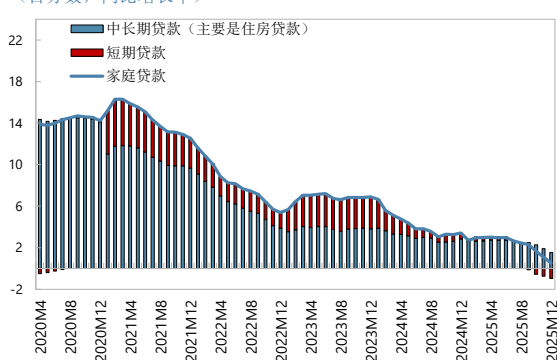


来源：Haver Analytics；以及IMF工作人员的计算。
注释：影子银行包括委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票。

然而，对私人部门的信贷已经放缓，家庭贷款增长疲软

……

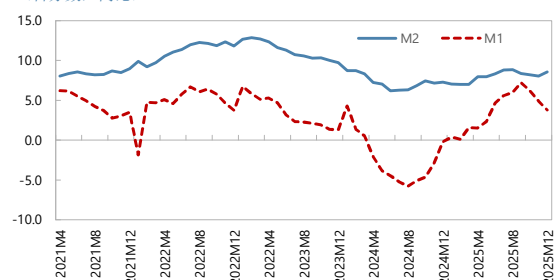
对家庭贷款增长的贡献
(百分数，同比增长率)



来源：Haver Analytics；以及IMF工作人员的计算。

在对数据进行重新分类以涵盖更广泛的活期存款后，M1 增长减缓的情况得到逆转。

中国：货币增长
(百分数，同比)



来源：Haver Analytics；以及IMF工作人员的计算。

……信贷增长仍快于名义 GDP 增长。

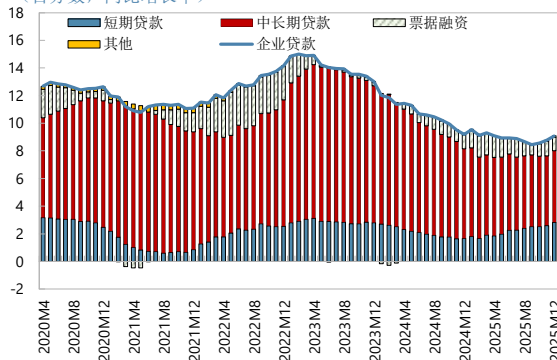
中国：信贷增长与名义GDP增长
(百分数，同比变化)



来源：CEIC数据有限公司；Haver Analytics；以及IMF工作人员的计算。

……企业贷款增速也在下降。

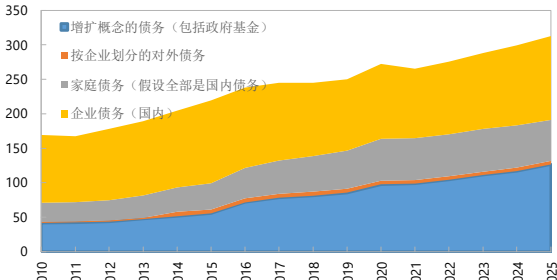
对企业贷款增长的贡献
(百分数，同比增长率)



来源：Haver Analytics；以及IMF工作人员的计算。

政府部门债务日益成为非金融部门债务上升的驱动因素。

非金融部门债务总量，按部门划分
(GDP的百分数)



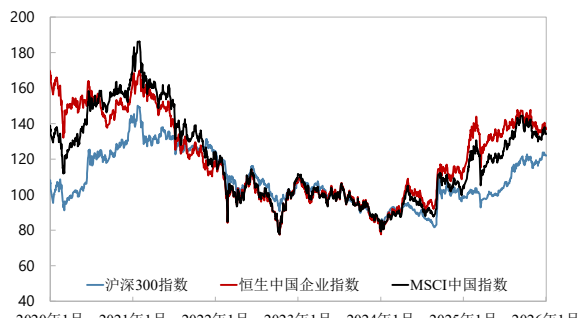
来源：Haver Analytics；以及IMF工作人员的计算。

图 5. 中国：金融市场——股市表现强劲，债券收益率下降

2025 年，在流动性充足的环境下，国内投资者推动了股市上涨。

股价

(指数，2020年底=100；基于人民币价格)

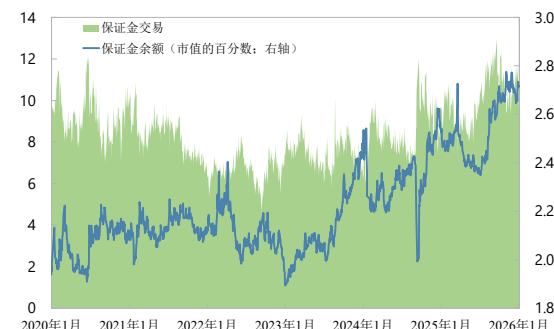


来源：Bloomberg；以及IMF工作人员的计算。

保证金交易增加，但仍低于十年前的水平

保证金交易

(市场成交量的百分数)

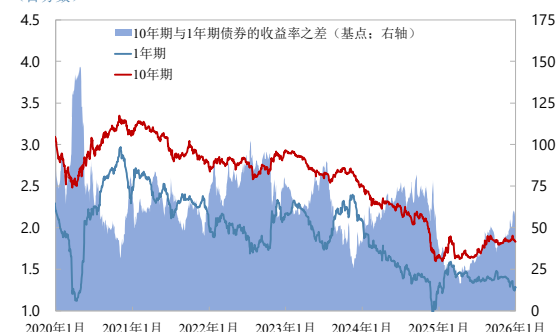


来源：Bloomberg；以及IMF工作人员的计算。

政府债券收益率在 2024 年下降，此后在 2025 年第三季度因大量债券发行而小幅上升

中央政府债券的收益率

(百分数)

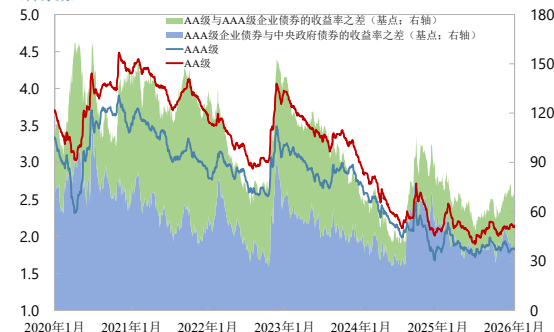


来源：Bloomberg；以及IMF工作人员的计算。

企业债券收益率徘徊在历史水平以下

企业债券收益率，3年期

(百分数)

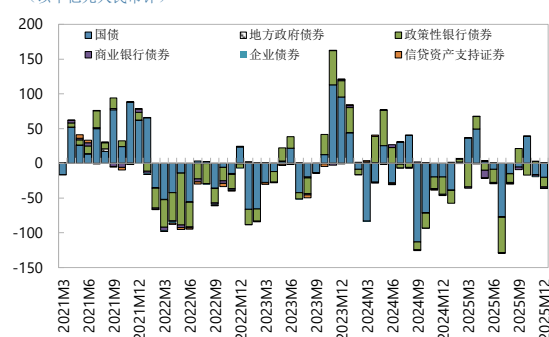


来源：Bloomberg；以及IMF工作人员的计算。

中国债券市场的外资流入依然不振……

按债券类别划分的外资流动

(以十亿元人民币计)

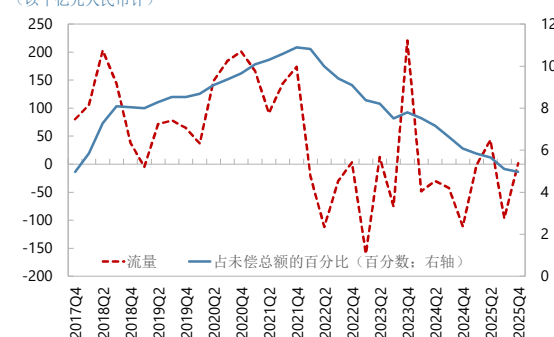


来源：Haver Analytics；ChinaBond；以及IMF工作人员的计算。

……而中央政府债券的外资持有比例持续下降。

国债的外资持有量

(以十亿元人民币计)



来源：Haver Analytics；ChinaBond；以及IMF工作人员的计算。

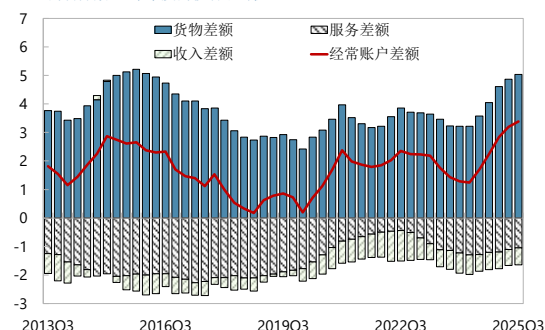
图 6. 中国：外部形势——经常账户强劲，但资本大量流出

中国的经常账户因货物贸易余额上升而增强。

出口已从 2023 年中期的低点强劲回升，而进口保持平稳。

经常账户

(GDP 的百分数，4 个季度的移动平均值)

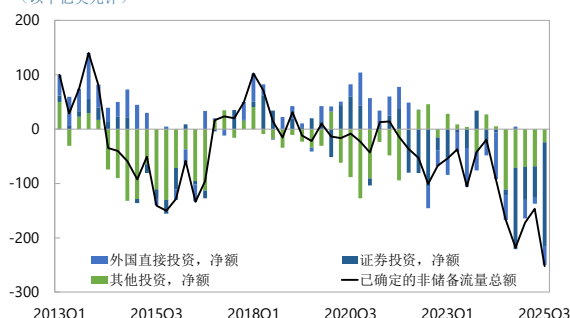


来源：CEIC 数据有限公司；以及 IMF 工作人员的计算。

资本净流出在 2024 年下半年加速；与美国达成贸易休战协议后，在 2025 年第二季度有所缓解，尽管规模依然较大。

资本流动

(以十亿美元计)

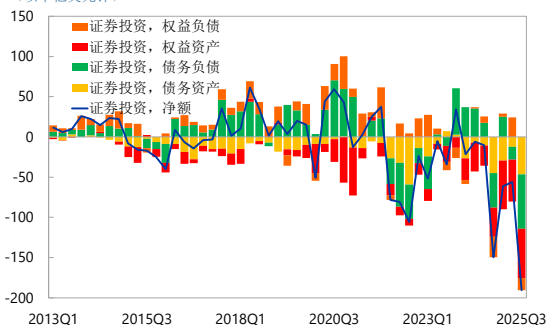


来源：CEIC 数据有限公司；以及 IMF 工作人员的计算。
注释：E&O=净误差和遗漏。

……居民证券投资流出规模较大，在一定程度上被非居民债务流入抵消（这种流入是由汇率调整后的回报率具有吸引力所致）。

金融账户：证券投资

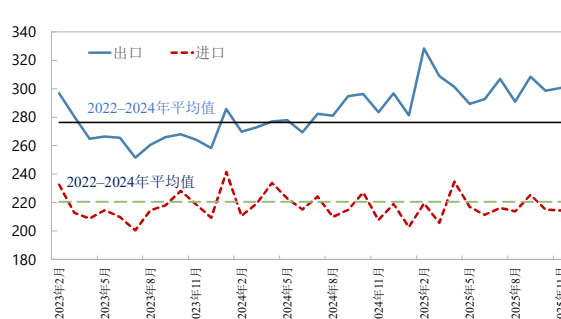
(以十亿美元计)



来源：CEIC 数据有限公司。

货物贸易价值

(BOP, 百万美元；经季节调整)

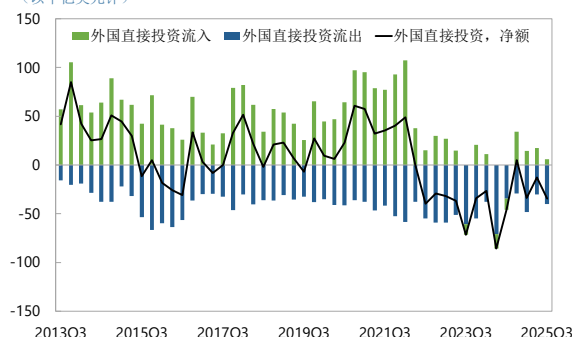


来源：Haver Analytics；国家外汇管理局；以及 IMF 工作人员的计算。

外国直接投资流入依然疲软……。

外国直接投资

(以十亿美元计)



来源：国家外汇管理局；CEIC 数据有限公司。

外汇储备 2024 年底的损失在 2025 年得以弥补。

外汇储备

(以十亿美元计，右轴：以万亿美元计)



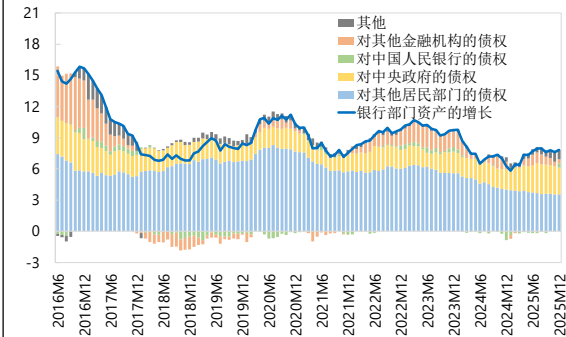
来源：Haver Analytics；以及 IMF 工作人员的计算。

图 7. 中国：银行——盈利压力持续存在

银行业资产增长，主要由对政府部门的贷款推动。

银行部门资产的增长

(百分数，同比)

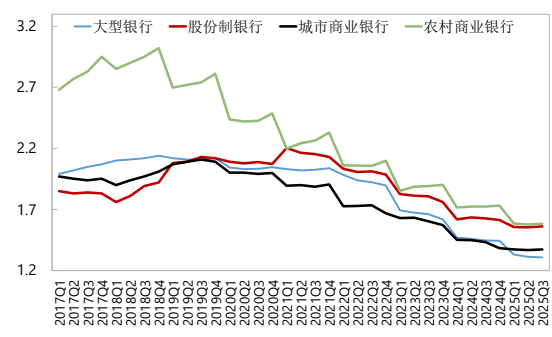


来源：CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的计算。

净息差持续下降。

净息差

(百分数)

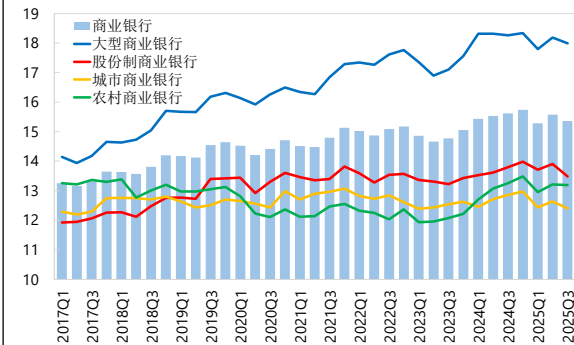


来源：CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的计算。

整个体系的资本比率依然充足。

商业银行总资本

(风险加权资产的百分数)



来源：CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的计算。

四家大型国有银行获得了总额 5200 亿元人民币的注资。

商业银行：注资

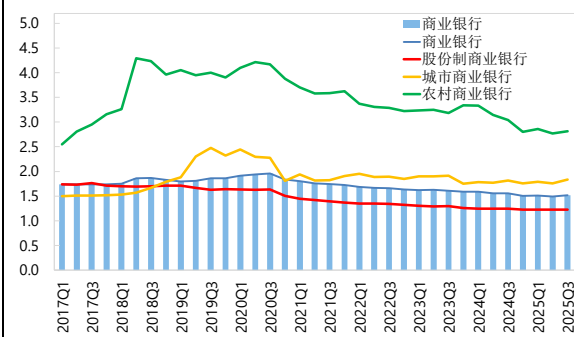
银行	注资，2025年6月		普通股一级资本		
	向以下机构 非公开发行A股	发行规模 (十亿元人民币)	截至 2025年 6月30日 (百分数)	季度环比 (基点)	年初至今 (基点)
中国银行	财政部	165	12.57%	75	54
中国建设银行	财政部	105	14.34%	36	-14
交通银行	财政部、中国烟草、 双维投资	120	11.42%	117	118
中国邮政储蓄银行	财政部、中国移动、 中国船舶	130	10.52%	131	96

来源：企业报告；以及IMF工作人员的计算。

不良贷款比率总体上基本稳定，部分原因是监管宽容措施期限延长。

商业银行：不良贷款

(贷款总额的百分数)

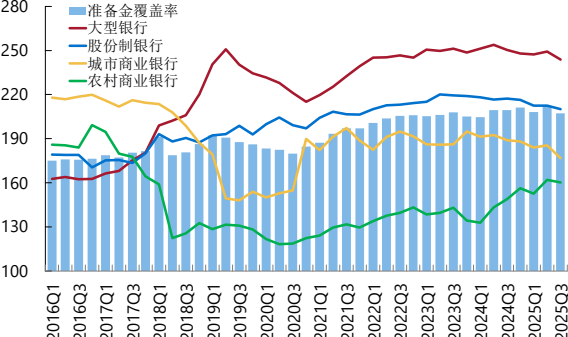


来源：CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的计算。

不良贷款比率较高的农村商业银行的贷款损失准备金持续增加。

商业银行：贷款损失准备金

(不良贷款的百分数)



来源：CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的计算。

表 1. 中国：部分经济指标

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
						估计值	预测值				
	(年度百分数变化，除非另有注明)										
国民账户											
实际GDP	2.3	8.6	3.1	5.4	5.0	5.0	4.5	4.0	3.9	3.7	3.4
国内总需求	1.7	7.0	2.8	6.3	3.6	3.5	4.0	4.1	4.1	3.7	3.4
消费	-0.2	9.4	2.8	8.4	3.9	4.6	4.1	4.1	3.7	3.6	3.4
固定资产投资	3.5	2.4	3.3	4.5	3.0	1.0	2.0	5.5	4.7	3.9	3.7
净出口（贡献）	0.7	1.7	0.4	-0.6	1.5	1.6	0.8	0.2	0.1	0.2	0.2
资本形成总额（GDP的百分数）	42.3	42.7	42.4	41.1	40.6	38.8	38.4	38.4	38.7	39.0	39.1
国民储蓄总额（GDP的百分数） 1/	43.9	44.6	44.8	42.6	42.9	42.1	41.5	41.2	41.2	41.3	41.3
产出缺口估计	-4.0	-1.1	-2.8	-2.1	-1.6	-1.0	-0.8	-0.5	-0.2	0.0	0.0
劳动力市场											
城镇失业率（年度平均） 2/	5.6	5.1	5.6	5.2	5.1	...	...	...	...	...	...
价格											
消费者价格（平均值）	2.5	0.9	2.0	0.2	0.2	0.0	0.9	1.5	1.8	1.9	2.0
消费者价格（期末值）	0.3	1.5	1.8	-0.2	0.0	0.9	0.9	1.7	1.8	1.9	2.0
GDP平减指数	1.2	3.7	2.0	-0.4	-0.7	-1.0	-0.7	0.9	1.5	1.9	2.0
金融											
7天回购利率（百分数）	2.2	2.3	1.9	2.2	2.0	1.7	...	...	...	...	...
10年期政府债券利率（百分数）	3.0	3.1	2.8	2.8	2.2	1.8	...	...	...	...	...
宏观-金融											
社会融资规模	13.3	10.3	9.6	9.8	8.0	8.3	8.2	7.7	7.3	7.0	7.0
GDP的百分数	273	268	279	292	303	315	329	337	343	347	352
非金融部门债务总额 3/	12.6	9.8	9.2	9.7	8.3	8.6	7.2	7.7	7.3	7.0	7.0
GDP的百分数	272	265	276	288	299	313	323	332	338	342	347
对私人部门的国内信贷	10.2	7.5	8.3	8.5	7.7	6.2	4.8	6.3	6.1	5.9	6.3
GDP的百分数	169	161	166	172	178	181	183	186	187	187	189
家庭债务（GDP的百分数）	60.6	60.6	60.8	61.9	61.4	59.4	59.0	59.7	60.2	60.7	61.3
非金融企业国内债务（GDP的百分数）	108	101	106	110	116	122	124	126	126	126	127
预算内广义政府（GDP的百分数）											
净贷款/借款 4/	-9.6	-5.9	-7.3	-6.7	-7.4	-8.7	-8.7	-8.5	-8.2	-8.1	-8.0
财政收入	25.3	26.0	25.3	26.0	25.6	25.0	25.2	25.4	25.6	25.7	25.7
从土地出让中获得的额外资金	2.4	2.2	1.1	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
支出	34.8	31.9	32.6	32.7	33.0	33.7	33.9	33.9	33.8	33.7	33.8
债务	44.7	45.8	49.4	54.7	60.9	68.4	75.1	78.9	81.8	84.4	86.9
结构性余额	-8.5	-5.6	-6.6	-6.1	-7.0	-8.5	-8.5	-8.3	-8.2	-8.1	-8.0
国际收支（GDP的百分数）											
经常账户差额	1.6	1.9	2.4	1.4	2.3	3.3	3.1	2.8	2.5	2.3	2.2
货物差额	3.4	3.1	3.6	3.3	4.1	5.2	4.9	4.7	4.5	4.4	4.4
服务差额	-1.0	-0.6	-0.5	-1.1	-1.2	-1.2	-1.3	-1.3	-1.5	-1.6	-1.8
净国际投资头寸	15.1	12.0	13.2	15.6	17.6	20.2	22.1	23.7	24.9	25.8	26.5
官方储备总额（十亿美元）	3,357	3,427	3,307	3,450	3,456	3,703	3,990	4,277	4,562	4,862	5,170
备忘项											
名义GDP（十亿元人民币） 5/	104,224	117,311	123,341	129,427	134,921	140,188	145,473	152,734	161,131	170,185	179,372
增扩概念的债务（GDP的百分数） 6/	97.5	98.7	104.2	111.3	117.0	126.6	135.3	141.5	146.2	150.0	153.7
增扩概念的净贷款/借款（GDP的百分数） 6/	-16.2	-12.1	-13.5	-12.8	-13.2	-14.3	-14.2	-13.7	-13.2	-12.8	-12.5
增扩概念的经周期调整基本余额的变化 7/	-2.6	2.8	-0.8	0.4	-0.6	-0.9	0.3	0.8	0.6	0.6	0.4

