



中华人民共和国

2018 年 7 月

2018 年第四条磋商——新闻发布稿，工作人员报告，工作人员陈述以及中华人民共和国执行董事的陈述

根据基金组织协定第四条，基金组织通常每年与成员国举行双边讨论。在 2018 年与中华人民共和国第四条磋商的背景下，发布了下述文件，并纳入本文件包：

- **新闻发布稿**总结了执董会 2018 年 7 月 18 日讨论工作人员报告从而结束本次与中国第四条磋商过程中发表的意见。
- **工作人员报告**由基金组织工作人员小组在 2018 年 5 月 30 日结束的与中华人民共和国官员关于经济发展和政策的讨论后撰写，供执董会 2018 年 7 月 18 日讨论。报告依据的是讨论时所能获得的信息，于 2018 年 6 月 28 日撰写完毕。
- 基金组织工作人员撰写的**信息附录**。
- **工作人员陈述**对近期经济发展信息进行更新。
- 中华人民共和国**执行董事的陈述**。

公众可以联系以下部门获取该报告副本
Copies of this report are available to the public from

International Monetary Fund • Publication Services
PO Box 92780 • Washington, D.C. 20090
电话：(202) 623-7430 • 传真：(202) 623-7201
电子邮件：publications@imf.org 网址：<http://www.imf.org>
价格：每份 18.00 美元

国际货币基金组织
华盛顿特区



新闻发布稿第 18/310 号
立即发布
2018 年 7 月 26 日

国际货币基金组织
美国华盛顿特区西北区
19 街 700 号，20431

基金组织执董会结束与中华人民共和国 2018 年第四条磋商

2018 年 7 月 18 日，国际货币基金组织（基金组织）执董会结束了与中国的第四条磋商¹。

中国经济继续表现强劲。在全球贸易周期性回升的带动下，中国的 GDP 增长率在 2017 年加速到 6.9%。预计 2018 年增长率将小幅下降到 6.6%，原因是金融监管收紧措施的滞后效应以及外部需求的减弱。总体通胀仍保持在 2%左右的水平上，预计今后将逐步上升到 2.5%。

几个关键领域的改革继续取得进展。各项广泛的监管改革降低了金融部门的风险，过剩产能削减工作继续推进，控制污染的工作力度加强，开放进程近期加快。

信贷增长显著减缓，但依然强劲。尽管企业债务与 GDP 之比趋于稳定，但非金融部门债务总额的上升速度仍快于 GDP 增长。估计 2017 年的广义政府部门赤字（包括估计的预算外投资支出）约相当于 GDP 的 11%。

2017 年，经常账户顺差与 GDP 之比下降了 0.4 个百分点，降至 1.4%。预计 2018 年将缩小到 GDP 的 0.9%，原因在于贸易条件恶化。净资本流出从 2016 年的 6460 亿美元大幅下降到 2017 年的 730 亿美元。人民币对一篮子货币的汇率在 2017 年基本稳定，评估认为人民币币值大体符合基本面。

执董会的评估²

执董们对于当局果断将政策重点从高速增长转向高质量增长的战略表示欢迎。对于近期在改革方面取得的进展，特别是采取降低金融风险的措施和持续推进经济开放，他们表示赞赏。他们指出，中国的增长前景依然强劲，并认为这提供了一个机遇，使中国能够在现有政策议程基础上，加快推进再平衡调整，并实施其他改革。

执董们强调了继续控制信贷增长的重要性。他们强调，应继续收紧宏观金融政策，同时淡化增长目标。他们同意，应继续实施金融监管改革，抑制家庭借款，并控制预算外地方政府投资，这些措施将有助于实现更可持续的经济增长。

执董们对于经常账户再平衡方面取得的进展表示欢迎，但他们指出，其他一些方面的再平衡工作有所减缓。他们强调，应当更加果断地实施结构性改革，以支持消费，减少收入不平等和污染，从而加快推进再平衡进展。在这方面，他们期待当局推出有关增加社会支出和改革养老金的计划。他们

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

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

指出，采用更加一体化的政策框架，将有助于解决各种再平衡工作之间的矛盾。

执董们同意，应让市场发挥更具决定性的作用。特别是，他们强调，需要削弱公共部门在一些行业的主导地位，继续推进国有企业改革，向私营部门开放更多市场，并确保公平竞争。

对于当局对自由贸易和多边主义的坚定承诺，执董们表示欢迎。他们认为，最近宣布的一揽子开放政策是朝着正确方向迈出的步伐，并敦促当局加快这一领域的改革。他们强调，应当以能够支持和加强国际贸易体系和全球经济的方式来化解贸易矛盾。

执董们同意，为了实施当局的高质量增长议程，需要进一步改善政策框架。他们支持继续推进金融监管改革，采用在更大程度上基于价格的货币政策框架，并解决中央与地方财政责任失调问题。在这方面，他们欢迎在落实金融部门评估规划（FSAP）建议方面取得的进展。执董们还强调了解决中国宏观经济数据缺口问题的重要性。执董们同意，对于“一带一路”倡议，应建立总体框架，改善协调和监督，采取更为开放的采购方式，并适当关注伙伴国的债务可持续性，这些措施有助于该倡议的成功实施。

执董们注意到工作人员的下述评估，即人民币汇率仍大体符合基本面，尽管 2017 年的外部头寸略强于基本面对应的水平。他们对于中国汇率灵活性有所提高表示欢迎，同时认为汇率灵活性应进一步提高。执董们同意，应加快实施有关改革，以促进继续放宽和取消资本流动管理措施，并进一步推进资本账户开放。

中国：部分经济指标

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	预测										
(年度百分比变化, 除非另有注明)											
国民账户											
实际 GDP	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6	6.4	6.3	6.0	5.7	5.5
国内总需求	8.1	7.2	7.2	7.6	6.4	6.8	6.6	6.5	6.3	6.0	5.8
消费	7.2	7.2	8.3	8.6	7.6	8.0	7.4	7.0	6.8	6.3	6.1
投资	9.1	7.1	6.1	6.5	4.9	5.3	5.7	5.8	5.8	5.6	5.4
固定	9.3	6.8	6.7	6.8	4.3	5.3	5.9	6.0	6.0	5.8	5.6
库存 (贡献)	0.1	0.2	-0.2	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净出口 (贡献)	0.1	0.4	-0.1	-0.6	0.6	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
资本形成总额 (占 GDP 百分比)	47.3	46.8	44.7	44.1	44.4	44.3	43.9	43.3	42.7	42.2	41.6
国民储蓄总额 (占 GDP 百分比) 1/	48.8	49.0	47.5	45.9	45.8	45.2	44.7	44.1	43.4	42.7	42.0
劳动力市场											
失业率 (年度平均) 2/	5.0	5.1	5.1	5.0	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
就业	0.4	0.4	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
价格											
消费者价格 (平均)	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.3	2.5	2.7	2.8	2.9	3.0
GDP Deflator	2.4	1.0	1.1	-0.1	1.9	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3
金融											
7 天回购利率 (百分比)	5.4	5.1	2.5	2.6	3.1	...	...	...	...	...	...
10 年期政府债券利率 (百分比)	4.6	3.7	2.9	3.1	3.9	...	...	...	...	...	...
实际有效汇率 (平均)	6.3	3.1	10.1	-5.6	-2.6	...	...	...	...	...	...
名义有效汇率 (平均)	5.3	3.1	9.5	-6.5	-2.5	...	...	...	...	...	...
宏观金融											
社会融资总量 2/	17.5	14.3	12.4	12.9	12.0	10.5	11.5	10.9	10.1	9.5	9.2
占 GDP 百分比	180	190	198	209	215	219	224	228	232	235	238
非金融部门国内债务总额	17.4	17.1	15.4	16.4	14.0	12.2	12.0	11.3	10.5	9.9	9.5
占 GDP 的百分比	192	207	222	242	253	261	269	275	281	286	290
对私人部门的国内信贷	16.6	13.2	15.8	16.5	12.8	10.6	10.6	10.1	9.4	8.8	8.5
占 GDP 百分比	142	149	159	174	180	183	186	189	191	192	193
房价 4/	7.7	1.4	9.1	11.3	5.7	8.6	8.3	7.9	7.2	6.8	6.0
家庭可支配收入 (占 GDP 百分比)	59.8	60.4	60.5	61.0	60.6	61.0	61.2	61.4	61.5	61.6	61.5
家庭储蓄 (占可支配收入百分比)	38.5	38.0	37.1	35.5	35.5	34.7	34.0	33.3	32.3	31.4	30.5
家庭债务 (占 GDP 百分比)	33.0	35.4	38.2	44.2	49.2	51.0	52.8	54.9	56.8	59.0	61.3
非金融企业国内债务 (占 GDP 百分比)	109	113	121	130	131	132	133	134	134	133	132
国际清算银行估算的信贷/GDP 率缺口 (占 GDP 百分比) 5/	18.9	21.5	27.2	24.7	12.6	...	...	...	...	...	...
预算内广义政府 (占 GDP 百分比)											
净贷款/借款 6/	-0.8	-0.9	-2.8	-3.7	-3.9	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1
收入	27.7	28.1	28.5	28.2	28.4	28.8	28.9	28.6	28.3	28.2	28.0
从出售土地中获得的额外资金	2.7	2.7	1.9	2.0	2.6	2.3	2.0	1.7	1.4	1.2	1.0
支出	31.2	31.6	33.2	33.9	34.9	35.2	35.0	34.4	33.8	33.5	33.1
债务 7/	16.0	38.6	36.4	36.7	36.9	38.1	39.3	40.4	41.4	42.4	43.2
结构性余额	-0.5	-0.5	-2.5	-3.6	-4.0	-4.2	-4.2	-4.2	-4.2	-4.2	-4.1
国际收支 (占 GDP 百分比)											
经常账户差额	1.5	2.2	2.7	1.8	1.4	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5	0.4
贸易差额	3.7	4.1	2.7	4.4	4.0	3.3	3.1	2.9	2.7	2.5	2.3
服务差额	-1.3	-2.0	2.7	-2.1	-2.2	-2.1	-2.0	-2.0	-2.0	-1.9	-1.9
净国际投资头寸	20.7	15.2	2.7	17.4	15.1	13.9	13.6	13.2	12.9	12.4	11.9
官方储备总额 (十亿美元)	3,880	3,899	2.7	3,098	3,236	3,198	3,144	3,088	3,024	2,935	2,809
备忘项											
名义 GDP (十亿人民币) 8/	59,696	64,718	69,911	74,563	81,204	88,282	96,107	104,434	113,132	122,194	131,915
增扩概念的债务 (占 GDP 百分比) 9/	48.1	52.3	56.6	62.0	67.5	72.4	77.1	81.3	85.0	88.5	91.6
增扩概念的净贷款/借款 (占 GDP 百分比) 9/	-7.6	-7.2	-8.4	-10.4	-10.8	-10.7	-10.9	-10.8	-10.7	-10.4	-10.3

来源：彭博社；CEIC 数据公司；基金组织信息通告系统；以及基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 基金组织工作人员对 2016 年和 2017 年的估计。

2/ 调查失业率。

3/ 未经地方政府债务置换调整。

4/ 基金组织工作人员根据国家统计局公布的 70 个大中城市房价数据 (商品住宅价格) 估计的平均售价。

5/ 最新观测数据是 2017 年第三季度的数据。

6/ 对当局的财政预算余额进行了调整，以反映合并的广义政府预算余额，包括政府管理的资金、国家管理的国有企业资金、平准基金的调整以及社保基金。

7/ 官方政府债务。2015 年之前的债务估计数包括中央政府债务和显性地方政府债务 (财政部和人民代表大会 2015 年 9 月确定的)。广义政府债务 2014 年的大幅增加反映了当局对地方政府过去预算外债务的确认。2015 年之后的债务估计数假设 2015-2021 年预算外借款为零。

8/ 支出侧名义 GDP。

9/ 增扩概念的财政数据将政府范围扩大到包括地方政府融资平台和其他预算外活动。



中华人民共和国

2018 年第四条磋商工作人员报告

2018 年 6 月 28 日

主要问题

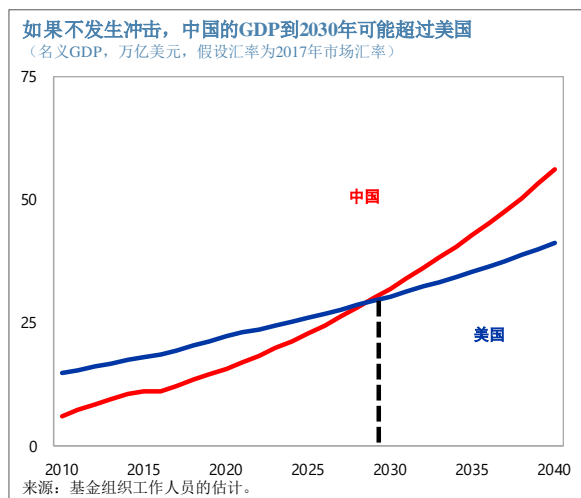
背景。中国正处在一个历史关键时刻。继几十年高速增长之后，当局目前将重心放在高质量增长上。能否及如何实现这一转变，将决定中国未来几十年的发展道路。最近经济呈现出强劲的增长势头，化解金融风险取得显著进展，这降低了近期发生急剧调整的可能性。一些领域的再平衡进程加快，特别是经常账户顺差继续缩小，经济增长对信贷的依赖程度下降。但许多其他领域的再平衡进展放缓，带动经济增长提速的是出口而非消费。另外，信贷增长虽已减缓，但依然过快。

政策。工作人员认为，一方面，当局表示将着眼于稳定杠杆率、让市场力量发挥决定性作用并促进创新和开放，另一方面，债务增长依然不可持续，国家在经济中仍发挥着普遍作用，一些领域的贸易和投资体制的限制性较高，这两方面之间存在矛盾。为了实现预期更高质量的发展，需要解决这些政策矛盾，以现有改革议程为基础，利用当前的增长势头，未雨绸缪。关键要素是：

- 继续控制信贷增长
- 加快推进再平衡进程
- 让市场力量发挥更大作用
- 促进开放
- 实现政策框架的现代化

前景。由于国内增长势头强劲，全球贸易正在复苏，改革取得显著进展，因此，近期前景依然稳健。随着全球金融市场条件收紧和贸易紧张局势加剧，外部风险已经上升。更长期的前景取决于当局为实现目标而采取的政策——坚定的市场化改革将促使经济实现持续、稳定、依然强劲的增长，

而继续实施国家和信贷驱动的政策则可能导致资源持续配置不当和风险进一步积累，从而使最终发生急剧调整的可能性增大，并损害长期增长前景。



**Markus Rodlauer 和
Petya Koeva Brooks
批准**

磋商讨论于2018年5月17-30日在深圳和北京进行。磋商团队由以下人员组成：J. Daniel（团长）、S. Das、D. Ding、S. Jain-Chandra、E. Jurzyk、R. Mano（均来自亚太部）、M. Catalan（货币与资本市场部）、G. Li（财政事务部）、C. Tovar（战略、政策及检查部）以及A. Schipke、S. Chen和L. Zhang（驻华代表）。M. Rodlauer（亚太部）和第一副总裁D. Lipton分别参加了5月28-29日的总结性会谈和高级别会谈。金中夏、孙平和刘云（均来自中国执董办）参加了官方会谈。D. Wong协调了媒体活动。G. Alvim、K. Chow、L. Tolentino、J. Zhang、Q. Shan和J. Li为代表团访问提供了支持。

目录

背景：历史关键时刻	4
近期发展：增长更强劲，但再平衡进程放缓	6
政策：消除政策矛盾，实现高质量增长	13
A. 继续控制信贷增长	13
B. 加快推进再平衡进程	16
C. 让市场发挥更大作用	18
D. 促进开放	20
E. 实现政策框架的现代化	22
前景与风险	26
工作人员的评估	28
专栏	
1. 信贷效率：近期发展与展望	11
图	
1. 近期发展和前景：增长势头坚实	30
2. 再平衡：进展不均衡	31
3. 信贷：信贷缺口收窄，但依然很大	32
4. 货币：货币市场利率上升	33
5. 财政：2017年继续放松	34
6. 对外：资本流出压力缓解	35
7. 银行：资产增长急剧减缓	36
8. 金融：金融环境收紧	37
9. 外国直接投资监管限制性的跨国比较	38
表	
1. 中国：部分经济指标	39
2. 中国：国际收支	40
3. 中国：外部脆弱性指标	41
4. 中国：货币和信贷走势	42

5. 中国：广义政府财政数据	43
6. 中国：非金融部门债务	44
7. 中国：再平衡记分卡	45
8. 中国：国有企业表现	46

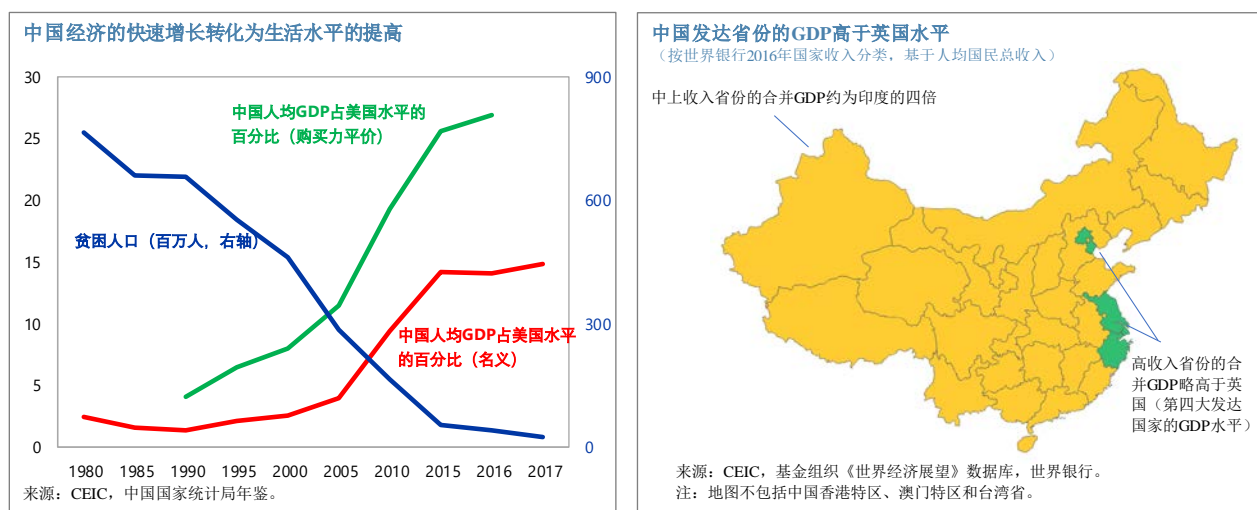
附录

I. 中国：对外部门报告	47
II. 风险评估矩阵	49
III. 2017年第四条磋商主要建议的落实情况	50
IV. 2017年金融部门评估规划（FSAP）主要建议的实施情况	54
V. 债务可持续性分析	64
VI. 对当局资本流动管理方法的评估	75

背景：历史关键时刻

“我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。”（中国国家主席习近平，2017年）

1. **2018年正逢中国实行“改革开放”政策40周年。**四十年的改革使中国发生了翻天覆地的变化，中国从世界最贫穷国家之一跃升为第二大经济体，为全球经济增长贡献了三分之一。在此期间，有8亿多中国人脱离贫困，中国已跻身中高收入国家行列。中国人均GDP继续向美国人均GDP水平靠拢，只是过去几年速度有所放缓。中国有少数省份已达到发达经济体的收入水平，但大部分地区的人均收入水平与发达经济体相比仍相差甚远，因此，中国仍有继续追赶的巨大空间。

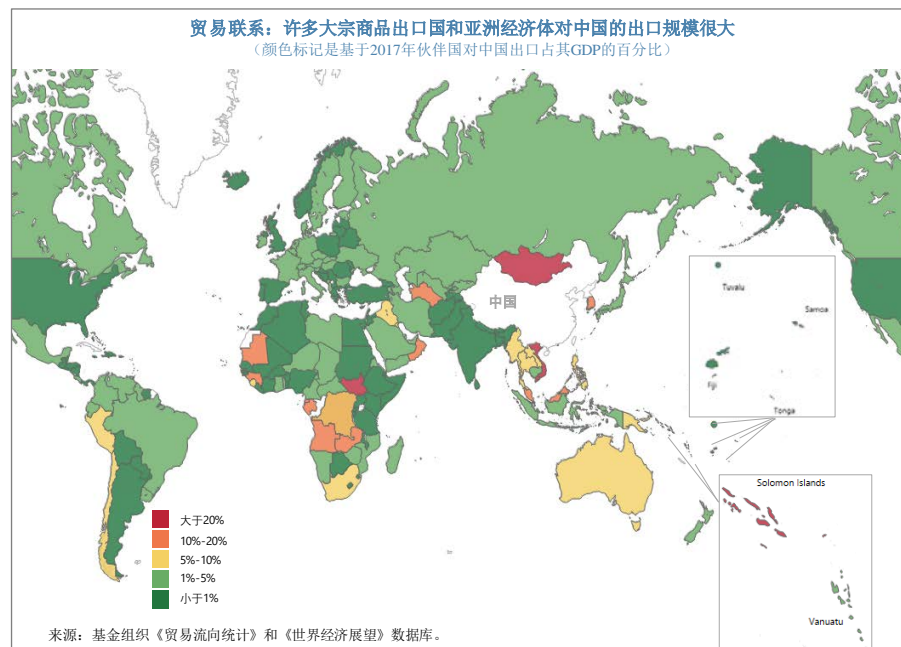
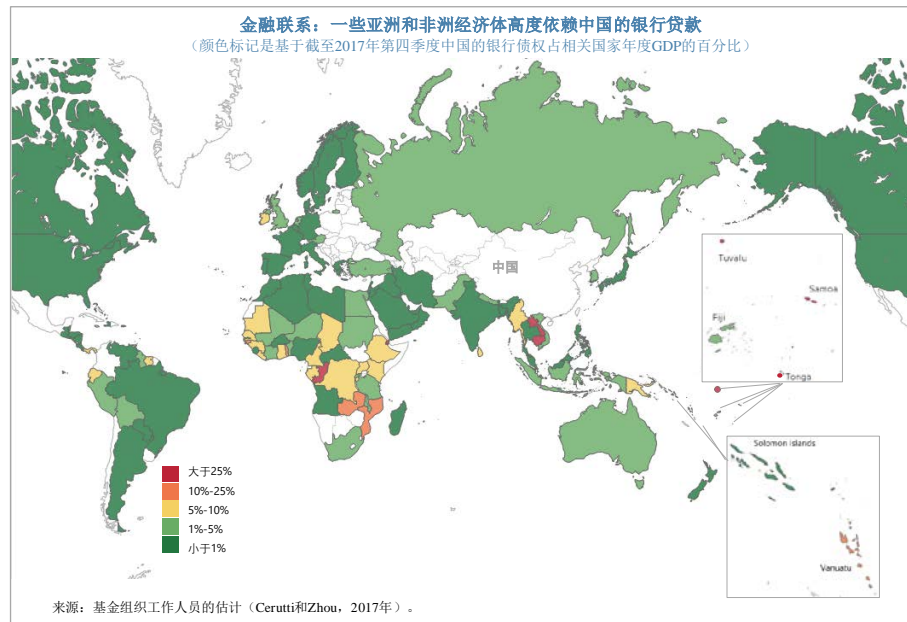


2. 去年十月举行的中国共产党全国代表大会宣布中国进入“新时代”，提出了到本世纪中叶建成“社会主义现代化强国”的战略愿景。随着中国面临的主要发展挑战从“满足人民的基本需要”转变为满足人民“日益增长的美好生活需要”，当局开始致力于实现经济从高速增长向高质量增长的转变。为实现上述目标而实施的两套一揽子政策方案是：（1）“供给侧结构性改革”——其中包含一系列旨在消除结构性脆弱因素（例如产能过剩、房地产库存过高、杠杆比率高）的措施；（2）“三大攻坚战”，即化解金融风险（目标是三年内使债务/GDP比率趋于稳定）、消除极度贫困以及防治污染。这些改革意图表明中国至少在意愿上希望放弃过去的做法，不再通过需求侧刺激来驱动中国GDP的快速增长。政府的优先任务还包括培育新的增长引擎，通过创新、产业升级和进一步开放来提升国家竞争力。

3. 在中国共产党全国代表大会之后，当局大刀阔斧地开展机构改革，以落实改革议程。这包括在若干关键领域（例如结构性改革）组建中国共产党的“中央委员会”，并赋予其在决策和监管方面的正式职能；重组金融监管框架，由新设立的金融稳定发展委员会负责机构间协调；合并银行和保险监管机构；扩大环保部的职责；并设立新政府机构负责国际援助及市场监管（包括反垄断和知识产权保护）。

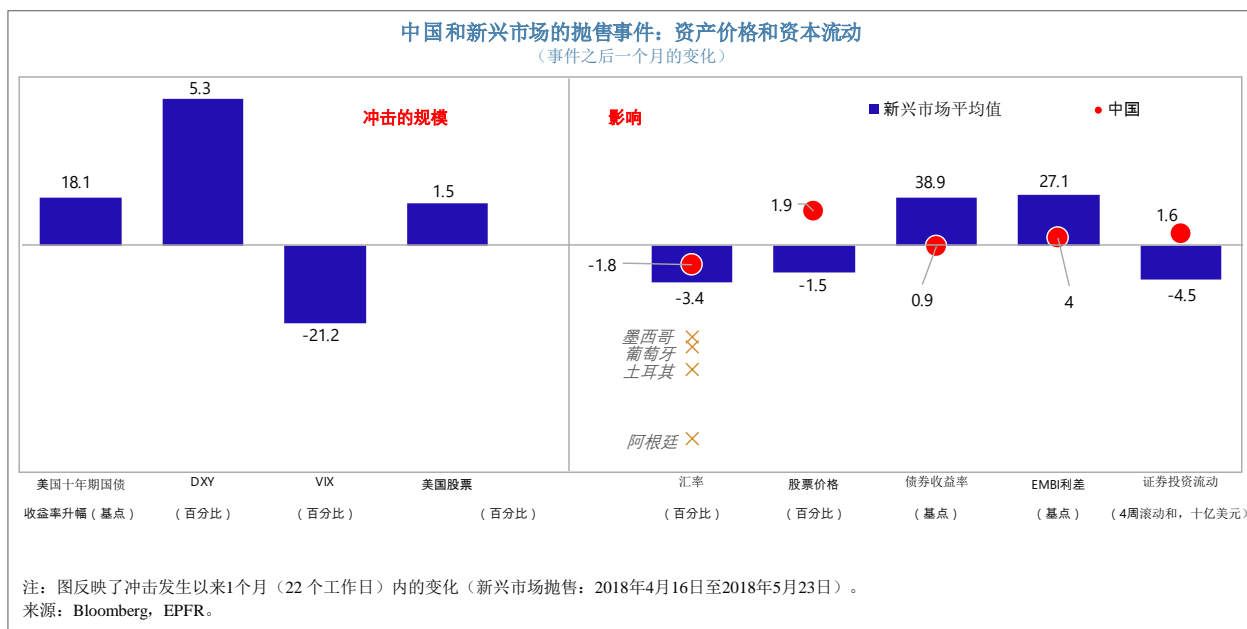
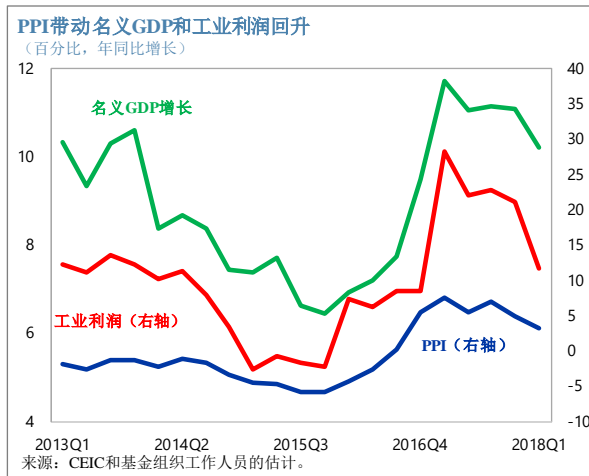
4. 中国是全球增长和贸易的主要贡献者，也是全球金融市场日益重要、相互关联度日益加深的参与者。随着中国向新发展模式转型，全球经济也会受到重大影响。随着中国快速发展的经济与外部

的联系日益紧密，中国在国际贸易和投资中的比重不断上升，突显出中国在维护国际贸易体系方面的重要地位。中国也日益成为重要的国际债权人，例如通过“一带一路”倡议参与国际合作，这可能为提高互联互通和增长水平带来机遇，也可能产生风险（如债务可持续性）。

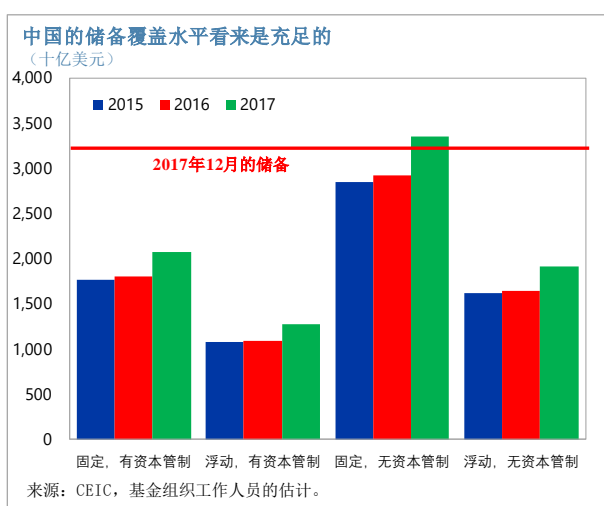
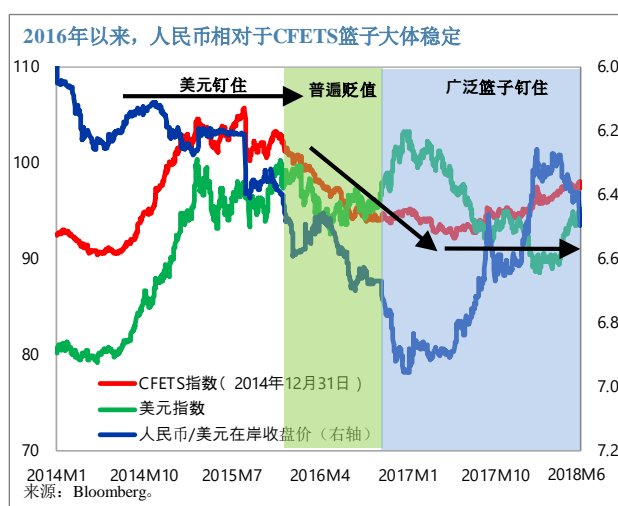


近期发展：增长更强劲，但再平衡进程放缓

5. 中国经济保持强劲发展势头。中国 GDP 年同比增长率连续 11 个季度保持在 6.7-6.9% 的区间内。受全球贸易复苏的驱动，2017 年 GDP 增速达到 6.9%，这是自 2010 年以来首次实现的年度增长加速，到 2018 年年初，这一增长势头继续延续。总体消费者价格指数（CPI）上涨仍处于 2% 左右的较低水平，而自 2016 年以来生产者价格指数（PPI）的强劲反弹提高了名义 GDP 增长率及企业利润。以覆盖面更广、基于调查的新指标衡量的失业率有所下降。近期新兴市场金融状况趋紧，但中国迄今为止并未受到较大影响。

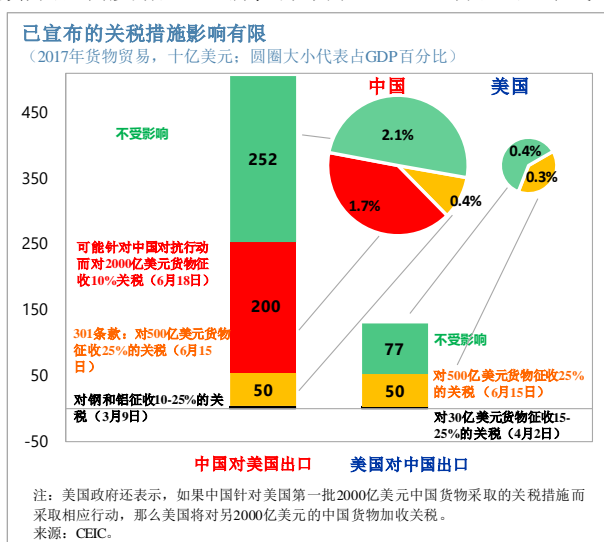


6. 有利的内外部条件减轻了资本外流和汇率压力。参照 2017 年中国外汇交易中心（CFETS）公布的一篮子货币，人民币汇率基本稳定，但相对于美元的波幅更大，按实际有效汇率衡量，2018 年上半年人民币升值约 2%。经常账户顺差继续缩小，但由于存在一些鼓励过度储蓄的扭曲因素及政策缺口，评估认为 2017 年中国的对外头寸与其中期基本面及可取政策所对应的水平相比略显强劲，而汇率总体基本一致（附录一）。为消除政策缺口，需要继续开展结构性改革，包括完善社会保障体系、进一步减少市场准入壁垒并加快国有企业改革，以避免经常账户顺差未来再次大幅增加。中国持有的外汇储备为 3.1 万亿美元，足以支持中国继续逐步向浮动汇率制转型。不过，由于中国仍处于加大资本账户开放的过渡期且汇率弹性仍不足，所以在评估储备充足性时还需考虑其他因素。基金组织的储备充足性指标表明 2017 年年末中国储备水平在 100% 至 260% 之间。当局不公布或提供干预数据，因此，工作人员作出自己的估计。根据工作人员的估计，自上次第四条磋商以来，净外汇干预为小幅正向干预（购买外汇）；这种估计可能有一定范围的误差，可能包括未实施干预的情况。



7. 自上次第四条磋商以来，资本流动管理措施总体上有所放松且更为透明。银行离岸人民币存款和外汇衍生产品的准备金率被降至零，有关境外直接投资的限制也有所放松。当局推出了一个新的“资本流动宏观审慎框架”。与之前逐案审查的配额分配制度相比，新框架旨在通过一种基于公式且更具可预测性和更加透明的方法，控制因过度跨境融资及成分不匹配（例如，货币及期限的不匹配）而产生的风险。另外，各实体的跨境融资上限（根据其资本或净资产确定）还受到“宏观审慎参数”的限制，若遇到危机或特殊情况，当局还可调整该参数来控制资本流动相关风险。

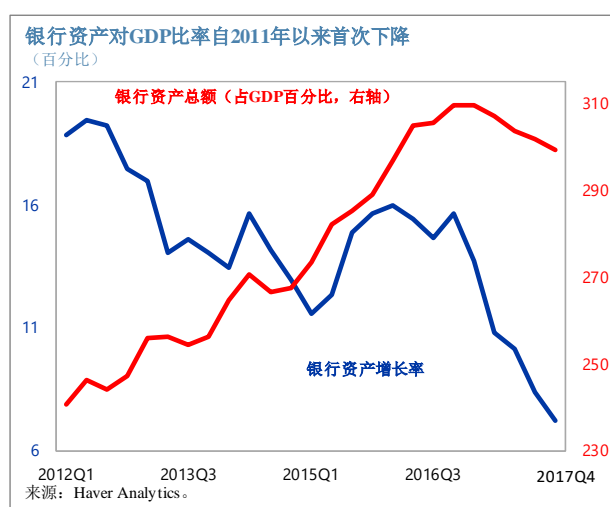
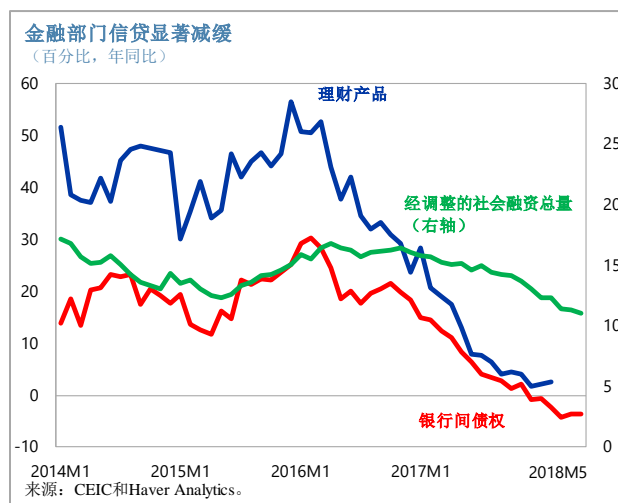
8. 在中美贸易关系紧张之际，中国当局表示将针对美国征收的关税采取全面措施，但同时也宣布了新的开放计划。这包括降低金融服务和汽车业准入门槛、削减针对一系列消费品和汽车的进口关税、通过一份简化版负面清单来放松对外国投资的行业限制并寻求更快加入世界贸易组织



《政府采购协定》。迄今为止宣布的关税产生的直接宏观影响似乎不大，但却可能通过金融和投资渠道以及后续多轮报复措施而被显著放大，从而提高下行风险（第 61 段及附录二）。

9. 金融部门化解风险的速度加快。

- 根据 2017 年《金融部门评估规划》的建议（FSAP，附录四），监管机构采取了一系列果断措施来处理金融体系高风险领域过度扩张的问题，例如银行间借款、理财产品及银行的表外业务活动。关键措施包括限制理财产品的增长以及银行对可转让大额存单（属于批发融资）的依赖度、更严格执行“穿透”原则（以此来审查底层资产的质量），并调整贷款损失准备金计提要求，以鼓励确认并处置不良贷款。
- 这些措施不仅缩小了影子银行部门的规模，也减少了银行与非银行之间的相互关联。2017 年，银行部门资产增长 8%，为 2016 年增长率的一半，银行资产总额占 GDP 的比率也自 2011 年以来首次出现下降。融资成本稍有提高，反映了信贷风险定价更加合理，同时，风险差别化水平的提高也导致企业债券市场中的违约事件数量增加（但仍相对较少）。中国人民银行维持了批发市场充足的流动性，以防出现任何系统性流动风险。虽然有迹象表明一些借贷活动正迁移到迄今为止受监管收紧影响较小的部门（例如货币市场基金和信托贷款），但随着改革的全面影响逐步深入，预计这些部门也会受到影响。

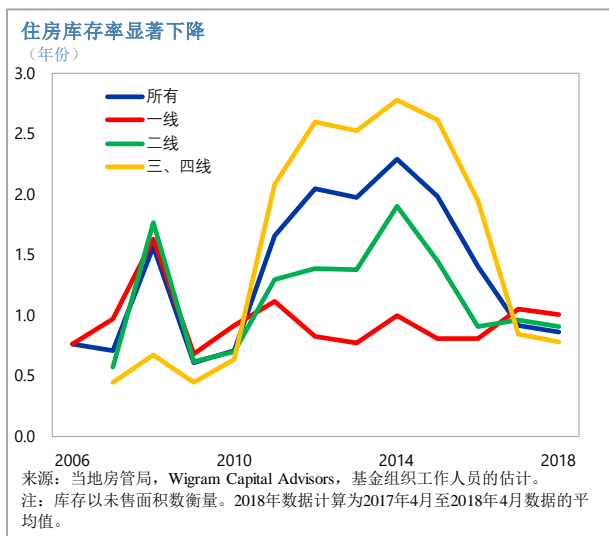
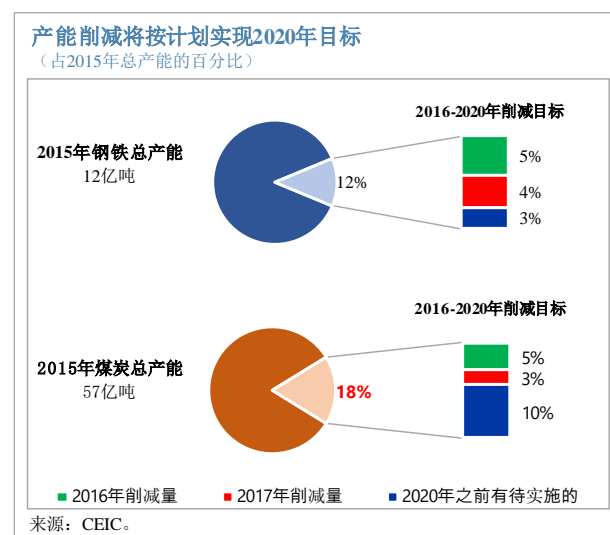
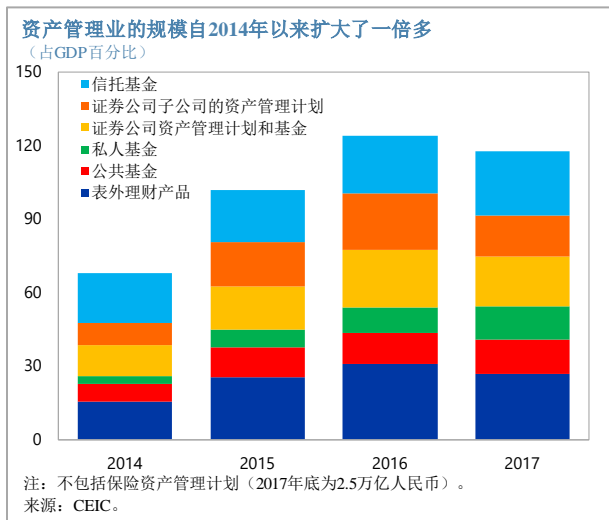


10. 当局最近宣布了针对大规模（占 GDP 的 120%）资产管理业务的重要指引。随着金融市场不断放开，并且由于中国储蓄率很高，资产管理行业近年来发展迅速，但其迅速扩张也反映出存在监管缺口，导致套利肆无忌惮。特别是，银行依赖于“通道”业务，通过表外工具授信，以此替代银行贷款。银行使用多层中介和结构复杂且不透明的产品作为通道，将投资者的资金输送给最终借款人，导

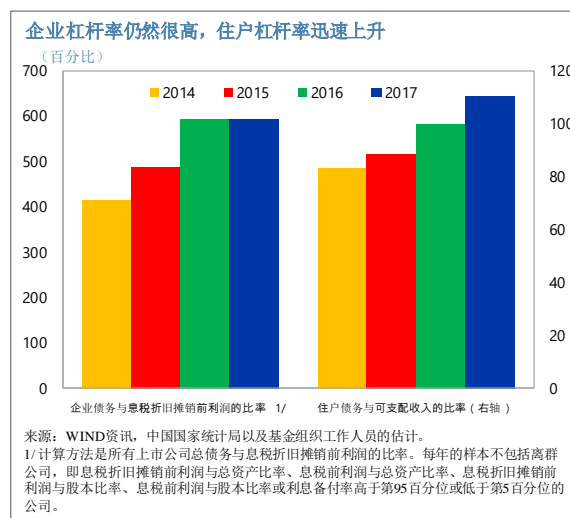
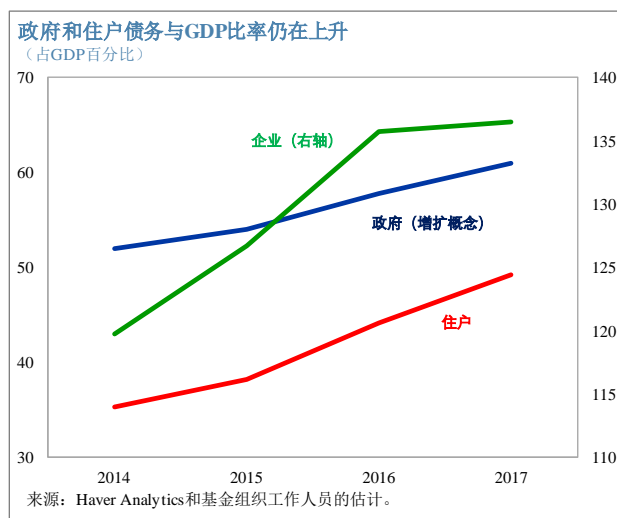
致期限和流动性严重不匹配。新发布的指引旨在统一对所有资产管理产品的监管要求，不论产品由哪个机构发行，具体措施包括就产品分类、投资者适当性、经理人/分销人业务规则的执行、风险管理、披露、估值和报告制定基本原则。

11. 其他关键领域的改革也取得进展。钢铁和煤炭产能削减继续推进，有望达到 2020 年的目标。一些规模较小城市的房地产库存量大幅减小，部分原因在于社会保障性住房计划的实施。自 2016 年年末以来执行的调控措施抑制了房价上涨的势头。重污染行业的生产在冬季受到限制，以达到空气污染防治目标。当局发布了相关计划，由中央政府承担地方政府的一些社会支出责任。政府也明确表示计划加强保护国内外公司的知识产权。

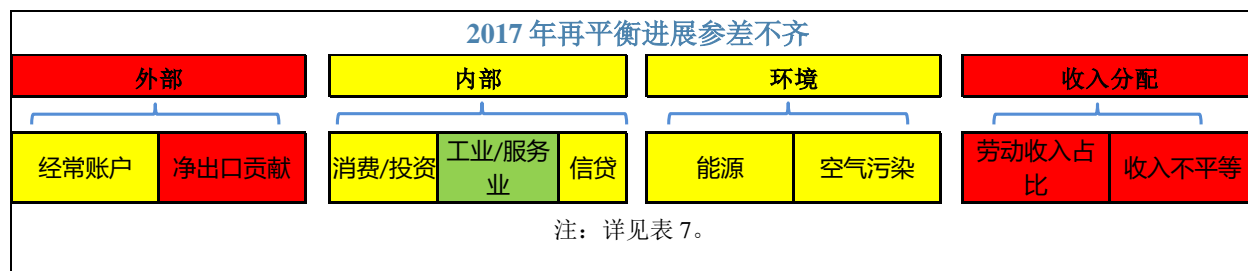
12. 对地方政府违规借款的限制进一步收紧。政府在一系列文件中，更加严厉禁止地方政府通过地方政府融资平台、公私合作伙伴关系以及政府引导基金进行预算外借款。文件也强调政府官员需对违规借款终身负责。同时，当局提高了地方政府一般债券和专项债券的限额。这些债券是地方政府正规的借款渠道。



13. 非金融部门债务增长放缓，但相对于 GDP 的比率继续上升。尽管名义 GDP 和工业利润快速反弹，但在 2017 年，非金融部门债务总额增长速度仍远高于名义 GDP 的增速。虽然公司债务与 GDP 的比率趋于稳定，住户部门总体资产负债表依然强健，但受依旧强劲的预算外投资支出和抵押贷款及消费贷款的快速增长驱动，政府特别是住户的债务仍呈上升趋势。另外，尽管公司债务总额与 GDP 的比率趋于稳定，上市公司的平均偿债能力并无改善，而且住户部门的偿债能力进一步恶化。这表明改革的挑战相当严峻，要化解背后的脆弱性因素，可能需要在相当长一段时间内采取坚决措施。



14. 2017年再平衡工作继续取得进展, 但在多个维度上进展放缓。经济增长对于信贷的依赖度降低, 投资增长趋于温和, 经常账户顺差持续减少, 环保整治行动也在一定程度上改善了空气质量和能源效率。但2017年增长加速背后的很多驱动因素——外部需求、国内政策支持以及生产者价格指数再次上涨均导致经济再平衡速度放缓。2017年信贷密度有所改善, 但这在一定程度上有可能是生产者价格指数周期性反弹所产生的短暂效应, 而且信贷存量水平仍然很高并仍在攀升(专栏1)。消费对GDP的贡献自2013年以来首度出现下滑, 服务业在GDP中的占比增速也有所放缓。收入不平等程度在世界范围内处于极高水平, 并已停止下降。



专栏 1. 信贷效率：近期发展与展望

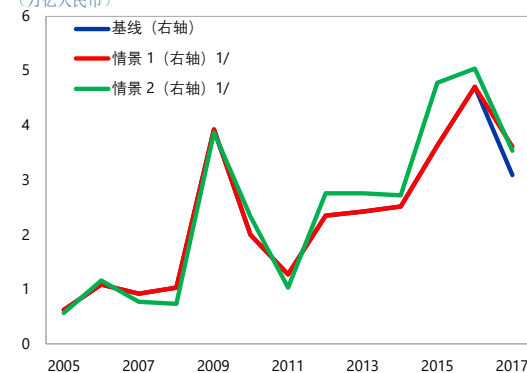
2017 年，信贷增速（按经地方政府债券置换调整后的社会融资总量衡量）放缓至 13%，较 2016 年下降 3.1 个百分点。与工作人员的预期相反，信贷收紧并未导致 2017 年 GDP 增速下降。因此，信贷密度（以每产生 1 万亿名义 GDP 所需的信贷量来衡量）有所改善。有几个因素可以解释 2017 年信贷密度改善的原因。

首先，名义投资和生产者价格指数（PPI）的强劲增长帮助提振了名义 GDP，这似乎是信贷密度改善的主要原因。在经历长期通缩后，生产者价格自 2016 年中期以来有所反弹，2017 年增长 6.3%。其增长可能源于外部需求增加、政府支持基础设施投资和房地产市场的一揽子刺激计划以及（在有限程度上）煤炭和钢铁行业的产能削减（2018 年亚太部《地区经济展望》）。PPI 上升提高了名义投资和名义 GDP 的价值，导致信贷密度有所改善。为了评估这种影响，我们分析了两种情景：

- **情景 1。** 去除 2017 年投资平减指数中 PPI 的一次性大幅上升，用全球金融危机后的 1.6% 的投资平减指数平均值予以代替。这将使 2017 年的名义 GDP 增速降低 1.4 个百分点。信贷效率仍将有所提高，但与基线情景相比幅度较小。
- **情景 2。** 计算实际信贷密度（即生产 1 万亿实际 GDP 所需的实际信贷量）。我们使用投资平减指数对信贷量进行缩减，鉴于大部分信贷（包括家庭信贷，其为住房而非消费者支出提供资金）都用于为投资提供资金，因此这种处理方法是合适的。结果表明，2011 年至 2016 年，信贷密度恶化的程度远远超过名义值的恶化程度。2017 年信贷密度有所改善，但与全球金融危机后的水平相比仍然很高。

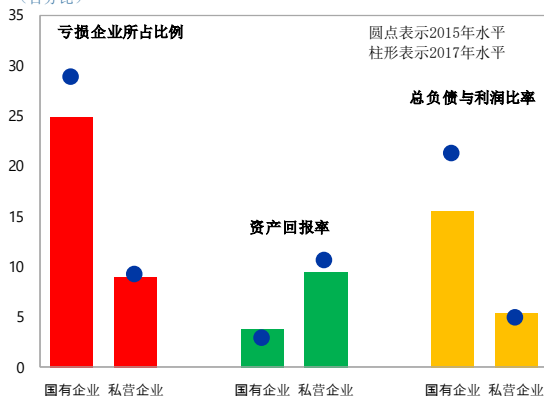
二是国有企业之间的信贷配置有所改善。虽然国有企业与私营企业相比盈利能力明显较低、债务负担也较重，但自 2015 年以来，亏损国企的比例从 28% 下降到了 24%，其负债与企业利润之比和资产回报率也有所改善。

信贷密度 2017 年有所改善，但依然高于危机前水平
(万亿人民币)



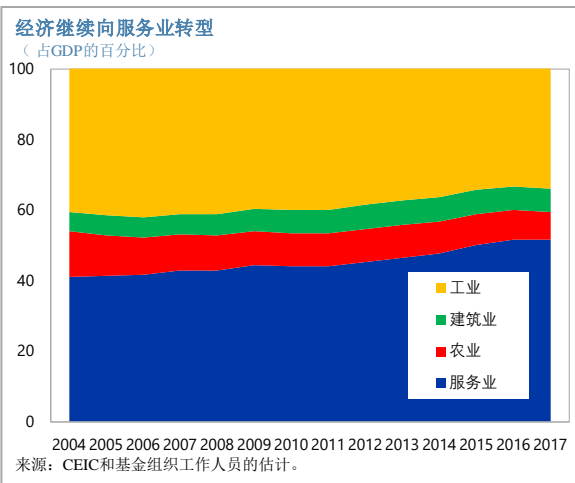
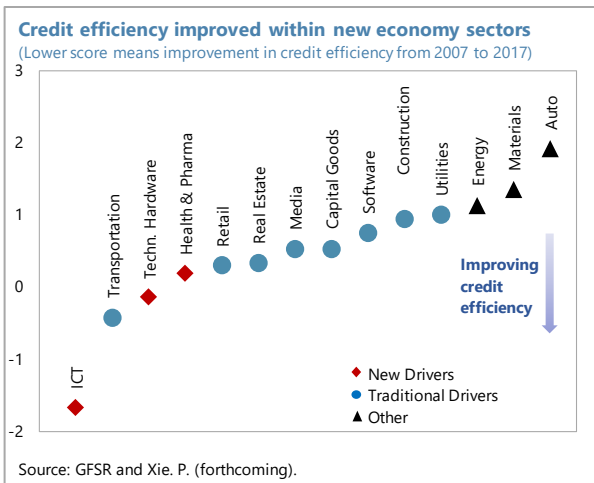
1/ 情景定义见下文。
注：信贷密度为总信贷除以 GDP。
来源：CEIC 和基金组织工作人员的估计。

国有企业的表现在改善，但不及私营企业
(百分比)



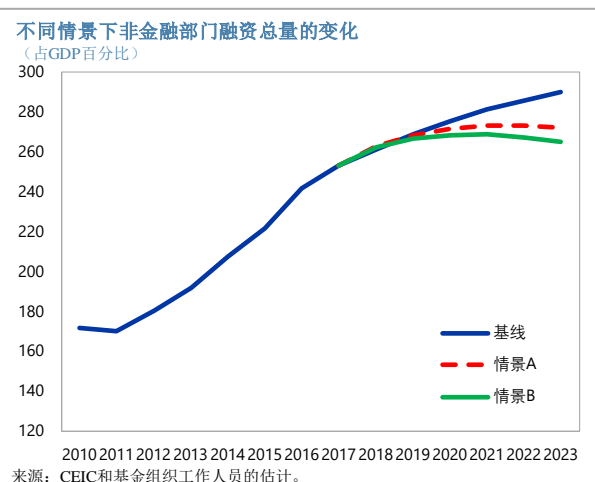
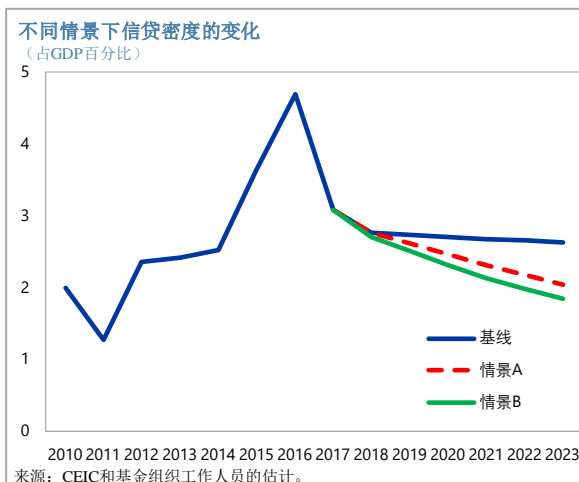
来源：基金组织工作人员的估计。

三是向“新经济”转型。经济增长一直在向信贷密度较低的服务部门进行调整（Chen 和 Kang，2018 年）。信息技术、医疗和制药等“新经济”企业的信贷密度进一步提高。



这对中国非金融部门债务的中期前景有何影响？

- 虽然向服务业的转型预计将持续下去，但在企业层面，信贷效率能否进一步改善仍不确定。这将取决于国企改革和产能削减的进展（二者均应使得效率最低的企业退出市场），确保（国内外）私营企业享有公平的竞争环境，以及在更大程度上以市场为基础开展信贷配置。
- 在工作人员的基线情景中，中国的信贷强度预计将有所改善，从2017年的3.1（产生1万亿元名义GDP需要3.1万亿元信贷）下降至2023年的2.6。然而，这种改善不足以使信贷与GDP之比趋于稳定。为了实现其稳定，工作人员估计信贷效率每年需要改善至少5%（情景A）。要实现这种情景，就需要国企改革取得进展，并以市场化方式将信贷资源配置给最高效的企业。如果表现最差的产业部门的信贷效率改善更多，达到每年10%，则会使债务比例在2020年左右稳定下来并在随后开始下降，且不会影响经济增长（情景B）。



当局观点

15. 当局认为，中国经济表现强劲的原因在于经济基本面改善、供给侧结构性改革的实施和全球贸易回暖。他们指出，杠杆率已得到控制，M2、银行贷款和社会融资总量（用于衡量非金融私营部门获得信贷量的一种指标）的增速已显著放缓。中国已实施了一系列降低金融风险的措施，以最大限度地弥合监管缺口并抑制系统性风险。这些措施已经有效降低了影子银行业的规模和复杂性，使信用风险的定价变得更为合理。工业部门盈利能力的恢复反映了当局的“供给侧”结构性改革，特别是削减过剩产能和降低企业税费的措施。

16. 当局指出，人民币汇率已越来越多地由市场力量决定。他们表示，人民银行已有一年多时间没有干预外汇市场，人民币对美元汇率的弹性已有所增加，达到其他亚洲新兴市场经济体水平。当局指出，今年人民币对美元及对一篮子货币均大幅走强。当局不认同工作人员对经常账户基准的评估，认为考虑到中国的经济基本面，经常账户基准应该为正（正如之前基准的估计值所示）。当局还表示，随着资本流动变得更加均衡，他们已经放宽了资本流动管理措施。

政策：消除政策矛盾，实现高质量增长

17. 当局更果断地将政策重点从高速增长转向高质量增长，这一战略值得欢迎。通过解决经济中的根本性失衡问题、使经济发展更具包容性且更加环保，中国有可能在长期保持强劲增长。政府的改革议程包含了许多实现这些目标的政策，尤其是重申将坚持金融监管改革、实现市场化的资源配置、进一步推动开放和创新、加强污染防治等。

18. 不过，工作人员看到一些矛盾之处。特别是一方面政府宣布了发展目标，另一方面债务增长依然不可持续，国家在经济中仍发挥着普遍作用，且在部分领域贸易和投资体制的限制程度还相对较高。如果不予解决，这些矛盾可能会威胁到当局的目标。而若重回信贷驱动的刺激政策，则将会进一步增加脆弱性、最终引发急剧调整。为了缓解这些矛盾并实现预期的高质量增长，两项政策要求十分重要：增强可持续增长背后的驱动因素，以及即使面临增速放缓也要坚持推进改革。特别是，当局应该在现有改革议程的基础上，利用当前的经济增长势头，通过以下方式做到未雨绸缪：

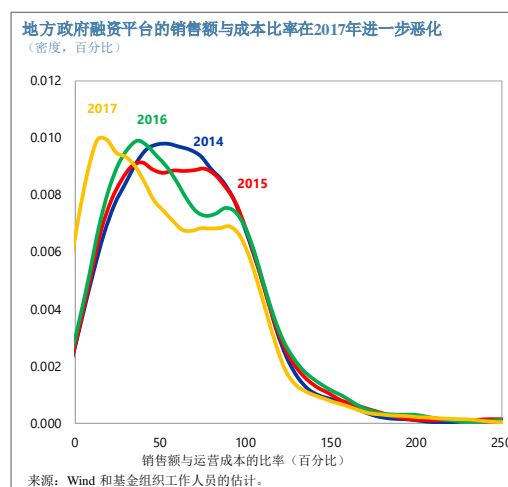
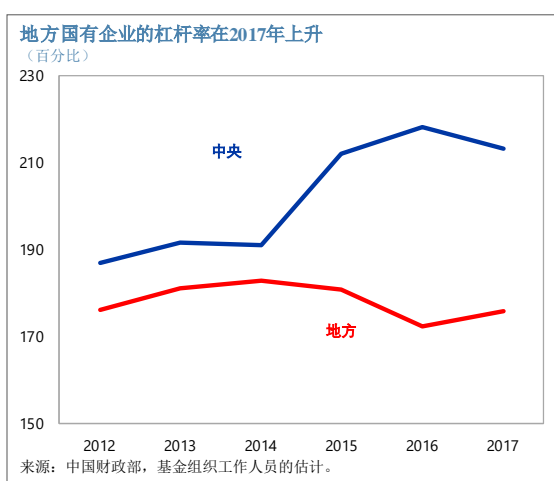
- 继续控制信贷增长
- 加快推进再平衡进程
- 让市场力量发挥更大作用
- 促进开放
- 实现政策框架的现代化

A. 继续控制信贷增长

19. 当局应继续巩固宏观金融环境，提高信贷效率。尽管 2017 年信贷效率有所提高，但其当前水平意味着，如果当局要实现其年度及中期增长目标，就仍然需要依靠进一步大幅增加债务，而这是不可持续的。这突显出需要进一步抑制信贷增长，持续改善信贷配置，以减少信贷扩张放缓对经济增长造成的拖累。在这种情况下，由于存在着依赖刺激政策的内在动机，而这种刺激与长期发展和改革目

标不符，因此淡化定量的年度增长目标也很重要。应修改用于评估政府官员绩效的指标，以反映对增长质量的关注，如去杠杆、绿色发展和减少收入不平等。

20. 需要在供需两侧同时采取措施，减缓信贷扩张并提高效率。在信贷供给方面，当局应继续加强金融监管。例如，金融机构需要在 2020 年年底前处理完不合规的资管产品。将这些产品的信贷重新中介化、转变成正常的银行贷款（其资本风险权重和贷款损失拨备通常更高），这应该会逐步影响到银行扩张信用的能力，并提高风险差异化。为了进一步改善经济中信贷配置的整体效率，应强化国企（特别是地方国企和地方政府融资平台）的预算约束。监管机构还应考虑收紧宏观审慎政策，以控制家庭债务的快速增长，包括更积极地使用债务收入比上限，并将其扩大至非抵押贷款和金融科技渠道的借款。



21. 提高非金融债务的透明度，将非常有助于监测和制定去杠杆政策。建立可按照借款人/债权人类型、信贷渠道、偿债能力划分的官方债务数据序列，将有助于制定更有针对性的去杠杆政策，避免对流向生产力更高经济部门的信贷产生挤出效应。例如，私营企业可能更多依赖非银行信贷，更易受到监管收紧的影响。还应该注意确保债务数据的真实性，因为有关部门可能试图在形式而非实质上满足政府的去杠杆目标。

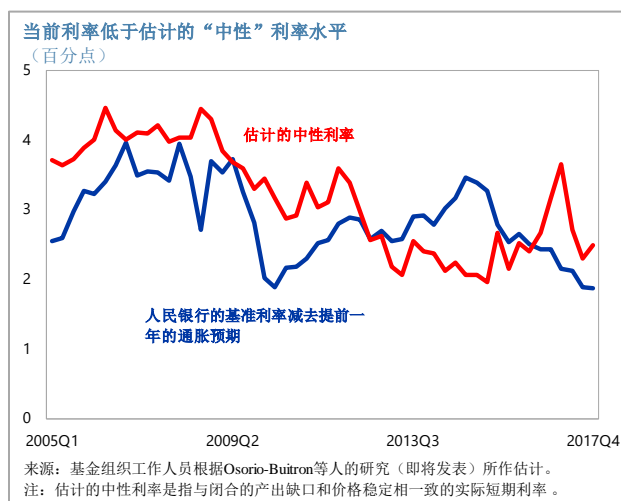
22. 财政政策应支持去杠杆，促进向新增长模式转变。

- 根据官方的、法律意义上的“政府部门”定义，2017 年的财政赤字约为 GDP 的 3%，债务也相对较低（GDP 的 37%），且预计仅会小幅增加。但根据工作人员在经济意义上做出的“广义政府部门”定义（即“增扩”概念，包括了估计的预算外投资支出），2017 年的赤字约为 GDP 的 11%，债务水平也相对较高（GDP 的 68%），到 2023 年预计将达到 92%。
- 鉴于中国仍有一定的财政空间（高储蓄、有利的条件、较快的经济增速、充足的公共资产、正的财务净值），中国可采取渐进的方式削减赤字，并可随经济周期状况进行调整。工作人员建议，增扩赤字平均每年缩减的规模应为 GDP 的 0.5% 至 1%，以便逐步将基本财政收支下降至可使债务趋稳的水平。上述财政整顿应通过降低预算外投资来实现，同时应调整预算内赤字以支持再平衡。

- 若能消除官方的广义政府赤字及债务与工作人员估计值之间的差异，将会提高财政数据的透明度、改善政策制定并提高数据的国际可比性。要解决这些差异，还应同时改进政府资产负债表（包括政府资产）的数据——工作人员估计政府资产负债表依然相对稳健。

23. 人民银行应预计逐步收紧货币政策。尽管近期政策有所收紧，但货币政策仍然宽松。人民银行7天回购利率自2017年年中以来仅略有增加，实际值仅略高于零。预计2018年CPI通胀将上升至2.5%左右。随着通胀压力开始出现，人民银行应准备逐步收紧政策，收紧的步伐应取决于数据情况以及其他政策措施对通胀的影响。利率上升可能也有助于降低杠杆率并抑制汇率的潜在压力，但这些考虑应是次要的，因为利率不应成为处理金融稳定问题或稳定汇率的主要工具。

当局观点



24. 当局同意有必要淡化经济增长目标。他们认为经济增长目标是预期性而非约束性的，同意应关注发展的质量而非增长的速度。这一关注将反映在公共部门的表现指标中。他们也同意应继续完善宏观金融的有关安排，这与其防范重大金融风险的优先工作是一致的。

25. 当局并不认同工作人员有关货币政策立场宽松的评估结果。相反，鉴于稳定的增长、通胀与失业以及信贷扩张有所放缓，当局认为目前货币政策立场为中性。由于金融监管措施将在一段时间继续有效抑制信贷增长，因此并不需要进一步收紧货币政策。当局还指出，金融机构的融资成本上升反映了信用风险的定价正变得更为合理，但这并不一定导致实体经济的利率上升，因为降低风险措施减少了金融中介的层级和相关成本。他们还解释说，差别化政策（如去年9月的普惠金融定向降准）的目的是加大对实体经济（如小微企业和农业部门）的支持力度。

26. 当局虽同意应继续抑制地方政府的预算外（不合规）支出，但并不认同工作人员有关财政状况的评估结果。他们预计，尽管下调了企业税费，但2018年的财政赤字仍将略微下降至GDP的2.6%，这是因为经济持续强劲增长，而对支出加大了控制并改善了效率。他们仍不认同工作人员有关广义政府参数（“增扩赤字及债务”）的定义，指出根据2014年《预算法》，地方政府对地方政府融资平台、政府引导基金或专项建设基金不承担任何金融债务责任。他们还指出，地方政府开支受其收入规模和债券配额的约束，且自2011年起不再允许预算外投资。他们还指出，任何非法产生的债务将由企业及其投资者（而非政府）承担。不过，他们确实认为需要继续严格执行法律，防止地方政府的预算外支出。

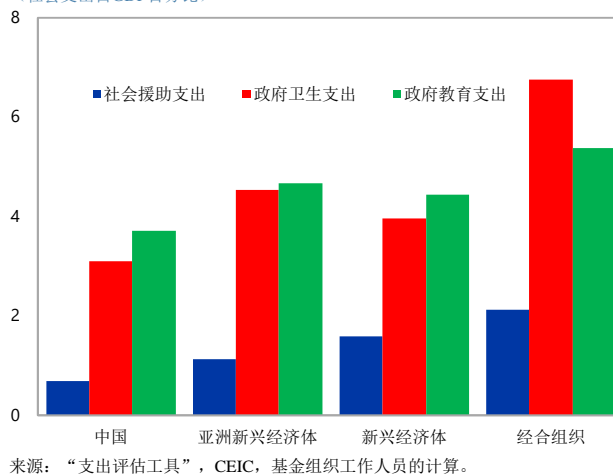
B. 加快推进再平衡进程

27. 2017 年的再平衡速度放缓，突显出加快推进结构性改革的必要性。虽然 PPI 通胀和外部需求回归正常应会支持向服务和消费再平衡，但若能够更果断地实施改革，将会提高经济增长的质量，防止投资放缓导致外部失衡的增加。

- 深化财政结构性改革（如提高个人所得税的累进性、增加医疗教育和社会转移方面的支出、改革中央地方政府间关系以增加地方政府的可用资源等），以进一步促进消费和降低收入不平等。特别是，在个人所得税改革中，应扩大税基、减少个人基本免征额并取消社保缴款的推算最低收入，以降低在职低收入人群的有效税率。不过，近期当局有关按揭贷款利息抵税的建议提高了扣除额并缩小了税基。
- 通过消除劳动力流动障碍和加强地区间财政转移平衡，解决城乡及地区间收入不平等的问题。
- 大量征收碳税或煤炭税，应对空气污染和气候变化。虽然中国在 2017 年为大型工业用户启动了全国范围的碳排放交易系统，但若能将其与碳税或煤炭税相结合，将大大增加对环境和收入的影响，这是通过诸如将小型用户纳入其中等途径来实现。

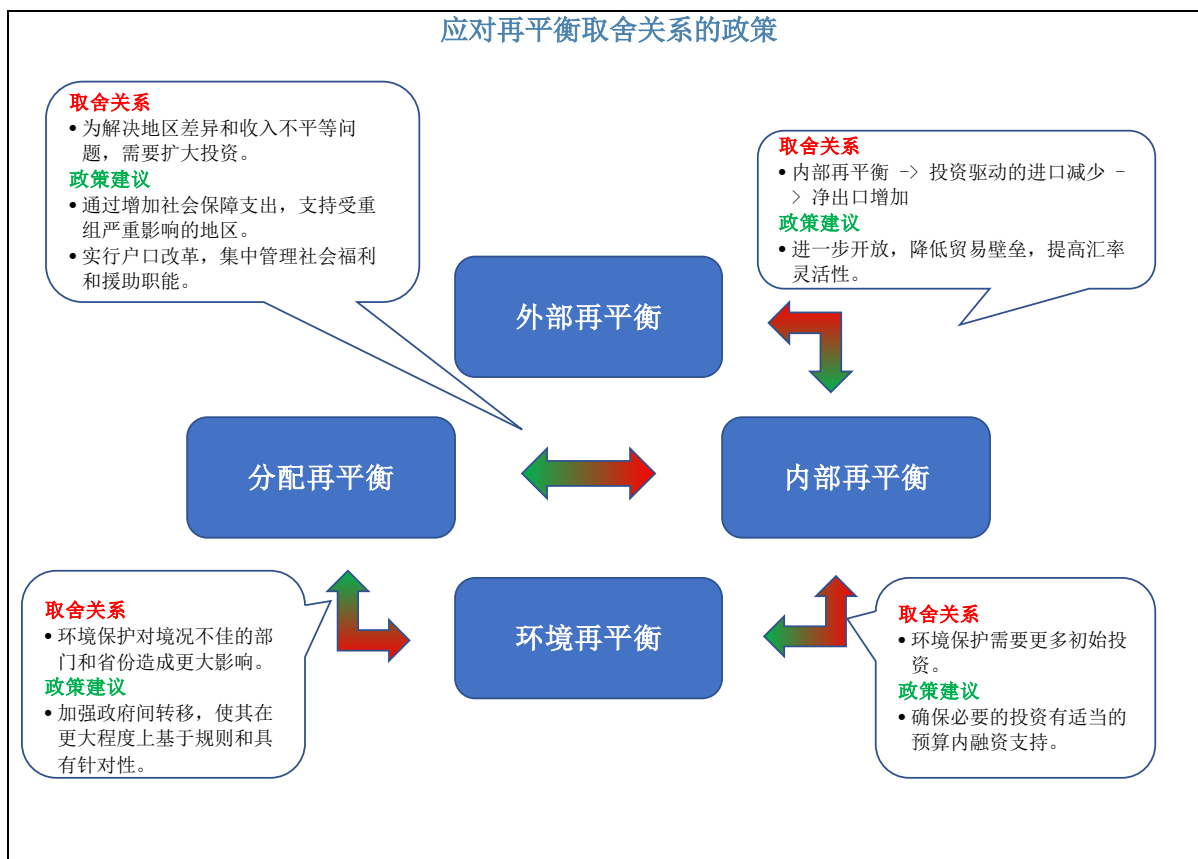
28. 总的来说，再平衡的各项工作是相互促进的，但在再平衡各方面之间也存在着矛盾，而解决这些矛盾很有助益。例如，对于那些受到再平衡政策（如削减过剩产能和防控污染）负面影响最严重的省份，政府应有针对性地增加政府间转移支付，并增加社会安全网的支出。在再平衡和结构性改革中采取更为广泛和更加全面的方法，将有助于解决这种矛盾，并在再平衡和经济增长之间取得平衡。

中国的社会支出相对较低
(社会支出占GDP百分比)

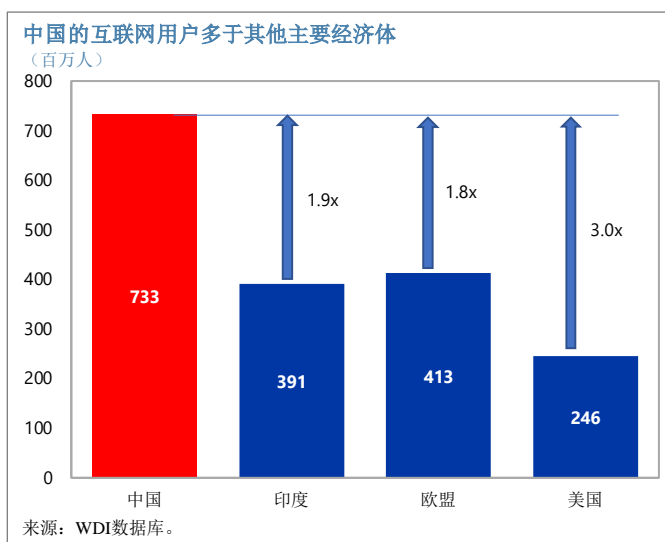


趋异省份，2017年





29. 数字化具有成为经济长期增长引擎的潜力，但需要应对新出现的风险。 中国拥有庞大的市场，且监管环境在数字化发展初期能提供支持，这使中国成为电子商务和金融科技等前沿行业的全球领导者。利用现有的社交媒体平台，中国的金融科技服务业大力发展，包括了非银行数字提供商的第三方支付、基于互联网的银行和保险业务、数字财富管理和信用评级等服务。这些服务降低了成本，拓宽了金融服务的范围。值得注意的是，在中国占据主导地位的大型金融科技企业已经超越了传统的细分市场，进入了金融供应链的其他领域，建立了一个将客户与企业联系起来的一体化的金融服务生态系统，但这也带来了监管方面的挑战。为了最大限度地发挥数字化的长期效益，政府需在以下两方面之间取得平衡，一是让创新进一步发展和繁荣，二是发挥积极作用，应对侵犯隐私和网络犯罪等新风险，



促进竞争（包括与外国企业竞争），加强知识产权保护和反洗钱工作，改进劳动培训以缓解对劳动者的潜在影响。

当局观点

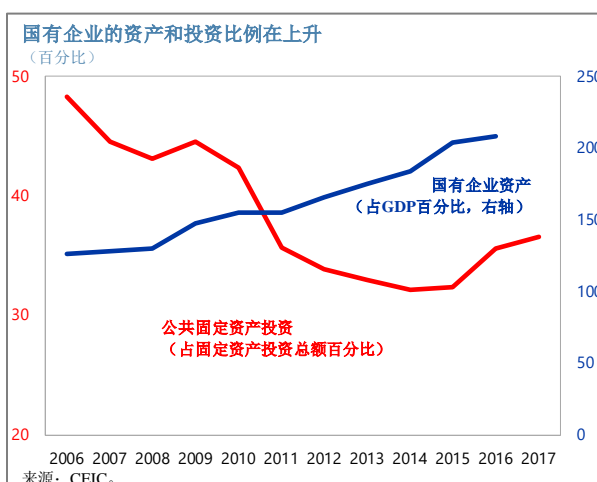
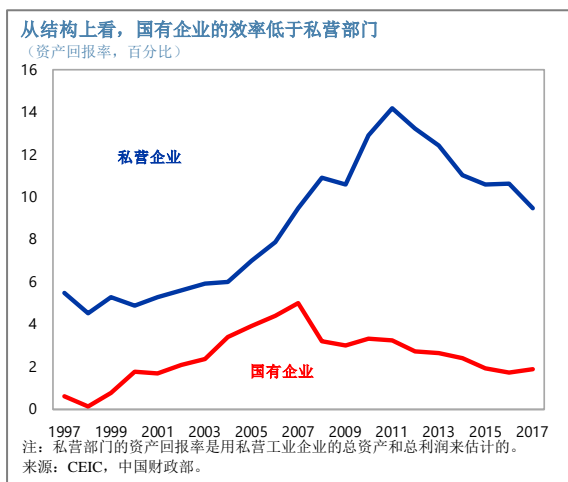
30. 当局认为再平衡持续取得进展。鉴于化解金融风险的措施和供给侧结构性改革的不断推进，信贷效率将持续提高。2017年，服务业和消费对经济增长的贡献度均超过一半，人均家庭可支配收入加速增长，城乡收入差距持续缩小。当局将采取更多积极的政策来支持消费、就业和收入的增长，包括加速推进个人所得税改革和完善社保体系。近期有关个人所得税的改革（包括提高个人所得税起征点和家庭住房按揭贷款利息抵税）已被提交至全国人大。当局强调，计划建立覆盖全体城乡居民的公平、统一的养老保险制度。他们还认为，考虑到中国当前的发展水平，碳交易市场是控制温室气体排放的好方式，并提到了2017年推出的碳排放交易系统。