来源：Bloomberg；CEIC数据有限公司；Wind；IMF《国际金融统计》数据库；以及IMF工作人员的估计和预测。

1/ 2024年GDP将在完整官方数据发布后进行修订以匹配官方的数据修订。

2/ 调查失业率。

3/ 包括政府基金。

4/ 对当局的财政预算余额进行了调整，以反映合并的预算内广义政府余额，包括政府管理基金、国家管理的国企基金、平准基金的调整以及社保基金。

5/ 支出法计算的名义GDP。

6/ 增扩概念的财政余额扩大了政府的范围，以包括政府引导基金和地方政府融资平台的活动。

7/ 潜在GDP的百分数。

表 2. 中国：广义政府财政数据

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	估计值						预测值				
	(十亿元人民币)										
余额：一般公共预算（官方）											
-1 收入（包括调整）(1a)+(1b)	20905	21427	22819	23364	24511	24041	25169	26519	28015	29530	31076
(1a) 总收入	18291	20255	20365	21680	21970	21985	23114	24568	26168	27789	29439
(1b) 调整 1/	2613	1171	2454	1684	2541	2056	2056	1951	1846	1742	1637
-2 支出（包括调整）(2a)+(2b)	24682	24029	26194	28258	28571	29701	30870	32349	34188	36106	38052
(2a) 总支出	24568	24567	26055	27462	28571	29701	30820	32359	34138	36056	38002
(2b) 调整 2/	114	361	139	796	110	50	50	50	50	50	50
-3 财政余额（官方）(1)-(2)	-3777	-3502	-3375	-4895	-4060	-5660	-5701	-5890	-6173	-6575	-6976
余额：一般公共预算（IMF定义）											
-4 收入 (1a)+(4a)+(4b)	26343	30512	31233	33684	34542	35070	36693	38824	41208	43674	46182
(1a) 一般公共预算总收入	18291	20255	20365	21680	21970	21985	23114	24568	26168	27789	29439
(4a) 社保收入	7551	9604	10250	11321	11894	12447	12916	13561	14307	15110	15926
(4b) 国金基金收入 3/	500	563	618	683	678	638	662	695	734	775	817
-5 支出 (2a)+(5a)+(5b)+(5c)-(5d)	36310	37435	40260	42366	44569	47309	49346	51738	54488	57402	60555
(5a) 社保支出	7861	8673	9072	9930	10606	11338	12243	13280	14332	15307	16493
(5b) 国金基金支出	261	277	344	339	313	282	293	307	324	343	361
(5c) 由土地出让、发行债券或结转资金金融的管理基金的支出 4/	6144	6529	6126	5795	6053	7001	7040	6895	6857	6925	6994
(5d) 其中：土地出让资金金融的支出净额	2524	2612	1337	1160	974	1012	1050	1103	1163	1229	1295
-6 净借款/贷款（IMF定义）(4)-(5)	-9967	-6923	-9027	-8682	-10026	-12239	-12653	-12914	-13280	-13729	-14373
余额：增广概念（工作人员对广义政府的估计值）											
(7a) 由地方政府融资平台债务融资的额外支出	6423	6820	7385	7596	7179	7117	7274	7178	7162	7131	7151
(7b) 专项建设基金和政府引导基金金融的额外支出	446	398	263	290	592	746	773	811	855	903	951
-8 增广概念的净贷款/借款 (6)-(7a)-(7b) 5/	-16836	-14142	-16676	-16568	-17797	-20101	-20701	-20903	-21297	-21762	-22476
债务：广义政府											
-9 一般预算债务（官方）(10)+(11)	46552	53740	60935	70770	82109	95913	109194	120447	131861	143654	155825
-10 中央政府债务 6/	20891	23270	25869	30033	34572	41096	47807	54690	61834	68557	75658
-11 显性地方政府债务 7/	25661	30470	35065	40737	47537	54817	61387	65757	70027	75097	80167
-12 地方政府融资平台债务 8/	47187	53683	58966	64449	66282	71399	76673	83852	91014	98145	105296
-13 与专项建设基金和政府引导基金相关的额外债务 9/	7923	8321	8584	8874	9465	10211	10985	11796	12651	13554	14505
-14 增广概念的债务 (9)+(12)+(13)	101662	115743	128484	144092	157857	177523	196852	216094	235526	255353	273625
备注项：											
-15 增广概念不包括“可能被确认的”债务 10/	73097	84617	95336	108828	121390	138607	155407	171447	187638	204188	221128
(GDP的百分比) 11/											
余额：一般公共预算（官方）											
-1 收入（包括调整）(1a)+(1b)	20.1	18.3	18.5	18.1	18.2	17.1	17.3	17.4	17.4	17.4	17.3
(1a) 总收入	17.5	17.3	16.5	16.8	16.3	15.7	15.9	16.1	16.2	16.3	16.4
(1b) 调整 1/	2.5	1.0	2.0	1.3	1.9	1.5	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
-2 支出（包括调整）(2a)+(2b)	23.7	21.3	21.2	21.8	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2
(2a) 总支出	23.6	20.9	21.1	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2	21.2
(2b) 调整 2/	0.1	0.3	0.1	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
-3 财政余额（官方）(1)-(2)	-3.6	-3.0	-2.7	-3.8	-3.0	-4.0	-3.9	-3.9	-3.8	-3.9	-3.9
余额：一般公共预算（IMF定义）											
-4 收入 (1a)+(4a)+(4b)	25.3	26.0	25.3	26.0	25.6	25.0	25.2	25.4	25.6	25.7	25.7
(1a) 一般公共预算总收入	7.2	8.3	8.3	8.7	8.8	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
(4a) 国金基金收入 3/	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
-5 支出 (2a)+(5a)+(5b)+(5c)-(5d)	34.8	31.9	32.6	32.7	33.0	33.7	33.9	33.9	33.8	33.7	33.8
(5a) 社保支出	7.5	7.4	7.4	7.7	7.9	8.1	8.4	8.7	8.9	9.0	9.2
(5b) 国金基金支出	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
(5c) 由土地出让、发行债券或结转资金金融的管理基金的支出 4/	5.9	5.6	5.0	4.5	4.5	5.0	4.8	4.5	4.3	4.1	3.9
(5d) 其中：土地出让资金金融的支出净额	2.4	2.2	1.1	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
-6 净贷款/借款（IMF定义）(4)-(5)	-9.6	-5.9	-7.3	-6.7	-7.4	-8.7	-8.7	-8.5	-8.2	-8.1	-8.0
余额：增广概念（工作人员对广义政府的估计值）											
(7a) 由地方政府融资平台债务融资的额外基础设施支出	6.2	5.8	6.0	5.9	5.3	5.1	5.0	4.7	4.4	4.2	4.0
(7b) 专项建设基金和政府引导基金金融的额外支出	0.4	0.3	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
-8 增广概念的净贷款/借款 (6)-(7a)-(7b) 5/	-16.2	-12.1	-13.5	-12.8	-13.2	-14.3	-14.2	-13.7	-13.2	-12.8	-12.5
债务：广义政府											
-9 一般预算债务（官方）(10)+(11)	44.7	45.8	49.4	54.7	60.9	68.4	75.1	78.9	81.8	84.4	86.9
-10 中央政府债务 6/	20.0	19.8	21.0	23.2	25.6	29.3	32.9	35.8	38.4	40.3	42.2
-11 显性地方政府债务 7/	24.6	26.0	28.4	31.5	35.2	39.1	42.2	43.1	43.5	44.1	44.7
-12 地方政府融资平台债务 8/	45.3	45.8	47.8	49.8	49.1	50.9	52.7	54.9	56.5	57.7	58.7
-13 与专项建设基金（SCF）和政府引导基金（GGF）相关的额外债务 9/	7.6	7.1	7.0	6.9	7.0	7.3	7.6	7.7	7.9	8.0	8.1
-14 增广概念的债务 (9)+(12)+(13)	97.5	98.7	104.2	111.3	117.0	126.6	135.3	141.5	146.2	150.0	153.7
备注项：											
-15 增广概念不包括“可能被确认的”债务 10/	70.1	72.1	77.3	84.1	90.0	98.9	106.8	112.3	116.5	120.0	123.3

来源：CEIC数据有限公司；Wind；中国财政部；国家审计署；以及IMF工作人员的估计和预测。

1/ 包括中央和地方政府从稳定基金转入一般公共预算的资金，以及中央政府从政府管理基金和国金基金转入的资金。

2/ 包括对预算稳定基金的结转以及捐款。

3/ 包括运营收入和结转。

4/ 包括视为收入的结转资金、地方政府支出的调整、发行专项债券所得，以及通过土地出让融资的净支出（通过减去征购成本、对农民的补偿以及土地开发费用来估计）。

5/ 净贷款/借款总额包括土地出让净收入，作为线上项目非金融资产的减值。

6/ 仅为财政债务，不包括为银行注资和为资产管理公司发行的债券。

7/ 包括地方政府债券和显性债务。

8/ 拥有上市债券的地方政府融资平台的计息负债总额。

9/ 社会资本对社会信用基金（SCF）和国有资本投资公司（GGP）的贡献总额。

10/ 仅包括约三分之二的地方政府融资平台债务，其根据国家审计署（NMO）报告（2013年）被归类为政府的明确债务；其所不包含的余下约三分之一被归类为政府担保债务，或“可能被确认的”债务，其也不包括第(13)行。

11/ 本表中的GDP按支出法计算的名义GDP。

表 3. 中国：国际收支

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	估计值						预测值				
	(GDP的百分数，除非另有说明)										
国际收支											
经常账户差额	1.6	1.9	2.4	1.4	2.3	3.3	3.1	2.8	2.5	2.3	2.2
货物差额	3.4	3.1	3.6	3.3	4.1	5.2	4.9	4.7	4.5	4.4	4.4
出口	16.6	17.7	18.3	17.4	18.2	18.4	18.0	17.6	17.1	16.8	16.5
进口	13.2	14.6	14.6	14.1	14.1	13.3	13.1	12.9	12.7	12.4	12.2
服务差额	-1.0	-0.6	-0.5	-1.1	-1.2	-1.2	-1.3	-1.3	-1.5	-1.6	-1.8
收入差额	-0.8	-0.7	-0.8	-0.7	-0.7	-0.8	-0.7	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5
经常转移	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
资本和金融账户差额	-0.3	-0.2	-1.3	-1.3	-2.6	-2.0	-1.6	-1.4	-1.3	-1.1	-1.0
资本账户	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
金融账户	-0.3	-0.2	-1.3	-1.3	-2.6	-2.0	-1.6	-1.4	-1.3	-1.1	-1.0
净外国直接投资	0.7	0.9	-0.1	-1.0	-0.8	-0.6	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
外国直接投资	1.7	1.9	1.0	0.3	0.1	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
海外直接投资	-1.0	-1.0	-1.1	-1.2	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-1.0
证券投资	0.6	0.3	-1.6	-0.3	-1.0	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5
其他投资	-1.6	-1.4	0.4	0.0	-0.8	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1
误差和遗漏 1/	-1.1	-0.7	-0.5	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总体差额	0.2	1.0	0.5	0.0	-0.3	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
储备资产	-0.2	-1.0	-0.5	0.0	0.3	-1.3	-1.4	-1.3	-1.2	-1.2	-1.2
国际投资头寸											
资产	58.8	52.3	50.3	52.7	54.5	56.1	56.8	57.7	58.2	58.7	59.0
直接投资	17.1	15.3	15.0	16.2	16.7	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
证券投资	6.0	5.4	5.6	6.0	7.6	8.4	9.1	9.7	10.3	10.9	11.4
其他投资	13.4	12.7	11.5	11.5	11.7	11.7	11.5	11.3	11.1	10.9	10.6
储备资产	22.2	18.8	18.1	18.9	18.4	19.0	19.3	19.6	19.7	19.9	20.0
负债	43.6	40.3	37.1	37.1	36.9	35.9	34.7	34.0	33.3	32.9	32.5
直接投资	21.4	19.8	19.5	20.1	19.3	18.9	18.2	17.8	17.3	16.9	16.5
证券投资	12.9	11.8	9.8	9.3	10.3	10.3	10.2	10.2	10.2	10.2	10.3
其他投资	9.2	8.7	7.6	7.6	7.1	6.8	6.3	6.0	5.8	5.7	5.7
净国际投资头寸	15.1	12.0	13.2	15.6	17.6	20.2	22.1	23.7	24.9	25.8	26.5
备忘项											
出口增速（按价值计算，百分数变化）	5.2	28.1	4.1	-5.0	7.2	5.4	3.7	2.9	3.2	3.8	4.3
进口增速（按价值计算，百分数变化）	0.3	32.7	1.1	-3.6	2.2	-2.1	4.8	3.9	3.9	3.6	3.9
FDI（流入，十亿美元）	253	344	190	51	19	56	89	107	123	141	147
外债（十亿美元）	2,401	2,747	2,453	2,448	2,420	2,471	2,525	2,602	2,703	2,827	2,975
GDP的百分数	15.9	15.1	13.4	13.4	12.9	12.7	12.2	11.9	11.7	11.6	11.5
短期外债（按剩余期限计，十亿美元）	1,316	1,446	1,338	1,363	1,364	1,393	1,423	1,466	1,523	1,592	1,675
总储备（十亿美元） 2/	3,357	3,427	3,307	3,450	3,456	3,703	3,990	4,277	4,562	4,862	5,170
短期外债（按剩余期限计）的百分数	255.0	237.0	247.1	253.1	253.3	265.9	280.4	291.7	299.6	305.4	308.7
贸易条件（百分数变化）	2.9	-3.3	-5.0	-2.3	-6.1	-1.7	-2.0	-0.8	0.1	0.1	0.2
实际有效汇率（2010年=100）	124.0	127.9	127.1	117.1	114.3	...	...	...	...	...	...
名义GDP（十亿美元）	15,103	18,191	18,308	18,270	18,745	19,498	20,672	21,813	23,113	24,457	25,903

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

1/ 包括计值调整的对应交易。

2/ 包括外币储备和其他储备资产（如SDR和黄金）。

表 4. 中国：货币和信贷形势

	2021	2022	2023	2024	2025
货币概览					
	(年度百分数变化)				
国外净资产	5.0	2.2	1.3	4.5	5.4
货币当局 (贡献)	2.6	0.4	1.8	-0.1	-2.0
存款性机构 (贡献)	2.4	1.7	-0.5	4.6	7.3
国内信贷	9.6	10.3	10.5	8.4	7.6
对政府的债权, 净值 (贡献)	1.8	2.4	2.5	3.0	2.9
对非金融部门的债权 (贡献)	7.5	7.7	7.1	5.1	4.4
对其他金融部门的债权 (贡献)	0.2	0.2	0.8	0.4	0.3
广义货币 (M2)	9.0	11.8	9.7	7.3	8.5
M1 (贡献)	1.6	1.7	0.5	-0.1	1.3
准货币 (贡献)	7.3	10.1	9.2	7.4	7.2
储备货币	-0.3	9.6	7.8	-5.4	8.5
社会融资规模					
	(年度百分数变化)				
社会融资规模	10.3	9.6	9.8	8.0	8.3
银行贷款 (贡献)	7.0	6.5	6.6	4.4	3.8
影子银行 (贡献)	-0.9	-0.2	0.0	0.0	0.1
公司债券融资净额 (贡献)	0.8	0.3	0.0	0.3	0.5
非金融企业股票 (贡献)	0.4	0.4	0.2	0.1	0.1
其他 (贡献)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他 (贡献) 1/	0.5	0.3	0.1	0.5	0.6
	(GDP的百分数)				
社会融资规模	267.8	279.1	292.1	303.4	316.8
银行贷款	165.2	173.7	183.2	188.1	192.2
影子银行业务	15.5	14.3	13.6	13.1	13.0
公司债券融资净额	25.5	25.1	24.0	23.9	24.4
非金融企业股票	8.1	8.6	8.8	8.7	8.7
其他 1/	8.2	8.5	8.5	8.7	9.4
备忘项					
	(百分数)				
不良贷款 (NPL) 率	1.7	1.6	1.6	1.5	...
拨备覆盖率 (拨备/NPL)	196.9	205.9	205.1	211.2	...
流动比率 (流动资产/流动负债)	60.3	62.9	67.9	76.7	...
贷款与存款的比率	79.7	78.8	78.7	80.4	...
资产回报率	0.8	0.8	0.7	0.6	...
股本回报率	9.6	9.3	8.9	8.1	...
资本充足率	15.1	15.2	15.1	15.7	...
一级资本充足率	12.4	12.3	12.1	12.6	...
核心一级资本充足率	10.8	10.7	10.5	11.0	...
净外汇敞口头寸 (资本的百分数)	1.6	1.3	1.4	1.3	...

来源: Haver Analytics; 以及IMF工作人员的估计。

1/ 包括资产支持证券、贷款减记以及其他组成部分。

表 5. 中国：非金融部门债务

	(万亿元人民币)						(GDP的百分比)						覆盖面
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
非金融部门私人债务总额	284	311	340	373	402	443	272	265	276	288	298	310	官方政府债务 工作人员对 广义政府债务 （“增扩”概念） 的估计值
中央政府	21	23	26	30	35	38	20	20	21	23	26	29	
地方政府 1/	26	30	35	41	46	49	25	26	28	31	34	36	
地方政府融资平台（LGFV）	47	54	59	64	66	72	45	46	48	50	49	51	
政府基金 2/	8	8	9	9	9	21	8	7	7	7	7	7	
家庭	63	71	75	80	83	88	61	61	61	62	61	59	私人部门债务
企业（不包括地方政府融资平台）	119	125	137	149	163	176	114	106	111	115	121	127	
国内	113	118	130	142	157	168	108	101	106	110	116	122	
外部	6	6	6	6	7	8	6	5	5	5	5	5	
备忘项：													
非金融部门的国内债务总额	278	305	334	367	395	435	267	260	270	283	293	305	
企业（包括地方政府融资平台）	166	178	196	213	230	247	159	152	159	165	170	178	
家庭	63	71	75	80	83	88	61	61	61	62	61	59	
广义政府（官方定义）	47	54	61	71	80	88	45	46	49	55	59	66	
政府基金 2/	8	8	9	9	9	21	8	7	7	7	7	7	
名义GDP	104	117	123	129	135	141							

来源：CEIC数据有限公司；Bloomberg；财政部；以及IMF工作人员的计算。

1/ 包括截至2014年被确认为地方政府债务的地方政府融资平台债务（依照2014年审计结果）。

2/ 包括政府引导基金和专项建设基金（仅包括社会资本部分）。

表 6. 中国：再平衡记分卡

外部		内部			环境		收入分配		
经常账户	净出口的贡献	消费/投资	服务业/工业	信贷	能源	空气污染	劳动收入占比	收入不平等	

释：颜色编码基于每个指标相对于前一年的变化。颜色编码：如果变化与再平衡方向相反，则为红色；如果观察到一些进展，则为黄色；如果在再平衡方面取得了重大进展，则为绿色。对于比率指标，变化以简单差值测量。如果其大于0.5个百分点，则被视为发生了重大变化。对于指数指标和信贷指标，变以年度百分数变化来衡量。如果大于5%，则被视为发生了重大变化。关于该框架的介绍，参见Zhang, (2016年)，“中国的再平衡——进展和前景”（“Rebalancing in China—Progress and Prospects”），IMF工作论文第16/183号。

2025年的值是2025年初至今（截至第三季度）的值，而不是全年预测值。

2023年的数据是最新可得数据。

表 7. 中国：国有企业的表现

维度	指标	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	趋势
(百分数，除非另有说明)									
利润率	国企的资产回报率 ^{1/}	1.7	1.7	1.4	1.5	1.3	1.2	1.1	
	工业国企的资产回报率	4.2	3.4	3.1	4.4	4.2	3.7	3.3	
	工业私企的资产回报率	7.5	6.8	6.5	7.4	5.8	5.4	4.5	
	亏损国企所占比例	37.5	36.6	37.7	37.5	39.0	37.3		
效率	每单位收入的成本 - 国企	97.1	97.4	97.1					
杠杆	国企公共债务与GDP之比 ^{1/}	144.3	148.9	165.7	168.6	177.2	186.2	193.1	
	国企的债务与权益之比 ^{1/}	230	231	226	228	231	236	238	
	- 中央国企	328	328	318.9	330.0	338.1	341.7	347.3	
	- 地方国企	191	194	193.3	195.8	198.9	205.6	207.3	
	债务与股权之比 - 工业								
	工业国企的债务与权益之比 ^{1/}	143	137	134	133	134	133	134	
	国企的债务与资产之比 ^{1/}	64.2	64.0	63.9	64.2	64.4	64.8	64.8	
	- 中央国企	67.7	67.2	66.5	67.0	67.3	67.4	67.7	
	- 地方国企	62.0	62.2	62.4	62.8	63.0	63.6	63.6	
	资产负债率 - 规模以上工业国企	55.6	56.6	56.4	56.5	56.6	57.1	57.5	
	资产负债率 - 国有控股的工业企业	58.7	58.0	57.3	57.1	57.3	57.1	57.3	
	资产负债率 - 工业私企	53.7	55.6	57.4	57.7	58.4	59.7	59.0	
	僵尸企业数量 ^{2/}	141	102						
	违约国企债券数量	20	21	84	44	11	22	8	
企业治理	拥有董事会的中央国企	94	95	95	96	96	95	98	
	中央国企的数量 ^{3/}	96	97	97	98	98	97	100	
	对预算的股息支付	7.8	8.8	9.6	8.3	9.1	8.8		
国企在经济中的占比	就业率	13.0	12.1	12.0	12.0	12.2	11.5		
	规模以上工业企业的销售额 ^{4/}	27.5	27.0	25.5	25.0	27.4	27.0	26.5	
	资产（国家控股的工业国企/规模以上工业企业的总量）	39.6	38.9	36.5	35.3	35.3	35.3	35.2	
	负债（国家控股的工业国企/规模以上工业企业的总量）	41.1	39.9	37.1	35.7	35.2	35.2	34.9	