31. 当局将数字化视为实现中国经济体系现代化的一个契机。数字化已经渗透到经济的各个方面，成为中国全新的创新驱动型发展的一个特征。为了进一步支持其发展，政策应注重扩大和深化电子商务与其他经济领域的融合，促进线上线下发挥协同增效作用，建设智慧城市，整合电子政务服务资源。

C. 让市场力量发挥更大作用

32. 国家干预仍普遍存在，从某些角度来看还在增加，这威胁到了高质量增长的目标。不论是通过国企和政府支持投资基金开展直接干预，还是通过行政手段和道义劝说进行间接干预，都会对私人投资产生挤出效应、降低分配效率、强化人们对隐性担保的看法并增加长期政策不确定性。

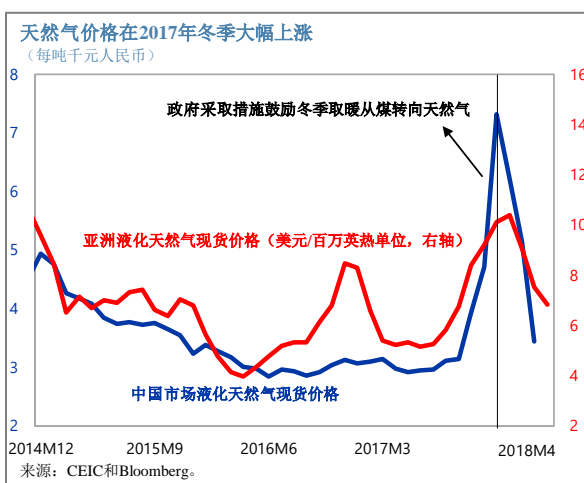
- 国企改革滞后。当局宣布将从“管企业”转向“管资本”是受欢迎的，但最近的措施似乎更多集中在通过债务重组、“混合所有制”改革（包括由私人部门部分持股）和与更有实力的国企合并来支持薄弱国企，而不是开展运营重组。与私企相比，国企存在结构性的效率低下，而其资产和投资比重却有所增加。
- 尽管中国推出了一些措施，对私人投资开放了医疗教育行业，并推出土地改革试点、赋予了农村居民更多财产权，但特别是在服务业和土地、劳动力和资本市场中，仍存在重大的扭曲。



- 结构性改革往往更多依靠行政手段而非市场化的机制。例如，削减产能可能对某些部门的私营企业造成了过多的影响，而减少使用煤炭所导致的空气污染行动则使得国际天然气价格在2017年冬季大幅上涨。棚户区改造计划在改善低收入家庭生活条件方面是有效的，但可能会抑制必要的市场调整，无法消化过多的住房库存。

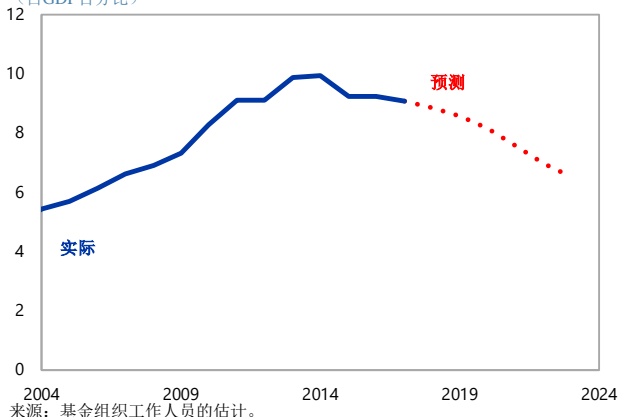
33. 为了让市场发挥更大作用，需要：

- 更果断地开展国企改革。**对“管资本”关注的同时，应采取措施使国有股东与国企管理层保持距离，增加国企上缴预算的红利，完成国企社会责任向政府的转移。解决国企债务积压问题需要更果断地确认潜在的不良资产，迫使更多的“僵尸”企业退出，通过强化预算约束来管理国企的债务“流量”，逐步取消优惠信贷和隐性补贴。应允许敞口过大的国企在市场作用下违约。集中数据与开展监测，也可以推动地方国企改革。
- 加快开放市场。**在一些“战略性重点产业”中，公共部门占据主导地位，而这应该通过进一步开放市场（特别是服务业）来取得平衡，并确保竞争政策对国企和私企均可适用。工作人员访问了深圳这座充满活力的繁荣城市，更加坚信是私营企业（而非国有企业）推动了中国在电子商务、金融科技和高科技消费品等前沿行业的全球领导地位。应通过进一步加强“户口”（户籍登记制度）改革、扩大社会服务的覆盖面来提高劳动力市场的灵活性。推进土地使用权改革，将有助于解决城乡发展差距和住房市场上的土地供需失衡问题。
- 更多通过市场化手段削减产能。**削减钢铁和煤炭产能取得了进展，产能利用率与盈利能力都有了显著提高，并且产生了正面的全球外部效应。但这些进展依赖的是行政手段，而更加持久的解决办法是要求亏损企业退出。应该注意确保私营企业和小企业不会受到过多惩罚。提高数据和政策的透明度也有助于开展分析，促进全球各国的理解与合作（例如，如何定义产能过剩，如何设定目标并分配至个别企业）。采取更加市场化的方式来发展新兴产业，也有助于防止这些行业出现新的产能过剩问题。



- **更可持续的房地产市场。**政府的“房地产长效机制”恰当地关注了最基本的供求失衡问题。要确保房地产市场的长期可持续，就需要增加住宅土地供给，推动租赁市场发展，降低地方政府对土地出让的依赖。淡化增长目标，将使房地产投资受长期基本面驱动，而不是以此满足管理经济周期的需要。工作人员的预测显示，随着家庭收入和消费增长放缓，作为过去 10 年主要增长引擎的住宅投资占 GDP 的比重将在中期下降。

住宅投资预计将下降到危机前水平
(占GDP百分比)



当局观点

34. 当局强调，将坚持让市场在资源配置中发挥决定性作用，并认为所取得的进展比工作人员认为的更多。在国企改革方面，他们指出国企的公司化改制已基本完成。国企的盈利能力已经显著提高，破产的“僵尸”企业数量也有所增加。当局指出，中央国企中的所有“僵尸”企业将在 2018 年年底退出，中央国企的社会职能将在 2020 年前逐步剥离，削减过剩产能也提前取得进展。他们指出，《反不正当竞争法》和《反垄断法》对国企和私企、中资企业和外资企业同等适用。《反不正当竞争法》近期已修订并加强了知识产权保护，特别是对商业秘密的保护。

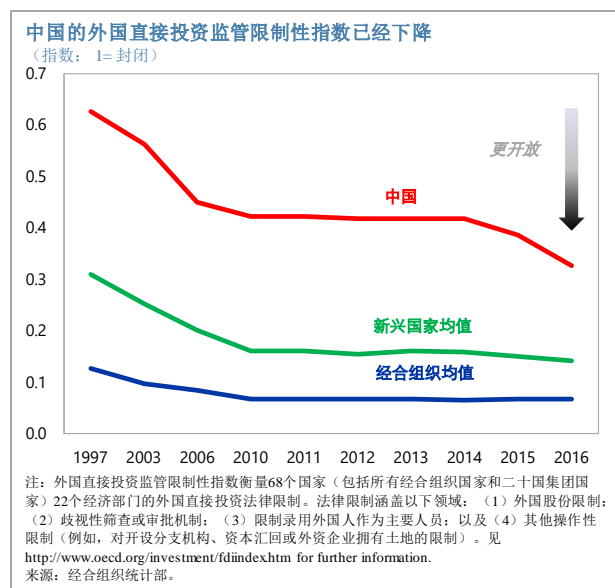
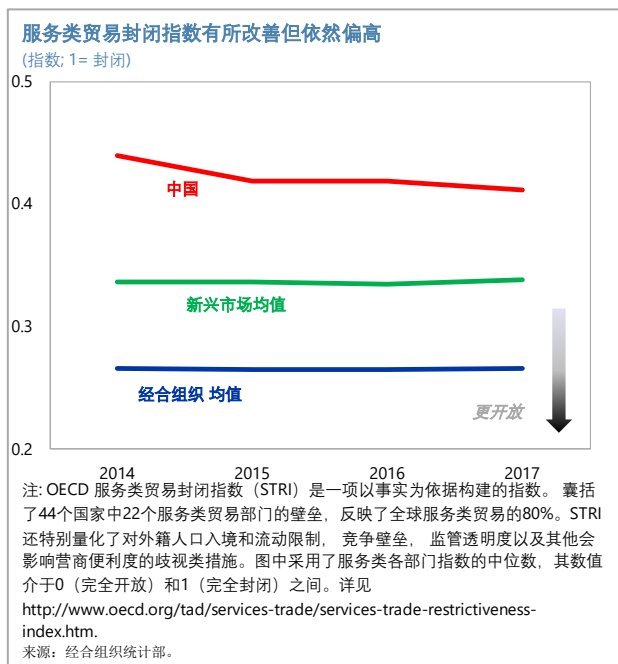
35. 当局强调，其发展战略性新兴产业的计划将以市场化的方式推进。他们解释说，中国政府加大对工业制造业支持力度的计划与发达国家政府的做法类似。当局澄清，政府没有设定自制率的强制性目标。相反，中国设定关键基础部件和材料的自给自足目标，主要是一些发达经济体对出口至中国的某些商品实行禁运和限制，是为了应对由此可能引发的供应链中断问题。他们强调，中国在推动产业部门升级中将对国内外企业一视同仁，并指出产业政策需要以市场为导向。

D. 促进开放

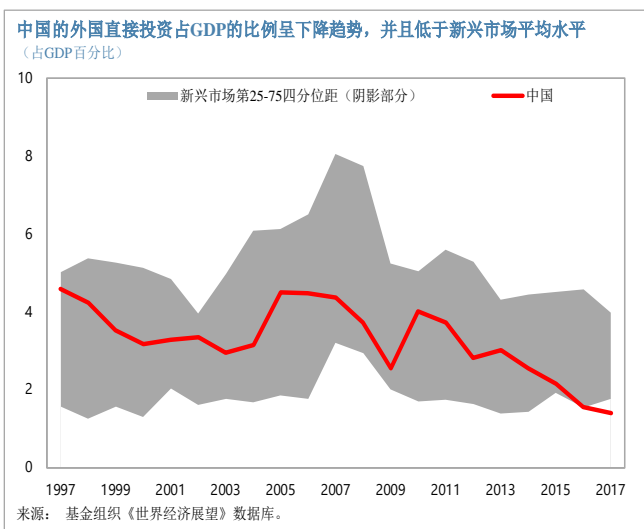
36. 中国在改善其贸易和外国投资体制方面取得了进展，且近期这一进展有所加快。但与其他二十国集团的新兴经济体相比，中国在服务贸易和投资方面的开放程度仍相对较低。¹

- **服务贸易。**世界银行工作人员和经合组织构建的服务贸易限制性指数显示，中国对服务贸易的限制程度相对较高。例如，经合组织指数（反映更近期的情况）显示，数字网络、运输和配送供应链的限制程度较高，主要是因为限制外国企业进入本国市场，其次是竞争壁垒和监管透明度等方面的原因。

¹ 根据 Cerdeiro 和 Nam（2018 年）“多维度方法研究贸易政策指标”（基金组织工作文章 18/32）得出。该文章是对开放程度的事实性分析，并不是评估中国在世贸组织规则下的遵守情况，也不是对任何其他论坛或协议遵守情况的评估。



- 外商直接投资。** 尽管近年来有所改进, 但根据经合组织外商直接投资监管限制指数, 中国的外商直接投资限制程度高于其他二十国集团新兴市场国家。这些限制主要影响了服务行业 (图 9)。近年来, 中国的外商直接投资占 GDP 的比重也有所下降。最近, 中国宣布降低外资在金融和汽车行业的准入门槛, 并放宽了禁止外商投资行业的“负面清单”, 这值得欢迎的。但还有更多工作要做。



37. 中国是全球贸易体系的主要受益者之一, 在维护世界贸易体系方面发挥主导作用, 这符合中国的战略利益。 这也意味着中国应加速对外开放, 持续在降低经常账户顺差方面取得进展, 并继续寻求通过现有机制 (如世界贸易组织争端解决机制) 或谈判来解决贸易争端。

- 加速开放。** 加快开放将增加竞争和引入国外技术, 提高生产率, 从而支持中国实现自身的高质量经济增长目标。这需要果断地解决仍然困扰中国经济并影响贸易和跨境流动的扭曲问题, 除此之外, 还应立即实施已宣布的开放措施。应重点关注为国内外企业营造公平的竞争环境, 包括降低准入壁垒, 加大知识产权的保护力度, 以及在监管、政府采购、行政审批中平等获得资源与待遇。

- **进一步降低外部失衡。**2017年，人民币与经济基本面和理想政策基本一致，但经常账户顺差略显强劲。这反映了结构性扭曲和导致过度储蓄的政策，如较低的社会开支。解决这些扭曲以及由此产生的外部失衡问题，将对中国和全球经济有益。
- **缓解贸易紧张局势。**相关各方应寻求采取能支持和巩固国际贸易体系以及加强全球经济的解决方案。为此，应避免采用非常规措施，确保贸易行动与世界贸易组织的规则充分相符，这有助于缓解发生贸易矛盾升级并损害既有争端解决机制的风险。

当局观点

38. 当局重申，尽管与美国存在贸易摩擦，中国仍将承诺坚持自由贸易与多边主义。他们表示，进一步推动经济开放和扩大进口符合中国的自身利益，他们认为美国对中国采取的贸易行动违反了世界贸易组织的基本原则与精神。他们补充说，单边贸易行动也会阻碍全球价值链的有效运行，给所有相关国家和消费者造成福利损失。

39. 当局强调，中国的开放是实质性的且在不断推进之中，他们不认为中国贸易投资体制的限制程度相对较高。

- 中国是全球贸易的主要贡献国，过去10年，中国对全球货物进口增长的贡献率高达24%，对全球服务进口增长的贡献率达20%。
- 中国的总体关税水平已从入世前的15.3%下降至目前的9.8%，远低于发展中国家水平。
- 贸易便利化程度显著提升，如建立了“一站式”通关服务、积极实施了世贸组织近期的《贸易便利化协定》等。
- 在世贸组织《服务贸易总协定》12大部门的160个分部门中，中国承诺开放9大部门的100个分部门，接近发达国家平均承诺开放108个分部门的水平。
- 近期的措施包括：降低了多个外商投资准入门槛（如金融服务领域）、大幅削减了汽车及多种消费品的关税以及就服务贸易开展试点项目。近期，中国还加强了对外国企业的知识产权保护，如在2017年第四季度对违规者开展联合打击行动。4月，习主席重申中国承诺将坚持进一步开放。

40. 当局不支持工作人员使用经合组织的贸易和投资限制性指标。中国不是经合组织成员国，当局无法对这些指标的方法与来源提供评估，且认为这些指标无法反映中国近期的开放工作。当局还认为，由于各国开放的特点不尽相同，不能简单以个别指标予以体现。当局还指出，这些指标只在基金组织的一篇工作文章中提及过，并未经过基金组织执董会的正式讨论，因此反对将这些指标用于监督工作。

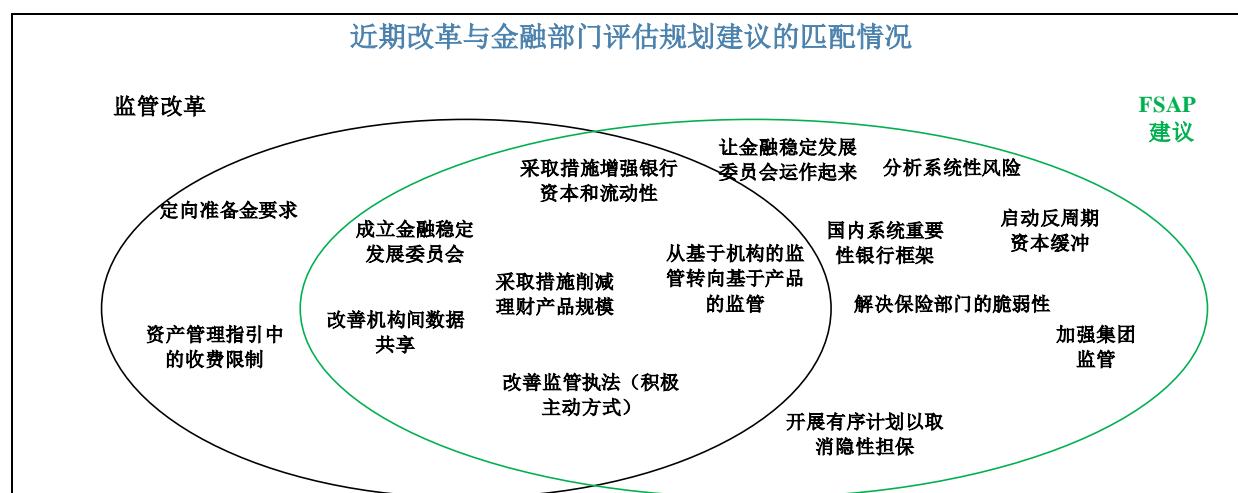
E. 实现政策框架的现代化

41. 实施高质量增长议程，需要实现政策框架的现代化。虽然已取得了一些进展，例如取消了数量型货币目标、合并国税和地税、建立了高级别金融监督委员会等，但仍然较多依赖行政措施。采取更加全面、市场化和透明的政策框架，将使政策受益。

更加全面的金融监管方法

42. 新成立的金融稳定发展委员会应制定一项富有雄心的议程，旨在加强监管和宏观审慎政策框架。关键的优先任务是促进、协调机构间评估系统性风险演变的工作。这就要求建立相关框架，以识别、衡量金融部门内部以及金融部门与实体经济之间的风险传导内在机制。近期监管机构重组可提高监管有效性，但应注意持续保持严格监管，人民银行也需要增强制定规章的能力。在实施资产管理产品新规中，监管当局应密切协调，确保不再出现监管缺口。应加强银行体系资本，尤其是不应再拖延识别国内系统重要性银行并实施额外资本要求。

43. 制定一个阐明改革顺序的明确路线图（与金融部门评估规划的建议一致）有助于引导市场预期，让风险以有序的方式重新定价。尤其是，当局应该设计、实施一个有序的行动计划，以消除隐性担保，否则金融风险将最终重现。同样重要的是，应建立起透明的宏观审慎框架，以根据所需控制的系统性风险类型，明确定义单个政策工具的设计和激活条件。



44. 在全球范围内，金融科技正在迅速发展且给监管机构带来挑战，而中国在许多方面走在前列。当局采取了一系列行动来建立一个全面的监管框架，包括成立金融科技委员会在监管机构和业界间开展协调，采用“实质重于形式”的方法弥合监管缺口，对第三方支付实行中央清算，禁止首次代币发行活动。由于金融科技具有变革性，监管机构需要保持灵活来应对新出现的风险。例如，可加强数据收集/分析工作，以及对第三方支付提出“了解你的客户”的要求。

当局观点

45. 当局同意工作人员，认为坚持推进监管工作十分重要。他们相信新的体制框架将确保各监管机构之间顺利开展协调。金融机构资产管理监管的指导意见和商业银行流动性风险管理方法已经推出；已确定分阶段实施，并给予金融机构必要的时间来调整业务模式，以适应新的规则。尤其是，随着银行将先前经由理财产品的非标准信贷资产移回资产负债表内，它们需要增加资本金并改变融资模式。

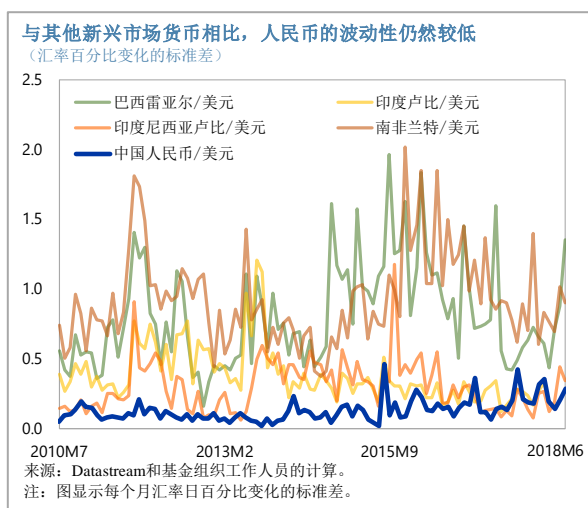
46. 在金融科技方面，当局认为需要在防范风险的监管和促进创新之间取得平衡，但其目前所重点关注的是前者。当局认识到中国的混合科技/金融企业占据着独特的主导地位，可能对金融体系和实体经济产生巨大的溢出效应，因而已开始推出一系列监管措施来简化数据收集并加强监管。监管框架的指导原则包括：需要为所有支付服务商营造一个公平的竞争环境，应认识到实质重于形式以确保在监管范围内提供金融服务，并希望这些服务能支持普惠金融，且不危及金融稳定。此外，那些构成系统性风险（如对支付系统构成风险）的大型金融科技企业可能被视为系统重要性金融机构。

更加市场化的货币和汇率政策框架

47. 中国向更加市场化的经济过渡，需要在实现货币政策框架现代化方面取得持续进展。最近取得的进展，包括放弃 M2 和社会融资总量的数量目标以及进一步放开银行存款利率，应该建立在赋予人民银行操作独立性和问责制度、建立清晰的通胀目标和明确的政策利率及走廊、放弃基准利率和窗口指导的基础之上。应通过简化流动性管理来强化这一框架，以使政策行动着眼于关键性的政策利率（七天银行间逆回购利率），并允许不同期限的公开市场操作和流动性便利政策利率进行自动调整。正如近期在公开声明中所总结的那样，人民银行旨在进一步完善其信息披露，提高其决策过程的透明度，这值得欢迎。措施包括定期召开新闻发布会，发布宏观经济预测，并提供更多的英文信息。

48. 应继续提高汇率的双向灵活性，并辅以更多深化外汇市场的具体措施。

- 每日交易区间的中间价定价机制应当是透明和自动性的，必要时再通过外汇市场干预和公众沟通来影响汇率，而不是采取行政措施（如 2017 年 5 月引入的逆周期调节因子）。
- 同样，根据基金组织关于资本流动的机构观点，不应使用资本流动管理措施（包括“跨境资本流动的宏观审慎管理框架”）来主动管理资本流动周期并取代汇率灵活性。为取消资本流动管理措施并进一步放开资本账户，应优先开展必要的配套改革（有效的货币政策框架、健全的金融体系、降低财政主导、汇率灵活性等）。与此同时，进一步放开资本账户（特别是放开证券投资流动）在中期是可取的，但应该谨慎有序推进且具有针对性。资本流动管理措施应按照一致、透明的方式予以实施，并为此开展清晰的政策沟通。发布关于人民银行外汇干预的信息（正如其他大多数二十国集团国家所做的那样）将会改善市场的理解，并增强政策框架的可信度。



当局观点

49. 人民银行认为，价格稳定是货币政策的首要目标，但不是唯一目标。鉴于中国仍处于经济转型之中，人民银行在制定货币政策时非常重视价格稳定，但也必须考虑包括增长、就业、国际收支和金融稳定在内的其他目标。在货币政策方面，当局表示，他们在向市场化体系迈进方面正取得进展，在该体系中，相对于数量型工具而言，利率正发挥出越来越重要的作用。例如，2018 年《政府工作报告》没有对 M2 增长设定数量型目标。他们表示，发展市场化体系需要时间，取消基准利率应循序渐进。他们还表示将继续推进改革，进一步提高透明度并改善政策沟通。

50. 人民银行同意应继续提高汇率弹性。他们表示将继续改善外汇市场运行，进一步提高汇率弹性，保持汇率处于与国际收支相符的合理均衡水平。在每日中间价机制方面，人民银行解释说，之前人民币曾存在非理性、自我实现的贬值压力，而逆周期调节因子有助于更好地反映出了宏观经济的基本面。但逆周期调节因子在决定货币价值方面并不发挥决定性作用，且其已被回调至零。

51. 当局同意工作人员，认为资本流动管理措施不应取代汇率调整。他们指出，已经提高了资本流动管理政策框架的透明度并使其更多以价格为基础，且打算将资本流动管理措施作为一项额外的宏观审慎政策工具，来应对资本流动导致的不断累积的系统性风险——当局认为这些资本流动具有高度顺周期性。他们也指出，宏观经济调整（包括允许汇率调整）应成为应对系统性风险的第一道防线。当局还指出，只有在特殊情况下才能使用资本流动管理措施，并且一旦特殊情况消失应即刻退出。同时他们强调，市场力量可能会在金融周期中造成重大扭曲（如“羊群效应”所致），从而导致与资本流动相关的金融稳定风险累积。他们认为，这些情况与亚洲危机的情况类似，标准政策工具可能无法完全应对系统性风险。

财政结构性改革

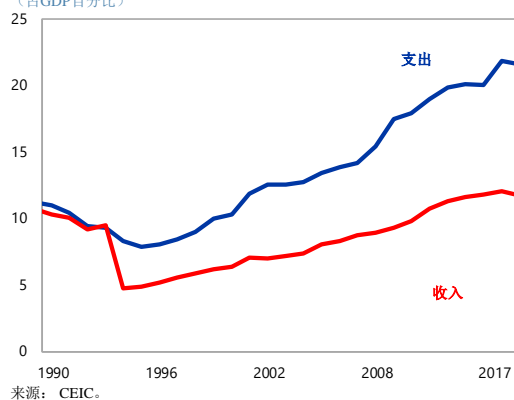
52. 中国已经公布了应对中央和地方财政责任失衡问题的措施，这值得欢迎，虽然差距依然很大。应考虑采取更多措施，包括增加赋予地方政府增加收入的权力（例如经常性的房地产税）、将更多支出责任分担/转移至中央政府（例如养老金/失业保险）以及扩大基于规则的中央政府转移以支持最不发达和脆弱的地区。

53. 在深入开展强化财政纪律的改革中，应谨慎安排好政策次序。其中应包括：（1）识别出非商业性的预算外地方政府投资（例如，由地方政府融资平台和政府引导基金提供资金的投资）；（2）将此类投资纳入预算内，同时相应提高地方政府债的分配额度；（3）妥善取消对剩余项目的隐性担保。同时，各机构之间需要在投资项目上加强合作，以确保所有政府支出都在预算内完成。

当局观点

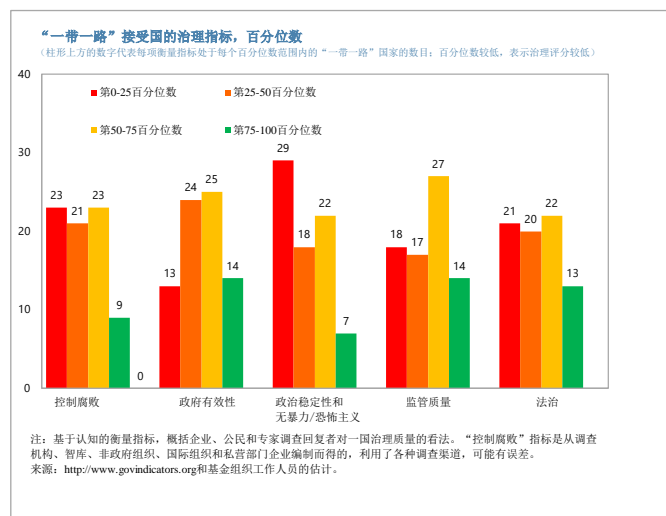
54. 当局指出，近期的党代会已经制定了实现财政框架现代化的全面计划。该计划包括三个重要方面：更明确的中央和地方财政关系与责任（这也会促进各地区均衡发展）、更透明的预算制度（包括绩效评估制度）以及完善税收制度。中央与地方财政关系改革正在有序推进。目前正在讨论中央与地方政府间进一步分担财政和支出责任以及扩大政府间转移支付的问题，且正在考虑征收房地产税。

地方政府收入与支出之间仍存在显著缺口
(占GDP百分比)



“一带一路”倡议

55. “一带一路”倡议对中国和参与国都有着巨大的潜力。其可填补参与国长期存在的巨大基础设施缺口，改善其经济增长前景，完善全球供应链和贸易以及增加就业。除了中国需要进一步开放之外，“一带一路”倡议取得成功还需要以下因素的促进作用：为“一带一路”倡议投资的治理建立一个更清晰的总体框架，加强协调和监督，更多关注参与国的债务可持续性，建立处理项目纠纷、不良债务和偿债问题的透明机制，以及进一步放开采购并提高合同的透明度。支持“一带一路”倡议参与国的能力建设活动（这是新成立的中国-基金组织能力建设中心的部分议程）也将有助于发挥出投资的经济效益。



当局观点

56. 当局同意工作人员有关“一带一路”倡议潜在益处的看法，认同工作人员关于在管理风险的同时促进其效益最大化的政策，但认为工作人员夸大了问题。他们认为项目的选择与治理是市场主体的决策，已经较为完善。不过他们认为有待进一步加强机构间的协调和风险评估工作。

数据

57. 迫切需要解决数据缺口问题。近期，中国为提高数据完整性所做的努力（尤其是有关国家统计局接管省一级经济数据制定工作的计划）令人鼓舞。但宏观经济数据仍然存在着重大缺口，包括缺乏支出法计算的实际 GDP 的细分数据、缩减方法存在问题、财政数据远未达到国际标准等。这些缺口损害了决策与信誉，也影响了基金组织的监督工作和二十国集团的承诺。

当局观点

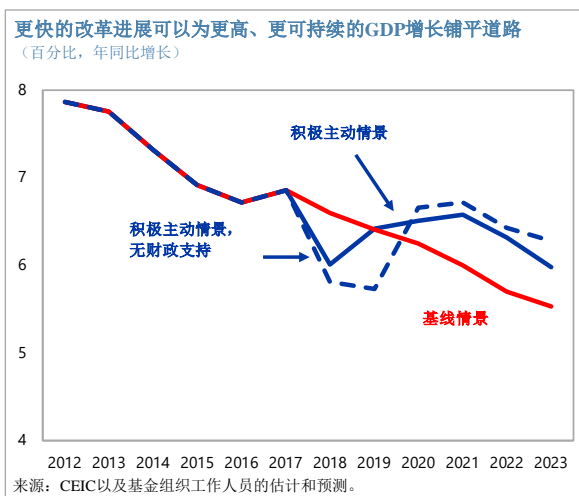
58. 当局同意有必要进一步完善数据，同时也指出了近期取得的进展。2008 年《国民账户体系》正得到全面实施，而统一地方和全国层面统计数据的制度正取得进展。由于以支出法核算 GDP 的数据存在不足，目前发布具体数据尚不实际，可能会使公众混淆。因此，以生产法核算的 GDP 仍然是衡量总量经济活动的关键指标。

前景与风险

59. 2018 年，经济增速预计将下降至 6.6%。经济增速放缓，反映了监管收紧的滞后效应以及外部需求的疲软。总体通胀预计将逐步上升至 2.5% 左右，而 PPI 通胀则会放缓。在贸易条件恶化的推动下，经常账户顺差预计将在 2018 年略微下降至 GDP 的 0.9%。

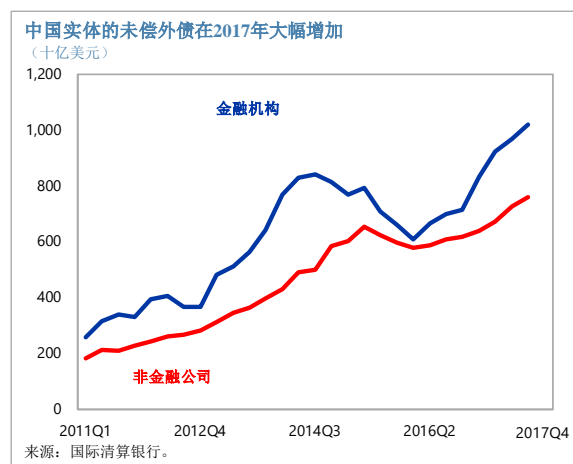
60. 工作人员的基线情景假设当局仍会致力于实现其 2020 年的 GDP 目标，但之后将允许增速更快放缓。

- 诸如金融业化解风险和环境防治等改革可能会给GDP造成压力，而通过结构性改革和数字化实现生产率提高将需要一定的时间。当局要实现其增长目标，很可能需要维持强劲的信贷增长，其代价是非金融部门债务将进一步上升。另一方面，如果当局能更果断地化解目前的政策矛盾，并着眼于更高质量的经济增长和让市场发挥更大的作用，那么近期的增速将会下降，但长期增长将更加强劲、更可持续。
- 在示意性的“主动”情景中，改革的进展更快，特别是更快推进国企改革并解决了“僵尸”企业问题。在这种情况下，由于劳动者失业，经济增速将在近期有所放缓，但在中期，由于全要素生产率增长更快（增加约1个百分点），经济增速将有所反弹。从投资向消费的再平衡进程也有所加快。推出临时性的一揽子财政刺激计划，为支持再平衡工作提供资源，将有助于缓解短期内的不利影响。



61. 风险偏向下行。从积极方面看，如果之前的改革在提高生产率方面效果更强、私人部门比预期更具活力，那么经济增长可能会更加强劲。但若在去杠杆和再平衡方面无法果断地推进改革，则会增加已然高企的脆弱性，使资源配置恶化，导致中期内收益递减更快。在这种情景中，中国需求出现破坏性调整的可能性也会增加，从而给全球经济造成负面冲击，对大宗商品价格和金融市场带来溢出效应。近期主要的风险包括：

- **金融方面。**金融和地方政府监管行动如果没有协调一致，可能会产生意想不到的后果，引发企业/地方政府融资平台信用风险重新定价出现无序调整，给投资者造成损失，也使金融机构面临展期风险。
- **贸易和外商投资方面。**虽然美国宣布的对中国出口施加关税的措施所产生的初步直接影响似乎较为有限，但如果关税和投资限制升级，则可能会扰乱供应链，对全球金融市场产生连锁效应，削弱中国及世界其他国家的信心与投资。随之而来的可能还包括贸易保护主义普遍抬头以及由此造成的全球贸易放缓。
- **资本流动方面。**由于全球金融环境收紧且波动性增加（特别是由于美元飙升），可能再次出现资本大规模外流和汇率压力。近期，投资者对新兴市场的情绪已有所减弱，而这可能会加剧，并蔓延至中国。



62. 当局对经济增长前景表示基本认可，但在债务和相关风险方面更为乐观。他们相信 2018 年实际 GDP 增长 6.5% 左右的目标可以实现，到 2020 年实际 GDP 比 2010 年翻一番的目标也能完成。尽管大宗商品价格上涨带来了价格上行压力，但 CPI 通胀仍将得到控制。他们认为，近期至中期的下行风险主要来自外部，特别是与美国的贸易紧张形势加剧、全球贸易保护主义抬头以及美国货币政策正常化快于预期和美元大幅升值造成的市场波动。目前杠杆率已趋稳定，应不会构成重大风险。

工作人员的评估

63. 经济继续表现强劲，若干关键领域的改革取得进展。产出增长回升，CPI 通胀依然较低，企业利润改善，失业率下降。金融部门加快化解风险，果断采取了多方面措施：信贷增长放缓；削减过剩产能取得进展；防污力度加大；开放持续推进。

64. 再平衡工作仍在继续，但在一些方面有所放缓。经济增长对信贷的依赖程度降低，经常账户顺差持续下降，但仍是出口（而非消费）推动了经济增速的回升。评估认为，外部头寸略强于中期基本面和理想政策所对应的水平，这主要因为存在结构性扭曲问题。汇率大致处于合理水平。信贷扩张仍然过快。

65. 风险偏向下行。从积极方面来看，如果之前的改革在提高生产率方面效果更强，私人部门比预期更具活力，那么经济增长可能会更加强劲。从不利方面来看，短期内的主要风险包括：金融市场信贷风险重新定价出现无序调整、贸易紧张局势加剧、资本外流压力增大等。长期前景则取决于为实现政府目标而推出的政策——如果坚决推进市场化改革，则可能会实现持续、稳定和依然强劲的经济增长；但若延续国家和信贷驱动的政策，则可能使风险进一步累积，导致最终出现急剧调整的可能性增加，进而损害长期增长前景。

66. 当局更果断地将政策重心从高速增长转向高质量增长，这一战略是值得欢迎的。其能否成功，依赖于能否解决政策之间的矛盾：一方面是当局宣布稳定杠杆率、让市场力量发挥决定性作用、促进创新和开放的目标；另一方面则是债务增长仍不可持续、国家在经济中发挥着普遍作用以及一些领域贸易和投资体制的限制程度相对较高。

67. 当局应坚持收紧宏观金融环境，继续控制信贷增长。重要的是，这包括遵循已宣布的淡化经济增长目标，且在增速低于目标时仍不放松信贷。继续推进金融监管改革，遏制家庭借贷，控制地方政府的预算外投资，这些措施都将有助于实现更可持续的增长路径。

68. 加速推进再平衡工作。通过实施所得税、财产税和碳排放税来提供资金，从而增加医疗、教育和社会转移方面的支出，这将支持消费、降低收入不平等并减少污染。采取更加全面的方式推进结构性改革，例如向那些受削减过剩产能或污染防治影响最严重的地区增加转移支付，可能有助于解决再平衡不同方面存在的矛盾。

69. 应该让市场力量发挥更具决定性的作用。这意味着应在许多行业降低公共部门的主导地位，为私人部门开放更多市场，并确保公平竞争。应采取更加市场化的方式推进结构性改革，以提高改革的有效性。

70. 为了成为有效、可靠的全球化领导者，中国应该继续解决那些依然困扰其经济且影响跨境贸易投资的扭曲问题。让那些受到保护的部门与企业参与更多国内外竞争，确保公平的竞争环境，更好

保护知识产权，都会使中国受益。相关各方应寻求采取能支持和巩固国际贸易体系以及加强全球经济的解决方案。为此，应避免采用非常规措施，确保贸易行动与世界贸易组织的规则充分相符，这有助于缓解发生贸易矛盾升级并损害既有争端解决机制的风险。

71. 实施高质量的发展议程，需要实现政策框架的现代化。近期，金融部门改革取得了很大进展，应继续保持这一态势。例如，让具有全新结构的金融监管当局采取更加全面、有力和协调的方式开展工作。货币政策应更多以价格（而非数量）为基础，汇率也应该继续增加灵活性。中央政府应该分担地方政府的更多支出责任，同时提高其获得收入的能力。中国的宏观经济数据仍然薄弱，进一步完善这些数据将会改善政策的制定工作。

72. 应继续提高汇率的灵活性，并且应加快改革，支持取消资本流动管理措施，进一步放开资本账户。不应使用资本流动管理措施来主动管理资本流动周期，并以此取代汇率的灵活性；随着配套改革提高了经济应对资本流动波动性增大的能力，也应逐步退出这些措施。应以协调一致、透明的方式实施资本流动管理措施，并为此开展清晰的政策沟通。公布外汇干预措施，将增进市场的理解，提高政策框架的可信度。

73. “一带一路”倡议是一项值得欢迎且具有潜在变革性的举措。建立一个总体框架，更好地开展协调和监督工作，更加开放采购市场，并对伙伴国的债务可持续性问题予以适当关注，将会使“一带一路”倡议更加成功。

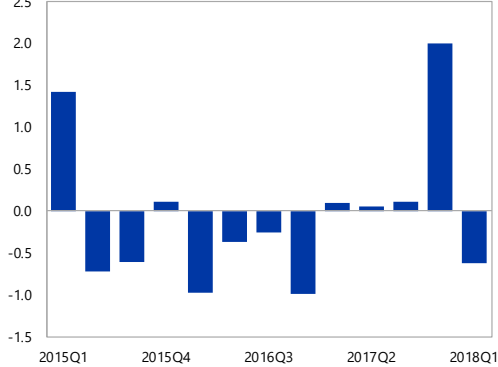
74. 中国亟需弥合宏观经济数据的缺口，以便进一步提高数据的可信度并改善政策制定工作。

75. 建议与中国的下一次第四条磋商按标准的 12 个月周期进行。

图 1. 近期发展和前景：增长势头坚实

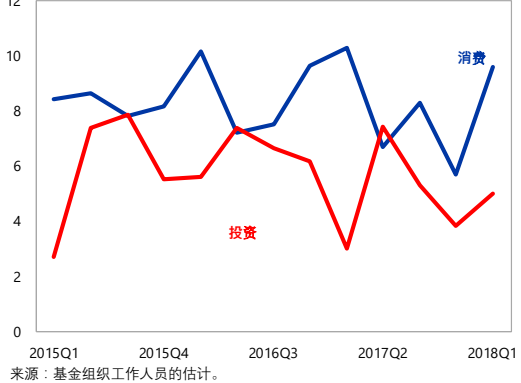
国外需求对经济增长的贡献在 2018 年第一季度由 2017 年的显著正贡献变为负贡献……

国外需求对实际GDP增长的贡献
(百分点)



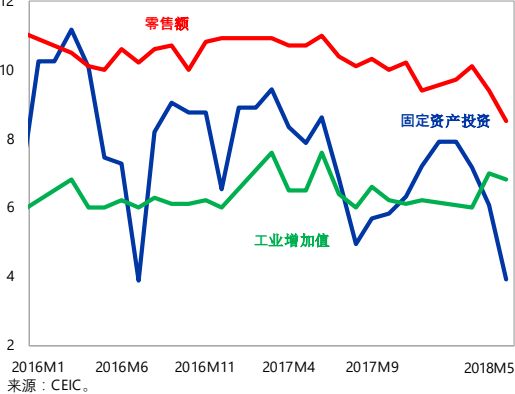
……而消费和投资增长加快。

消费和投资增长
(百分比, 年同比)



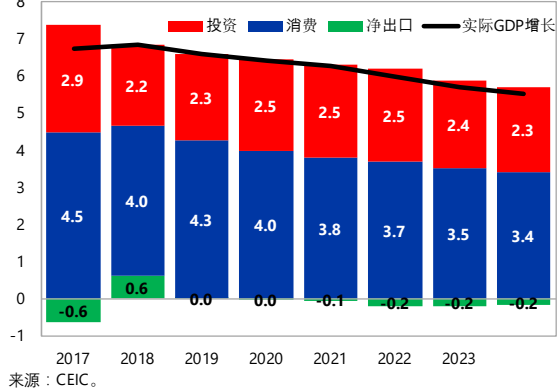
高频指标显示，经济增长势头的减弱趋势持续到 2018 年第二季度。

国内和国外需求增长
(百分比, 年同比)



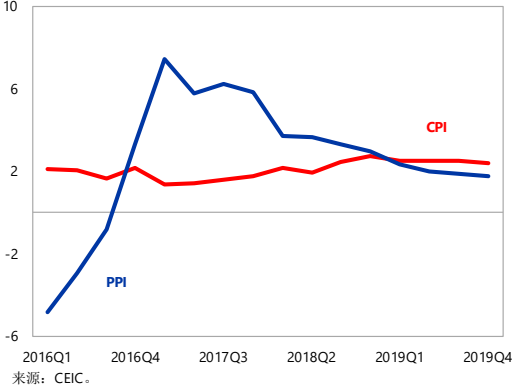
预计经济增长将减缓，今后国内需求将是增长的主要驱动力。

对实际GDP的增长贡献
(百分比)



预计 CPI 将随食品和能源价格上涨而上升，但 PPI 通胀将下降……

通货膨胀
(百分比, 年同比)



……这将使去杠杆工作难度增大。

信贷和名义增长
(百分比, 年同比)

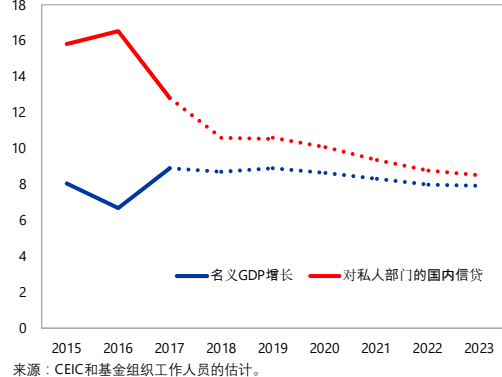
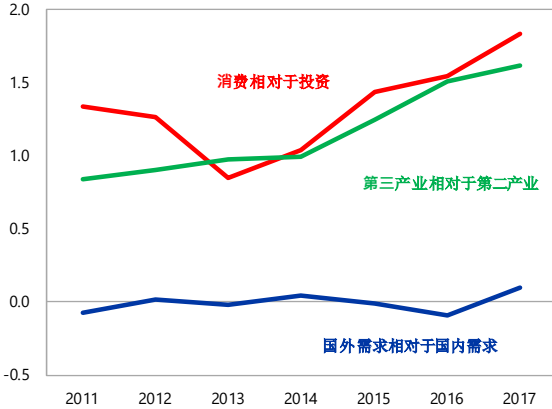


图 2. 再平衡：进展不均衡

按实际水平衡量，内部再平衡取得进展，而外部再平衡出现倒退……

对实际GDP的相对增长贡献
(比率)

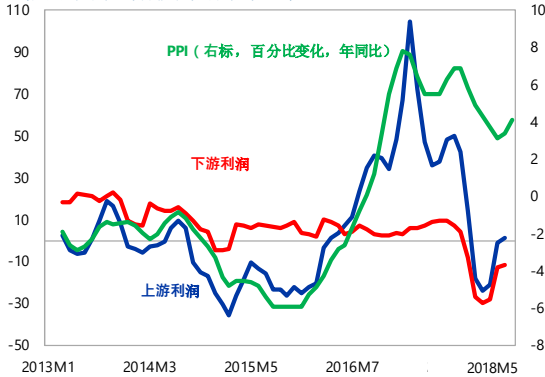


来源：CEIC和基金组织工作人员的估计。

PPI 通货再膨胀是名义走势的关键，代表了资源向上游部门的转移……

工业利润增长

(百分比变化，3个月移动平均值，年同比)

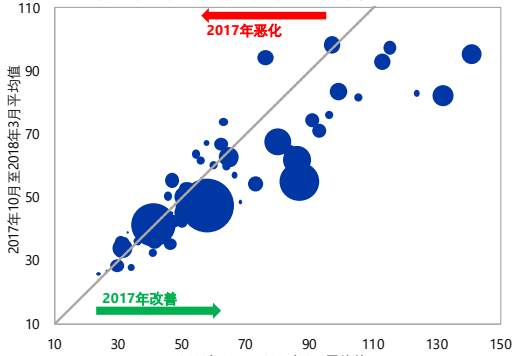


来源：CEIC，基金组织工作人员的估计。

由于大力采取环境保护措施，空气污染减轻。

74个城市的冬季PM 2.5

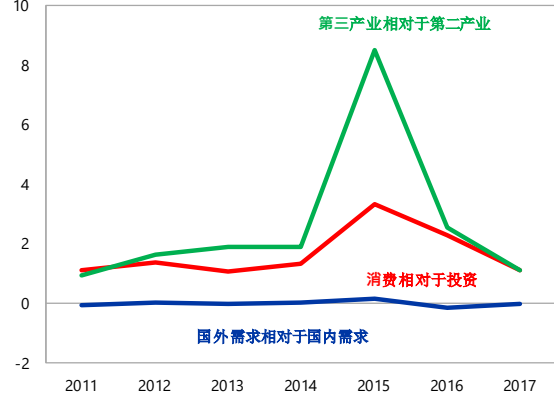
(微克/立方米，圆圈大小与2015年城市常住人口成比例)



注：不包括12月，因为不具备数据。
来源：CEIC和基金组织工作人员的估计。

……但按名义水平衡量，再平衡进程显著放慢。

对名义GDP增长的相对贡献
(比率)

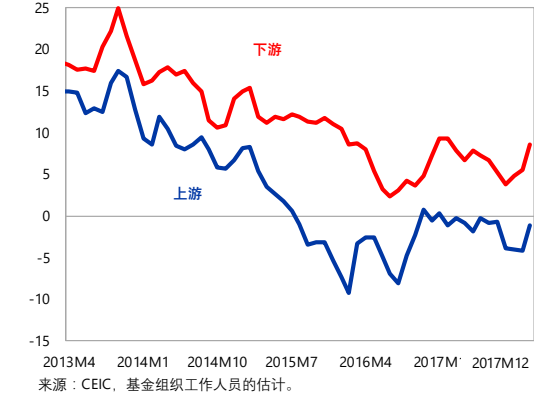


来源：CEIC和基金组织工作人员的估计。

……这些部门的收益没有用于再投资，而是用来修复承受压力的资产负债表。

固定资产投资增长

(百分比变化，3个月移动平均值，年同比)

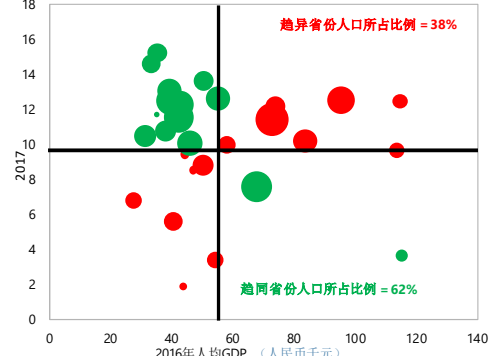


来源：CEIC，基金组织工作人员的估计。

收入不平等仍是一个挑战，一些省份的趋同进程举步为艰。

名义人均GDP增长

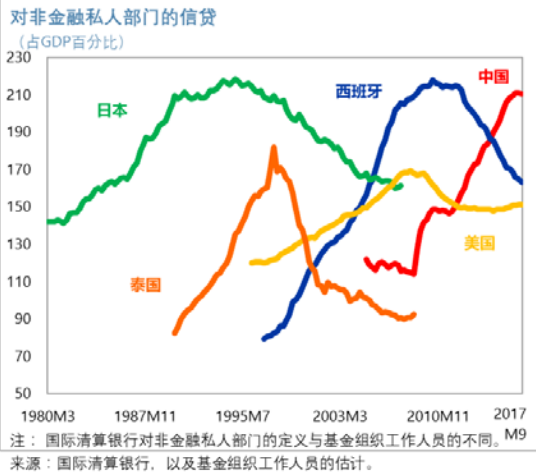
(百分比，圆圈大小与2017年省人口成比例)



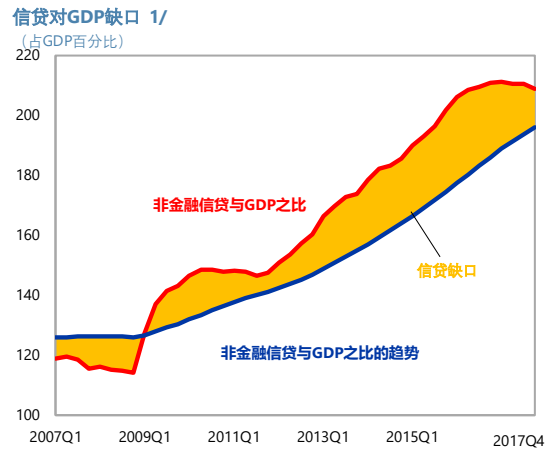
注：四个区域是用2011-2016年和2017年人均GDP省平均值划分的。
来源：CEIC和基金组织工作人员的估计。

图 3. 信贷：信贷缺口收窄，但依然很大

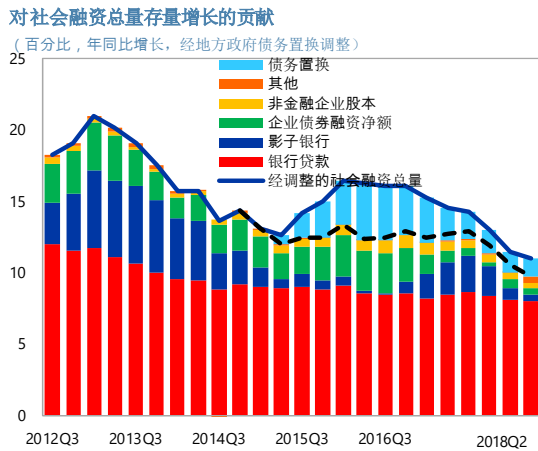
在数年的快速增长后，中国的信贷规模达到了 GDP 的 210%.....



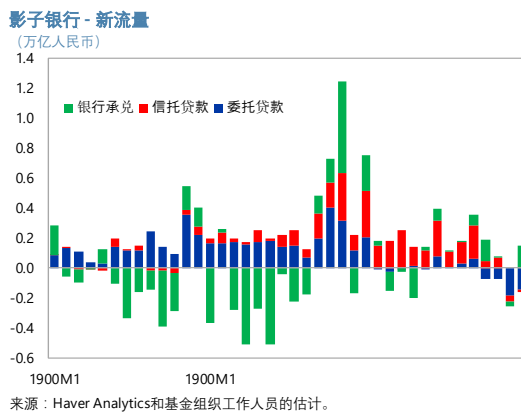
.....这使得信贷与 GDP 比率与其历史趋势水平之间出现了显著缺口。



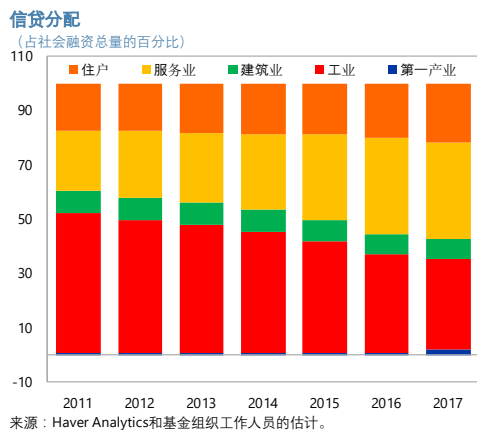
信贷增长最近有所减缓.....



.....因为影子银行产品流量开始减少。



更大比例的信贷分配到住户和服务业，而不是工业部门.....



.....住户债务与 GDP 比率目前超过了新兴市场平均水平。

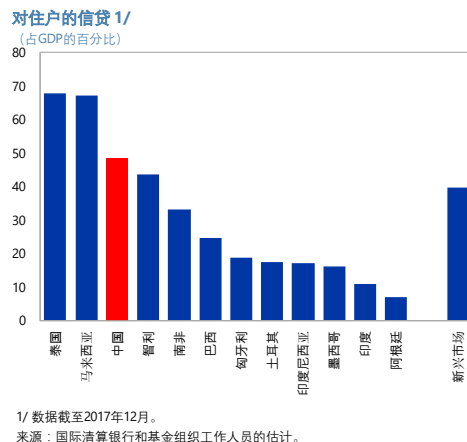
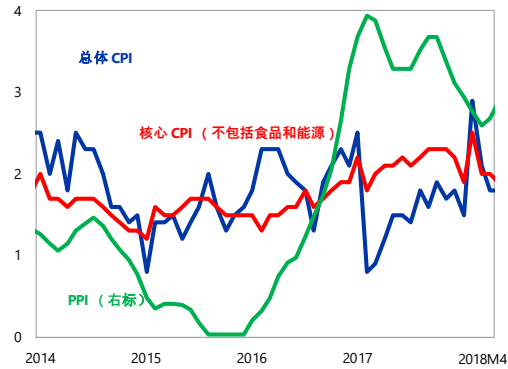


图 4. 货币：货币市场利率上升

CPI 通胀依然控制在较低水平，而 PPI 通胀自 2017 年后期以来下降。

通货膨胀

(百分比，年同比)



来源：CEIC。

存款机构的七天逆回购利率在 2017 年初上升后，基本保持稳定……

利率走廊

(百分比)

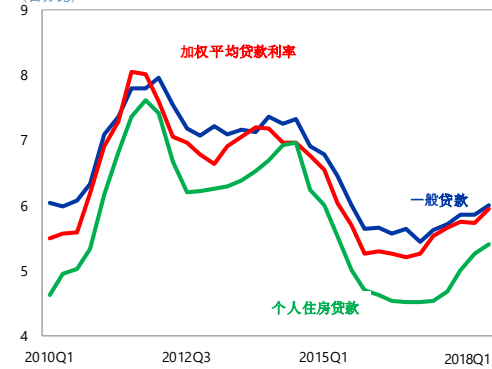


来源：Bloomberg, CEIC。

市场贷款利率在低水平基础上开始上升。

银行年贷款利率

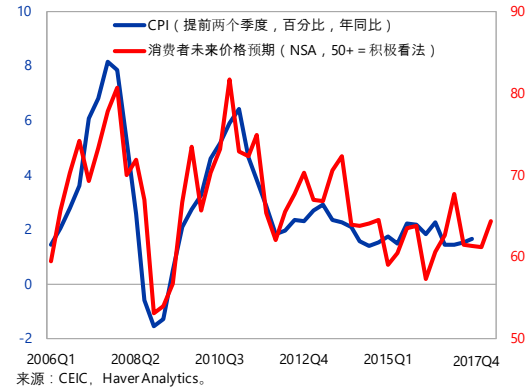
(百分比)



来源：Haver Analytics。

通胀预期大体仍得到有效锚定。

通货膨胀与未来价格预期

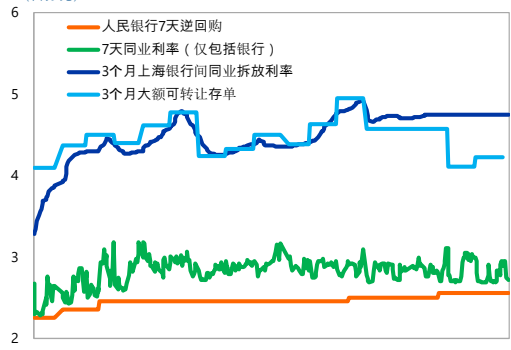


来源：CEIC, Haver Analytics。

……批发市场利率也基本保持稳定。

批发市场融资成本

(百分比)

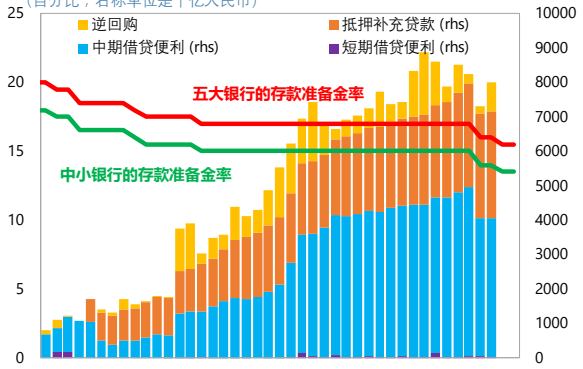


来源：CEIC。

存款准备金率被下调。

中国的存款准备金率及回购和贷款机制下的余额

(百分比；右标单位是十亿人民币)



来源：CEIC, Haver Analytics, 人民银行。

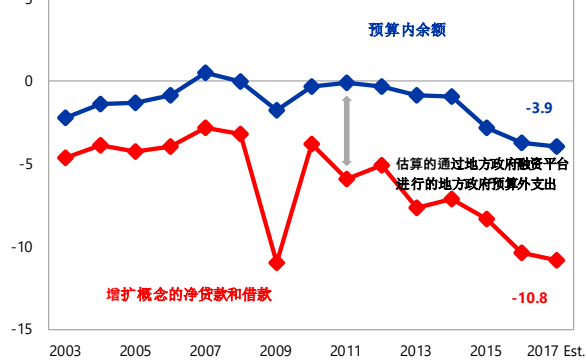
降准

图 5. 财政：2017 年继续放松

增扩概念的赤字 2017 年进一步扩大……

不同定义下的政府余额

(占GDP百分比)

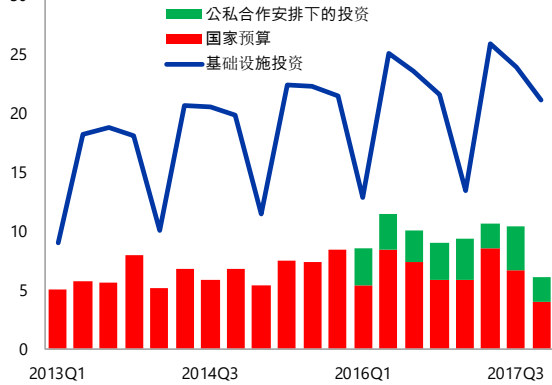


来源：CEIC和基金组织工作人员的估计。

……这在一定程度上是由基础设施投资强劲导致的。

基础设施投资的融资缺口

(占GDP百分比)

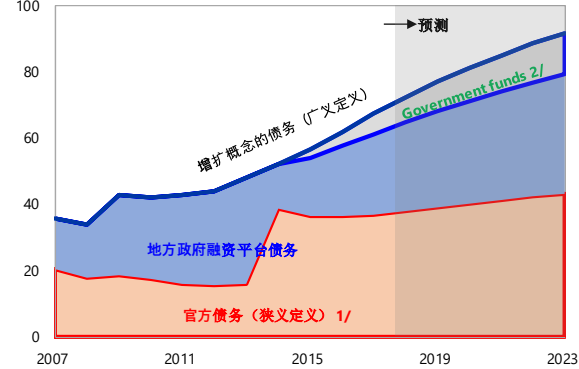


来源：CEIC。

增扩概念的债务预计将迅速增加……

狭义和广义政府债务

(占GDP百分比)



来源：基金组织工作人员的估计。

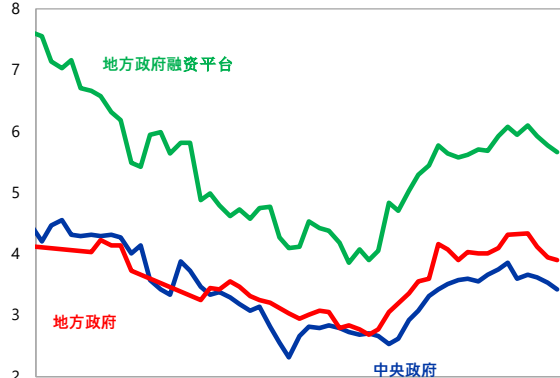
1/ 2015年及之前年份的数据，2016年估计值，2017年预测值。2014年的大幅上升反映了官方对数额为GDP22%的地方政府融资平台债务进行了确认。

2/ 政府指导基金和专项建设基金。仅包括社会资本部分。

……利率已上升，特别是对于地方政府融资平台。

一级市场债券收益率

(百分点)

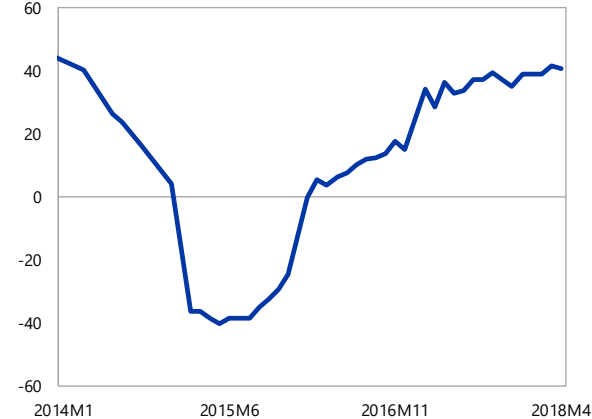


来源：WIND 和基金组织工作人员的估计。

土地出让收入保持强劲……

土地出让收入的增长

(百分比，年内迄今)

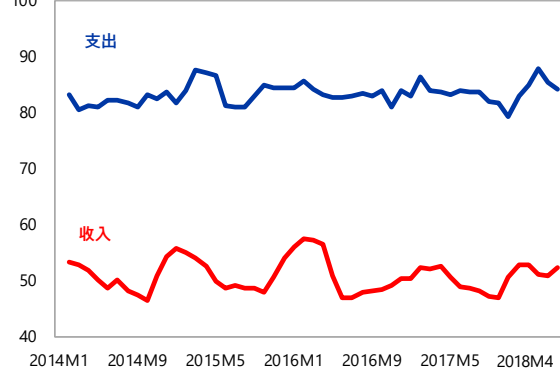


来源：CEIC。

……但地方政府收入与支出之间的缺口依然很大。

地方政府预算内支出和收入

(占广义政府支出的百分比)

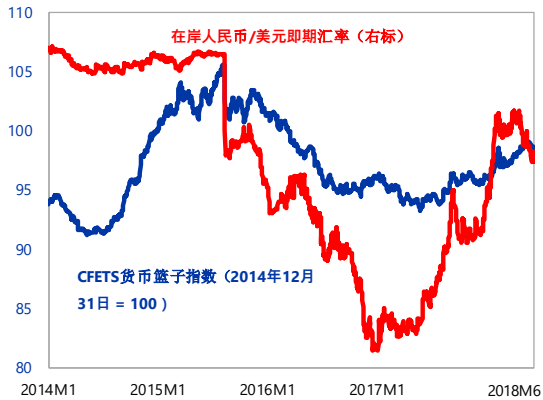


来源：CEIC。

图 6. 对外：资本流出压力缓解

2018 年，人民币对一篮子货币升值……

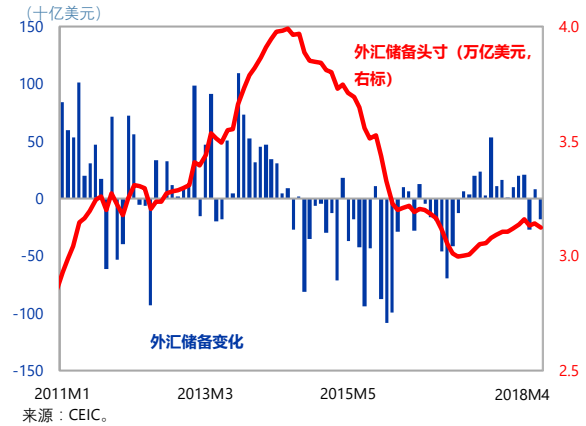
人民币对美元汇率及CFETS指数



来源：彭博社，基金组织工作人员的估计。

外汇储备回升。

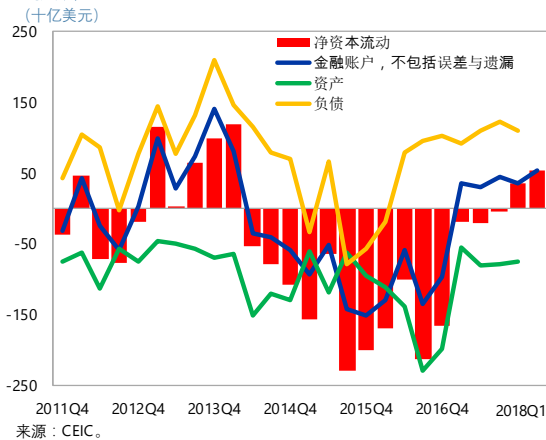
外汇储备



来源：CEIC。

资本流出减少（不包括误差与遗漏项在内的资本账户在 2017 年变为正值）……

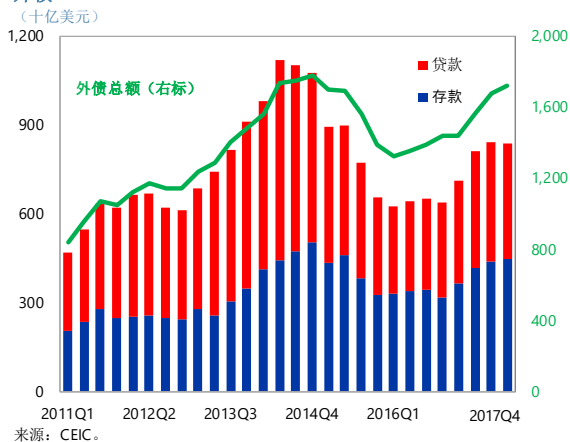
金融账户



来源：CEIC。

……以及外部借款的增加。

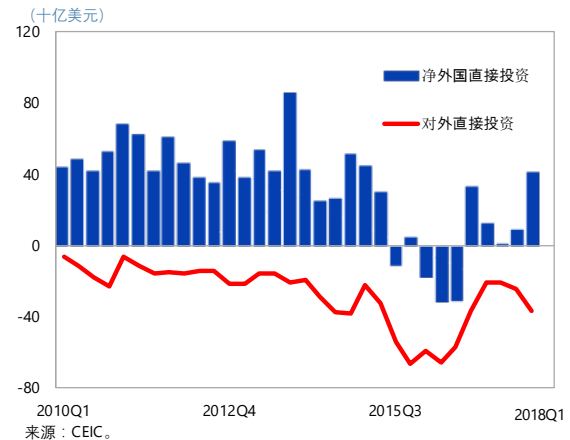
外债



来源：CEIC。

……一定程度上是由于对外直接投资管制的收紧……

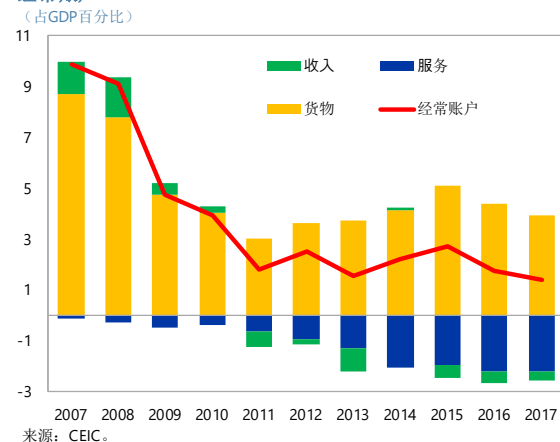
直接投资



来源：CEIC。

由于进口保持强劲增长，经常账户差额 2017 年进一步下降。

经常账户



来源：CEIC。

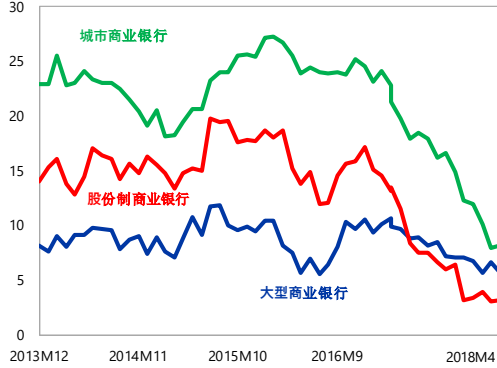
图 7. 银行：资产增长急剧减缓

监管规定的收紧减缓了银行资产增长，特别是对于城市商业银行和股份制银行，因为这些银行更多依赖投资资产。

对实体经济体的直接贷款保持强劲，而其他银行资产增长放缓……

银行资产的增长率

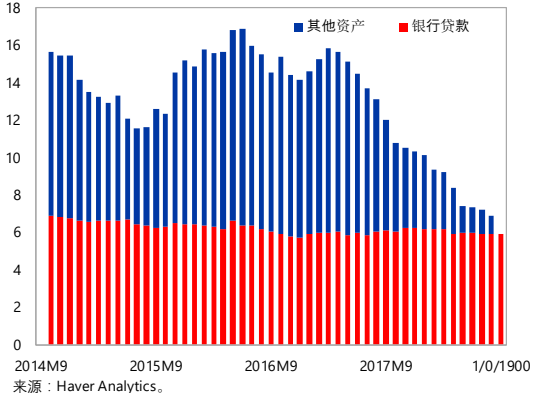
(百分比，年同比)



来源：CEIC。

对银行资产增长的贡献

(百分比，年同比)



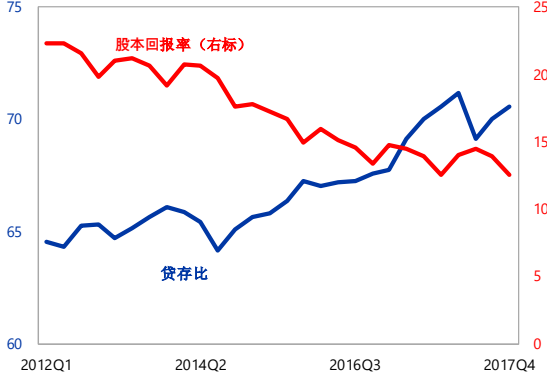
来源：Haver Analytics。

……贷存比上升。

银行核心一级资本比率下降，因为常规银行贷款比投资产品要求有更高的风险资本风险权重，而贷款损失准备金提取比率得到改善。

银行业的表现

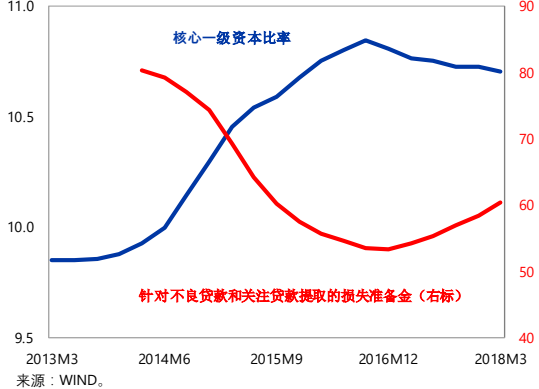
(比率)



来源：Haver Analytics。

所有商业银行比率

(百分比，四个季度移动平均值)



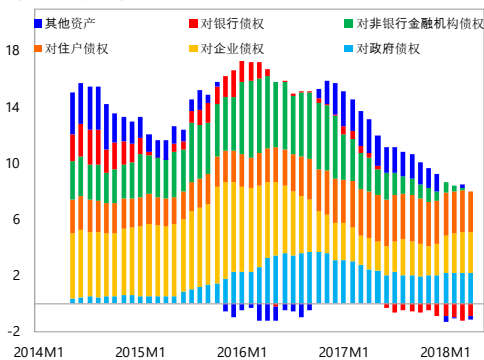
来源：WIND。

银行对非银行金融机构债权增长放缓，银行间债权收缩……

……而银行再中介活动在一定程度上是由非银行金融机构负债扩张提供融资的。

对银行资产增长的贡献

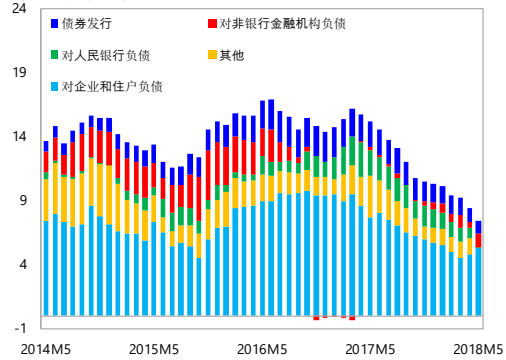
(百分比，年同比)



来源：Haver Analytics。

对银行负债增长的贡献

(百分比，年同比)

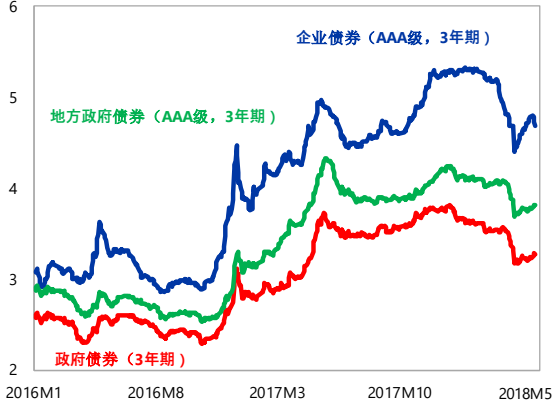


来源：Haver Analytics。

图 8. 金融：金融环境收紧

2017 年短期利率上升，推升了企业债券收益率和借款成本。

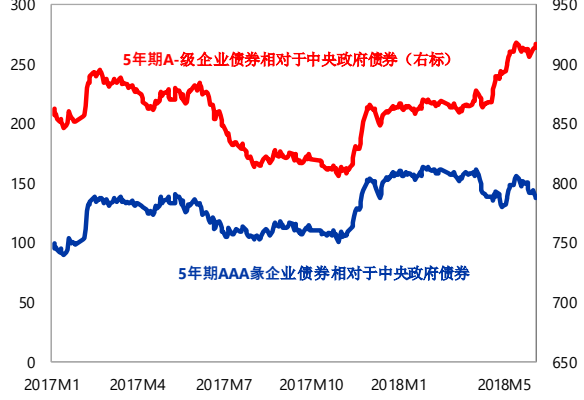
企业和政府债券收益率
(百分比)



来源：WIND。

由于对高收益资产的需求减弱，企业债券与政府债券之间的收益率差扩大。

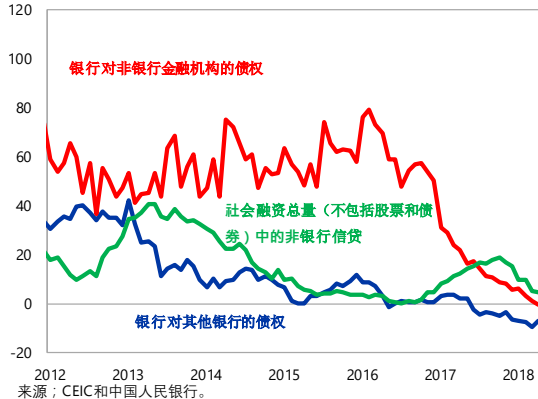
企业债券相对于中央政府债券的收益率差
(基点)



来源：WIND。

金融去杠杆过程导致对非银行金融机构信贷增长减缓……

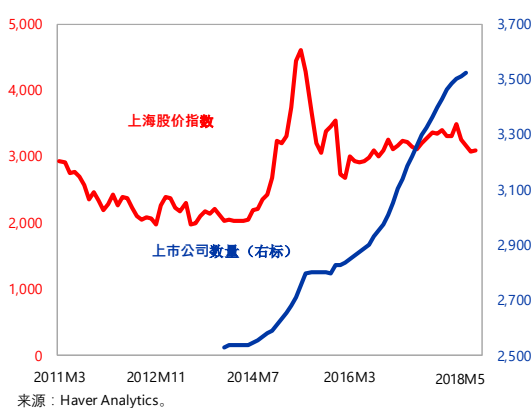
银行对非银行金融机构债权的增长率
(百分比, 年同比)