来源：CEIC、国家统计局和财政部。

1/ 自2019年6月以来，政府不再披露非金融国有企业的资产负债信息。2019年的债务比率是根据截至2019年6月的数据计算的。

2/ 僵尸企业的数量指中央国企法人实体。2019年僵尸企业的数量截至2019年第三季度。根据国资委的三年计划，到2020年，所有“僵尸企业”应将被清理。

3/ 根据国资委2025年7月31日更新的官网，在本轮最新改革之后，受国资委监管的中央国企目前共有100家。截至2019年底，“处置僵尸企业和治理特困企业”举措下的2041家子公司已实现盈利，有效完成了该计划的核心任务。

4/

自2024年起，国家统计局不再发布工业国企的收入/资产/负债数据，仅发布国家控股的工业国企的数据。因此，我们使用“国家控股的工业国企/规模以上工业企业的总量”公式来计算，并对2018年至2023年的结果作出回溯调整。

表 8. 中国：对外脆弱性指标

	2020	2021	2022	2023	2024
货币和金融					
广义政府债务（GDP的百分数，狭义定义）	44.7	45.8	49.4	54.7	60.9
广义货币（M2，年度百分数变化）	10.1	9.0	11.8	9.7	7.3
外币存款与广义货币之比（百分数）	2.7	2.7	2.2	1.9	2.0
对实体经济的本币贷款（年度百分数变化）	12.8	11.6	11.1	10.6	7.6
外币贷款与银行国内信贷之比（百分数）	2.3	2.2	1.7	1.4	
股市指数（期末值，1990年12月19日=100）	3,640	3,814	3,238	3,119	3,513
股市市值（GDP的百分数）	115.3	116.8	107.4	109.4	120.8
上市公司数（A股）	3,925	4,226	4,404	4,530	4,540
国际收支					
出口（年度百分数变化，美元）	5.2	28.1	4.1	-5.0	7.2
进口（年度百分数变化，美元）	0.3	32.7	1.1	-3.6	2.2
经常项目差额（GDP的百分数）	1.6	1.9	2.4	1.4	2.3
资本和金融账户差额（GDP的百分数）	-0.3	-0.2	-1.3	-1.3	-2.6
其中：外国直接投资流入总额	1.7	1.9	1.0	0.3	0.1
外汇储备					
十亿美元 2/	3,357	3,427	3,307	3,450	3,455.6
按以下方法计算的覆盖面：					
进口（月数）	16.1	17.3	12.8	13.2	13.3
广义货币（百分数）	10.6	9.3	8.4	8.4	7.9
按剩余期限计算的短期外债（百分数）	255	237	247	253	253
评估储备的充足性（范围，ARA指标的百分数） 3/	75-195	68-176	66-177	66-180	62-172
外债和资产负债表指标					
全部外债（GDP的百分数）	15.9	15.1	13.4	13.4	12.9
全部外债（十亿美元）	2,401	2,747	2,453	2,448	2,420
按原始期限计的短期外债（十亿美元）	1,316	1,446	1,338	1,363	1,364
银行部门的国外净资产（十亿美元）	801	924	914	878	1,057
全部债务与货物和非要素服务出口之比（百分数）					
全部债务偿还额与货物服务出口之比（百分数）	48.3	40.8	36.1	39.0	35.9
其中：利息支付与货物服务出口之比（百分数）	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
外币长期主权债券评级（期末值）					
穆迪	A1	A1	A1	A1	A1
标准普尔	A+	A+	A+	A+	A+

来源：CEIC数据有限公司；Bloomberg；IMF，信息通告系统；以及IMF工作人员的估计。

1/ 上交所，A股。

2/ 包括外币储备和其他储备资产（如SDR和黄金）。

3/ ARA：评估储备的充足性。关于汇率制度和资本管制的不同假设下的ARA指标的范围。

表 9. 中国：存款吸收机构的核心金融稳健指标

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3
资本充足率	14.6	14.7	15.1	15.2	15.1	15.7	15.3	15.6	15.4
一级资本充足率	12.0	12.0	12.4	12.3	12.1	12.6	12.2	12.5	12.4
核心一级资本充足率	10.9	10.7	10.8	10.7	10.5	11.0	10.7	10.9	10.9
资产利润率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6
股本利润率	11.0	9.5	9.6	9.3	8.9	8.1	8.8	8.2	8.2
净息差	2.2	2.1	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
不良贷款率	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
次级贷款率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
可疑贷款率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
损失贷款率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
准备金覆盖率	186.1	184.5	196.9	205.9	205.1	211.2	208.1	212.0	207.2
流动性比率	58.5	58.4	60.3	62.9	67.9	76.7	76.2	79.9	80.1
贷款与存款比率	75.4	76.8	79.7	78.8	78.7	80.4	80.0	80.3	80.5

来源：Haver Analytics；以及国家金融监管总局。

注释：流动性比率是指流动资产与短期负债之比。

附录一. IMF 过去建议的落实情况

- 1. IMF 过去建议的落实情况参差不齐。**宏观政策立场在方向上与工作人员建议一致。在实施房地产部门政策和推进财政和货币框架改革方面，取得了一定进展，尽管依然存在挑战。
- 2. 当局实施了各种措施来引导房地产市场转型，这些措施的成效参差不齐。**自 2024 年 9 月起，当局放宽了购房要求，降低了第二套房的最低首付比例，拓宽了保障性住房和城镇重建工作，扩大了“白名单”融资机制的范围，并指示国有企业和地方政府购买闲置土地和已完工存量住房。虽然这些措施总体上值得欢迎，但其影响有限且持续时间短暂。落实工作人员关键建议的进展有限。这些建议包括加快不可持续的开发商退出市场，以及中央政府提供有针对性的支持以保护购房者，包括完成预售的未完工住房。
- 3. 近期的扩张性财政立场以及对消费和地方政府债务问题的关注值得欢迎，但为应对长期财政挑战，仍需进一步采取政策努力。**财政立场与工作人员建议一致，但财政支出应从低效投资和不必要的产业政策转向房地产和民众。隐性债务数据的公布和地方政府债务置换提高了透明度，并为地方政府扩大支出创造了空间。然而，地方政府融资平台财务的根本薄弱性依然存在，并且仍未制定一项全面计划来实施必要的中期财政整顿和解决地方政府债务积压问题。
- 4. 近期的货币政策行动和框架改革与工作人员建议大体一致，但仍有进一步提高政策有效性的空间。**人民银行已经根据工作人员建议，放松了货币政策，降低了数量型工具（包括针对特定行业的信贷政策）的作用，并改善了货币政策向存款和抵押贷款利率的传导。仍有空间进一步放松货币政策，并继续转向价格型工具。提高汇率灵活性、明确中期通胀目标以及进一步简化操作框架（包括就新的工具开展更清晰的信息沟通）有助于提高政策有效性并加强政策传导。
- 5. 当局适当地将解决金融部门脆弱性作为一项重点工作。**对四家国有银行的注资值得欢迎。在加强农村商业银行的资本缓冲方面也取得了一定进展。需要采取果断行动逐步取消监管宽容措施，严格执行审慎规则，同时加快弥合数据缺口。企业破产法的审议工作仍在进行之中。提升危机管理、处置框架和金融安全网是一项紧迫的优先任务，其目的是确保金融部门做好准备应对脆弱性（包括处理遗留资产）。
- 6. 结构性政策、特别是退休年龄改革方面取得了一些进展，尽管生产率所需的深层次改革仍无明确进展。**当局提高了退休年龄，略微改善了社会安全网，并宣布将碳排放权交易制度扩大到某些工业部门，所有这些措施都与工作人员建议一致。当局还采取了措施对某些部门的产能实行限制，放开了服务业，并增强了私营企业的权利。然而，在加强社会安全网、推进市场化改革以及缩减产业政策方面，仍需取得更多进展。

附录二. 对外部门评估

总体评估： 根据初步评估，中国 2025 年的外部头寸强于中期基本面和可取政策所对应的水平。 ¹ 预计 2025 年经常账户顺差将增至 GDP 的 3.3%，主要是由于贸易差额扩大。在竞争力提升和强劲外部需求的推动下，出口大幅增加，围绕贸易政策行动出现了出口高峰，而进口因国内需求疲软而停滞。净资本流出规模依然很大，尽管去年 5 月与美国达成贸易协议后有所放缓。自去年 5 月以来，人民币对美元升值，但实际有效汇率继续贬值，主要原因是国内通胀处于低水平。经济前景存在相当大的不确定性，包括将实施的关税水平，以及其在短期内对贸易流动的影响。中期来看，在内需回升的支持下，经常账户顺差预计将小幅收窄。						
潜在政策回应： 需要采取强有力、协调的政策行动来刺激国内需求，以推升通胀重振经济，并使外部头寸与基本面保持一致。优先任务应当是实施更为扩张的财政政策，同时加大力度支持消费（扩大社会支出）和房地产部门（提供资金促进未完工住房的完工）。进一步放松货币政策可以为推升通胀重振经济的工作提供支持，而汇率弹性有助于吸收外部冲击；然而，在当前形势下，需要同时实施一揽子强有力的财政和结构性政策。通过结构性改革（如户籍改革）减少家庭储蓄、促进对服务业的投资（如放宽监管要求）以及削减产业政策，将进一步减少经常账户顺差并缓解割裂压力。这种将宏观政策与配套结构性改革结合起来的一揽子政策将弥合产出缺口，并提升通胀重振经济，同时带动人民币实际升值并缩小经常账户顺差。应继续通过对话化解双边贸易紧张局势。贸易政策应着眼于促进明确性和透明度，并通过以非歧视方式减少贸易壁垒或在区域、在诸边或多边层面推动自由贸易协定来深化经济一体化。						
国外资产和负债头寸和变化轨迹	背景。 净国际投资头寸与 GDP 之比预计在 2025 年将达到 20.0%，从 2021 年的 12.0%一直在平稳上升，尽管仍远低于 2008 年 29.9%的峰值。这种上升在很大程度上反映了经常账户顺差。 评估。 净国际投资头寸与 GDP 之比预计将继续保持正值，中期内小幅上升，与经常账户持续顺差但幅度缩小的情况保持一致。净国际投资头寸并非主要风险来源，因为资产仍保持高位，在一定程度上反映了外汇储备规模庞大（GDP 的 18.8%），而负债大多与外国直接投资有关。					
2025 年（GDP 的百分数）	净国际投资头寸：20.0	总资产：55.6	债务性资产：16.2	总负债：35.6	债务性负债：12.6	
经常账户	背景。 预计经常账户顺差与 GDP 之比将从 2024 年的 2.3%上升到 2025 年的 3.3%。经常账户顺差扩大的原因是货物差额上升（2023 年为 GDP 的 4.1%，现已升至 5.2%），货物出口预计将增加 7.2%——尽管出口价格下降，这反映了竞争力增强，在一定程度上是由内需疲软和低通胀导致实际有效汇率贬值所致。进口疲软仍反映了国内需求疲软。由于出境旅游的复苏停滞不前，2024 年服务逆差预计仍将稳定在 GDP 的 1.2%。收入逆差预计将保持在 GDP 的 0.7%不变，但由于缺乏按投资类型划分的收入流量数据，难以对趋势进行分析。从储蓄与投资角度看，经常账户顺差的扩大在很大程度上反映了私人储蓄的增加。消费者信心疲弱，房地产行业持续调整环境下私人投资低迷，这两个因素导致了私人储蓄增加，而公共储蓄的减少仅部分抵消了私人储蓄的增加。中期来看，经常账户顺差预计将缩小，这是因为国内需求将逐步回升，而其影响将被财政整顿部分抵消。 评估。 根据外部均衡评估法的经常账户模型，经常账户缺口介于 GDP 的 1.7%至 2.9%之间，中间点为 GDP 的 2.3%。2025 上半年出口激增的驱动因素存在不确定性，提前安排贸易的行为可能产生了影响。一旦可以获得中国及其贸易伙伴的全年数据，我们将在 2026 年《对外部门报告》中重新分析出口激增的驱动因素及其对评估的影响。外部均衡评估确定的政策缺口估计为 GDP 的-0.2%，其驱动因素是中国财政政策的放松和相对有利的信贷条件。					
2025 年（GDP 的百分数）	经常账户：3.3	经周期调整的经常账户：3.2	外部均衡评估（EBA）基准值：0.9	外部均衡评估（EBA）缺口：2.3	工作人员的调整：0.0	工作人员估计的缺口：2.3
实际汇率	背景。 截至 2025 年 10 月，由于中国通胀水平相较贸易伙伴更低，实际有效汇率与 2024 年平均值相比贬值了 3.7%，这是实际有效汇率连续第四年贬值（自 2021 年以来累计贬值 14%）。 评估。 按照外部均衡评估法的实际有效汇率指数模型估计，2025 年的实际有效汇率缺口为-6.0%；按照外部均衡评估法的实际有效汇率水平模型估计，实际有效汇率缺口为-5.9%。与 IMF 工作人员得出的经常账户缺口相一致，IMF 工作人员评估认为实际有效汇率的低估幅度介于-12.1%至-20.7%之间，中间点为-16.4%（使用 0.14 的估计弹性）。					
资本和金融	背景。 2025年前三个季度，金融账户逆差（不含净误差和遗漏）扩大至GDP的3.9%（2024年为2.5%），原因是居民购买大量证券投资（包括股票和债券）和其他投资资产，而外国对华直接投资仍然疲软，仅					

账户：流量与 政策措施	为GDP的0.3%。当局于2025年1月将金融机构和企业的跨境融资宏观审慎调节参数从1.5提高至1.75（放宽资本流入管理措施），以鼓励资本流入。² 评估。资本净流出规模依然相当大（尽管 2025 年第二季度有所放缓），反映了经常账户的庞大顺差。对中国增长前景的担忧、中国与发达经济体之间的利率差异以及中美贸易紧张关系对资本大量流出起了推动作用。不应利用资本流动管理措施主动管理资本流动周期，也不应以这些措施替代必要的宏观经济调整和汇率弹性。在中期，随着汇率弹性的提高以及配套改革的就位，中国应逐步取消资本流动管理措施。
外汇干预和储备水平	背景。尽管 2025 年国际收支中的储备规模略有下降，但人民银行的外汇储备头寸从 2024 年底的谷底回升，增加了约 2700 亿美元，2025 年 11 月达到 3.7 万亿美元，这主要反映了估值效应。 评估。预计储备覆盖率与2024年水平相似——在经过调整以考虑资本管制后，约为IMF综合指标的102%（2024年为103%）。因此，评估结果是储备充足。如果发生对宏观经济和金融稳定构成显著风险的重大资本外流，包括当市场陷入无序状态时，可以考虑采取临时性的外汇干预措施。
¹ 2025 年的最终评估结果将发布于 2026 年《对外部门报告》。 ² 此外，当局在 2025–2026 年逐步出台了一系列资本账户相关措施，以扩大国内外投资者进入市场的渠道，包括债券南向通扩容、简化外国直接投资的外汇程序、扩大境外机构回购权限，以及允许合格投资者参与交易型开放式指数基金（ETF）期权的交易。截至 2025 年 12 月底，合格境内机构投资者的总额度为 1709 亿美元。见 2023 年 IMF《资本流动管理措施分类》，其包含一份中国现有资本流动管理措施清单。	

附录三. 风险评估矩阵

风险来源	风险可能性	预期影响	应对政策
全球风险			
贸易措施升级，不确定性长期存在。	高	中度影响。贸易壁垒增加和政策长期不确定可能会削弱贸易、投资和经济增长。全球价值链中的战略互补性或瓶颈，或库存积压，都有可能对上所述效应被放大。	实施更为宽松的宏观政策，包括使财政支出更多转向社会支出，并以通过降息放松银根来提供支持。让汇率随着贸易条件和利率差异更自由地调整。可以考虑向受影响的企业提供规模有限、有时限性、有针对性的支持。 确保银行具备足够的资本和流动性缓冲。加快实施加强银行处置框架所需的改革，以防范金融溢出效应。确保信贷市场的平稳运行，同时解决道德风险问题。
财政脆弱性和长期利率上升。	高	低影响。公共债务和赤字水平上升可能对长期利率造成上行压力，并增加主权债券市场扰动的风险。这些发展变化可能加剧资本流动波动，使金融环境收紧，威胁到主权债务的可持续性，并引发全球溢出效应。如果主要经济体受到影响，则可能出现市场失衡（如投资者吸收主权债务的能力下降），从而加剧主权与金融紧密联系带来的风险。	让汇率随着不断变化的利率差异灵活调整。加快实施加强银行处置框架所需的改革，以防范金融溢出效应。确保信贷市场的平稳运行，同时解决道德风险问题。
金融市场波动和调整。	高	中度影响。资产估值高企、金融环境宽松以及主要市场波动性低等情况都可能受到投资者情绪或政策立场发生突然、破坏性转变的显著影响，进而引发市场调整、汇率波动、主权债券收益率飙升以及资本流动大幅波动。非银行金融中介机构的高杠杆进一步放大了这些风险，因为压力时期的被迫去杠杆行为可能加剧资产价格波动并引发冲击。未受监管的加密资产市场的快速增长会增大赎回挤兑和市场扰动的风险，从而可能加剧上述脆弱性。	作为推动通胀上升的全面宏观政策响应措施的一部分，让汇率随着不断变化的利率差异灵活调整。确保银行具备足够的资本和流动性缓冲。加快实施加强银行处置框架所需的改革，以防范金融溢出效应。通过提供充足的流动性来确保信贷市场平稳运行。
地缘政治紧张局势。	高	中度影响。冲突加剧，加上多边主义的削弱，可能引起大宗商品价格波动，增加移民压力，重新引发通胀压力，并通过削弱信心、投资、旅游、贸易和供应链而拖累经济增长。	作为推动通胀上升的全面宏观政策响应措施的一部分，让汇率随着贸易条件的变化作出调整。在不采取重大价格管制措施的情况下，通过有针对性的转移支付保护脆弱群体免受食品和能源价格高企的影响。促进实施更为宽松的宏观政策，包括通过降息放松银根来支持财政扩张，以抵消伙伴国增长放缓带来的不利影响。
大宗商品价格波动。	高	低影响。供需变化——由地缘政治紧张和冲突、“欧佩克+”国家采取的行动或绿色转型等因素驱动——可能导致大宗商品价格波动，加剧外部和	让汇率随着贸易条件的变化作出调整。在不采取重大价格管制措施的情况下，通过有针对性的转移支付保护脆弱群体免受食品和能源价格高企的影响。通过加快电力行业的绿色转型，提高对能源价格冲击的抵御能力。

风险来源	风险可能性	预期影响	应对政策
		财政压力、社会动荡以及宏观经济不稳定。	避免采取更多出口管制措施，寻求采取建设性的多边解决方案。
新的贸易协定。	低 (上行风险)	中度影响。贸易谈判的突破可能会减少不确定性和保护主义倾向，促进投资和 提高生产率，并支持更广泛的改革以提振中期增长。	考虑提前开展财政整顿，以扩大应对未来冲击的财政空间。 加快国内结构性改革，以促进经济向消费转型。
网络威胁。	高	中度影响。对实体或数字基础设施的网络攻击、技术故障或人工智能技术的不当使用可能引发金融和经济不稳定。	建立足够强大的防火墙并充分采取安全措施。提高针对网络攻击的危机防范能力。
气候变化。	中	中度影响。极端气候事件和气温上升可能导致生命损失、基础设施损坏、粮食安全问题、供给扰动，并加剧经济和金融不稳定。	按良好次序实施的气候变化缓解策略有望在长期内带来环境、健康、财政和经济等方面的巨大效益。投资于适应气候变化的举措，以提高脆弱社区的应对能力。
社会不满情绪上涨。	中	低影响。高生活成本、经济增长疲软和不平等可能加剧社会动荡，阻碍必要的改革，并削弱国家应对国内外冲击的能力。	加快劳动力市场改革以降低年轻人失业率，采取措施促进经济向消费方向进行再平衡——包括加强社会安全网和放开服务业，并实行税收改革以减小收入不平等。
国内风险			
房地产行业的放缓幅度超过预期。	高	严重影响。房地产投资受到直接影响导致增长放缓，地方政府融资压力导致财政意外收紧，而消费者和企业信心低迷导致投资和消费减少。银行资产质量受到进一步的压力。	促进陷入困境的房地产开发商高效有序重组，确保未完工的预售住房完工以保护购房者，并确保提振信心，并采取更有力的审慎政策应 对金融体系受到的溢出影响。促进实施更为宽松的宏观政策，包括通过降息放松银根来支持财政扩张，以及向消费倾向较高的中低收入家庭提供转移支付以加大财政扩张力度。财政支持应由中央政府在预算内提供。
持续的通货紧缩。	中	严重影响。消费者和投资者信心低迷（包括由房地产行业更深、更持久的收缩所致），这可能抑制总需求，从而对核心通胀造成持续的下行压力。在需求疲软环境下对商品部门供给侧政策的关注可能进一步加剧价格下行压力，并可能产生负反馈循环。	宏观经济政策应更加宽松。可能需要进一步实施财政扩张，特别是向消费倾向较高的低收入和中等收入家庭进行转移支付。财政支持应由中央政府在预算内提供。放松货币政策可以支持财政扩张，应侧重于下调政策利率，节制使用信贷政策，特别是在可能存在供给过剩的行业。
资产负债表衰退。	低	严重影响。债务总水平高企导致广泛的去杠杆化，这可能导致国内需求疲软，增大通胀下行压力，并可能出现负反馈循环，使银行盈利能力面临进一步压力。	宏观经济政策应更加宽松。如果广泛的去杠杆化导致经济增长大幅放缓，将需要提供更多财政支持，但应通过中央政府在预算内提供。放松货币政策应侧重于下调政策利率。实施以市场导向型政策为基础的一揽子高质量全面改革方案，以重振经济增长。
进一步的政策刺激。	中 (上行风险)	严重影响。额外的政策刺激和人工智能的更快采用会提升消费者和企业信心，带来比预期更强的经济增长。	利用有利的时机加速结构性改革。