来源：CEIC和中国人民银行。

股市近期有所走弱。

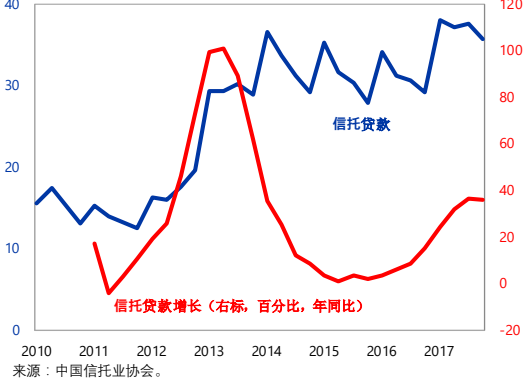
股市指数和首次公开募股



来源：Haver Analytics。

……但信托贷款 2017 年继续快速扩张，因为对影子贷款的需求保持强劲。

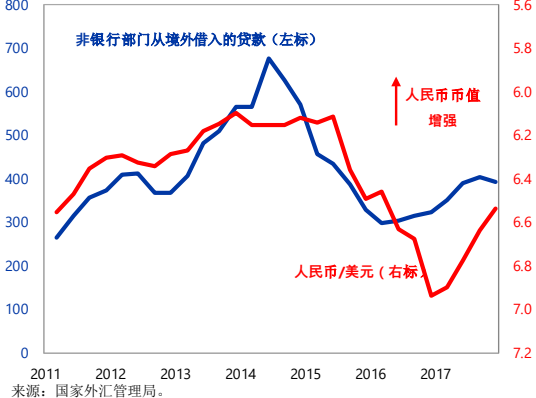
信托贷款未偿规模
(占GDP百分比)



来源：中国信托业协会。

人民币升值促使外部借款增加，因为境内市场流动性状况收紧。

从境外借入的客户贷款
(十亿美元; 人民币/美元)

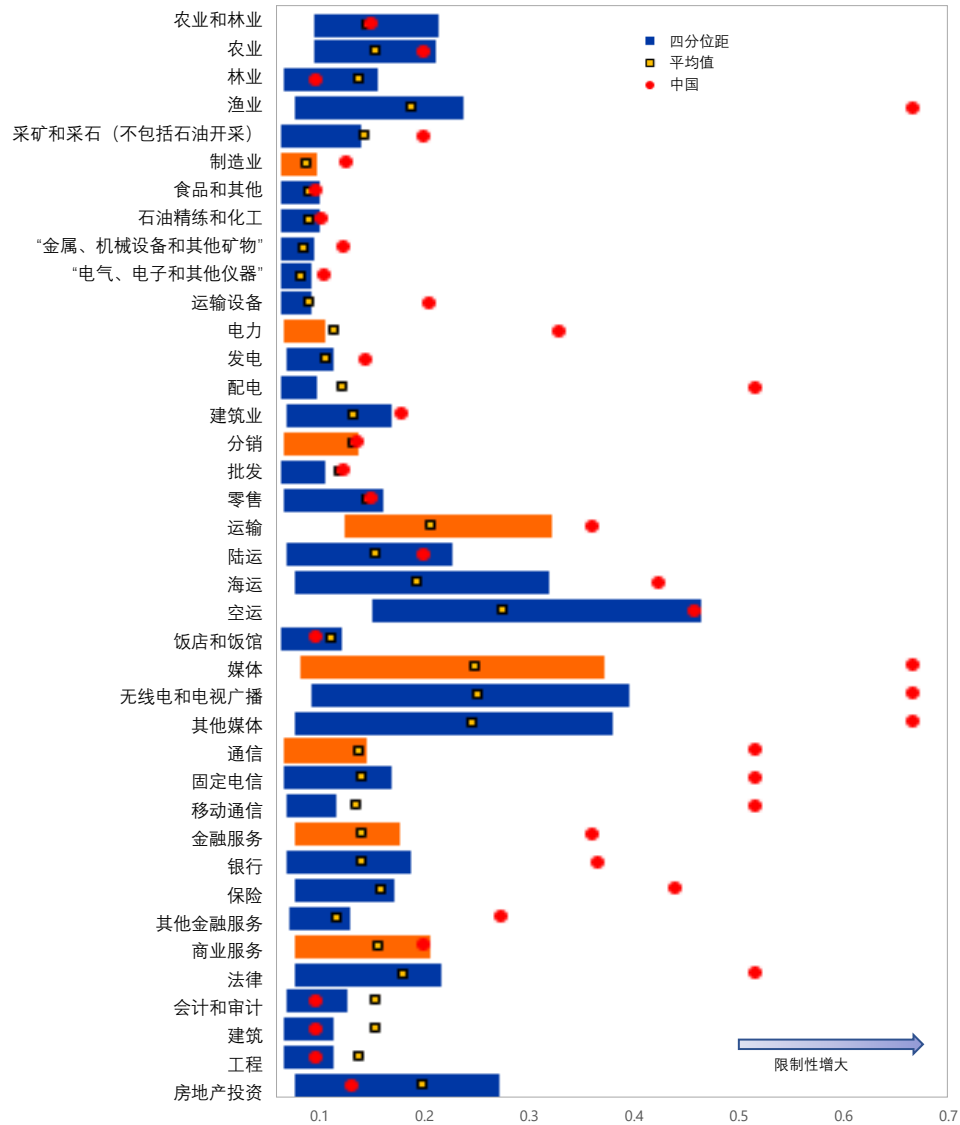


来源：国家外汇管理局。

图 9. 外国直接投资监管限制性的跨国比较

对于多数部门的外国直接投资，中国的限制性相对更大。

(外国直接投资监管限制性指数，0= 更为开放，1= 限制性最大)



来源：经合组织统计部。

注：外国直接投资监管限制性指数衡量68个经济体22个经济部门的外国直接投资法律限制。该指数通过分析外国直接投资的四大类限制，来评估一国外国直接投资管理规定的限制性。这四大类限制是：（1）外国股份限制；（2）歧视性筛查或审批机制；（3）限制录用外国人作为主要人员；（4）其他操作性限制，例如，对开设分支机构和资本汇回的限制，或限制外资企业拥有土地。限制性是按从0（开放）到1（封闭）的范围来评估的。总体限制性指数是各部门分数的平均值。措施的歧视性（即如果只适用于外国投资者）是对一项措施进行评分的核心标准。国家所有权和国家垄断地位，只要不歧视外国人，就不予评分。外国直接投资指数并不能全面衡量一国的投资气候。各种其他因素也起作用，包括外国直接投资规则是如何实施的。准入壁垒也可能因其他原因而产生，包括主要部门的国家所有权。一国吸引外国投资的能力会受到其他因素的影响，例如，其市场规模，与邻国融合程度，甚至地理条件等。不过，外国直接投资管理规定可能是一国对外国投资者吸引力的关键决定因素。参见 <http://www.oecd.org/investment/fdiindex.htm>。

表 1. 中国：部分经济指标

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	预测										
	(年度百分比变化, 除非另有注明)										
国民账户											
实际GDP	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6	6.4	6.3	6.0	5.7	5.5
国内总需求	8.1	7.2	7.2	7.6	6.4	6.8	6.6	6.5	6.3	6.0	5.8
消费	7.2	7.2	8.3	8.6	7.6	8.0	7.4	7.0	6.8	6.3	6.1
投资	9.1	7.1	6.1	6.5	4.9	5.3	5.7	5.8	5.8	5.6	5.4
固定	9.3	6.8	6.7	6.8	4.3	5.3	5.9	6.0	6.0	5.8	5.6
库存(贡献)	0.1	0.2	-0.2	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净出口(贡献)	0.1	0.4	-0.1	-0.6	0.6	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
资本形成总额(占GDP百分比)	47.3	46.8	44.7	44.1	44.4	44.3	43.9	43.3	42.7	42.2	41.6
国民储蓄总额(占GDP百分比) 1/	48.8	49.0	47.5	45.9	45.8	45.2	44.7	44.1	43.4	42.7	42.0
劳动力市场											
失业率(年度平均) 2/	5.0	5.1	5.1	5.0	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
就业	0.4	0.4	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
价格											
消费者价格(平均)	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.3	2.5	2.7	2.8	2.9	3.0
GDP Deflator	2.4	1.0	1.1	-0.1	1.9	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3
金融											
7天回购利率(百分比)	5.4	5.1	2.5	2.6	3.1	...	...	...	...	...	...
10年期政府债券利率(百分比)	4.6	3.7	2.9	3.1	3.9	...	...	...	...	...	...
实际有效汇率(平均)	6.3	3.1	10.1	-5.6	-2.6	...	...	...	...	...	...
名义有效汇率(平均)	5.3	3.1	9.5	-6.5	-2.5	...	...	...	...	...	...
宏观金融											
社会融资总量 2/	17.5	14.3	12.4	12.9	12.0	10.5	11.5	10.9	10.1	9.5	9.2
占GDP百分比	180	190	198	209	215	219	224	228	232	235	238
非金融部门国内债务总额	17.4	17.1	15.4	16.4	14.0	12.2	12.0	11.3	10.5	9.9	9.5
占GDP的百分比	192	207	222	242	253	261	269	275	281	286	290
对私人部门的国内信贷	16.6	13.2	15.8	16.5	12.8	10.6	10.6	10.1	9.4	8.8	8.5
占GDP百分比	142	149	159	174	180	183	186	189	191	192	193
房价 4/	7.7	1.4	9.1	11.3	5.7	8.6	8.3	7.9	7.2	6.8	6.0
家庭可支配收入(占GDP百分比)	59.8	60.4	60.5	61.0	60.6	61.0	61.2	61.4	61.5	61.6	61.5
家庭储蓄(占可支配收入百分比)	38.5	38.0	37.1	35.5	35.5	34.7	34.0	33.3	32.3	31.4	30.5
家庭债务(占GDP百分比)	33.0	35.4	38.2	44.2	49.2	51.0	52.8	54.9	56.8	59.0	61.3
非金融企业国内债务(占GDP百分比)	109	113	121	130	131	132	133	134	134	133	132
国际清算银行估算的信贷/GDP率缺口(占GDP百分比) 5/	18.9	21.5	27.2	24.7	12.6	...	...	...	...	...	...
预算内广义政府(占GDP百分比)											
净贷款/借款 6/	-0.8	-0.9	-2.8	-3.7	-3.9	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1
收入	27.7	28.1	28.5	28.2	28.4	28.8	28.9	28.6	28.3	28.2	28.0
从出售土地中获得的额外资金	2.7	2.7	1.9	2.0	2.6	2.3	2.0	1.7	1.4	1.2	1.0
支出	31.2	31.6	33.2	33.9	34.9	35.2	35.0	34.4	33.8	33.5	33.1
债务 7/	16.0	38.6	36.4	36.7	36.9	38.1	39.3	40.4	41.4	42.4	43.2
结构性余额	-0.5	-0.5	-2.5	-3.6	-4.0	-4.2	-4.2	-4.2	-4.2	-4.2	-4.1
国际收支(占GDP百分比)											
经常账户差额	1.5	2.2	2.7	1.8	1.4	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5	0.4
贸易差额	3.7	4.1	5.1	4.4	4.0	3.3	3.1	2.9	2.7	2.5	2.3
服务差额	-1.3	-2.0	-1.9	-2.1	-2.2	-2.1	-2.0	-2.0	-2.0	-1.9	-1.9
净国际投资头寸	20.7	15.2	14.9	17.4	15.1	13.9	13.6	13.2	12.9	12.4	11.9
官方储备总额(十亿美元)	3,880	3,899	3,406	3,098	3,236	3,198	3,144	3,088	3,024	2,935	2,809
备忘项											
名义GDP(十亿人民币) 8/	59,696	64,718	69,911	74,563	81,204	88,282	96,107	104,434	113,132	122,194	131,915
增扩概念的债务(占GDP百分比) 9/	48.1	52.3	56.6	62.0	67.5	72.4	77.1	81.3	85.0	88.5	91.6
增扩概念的净贷款/借款(占GDP百分比) 9/	-7.6	-7.2	-8.4	-10.4	-10.8	-10.7	-10.9	-10.8	-10.7	-10.4	-10.3

来源：彭博社；CEIC数据公司；基金组织信息通告系统；以及基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 基金组织工作人员对2016年和2017年的估计。

2/ 调查失业率。

3/ 未经地方政府债务置换调整。

4/ 基金组织工作人员根据国家统计局公布的70个大中城市房价数据(商品住宅价格)估计的平均售价。

5/ 最新观测数据是2017年第三季度的数据。

6/ 对当局的财政预算余额进行了调整,以反映合并的广义政府预算余额,包括政府管理的资金、国家管理的国有企业资金、平准基金的调整以及社保基金。

7/ 官方政府债务。2015年之前的债务估计数包括中央政府债务和显性地方政府债务(财政部和人民代表大会2015年9月确定的)。广义政府债务2014年的大幅增加反映了当局对地方政府过去预算外债务的确认。2015年之后的债务估计数假设2015-2021年预算外借款为零。

8/ 支出侧名义GDP。

9/ 增扩概念的财政数据将政府范围扩大到包括地方政府融资平台和其他预算外活动。

表 2. 中国：国际收支

(占 GDP 的百分比, 除非另有说明)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
								预测			
经常账户差额	1.5	2.2	2.7	1.8	1.4	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5	0.4
贸易差额	3.7	4.1	5.1	4.4	4.0	3.3	3.1	2.9	2.7	2.5	2.3
出口	22.3	21.3	19.1	17.7	18.4	17.5	17.0	16.4	15.7	14.9	14.2
进口	18.6	17.2	14.0	13.4	14.5	14.3	13.9	13.5	13.0	12.5	11.9
服务差额	-1.3	-2.0	-1.9	-2.1	-2.2	-2.1	-2.0	-2.0	-2.0	-1.9	-1.9
收入差额	-0.8	0.1	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
经常性转移	-0.1	0.0	-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	3.6	-0.5	-3.8	-3.7	1.2	-1.2	-1.2	-1.1	-1.0	-1.0	-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	3.6	-0.5	-3.9	-3.7	1.2	-1.2	-1.2	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0
净外国直接投资	2.3	1.4	0.6	-0.4	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
外国在华直接投资	3.0	2.5	2.2	1.6	1.4	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
中国对外直接投资	-0.8	-1.2	-1.6	-1.9	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	-1.0	-1.0	-1.1
证券投资	0.5	0.8	-0.6	-0.5	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他投资	0.7	-2.6	-3.9	-2.8	0.6	-1.7	-1.5	-1.4	-1.3	-1.2	-1.1
误差与遗漏 1/	-0.7	-0.6	-1.9	-2.0	-1.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总体差额	4.5	1.1	-3.1	-4.0	0.8	-0.3	-0.4	-0.3	-0.4	-0.5	-0.6
储备资产	-4.5	-1.1	3.1	4.0	-0.8	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
国际投资头寸											
资产	62.1	61.1	54.8	58.0	57.6	53.0	51.5	50.2	49.1	48.2	47.2
直接投资	6.9	8.4	9.8	12.1	12.3	11.4	11.3	11.3	11.3	11.5	11.8
证券投资	2.7	2.5	2.3	3.3	4.1	4.5	5.0	5.5	6.0	6.4	6.9
其他投资	12.3	13.2	12.4	15.0	14.3	14.1	14.5	14.8	15.0	15.2	15.2
储备资产	40.3	37.0	30.3	27.6	26.9	23.0	20.7	18.6	16.8	15.0	13.3
负债	41.4	45.9	39.9	40.6	42.5	39.0	37.9	36.9	36.2	35.8	35.3
直接投资	24.2	24.7	24.0	24.6	24.1	22.1	21.3	20.7	20.3	19.9	19.7
证券投资	4.0	7.6	7.3	7.2	8.7	8.4	8.7	8.9	9.1	9.3	9.6
其他投资	13.2	13.7	8.6	8.8	9.7	8.5	7.9	7.4	6.9	6.5	6.1
净国际投资头寸	20.7	15.2	14.9	17.4	15.1	13.9	13.6	13.2	12.9	12.4	11.9
备忘项											
出口增长 (按价值计, 百分比变化)	8.9	4.4	-4.5	-7.2	11.4	10.0	5.9	5.2	4.4	3.0	3.0
进口增长 (按价值计, 百分比变化)	7.7	1.1	-13.4	-4.2	16.0	13.9	6.8	5.6	5.0	3.7	3.4
外国对华直接投资 (十亿美元)	291	268	242	175	168	170	172	194	217	240	264
外债 (十亿美元)	1,533	1,788	1,383	1,416	1,711	1,826	1,947	2,074	2,212	2,361	2,521
占GDP百分比	15.9	17.0	12.3	12.6	14.2	13.1	12.8	12.5	12.3	12.1	11.9
短期外债 (剩余期限, 十亿美元)	1,202	1,311	887	871	1,099	1,167	1,239	1,310	1,387	1,470	1,560
总储备 (十亿美元) 2/	3,880	3,899	3,406	3,098	3,236	3,198	3,144	3,088	3,024	2,935	2,809
相当于短期债务 (按剩余期限计) 的百分比	323	297	384	356	294	274	254	236	218	200	180
贸易条件 (百分比变化)	1.2	1.7	7.6	7.7	5.1	-2.7	0.2	0.9	0.7	0.3	0.5
实际有效汇率 (2010年 = 100)	115	119	131	124	121	...	...	...	...	...	...
名义GDP (十亿美元)	9,635	10,535	11,226	11,222	12,015	13,907	15,221	16,612	18,040	19,536	21,123

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

1/ 包括估值调整的对应交易。

2/ 包括外汇储备以及特别提款权和黄金等其他储备资产。

表 3. 中国：外部脆弱性指标

	2013	2014	2015	2016	2017
货币与金融指标					
广义政府债务 (相当于GDP的百分比) 1/	16.0	38.6	36.4	36.7	36.9
广义货币 (M2: 年度百分比变化)	13.6	11.0	13.3	11.3	8.2
外币存款与广义货币之比 (百分比)	2.4	2.9	2.9	3.2	3.1
对经济的本币贷款 (年度百分比变化)	14.1	13.6	14.3	13.5	12.7
外币贷款与银行国内信贷之比 (百分比)	5.1	4.7	4.0	3.4	3.1
股市指数 (期末, 1990年12月19日 = 100) 2/	2,214	3,389	3,704	3,250	3,463
股市市值 (相当于GDP的百分比)	51.6	70.3	94.3	92.0	95.3
上市公司数 (A股)	2,468	2,592	2,808	3,034	3,467
国际收支指标					
出口 (年度百分比变化,美元)	8.9	4.4	-4.5	-7.2	11.4
进口 (年度百分比变化,美元)	7.7	1.1	-13.4	-4.2	16.0
经常账户差额 (相当于GDP的百分比)	1.5	2.2	2.7	1.8	1.4
资本和金融账户差额 (相当于GDP的百分比)	3.6	-0.5	-3.8	-3.7	1.2
其中: 外国直接投资流入总额	3.0	2.5	2.2	1.6	1.4
外汇储备					
以十亿美元为单位 3/	3,880	3,899	3,406	3,098	3,236
按以下指标衡量的覆盖水平:					
进口 (月数)	24.0	22.1	18.2	18.6	20.0
广义货币 (百分比)	21.7	19.5	15.2	13.3	13.0
按剩余期限计的短期外债 (百分比)	323	297	384	356	294
评估储备充足性 (范围) 4/	154-383	137-331	119-316	106-284	96-253
外债与资产负债表指标					
全部外债 (相当于GDP的百分比)	15.9	17.0	12.3	12.6	14.2
全部外债 (10亿美元)	1,533	1,788	1,383	1,416	1,711
按原始期限计的短期外债 (十亿美元)	1,202	1,311	887	871	1,099
银行部门的国外净资产 (十亿美元)	177	189	444	540	500
全部债务与货物和服务出口之比 (百分比)	65.1	72.6	58.6	64.4	70.6
全部债务偿还额与货物和服务出口之比(百分比)	28.9	52.9	37.8	39.9	45.6
其中: 利息支付与货物和服务出口之比(百分比)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
外币长期主权债券评级 (期末)					
穆迪	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3
标准普尔	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
来源: CEIC数据公司; 彭博社; 基金组织信息通告系统; 以及基金组织工作人员的估计。					
1/2015年之前的债务估计数包括中央政府债务和显性地方政府债务 (财政部和人民代表大会2015年9月确定的)。广义政府债务2014年的大幅增加反映了当局对地方政府过去预算外债务的确认。					
2/ 上海证券交易所, A股。					
3/ 包括外汇储备以及特别提款权和黄金等其他储备资产。					
4/ 关于汇率制度和资本管制的不同假设下的评估储备充足性 (ARA) 指标的范围。					

表 4. 中国：货币和信贷走势

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
货币概览							
	(年度百分比变化)						
国外净资产	11.3	2.9	8.6	2.6	-2.7	-5.9	-4.0
货币当局 (贡献)	9.1	1.9	11.7	2.4	-8.6	-9.1	-2.4
存款类机构 (贡献)	2.3	1.0	-3.1	0.3	5.9	3.1	-1.6
国内信贷	17.1	17.1	15.1	16.2	23.7	20.1	11.3
对政府的净债权 (贡献)	1.3	1.2	-0.2	0.6	4.0	4.8	2.7
对非金融部门的债权 (贡献)	13.4	13.6	12.7	11.4	13.8	8.6	7.7
对其他金融部门的债权 (贡献)	2.4	2.3	2.6	4.1	5.9	6.6	0.9
广义货币 (M2)	17.3	14.4	13.6	11.0	13.3	11.3	8.2
M1 (贡献)	3.2	2.2	2.9	1.0	4.3	6.1	3.7
准货币 (贡献)	14.1	12.2	10.7	10.0	9.0	5.2	4.5
储备货币	21.2	12.3	7.4	8.5	-6.0	11.8	4.2
社会融资总量							
	(百分比)						
社会融资总量 1/	18.1	19.1	17.5	14.3	15.0	16.1	13.0
银行贷款 (贡献)	12.1	11.5	10.0	9.2	8.8	8.5	8.3
影子银行 (贡献)	3.1	4.0	5.1	2.3	0.6	0.9	2.2
企业债券净融资 (贡献)	2.1	3.0	2.0	2.2	2.4	2.3	0.3
非金融企业股权 (贡献)	0.7	0.3	0.2	0.4	0.6	0.9	0.5
其他 (贡献)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	0.1
	(占GDP百分比)						
社会融资总量 1/	157.9	169.0	180.0	189.8	202.2	220.1	228.4
银行贷款 (贡献)	117.3	121.8	125.7	131.2	137.0	144.6	149.6
影子银行 (贡献)	23.0	26.4	31.7	33.1	31.7	31.4	33.2
企业债券净融资 (贡献)	10.7	13.8	15.6	18.1	20.9	24.0	22.6
非金融企业股权 (贡献)	6.0	5.8	5.6	5.9	6.5	7.7	8.2
其他	0.9	1.1	1.4	1.6	1.5	1.4	1.4
备忘项							
	(百分比)						
不良贷款率	1.0	1.0	1.0	1.3	1.7	1.7	1.7
贷款损失准备金覆盖率 (贷款损失准备金/不良贷款)	278.1	295.5	282.7	232.1	181.2	176.4	181.4
流动比率 (流动资产/流动负债)	43.2	45.8	44.0	46.4	48.0	47.6	50.0
贷存比	64.9	65.3	66.1	65.1	67.2	67.6	70.6
资产回报率	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
股本回报率	20.4	19.9	19.2	17.6	15.0	13.4	12.6
资本充足率	...	...	12.2	13.2	13.5	13.3	13.7
一级资本充足率	...	...	10.0	10.8	11.3	11.3	11.4
核心一级资本充足率	...	...	10.0	10.6	10.9	10.8	10.8
净外汇敞口头寸 (占资本百分比)	4.6	3.9	3.7	3.5	3.7	3.5	2.5
来源: Haver Analytics; 以及基金组织工作人员的估计。							
1/ 经地方政府债务置换调整。							

表 5. 中国：广义政府财政数据

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	(十亿人民币)										
	预测										
余额：一般预算（官方数据）											
(1) 收入（包括调整）(1a)+(1b)	13036	14137	16032	16688	18271	18603	20638	22365	24186	26217	28299
(1a) 总收入	12921	14037	15227	15960	17257	18318	20325	22020	23806	25800	27840
(1b) 调整 1/	115	100	806	727	1014	285	314	345	380	418	459
(2) 支出（包括调整）(2a)+(2b)	14276	15497	17658	18854	20651	20983	23255	25230	27292	29543	31806
(2a) 总支出	14021	15179	17588	18776	20333	20983	23084	25042	27085	29316	31556
(2b) 调整 2/	255	319	70	78	318	0	171	188	207	227	250
(3) 财政余额（官方数据）(1)-(2)	-1240	-1360	-1626	-2166	-2380	-2380	-2616	-2865	-3106	-3326	-3507
余额：预算内广义政府（基金组织的定义）											
(4) 收入 (1a)+(4a)+(4b)	16538	18158	19949	21048	23053	25411	27786	29871	32067	34492	36987
(4a) 社保收入	3452	3919	4466	4827	5538	6809	7150	7507	7883	8277	8691
(4b) 国企基金收入 4/	165	202	256	260	258	284	312	343	378	415	457
(5) 支出 (2a)+(5a)+(5b)+(5c)	18651	20463	23199	25308	28341	31084	33650	35975	38232	40914	43676
(5a) 社保支出	2862	3367	3936	4392	4895	6454	6841	7252	7687	8148	8637
(5b) 国企基金支出 4/	151	200	208	217	201	227	250	275	303	333	366
(5c) 由土地出让、债券发行或结转提供资金的管理基金支出 5/	1617	1717	1467	1923	2912	3419	3475	3406	3157	3117	3116
(5d) 其中：由土地出让提供资金的净支出	1617	1717	1302	1498	2082	2030	1922	1775	1527	1405	1319
(6) 净借款/贷款（基金组织的定义）(4)-(5)+(5d)	-497	-587	-1948	-2762	-3207	-3642	-3942	-4329	-4638	-5016	-5370
余额：增扩概念（工作人员对广义政府的估计）											
(7a) 由地方政府融资平台债务提供资金的额外基础设施支出	4061	4072	3421	3417	3768	3955	4363	4501	4817	5010	5409
(7b) 专项建设基金和政府指导基金的额外支出	0	-29	469	1566	1825	1813	2172	2485	2593	2651	2784
(8) 增扩概念的净贷款/借款 (6)-(7a)-(7b) 6/	-4558	-4630	-5838	-7744	-8799	-9411	-10477	-11315	-12049	-12678	-13562
债务：广义政府											
(9) 预算内广义政府债务（官方数据）(10)+(11)	9536	24966	25417	27362	29948	33621	37728	42155	46815	51770	56984
(10) 中央政府债务 7/	8675	9566	10660	12007	13477	15251	17458	19984	22745	25800	29113
(11) 显性政府债务 8/	862	15400	14757	15356	16471	18370	20270	22170	24070	25970	27870
(11a) 非置换地方政府债券	862	1162	1624	2550	3664	5564	7464	9364	11264	13164	15064
(11b) 其他确认的地方政府债务	0	14238	13133	12806	12806	12806	12806	12806	12806	12806	12806
(12) 有可能被确认的地方政府融资平台额外债务 9/	19155	8698	12331	15755	19606	23531	27728	32131	36926	41998	47562
(13) 与专项建设基金和政府指导基金相关的额外债务 10/	0	174	1806	3118	5247	6767	8667	10567	12467	14367	16267
(14) 增扩概念的债务 (9)+(12)+(13)	28691	33837	39554	46236	54801	63919	74123	84853	96208	108135	120813
备忘项：											
(16) 不包括“有可能被确认的”增扩概念债务” 11/	22086	25835	28710	32940	38094	44384	51291	58655	66513	74851	83776
	(占GDP百分比)										
余额：一般预算（官方数据）											
(1) 收入（包括调整）(1a)+(1b)	21.8	21.8	22.9	22.4	22.5	21.1	21.5	21.4	21.4	21.5	21.5
(1a) 总收入	21.6	21.7	21.8	21.4	21.3	20.7	21.1	21.1	21.0	21.1	21.1
(1b) 调整 1/	0.2	0.2	1.2	1.0	1.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
(2) 支出（包括调整）(2a)+(2b)	23.9	23.9	25.3	25.3	25.4	23.8	24.2	24.2	24.1	24.2	24.1
(2a) 总支出	23.5	23.5	25.2	25.2	25.0	23.8	24.0	24.0	23.9	24.0	23.9
(2b) 调整 2/	0.4	0.5	0.1	0.1	0.4	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
(3) 财政余额（官方数据）(1)-(2)	-2.1	-2.1	-2.3	-2.9	-2.9	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7	-2.7
余额：预算内广义政府（基金组织的定义）											
(4) 收入 (1a)+(4a)+(4b)	27.7	28.1	28.5	28.2	28.4	28.8	28.9	28.6	28.3	28.2	28.0
(4a) 社保收入	5.8	6.1	6.4	6.5	6.8	7.7	7.4	7.2	7.0	6.8	6.6
(4b) 国企基金收入 4/	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
(5) 支出 (2a)+(5a)+(5b)+(5c)	31.2	31.6	33.2	33.9	34.9	35.2	35.0	34.4	33.8	33.5	33.1
(5a) 社保支出	4.8	5.2	5.6	5.9	6.0	7.3	7.1	6.9	6.8	6.7	6.5
(5b) 国企基金支出 4/	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
(5c) 由土地出让、债券发行或结转提供资金的管理基金支出 5/	2.7	2.7	2.1	2.6	3.6	3.9	3.6	3.3	2.8	2.6	2.4
(5d) 其中：由土地出让提供资金的净支出	2.7	2.7	1.9	2.0	2.6	2.3	2.0	1.7	1.4	1.2	1.0
(6) 净借款/贷款（基金组织的定义）(4)-(5)+(5d)	-0.8	-0.9	-2.8	-3.7	-3.9	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1
余额：增扩概念（工作人员对广义政府的估计）											
(7a) 由地方政府融资平台债务提供资金的额外基础设施支出	6.8	6.3	4.9	4.6	4.6	4.5	4.5	4.3	4.3	4.1	4.1
(7b) 专项建设基金和政府指导基金的额外支出	0.0	0.0	0.7	2.1	2.2	2.1	2.3	2.4	2.3	2.2	2.1
(8) 增扩概念的净贷款/借款 (6)-(7a)-(7b) 6/	-7.6	-7.2	-8.4	-10.4	-10.8	-10.7	-10.9	-10.8	-10.7	-10.4	-10.3
债务：广义政府											
(9) 预算内广义政府债务（官方数据）(10)+(11)	16.0	38.6	36.4	36.7	36.9	38.1	39.3	40.4	41.4	42.4	43.2
(10) 中央政府债务 7/	14.5	14.8	15.2	16.1	16.6	17.3	18.2	19.1	20.1	21.1	22.1
(11) 显性政府债务 8/	1.4	23.8	21.1	20.6	20.3	20.8	21.1	21.2	21.3	21.3	21.1
(11a) 非置换地方政府债券	1.4	1.8	2.3	3.4	4.5	6.3	7.8	9.0	10.0	10.8	11.4
(11b) 其他确认的地方政府债务	0.0	22.0	18.8	17.2	15.8	14.5	13.3	12.3	11.3	10.5	9.7
(12) 有可能被确认的地方政府融资平台额外债务 9/	32.1	13.4	17.6	21.1	24.1	26.7	28.9	30.8	32.6	34.4	36.1
(13) 与专项建设基金和政府指导基金相关的额外债务 10/	0.0	0.3	2.6	4.2	6.5	7.7	9.0	10.1	11.0	11.8	12.3
(14) 增扩概念的债务 (9)+(12)+(13)	48.1	52.3	56.6	62.0	67.5	72.4	77.1	81.3	85.0	88.5	91.6
备忘项：											
(16) 不包括“有可能被确认的”增扩概念债务” 11/	37.0	39.9	41.1	44.2	46.9	50.3	53.4	56.2	58.8	61.3	63.5

来源：CEIC数据公司；中国财政部；国家审计署；以及基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 包括中央和地方政府从各种基金和通过结转对一般预算的转移。

2/ 包括以下调整：结转的地方政府余额，2014年之前地方政府债券的赎回，以及政府管理基金下发行的政府债券。

3/ 本表中的GDP指按支出计算的名义GDP。

4/ 仅包括当年的收入/支出，不包括对一般预算的转移和结转。

5/ 包括计入收入的结转、对地方政府支出的调整、发行专项基金获得的收入，以及由土地出让提供资金的净支出（估计方法是土地出让总收入减去去地成本、农民补偿和土地开发）。

6/ 净贷款/借款总额包括土地出让净收入，作为线上项目记录的非金融资产的减值。

7/ 仅包括财政部债务，不包括为银行注资和资产管理公司发行的债券。

8/ 包括地方政府债券和显性债务。

9/ 2014年政府或有债务的10%。2014年或有债务的估计方法是，地方政府融资平台总债务减去15.4万亿元的显性地方政府债务，之后，假设三分之二的或有债务被确认为广义政府债务。

10/ 社会资本对专项建设基金和政府指导基金的出资总额。

11/ 仅包括根据国家审计署报告（2013年）被划作政府隐性债务的三分之二的地方政府融资平台债务，不包括其余三分之一被划作政府担保债务或“有可能被确认的”债务。

表 6. 中国：非金融部门债务

	(万亿人民币)				(占GDP百分比)				覆盖范围
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	
非金融部门债务总额	134	155	180	206	207	222	242	253	
中央政府	9.6	10.7	12.0	13.5	14.8	15.2	16.1	16.6	
地方政府									官方政府 债务
常规融资	1.2	1.6	2.5	3.7	1.8	2.3	3.4	4.5	
地方政府融资平台的过去债务 1/	14.2	13.1	12.8	12.8	22.0	18.8	17.2	15.8	
地方政府融资平台(LGFV)									
根据2014年审计得出的债务	8.7	8.7	8.7	8.7	13.4	12.4	11.6	10.7	
2015-2017 年的新借款 (基金组织工作人员估计) 2/	0.0	3.7	7.1	10.9	0.1	5.3	9.5	13.5	
政府基金 3/	0.2	1.8	3.1	5.2	0.3	2.6	4.2	6.5	
住户	23	27	33	40	35	38	44	49	
企业(不包括地方政府融资平台)	78	89	101	111	120	127	136	136	
国内	73	85	97	106	113	121	130	131	
国外	4.3	4.0	4.4	4.4	6.7	5.7	5.9	5.4	私人部门债务
备忘项：									
国内非金融部门债务总额	130	151	176	201	201	216	236	248	
企业 (包括地方政府融资平台)	86	101	117	130	133	144	157	161	
其中：地方政府融资平台	9	12	16	20	13	18	21	24	
住户	23	27	33	40	35	38	44	49	
广义政府 (官方定义)	25	25	27	30	39	36	37	37	
政府基金 3/	0.2	1.8	3.1	5.2	0.3	2.6	4.2	6.5	
名义GDP	64.7	69.9	74.6	81.2					

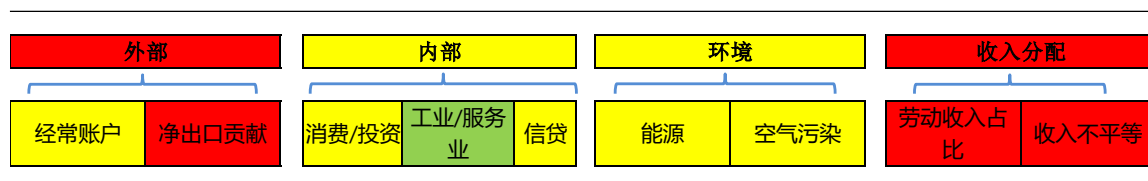
来源：CEIC数据公司；财政部；以及基金组织工作人员的估计。

1/ 截至2014年，确认为地方政府债务的地方政府融资平台债务（根据2014年审计）。

2/ 对2015-2017年地方政府融资平台新借款的估计是基于基础设施固定资产投资数据。

3/ 政府指导基金和专项建设基金。仅包括社会资本部分。假设包括在企业债务中。

表 7. 中国：再平衡记分卡



再平衡记分卡汇总指标

	单位	2014	2015	2016	2017
1. 外部再平衡					
净出口对GDP增长的贡献	百分比	0.4	-0.1	-0.6	0.6
经常账户差额	占GDP百分比	2.2	2.7	1.8	1.4
外汇储备覆盖率	进口月数	22.1	18.2	18.6	20.0
全国储蓄率	占GDP百分比	49.0	47.5	45.9	45.8
2. 内部再平衡					
需求侧					
消费相对于投资对增长的贡献	百分比	1.0	1.4	1.5	1.8
私人消费比例（名义）	占GDP百分比	37.5	38.0	39.4	39.1
投资比例（名义）	占GDP百分比	46.8	44.7	44.1	44.4
供给侧					
第三产业相对于第二产业对增长的贡献	百分比	1.0	1.3	1.5	1.6
服务业比例（名义）	占GDP百分比	47.8	50.2	51.6	51.9
服务业在总就业中的比例	百分比	40.6	42.4	44.2	45.9
信贷侧					
私人信贷	占GDP百分比	149	159	174	180
信贷密度		3.3	4.0	5.3	3.9
资产回报率：国有企业 - 私营企业	百分比	-7.1	-7.7	-7.7	-5.6
3. 环境再平衡					
产出的能源密集度	每单位产出	86.2	83.0	82.2	79.8
PM 2.5（以常住人口加权）	微克/立方米	...	56.0	49.8	48.0
4. 收入分配					
基尼系数	指数	0.47	0.46	0.47	0.47
劳动收入	占GDP百分比	60.4	60.5	61.0	60.6
城/乡收入差距	收入比率	2.75	2.73	2.72	2.71
实际可支配收入增长：中值-均值	百分比	4.4	2.3	2.0	0.0

来源：CEIC数据公司以及基金组织工作人员的估计和预测。

注：颜色标记是基于2016年至2017年每项指标的变化。颜色标记：如果变化与再平衡方面相反，为红色；如果观察到取得了一些进展，为黄色；如果再平衡进展显著，为绿色。

对于以比率表示的指标，变化以简单差衡量，如果大于0.5个百分点，则视为显著。对于以指数表示的指标以及信贷指标，变化以年度百分比变化衡量，如果大于5%，则视为显著。

表 8. 中国：国有企业表现

维度	指标	2012	2013	2014	2015	2016	2017
		(百分比, 除非另有注明)					
盈利能力	国有企业资产回报率	2.7	2.6	2.4	1.9	1.8	1.9
	国有工业企业资产回报率	4.6	4.4	4.0	2.9	2.9	3.9
	私营工业企业资产回报率	13.2	12.4	11.1	10.6	10.6	9.5
	亏损国有工业企业的比例	24.5	25.5	27.4	29.8	26.8	24.7
	亏损私营工业企业的比例	8.1	8.0	8.4	9.6	8.8	9.0
效率	每单位收入的成本 -国有企业		96.6	97.1	97.9	98.0	97.1
杠杆率	国有企业债务与股本比率	181.9	186.6	187.1	197.0	194.8	191.8
	-中央	186.9	191.7	191.2	212.2	218.3	213.2
	-地方	176.2	181.1	182.8	181.0	172.3	176.0
	债务与股本比率 -工业企业	137.2	137.0	131.7	128.2	126.2	124.6
	国有工业企业的债务与股本比率	157.1	162.5	159.5	158.7	158.9	152.3
	私营工业企业的债务与股本比率	117.8	114.7	108.3	105.1	102.7	106.5
	国有企业的债务与资产比率	64.3	64.5	64.7	65.7	66.1	65.7
	-中央	65.1	65.8	65.7	68.1	68.6	68.0
	-地方	63.4	63.3	63.8	63.7	63.3	63.8
	债务与资产比率 -工业企业	57.8	57.8	56.8	56.2	55.8	55.5
	国有工业企业的债务与资产比率	61.1	61.9	61.5	61.4	61.4	60.4
	私营工业企业的债务与资产比率	54.1	53.4	52.0	51.2	50.7	51.6
	僵尸企业数量 1/				2041	1621	421
	破产数量	1521	1929	2031	3568	5665	8984
	公司治理	设有董事会的中央国有企业		52	74	85	85	87
中央国有企业数量 2/		116	113	112	106	102	98
向预算上缴的红利		6.8	7.1	8.1	11.1	11.3	
国有企业在经济中所占比例	就业规模	18.4	16.6	16.1	15.4	14.9	
	工业销售额	26.5	25.1	23.4	21.4	20.3	22.2
	资产 (国有工业企业/全部工业企业)	41.1	40.3	38.2	38.3	37.9	37.8
	负债 (国有工业企业/全部工业企业)	43.4	43.1	41.3	41.9	41.7	41.2

来源：WIND，国家统计局，财政部。

1/ 僵尸企业数量指中央国有企业法人实体。

2/ 截至2017年，有98家中央国有企业和44000家附属于这些国有企业的法人实体。

		中国										总体评估		
国外资产与负债的头寸和变化轨迹		<p>背景信息：净国际投资头寸（NIIP）仍为正值，但到 2017 年末已下滑至 GDP 的 15%，而在 2007 年这一数值曾达到 GDP 的 33% 的峰值。经常账户顺差减少、估值变化以及 GDP 持续高速增长是净国际投资头寸出现下滑的原因。截至 2017 年年末，国外资产总额占 GDP 的 58%，其中主要为外汇储备；而负债总额占 GDP 的 43%，主要为外国对中国的直接投资。截至 2017 年年末，储备资产达 3.2 万亿美元，约占 2017 年 GDP 的 27%，比 2016 年的储备资产多出大约 1380 亿美元。</p> <p>评估：根据预测的经常账户顺差趋势，预计净国际投资头寸与 GDP 的比率将保持较高水平，中期会稍有下滑。目前净国际投资头寸并非主要风险来源，因为资产水平仍较高（主要为外汇储备），而负债大多与外国直接投资有关。资本外流压力已消退，部分原因是所采取的资本流动管理措施（CFM）。目前不存在较大的净流出压力。尽管如此，如私人部门寻求积累国外资产的速度大于非居民积累中国资产的速度，则这些压力可能会再次浮现，并导致储备的下滑。</p>										<p>总体评估： 2017 年，外部头寸与中期基本面及可取政策所对应的水平相比略显强劲。这表明仍存在影响到储蓄-投资平衡（例如社会支出不足）的扭曲作用和政策缺口。虽然外部头寸稍显强劲，但人民币在 2017 年的表现与基本面及可取的政策所决定的水平基本一致。评估结果之所以存在差异，其原因是扭曲作用的存在影响了储蓄-投资平衡，并降低了经常账户对于实际有效汇率波动的敏感度。尽管如此，中国需要果断采取措施，消除这些扭曲作用和因此出现的经常账户缺口，因为这样不仅有利于中国经济，也有利于全球经济。</p> <p>可采取的对策： 自全球金融危机以来，外部失衡问题已大幅缓解。要实现对外头寸的持久平衡，需要继续努力，缩小国内政策方面仍存在的缺口并消除扭曲作用。成功完成这项任务，将推动经济进入更可持续的增长轨道，促进消费和降低总体储蓄水平。顺利实施当局的改革议程，并采取与其一致的宏观经济政策，即可有望实现这一目标。优先改革议程包括改善社会保障体系；实施国有企业改革并开放市场，以允许更大程度的竞争；建立一个更加市场化且稳健的金融体系；采取措施吸引更多外国对中国的直接投资，包括确保外国投资者享受与国内投资者同等的待遇；并实现灵活、市场化的汇率制度及改善沟通策略。为确保有序过渡到有效浮动汇率制度，一项关键措施是继续提高货币政策框架的市场化水平和透明度，当然在执行浮动汇率制度的情况下，也需要使用外汇储备来平滑汇率的过度波动。中国应寻求通过</p>		
经常账户		<p>背景信息：经常账户顺差继续下滑，在 2017 年下滑至 GDP 的 1.4%（经周期调整的 GDP 的 1.4%），与 2016 年的水平相比下降约 0.4 个百分点。这主要反映了贸易差额的缩小（受高进口量增长的驱动），尽管实际有效汇率有所贬值。从更长期的角度看，相对于 2007 年经常账户顺差占 GDP 约 10% 的峰值水平，目前的经常账户顺差已大幅下滑，而这反映了强劲的投资增长、实际有效汇率升值、主要发达经济体的需求疲软以及最近服务赤字的增大。</p> <p>评估：外部均衡评估法估计 2017 年的经常账户均衡值为 GDP 的 -0.4%，而其估计的经常账户缺口约为 GDP 的 1.7%。1/剩余的总缺口主要由残差项造成，而它反映了外部均衡评估模型所识别政策缺口之外的其他因素，包括鼓励过度储蓄的扭曲作用。对于识别出的政策缺口的贡献，从净效果上看基本相互抵消：宽松的财政政策和过度信贷增长有助于缩小经常账户缺口，但医疗保健方面的支出不足、资本流动管理措施以及储备（会扩大经常账户缺口）则在很大程度上抵消了缩小缺口的效果。总体而言，工作人员的评估结果表明，相比中期基本面和有利的政策所决定的水平而言，经常账户的水平更高，高出部分占 GDP 的 0.2% 至 3.2%。</p>												
2017 年经常账户评估		实际经常账户	1.4	经周期调整的经常账户	1.4	外部均衡评估法经常账户基准值	-0.4	外部均衡评估法经常账户缺口	1.7	工作人员调整	0.0		工作人员估计的经常账户缺口	1.7
实际汇率		<p>背景信息：2017 年，受名义有效汇率贬值（2.2%）影响，平均实际有效汇率相比于 2016 年贬值约 2.5%。到 2018 年 5 月的估计值显示，相比于 2017 年的平均值，实际有效汇率已升值 3%。</p> <p>评估：据 2017 年外部均衡评估法的实际有效汇率指数回归估计，中国的实际有效汇率与基本面和可取政策所对应的水平相比低 5.3%，而 2016 年高于该水平 2.7%。2/不过，上述评估结果会受到经济展望和资产配置偏好方面存在的巨大不确定性的影响。3/总体而言，工作人员认为实际有效汇率与基本面和可取政策所对应的水平基本一致，缺口在 -13% 至 +7% 之间。在经常账户稍显强劲的情况下，由于中国的经常账户相对于实际有效汇率的弹性较低（0.23），工作人员认为汇率与基本面一致。弹性较低的原因主要是鼓励过度储蓄的扭曲作用。这些储蓄加上未来可能执行的资本账户开放政策及居民寻求分散投资的趋势，可能在中期会导致资本外流压力再次出现，汇率更加疲软。</p>												
资本与金融账户：流量及政策措施		<p>背景信息：2017 年，净资本流出降至 820 亿美元，与 2015 年 6470 亿美元和 2016 年 6460 亿美元的历史最高水平相比大幅下降。由于外国直接投资流入保持稳定，而境外直接投资由于资本流动管理措施的收紧而减少超过 50%，净直接投资流入在 2017 年转为正值。净证券投资和其他投资也转为正值，但误差和遗漏项仍为负值且持续处于高位（占 GDP 的 -1.8%），这表明未记录的资本流量可能逃避了资本流动管理措施收紧的影响。在法律意义上，中国的资本账户仍相对封闭，而且当局还大幅提高了现有措施的执行力度，以帮助减轻外流压力。最近，当局放宽了一些资本流动管理措施（例如，银行离岸人民币存款或银行外汇衍生产品头寸的准备金要求均被设定为零），同时收紧了其他一些措施（例如，限制支付卡的境外人民币取款金额，且对个人而非单张卡设限），并建立一个框架来监管金融和非金融公司的跨境融资，以改变资本流量的规模和构成。</p> <p>评估：从中期来看，随着汇率弹性的提高而逐步放宽资本管制的过程中，必须谨慎考虑国内金融的稳定性。特别值得指出的是，进一步开放资本账户可能会大幅提高双向的流量总额。因此，相关的资产负债调整及市场情绪的转变需要优先向有效浮动制度过渡（期间使用外汇干预来平滑外汇的过度波动），并强化国内金融稳定性，之后才能进一步大幅放开资本账户。另外，还应加大力度鼓励外国对中国的直接投资，因为它能够产生积极的增长外溢效应，提高公司治理的标准。</p>												

<p>外汇干预及储备水平</p>	<p>背景信息：外汇储备在 2015 年和 2016 年分别减少 5130 亿美元和 3200 亿美元，其在 2017 年实现逆转，增加了 1290 亿美元。基金员工的估算认为这个变化主要反映了储备资产的计值变化，投资收益以及伴随着对 2016 年以来累计的远期头寸的减少而带来的少量的外汇净购入；这种估计可能有一定范围的误差，可能包括未实施干预的情况。</p> <p>评估：2017 年年末，包含资本管制的影响，外汇储备为基金组织复合指标的 97%（与 2016 年的 106% 相比有所下滑）；相对于剔除资本管制影响的指标，外汇储备为指标的 157%（与 2016 年的 172% 相比也有下降）。该比率下滑的原因包括广义货币（M2）增速提高、外债以及推高该指标的其他负债。由于近期的资本账户收紧措施在一定程度上抵消了长期以来资本账户放开方面取得的进展，工作人员认为资本账户部分开放。因此，从经调整和未经调整的指标所确定的范围看，外汇储备充足。总体而言，工作人员认为目前的外汇储备充足。在逐步提高汇率弹性的过程中，干预措施应局限于减缓过度波动。</p>	<p>谈判解决贸易争端，以支持和强化国际贸易体系及全球经济。</p>
	<p>(续)</p>	
<p>技术背景说明</p>	<p>1/2017 年的经常账户基准值 (-0.3%) 低于 2016 年的水平 (0.2%)，但反映的是外部均衡评估框架方法体系方面的变化，包括为了更好反映制度质量和人口特征影响而做出的调整。对于中国，经过优化的制度质量衡量指标表明对于制度风险的感知较低（这会降低过度储蓄的积极性，并鼓励投资），相应系数对于经拟合的经常账户的贡献较低便反映了这一点（2017 年为 0.8%，而 2016 年为 2.7%）。由于其他变量贡献的变化大多起相反作用（包括人口因素），总体而言，方法体系的优化使中国的经常账户基准值与 2016 年相比减少幅度达 GDP 的 0.5%。</p> <p>2/外部均衡评估的实际有效汇率水平模型估计总体实际有效汇率缺口为 8.0%，而所识别的政策缺口为 -6.9%。不过，对于中国而言，外部均衡评估实际有效汇率水平模型的模型拟合程度非常差。</p> <p>3/即使外部均衡评估模型所反映的基本面没有重大变化，但关于货币和汇率政策预期的转变、对于政府改革议程的重新评估、或居民因分散投资而转向投资外国资产的意愿，均可能导致资本流动和汇率压力发生较大变化。</p>	

可能性	影响	对策
上行风险		
中	<p style="text-align: center;">高</p> <p>1. 短期内，私营部门更具活力。目前，中国的金融科技行业和数字经济蓬勃发展，可能带来经济增长的上升潜力。这是因为中国的国内市场庞大，消费者热情、企业家和投资者积极采用新技术，且政府提供强有力的支持，所以数字业务模式可能会快速实现商业化。</p>	
中	<p style="text-align: center;">中</p> <p>2. 果断将重心转向更具可持续性、更高质量的增长，让市场发挥更大作用，将可改善中期增长前景。这样可加快再平衡进程，并改善资源配置及实现长期生产率的增长。</p>	
下行风险		
中	<p style="text-align: center;">高</p> <p>1. 收紧措施未经协调。短期内，未经协调的金融和地方政府监管行为可能会产生意外结果，并导致企业和地方政府融资平台信贷风险的无序重新定价。流动性减少、展期风险升高可能会导致违约事件急剧加速爆发，以及地方政府支出的突然收紧。</p>	<ul style="list-style-type: none"> 继续加强金融监管、增强危机防范意识并抑制信贷过度扩张。
中	<p style="text-align: center;">中</p> <p>2. 中短期内，跨境一体化倒退。关于全球化的好处问题争论不休，难以达成一致，可能会导致保护主义和经济孤立主义的抬头，进而降低全球和区域层面上政策的协调，给贸易、资本和劳动力流动、情绪和增长带来负面影响。</p>	<ul style="list-style-type: none"> 寻求通过谈判来缓解贸易紧张关系，继续支持多边主义和全球贸易体系。
高/低	<p>3. 中短期内，全球风险偏好的突然变化导致资本外流。随着发达经济体货币政策的正常化，因为全球风险偏好的突然变化，汇率压力会再次出现。债务偿还和再融资成本的上升会给高杠杆的债务方压力。在极端情况下，这种压力会导致储备再次出现大量损失，最终可能导致出现破坏性的汇率贬值。</p>	<ul style="list-style-type: none"> 向有效浮动汇率制迈进，限制干预来减轻无序的市场状况。
中	<p>4. 中期内，国家作用加强且维持较高的增长目标。这会导致继续依赖政府和国有企业投资，再平衡速度放缓、生产率增长减速。伴随着债务的继续累积，政策缓冲空间会受到侵蚀，经济突然减速或金融危机爆发的风险升高。</p>	<ul style="list-style-type: none"> 强化多项改革措施，将增长引擎从投资/国家转向消费/私营部门。
<p>1/风险评估矩阵（RAM）显示的是那些可能使基线路径（在基金组织工作人员看来最可能成为现实的情景）出现重大变化的事件。相对可能性是工作人员对于围绕基线的风险的主观评估（“低”表示低于10%的概率，“中”表示10%至30%的概率，“高”表示30%至50%的概率）。风险评估矩阵反映了工作人员在与当局开展讨论之时对于风险来源和总体关注程度的观点。非互斥风险可能相互作用，同时变为现实。“短期”和“中期”是指分别在1年和3年内可能成为现实的风险。</p>		

附录三. 2017 年第四条磋商主要建议的落实情况

自 2017 年 6 月以来宣布的改革措施	日期
处理金融部门的风险	
机构改革	
一个高级别的金融稳定发展委员会（FSDC）成立，以协调跨机构的金融监管。	2017 年 7 月
合并中国银监会和中国保监会，组建中国银行保险监督管理委员会（CBIRC）。为银行业、保险业制定重要法律/法规的职责及相关宏观审慎政策由中国银监会和中国保监会转移至中国人民银行。	2018 年 3 月
降低金融风险的措施	
中国银监会发布多份文件，加强监管银行信托相关业务和委托贷款，以抑制其快速增长。	2017 年 12 月、 2018 年 1 月
中国保监会收紧有关保险公司私募股权投资计划的规定，防止保险公司将私募股权投资转变为贷款。	2018 年 1 月
金融监管机构联合发布资产管理业务指引，以解决针对不同类型资产管理产品的监管缺口问题	2018 年 4 月
金融监管机构联合发布有关加强监督非金融企业对金融机构投资的指引	2018 年 4 月
中国银行保险监督管理委员会发布新规，强化银行的流动性管理	2018 年 5 月
中国银行保险监督管理委员会发布文件，设定银行对单一客户的风险敞口上限。	2018 年 6 月
中国人民银行和中国证监会规定了货币市场基金当日赎回（T+0）的限额，以限制货币市场中的流动性风险。	2018 年 6 月
迈向更加市场化的货币和汇率政策	
货币政策：减少对量化目标的依赖，努力改善沟通	
中国人民银行改善了有关短期银行间利率的沟通，以通过利率走廊更好地引导市场流动性。	2017 年 12 月
取消了 M2 和社会融资总量（TSF）的量化目标。	2018 年 3 月
中国人民银行承诺改善其信息披露工作，这是其提高政策制定过程透明度的部分举措。	2018 年 5 月
汇率政策：在更大程度上由市场决定的定价机制	
逆周期调整因子逐步取消。	2017 年 12 月

资本账户放开

开通中国大陆与香港特别行政区之间的“债券通”，允许外国基金经理无需设立在岸账户便可在中国债券市场从事买卖活动。	2017年7月
将银行外汇衍生产品和离岸人民币存款的准备金要求设定为零。	2017年9月
重启搁置两年的合格境内有限合伙人（QDLP）机制。	2017年12月
放宽非金融企业外部借款杠杆比率上限的规定。	2018年1月
放宽有关境外直接投资（ODI）的监管规定，包括取消对非敏感项目10亿美元以上境外直接投资的审批要求。	2018年3月
自2015年以来首次提高合格境内机构投资者（QDII）制度下的配额。	2018年4月
将联系大陆和香港市场的股票联通机制每日配额增至原先的四倍。	2018年4月
修订合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）以美元计价投资的规定，放宽境外机构投资者从中国撤回资金受到的限制。	2018年6月

促进更大程度的开放**开放措施**

政府宣布有关向外国投资开放金融服务的计划，包括将期货公司、证券公司和基金经理的外国所有权上限提高至51%，并在未来三年内取消该上限。	2017年11月
中国人民银行允许外国拥有的支付服务提供商在中国创立企业。	2018年3月
政府宣布有关向外国竞争者全面开放制造业的计划，同时更好地保护知识产权，并进一步扩大一些行业的市场准入，包括电信、教育、医疗保健、老年人护理和金融服务。	2018年3月
政府宣布有关签发新的“负面清单”的计划，以减轻或取消外国投资进入能源和交通运输等行业的现有限制。	2018年6月

削减关税

对于食品、保健品、药品、服装鞋类等部分消费品的平均进口关税从17.3%降至7.7%。	2017年12月
机动车关税从25%降至15%，汽车部件关税从10%降至6%。	2018年5月
从2018年7月1日起，中国将削减包括服装、化妆品、家用电器和健身产品等1499个消费品项目的进口关税从15.7到6.9。	2018年5月

实施结构性改革，实现更高质量的经济增长**企业降杠杆**

中央国有企业的负债率受到更严格的限制，平均资产负债率需要在2020年之前降低2个百分点。	2017年8月、 2018年1月
--	---------------------

计划在 2018 年上半年前设立规模 1000 亿元（151.9 亿美元）的专项基金，以加快混合所有制改革并鼓励并购。 2017 年 11 月

国务院宣布计划，建立一个在股东、银行和政府之间分担“僵尸企业”破产损失的机制，以加快“僵尸企业”的退出。 2018 年 2 月

国有资产监督管理委员会（SASAC）将中央国有企业的债务上限降低 5 个百分点，达到 60-70%。 2018 年 3 月

削减过剩产能

政府宣布了 2018 年煤炭和钢铁产能的削减目标。 2018 年 3 月

处理污染问题

重污染行业的生产在冬季受到限制，以达到空气质量目标。 2017-2018 年

政府开始征收环境税，以更好地保护环境、减少污染排放。 2018 年 1 月

提高财政政策的可持续性和累进性

处理地方政府债务

国家发展和改革委员会（NDRC）和财政部（MOF）宣布禁止地方政府为企业债提供担保。 2018 年 2 月

财政部发布通知，对国有金融机构的投资及向地方政府提供资金的行为进行监管。 2018 年 3 月

财政部发布通知，以进一步加强对公私合作伙伴项目的监督和管理。 2018 年 4 月

财政部发布通知，以进一步加强对地方政府发债的监管。 2018 年 5 月

加强社会保障

国务院发布有关支持私营部门提供多层次、多样化医疗服务的指引。 2017 年 5 月

建立企业职工基本养老保险基金中央调剂制度，用以均衡地区间养老保险基金的负担，7 月 1 日起实施。 2017 年 6 月

税收政策

政府向全国人民代表大会提议提高个人所得税起征点并设立专项附加扣除包括大病医疗支出，子女教育支出，住房贷款利息等。 2018 年 6 月

从 2018 年 5 月 1 日起统一多重 VAT 税率并降低制造业、交通运输、建筑、电信和农业部门适用的增值税税率。 2018 年 5 月

处理中央-地方的财政失衡问题

政府宣布了政府间的收入分成计划，从 2019 年起让中央政府承担地方政府的部分社会支出责任。 2018 年 2 月

宣布国税和地税系统在一定程度上实现整合。

2018年3月

提高透明度和改善沟通

国家统计局发布新的调查失业率的季度序列数据。

2017-2018年

据悉国家统计局将从2019年开始接管地方层面的数据收集工作。

2017年10月

附录四. 2017 年金融部门评估规划 (FSAP) 主要建议的实施情况

当局实施了综合的监管和体制改革, 这些改革与 2017 年金融部门评估规划 (FSAP) 的建议紧密配合。改革非常全面, 影响到金融部门的组织、管理和监督。改革的主要目标是改善机构间协调, 弥合监管缺口, 以及控制系统性风险。

改革可以归为两大类。第一, 政府开展了机构重组, 将保险和银行监管机构合并在一起, 并将一些监管规定制定权力转移到中国人民银行。新成立的金融稳定发展委员会将进一步加强协调、信息共享和系统性风险监控。第二, 针对金融中介及其活动的新的监管规定正在逐步分阶段实施, 包括资产管理业务指导原则、新的银行流动性要求以及评估保险公司的新框架。最近的微观审慎监管规定也与 FSAP 的建议相统一, 包括限制理财产品增长、降低银行对大额可转让存单的依赖、调整贷款损失准备金提取规则、促进处置不良贷款、加强委托贷款管理等方面的措施。

建议	优先程度	时间要求	已采取措施
宏观经济建议			
弱化全国性规划中较高的 GDP 增长预测, 这种较高预测将激发地方层面设定高增长目标。	最高	近期措施	<ul style="list-style-type: none"> 中国 GDP 增长目标是在综合考虑国内外经济形势基础上确定的预期性指标, 并非约束性指标。中国政府将 2018 年 GDP 增长预期目标定为 6.5% 左右, 低于去年实际增速。这个目标既考虑了决胜全面建成小康社会需要, 也符合中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段的实际。
系统性风险、宏观审慎政策和强化监管			
新设立一个金融稳定子委员会, 并赋予其维护金融稳定的单一职能。	最高	近期措施	<ul style="list-style-type: none"> 设立金融委的目的, 就是要进一步加强金融监管协调、有效防范金融风险、促进金融业健康发展、维护金融体系稳定。目前, 金融委设立不久, 相关工作机制将逐步完善。金融委办公室已通过召开会议, 定期就金融体系风险状况进行深入分析, 对突出的金融风险形成化解和处置方案。
在国内和国外的金融安全网参与者之间建立强有力的合作、协调、信息交流机制, 包括详细财务数据的共享	最高	近期措施	<ul style="list-style-type: none"> 人民银行和银保监会已经建立信息共享机制, 并通过信息共享机制, 更多地获取了非现场监管信息; 人民银行在存款保险现场核查、风险监测中发现的问题, 也及时通报银保监会。 证监会已与相关单位建立常态化的风险监测信息共享机制, 定期共享证券基金相关行业数据。 银保监会积极推进全球系统重要性金融机构的跨境信息交流和监管协作。银行业方面, 于 2017 年召开了四家全球系统重要性银行核心监管联席会议, 以及与部分境外监管当局的双边磋商, 会议期间就银行公司治理、财务状况、风险特征和监管关注等方面充分共享信息。保险业方面, 于 2017 年与根西岛金融服务局签署了保险监管合作谅解备忘录, 与香港保监局签署了偿付能力等效评估框架协议, 正式启动偿付能力监管等效评估工作, 目前已共同召开 4 次工作会议。
触发逆周期资本缓冲, 评估银行的资本要求, 有针对性地	最高	近期措施	<ul style="list-style-type: none"> 宏观审慎评估 (MPA) 中的宏观审慎资本充足率指标是 MPA 的核心指标之一, 主要取决于广义信贷增速和目标 GDP、CPI 增幅, 体现了巴塞尔 III 资本框架中逆周期资本缓冲的思路, 引导金融机构的广

(在有些情况下是大 幅地)增加资本。			义信贷增速与宏观审慎资本要求相适应。相关部门正在研究制定逆周期资本监管标准,并对银行资本充足率情况已开展持续监测。
修订主要法律,以加 强人民银行和监管部 门的操作和预算自主 权,并增加其资源。	最高	中期 措施	<ul style="list-style-type: none"> • 人民银行正在按照中央有关金融改革的部署,推动《中国人民银行法》等主要金融法律法规的立法修法工作。 • 2017年7月,第五次全国金融工作会议提出,要优化监管资源配置,充实专业监管部门尤其是基层监管力量,增强监管执法能力。目前,银保监会、证监会正结合金融监管体制改革和系统机构组建工作,积极加强与相关部门的沟通协调,推动落实中央关于加强监管部门力量的有关要求。例如,人力资源方面,银保监会积极拓宽选人渠道,大力引进优秀监管人才;加强教育培训和实践锻炼力度,提升专业监管能力,着力建设高素质专业化监管人才队伍。 • 银保监会、证监会作为国务院直属事业单位,是参公管理的全额预算单位,全部支出由财政部核拨负担。例如,财务资源方面,2017年财政部批复的银行业监管部门全年预算较2016年增加2.99亿元,同比上升5.7%。
解决制约系统性风险 监测和有效金融规制 和监管的数据缺口问 题。	最高	中期 措施	<ul style="list-style-type: none"> • 2018年3月,国务院办公厅印发《关于全面推进金融业综合统计工作的意见》,要求人民银行牵头会同有关部门建立并完善金融业综合统计体系,遵循“统一标准、同步采集、集中校验、汇总共享”的工作机制,重点落实交叉性金融产品统计、系统重要性金融机构统计、金融控股公司等金融集团统计等多方面工作,实现金融统计全覆盖。 • 银保监会对非现场监管报表的框架和内容进行完善,包括加强对表外业务及其他非传统业务的监测。 • 证监会进一步加强了与人民银行、银保监会、外汇局、国家市场监督管理总局等部委的信息共享工作,获取资本市场机构投资者的所有制性质、跨境资本流动等数据信息,进一步深化对投资者交易行为以及资金流动状况的监测分析。
评估人民银行宏观审 慎评估的目标和结构 并对其进行简化,仅 将其作为金融稳定子 委员会及其下设的监 察手段。	中等		<ul style="list-style-type: none"> • 中国对于健全完善宏观审慎政策框架高度重视,提出了健全货币政策和宏观审慎政策双支柱的调控框架,第五次全国金融工作会议提出要强化中国人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责。目前,中国人民银行作为宏观审慎政策的牵头部门已在各监管部门间形成共识。MPA是中国人民银行在宏观审慎政策方面的重要探索和实践,在防范系统性金融风险、维护金融稳定方面发挥了重要作用。
银行的规制和监管			
强化金融控股集团风 险监管,提升监管银 行及其关联金融集团 及其所有权结构的能 力,包括识别最终受益 所有者。	最高	中期 措施	<ul style="list-style-type: none"> • 人民银行会同相关部门研究制定了《金融控股公司监督管理试行办法》,将按程序上报国务院批准。试行办法强调按照“实质重于形式”原则,对金融控股集团的资本、行为及风险进行全面、持续、穿透监管。严格股东资质和股权结构监管,穿透识别金融控股公司的股权结构直至最终的实际控制人、受益所有人,以及其与其他股东的关联关系或者一致行动人关系。强化资本来源真实性和资金运用合规性监管,要求以合法自有资金投资金融控股公司,对金融控股公司的资本合规性实施穿透管理,向上核查投资控股金融控股公司的

			<p>资金来源，向下核查金融控股公司投资控股金融机构的资金来源。</p> <ul style="list-style-type: none"> 2018年4月，人民银行会同银保监会、证监会共同发布《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》，强化金融机构控股股东的资质要求，强调对最终受益人的审查和认定。 2018年1月，监管部门发布《商业银行股权管理暂行办法》，加强对商业银行股权监管，规范商业银行股东行为。该办法确立了对商业银行主要股东及其控股股东、实际控制人、关联方、一致行动人和最终受益人的穿透监管制度。
停止在贷款分类中考虑抵押品的作用，约束银行向非中小企业借款人的信贷展期，将逾期90天以上的所有贷款划入不良贷款。	最高	中期措施	<ul style="list-style-type: none"> 银保监会拟进一步要求银行以评估债务人履约能力为核心，进行贷款风险分类，对遇到财务困难的企业进行贷款展期或采取其他让步措施的，相关贷款视为重组贷款，将逾期90天以上贷款（不考虑押品）纳入不良。
强化“穿透”原则的执行。	中等		<ul style="list-style-type: none"> 2018年4月发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》针对同类资产管理产品制定了同一监管标准，对资产管理业务实行穿透式监管，对于多层嵌套资产管理产品，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产。 银保监会已要求银行在计提监管资本时按照穿透原则计量风险加权资产。在信用风险相关监管政策中，也明确了“穿透”原则。同时，在现场检查中严格执行“穿透”原则。在公司治理专项检查中，强调对股东进行“穿透”式监管；在影子银行与交叉金融产品业务专项检查中，坚持向上穿透到合格投资者，向下穿透到基础资产；在风险管理与内控有效性等检查中涉及到同业理财资管等相关业务时，穿透到基础资产。
提高流动性覆盖率对同业产品和表外理财产品的要求。	中等		<ul style="list-style-type: none"> 中国流动性覆盖率中关于同业产品的规定与巴塞尔国际标准保持一致。2017年12月，监管部门就《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》公开征求意见。目前，银保监会正在根据意见反馈情况修改该办法，拟将表外理财产品的流失率从2.5%提高到5%。该项修订将在未来正式发布的办法中予以体现。
提高监管报告要求，收集更为详细的监管数据，包括银行投资情况以及对应的拨备。	中等		<ul style="list-style-type: none"> 银保监会对相关的非现场监管报表进行了修订。在投资业务情况表中，完善了投资业务的类别，对底层资产进行了细化，加强了对穿透后底层资产的信息收集。在资产质量及准备金情况表中，要求银行参照贷款对投资业务进行五级分类，并反映对投资业务所计提的拨备情况。
银监会应加强前瞻性全面风险分析，以识别脆弱性、质疑银行、促进事前干预。	中等		<ul style="list-style-type: none"> 银保监会持续对银行风险早期预警系统（REASS）进行升级更新，加入更多反映银行业务和风险变化的指标，以全面反映银行的风险情况及脆弱性。 通过非现场监管信息系统、现场检查分析系统、REASS、客户风险预警系统等多个信息平台，全面收集银行监管指标和经营管理数据，从常规分析、资本计量高级方法等多个维度识别银行各类潜在风险，并进行监管评价，持续提升风险分析前瞻性，做到“早发现、早预警、早处置”。

			<ul style="list-style-type: none"> 持续加强非现场分析，定期撰写银行月度、季度运营分析报告和年度监管报告。采取（季度）形势分析例会、监管约谈、审慎会谈、三方会谈等形式，准确清晰地向银行传导监管意图和风险提示。初步形成风险评估报告、监管评级、监管强化标准和监管发现问题整改跟踪评估体系等四大非现场监管工具，强化现场与非现场的监管联动，构建监管日志、监管会谈、监管通报等五项监管传导机制，形成完整的监管闭环。 定期开展压力测试和资本充足水平内部评估（ICAAP）工作，对脆弱性较强的银行实施“一行一策”差异化监管指导。 加强市场分析和趋势研判，研究潜在风险，做好风险提示，及时提出有效应对措施，督促机构审慎开展金融市场业务。
压力测试			
为更好开展压力测试和系统性风险评估，要大幅提升“一行三会”间的数据和信息共享并将其系统化。在压力测试中使用更加详细的监管数据。	最高	中期措施	<ul style="list-style-type: none"> 2018年，人民银行继续对银行开展压力测试，包括偿付能力宏观情景压力测试、敏感性压力测试、流动性风险压力测试和传染性风险压力测试。测试使用机构提交的内部数据和监管数据。 银行业方面，银保监会拟在设计银行业压力测试方案时使用更加细化的数据。例如，分析投资科目影响时，使用了底层资产和行业投向的详细数据。保险业方面，2017年9月发布的《偿二代二期工程建设方案》中明确指出在二期工程建设中，将进一步完善压力测试监管规则，细化压力测试实施指引，进一步明确相关方法及规则，增强压力测试的科学性、实用性和针对性。 根据人民银行货币政策、银保监会相关监管政策，证监会完善了证券投资基金行业压力测试统一情景假设指标，包括债券违约率假设、利率假设等。针对期货行业，2017年4月证监会发布了《期货公司风险监管指标管理办法》，组织开展全系统风险监管报表试填报和净资本压力测试，指导中国期货业协会制定发布《期货公司压力测试指引（试行）》，要求期货公司建立常态化压力测试机制，提高期货公司自我风险管理能力。证监会正指导各期货交易所以及中国期货市场监控中心，定期对会员及客户资金状况展开压力测试。
在系统性风险评估中大幅扩大非银行机构和关联性的覆盖范围，开发并整合对集合投资计划的压力测试	中等		<ul style="list-style-type: none"> 人民银行在压力测试过程中，传染性风险压力测试中考虑了非银机构和银行的业务关联性和风险传染性。 银保监会在此方面开展了一系列工作：一是在设计压力测试方案时，基于系统性风险分析视角，充分考虑非银机构、资管产品和表外业务等对银行业金融机构偿付能力和流动性风险的影响。二是开展了信托公司流动性风险和信用风险压力测试工作。三是结合保险资管行业实际，进行了关于保险资产管理产品的压力测试和量化评估，并对主要市场的可能影响进行分析。 证监会已建立了证券投资基金行业关于集合投资计划的统一情景压力测试机制。
加强跨部门协调和压力测试团队的分析能力	中等		<ul style="list-style-type: none"> 人民银行、银保监会等部门就压力测试的测试范围、技术方法等保持密切交流与沟通。人民银行在压力测试过程中，对宏观压力情景的设置参考了人民银行研究局开发的第二代宏观经济计量模型。银保监会作为小组成员定期参加巴塞尔委员会压力测试工作小组讨论交流，并定期组织开展压力测试培训和业内交流，提升压力测试团

			<p>队的技术水平和分析能力。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 证监会已通过定期研讨，研究完善压力测试相关情景指标，根据市场情况及时拟定股市主要股指跌幅以及成交金额降幅等假设条件，提高测试的针对性和有效性。此外，证监会与银保监会建立了相关数据的合作共享机制。
影子银行和隐性担保			
修改法律或监管规定，在管理人或托管人破产的情况下，确保集合投资计划（包括理财产品）的破产隔离。	最高	中期措施	<ul style="list-style-type: none"> • 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》等新规发布后，银保监会将积极配合相关部门，针对相关问题开展法规制定或修订工作。 • 《信托法》已明确信托财产在受托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产而终止等情形下不属于其遗产或清算财产。集合资金信托的信托财产具有财产独立和破产隔离性质，不属于信托公司清算财产。 • 《证券投资基金法》第5条已规定，基金财产独立于基金管理人、基金托管人的固有财产。基金管理人、基金托管人因依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产等原因进行清算，基金财产不属于其清算财产。为确保证监会监管的证券公司集合资产管理计划等产品符合上述要求，证监会正在修订有关规则，进一步明确证券公司集合资产管理计划适用《证券投资基金法》关于破产隔离的规定。
在取消隐性担保的前提下，逐步取消对某些行业的信贷限制	中等		<ul style="list-style-type: none"> • 信贷规模上，目前已不对商业银行贷款投放实行规模限制，在符合宏观审慎要求、广义信贷增长与资本水平相匹配的情况下，商业银行可以自主调整其资产结构。 • 信贷投向上，2017年以来，人民银行加强宏观调控，优化信贷结构，引导银行业金融机构按照风险可控原则开展信贷业务，鼓励金融机构加大对“三农”、小微等领域的信贷支持力度，积极支持实体经济发展。同时，积极防范和化解银行信贷风险，区别对待产能过剩行业相关企业，满足企业升级改造的合理资金需求。 • 银保监会正在配合财政部等有关部门采取多种措施推进地方政府融资平台市场化转型，地方政府不再对融资平台债务承担任何形式的代偿责任。对完成市场化转型的融资平台公司，将被视为一般工商企业对其提供融资。
对资产市场（包括房地产市场和股票市场）的干预措施，应仅限于应对系统性风险。	中等		<ul style="list-style-type: none"> • 银保监会高度重视防控房地产相关风险，督促银行业金融机构加强合规性管理和风险防控，适时开展相关现场检查，并加强监测预警和风险处置，守住不发生系统性风险底线。 • 证监会高度重视《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》实施过程中可能出现的风险，结合实施金融业综合统计，加强对资管产品规范进程的监测，与人民银行、银保监会建立资管产品规范过渡期监测机制，督促指导相关机构有序规范存量产品，避免由于“齐步走”、集中减持、大额赎回等影响市场稳定。 • 证监会强化对隐性担保问题相关风险的监测分析工作，督促指导沪深交易所将债务风险涉及的上市公司股票及债券列入重点监测对象，安排专人实时监控，发现异常第一时间处置和报告，并坚持以市场化、法治化手段防范化解相关风险隐患。