附录四. 中国的近期政策措施

中国自上次第四条磋商以来采取的主要国内政策在性质上与工作人员的建议一致，小幅提升了市场情绪、需求和通胀。然而，这些措施仍不足以应对一些关键挑战，包括通缩压力严重、地方政府债务风险、购房者信心低迷、生产要素普遍错配以及金融稳定风险。

1. 下文总结了政府出台的主要国内政策以及 IMF 工作人员对这些政策的评估。

- **财政扩张：**根据 2025 年预算，官方总赤字预计将增加，增扩概念下的经周期调整的基本余额相较 2024 年预计将下降 0.9 个百分点。这主要反映了非税收收入的下降，以及中央政府和地方政府债券发行额度的增加。预算还包含多项支持消费的举措，尽管其力度不是很大。这些举措包括扩大以旧换新政策、提高城乡居民养老金的最低保障水平、增加对城乡居民医疗保险计划的财政补贴、为三岁以下儿童提供一项新的全国性补贴，以及对某些消费贷款的利息支付提供一年期补贴。

- **工作人员的观点：**财政扩张受人欢迎，预计将使 2025 年 GDP 增长率提高 0.4 个百分点。然而，为了更好地支持国内需求并消除通缩压力，需要加大力度改善支出结构，将支出重点转向促进国内消费和持久缓解房地产行业压力，同时减少低效投资和产业政策支持。

- **退休年龄改革：**当局自 2025 年逐步提高退休年龄（白领男性和女性的退休年龄提高 3 年，蓝领女性提高 5 年），此举将在 15 年内分阶段实施。此外，还将实施其他的养老金改革措施。

工作人员的观点：提高退休年龄是一个积极的举措，预计将提升潜在增长率，使养老金支出与 GDP 之比到 2050 年每年下降 3.4 个百分点。长期内将男性和女性退休年龄进一步提高到 65 岁将进一步放大这些好处。

- **地方政府预算外债务再融资：**当局力图减少“隐性债务”。截至 2023 年，这些债务估计为 14.3 万亿元人民币（相当于 GDP 的 10.8%）。减少这些债务的主要方式是将其置换为由地方政府发行的特别债券来提供融资的官方地方政府债务。这项新政策实际上是在未减少增扩概念的地方政府债务总规模的情况下，将地方政府融资平台的部分债务转移到了地方政府的官方资产负债表上。当局还鼓励地方政府融资平台转型为市场型非金融公司，从而退出地方政府融资平台名单。

工作人员的观点：预算外债务再融资有助于提高透明度，减轻短期偿债压力，并使地方政府融资平台得以结清拖欠供应商的款项。然而，鉴于地方政府融资平台的偿债能力有限，已公布的政策不足以从根本上化解地方政府债务风险。此外，当局对隐性债务的估算仍沿用法律定义，而不是基于政府财政统计原则的经济分类。

- 据工作人员估计，债务再融资将对 2024 年和 2025 年的实际 GDP 增长产生适度的正面影响，分别为 0.1 个百分点和 0.2 个百分点，这主要是由于结清了地方政府拖欠企业的款项，在一定程度上提振了投资和消费，同时减少了总利息支出（三年内达 GDP 的 0.5%）。
- 然而，债务置换无法解决底层的流量债务问题（地方政府财政缺口造成的大规模赤字，缺乏偿债能力，以及地方政府融资平台无法持续经营）；其可能会加剧地方政府融资平台的道德风险，尤其是在一再为此类平台兜底的情况下；同时，债务置换也无法消除对于地方政府债务可持续性的担忧。正如 2023 年和 2024 年的第四条磋商报告所述，需要制定更为全面的计划、包括实施地方政府融资平台重组和结构性财政改革，来解决地方政府债务脆弱性问题。

- 在地方政府融资平台是否根本改变了其业务模式方面存在着不确定性。鉴此，应继续密切监测所有地方政府融资平台，包括当局认为已退出官方地方政府融资平台名单的地方政府融资平台。

- **货币政策立场。**自 2024 年 5 月起，当局放松了货币政策，将 7 天政策利率下调了 40 个基点，存款准备金率下调了 100 个基点。自 2023 年以来，结构性货币政策再贷款工具的余额总体上有所下降；支持农村发展以及微型和小微企业的再贷款工具，以及已宣布的扩大质押补充贷款规模的措施，将部分通过政策性银行在战略性部门的新投资项目来提供融资。

工作人员的观点：货币政策放松在性质上与工作人员的建议一致，但对经济增长和通胀的影响可能有限，这是因为经济处于私人需求疲软、信心不振的环境，而降息的幅度又较小。

- **货币政策框架：**人民银行继续将 7 天逆回购利率作为主要政策利率。他们还改善了货币政策向存款和住房贷款利率的传导，引入了新的公开市场操作工具，并将中央政府债券的二级市场交易纳入流动性管理工具包。

工作人员的观点：更加重视价格型工具的做法值得欢迎。扩充后的流动性管理工具包可能有助于增强货币政策的实施和传递，但在引入新的操作工具时应充分沟通相关信息。

- **金融部门政策：**当局扩大了宽容措施，调整了住房贷款再定价机制，宣布并部分实施了 1 万亿元人民币的国有银行注资计划。此外，还提高了保险公司股权投资上限，人民银行还引入了新的贷款工具以支持股市。

工作人员的观点：宽容措施掩盖了标的资产质量，带来了未来资产质量风险。现有住房贷款利率的降低估计将带来 GDP 0.1% 左右的利息节省，但也导致银行的净息差进一步缩小。银行注资工作值得欢迎，应迅速完成。通过促进各类投资者参与而支持股市发展的措施令人欢迎。然而，工作人员认为，人民银行直接为股市提供支持的做法并不合理，因为此类干预措施可能会阻碍市场的正常运行，引发“羊群行为”，加剧市场波动，从而抵消对市场情绪的暂时提振效果。

- **房地产部门政策。**当局进一步放宽了购房要求，降低了第二套房的最低首付比例，扩大了住房公积金的使用范围，并降低了包括住房贷款利率和房产交易税在内的融资成本。当局出台了有关措施以解决库存积压问题并为开发商财务提供支持，包括扩大保障性住房和城市更新项目，鼓励国有企业和地方政府购回土地和已完工的存量住房。为支持预售住房的交付，白名单项目下的银行融资得到扩大。

工作人员的观点：以稳定房地产市场为工作重点的做法值得欢迎，但新的需求侧措施仅为住房销售带来了有限且短暂的提振作用。政府主导的库存采购所起作用有限，库存积压问题依然严重。开发商的财务困境依然很普遍，退出市场的开发商很少。加速不可持续经营的企业退出市场、提供有针对性的中央政府支持以保护购房者、提高价格灵活性等措施对于促进房地产行业调整和恢复信心至关重要。

- **企业部门政策。**当局通过了新的《民营经济促进法》，其目的是加强私营企业的产权和参与政府采购的渠道，并通过允许私人和外国资本进入某些服务部门（如电信、医疗、旅游和金融）而放开这些部门。此外，还发起了“反内卷”行动，以遏制若干传统制造部门（如钢铁、玻璃）和新兴制造部门（如太阳能电池板、电动汽车、电池和化工产品）中的“过度”价格竞争。

工作人员的观点：为私营企业创造公平竞争环境、开放服务业的措施值得欢迎。然而，需要制定《民营经济促进法》的配套法律，以有效确保竞争中性。“反内卷”行动在缓解通缩压力方面的空间似乎有限。减少过度投资、“过度竞争”和生产要素错配方面的工作应包括减少产业政策补贴和使用破产框架，而非行业层面的协调，因为行业层面协调不太可能减少过度投资动机，并可能产生其他市场扭曲。此外，在采取供给侧措施的同时，还需采取果断行动促进需求，以避免根深蒂固的通缩压力。

附录五. 主权风险与债务可持续性框架

“主权风险和债务可持续性分析”（SRDSA）使用工作人员估计的广义政府“增扩”定义来评估主权风险和政府债务。“增扩”债务和与之相关的总融资需求很高，且呈上升趋势。一旦通缩压力持续缓解，就需要逐步进行财政调整，以使债务在 2036 年之前稳定下来。

1. 工作人员根据“增扩”债务的定义评估了主权风险。 增扩债务同时包含了官方债务和预算外债务：

官方债务包括中央政府债务和当局确认的“预算内”地方政府债务。¹

预算外债务则加入了其他类型的地方政府借款，包括工作人员估计的、来自于地方政府融资平台、政府引导基金和专项建设基金的债务，它们的活动被认为是准财政性的。增扩赤字是增扩债务的对应流量。增扩数据是工作人员对广义政府数据的最准确估算。数据局限性意味着某些非政府活动很可能被包括在内，而且某些地方政府融资平台和基金可能有大量收入。此外，某些广义政府活动也有可能发生在工作人员的增扩定义之外（例如公私合作伙伴关系）。²

2. 在基线情景下，债务将在中、长期内持续上升。 增扩债务将从 2024 年 GDP 的 117.0% 上升至 2034 年 GDP 的约 162.7%。³ 其主要原因在于巨额的基本赤字，预计其仅会逐步缓慢下降，这是因为预算外投资的下降将在一定程度上被老龄化导致的养老金支出增加所抵消（尽管最近实施了退休年龄改革）。⁴ ⁵ 在基线情景中，总融资需求在中期内将下降，这是因为最近宣布实施隐性债务置换，其将改善债务的期限结构。⁶ ⁷ 正的经济增速-利率之差（这源于金融体系将充足的国内储蓄以优惠利率用于为广义政府债务融资）有助于遏制债务上升，但随着潜在经济增速的下降，这种情况预计将在长期缓慢逆转。为稳定广义政府债务，需要在长期内将（增扩概念的）广义政府经周期调整的基本余额累计减少约 7 个百分点。然而，所需财政整顿的规模和步伐将取决于国内需求恢复的速度以及促增长改革的实施情况。由于存在一些风险，例如广义政府债务积累加快或潜在增长低于预期，需要实施力度更大的长期整顿。除了老龄化造成的养老金支出上升（其已在基线情景中体现），为实现 2060 年气候目标的投资需求若是以政府借款的形式来融资，可能会大大加快债务积累的速度。不过，中国计划依靠更多的融资工具，如扩大碳排放权交易体系（ETS）的覆盖面。长期通缩将进一步推高债务与 GDP 之比。老龄化导致的医疗支出增加，如果没有纳入基线情景，则影响很小。

¹ 2014 年，在政府审计后，当时地方政府融资平台债务的三分之二被明确确认为政府负债。

² 有关预算外债务数据来源（包括近期变化）的讨论，见附件七。

³ 基线情景存在很大的不确定性。当局若采取力度更大的房地产行业重组政策，短期内将使政府债务增加；若对地方政府融资平台债务进行重组，则可能减少增扩债务。减少的规模取决于私人部门分担负担的程度，以及需要为之采取进一步稳定措施的潜在宏观财政和金融溢出效应（见 [2023 年《部分问题文件》](#)）。

⁴ 基线情景假设，由于银行延长债务期限、利率下调、用官方地方政府债务进行再融资，地方政府融资平台债务的净现值将小幅下降，这与近年来的情况是一致的。使用官方债务为地方政府融资平台债务再融资，不会改变增扩债务。

⁵ 老龄化导致的额外养老金支出是根据联合国人口预测（中等生育率情景）估算的。2024 年退休年龄改革将有助于缓解老龄化对长期经济增长和财政可持续性造成的一些压力，相较于不实施改革的情景，2050 年养老金支出将减少 GDP 的 3.4%（见 Bonthuis 等人，2026 年）。

⁶ 2024 年 11 月，当局批准在现有限额内五年内安排 4 万亿元人民币，并将地方政府债务限额提高 6 万亿元人民币，用来在 2024–2028 年置换隐性债务，方式为将短期表外债务转换为长期预算内的地方政府债务。

⁷ 主权风险和债务可持续性框架（SRDSF）的分析假设，到期债务将被展期，基于资产的融资将会逐渐减少。

3. 若干因素降低了与中国高增扩债务水平和大量融资需求相关的风险。 中国的大部分债务由本国居民持有，只有一小部分以外币计价，且资本账户并未完全开放。广义政府的净金融资产为正（2019 年估计为 GDP 的 7%，见 Lam 和 Moreno-Badia，2023 年），这进一步降低了风险。较多的流动性资产（政府在银行体系中的存款为 GDP 的三分之一）以及国内金融机构为其提供融资的能力（国家主导的商业银行体系对政府的债权仅为银行体系资产的四分之一）也抵消了风险。不过，地方政府融资平台债务的期限较短（平均约为三年；相比之下，官方债务的平均期限为七年），流动性风险较高，且更多依赖非银行金融机构融资。

附录五. 图 1. 中国：主权压力风险

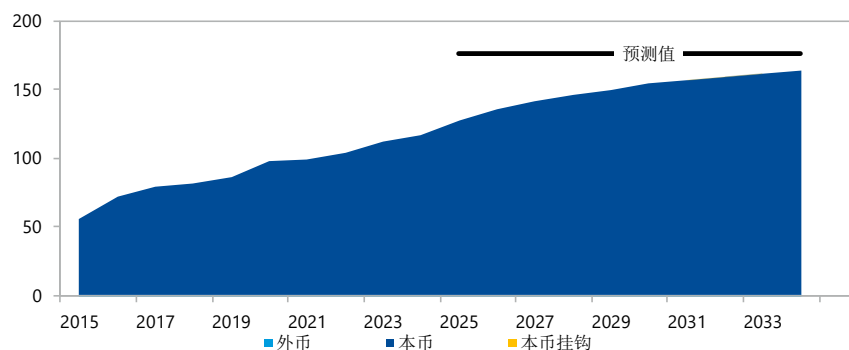
时间跨度	机械信号	最终评估	评注
总体情况	...	中等	工作人员对主权压力总体风险的评估结果是中等程度，存在下行风险，虽然机械信号显示中长期风险较高，但通过财政整顿来稳定债务是可行的，并且，由于资本账户在一定程度上是封闭的，这可以降低风险。此外，大规模政府资产可用于满足融资需求，政府金融净值估计为正数，包括大量现金存款（Lam和Moreno-Badia，2023年）。债务置换有助于延长期限并降低利率，2024年的退休年龄改革预计将有助于缓解长期债务可持续性风险。
近期 1/			
中期	高	中等	工作人员对主权压力中期风险的评估结果是中等程度，债务置换计划有助于降低预算外地方政府融资平台的流动性风险，延长期限，并降低再融资风险。
扇形图	高	...	
总融资需求	高	...	险，扇形图和总融资需求的机械中期信号显示“高”风险，主要是由债务不稳定和年度总融资需求驱动的。
压力测试		...	
长期	...	中等	鉴于老龄化对养老金和医疗支出的影响、减缓气候变化方面的庞大投资需求以及潜在增长前景的减弱，长期风险处于中等程度。然而，2024年的退休年龄改革预计将使长期养老金支出减少GDP的3.4%左右，从而使财政风险在长期内显著下降（Bonthuis等人，2026年）。此外，债务置换计划将改善公共债务的期限分布，从而有利于长期财政可持续性。
可持续性评估 2/	不要求对接受监督国开展评估	不要求对接受监督国开展评估	
基线情景中的债务稳定情况			否
债务可持续性分析总体评估			
说明：中国面临的总体主权压力风险处于中等程度。预计债务在中长期内将上升，但可以通过逐步实施财政调整，使债务在2036年之前稳定下来。通过总融资需求可融资性模块分析的中期流动性风险较高。然而，中国的资本账户在一定程度上是封闭的，政府拥有充裕的金融资产，并且，隐性债务置换有助于降低流动性风险。退休年龄改革也有助于缓解长期财政压力。为了控制债务风险，中国应力求减少公共投资，进一步推进养老金改革，并通过全面的税收改革来弥合结构性收入缺口。			
来源：IMF工作人员。			
注释：主权压力风险是一个比债务可持续性更宽泛的概念，不可持续的债务只能通过特殊措施（如债务重组）来解决，相比之下，一个主权国家可以面临压力，而其债务不一定是不可持续的，并且可以采取各种措施（不涉及债务重组）来补救这种情况，例如开展财政调整和寻求新融资。			
1/ 短期评估不适用于有IMF资金拨付安排的情况，在仅接受监督的国家或实施预防性IMF安排的国家，开展短期评估但不予公布。			
2/ 债务可持续性评估对于仅接受监督的国家是非强制性的，在实施IMF安排的国家是强制性的，债务可持续性评估的机械信号在发布前被删除，在仅接受监督的国家或实施IMF正常限额贷款安排的国家，表示可持续债务概率的限定词（“概率高”或“但概率不高”）在公布前被删除。			

附录五. 图 2. 中国：债务覆盖范围与信息披露

附录五. 图 2. 中国：债务覆盖范围与信息披露										评注																																																																																											
1. DSA中的债务覆盖面：1/										CG	GG	NFPS	CPS	其他	可能不包括所有预算外资金。																																																																																						
1a. 就中央政府而言，非中央政府实体不重要吗？										不适用																																																																																											
2. 上面（1）所选择的覆盖面包括的分部门：																																																																																																					
基线情景包括的分部门										是否包括																																																																																											
CPS	NFPS	GG- 预算	CG	1 预算中央政府	是																																																																																																
				2 预算外基金	是																																																																																																
				3 社保基金	是																																																																																																
				4 省政府	是																																																																																																
				5 地方政府	是																																																																																																
				6 公共非金融公司	否																																																																																																
				7 中央银行	否																																																																																																
				8 其他公共金融公司	否																																																																																																
3. 工具的覆盖面：										货币和存款	贷款	债务证券	其他应付账款 2/	IPSGS 3/																																																																																							
4. 会计原则：										记录基础		债务存量的估值																																																																																									
										非现金收付制 4/	现金收付制	名义价值 5/	面值 6/	市场价值 7/																																																																																							
5. 跨部门债务合并：										合并		未合并																																																																																									
标示：■ 选择的覆盖面 ■ 相比建议覆盖面的缺失 ■ 不适用 关于政府内部债务持有量的数据报告																																																																																																					
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">发行人</th> <th>持有人</th> <th>预算中央政府</th> <th>预算外基金</th> <th>社保基金</th> <th>省政府</th> <th>地方政府</th> <th>公共非金融公司</th> <th>中央银行</th> <th>其他公共金融公司</th> <th>总计</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td rowspan="8">CPS</td> <td rowspan="8">NFPS</td> <td rowspan="8">GG- 预算</td> <td rowspan="8">CG</td> <td>1 预算中央政府</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>2 预算外基金</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>3 社保基金</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>4 省政府</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>5 地方政府</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>6 公共非金融公司</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>7 中央银行</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>8 其他公共金融公司</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td>0</td> </tr> <tr> <td colspan="4">总计</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> </tr> </tbody> </table>										发行人		持有人	预算中央政府	预算外基金	社保基金	省政府	地方政府	公共非金融公司	中央银行	其他公共金融公司	总计	CPS	NFPS	GG- 预算	CG	1 预算中央政府							0	2 预算外基金							0	3 社保基金							0	4 省政府							0	5 地方政府							0	6 公共非金融公司							0	7 中央银行							0	8 其他公共金融公司							0	总计				0	0	0	0	0	0	0	0
发行人		持有人	预算中央政府	预算外基金	社保基金	省政府	地方政府	公共非金融公司	中央银行	其他公共金融公司	总计																																																																																										
CPS	NFPS	GG- 预算	CG	1 预算中央政府							0																																																																																										
				2 预算外基金							0																																																																																										
				3 社保基金							0																																																																																										
				4 省政府							0																																																																																										
				5 地方政府							0																																																																																										
				6 公共非金融公司							0																																																																																										
				7 中央银行							0																																																																																										
				8 其他公共金融公司							0																																																																																										
总计				0	0	0	0	0	0	0	0																																																																																										
1/ CG=中央政府；GG=广义政府；NFPS=非金融公共部门；PS=公共部门。 2/ 在没有其他应付账款的权责发生制数据的情况下，可将拖欠款存量用作替代。 3/ 保险、养老金和标准化担保计划，通常包括政府雇员养老金负债。 4/ 包括权责发生制记录、承诺基础、应付款项等。 5/ 任一时刻的名义价值是指债务人欠债权人的金额。它反映工具在产生时的价值和随后的经济流量，例如，交易、汇率和除市场价格变化之外的其他计值变化，以及数量的其他变化。 6/ 债务工具的面值是指到期日（或到期日之前）待偿还的未贴现本金金额。 7/ 债务工具的市场价值是指在资产负债表报告日（参考日期）通过市场交易购入该工具所应支付的价值。只有交易的债务证券才观察到市场价值。																																																																																																					
说明：广义政府范围是基于“增扩”定义。“未合并”是指政府内部各个分部门之间的交叉持有额没有被相互抵消。																																																																																																					

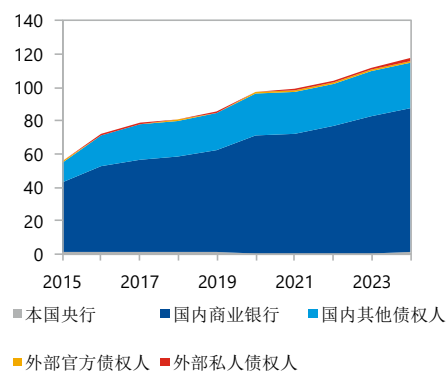
附录五. 图 3. 中国：公共债务结构指标

按货币划分的债务（GDP的百分数）



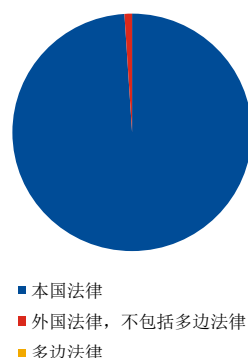
注释：显示的范围是广义政府。

按持有者划分的公共债务（GDP的百分数）



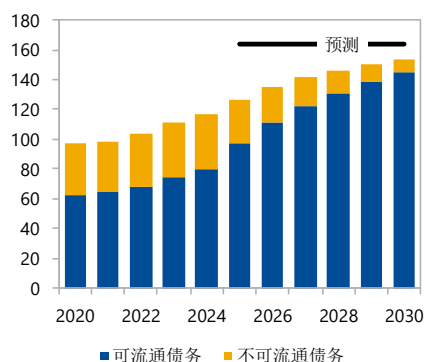
注释：显示的范围是广义政府。

按适用法律划分的公共债务，2024年（百分数）



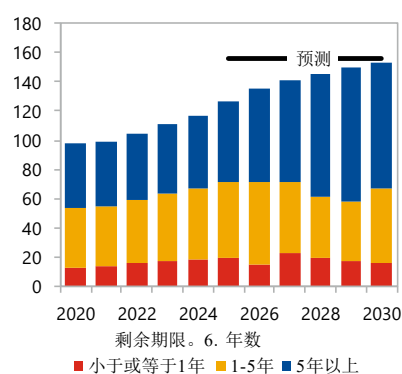
注释：显示的范围是广义政府。

按工具划分的债务（GDP的百分数）



注释：显示的范围是广义政府。

按期限划分的公共债务（GDP的百分数）



注释：显示的范围是广义政府。

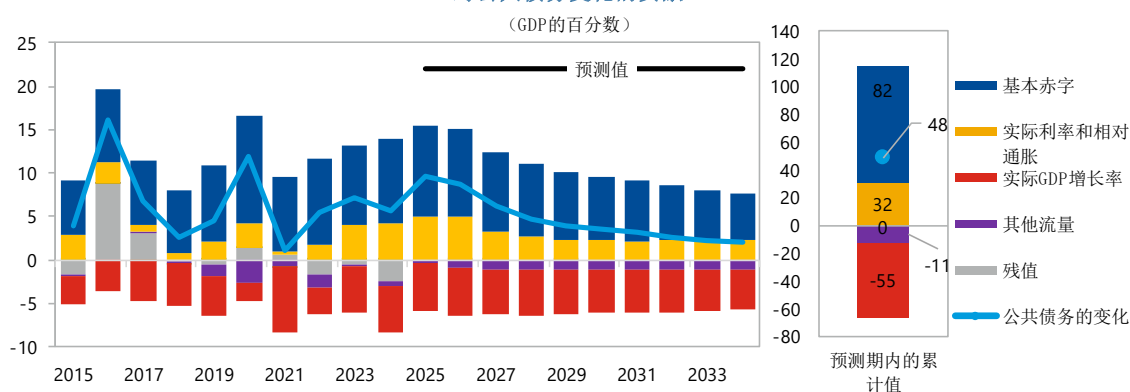
说明：大多数债务由国内居民持有，只有一小部分以外币计价，而资本账户没有完全开放，这两个因素都降低了风险。然而，地方政府融资平台债务的期限较短（平均约为3年，而官方债务为7年），流动性风险较高，并且在更大程度上依赖非银行金融机构的融资。

附录五. 图 4. 中国：基线情景

(GDP的百分数，除非另有注明)

	实际值	中期预测						扩展预测			
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
公共债务	117.0	126.6	135.3	141.5	146.2	150.0	153.7	156.8	159.5	161.8	163.8
公共债务的变化	5.7	9.6	8.7	6.2	4.7	3.9	3.6	3.1	2.7	2.3	2.0
已识别流量的贡献	8.1	9.6	8.7	6.2	4.7	3.9	3.6	3.1	2.7	2.3	2.0
基本赤字	9.7	10.4	10.0	9.1	8.4	7.8	7.3	7.0	6.3	5.8	5.3
非利息收入	25.6	25.0	25.2	25.4	25.6	25.7	25.7	25.7	25.7	25.7	25.7
非利息支出	35.3	35.4	35.2	34.6	34.0	33.5	33.1	32.8	32.1	31.6	31.1
自动债务动态	-1.0	-0.5	-0.3	-1.9	-2.6	-2.9	-2.6	-2.7	-2.6	-2.5	-2.3
实际利率和相对通胀	4.3	5.1	5.1	3.3	2.7	2.3	2.3	2.2	2.3	2.3	2.3
实际利率	4.3	5.1	5.1	3.4	2.7	2.3	2.3	2.2	2.3	2.3	2.3
相对通胀	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
实际增长率	-5.3	-5.5	-5.4	-5.3	-5.3	-5.2	-4.9	-4.9	-4.8	-4.7	-4.6
实际汇率	0.0	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
其他已识别的流量	-0.5	-0.3	-0.9	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.2	-1.1	-1.1	-1.0
或有负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(减) 利息收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他交易	-0.5	-0.3	-0.9	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.2	-1.1	-1.1	-1.0
残项的贡献	-2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总融资需求	31.5	33.1	32.5	27.8	34.4	31.0	29.2	28.5	27.6	26.9	24.2
其中：还本付息	21.8	22.7	22.6	18.7	25.9	23.2	21.9	21.5	21.2	21.1	18.8
本币	21.8	22.6	22.5	18.7	25.9	23.2	21.9	21.5	21.2	21.0	18.8
外币	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
备忘项：											
实际GDP增长率（百分数）	5.0	5.0	4.5	4.0	3.9	3.7	3.4	3.3	3.2	3.1	2.9
通胀率（GDP平减指数：百分数）	-0.7	-1.0	-0.7	0.9	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
名义GDP增长率（百分数）	4.2	3.9	3.8	5.0	5.5	5.6	5.4	5.4	5.3	5.1	5.0
有效利率（百分数）	3.3	3.5	3.5	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5

对公共债务变化的贡献



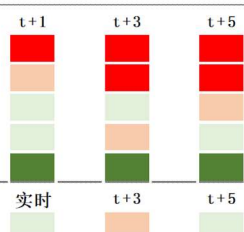
工作人员的说明：公共债务在预测期内上升，因为庞大的赤字只会缓慢下降，同时，基础设施投资减少在一定程度上被养老金支出的增加所抵消。有关2024年债务下调的原因，参见附录八。其他交易主要是指用社会保障资金来弥补社会保障支出与收入之间的缺口。

附录五. 图 5. 中国：基线假设的现实性

中国：基线假设的现实性

预测表现 1/

公共债务与GDP之比
基本赤字
 $r - g$
汇率贬值
SFA



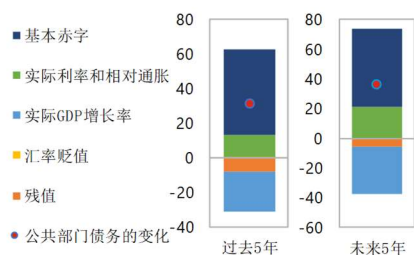
参照组：
新兴市场，非大宗商品出口国，
接受监督国

颜色标示：

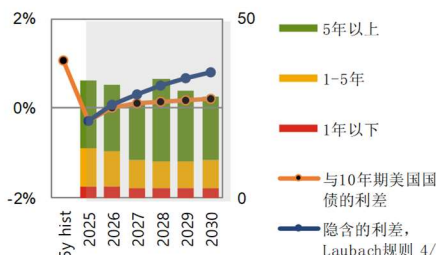
乐观
■ >第75百分位数
■ 第50-75百分位数
■ 第25-50百分位数
■ <第25百分位数
悲观

历史产出缺口的修正 2/

产生公共债务的流量
(GDP的百分数)

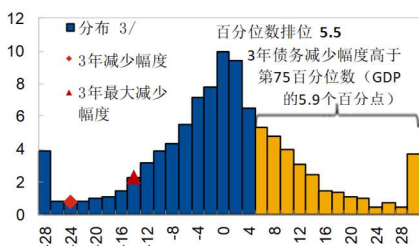


债券发行 (柱形, 债券发行 (右轴, GDP的百分数) ;
线条, 平均边际利率 (左轴, 百分数))



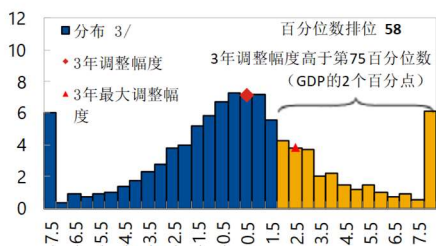
3年债务减少幅度

(GDP的百分数)

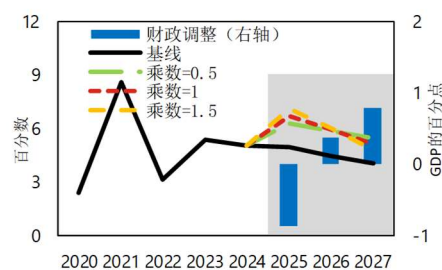


经周期调整的基本余额的3年调整

(GDP的百分数)

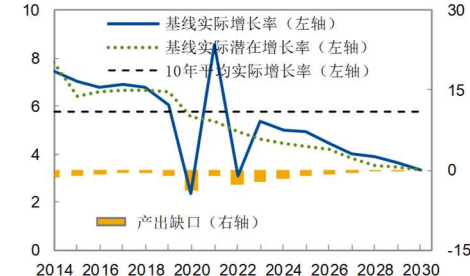


财政调整与可能的经济增长路径 (线条, 使用乘数的
实际增长率 (左轴) ; 柱形, 财政调整 (右轴))



实际GDP增长率

(百分数)



说明：基线情景是基于在2036年之前逐步实施财政整顿。这是可行的，因为目前公共投资规模很大，而承担这种投资的很大一部分的预算外实体预计将面临越来越大的融资约束。

来源：IMF工作人员。

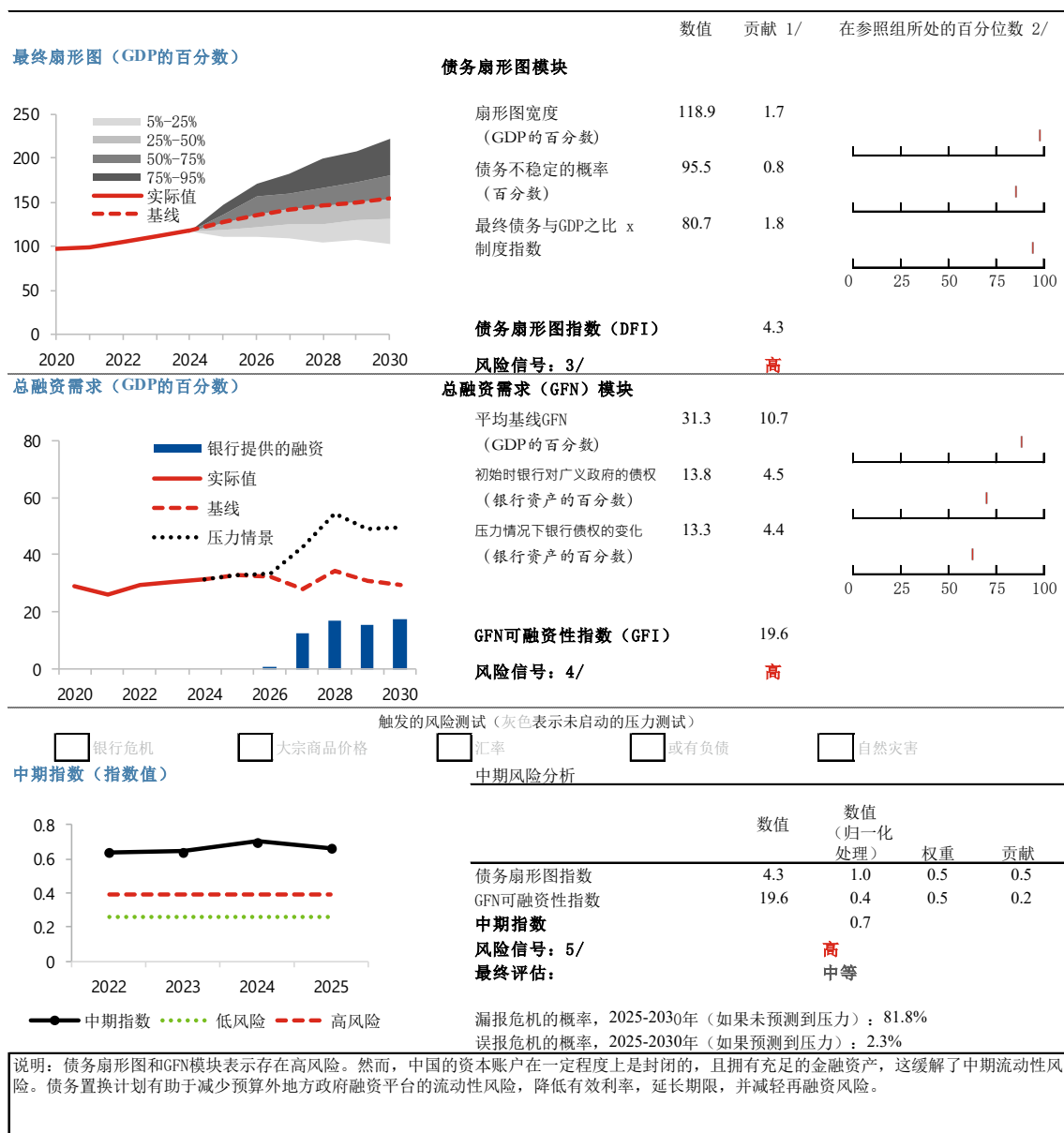
1/ 10月期和4月期《世界经济展望》的预测。

2/ 计算方法是，该国产出缺口修正幅度（其定义是实时/提前估计值与最新10月期《世界经济展望》最终估计值之差）在数据样本的修正幅度总体分布中的百分位数排名。

3/ 数据包括1990年至2019年进入市场筹资的发达经济体和新经济体的年度观察数据。纵轴是样本百分比。

4/ Laubach (2009年) 规则是一个线性规则，假设预测的债务与GDP比率上升1个百分点，债券利率会扩大约4个基点。

附录五. 图 6.中国：中期风险评估



来源：IMF工作人员的估计和预测。

1/ 关于指数计算的详细信息，见IMF，2022年《关于主权风险和债务可持续性框架的工作人员指导说明》附件四。

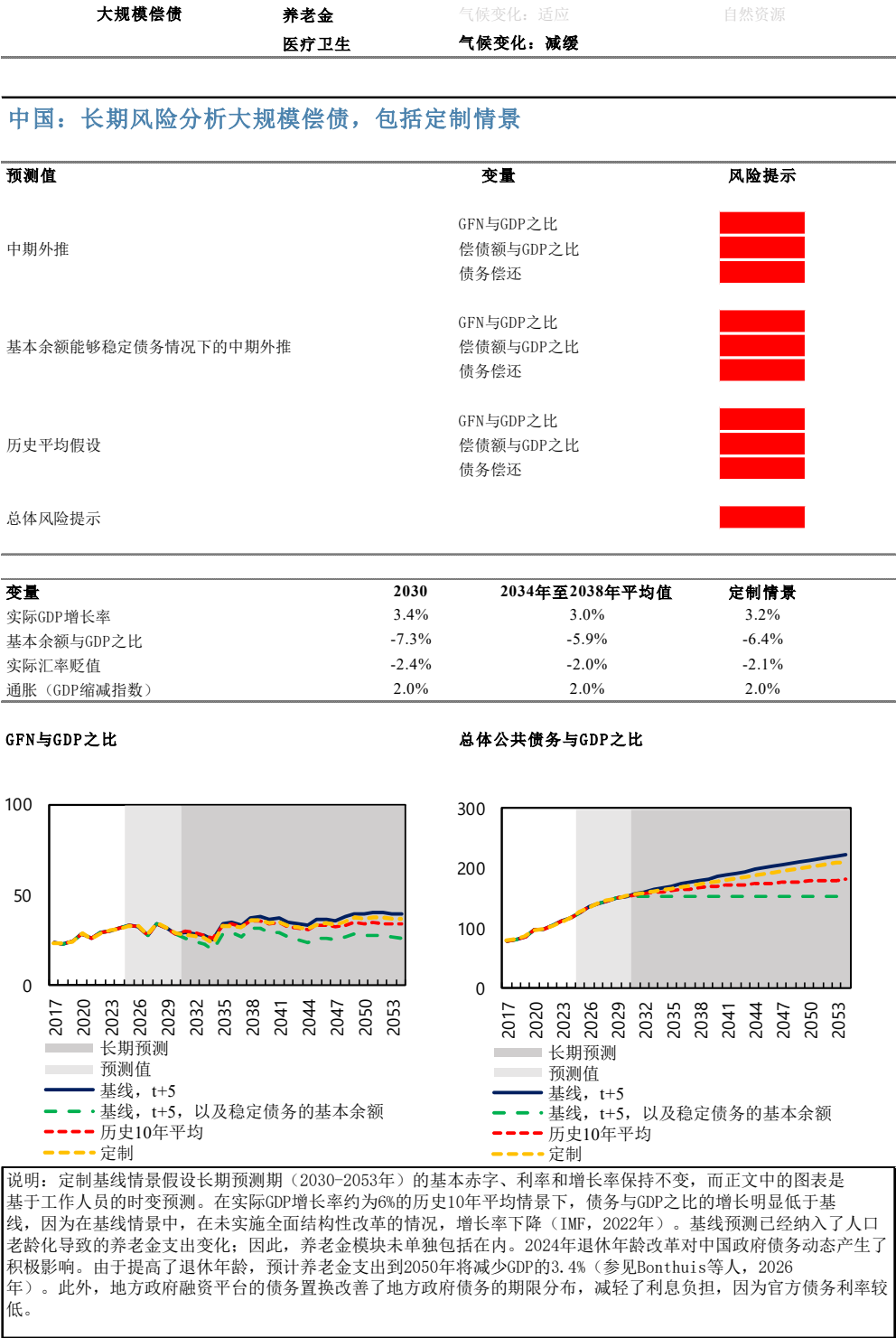
2/ 参照组是新兴市场、非大宗商品出口国、接受监督国。

3/ 如果DFI低于1.13，信号为低风险；如果DFI高于2.08，则为高风险；其他情况是中等风险。

4/ 如果GFI低于7.6，信号为低风险；如果GFI高于17.9，则为高风险；其他情况是中等风险。

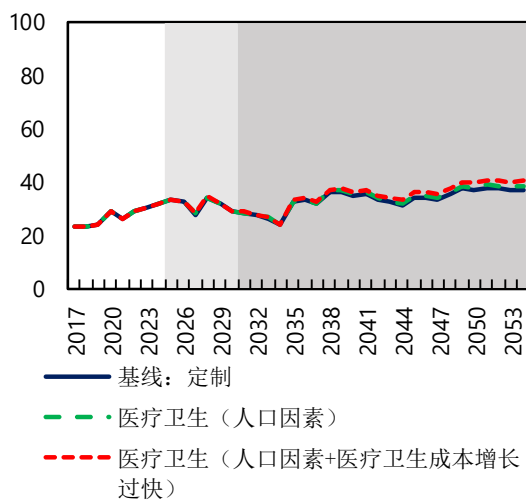
5/ 如果GFI低于0.26，信号为低风险；如果GFI高于0.40，则为高风险；其他情况是中等风险。

附录五. 图 7. 中国：触发的模块

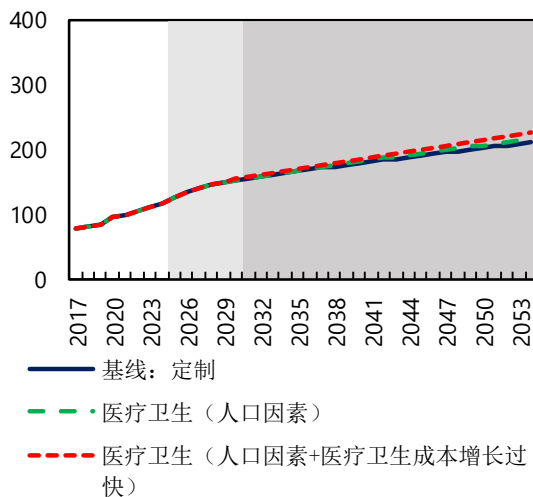


附录五. 图 8. 中国：人口因素：医疗卫生

GFN与GDP之比

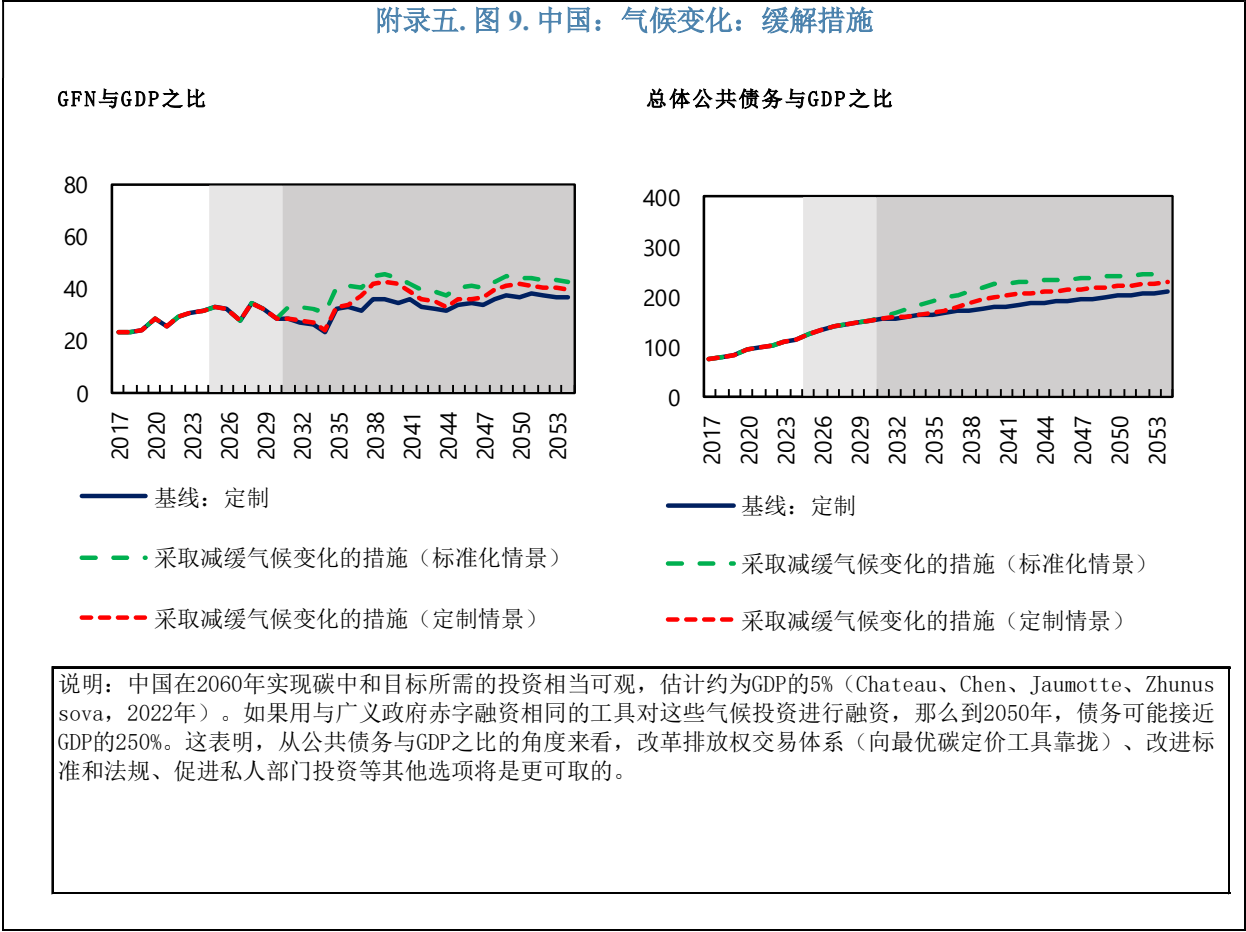


总体公共债务与GDP之比



说明：在考虑到中国人口老龄化对长期医疗卫生支出的影响时，人口医疗卫生模块显示公共债务与GDP之比的轨迹要更陡一些。在人口因素和医疗卫生成本过高的情景下，债务与GDP之比的增幅最大，尽管不同情景之间的差异总体上非常小。