证券市场的规制和监管			
改进集合投资计划的信息披露，禁止在理财产品说明书中列明预期收益率。	最高	近期措施	<ul style="list-style-type: none"> 2018年4月，人民银行会同金融监管部门发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。《指导意见》立足整个资产管理行业，遵循功能监管与机构监管相结合和“实质重于形式”的原则，按照资产管理产品的类型而非金融机构的类型，统一同类资管产品的监管标准，实行公平的市场准入和监管，最大程度消除监管套利空间。《指导意见》要求金融机构不得承诺产品保本保收益，引导金融机构转变预期收益率模式，强化产品净值化管理，坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量，允许符合特定条件的产品以摊余成本进行计量，并明确刚性兑付的认定情形，对刚兑行为实行惩处，打破刚性兑付。银保监会目前正在推进银行理财业务监管办法的制定，将反映《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的相关要求。 《集合资金信托计划管理办法》已禁止信托公司推介信托计划时以任何方式承诺信托资金不受损失，或者以任何方式承诺信托资金最低收益。 根据证监会2016年发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》第3条规定，证券期货经营机构及相关销售机构不得违规销售资产管理计划，不得存在不适当宣传、误导欺诈投资者以及以任何方式向投资者承诺本金不受损失或者承诺最低收益等行为。
引入功能监管，确保不同金融机构发行的相似产品受到相似监管。	最高	中期措施	<ul style="list-style-type: none"> 2018年4月发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》针对同类资产管理产品制定了统一监管标准，对同类产品作出一致性规定，最大程度地消除监管套利空间，推动实行公平的市场准入和监管，为资管行业下一步健康发展营造良好的制度环境。 人民银行正会同相关部门制定统一的资产证券化管理规定。
严格把控回购抵押品的资质，并改进折扣率计算方法	中等		<ul style="list-style-type: none"> 2017年4月，证监会指导中国结算修订发布《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引》。按照新老划断原则将信用债的回购入库标准由AA级提高到AAA级。同时，中国结算按照规则对质押券折扣率进行动态调整。 目前，银行间市场的回购交易多采用信用等级较高、流动性较好的国债、政策性金融债等利率债为担保品，抵押品资质较好。下一步，人民银行将积极推动三方回购等业务的开展，进一步促进抵押品管理水平的提升。
强化系统性风险监测机制，以确保从整体的视角审视证券市场之间以及和其他金融部门的关联性。	中等		<ul style="list-style-type: none"> 2017年以来，人民银行在公司信用类债券部际协调机制框架下，积极采取一系列措施，完善债券市场风险监测机制。一是制定防范处置债券违约风险行动方案；二是加强部门间信息互通，建立债券违约信息共享机制和失信联合惩戒机制；三是做好风险监测与预警工作，人民银行分支机构对辖区内发债企业进行动态跟踪，自律组织和中介机构执行一线监测职能。下一步，我们将继续在公司信用类债券部际协调机制框架下，强化系统性风险监测机制，推进公司信用类债券市场规范协调发展。 证监会持续推进资本市场风险监测机制建设：一是坚决服从国务院金融稳定发展委员会的统筹协调和领导，紧紧依托人民银行牵头的

			<p>金融监管和稳定协调机制，加强跨部门信息共享和政策协调，完善股票、债券、期货、货币、外汇等跨市场风险监测体系，防范风险跨市场、跨行业、跨境交叉传染；二是坚决落实股市风险监测及应对领导小组季度例会制度，及时分析研判证券市场整体风险状况；三是切实加强交易所一线监管，加强对投资者交易行为的监测监控和对上市公司信息披露的监管；四是完善风险监测监控预警体系，加快资本市场中央监控系统建设，从入市资金、投资者行为等全方位监测市场运行，提升风险监测预警的信息化、智能化水平。</p>
保险的规制和监管			
制定基于风险的监管规划，将每家保险公司的所有问题和行为（包括市场行为）纳入其中。	中等		<ul style="list-style-type: none"> 银保监会基于偿二代进行偿付能力监管；每季度进行风险综合评级，包括承保、理赔、再保险、准备金四个方面的操作风险以及流动性风险等。开展人身险负债监管制度评估，推进保单登记管理信息平台建设，强化精算监管制度，持续推进《精算报告》编报规则修订，完善市场分析监测，建立高风险和重点公司风险监测机制。
制定规划，逐步采用更为市场化的方式进行估值。	中等		<ul style="list-style-type: none"> 目前中国偿二代使用的 GAAP+ 的估值体系是符合中国市场实际的，也是 ICP 所允许偿付能力估值方法之一。
金融市场基础设施的监管			
中国证券登记结算有限公司应充分采用券款对付。	最高	近期措施	<ul style="list-style-type: none"> 目前，中国结算采取“T+0 交券、T+1 划款”的非标准 DVP 模式，即交易当天划券，第二天划款。采用这种模式的主要原因是，我国的证券采用无纸化方式，能在当日实现交收；资金划拨受支付系统影响，只能次日完成。这是在现实条件下对市场主体最有利的安排。为有效防控券款划付时间差可能引发的本金风险和价差风险，一方面，《证券法》、《证券登记结算管理办法》中规定了在买方未能按时履行资金交付义务时，中国结算有权即时扣划相关证券，最大限度减少中央对手方的损失。另一方面，中国结算建立了全额保证金制度、保证金第三方存管制度等一整套风险防控安排，并发挥了明显效果。从实践结果来看，中国结算成立至今十几年来，证券及资金结算交收平稳正常，并经受住了 2008 年全球金融危机和 2015 年股市异常波动的严峻考验。 证监会高度重视完善 DVP 安排的建议，已将“完善登记结算制度，启动 A 股 DVP 结算模式改革”纳入 2018 年重点工作任务。目前，证监会正在组织中国结算依据 FMI 原则制定改革方案，并尽快推进有关工作。
通过充分实施国际支付结算体系委员会与国际证监会组织的原则以及强化法律框架，来增加金融市场基础设施的韧性。	最高	中期措施	<ul style="list-style-type: none"> 证监会监管的中国结算及期货交易所均采取了一系列改进措施，强化法律框架，进一步落实 FMI 原则：针对期货交易所：证监会正积极配合全国人大推动《期货法》立法工作，进一步完善期货市场法规体系。《期货法（草案）》对期货交易场所的法律性质、组织形式、职责范围等方面进行了规范，明确了中央对手方的法律地位。目前草案已经十二届全国人大财经委全体会议审议通过，现已列入全国人大常委会 2018 年立法工作计划预备审议项目。针对中国结算：一是加快实施资金前端控制制度。防范未经资金验证的巨额超买可能导致的重大结算风险。二是继续推动修订《证券结算风险基金管理办法》，提高财务资源与市场风险的匹配程度，充分发挥证

			<p>券结算风险基金的风险防范功能。三是推动完善商业银行授信支持机制。中国结算已经与五大国有商业银行正式签署了《结算银行流动性支持协议》。四是加强统一风险监测系统的建设。进一步梳理风险监测系统功能模块的定位，提升监测系统在风险度量、逐日盯市、压力测试等方面的功能。五是持续开展风险监控日常工作。继续做好风险监测、压力测试等日常风险管控工作，重点做好回购风险管理的支持等工作。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 人民银行正推动修订《中国人民银行法》，完善支付、清算、结算相关条款。此外，人民银行正在会同有关部门制订《金融基础设施管理办法》，该办法拟充分吸收《金融市场基础设施原则》（PFMI）的相关内容，并对相关法律问题进一步明确。
将中央银行的服务延伸至所有系统重要性中央对手。	中等		<ul style="list-style-type: none"> • 暂无进展
反洗钱和反恐怖融资			
基于风险对国内政治公众人物采取强化客户尽职调查措施。	中等		<ul style="list-style-type: none"> • 2013年1月，人民银行印发《金融机构洗钱和恐怖融资风险评估及客户分类管理指引》指导金融机构采取合理措施评估客户风险，要求金融机构根据客户特征、职业、地域等因素划分风险等级，国内和国际组织政要因其特征和职业因素将被划为高风险客户。同时，针对高风险客户采取强化CDD及其他风险控制措施，包括：（1）建立（或者维持现有）业务关系前，获得高级管理层的批准或者授权；（2）进一步深入了解客户财产和资金来源；（3）在业务关系持续期间提高交易监测的频率和强度等。实践中，金融机构往往通过购买数据库等方式及时核实高风险客户，包括国内和国际组织政要信息；或者通过政府或国际组织官网获取政治公众人物的照片等身份信息，从而确定客户或受益所有人是否为国内和国际组织政要。
确保对自洗钱行为进行更有效的调查，并将其独立定罪进行起诉。	中等		<ul style="list-style-type: none"> • 中国《刑法》第312条规定“【窝藏、转移、收购、销售赃物罪】明知是犯罪所得的赃物而予以窝藏、转移、收购或者代为销售的，处三年以下有期徒刑、拘役或者管制，并处或者单处罚金”。经向全国人大（最高立法机关）咨询，该条款不排除“自洗钱”。 • 中国在司法实践中有自洗钱被宣判的案例。例如，在“山东青岛尉某犯参加黑社会性质组织罪、洗钱罪案”（2015）中，尉某参加黑社会性质组织，并清洗该黑社会性质组织犯罪所得，最终被判处参加黑社会性质组织罪和洗钱罪。
危机管理			
对政府主导的危机应对的触发条件应有更为清晰的界定，并仅限于需动用公共资源的系统性事件。	最高	近期措施	<ul style="list-style-type: none"> • 有关部门正在推进《商业银行破产风险处置条例》起草工作。 • 证监会非常重视发挥市场机制调节作用，只要不发生崩盘性系统性风险，就不直接干预股指。由于危机产生的原因错综复杂，应对措施也各不相同，准确界定危机触发条件存在很大难度。实践中，全球各国或地区通常也仅有一些原则性规定，如金融机构出现大面积的流动性危机、债务违约风险集中大量爆发、跨市场跨行业风险交叉传染迅速蔓延等。证监会根据市场发展情况和具体国情，界定尽可能清晰的危机应对触发条件。

为银行和系统重要性保险公司制定特别处置机制。	最高	中期措施	<ul style="list-style-type: none"> • 人民银行正在会同相关部门起草系统重要性金融机构监管指导意见。 • 有关部门正在推进《商业银行破产风险处置条例》起草工作。 • 2017年，分别召开了工、农、中、建四家银行的跨境危机管理工作组会议，审议通过四行更新后的恢复和处置计划，以及建行可处置性评估报告。 • 人民银行正在研究制定存款保险早期纠正和风险处置管理办法；与银保监会有关部门建立了风险处置“共商共研”的工作机制，双方及时通报重点风险情况及风险化解工作进展。
人民银行应制定一个正式的紧急流动性救助框架。	最高	中期措施	<ul style="list-style-type: none"> • 人民银行已会同相关部门制定并不断完善针对流动性风险的应急预案，对风险识别、风险防范、风险应对、责任分工等方面进行了系统性的梳理和安排。
提升各类保护基金的制度设计，以限制道德风险。	中等		<ul style="list-style-type: none"> • 存款保险基金方面，人民银行针对存款保险风险差别费率、早期纠正机制、处置触发机制、收购承接、存款偿付等方面进行专题研究，重点防范道德风险，严肃金融市场纪律，健全金融机构市场化退出机制。 • 信托业保障基金方面，银保监会已启动信托业保障基金制度后评估和修订工作，将在深入调研的基础上，研究完善保障基金筹集机制、进一步明确保障基金运用条件和使用方式，在有效防范道德风险的前提下，更好地发挥保障基金市场化行业互助功能。 • 保险保障基金方面，正在修订《保险保障基金管理办法》，已完成征求意见。
普惠金融			
提升金融科技的法律、规制和监管框架。	中等		<ul style="list-style-type: none"> • 人民银行组织开展了金融科技行业调研，从体制机制、人才培养、服务渠道、产品创新、监管政策等方面深挖金融科技发展中存在的问题和短板，发行可借鉴可复制可推广的成功经验和做法，在此基础上正在研究制定促进金融与互联网融合发展的指导性文件。 • 2017年以来，人民银行会同16部门扎实推进互联网金融风险专项整治，积极稳妥化解互联网金融领域风险，同时推动各部门不断明确各业态业务标准和监管规则，为行业发展提供制度保障。目前，P2P网贷初步形成“一个办法、三个指引”的监管框架，非银行支付、互联网保险的监管制度逐步建立完善；互联网资管领域明确，依托互联网公开发售销售资管产品，须取得中央金融管理部门颁发的相关业务牌照；虚拟货币领域，人民银行会同相关部门发布公告，明确ICO本质上是一种未经批准非法公开融资的行为。对于“现金贷”业务，人民银行和银保监会从规范网络小贷公司负债业务、持牌金融机构与第三方合作、打击无牌放贷机构等方面出台规范整顿措施，并部署各地开展整治。下一步，人民银行将会同相关部门继续扎实推进专项整治工作，同时积极研究金融科技的法律法规适用性，探索建立金融科技的监管制度框架，促进行业长期健康发展。 • 银保监会建立了网贷监管制度框架，陆续出台了网贷“一个办法、三个指引”，明确了网贷监管机制与经营规则。启动《互联网保险业务监管暂行办法》修订工作，针对互联网保险业务迅速发展产生的新情况新问题，进一步完善监管规则体系。组织全国百余家金融机

			<p>构成立金融科技研究与促进工作组，探索运用金融科技更好支持小微企业、服务实体经济。开展专项整治，引导网贷行业有效压降存量风险，机构数量良性下降、经营秩序不断改善、行业规范化水平持续提升。严格网络小额贷款资质审批，规范网络小额贷款经营行为，严厉打击和取缔非法经营网络小额贷款的机构，切实防范化解相关风险隐患。</p> <ul style="list-style-type: none"> • 证监会高度重视证券期货行业金融科技工作，在深入调研的基础上，起草了《关于促进证券期货业金融科技和合规科技健康发展的指导意见》（草案），后续将在充分征求意见的基础上，抓紧进行修订完善，争取尽快发布实施，促进并规范证券行业金融科技和合规科技的健康有序发展。
--	--	--	--

附录五. 债务可持续性分析

由于广义政府的范围存在不确定性，债务可持续性分析同时使用官方“预算内”定义和基金组织工作人员估计的广义政府“增扩”定义来评估政府债务情况。尽管官方预算内政府债务仍然较低并可持续，但“增扩”概念的债务较高且呈上升趋势。这一结果反映了债务动态相比去年的债务可持续性分析有所改善，但仍显示“增扩”概念的债务有可能面临压力。债务压力的风险从根本上取决于通过地方政府预算外支出和地方政府融资平台进行的公共投资。

中国的公共债务可持续性分析基于以下假设：

- **公共债务的覆盖范围。**使用两个债务定义。主要差别在于地方政府债务的覆盖范围不同。
 - 预算内覆盖范围情景包括中央政府债务和当局确认的“预算内”地方政府债务。2004年至2013年，广义政府债务包括中央政府债务和地方政府债券（由中央政府发行）。2014年起，广义政府债务包括中央政府债务和地方政府显性债务（包括地方政府债券和2014年底产生的已确认的其他预算外负债）。2014年定义的变化主要由官方数据覆盖范围的变化导致，即三分之二的地方政府融资平台债务被明确认定为政府负债。
 - 广义覆盖范围情景使用“增扩概念”债务。其加入了其他类型的地方政府借款，包括基金组织工作人员估算的地方政府融资平台通过银行贷款、债券、信托贷款和其他融资渠道举借的预算外负债。另外，还包括政府指导基金和专项建设基金的债务，其活动被视作具有准财政性质。增扩概念的赤字是增扩债务的对应流量概念。增扩数据是基金组织工作人员对广义政府数据的最佳估计。鉴于数据局限性，一些非政府活动可能被包括在内，一些地方政府融资平台和基金可能会创造大量收入。基金组织工作人员的增扩定义也可能未包括某些广义政府活动（如公私合作安排）。
- **宏观经济假设：**

做出预测时，假设实际GDP的增长率逐步放缓，到2023年降至5.5%（年同比增长率），并假设GDP平减指数为2.3%左右。预算内政府债务和增扩债务情景中的财政假设不同。

- 预算内覆盖范围情景中的财政余额。这一情景假设所有支出都是在预算范围内进行的，因此，新预算法得到严格执行，预算外公共投资大幅缩减。在这一情景下，假设基本财政赤字从2017年占GDP的3.0%下降到2023年的2.8%，主要是由于假设由土地出让提供融资的管理基金的支出逐步下降，而其他预算内基本余额保持不变。
- 增扩情景中的财政余额。假设地方政府预算外支出仅略有下降。增扩概念的基本赤字（包括预算内财政赤字以及地方政府融资平台债务和政府基金提供融资的预算外支出）预计从2017年占GDP的约7.9%下降至2023年的5.7%左右。增扩概念的支出与GDP之比预计将下降，原因包括：
 - (i) 由净土地出让收入提供融资的支出下降；
 - (ii) 当局实施的限制地方政府借款的改革。
- 地方政府融资。过去，很多地方政府依靠出让土地获得的净收入和地方政府融资平台借款作为其投资的资金来源，但债务可持续性分析假定，未来的融资需求将越来越多地通过发行债券来满足，这与当局在三年内将全部地方政府债务置换为债券的计划相一致。
- 利率和债务摊还。假设中央政府和地方政府债券的利率约为3%至4%（与历史平均值一致）。假设预算外借款的利率（仅在增扩情景下）约为6%至7%（根据主权债与地方政府融资平台的银行

借款和其他短期工具的收益率之差计算)。基金组织工作人员假设所有到期债务都可展期,但注意到,由于目前地方政府融资平台的遗留贷款被置换为地方政府债券²,再融资呈现出前置性。

在狭义覆盖范围的情景中,预算内政府债务呈小幅上升趋势。

- 狭义覆盖范围下的政府债务在 2017 年底为 GDP 的 37%,到 2023 年将小幅上升到 GDP 的 43%,这将得益于有利的经济增长率与利率之差。假设地方政府预算外支出会在 2015 年新预算法实施后立刻停止。

在广义覆盖范围的情景中,增扩概念的债务继续迅速上升,需要实施财政整顿,防止债务攀升至非常高的水平上。

- 增扩概念的债务将从 2017 年 GDP 的 68%左右迅速上升至 2023 年 GDP 的 92%左右。这是因为广义覆盖范围的情景假设地方政府预算外支出在 2015 年后继续存在(尽管预计在中期逐步下降)。

对于预算内政府,中国面临的债务可持续性风险相对较低,但是,预算外活动给增扩概念债务的可持续性带来很大风险。

- 在狭义覆盖范围的情景下,在除了或有负债冲击情景外的所有标准压力测试中,预算内政府债务均相对较低,且稳定在仍较为合理的水平。若 2019 年出现或有负债冲击,预算内政府债务将从 2017 年 GDP 的 37%左右大幅上升至 2019 年 GDP 的 60%以上。³虽然预算内债务水平仍在可控范围内,但当局可能需要应对总融资需求增加的情况,其容易受到市场融资条件的影响,可能面临展期风险。
- 在广义覆盖范围的情景下,增扩概念的债务水平对宏观-财政冲击也很敏感。宏观-财政的共同冲击将使债务在 2023 年上升到 GDP 的 100%以上。

中国的债务状况将在很大程度上取决于新预算法的实施情况,更根本而言,取决于削减公共投资的努力。

- 根据狭义覆盖范围下的债务走势预测,特别是考虑到融资渠道主要在国内,中国的债务状况依然可控。
- 但是债务状况关键取决于预算外活动。新预算法的实施情况至关重要,因为这决定了债务走势是更接近于狭义还是广义覆盖范围的情景。如果新预算法得以严格执行,且未来地方政府融资平台完全在商业基础上开展业务,则债务与 GDP 之比仅会缓慢上升并趋于稳定。如果地方政府继续产生预算外负债,则债务状况将更接近于广义覆盖范围情景,债务与 GDP 之比将在中期持续上升,在非常高的水平上才会稳定下来。新出现的融资渠道(如公私合作安排)也会带来财政风险。

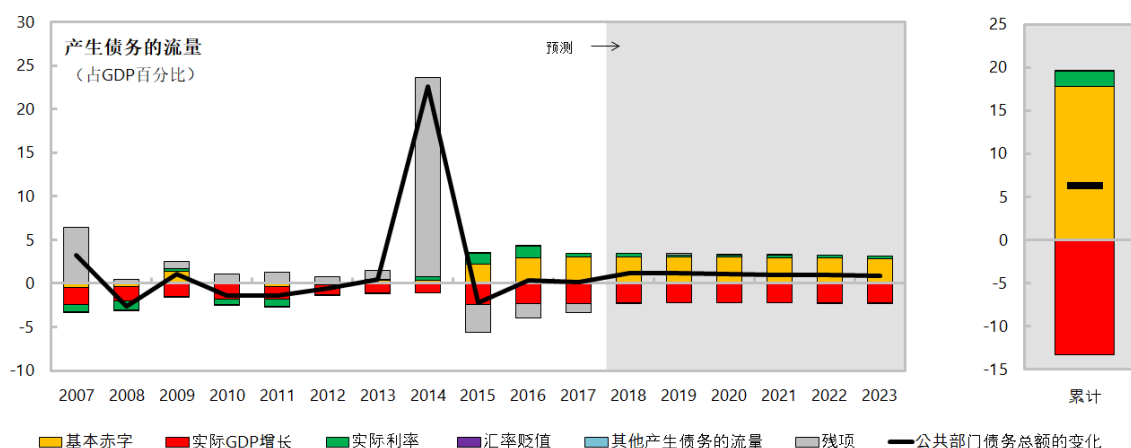
² 2014 年,约 14 万亿人民币的地方政府融资平台借款被确认为地方政府显性债务,政府从 2015 年开始实施为期三年的债务置换债券计划,将地方政府融资平台的贷款转为地方政府债券。根据当局的数据,截至 2017 年底,10.9 万亿人民币的地方政府借款被置换,节省了 1.2 万亿人民币的利息支付额,减轻了债务再融资风险。2018 年 8 月之前还需再置换 1.73 万亿人民币的债务。

³ 基金组织债务可持续性分析工具包中的标准或有负债冲击情景有如下自动假设:银行体系非政府性资产的 10%将转变为政府负债。2016 年银行体系非政府性资产约为 GDP 的 220%左右;假设 2018 年和 2019 年的实际 GDP 增速将下降,降幅为 2%至 2.5%(一个标准差的冲击)。

图 1. 中国：公共部门债务可持续性分析（预算内政府债务）
（占 GDP 百分比，除非另有说明）

债务、经济和市场指标 1/										截至2018年4月11日		
	实际			预测						主权利差		
	2007-2015 ^{2/}	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	EMBIG (基点) 3/	107	
名义公共债务总额	21.9	36.7	36.9	38.1	39.3	40.4	41.4	42.4	43.2	5年信用违约掉期 (基点)		
公共融资需求总额	6.2	13.3	10.3	9.5	7.6	8.1	9.3	8.3	8.4	61		
实际GDP增长 (百分比)	9.2	6.7	6.9	6.6	6.4	6.3	6.0	5.7	5.5	评级	外国	本国
通胀 (GDP缩减指数, 百分比)	4.1	-0.1	1.9	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3	Moody's	A1	A1
名义GDP增长 (百分比)	13.8	6.7	8.9	8.7	8.9	8.7	8.3	8.0	8.0	S&Ps	A+	A+
有效利率 (百分比) ^{4/}	3.2	3.9	3.5	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	Fitch	A+	A+

公共债务变化的贡献因素											
	实际			预测						累计	稳定债务的 基本余额 ^{9/}
	2007-2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
公共部门债务总额的变化	2.1	0.3	0.2	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	0.8	6.3	
确认的产生债务的流量	-1.4	2.0	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	6.2	
基本赤字	0.3	2.9	3.0	3.1	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	17.8	-1.9
基本 (非利息) 收入和赠款	25.3	28.2	28.4	28.8	28.9	28.6	28.3	28.2	28.0	170.9	
基本 (非利息) 支出	25.6	31.2	31.4	31.9	31.9	31.6	31.3	31.1	30.9	188.7	
自动债务动态 ^{5/}	-1.7	-0.9	-1.8	-1.9	-2.0	-2.0	-1.9	-1.9	-1.9	-11.6	
利率/增长率差异 ^{6/}	-1.7	-0.9	-1.8	-1.9	-2.0	-2.0	-1.9	-1.9	-1.9	-11.6	
其中：实际利率	-0.1	1.4	0.5	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	1.8	
其中：实际GDP增长率	-1.6	-2.3	-2.3	-2.2	-2.2	-2.3	-2.2	-2.2	-2.2	-13.3	
汇率贬值 ^{7/}	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...	...
其他确认的产生债务的流量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
财政：广义政府收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
或有负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
扩大债务置换，超出最初宣布数额的部分	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
残项，包括资产变化 ^{8/}	3.5	-1.7	-1.0	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	



来源：基金组织工作人员。

1/ 公共部门定义为当局界定的广义政府。

2/ 基于可得数据。

3/ 相对于美国债券的长期债券利差。

4/ 定义为上一年年末的利息支付总额除以债务存量 (不含担保)。

5/ 由 $[(r - \pi(1+g) - g + ae(1+r))/(1+g+\pi+gm)]$ 乘以上一期债务比率得出，其中 r = 利率； π = GDP缩减指数增长率； g = 实际GDP增长率； a = 外币计值债务所占比重； e = 名义汇率贬值 (表示为美元的本国货币价值上升)。

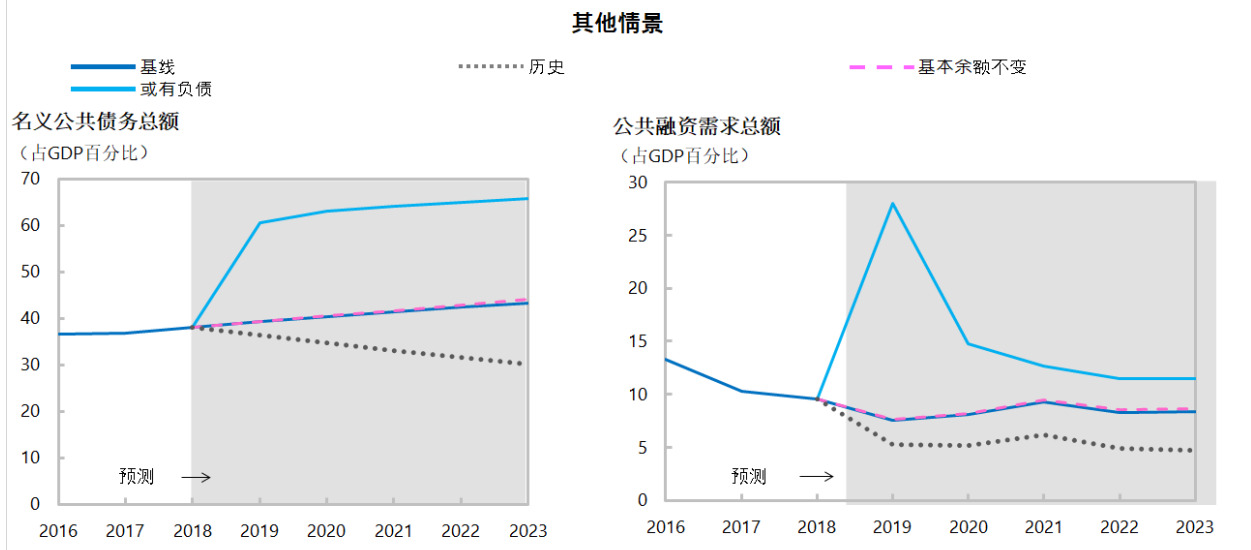
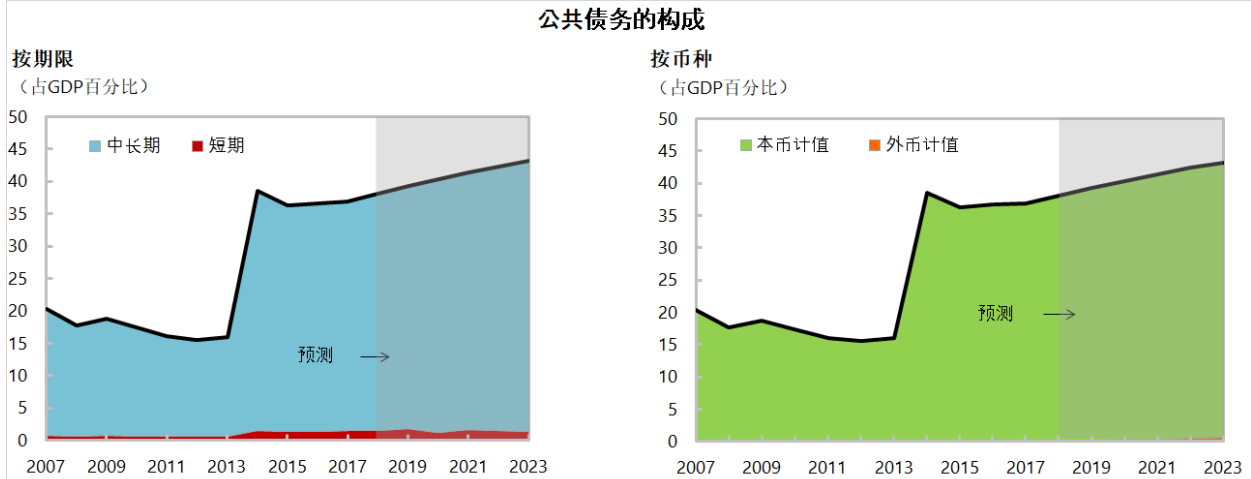
6/ 实际利率的贡献由脚注5的分子得出，为 $r - \pi(1+g)$ ，实际增长率的贡献为 $-g$ 。

7/ 汇率的贡献由脚注5的分子得出，为 $ae(1+r)$ 。

8/ 包括资产变化和利息收入 (如有)。对于预测，包括预测期间的汇率变化。

9/ 假设主要变量 (实际GDP增长、实际利率和其他确认的产出债务的流量) 保持在上一预测年的水平。

图 2. 中国：公共债务可持续性分析——预算内政府债务的构成和其他情景



基础假设 (百分比)

情景	2018	2019	2020	2021	2022	2023
基线情景						
实际GDP增长	6.6	6.4	6.3	6.0	5.7	5.5
通胀	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3
基本余额	-3.1	-3.0	-3.0	-2.9	-2.9	-2.8
有效利率	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
基本余额不变情景						
实际GDP增长	6.6	6.4	6.3	6.0	5.7	5.5
通胀	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3
基本余额	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1
有效利率	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
历史情景						
实际GDP增长	6.6	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
通胀	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3
基本余额	-3.1	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
有效利率	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7

1/ 或有负债冲击情景还假设10%的银行资产转换为政府负债。

图 3. 中国：公共债务可持续性分析（预算内政府）—— 基线假设的现实性

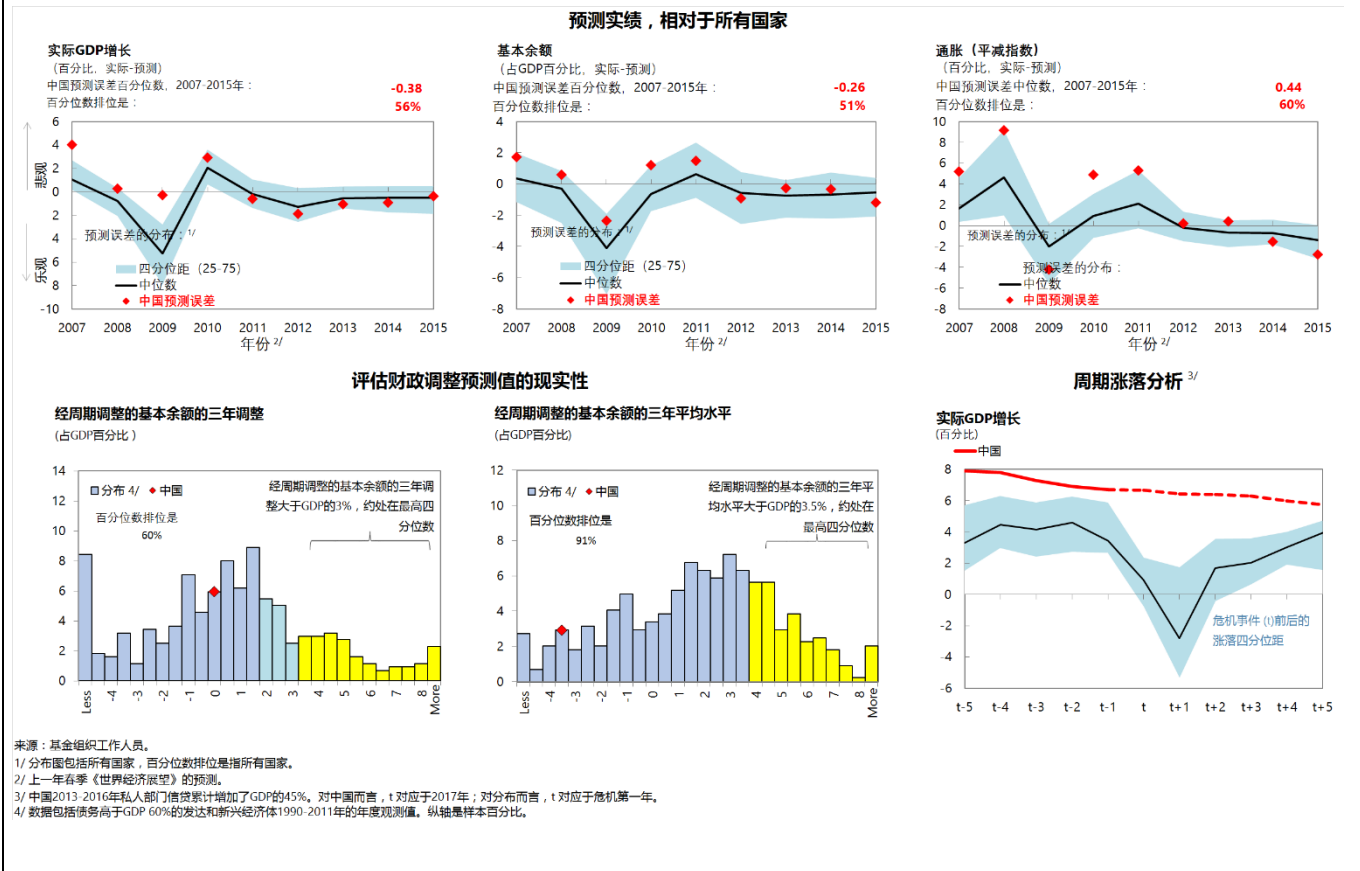
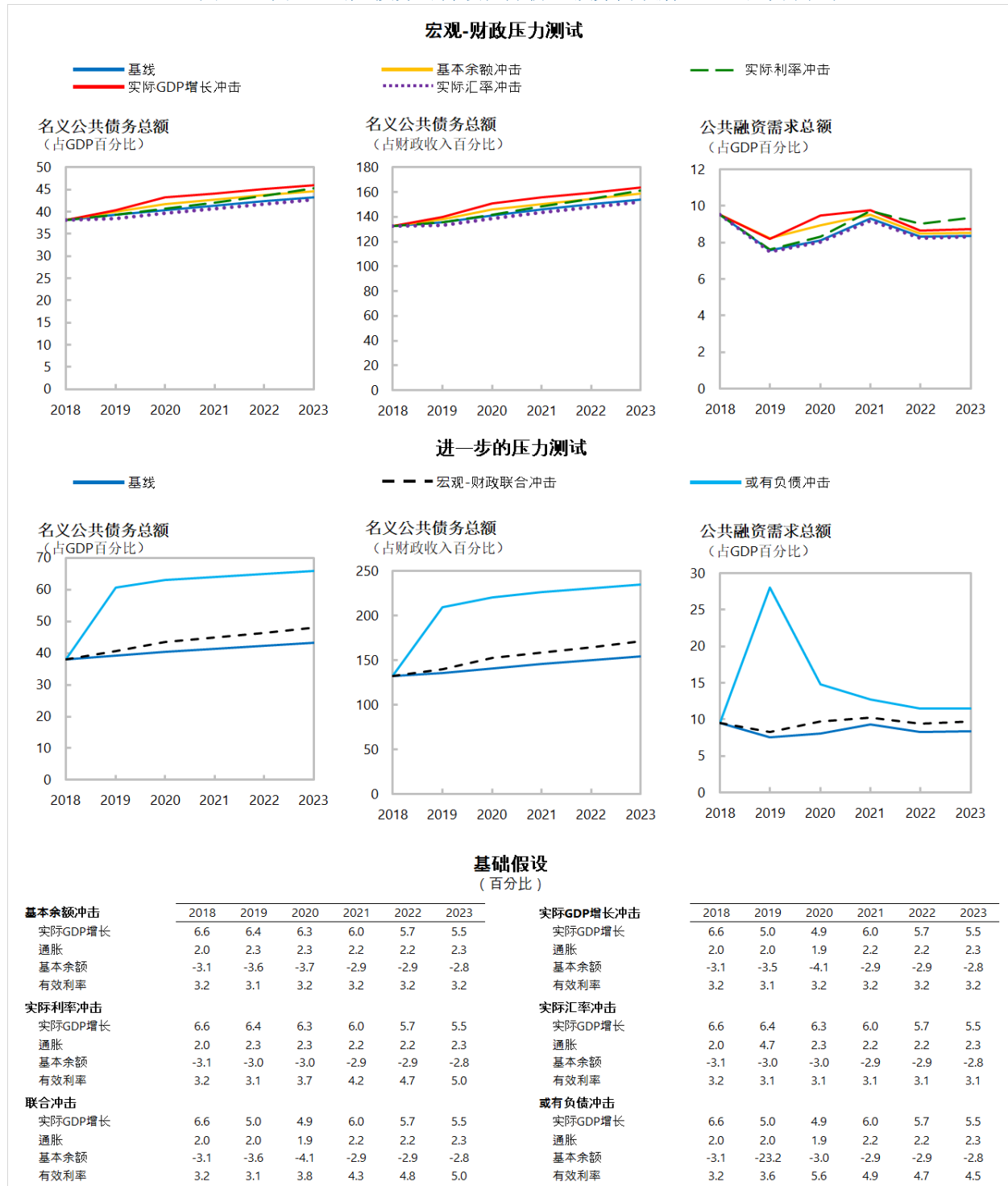
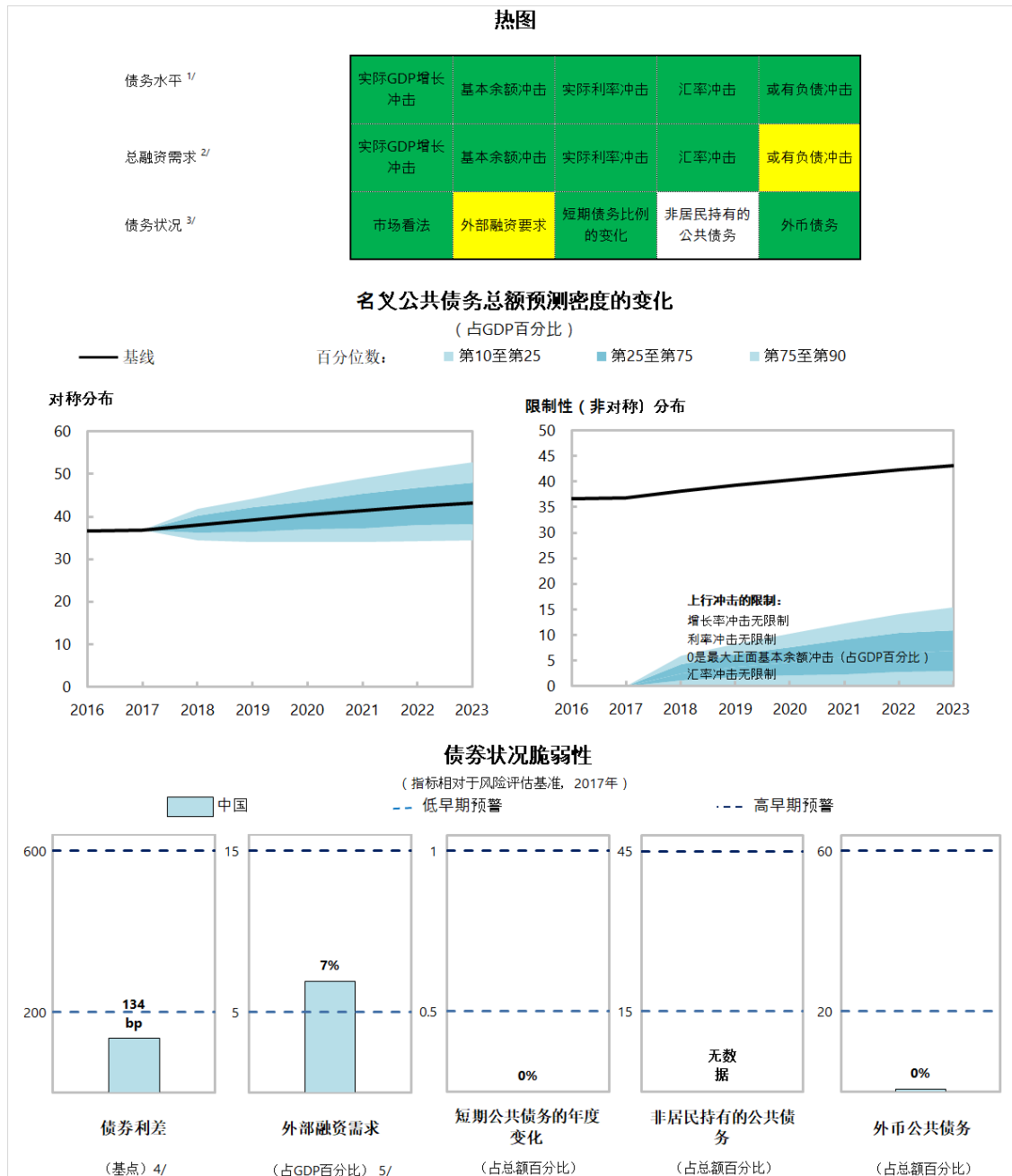