附录五. 图 9. 中国：气候变化：缓解措施



附录六. 2025 年 FSAP 建议

专题	机构 ¹	优先级	时间安排 ²
跨领域			
1. 设计并实施中期综合计划，以应对与地方政府融资平台债务积压相关的金融稳定风险。	多个	高	当即
2. 采取果断措施，充分确认金融机构资产负债表上的预期损失，并继续朝着金融资产市场化定价迈进。	多个	高	当即
系统性风险分析			
3. 在更详细的数据以及专业人员的支持下，加强分析和压力测试能力，以全面分析银行特定风险和整个体系的风险，包括地方政府融资平台债务等风险敞口集中带来的风险；确保对银行的内部风险模型进行充分审查。（第 22、50、52 段）	国家金融监督管理总局、中国人民银行	高	短期

专题	机构 ¹	优先级	时间安排 ²
4. 密切监测银行资产负债表上对无法持续经营实体的风险敞口的增长；评估延迟确认损失引起的宏观金融风险；以及采取前瞻性方法来评估系统性风险。（第 22、49、53 段）	国家金融监督管理总局、中国人民银行	高	当即
5. 通过改进数据采集并加强与气候相关政府机构和研究机构的合作，提高对金融体系中气候相关风险进行全面细致分析的能力。（第 47 段）	国家金融监督管理总局、中国人民银行	中	中期
宏观审慎政策框架			
6. 通过建立压力事件数据集、对指标属性进行回溯测试以及制定基于数据的临界值用于开展政策行动来进一步加强系统性风险监测；通过成立一个包含主要机构在内的宏观审慎政策委员会来加强协调。（第 50 段）	中国人民银行	中	中期
金融部门监督			
跨领域问题			
7. 根据自下而上的分析，扩大国家金融监督管理总局的资源自主权并加强其人员配备（尤其是在总部），以应对新的挑战，适应新增责任，并加强监管力度。（第 52 段）	国家金融监督管理总局	高	短期
¹ 负责机构按字母顺序添加。			
² “当即”是指在一周内；“短期”是指 1 至 3 年；“中期”则为 3 至 5 年。			
8. 清晰传达并确保国家金融监督管理总局在维护金融体系安全和稳健方面的目标相对于促进金融体系发展的目标所具有的首要地位。（第 52 段）	中国证券监督管理委员会、国家金融监督管理总局	高	短期
9. 加强数据核验并拓宽横向风险分析的范围；通过建立专门的风险团队，继续培养技术技能，以支持监管风险评估并集中专业知识。（第 52、53 段）	国家金融监督管理总局	中	短期
银行业			
10. 提高监管审查程序的有效性，以应对机构特定风险和第一支柱未涵盖的风险；更积极地利用第二支柱，根据单个银行的风险状况来制定银行资本要求。（第 51 段）	国家金融监督管理总局	中	短期
11. 公开发布关于银行财务稳健性的详细信息（包括审慎比率、信贷资产质量指标、盈利能力和流动性指标），以此提高透明度。（第 54 段）	国家金融监督管理总局、中国人民银行	高	中期
12. 加强对小型和高风险银行的监管（第 55、22 段）	国家金融监督管理总局	高	短期
13. 加强对银行和银行集团股东的监督，降低关联方总风险敞口限额。（第 55 段）	国家金融监督管理总局	中	短期
证券和衍生品市场			

专题	机构 ¹	优先级	时间安排 ²
14. 确保价格稳定措施不会损害价格形成的可信性，措施包括密切监控整个市场范围熔断机制的使用情况，并加强对股票市场干预理由的沟通。（第 58 段）	中国证券监督管理委员会	中	短期
保险			
15. 继续处理过渡问题（例如“偿二代二期”）；完善公司治理方面的监督评估方法和技能；提供保险公司压力测试的指导。（第 59 段）	国家金融监督管理总局	高	短期
非银行金融机构			
16. 指定一个牵头机构来协调全面的风险评估，以强化的市场监管为支持；同时，保持各部门机构的责任和自主权。（第 61 段）	中央金融委员会、中国证券监督管理委员会、国家金融监督管理总局、中国人民银行	高	短期
大型科技企业			
17. 加强针对系统重要性支付服务提供商特定风险的规则，对支付服务提供商实行分层审慎要求，并建立在合并基础上对大型科技企业的活动进行监控的框架。（第 62、63 段）	中国人民银行	中	短期
系统性流动性管理			
18. 进一步优化存款准备金框架，使其期限与公开市场操作保持一致，并优化对准备金不足的处罚规定。（第 66 段）	中国人民银行	中	中期
19. 通过修改资格标准、引入稳健的估值方法以及采用保守的扣减，来加强抵押品框架。（第 66 段）	中国人民银行	高	短期
反洗钱/反恐融资			
20. 最终确定并颁布《反洗钱法》修订案。（第 68 段）	中国人民银行	中	短期
21. 继续加强实益所有权制度，包括全面实施信息登记和发布。（第 70 段）	中国人民银行	中	短期
金融安全网、危机管理与企业破产			
金融安全网与危机管理			
22. 进一步完善并颁布《金融稳定法》草案，引入与国际良好实践一致的有效处置机制。（第 72 段）	中国存款保险公司、国家金融监督管理总局、中国人民银行	高	当即
23. 指定并运营专门的主导处置机构，明确中央金融委员会的作用，目的是进一步集中处置职能。（第 73 段）	中国存款保险公司、国家金	高	短期

专题	机构 ¹	优先级	时间安排 ²
	融监督管理总局、中国人民银行		
24. 将损失吸收能力要求至少扩展到所有国内系统重要性银行，并重新考虑（或至少限制）依赖存款保险基金的资源来扣减总损失吸收能力要求的做法。（第 75 段）	中国存款保险公司、国家金融监督管理总局、中国人民银行	中	中期
25. 通过关于金融稳定保障基金的法规，内容包括融资目标、治理、缴款、使用和公共支持。（第 75 段）	中国存款保险公司、财政部、国家金融监督管理总局、中国人民银行	中	短期
26. 将存款保险基金的资金用途限制为被保险存款的偿付以及在“最小成本”基础上对转让策略的出资；增加行业对存款保险基金的出资。（第 76 段）	中国存款保险公司	高	当即
27. 设计并实施与国际最佳实践相符的紧急流动性援助专门框架。（第 66 段）	中国人民银行	高	短期
企业破产			
28. 提升法院的能力和专业知识，建立对破产管理人的全面监管。（第 77 段）	全国人民代表大会、最高人民法院	中	中期
29. 更新《企业破产法》，修订内容包括规范重组前程序，根据国际标准修订重组条款，以及引入集团和跨境破产相关规定。（第 79、80 段）	全国人民代表大会	高	短期
30. 加强对资产管理公司的监管，同时通过公开披露出售价格和回收率等基本数据提高其透明度。（第 81 段）	国家金融监督管理总局	高	中期
金融部门发展			
31. 修订“普惠金融小微企业”的定义，使其以客观标准为依据，并逐步取消基于贷款目标的政策和降低中小微企业贷款的信用利差。（第 82 段）	财政部、国家金融监督管理总局、中国人民银行	高	短期
32. 坚持市场导向和基于规则的改革，以支持长期资本发展目标。（第 82 段）	中国证券监督管理委员会、各交易所、国家金融监督管理总局、中国人民银行	高	短期

专题	机构 ¹	优先级	时间安排 ²
33. 加强气候风险披露标准和指导；进一步统一国家分类。（第 82 段）	中国证券监督管理委员会、财政部、生态环境部、国家发展和改革委员会、国家金融监督管理总局、中国人民银行	高	中期

附录七. 数据问题

附件七. 表 1. 中国：监督工作数据充分性评估

Data Adequacy Assessment Rating 1/							
B							
Questionnaire Results 2/							
Assessment	National Accounts	Prices	Government Finance Statistics	External Sector Statistics	Monetary and Financial Statistics	Inter-sectoral Consistency	Median Rating
	C	B	C	B	B	B	B
Detailed Questionnaire Results							
Data Quality Characteristics							
Coverage	B	B	C	A	B		
Granularity 3/	C		C	C	B		
			A		B		
Consistency			C	B		B	
Frequency and Timeliness	A	A	C	A	A		
Note: When the questionnaire does not include a question on a specific dimension of data quality for a sector, the corresponding cell is blank.							
1/ The overall data adequacy assessment is based on staff's assessment of the adequacy of the country's data for conducting analysis and formulating policy advice, and takes into consideration country-specific characteristics.							
2/ The overall questionnaire assessment and the assessments for individual sectors reported in the heatmap are based on a standardized questionnaire and scoring system (see IMF Review of the Framework for Data Adequacy Assessment for Surveillance, January 2024, Appendix I).							
3/ The top cell for "Granularity" of Government Finance Statistics shows staff's assessment of the granularity of the reported government operations data, while the bottom cell shows that of public debt statistics. The top cell for "Granularity" of Monetary and Financial Statistics shows staff's assessment of the granularity of the reported Monetary and Financial Statistics data, while the bottom cell shows that of the Financial Soundness indicators.							
4/ The overall sectoral assessment for national accounts gives a higher weight to granularity given the significant data gaps in expenditure side GDP, resulting in a "C" rating versus the "mechanical" "B" rating assigning the same weight to each sub-category.							
A	The data provided to the Fund are adequate for surveillance.						
B	The data provided to the Fund have some shortcomings but are broadly adequate for surveillance.						
C	The data provided to the Fund have some shortcomings that somewhat hamper surveillance.						
D	The data provided to the Fund have serious shortcomings that significantly hamper surveillance.						
Rationale for staff assessment. The data provided to the Fund has some shortcomings but is broadly adequate for surveillance. China's statistics continue to have significant gaps. The main areas of concern relate to national accounts data and government finance statistics. For national accounts, lack of quarterly GDP by expenditure component (nominal, real, and seasonally adjusted) and lack of granularity on the production side are key shortcomings, reflected in a "C" rating for national accounts. China does not publish CPI weights and PPI weights, either on the website of the statistical office nor on the IMF CPI database. This makes it difficult to analyze the source of consumer price inflation by products, by regions etc. For fiscal data, long-standing data gaps include general government data with a breakdown of expenditure by economic type (current and capital expenditure) as well as the data on off-budget entities (including LGFVs) that meet the statistical criteria for inclusion within the perimeter of the general government. The authorities have made progress and published estimates of hidden debt as of end-2023, but they are based on a legal definition not aligned with GFS. While external sector data is broadly adequate, lack of institutional sector breakdown for the financial account and the type of investment income (e.g., FDI income, portfolio investment income, and other investment income) for the primary income account hampers analysis of financial and income flows. As China is one of the countries that play the most important role in global manufacturing arrangements (e.g., factoryless manufacturing), quantifying their impact in BOP statistics will improve transparency of China's external sector data.							
Changes since the last Article IV consultation. The authorities have published the estimates of hidden debt by end-2023, which is based on legal definition. The upgrade in rating for "frequency and timeliness" for MFS data reflects the improved timeliness of FSI submissions. The upgrade in the "granularity" rating for debt data reflects the availability of the breakdown of official government debt figures, covering both local and central governments.							
Corrective actions and capacity development priorities. The authorities reiterated their commitment to improve data quality, including through collaboration with the Fund.							
Use of data and/or estimates different from official statistics in the Article IV consultation. The fiscal data used in the Article IV consultation supplements the official GFS statistics with Staff estimates for deficits and debt for a broader definition of general government which includes data on off-budget entities (including LGFVs and GGFs) from WIND and Zero2IPO. Staff's augmented definition of the general government better reflects the fiscal stance and the government's role in the economy.							
Other data gaps. Data on aggregate economically active population is published, but only at an annual frequency and with long lags. Data on inflation expectations is also limited.							

附件七. 表 2. 中国：数据标准倡议

中国自2015年10月起遵循“数据公布特殊标准”（SDDS），并在国家概要数据页面上发布数据。可在公布标准布告栏（<https://dsbb.imf.org/>）上查看最新的SDDS《年度遵守情况报告》。

附录八. 数据附件

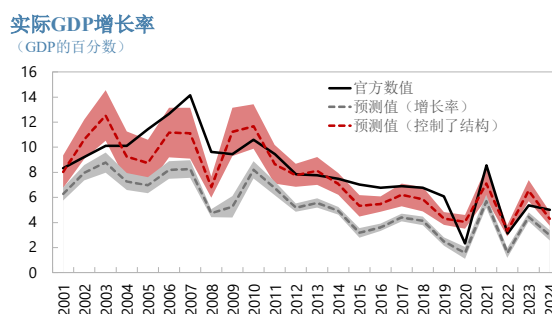
本附件概述与中国宏观经济数据有关的多个主题。它涵盖国民账户数据、政府财政统计和国际收支数据等问题。

国民账户数据

1. 多年来，关于中国国民账户数据准确性的疑问已多次被提出。若干项研究采用增值税收入或夜间灯光数据等替代经济活动指标，指出在新冠疫情前的某些时期，官方实际 GDP 增长率可能被高估（[Chen 等人，2019 年](#)；[Hu 和 Yao，2022 年](#)）。2016 年中国第四条磋商报告采用了一项相关的基于 GDP 与硬指标滚动相关性的方法，结论是：官方数据略有高估，但总体是可靠的（[IMF，2016 年](#)）。最近，私人部门分析人士指出，根据部分活动指标（例如 [Rhodium，2024 年](#)），中国自 2023 年以来的实际增长率可能显著低于官方数据。

2. 工作人员根据两种替代方法（见下文）和近期研究开展的的分析表明，中国过去几年的官方 GDP 增长率与其他经济活动指标大体一致。

- **跨国分析：**工作人员按照 [Subramanian（2019 年）](#) 的方法，根据其他进口大宗商品的新兴市场经济体的官方 GDP 与替代指标之间的关系，采用跨国回归来估计中国 GDP 增长率。所包含的指标包括进出口、电力消耗、对私人部门的国内信贷以及税收收入。虽然基于指标增长率的简单设定形式（图中灰色虚线）显示的 GDP 增长率显著低于官方统计数据（黑线），但如果采用一个对经济结构进行控制的设定形式，方法是将增长率与部门 GDP 比重进行交互（红色虚线），则与官方统计的差距显著缩小。根据后一个设定形式，中国的官方 GDP 仅在特定时期（2005–2008 年和 2015–2019 年）显著高于回归预测，而疫情后时期则无显著偏差。



来源：Ember Energy；中国国家统计局；世界银行《世界发展指标》；IMF《世界经济展望》；以及IMF工作人员的计算。
预测值是基于57个进口大宗商品的新兴市场经济体2001–2023年实际GDP增长率与替代经济活动指标之间的估计关系，不包括中国、新冠疫情期间（2020–2022年）的情况，以及绝对年增长率超过100%或实际GDP绝对增长率超过15%的观测值。两种设定形式都使用汇集的普通最小二乘（OLS）回归。阴影区域显示95%的置信区间，在国家层面对标准误差做了聚类处理。

- **主成分分析：**这一方法通过使用更广泛的中国替代经济活动指标面板数据来补充跨国分析。这些指标用于构建一个主成分指数，捕捉电力消耗、房地产行业活动、消费者信心、出口和税收等指标的共同变化。对基础趋势偏差的分析显示，对于最近若干季度，主成分分析与官方 GDP 数据差异很小。然而，2005–2008 年和 2013–2016 年的模型预测显示，与趋势的偏差大于官方数据显示的水平（文本图），这与跨国分析中确定的时期一致。此外，通过估计主成分的趋势来进一步扩展此项分析，可以看出，疫情后时期的复苏速度慢于官方数据显示的水平，原因是趋势增长速度放缓。

去趋势 GDP 增长率与主成分指标



来源：旧金山联储中国周期性活动追踪器（CCAT）数据库；以及 IMF 工作人员的计算。
注释：通过以下方法表示数据不确定性：构建主成分，但在面板中略去一个替代经济活动指标，并重复处理所有指标。

- **其他机构的分析：**美联储构建的另一项 GDP 指标表明，近期官方 GDP 增长率数据与中国更广泛的指标高度一致，似乎并未高估（[Barcelona 等人，2025 年](#)）。同样，芬兰银行指出，中国近期官方增长率也处于其采用的[替代指标](#)范围内。

3. 然而，仍有空间大幅改善数据透明度和 GDP 数据的编制方法。已发布的 GDP 数据在多个维度上细致程度不足。中国未公布按支出衡量的季度 GDP 水平（名义、实际和经季节调整的）以及支出侧 GDP 的各个组成部分。在生产侧，GDP 的数量估计值仅分为 9 项经济活动，而二十国集团国家平均为 26 项。在方法方面，中国每五年更新 GDP 基年，并定期开展家庭和企业调查以生成季度 GDP。虽然这种基年更新程序与国际标准大体一致，但建议的最佳做法是在供给与使用框架内采用年度链接。这需要每年更新基年，并将年同比变化连接起来。此外，应尽量减少使用消费者价格指数（CPI）来导出数量估计值，并应避免采用单次平减。

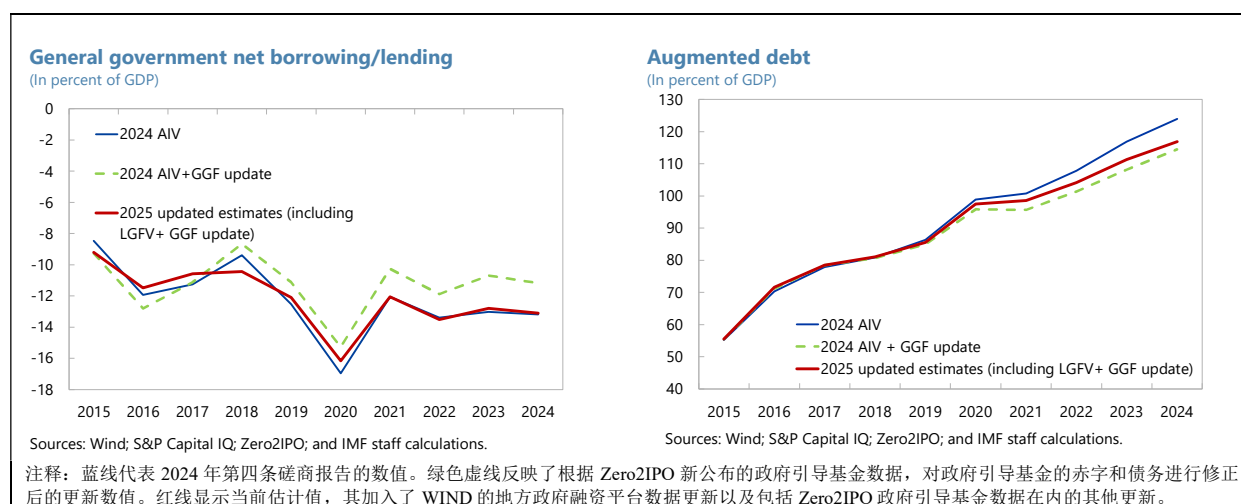
政府财政统计

4. 财政数据长期以来存在的两个挑战是政府的范围和支出数据的细致程度。中国的官方广义政府统计包括四个账户：一般公共预算；政府性基金预算，主要将土地使用权转让和专项债券产生的资金收入转入资本支出；国有资本经营预算，报告资产交易的利润、股息和收益，以及支持国有企业运营的支出；以及社会保险基金预算，覆盖养老金、医疗、失业和其他社会保险计划。这些账户不包括预算外实体，如地方政府融资平台、政府引导基金和专项建设基金。此外，即使是官方账户数据也未按经济类型（经常性支出与资本支出）对支出进行细分。

5. 当局在衡量预算外债务方面取得了进展，但他们对广义政府范围的理解仍基于法律概念。财政部已完成预算外实体的盘点，并将总债务中的一部分认定为“隐性债务”。具体来说，政府承担了融资平台因地方政府支持的公共福利项目所产生的债务责任。2023 年官方隐性债务估计为 14.3 万亿元人民币，2024 年降至 10.5 万亿元人民币，主要原因是债务置换（转入官方地方政府债务）以及将一些地方政府融资平台重新归类为非金融企业。隐性债务数据的公布提高了透明度，值得欢迎；不过，财政部对隐性债务的定义是基于法律标准而非经济标准，且当局未公布隐性债务的完整时间序列数据，也未就财政立场提供与债务数据一致的线上估计值。此外，工作人员根据《政府财政统计手册》原则和广义政府范围的经济概念得出的预算外地方政府融资平台债务估计值是官方隐性债务数字的三倍多。

6. IMF 在监督工作中继续采用“增扩”概念的财政总量，利用多个来源的额外数据。工作人员更新了计算财政总量的数据来源，如下所述。由此得出的增扩概念债务的估计值略有下降，而增扩概念赤字的变化不大。

- **地方政府融资平台：**在先前的工作人员报告中，地方政府融资平台债务是通过加总“S&P Capital IQ”的企业层面数据估算的，并在必要时插入缺失值。由于“S&P Capital IQ”的数据限制，地方政府融资平台的线上财政赤字计算为两年之间债务水平的变化，而不是收入与支出的差额。鉴于债务置换，地方政府融资平台债务的变化不再是地方政府融资平台线上财政赤字的良好代理指标（详见专栏）。为克服这一问题，我们现在使用 WIND 的计息负债数据来估算地方政府融资平台债务。此外，地方政府融资平台线上赤字是根据 WIND 提供的财务报表数据明确计算的。数据来源的变化导致地方政府融资平台债务和赤字小幅上调（见文本图）。¹
- **政府引导基金：**根据 Mano 和 Stokoe（2017 年）的方法，工作人员将政府引导基金纳入政府范围。由于数据有限，近年的政府引导基金赤字被假定为 GDP 的 1.8% 左右，自 2019 年以来大体保持不变。利用 Zero2IPO 新发布的数据，工作人员更新了政府引导基金的债务和赤字估计值，所用方法与 Mano 和 Stokoe（2017 年）相同。政府引导基金的债务和赤字目前均低于上一次第四条磋商描述的水平（见文本图）。²



¹ 2020 年根据中国银行间市场交易商协会和彭博社的分类方法对地方政府融资平台名单作了更新，这一名单到目前为止没有变化。因此，债务估计值的变化反映了以下因素：（1）同一组公司的 WIND 和“S&P Capital IQ”数据有微小差异，其中 WIND 数据的覆盖面更好，因此需要的插值更少；以及（2）“S&P Capital IQ”和 WIND 对计息负债的定义不同。

² 方法的变化还将导致《世界经济展望》报告的历史债务水平发生小幅变化，其中包括地方政府融资平台债务的三分之二。政府引导基金不包含在《世界经济展望》的债务定义中。

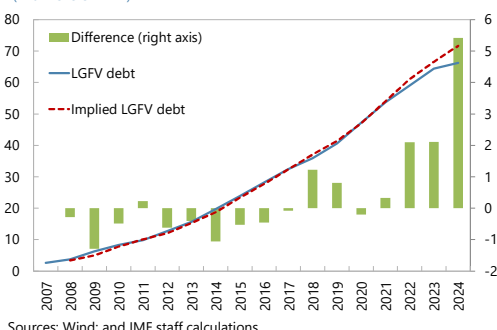
文本专栏 1. 地方政府融资平台赤字的线上估计值以及近期债务置换

利用 WIND 更及时、更全面的财务报表数据，能够估算地方政府融资平台的线上超额财政赤字。企业财务报表用于估算地方政府融资平台的收入、经常性支出和利息支出。收入包括营业收入、非经营性收入，以及其他收入（如政府补贴）。经常性支出包括销售费用、管理费、研发开支、融资成本、非经营性开支以及税费和附加费。资本支出是通过处置长期资产获得的净现金以及获得或建设这些资产支付的现金来反映的。利息支付可以通过现金流量表来衡量。

自 2022 年以来，地方政府融资平台线上与线下数据的差异可能反映了债务置换的影响。t+1 时期的隐含债务计算为 t 时期的债务加上前面说的线上赤字。实际债务与隐含债务的比较显示，2022 年之前的线上数据与线下数据之间的差异较小，且未显示出系统性偏差。然而，自 2022 年以来，隐含债务一直高于实际债务，即线上赤字高于债务变化所显示的水平。这可能反映了自 2022 年以来发行的再融资专项债券，这些债券可能被用来降低地方政府融资平台债务水平，而没有对地方政府融资平台赤字的线上估计值产生影响。

Above and Below the Line Difference

(In trillions of RMB)

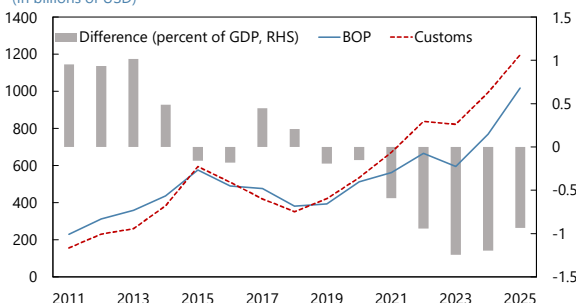


国际收支数据

7. 近年来，中国的国际收支和海关数据中记录的贸易顺差出现不一致，二者之差在 2024 年超过 GDP 的 1%。正如 2024 年第四条磋商报告（附件七）所述，这两个数据集是根据不同的方法编制的，具有不同的目的。海关数据记录货物的实际流动，国际收支则根据所有权变更原则记录出口和进口；因此，如果货物没有跨过边境（例如，非居民在中国购买和转售货物），其记录在国际收支中，但不记录在海关数据中。

Goods Trade Balance, Customs vs. BOP

(In billions of USD)



8. 国际收支中的出口和进口通常反映出口商和进口商之间的实际资金支付，而海关记录的进出口有时可能包括没有对应支付的交易。例如，如果中国装配商收到货物并在组装后将货物返回，则收到的货物和返回的货物没有发生实际支付（支付的仅是组装费用）。然而，收到的货物和返回的货物的价值会被海关全额记录为进出口。

9. 由于存在这些差异，使用海关数据编制国际收支数据时需要谨慎。如果海关数据被用作国际收支中进出口记录的数据来源，编制人员应通过收集额外信息来调整数据。然而，收集这些额外的数据往往难度大且成本高。

10. 为了按照国际收支原则编制进出口数据，中国国际收支编制机构开发了一个大型企业直接报告系统，自 2022 年起开始用于记录国际收支货物贸易。据当局称，超过 1.3 万家企业每月报告进出口及相关金融交易，覆盖中国贸易的 70% 以上。其余的出口和进口则根据在中国经营的银行的结算数据进行记录。这种方法还使中国的国际收支编制机构能够根据居民与非居民之间的实际交易价格记录进出口；实际交易价格对应于出口商与进口商之间的支付（海关报关价格可能与交易价格不同）。

11. 为进一步改善国际收支货物贸易数据，中国国际收支编制机构启动了一个试点项目，旨在收集企业直接申报系统中贸易合同的对手方所在国家/地区数据。在此基础上增加货物贸易的地域分布，将显著提高中国贸易数据对于双边和多边监督工作的分析价值。这也将支持中国国际收支数据与海关数据及对手方国家数据的协调统一，增强中国国际收支贸易统计的质量。

12. 虽然国际收支中的贸易数据对监督工作而言基本充分，但仍有空间对导致海关与国际收支贸易数据之间差异的因素作出更好的解释。鉴于海关与国际收支贸易差额数据存在很大差异，进一步分析导致差异的因素可以提高数据可信性。特别是，对无工厂货物制造趋势的分析将非常有用。工作人员的粗略计算及与当局的讨论显示，对于“中国制造，销往中国”的活动（即跨国企业将生产外包给中国，生产之后取得货物所有权，然后以更高价格在中国销售），跨国企业获得的利润相当可观，可以解释海关与国际收支数据差异的很大一部分。然而，为了可靠地估计此类活动对数据差异的影响，还需要更多数据，包括跨国企业中国境外总部的数据。

13. 投资收入和金融账户数据有很大提升空间。中国未提供金融账户的机构部门细分数据，也未提供《国际收支与国际投资头寸手册》第六版要求的投资收入细分数据，这限制了经济分析的深度。正如 2025 年《对外部门报告》所述（专栏 1.1），随着全球利率上升，前十大经济体 2022–2024 年的资产（和负债）隐含收益率相较 2021 年显著上涨。相比之下，中国资产的隐含收益率显著下降，估计 2024 年仍低于 2021 年水平。中国出现的不同趋势可能有几个原因，包括外国直接投资资产和非商业贷款（如在低收入国家的基础设施项目）所占比重较大，这些投资和贷款可能无法产生与全球利率相当的收益率。然而，由于缺乏细致的投资收入流数据，难以精确定收益下降的驱动因素。



中华人民共和国

2025 年第四条磋商工作人员报告——相关信息附录

2026 年 1 月 28 日

撰稿人：

亚洲及太平洋部
(经与其他部门磋商)

目录

与 IMF 的关系	2
与其他国际金融机构的关系	4
能力建设	5

与 IMF 的关系

（截至2025年1月15日）

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

普通资金账户：

	百万SDR	占份额的百分比
份额	30,482.90	100.00
IMF持有的货币	22,320.00	73.22
在IMF的储备头寸	8,162.95	26.78
向IMF提供的贷款		

特别提款权账户：

	百万SDR	占分配额的百分比
净累计分配额	36,206.16	100.00
持有额	40,762.53.08	112.58

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)
备用安排	1986年11月12日	1987年11月11日	597.73	597.73
备用安排	1981年3月2日	1981年12月31日	450.00	450.00

对IMF的预期支付（百万SDR；基于目前使用的资金和目前持有的SDR计算）：

	即将发生				
	2025	2026	2027	2028	2029
本金		0.00	0.00	0.00	0.00
收费/利息		0.17	0.17	0.17	0.17
共计		0.17	0.17	0.17	0.17

汇率安排：

其法定汇率安排是有管理的浮动汇率制度，目标是根据市场供求并参考一篮子货币，保持人民币汇率在合理均衡水平上的稳定，以维护中国经济和金融市场的稳定。银行间外汇市场人民币对美元交易价浮动区间为 2%，即每日人民币对美元的市场交易价可在中国外汇交易中心对外公布的当日人民币对美元中间价上下 2% 的区间内浮动。中国事实上的汇率制度被归为“类似爬行”的安排，因为人民币 CFETS 指数（中国外汇交易中心指数）自 2025 年 1 月以来仍处于±1%的倾斜波幅之内，2025 年 4 月作出了一次调整。2025 年 7 月，CFETS 指数趋势的方向看来再次发生了变化。然而，至少需要六个月才能对其新趋势作出判断。在确定新趋势之前，事实上的汇率安排仍被归为类似爬行的安排。中国人民银行表示，人民币汇率的浮动区间将根据外汇市场、经济和金融形势的变化有序扩大。在交易区间

内，银行可以根据市场的供求关系确定其客户的人民币对美元汇率，不受差价限制（银发[2014]188号）。2015年8月11日，中国人民银行决定进一步提高人民币对美元汇率中间报价机制的灵活性，从而提高人民币汇率的市场化程度，让市场供求在汇率形成上发挥更大的作用。

中国外汇交易中心根据国际清算银行的货币篮子和特别提款权货币篮子公布其汇率指数（2017年1月1日之后由24种货币构成，此前为13种货币）和其他人民币指数。

中国已经接受《国际货币基金组织协定》第八条第2、3、4款的义务，其汇率制度不采用多重货币的做法，对经常性国际交易的支付和转移也不实行限制，但出于国家或国际安全原因而实施的汇兑限制除外，这些措施已根据IMF执董会第144 (52/51)号决议向IMF履行了通知程序。

虽然外汇管制继续适用于大多数资本交易，但人民币在国际交易中的使用逐渐扩大。2016年10月1日，人民币被认定为可自由使用的货币，并作为除美元、欧元、日元和英镑之外的第五种货币被纳入特别提款权篮子。

与其他国际金融机构的关系

世界银行：<https://www.worldbank.org/en/country/china>

亚洲开发银行：<https://www.adb.org/countries/prc/main>

能力建设

表 1. 中国：能力建设活动一览表，2011 年至 2025 年

部门	目的	日期
税制改革		
财政事务部	税收缺口分析代表团访问	2011 年 9 月
财政事务部	微观模拟模型	2013 年 12 月
财政事务部	税收政策的宏观经济影响分析	2015 年 3 月
财政事务部	改革个人所得税	2015 年 10 月
财政事务部	增值税的未来设计	2016 年 9 月
财政事务部	促进创业和就业的税收政策	2017 年 9 月
财政事务部	社会保障缴款	2018 年 3 月
财政事务部	增值税政策	2018 年 9 月
财政事务部	所得税微观模拟研讨会	2020 年 11 月
财政事务部	增值税研讨会	2021 年 7 月
财政事务部	对资本和劳动所得征税研讨会	2021 年 10–11 月
财政事务部	收入预测和分析	2023 年 2 月
财政事务部	所得税跨境问题	2023 年 11 月
财政事务部	国际税收	2024 年 10 月
税收征管改革		
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	大型纳税人遵从	2011 年 10 月
财政事务部	税务官员实用税收分析研讨会	2012 年 12 月
财政事务部	大型纳税人税收征管	2013 年 1 月
财政事务部	税收征管后续活动	2014 年 4 月
财政事务部	税收征管法修订	2014 年 5 月
财政事务部	税收征管法修订	2015 年 7 月
法律部	改革税收征管法代表团访问	2015 年 7 月
财政事务部	改革个人所得税	2015 年 10 月
财政事务部	改善中国企业在对外直接投资方面的税务遵从	2016 年 10 月
财政事务部	税收征管——对外投资和纳税人服务	2017 年 10 月
财政事务部	评估多长期税收征管现代化的实施情况	2018 年 1 月
财政事务部	税收征管——绩效衡量	2018 年 3 月
财政事务部	税收征管——个人所得税	2018 年 11 月
财政事务部	关于税收建模和分析的研讨会和汇报	2019 年 4 月
财政事务部	通过加强服务和监督促进国内外纳税人依法纳税	2020 年 10 月
财政事务部	跨境交易增值税征管	2020 年 11–12 月
财政事务部	通过加强服务和监督促进纳税人依法纳税	2021 年 10 月
财政事务部	遵从风险管理和数据管理方面的国际做法	2021 年 11 月
财政事务部	离岸交易个人所得税征管	2021 年 12 月

表 1. 中国：能力建设活动一览表，2011 年至 2025 年（续）

财政事务部	人力资源管理	2022 年 7–8 月
财政事务部	新税收征管技术	2022 年 11 月
财政事务部	数字化战略与实践	2023 年 7 月
财政事务部	加强社会保障缴费管理	2023 年 5–6 月
财政事务部	对石油生产商征收消费（特种消费）税	2023 年 9 月
财政事务部	纳税人服务	2024 年 5–6 月
财政事务部	大型企业风险管理	2024 年 11 月
财政事务部	探索现代税收风险识别方法（混合形式课程）	2025 年 5 月
公共财政管理		
财政事务部	关于公共财政管理制度的高级别对话	2011 年 6 月
财政事务部	中期支出框架研讨会	2011 年 11 月
财政事务部	中期收入管理计划和政策讨论	2012 年 6 月
财政事务部	关于公共财政管理制度的高级别对话	2012 年 11 月
财政事务部	介绍先进国库体系改革代表团访问	2013 年 2 月
财政事务部	财政改革高级研讨会	2014 年 1 月
财政事务部	政府会计核算现代化代表团访问	2014 年 4 月
财政事务部	中期支出框架代表团访问	2014 年 7 月
财政事务部	国库管理专家访问（会计核算）	2014 年 9 月
财政事务部	改善会计科目表专家访问	2015 年 3 月
财政事务部	国库管理专家访问（现金管理）	2015 年 3 月
财政事务部	加强地方政府借款改革代表团访问	2015 年 4 月
财政事务部	会计核算现代化代表团访问	2015 年 11 月
财政事务部	中期支出框架研讨班	2016 年 4 月
财政事务部	地方政府借款和债券市场发展研讨会和案例分析	2016 年 4 月
财政事务部	关于国库与央行协调的专家访问	2016 年 6 月
财政事务部	中期支出框架研讨班	2017 年 4 月
财政事务部	政府会计核算和财务报告	2018 年 4 月
财政事务部	绩效预算	2019 年 4 月
财政事务部	中国——收入征管	2023 年 5–6 月
财政事务部	中国——收入征管	2023 年 7 月
统计		
统计部	数据公布特殊标准（SDDS）研讨班	2011 年 4 月
统计部	政府财政统计	2011 年 5 月
统计部	数据工作：为其他金融公司/金融稳健指标数据报送而编制标准化报告格式数据	2012 年 4 月
统计部	季度国民账户	2013 年 11 月
统计部	社会融资总量（TSF）指标/货币和金融统计	2014 年 3 月
统计部	数据公布特殊标准（SDDS）评估	2014 年 8 月
统计部	数据工作：以标准化报告格式报送的货币数据	2014 年 9 月
统计部	数据公布特殊标准（SDDS）评估	2014 年 12 月
统计部	以标准化报告格式报送的社会融资总量/货币数据	2015 年 3 月
统计部	多部门代表团访问：数据公布特殊标准（SDDS）数据诠释的编制和专题技术援助	2015 年 6 月
统计部	季度国民账户	2019 年 3 月

表 1. 中国：能力建设活动一览表，2011 年至 2025 年（续）

货币政策、银行和金融监管以及反洗钱和反恐融资

法律部	反洗钱/反恐融资立法起草	2011 年 3 月
法律部	银行的破产处置	2012 年 5 月
货币与资本市场部	关于 IMF《协定》第八条的研讨会	2017 年 7 月
货币与资本市场部	证券市场监管研讨班	2017 年 9 月
货币与资本市场部	证券市场监管代表团访问	2018 年 3 月
货币与资本市场部	监管和审慎框架	2018 年 8 月
货币与资本市场部	金融部门技术援助	2018 年 9 月
货币与资本市场部	金融部门技术援助	2018 年 11 月
货币与资本市场部	货币政策实施和操作	2019 年 1 月
货币与资本市场部	金融部门技术援助	2019 年 1 月
货币与资本市场部	金融部门技术援助	2019 年 4 月
货币与资本市场部	主权债券期货市场研讨会	2019 年 4 月
货币与资本市场部	基于指标的系统风险监测框架	2019 年 5 月

培训

法律部	反洗钱/反恐融资立法起草代表团访问	2011 年 3 月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2011 年 3 月
基金学院	宏观计量经济预测课程	2011 年 4 月
基金学院	联合培训项目举办的政府财政统计课程	2011 年 5 月
统计部	政府财政统计课程	2011 年 5 月
统计部	政府财政统计课程	2011 年 6 月
基金学院	联合培训项目举办的国际收支和国际投资头寸课程	2011 年 6 月
统计部	国际收支统计课程	2011 年 10 月
基金学院	联合培训项目举办的货币与金融统计课程	2011 年 11 月
统计部	参加经合组织和国家统计局举办的国民账户研讨班	2012 年 3 月
基金学院	联合培训项目举办的金融稳健指标课程	2012 年 9 月
货币与资本市场部	中期债务管理研讨班	2012 年 11 月
基金学院	联合培训项目举办的国际收支和国际投资头寸课程	2013 年 4 月
货币与资本市场部	关于资本账户可兑换和汇率政策的研讨班	2013 年 6 月
统计部	数据公布特殊标准（SDDS）研讨会	2013 年 7 月
基金学院	联合培训项目举办的货币与金融统计初级课程	2013 年 9 月
统计部	国家统计局组织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
货币与资本市场部	金融统计	2014 年 3 月
货币与资本市场部	金融监管研讨班	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
货币与资本市场部	外部和系统性金融风险课程	2017 年 7 月
能力建设学院	宏观经济诊断	2014 年 9 月
基金学院	联合培训项目举办的金融稳健指标课程	2014 年 9 月
统计部	在 IMF 总部为外管局官员举办的关于采用《国际收支和国际投资头寸手册》第六版的挑战和经验的研讨会	2014 年 9 月
能力建设学院	宏观经济预测	2014 年 10 月
统计部	经合组织和国家统计局举办的部门账户研讨班（统计部参加）	2014 年 12 月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2015 年 3 月
货币与资本市场部/ 统计部	社会融资总量指标	2015 年 3 月

表 1. 中国：能力建设活动一览表，2011 年至 2025 年（续）

统计部	会谈：欧洲中央银行会见中国债务证券和数据问题代表团	2015 年 4 月
统计部	会谈：国际清算银行会见中国债务证券和数据问题代表团	2015 年 4 月
货币与资本市场部	特别提款权审查/操作问题	2015 年 6 月
能力建设学院	宏观经济预测	2015 年 6/7 月
基金学院	联合培训项目举办的货币与金融统计高级课程	2015 年 8 月
统计部	国家外汇管理局——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	2015 年 9 月
统计部	国际收支统计	2015 年 9 月
能力建设学院/财政事务部	财政分析和预测	2015 年 11 月
财政事务部/能力建设学院	财政分析和预测课程	2015 年 12 月
统计部	经合组织/国家统计局举办的中国国民账户研讨班（统计部参加）	2016 年 3 月
货币与资本市场部	地方债务市场动态	2016 年 4 月
货币与资本市场部	证券监督研讨班	2016 年 4 月
统计部	关于跨境头寸统计以及新数据倡议实施挑战的研讨会	2016 年 6 月
能力建设学院	宏观经济预测	2016 年 6/7 月
能力建设学院	宏观经济预测——高级课程	2016 年 7 月
能力建设学院	金融部门监督	2016 年 6/7 月
货币与资本市场部	政策执行和市场监督研讨班	2016 年 9 月
能力建设学院	动态随机一般均衡模型分析	2016 年 11 月
能力建设学院	动态随机一般均衡模型分析——中国	2016 年 11 月
能力建设学院	金融部门监督	2017 年 6 月
能力建设学院	宏观经济预测——高级课程	2017 年 6 月
能力建设学院	使用动态随机一般均衡模型开展货币和财政政策分析	2017 年 8–9 月
能力建设学院	动态随机一般均衡模型分析——中国	2017 年 9 月
统计部	跨境头寸统计	2017 年 9 月
能力建设学院	管理资本流动	2018 年 3 月
能力建设学院	宏观计量经济预测和分析	2018 年 5–6 月
能力建设学院	财政政策分析	2018 年 6 月
能力建设学院	金融部门监督	2018 年 6 月
能力建设学院	金融发展与普惠金融	2018 年 6–7 月
能力建设学院	使用动态随机一般均衡模型开展货币和财政政策分析	2018 年 8 月
能力建设学院	使用动态随机一般均衡模型开展货币和财政政策分析（高级课程）	2018 年 8 月
货币与资本市场部	压力测试和系统风险（第一部分）	2018 年 10 月
能力建设学院	金融规划和政策	2018 年 10 月
能力建设学院	包容性增长	2018 年 12 月
货币与资本市场部/能力建设学院	金融监管适应新兴金融科技	2019 年 1 月
战略、政策及检查部	低收入国家的债务可持续性框架和 IMF 政策	2019 年 2–3 月
货币与资本市场部		
能力建设学院/货币与资本市场部	压力测试和系统风险（第二部分）	2019 年 3 月
能力建设学院		2019 年 4 月
能力建设学院	金融市场和工具	2019 年 4 月
货币与资本市场部/能力建设学院	金融部门政策	2019 年 5 月
能力建设学院/法律部	宏观经济诊断	2019 年 5 月
能力建设学院	管理资本流动	2019 年 6 月
统计部	金融部门监督	2019 年 6 月
	债务证券统计	
能力建设学院	使用动态随机一般均衡模型开展货币和财政政策分析——高级研讨班	2019 年 9 月
能力建设学院	财政可持续性	2019 年 9 月

表 1. 中国：能力建设活动一览表，2011 年至 2025 年（续）

法律部	税法设计中的当前国际问题	2019 年 9 月
货币与资本市场部	银行重组和处置	2019 年 9 月
能力建设学院	宏观经济诊断	2019 年 10–11 月
统计部	跨境头寸培训	2019 年 11 月
能力建设学院	金融规划和政策	2019 年 12 月
战略、政策及检查部	债务可持续性分析和 IMF 政策远程研讨班	2020 年 7 月
货币与资本市场部	压力测试和系统风险远程课程	2020 年 9 月
能力建设学院	宏观经济诊断远程课程	2020 年 10 月
能力建设学院	地区一体化中的经济问题（ERIV）	2020 年 11 月
能力建设学院	金融部门政策部分问题（FSSv）	2020 年 11–12 月
战略、政策及检查部/	债务可持续性分析和 IMF 政策	2020 年 12 月
能力建设学院/法律部		
能力建设学院/货币与	管理资本流动（MCFv）	2020 年 12 月
资本市场部/法律部		
能力建设学院	财政政策分析（FPA）	2020 年 12 月
法律部	企业和个人破产（CHI）	2021 年 1 月
能力建设学院	金融市场和工具（FMI）	2021 年 1 月
法律部	税法设计中的国际问题（TLWD）	2021 年 3 月
货币与资本市场部	发行人监管问题研讨会（RS）	2021 年 4 月
能力建设学院	财政框架（FF）	2021 年 7 月
法律部	实施国际反洗钱/反恐融资标准（AMLS）	2021 年 7 月
能力建设学院	使用动态随机一般均衡模型开展货币和财政政策分析（DSGE）	2021 年 8 月
战略、政策及检查部	关于区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）和全面与进步跨太平洋伙伴关	2021 年 9 月
	系协定（CPTPP）对中国影响的网络研讨会	
战略、政策及检查部	债务可持续性分析和 IMF 政策研讨班	2021 年 9 月
/法律部		
货币与资本市场部	银行重组和处置课程	2021 年 11 月
财政事务部	金融发展和金融包容性（FDFI）	2021 年 11 月
统计部	国际货物和服务贸易统计	2021 年 11–12 月
货币与资本市场部	系统性宏观金融风险（MFRA）	2021 年 11–12 月
财政事务部	运用税收征管诊断和评估工具（TADAT）	2021 年 12 月
能力建设学院	管理资本流动	2021 年 12 月
能力建设学院	金融部门政策（FSP）	2022 年 1 月
能力建设学院	宏观经济诊断（MDS）	2022 年 2 月
能力建设学院	金融发展与普惠金融（FDFI）	2022 年 3 月
能力建设学院	财政可持续性（FS）	2022 年 3 月
能力建设学院	债务动态和财政调整路径（第二部分）（DDFAP）	2022 年 3 月
货币与资本市场部	金融科技监管的部分问题（SIFR）	2022 年 3 月
能力建设学院	宏观计量经济学预测和分析（MFA）	2022 年 4 月
能力建设学院	金融市场和工具（FMI）	2022 年 6 月
法律部	实施国际反洗钱/反恐融资标准（AMLS）	2022 年 6 月
能力建设学院	即时预测（NWC）	2022 年 6–7 月
能力建设学院	宏观经济诊断（MDS）	2022 年 8–9 月
战略、政策及检查部	债务可持续性分析和 IMF 政策（DSA）	2022 年 8–9 月
统计部	国际货物和服务贸易统计（ITGS）	2022 年 9 月
货币与资本市场部	银行监管的当前问题（BRS）	2022 年 10 月
财政事务部	税收政策和征管：理论与实践（TPAT）	2022 年 10 月
能力建设学院	管理资本流动（MCF）	2022 年 10–11 月
统计部	资产负债表方法（BSA）	2022 年 11 月
统计部	对外部门统计——中级（ESS-M）	2022 年 11 月
法律部	税法设计中的国际问题（TLWD）	2022 年 11–12 月
能力建设学院	脆弱性诊断（VDS）	2022 年 12 月
能力建设学院	财政可持续性（FS）	2022 年 12 月
财务部	IMF 财务账户操作	2022 年 12 月
能力建设学院	金融部门监管（FSS）	2023 年 3 月
货币与资本市场部	“实现绿色金融”网络研讨会	2023 年 4 月

表 1. 中国：能力建设活动一览表，2011 年至 2025 年（完）

统计部	金融稳健指标（FSI）	2023 年 6 月
法律部	实施国际反洗钱/反恐融资标准（AMLS）	2023 年 7 月
能力建设学院	系统性宏观金融风险分析	2024 年 5 月
能力建设学院	数字时代的跨境支付	2024 年 5 月
能力建设学院	银行重组和处置	2024 年 10 月
能力建设学院	银行监管中的公司治理	2025 年 3 月
货币与资本市场部	银行监管的核心要素（CBS）	2023 年 7 月
能力建设学院	使用动态随机一般均衡模型分析货币和财政政策（DSGE）	2023 年 8–9 月
统计部	货币和金融统计——入门（MFS-I）	2023 年 9 月
能力建设学院	金融科技市场发展及政策影响（FINTECH）	2023 年 9 月
能力建设学院	宏观经济诊断（MDS）	2023 年 9 月
财政事务部	税收政策和征管：理论与实践（TPAT）	2023 年 10 月
亚太部/财政事务部/统计部	地方政府财政风险的管理	2023 年 10 月
法律部	税法设计中的国际问题（TLWD）	2023 年 11 月
战略、政策及检查部	债务可持续性分析和 IMF 政策（DSA）	2023 年 11 月
货币与资本市场部	金融科技监管的部分问题	2023 年 11 月
能力建设学院	宏观计量经济预测和分析	2023 年 12 月
能力建设学院	包容性增长	2023 年 12 月
货币与资本市场部	银行重组和处置	2023 年 12 月
货币与资本市场部	宏观经济压力测试	2024 年 1 月
能力建设学院	央行数字货币：原则和政策考虑因素	2024 年 2 月
能力建设学院	金融部门政策	2024 年 3 月
能力建设学院	宏观计量经济预测和分析	2024 年 4 月
亚太部/财政事务部/统计部	IMF-中国财政部政府财政统计技术合作	2024 年 4 月
财政事务部	财政改革技术合作项目	2024 年 6 月
亚太部/财政事务部/统计部	IMF-中国财政部政府财政统计技术合作	2024 年 7 月
战略、政策及检查部	市场融资国主权风险和债务可持续性框架（SRDSF）与 IMF 政策（SRDSF-MAC）	2024 年 11 月
法律部	联合评估人员培训（JAT）	2025 年 3 月
法律部	为金融行动工作组第五轮反洗钱/反恐融资互评估，对中国开展被评估国培训	2025 年 6 月
货币与资本市场部	资本市场监督与发展研讨班	2025 年 7 月
货币与资本市场部	零售支付、货币创新与央行数字货币	2025 年 10 月
统计部	资产负债表方法附加研讨班	2025 年 11 月

中华人民共和国执行董事张正鑫的陈述

2026 年 2 月 13 日

我们感谢格娃总裁、卡茨第一副总裁和基金组织工作人员在 2025 年中国第四条款磋商期间与中方开展的富有建设性的政策对话。我们赞赏工作人员磋商期间展现的敬业和辛勤工作精神，重视工作人员全面而重点突出的分析。2025 年，中国经济展现出超强韧性，实现平稳增长。今年是“十五五”规划开局之年，中国将扩大内需、优化供给，因地制宜发展新质生产力，推动经济高质量发展。

一、中国近期经济形势与中期增长前景

我们欢迎工作人员上调 2025 年和 2026 年中国经济增速预测。2025 年，面临国际经贸秩序遭受严重冲击、国内困难挑战增多的复杂形势，中国实施更加积极有为的宏观政策，中国经济继续稳中向好。GDP 首次跃上 140 万亿元新台阶，同比增长 5.0%，对世界经济增长贡献率继续保持在 30%左右，依然是全球增长的重要推动力。内需对经济增长的贡献率达 67.3%，其中消费对经济增长的贡献率达 52%，消费需求持续释放，稳定经济增长大盘。社会消费品零售总额同比增长 3.7%，工业增加值同比增长 5.8%，货物贸易进出口（人民币计价）同比增长 3.8%，其中出口增长 6.1%，进口增长 0.5%，城镇调查失业率为 5.2%。物价企稳回升，核心 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅较上年扩大 0.2 个百分点。其中，12 月 CPI 同比上涨 0.8%，为 2023 年 3 月以来最高涨幅，核心 CPI 同比上涨 1.2%，连续 4 个月涨幅在 1%以上；PPI 同比下降 1.9%，降幅收窄。随着提振消费措施以及反内卷政策的实施，未来 CPI 将温和回升。

展望未来，贸易紧张局势和地缘政治冲突将继续导致诸多不确定性，国内需求仍有待提升，但中国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有改变。短期看，生产、价格、预期等很多指标出现积极变化。2025 年 12 月规模以上工业增加值、服务业生产指数同比增速较上月加快，物价同比涨幅扩大，

制造业 PMI 重回扩张区间。年初的财政金融协同促内需一揽子政策也为今年经济起步创造了有利条件。**长期看**，中国具有超大规模市场优势、完整产业体系优势、丰富人才资源优势，科技和产业创新进入成果集中爆发阶段，高端装备、绿色能源、智能制造等新兴领域蓬勃发展。这些积极的因素应在报告中有更多的体现。

二、各项政策议题

（一）货币政策：中国实施适度宽松的货币政策在方向上与工作人员的建议是一致的。2025 年，人民银行坚持实施好适度宽松的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕，货币金融政策支持实体经济的效果明显。2025 年末社会融资规模同比增长 8.3%，广义货币供应量（M2）同比增长 8.5%，均明显高于名义 GDP 增速，货币金融环境是适度宽松的。近两年人民银行已降息三次共 0.4 个百分点至 1.4%，力度是比较大的。2025 年 12 月，新发放企业贷款加权平均利率和个人住房贷款加权平均利率均约为 3.1%，自 2018 年下半年以来分别下降了 2.5 个和 2.6 个百分点。此外，金融结构不断优化，加大对科技创新、提振消费等扩大内需重点领域的支持，科技、绿色、普惠、养老产业和数字经济等重点领域贷款保持两位数增长。

2026 年，中方将继续实施好适度宽松的货币政策，把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量。**总量政策方面**，灵活高效运用降准降息等多种货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。今年降准降息还有一定的空间。**结构性政策方面**，人民银行已在今年初先行出台一批货币金融政策。利率上，下调各类结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点。类型上，单设 1 万亿元民营企业再贷款，合并设立科技创新与民营企业债券风险分担工具。额度上，增加支农支小再贷款额度 5000 亿元至 4.35 万亿元，增加科技创新和技术改造再贷款额度 4000 亿元至 1.2 万亿元。支持范围上，拓展碳减排支持工具、服务消费与养老再贷款这两项工具的支持领域。

（二）对外部门评估和汇率政策：我们不同意工作人员关于 2025 年中国外部头寸强于基本面的初步评估。第一，评估没有考虑贸易限制和地缘政治

因素等对经常账户的影响，也没有考虑贸易前置等暂时性因素的影响。2025 年中国出口保持增长，首先是中国产品的竞争力和创新能力，其次是美国贸易政策不确定性导致的出口前置。进口增速主要受部分发达经济体贸易限制以及大宗商品价格回落影响。**第二，EBA 模型存在诸多局限性，重点关注经常账户，没有考虑金融账户；各国使用统一模型，无法充分考虑各国特殊情况等。目前 EBA 模型尚在审议过程中，待 EBA 模型审议结束后应及时更新分析，避免传递错误信号。**

中国汇率政策是清晰的、一贯的，坚持市场在汇率形成中发挥决定性作用，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。中国没有必要、也无意通过汇率贬值来获取国际贸易竞争优势。2025 年以来受美挑起关税战的影响，人民币汇率明显承压，但 8 月以来，随着中美经贸紧张局势缓解，人民币汇率已有所升值。影响汇率的因素不只是经常账户，还包括资本流动对汇率的影响。而实际有效汇率的贬值则主要反映了国内通胀水平低于贸易伙伴。

（三）财政政策：我们同意工作人员关于“扩张性财政政策为经济增长提供了受欢迎的支持”的判断，但对财政政策支持力度较小、增扩债务概念和地方政府债务等问题有不同看法。

2025 年中国实施了更加积极的财政政策，既有力支持当下的经济增长，也有效推动中国经济结构转型。一是加大逆周期调节力度。2025 年赤字率按 4%安排，比上年提高 1 个百分点；发行特别国债 5000 亿元，补充国有大型商业银行核心一级资本；安排 5000 亿元地方政府债务结存限额，补充地方政府综合财力和扩大有效投资。二是着力提振消费。发行超长期特别国债 1.3 万亿元，持续支持“两重”“两新”，其中安排消费品以旧换新资金 3000 亿元；出台实施个人消费贷款和服务业经营主体贷款贴息政策，调整优化免税店和游客离境退税政策。三是持续加强民生保障。中央财政下达就业补助资金 667.4 亿元，提高居民医保补助标准和基本养老金最低标准，逐步推行免费学前教育，对 3 周岁以下婴幼儿发放育儿补贴。

2026 年，中国将继续实施更加积极的财政政策。总量增加，扩大财政支出规模，确保必要支出力度。结构更优，持续优化支出结构，确保资金用在

紧要处，把更多的财政资金用在提振消费、“投资于人”、民生保障等方面。效益更好，着力提高资金使用效益。动能更强，深化财税重点领域改革。

关于地方政府债务，中国政府于 2024 年 9 月出台 10 万亿元地方政府专项债券置换隐性债务的政策。截至 2025 年 9 月末，6 万亿元地方政府债务限额已发行约 4 万亿元，债务平均利息成本降低超 2.5 个百分点，大幅减轻了地方还本付息压力，地方政府债务风险逐步收敛。与此同时，中国政府已采取了多项措施化解融资平台债务风险，取得阶段性成效。明确“省负总责”要求，通过并购重组、注入资产等将融资平台转型为市场化的经营主体，引导金融机构通过展期、借新还旧、置换等市场化方式化解融资平台债务风险。截至 2025 年 9 月，已有约 70% 的融资平台通过市场化转型等方式，退出了融资平台的序列。即使对这些已退出融资平台序列的经济主体的债务，相关部门仍予以密切监测。

（四）防范化解金融风险：中国金融系统总体保持稳健，金融风险持续收敛、总体可控。地方政府融资平台债务和房地产市场相关风险已得到较好的管控和应对。中国主要金融机构均补充了核心资本，截至 2025 年 9 月末，商业银行资本充足率达 15.36%，不良贷款率为 1.52%，保险公司综合偿付能力充足率 186%，证券公司、期货公司平均风险覆盖率分别为 295%、226%，均显著高于监管标准，风险抵御能力总体充足。隐性债务置换正在有序推进，地方融资平台风险的化解取得阶段性成效。房地产市场方面，通过央行对首付比例、新发放和存量按揭利率、结构再贷款工具等宏观审慎政策的调整，以及金融监管部门白名单制度等安排，当局较好应对了房地产长周期调整对金融体系的外溢冲击，保持了金融机构和金融市场的总体稳定。

房地产市场经历三年多的深度调整后，已到达底部区间。一线城市率先反弹、全国销量和价格降幅收窄、租售比稳步上升以及保交楼顺利完成、优质房企境外发债重启等均预示着市场止跌企稳的信号。短期看，保障性住房建设、城中村改造、城市更新等对稳定房地产投资和宏观经济将发挥积极作用。长期看，中国城镇化仍处于发展阶段，户籍人口城镇化率只有 48% 左右，城镇化发展将为房地产市场长期稳定发展提供有力支撑。

（五）产业政策：我们同意工作人员关于产业政策如实施得当可推动创新和自力更生、纠正外部性等的观点，但工作人员对中国产业政策规模和影响的估算存在明显夸大。首先，目前对产业政策没有统一的测量方法，对不同的产业政策进行线性的、机械的加总测算，在方法论上存在固有局限。目前工作人员对中、美、欧产业政策规模的测算分别覆盖不同的范围和采用不同的数据口径，完全缺乏可比性。**其次**，关于中国产业政策的财政成本约占GDP4%的测算存在局限性，从上市公司数据推算至其他企业有失偏颇；土地折价、广义税收优惠以及信贷支持等很多措施根据市场化原则达成，夸大了产业政策的范围。**最后**，关于产业错配导致中国GDP水平下降约2%的估算也需慎重。中国产业政策重点聚焦创新发展、绿色低碳转型以及激发中小企业活力，我们认为，科学有效的产业政策对创新和总体生产率起到正向的促进作用。如，中国推动绿色发展的产业政策推动了绿色低碳发展，对全球也产生了正面的溢出效应。

无论历史上还是现在，产业政策都是各国通行做法，并非中国独有。历史上，很多发达国家都采用过产业政策。目前，包括美欧在内的很多发达国家也在继续采用产业政策，甚至使用贸易限制等排他性和歧视性措施。而**中国的产业政策是开放、透明的**，平等适用于各类国企、民企和外资主体，强调发挥市场在资源配置中的决定性作用。近年来中方在产业政策方面更加注重技术创新而非产能扩张，对许多行业的补贴已经逐渐退出。如，中方近期宣布将于今年4月起取消光伏等200多种产品的增值税出口退税。对产业政策的讨论应客观公正，不能搞双标或泛化产业政策定义。

中国制造业竞争力源自高效完备的产业链体系、充分竞争的市场生态以及坚持不懈的技术创新，同时顺应了全球科技革命和绿色发展的方向，并非靠产业政策就能补出来，而是市场发挥作用的结果。中国自加入WTO以来，切实履行世贸组织各项协定和开放承诺，严格遵守WTO各项规则，切实履行补贴政策与信息通报义务及透明度要求，坚决维护多边主义。

（六）促进消费：中国政府高度重视扩内需、促消费工作，这与报告提出的推动向消费拉动型增长模式转型的建议也是一致的。2025年以来，中国

政府积极实施提振消费专项行动，出台消费品以旧换新等一系列政策措施，举办“购在中国”系列活动，扩大服务消费，培育新型消费，创新消费场景，进一步激发国内消费潜力。人民银行设立服务消费与养老再贷款，扩大科技创新和技术改造再贷款规模，推动服务重点领域消费。“十五五”规划提出大力提振消费，将进一步增强消费对经济增长的基础性作用。

（七）贸易政策和国际合作：我们同意工作人员关于中国在加强多边贸易体系中扮演重要角色、应继续努力推动高标准贸易协定的观点。中国坚持真正的多边主义，积极参与全球经济治理，维护以世贸组织为核心的多边贸易体制，稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放，营造市场化、法治化、国际化一流营商环境，积极实施“单边开放”新举措，推进高水平对外开放。中方对 53 个非洲建交国实施 100%税目产品零关税；推动自贸试验区开放，跨境服务贸易领域新开放措施陆续落地，支持有条件的自贸区对接 CPTPP、DEPA 等国际高标准规则开展先行先试；在全国对跨境服务贸易建立负面清单管理模式。目前中方已与 31 个国家和地区签署 24 个自贸协定，其中中国与东盟于 2025 年 10 月签署自贸区 3.0 版升级议定书。中方还在积极推进与洪都拉斯、秘鲁、海合会、新西兰、韩国、瑞士等贸易伙伴建立或升级自贸协定谈判。中国连续 8 年举办进博会，意向成交金额累计超过 5800 亿美元，与世界共享中国发展机遇、共谋发展。2025 年 12 月海南自由贸易港启动全岛封关运作，高水平对外开放迈出重要一步。

此外，中方一直致力于改善数据质量，认真遵守基金组织在数据披露方面的义务和承诺。当局与基金组织一直保持密切沟通，2025 年 7 月中方与基金组织就统计问题等进行了深入交流。为了更好的遵循基金组织国际收支原则，中方采用通过企业直接采集数据的方法记录国际收支货物贸易，并拟于今年 3 月公布投资收入项下外国直接投资和非外国直接投资的细分数据以及金融账户的部门细分数据。中方还积极参与基金组织全球不对称任务组以及货币与金融统计咨询委员会有关工作，分享中国经验。

最后，我们再次感谢基金组织总裁 Kristalina Georgieva 女士、第一副总裁 Dan Katz 先生、亚太部主任 Srinivasan 先生、亚太部副主任 Helbling 先生

和磋商团长 Jain-Chandra 女士、副团长 Kothari 先生和整个中国团队的辛勤、专业工作，以及对基金组织与中国当局之间合作的长期支持。