图 4. 中国：公共债务可持续性分析（预算内政府）——压力测试



来源：国际货币基金组织工作人员。

图 5. 中国：公共债务可持续性分析（预算内政府）——风险评估



来源：基金组织工作人员。

1/ 如果在特定冲击或基线下没有超过70%的债务负担基准，则单元格以绿色表示；如果在特定冲击下超过基准，但在基线下没有超过，则以黄色表示；如果在基线下超过基准，则以红色表示；如果压力测试不相关，则以白色表示。

2/ 如果在特定冲击或基线下没有超过15%的总融资需求基准，则单元格以绿色表示；如果在特定冲击下超过基准，但在基线下没有超过，则以黄色表示；如果在基线下超过基准，则以红色表示；如果压力测试不相关，则以白色表示。

3/ 如果国家值小于低风险评估基准，则单元格以绿色表示；如果国家值大于高风险评估基准，则以红色表示；如果国家值在低风险评估基准与高风险评估基准之间，则以黄色表示；如果不具备数据或指标不相关，则以白色表示。低风险评估基准和高风险评估基准是指：

债券利差是200个基点和600个基点；外部融资要求是GDP的5%和15%；短期债务比例的变化是0.5%和1%；非居民持有的公共债务是15%和45%；外币计值债务是20%和60%。

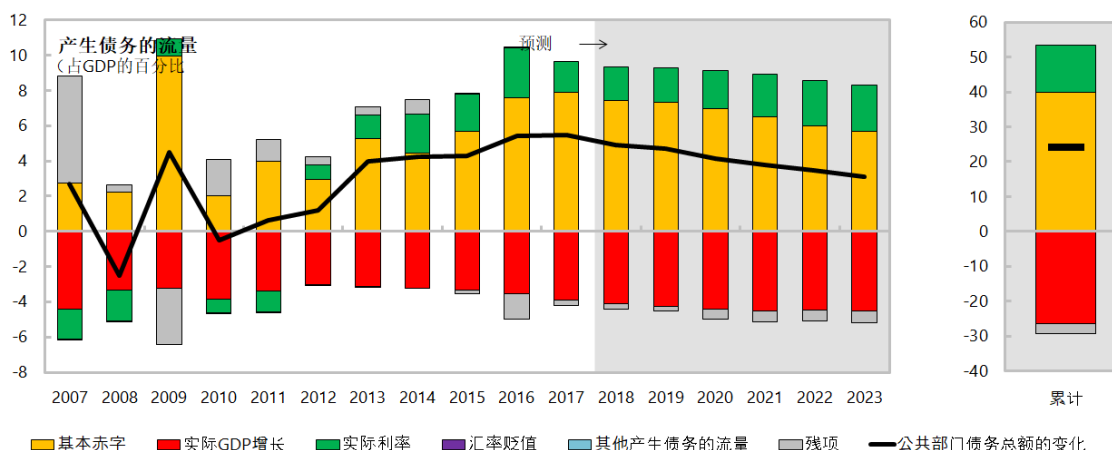
4/ 长期债券利差，相对于美国债券，过去三个月的平均值，2018年1月11日至2018年4月11日。

5/ 外部融资需求定义为经常账户逆差、中长期总外债的分期偿还额以及上个期末的短期总外债之和。

图 6. 中国：公共部门债务可持续性分析（增扩概念的债务：广义覆盖范围）
（占 GDP 的百分比，除非另有说明）

债务、经济和市场指标 ^{1/}										截至2018年4月11日	
	实际			预测							
	2007-2015 ^{2/}	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
名义公共债务总额	45.3	62.0	67.5	72.4	77.1	81.3	85.0	88.5	91.6	主权利差	
公共融资需求总额	16.5	23.2	21.6	21.6	20.7	21.8	23.4	22.7	23.1	EMBIG (基点) 3/	107
实际GDP增长 (百分比)	9.2	6.7	6.9	6.6	6.4	6.3	6.0	5.7	5.5	5年信用违约掉期	61
通胀 (GDP缩减指数, 百分比)	4.1	-0.1	1.9	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3	(基点)	
名义GDP增长 (百分比)	13.8	6.7	8.9	8.7	8.9	8.7	8.3	8.0	8.0	评级	外国 本国
有效利率 (百分比) ^{4/}	4.7	5.2	5.2	5.2	5.3	5.5	5.5	5.6	5.6	Moody's	A1 A1
										S&Ps	A+ A+
										Fitch	A+ A+

公共债务变化的贡献因素											
	实际			预测						累计	稳定债务 的基本余额 ^{9/}
	2007-2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023		
公共部门债务总额的变化	2.1	5.4	5.5	4.9	4.7	4.1	3.8	3.5	3.1	24.1	
确认的产生债务的流量	1.2	6.9	5.8	5.2	5.0	4.7	4.4	4.1	3.8	27.2	
基本赤字	4.4	7.6	7.9	7.4	7.4	7.0	6.5	6.0	5.7	39.9	-1.9
基本 (非利息) 收入和赠款	25.3	28.2	28.4	28.8	28.9	28.6	28.3	28.2	28.0	170.9	
基本 (非利息) 支出	29.7	35.8	36.3	36.2	36.3	35.6	34.8	34.2	33.7	210.8	
自动债务动态 ^{5/}	-3.2	-0.7	-2.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.1	-1.9	-1.9	-12.7	
利率/增长率差异 ^{6/}	-3.2	-0.8	-2.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.1	-1.9	-1.9	-12.7	
其中：实际利率	0.2	2.8	1.8	1.9	1.9	2.2	2.4	2.6	2.6	13.6	
其中：实际GDP增长率	-3.4	-3.6	-3.9	-4.1	-4.3	-4.4	-4.5	-4.5	-4.5	-26.3	
汇率贬值 ^{7/}	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...	...
其他确认的产生债务的流量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
财政：广义政府收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
或有负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
扩大债务置换，超出最初宣布数额的部分	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
残项，包括资产变化 ^{8/}	0.9	-1.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	-3.1	



来源：基金组织工作人员。

1/ 公共部门定义为当局界定的广义政府。

2/ 基于可得数据。

3/ 相对于美国债券的长期债券利差。

4/ 定义为上一年年末的利息支付额除以债务存量（不含担保）。

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

a = 外币计值债务所占比重； e = 名义汇率贬值（表示为美元的本国货币价值上升）。

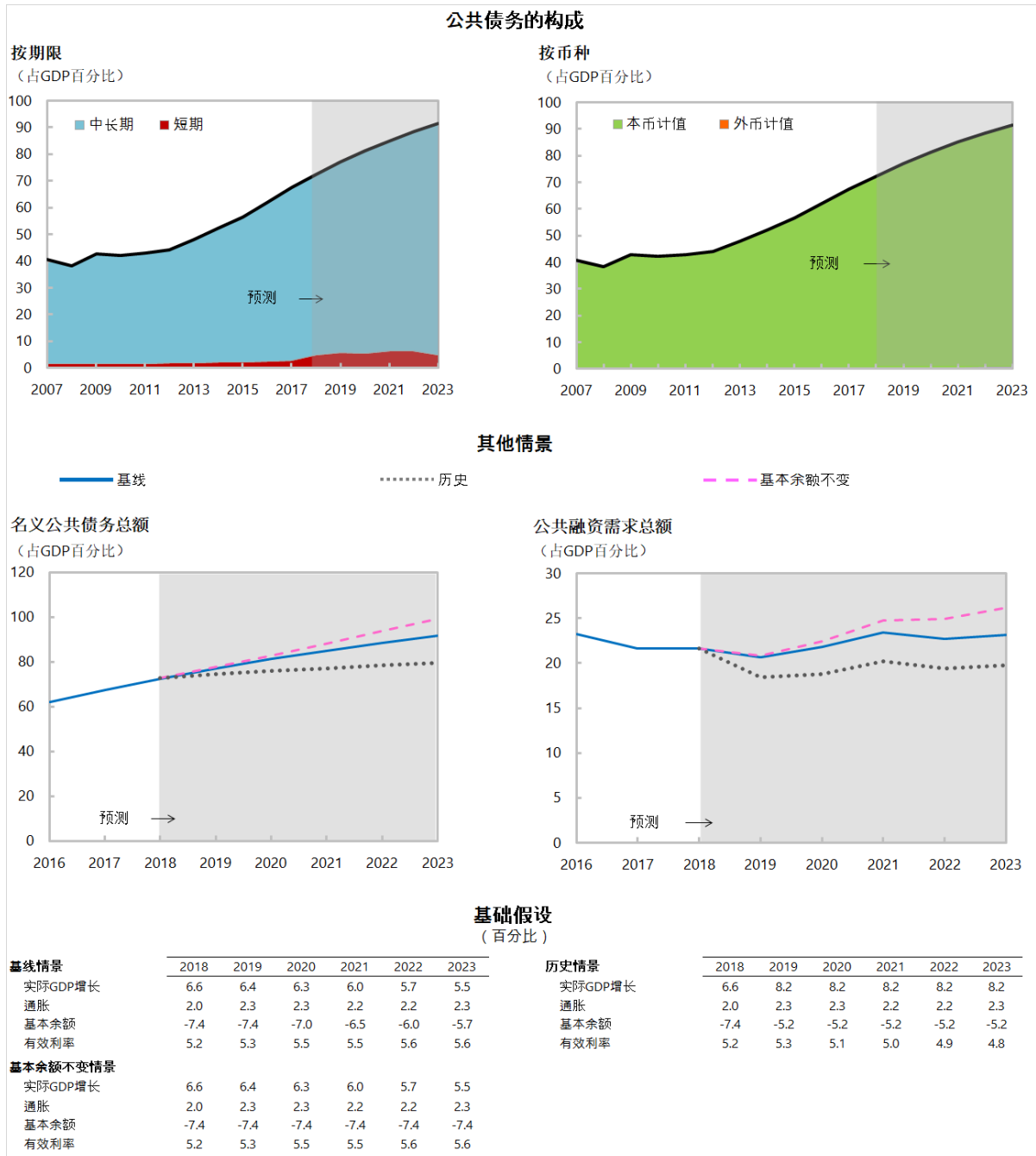
6/ 实际利率的贡献由脚注5的分子得出，为 $r - \pi(1+g)$ ；实际增长率的贡献为 $-g$ 。

7/ 汇率的贡献由脚注5的分子得出，为 $ae(1+r)$ 。

8/ 包括资产变化和利息收入（如有）。对于预测，包括预测期间的汇率变化。

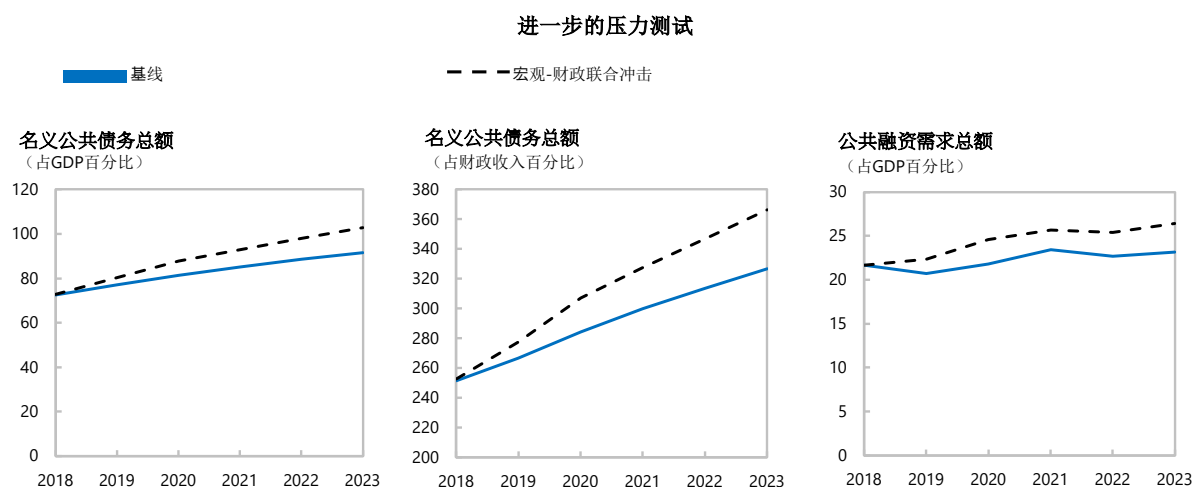
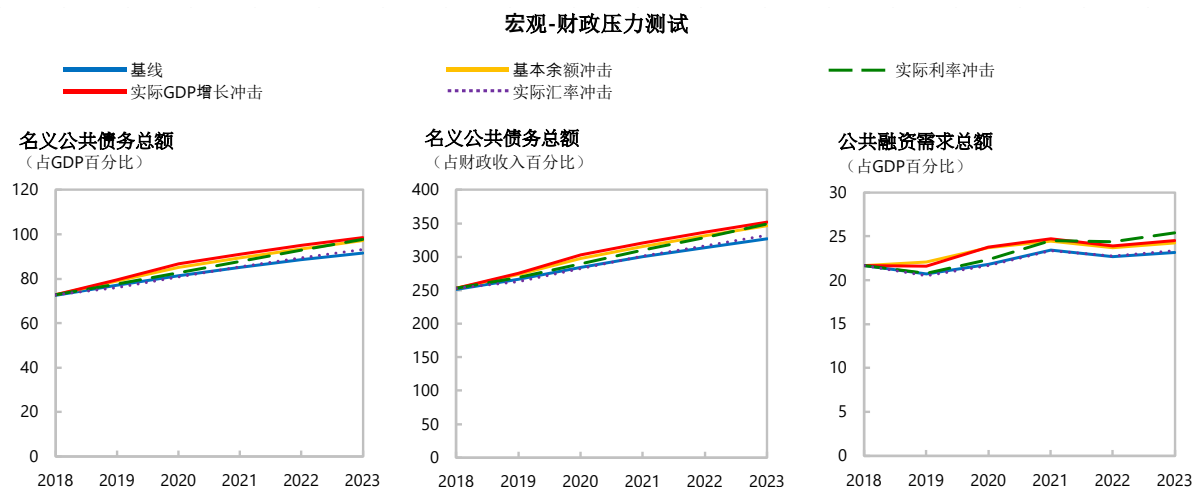
9/ 假设主要变量（实际GDP增长、实际利率和其他确认的产出债务的流量）保持在上一预测年的水平。

图 7. 中国：公共债务可持续性分析——增扩概念的债务的构成（广义覆盖范围）和其他情景



1/ 或有负债冲击情景还假设10%的银行资产转换为政府负债。

图 8. 中国：公共债务可持续性分析（增扩概念的债务：广义覆盖范围）——压力测试



基础假设 (百分比)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023		2018	2019	2020	2021	2022	2023
基本余额冲击							实际GDP增长冲击						
实际GDP增长	6.6	6.4	6.3	6.0	5.7	5.5	实际GDP增长	6.6	5.0	4.9	6.0	5.7	5.5
通胀	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3	通胀	2.0	2.0	1.9	2.2	2.2	2.3
基本余额	-7.4	-8.7	-8.3	-6.5	-6.0	-5.7	基本余额	-7.4	-8.0	-8.2	-6.5	-6.0	-5.7
有效利率	5.2	5.3	5.6	5.7	5.7	5.7	有效利率	5.2	5.3	5.5	5.7	5.7	5.7
实际利率冲击							实际汇率冲击						
实际GDP增长	6.6	6.4	6.3	6.0	5.7	5.5	实际GDP增长	6.6	6.4	6.3	6.0	5.7	5.5
通胀	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3	通胀	2.0	4.7	2.3	2.2	2.2	2.3
基本余额	-7.4	-7.4	-7.0	-6.5	-6.0	-5.7	基本余额	-7.4	-7.4	-7.0	-6.5	-6.0	-5.7
有效利率	5.2	5.3	6.0	6.5	6.8	7.1	有效利率	5.2	5.3	5.5	5.5	5.6	5.6
联合冲击													
实际GDP增长	6.6	5.0	4.9	6.0	5.7	5.5							
通胀	2.0	2.0	1.9	2.2	2.2	2.3							
基本余额	-7.4	-8.7	-8.3	-6.5	-6.0	-5.7							
有效利率	5.2	5.3	6.1	6.5	6.9	7.1							

来源：国际货币基金组织工作人员。

图 9. 中国：公共债务可持续性分析（增扩概念的债务：广义覆盖范围）——风险评估



来源：基金组织工作人员。

1/如果在特定冲击或基线没有超过70%的债务负担基准，则单元格以绿色表示；如果在特定冲击下超过基准，但在基线没有超过，则以黄色表示；如果在基线超过基准，则以红色表示；如果压力测试不相关，则以白色表示。

2/如果在特定冲击或基线没有超过15%的总融资需求基准，则单元格以绿色表示；如果在特定冲击下超过基准，但在基线没有超过，则以黄色表示；如果在基线超过基准，则以红色表示；如果压力测试不相关，则以白色表示。

3/如果国家值小于低风险评估基准，则单元格以绿色表示；如果国家值大于高风险评估基准，则以红色表示；如果国家值在低风险评估基准与高风险评估基准之间，则以黄色表示；如果不具备数据或指标不相关，则以白色表示。低风险评估基准和高风险评估基准是指：

债券利差是200个基点和600个基点；外部融资要求是GDP的5%和15%；短期债务比例的变化是0.5%和1%；非居民持有的公共债务是15%和45%；外币计值债务是20%和60%。

4/长期债券利差，相对于美国债券，过去三个月的平均值，2018年1月11日至2018年4月11日。

5/外部融资需求定义为经常账户逆差、中长期总外债的分期偿还额以及上个期间末的短期总外债之和。

附录六. 对当局资本流动管理方法的评估

资本外流在 2015 至 2016 年大幅激增，其增长势头在 2017 年放缓。针对资本外流大幅激增采取的资本流动管理措施（CFMs）已经普遍放宽，当局还采用了更加透明的“宏观审慎评估”框架，帮助应对资本流动问题。鉴于相关配套改革取得的进展，上一次第四条磋商以来资本流动管理措施的放宽基本符合基金组织关于资本流动的机构观点。实施改革以推动资本流动放开进程仍是首要任务，但这一工作应当谨慎地逐步展开。资本流动压力主要应当通过宏观经济政策来应对，包括实施有效浮动汇率制度。按照金融稳定评估规划（FSAP）的建议，标准微观/宏观审慎框架应得到进一步强化，以缓解金融周期中系统性风险的顺周期累积。以透明方式持续实施资本流动管理措施，同时进行明确的沟通，有助于增强市场参与者对监管框架的信心。资本流动管理措施不应用来对资本流动进行微调。随着配套改革的推进，经济体应对资本流动更大波动的能力逐渐增强，资本流动管理措施应逐渐退出。

背景

1. **资本外流在 2015 至 2016 年期间达到历史新高之后，自 2017 年初以来有所放缓。**在 2015 至 2016 年的一年间，净资本流出达到了 6400 亿美元，这主要是由偿还外债以及境外直接投资激增引起的。之后资本外流速度放缓，2017 年资本净流出 730 亿美元，这一趋势延续到了 2018 年。金融账户中的多数项目造成了这一结果，只有误差与遗漏项（主要表示未记录的资本外流）一直保持在高位。
2. **针对 2015 至 2016 年的资本外流，当局的应对措施是常规政策和资本流动管理措施并举。**当局对外汇市场进行了干预，但同时也允许汇率在一定程度上贬值。此外，当局出台了资本流动管理措施，并收紧了现有措施的执行力度，因为必要的配套改革没有跟上资本账户放开的步伐。这些政策组合缓解了资本外流的压力，国内经济增长走强以及外部因素（包括美元走弱）也促成了这一结果。更广泛而言，利率和经济增长差异以及相关政策的不确定性仍是资本外流的关键驱动因素。

近期发展

3. **自上一次第四条磋商以来，当局主要放宽了资本流动管理措施，并出台了针对跨境融资的宏观审慎评估框架。**新框架旨在以逆周期的方式影响资本流动的总量和结构，从而对资本流动相关风险进行管理。该框架的目标是降低汇率和期限风险，以及与资产负债表外风险敞口和过度杠杆相关的风险。审慎参数以单个、多个或所有金融或非金融机构为调节目标来应对这些风险，例如针对汇率、期限、类别风险敞口和过度杠杆设定的参数，以及所谓的宏观审慎调节参数。在出现危机或特殊情况下（如资本流入激增），将对这些参数进行调节。此外，自上一次第四条磋商以来，当局普遍放宽了资本流动管理措施。具体来说，当局采取了下列行动：

- 放宽宏观审慎评估框架中针对非金融企业跨境借款的杠杆率要求，使该框架与之前的管理框架所允许的资本流动总量相一致。
- 银行离岸人民币存款准备金率以及外汇衍生品准备金率均设为零（2017 年 9 月）。
- 支付卡境外人民币取款限额从每卡每年 10 万元（一人可持有多个卡）调整为每人每年 10 万元（2017 年 12 月）。
- 整体放宽针对境外直接投资（ODI）的管制措施：(i)取消高于 10 亿美元境外直接投资必须经过审批的要求；非敏感项目的境外直接投资只需备案，金额超过 3 亿美元的项目需提交非敏感项目状态报告；(ii)对敏感行业的范围进行了调整；(iii)个人通过离岸实体进行的非直接投资纳入境外直接投资范围。

- 针对金融机构的境外人民币贷款限额从上一年年终人民币存款余额的 1% 上调至 3%。框架中加入了逆周期因素，但未对限额进行调整。
- 在暂停两年之后，合格境内有限合伙人（QLDP）计划重新启动，该计划允许外国基金经理在获批的限额范围内在中国筹募资金用于境外投资，该限额在 2018 年 4 月进一步提高至 50 亿美元。
- 在上海和深圳实施的合格境内投资者（QDIE）计划旨在支持境内机构开展境外投资。该计划自 2015 年以来得到首次扩充，其配额在 2018 年 4 月从 13 亿美元增加至 50 亿美元。
- 合格境内机构投资者（QDII）计划为金融机构提供境外投资的配额，该计划的配额也于 2018 年 4 月上调，这是自 2015 年以来的首次上调。
- 人民币合格境内机构投资者（RQDII）计划旨在为金融机构提供境外投资配额，该计划得以恢复，但收紧了对报告和执行的要求（2018 年 5 月）。当局还表示，该计划与针对跨境资本流动、离岸人民币市场流动性和人民币产品开发的境外投资“宏观审慎”措施有关。
- 修订合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）以美元计价投资的计划，以放宽对境外机构投资者从中国撤回资金的限制。具体来说，取消了合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者的三个月资本锁定期和每月不超过 20% 的资金汇出限制，同时允许对在岸投资进行外汇套期保值操作（2018 年 6 月）。

评估

4. **根据工作人员评估，近期资本流动管理措施的放宽符合基金组织的机构观点。**按照过去的建议，工作人员支持采用审慎的方式推动资本管理进一步放开，包括取消一些定向措施。因此，将外汇衍生品的准备金率设为零是恰当的，因为这样可以鼓励市场参与者采用对冲操作管理货币相关风险，进而促进衍生品市场的发展。将银行离岸人民币存款准备金率设为零也消除了一些歧视性做法。此外，无论是逐步放宽对境外投资限制的措施，例如针对境外直接投资的措施，还是合格境内有限合伙人、合格境内投资者、合格境内机构投资者和人民币合格境内机构投资者等配额计划，都是恰当之举，同时也符合渐进、谨慎的放开进程。对合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者等配额计划产生影响的各项措施也在逐步放宽，从而消除了对境外投资者资本流出的歧视性限制。调整杠杆率的做法也是恰当的，因为它使新框架与之前的管理框架所允许的资本流动总体水平相一致（2018 年 1 月）。调整支付卡境外人民币取款限额是资本流动管理措施的收紧，从反洗钱的角度来看，可能具有合理性。我们将在下一次针对中国的反洗钱/反恐融资审查中作进一步的分析。⁴

⁴例如，有报道称自从澳门特别行政区在自动取款机（ATM）上安装了人脸识别系统之后，香港特别行政区每个月的 ATM 取款额激增了 200 亿港币（《南华早报》，2018 年 1 月 26 日）。

5. 与之前逐个审批和逐个配额分配的特设体系相比，新框架是一种进步，但利用该框架积极管理资本流动周期不符合基金组织的机构观点。新框架的可预测性和透明度更高，并且能够应对超额跨境融资和错配带来的风险（如，汇率风险、到期风险、表内表外风险）。该框架还包括宏观审慎调节参数。它可能符合基金组织的机构观点，条件是这一参数仅在危机或特殊情况下作出调节，以应对与资本流动相关的潜在风险，并且有关措施不会取代必要的宏观经济调整。然而，在没有明确风险的情况下对该参数进行调节以实现跨境融资进行主动管理的做法，将被视为不符合基金组织的机构观点。

6. 根据基金组织之前的建议，以持续且透明的方式执行资本流动管理措施仍是一项挑战。管理规定仍处于“保密”状态，或者并不总对市场公开。应以透明和一致的方式实施资本流动管理措施，并保证清晰的信息沟通，这对于增强市场参与者对监管框架的信心非常重要。

7. 因此，当局应当将实施改革以推动放开进程作为首要任务，同时主要依赖宏观经济政策来应对资本流动相关风险。随着改革的逐步推进，有些资本流动管理措施具有恰当性，因为资本账户的放开是一个渐进、有序的过程，并且与配套改革步调相一致。



中华人民共和国

2018年第四条磋商工作人员报告——信息附录

2018年6月28日

撰写部门

亚洲及太平洋部
(经与其他部门磋商)

目录

与基金组织的关系	2
世界银行与基金组织的协作	4
与亚洲开发银行的关系	7
统计问题	9
能力建设和技术援助	13

与基金组织的关系

（截至 2018 年 5 月 31 日）

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

普通资金账户：

	百万SDR	占份额的%
份额	30,482.9	100.0
基金组织持有的货币	26,851.5	88.1
在基金组织的储备头寸	3,631.4	11.9
向基金组织提供的贷款		
新借款安排	1,619.0	

特别提款权账户：

	百万SDR	占分配额的%
净累计分配额	6,989.7	100.0
持有额	7,680.2	109.9

购买和贷款余额：无

资金安排：

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

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

	即将发生				
	2016	2017	2018	2019	2020
本金		0.00	0.00	0.00	0.00
收费/利息		0.21	0.21	0.21	0.21
总计		0.21	0.21	0.21	0.21

汇兑安排：

2017年6月1日以来，中国事实上的汇率制度被归类为相对于中国外汇交易中心 CFETS 指数一篮子货币的类似爬行的安排。在此之前，其被归类为稳定安排。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兑美元交易价浮动幅度为 2%，即每日人民币兑美元的市場交易价可在中國外匯交易中心对外公布的當日人民幣兌美元中間價上下 2%的幅度內浮動。人民銀行

宣布，人民币汇率的浮动区间将根据外汇市场、经济及金融形势的变化有序调整。在交易范围内，银行可以根据市场的供求关系确定其客户的人民币与美元汇率，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（BIS）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。

中国于1996年12月1日接受《基金组织协定》第八条第2、3、4款的义务。中国的汇率制度没有多重货币的做法，对经常性国际交易的汇兑不实行限制。然而，中国根据执董会第144(52/51)号决议的相关程序，向基金组织报告其完全出于国家或国际安全原因而采取的措施。

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。自2016年10月1日起，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加入特别提款权篮子。

第四条磋商：

与中国的第四条磋商按标准的12个月周期进行。2017年第四条磋商访问于2017年6月14日结束，工作人员报告于2017年8月15日公布。

技术援助：

附录V概括了2001年至2018年6月期间提供的技术援助。

常驻代表：

驻华代表处于1991年10月在北京开设。席睿德先生任高级代表，张龙梅女士任副代表。

世界银行与基金组织的协作

（截至 2018 年 6 月 1 日）

1. **2018 年 5 月，基金组织驻华代表与世界银行小组举行了会谈**，就旨在确保中国实现可持续的中期经济增长、最大限度地减少风险以及提高经济增长的包容性所需的关键改革领域交换了意见。双方讨论了 2018-2019 年度的工作议程。上一次会议是 2017 年 6 月在北京举行的。

2. 两小组一致认为，中国改革的重点应该是，依据党的第十九次全国代表大会的报告，实现经济增长从重数量到重质量的转变。改革应着眼于降低信贷快速增长、金融部门内部债权债务关系复杂以及准财政支出在过去积累的风险，让经济走上更具包容性、更环保和更可持续的增长道路。让市场在更大程度上发挥决定性作用、消除扭曲因素，以及实现政策框架的现代化，将使资源利用更加有效，加快生产力增长，并提高所有收入阶层的生活水平。

3. 基于以上评估意见，两小组提出了下列具有宏观重要性的改革领域：

- **金融部门改革。**继续推进金融部门改革这一中心任务，以促进资源的更有效分配，进而更好地控制风险和促进经济增长。普遍存在的隐性担保做法扭曲了风险定价，导致信贷错配和投资效率低下。金融部门内部信贷规模庞大而复杂，给金融稳定带来了风险。这方面的主要措施包括：收紧监管，包括最近发布的资产管理产品规定和流动性规定；硬化预算约束；加大债务重组力度以消化不良贷款；在新成立的金融稳定发展委员会指导下，加强不同监管机构之间的合作与协调。
- **财政改革。**地方政府所有实体在基础设施建设和其他领域的预算外支出导致了债务激增。新的预算法旨在将这些项目纳入预算，并加强对公共财政的管理。政策实施过程有一定困难，但政府自 2016 年后期以来加大了工作力度。中央政府需要释放连贯一致的信号，明确落实预算改革的重要性，此改革会造成地方融资的公共投资的增速放缓。改善财政框架是中期内的工作重点，包括强化预算程序、提高数据透明度、加强地方政府财政、严格中期财政规划等。税收改革继续推进，以促进现有税收体制的现代化，提高其累进性（例如，在更大程度上依靠直接税）。一个关键工作是理顺中央与地方政府财政关系，建立事权和支出责任相适应的制度。
- **社会保障体系改革。**应进一步加强养老金和医疗保险体系（包括改善充足性和扩大覆盖面），这能带来宏观益处（例如减少住户的预防性储蓄），但是相关工作的推进需十分谨慎，确保财政可持续性。必须努力提高福利的省内和省际以及跨经济部门的可携性。这些改革在推进过程中应确保社会保障体系的可持续性，方法包括调整参数（如提高退休年龄、指数化等），将划转部分国有资本充实社保基金，以及对养老金制度进行结构性改革（如引入 NDC 方法，进一步推进公务员和事业单位养老金制度与城市职工养老金制度的并轨，提高统筹层次，制定中长期融资策略，包括筹资解决那些养老金体系之外的遗留成本），以及加强社会保障基金的预算过程和管理。
- **国有企业改革。**鉴于国有企业在企业债务脆弱性和部门行业产能过剩等问题中处于核心位置，因此，推进债务重组是一项重要改革事项。硬化预算约束有助于对资金和其他要素投入进行合理定价，这可以通过向预算支付足够红利和逐步取消国有企业的社会功能来实现。开放目前专属国有企业的服务部门，引入充分和公平的竞争，对于提高生产率、进而提升经济增长动力至关重要。

- **治理和监管改革。**需要出台进一步的措施，调整治理和监管机构的协调机制和行动目标，增强市场在支持可持续增长方面的能力，这些措施涉及：企业进入/退出、竞争政策、处置破产机构、保护知识产权以及调整公共部门的干部业绩考核系统。
- **绿色增长。**空气污染、水质下降和供水匮乏、土壤污染，以及荒漠化、草原退化、对煤炭和能源消耗型增长路径的依赖等，都会对社会、人民身体健康和经济产生重大影响。对能源定价过低和对污染的处罚不力导致这些影响的进一步恶化，同时加剧了中国对工业的依赖。提高这些要素的成本，使其反映外部性成本（例如投资可再生能源），将使经济增长更加可持续和更具包容性。需要调动民间资本和利用资本市场来支持绿色投资。
- **基础设施。**基础设施投资一直是中国经济发展的主要驱动力，尤其是在全球金融危机前后的经济放缓期间。然而，在一些情况下，投资步伐很快，但社区建设没有跟上。在另一些情况下，出现了对一些社会或资金回报较低的项目的过度投资。弥合社会项目的投资缺口将提高增长的包容性，同时提高基础设施投资的整体社会和资金效率。可出台措施改善新基建项目的审批过程，确保投资重点放在社会回报最高的领域。

4. 两小组就以下分工达成一致意见。

- **金融部门改革。**世界银行和基金组织联合实施了 2017 年金融部门评估规划，评估金融部门风险并就所需改革提出建议。基金组织将开展后续工作，视需要向中国当局提供技术援助。
- **财政改革。**世界银行将继续与财政部合作，通过分析工作、地方政府层面的持续合作以及正在实施中的财政技术援助投资项目，帮助实施公共财政领域的关键改革措施。基金组织将继续推进其在财政框架和预算编制领域的技术合作，包括加强中期宏观和财政框架、加强对地方政府借款的监测，以及对会计和财务管理工作进行升级改造。基金组织将继续讨论研究中国的财政空间、政策选择对整体经济的影响，以及潜在的全球溢出效应等课题。
- **社会保障体系。**世界银行将继续与中国当局合作，探索旨在提高社会保障体系的公平性、可持续性和可携性的相关改革。这包括帮助省级政府制定更加一体化的社会保障信息系统。世界银行还将与财政部合作，就整体改革方案以及统筹和筹资策略等提供技术支持，并通过政策对话和参与，优化与社会保障责任有关的财务风险管理工作。基金组织将着手研究如何将不同的社会保险计划（包括养老金和医疗保健）纳入中期财政和宏观经济政策框架等问题。基金组织还将审查不同收入来源（包括社会缴款和其他收入）的给付和筹资之间的平衡。世界银行和基金组织将继续鼓励当局对社会保险责任进行定期和可靠的精算模型分析。
- **绿色增长。**基于气候变化、可再生能源以及污染防治等主要关注目标，世界银行将继续将重点放在探索最先进的绿色技术，加大节能力度和增加对提高能源效率项目的投资，倡导绿色交通，推进绿色建筑政策（提高建筑的采暖和能源使用效率）等方面。气候变化方面的重点工作包括扩大天然气发电覆盖、研究碳捕获和储存潜力，以及发展绿色金融（包括建立碳交易市场）。
- **经济增长的新动力。**世界银行正在与国务院发展研究中心合作撰写一份旗舰报告，探索如何确定和培育使中国得以维持增长并进入高收入行列的新增长来源。其关注重点是那些旨在提高生产率的政策和改革上，即通过消除经济扭曲因素（Distortion）、加速扩散效应（Diffusion）、鼓励发现和创新

(Discovery) (三个“D”)来加速生产率增长。已经单独撰写了相关领域的专题报告草案, 这些报告将纳入一份正在编写之中的单一整合文件。

5. 两小组要求对方提供以下信息:

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

下表列出 2017 年 6 月至 2018 年 6 月两小组独立和联合的工作计划。

中国: 世界银行和基金组织在具有宏观重要性的结构改革领域计划开展的活动		
	产品	预计交付日期
世界银行的工作计划	• 关于建立现代化财政制度的技术援助项目, 旨在支持中央政府的公共财政改革的落实。	• 进行中
	• 中国经济改革实施项目(总括技术援助项目, 包括与财政部、人民银行和省级财政厅之间开展的各个分项目)。	• 进行中
	• 关于增长新动力的报告	• 进行中
	• 对第十三个五年规划的中期评估	• 进行中
	• 中国经济最新情况	• 进行中
	• 向财政部提供“适时”政策说明	• 已按要求交付
	• 地方级政府间财政关系	• 进行中
	• 市政项目融资和地方债管理	• 进行中
	• 金融部门发展和包容性	• 进行中
	• 深化中国的医疗改革——建立高质量和以价值为基础的服务交付	• 进行中
	• 加强中国的社会保障和就业制度	• 进行中
	• 关于一些省份的污染防控和创新绿色金融的分析工作和项目	• 进行中
	• 食品安全项目和工作	• 进行中
	• 省一级的减贫项目	• 进行中
	基金组织的工作计划	• 2017年第四条磋商	• 2017年5月/6月
• 1月份的工作人员访问		• 2018年1月
• 财政改革合作计划(财政事务部)		• 进行中
• 金融改革合作计划(货币与资本市场部)		• 进行中
• 2018年工作人员访问		• 2018年1月
联合工作计划	• 2018年第四条磋商	• 2018年5月
	• 金融部门评估规划	• 2017年11月

与亚洲开发银行的关系¹

1. 自中华人民共和国于 1986 年 3 月加入亚洲开发银行（亚行）以来，双方间的伙伴关系在很多方面都有发展。在地区成员中，中国是第二大股东，在所有成员中，中国排名第三，同时中国还是一个重要的中等收入客户国。截至 2017 年底，中国累计从亚行借款 348.4 亿美元，249 笔贷款用于公共部门项目。在公共部门贷款中，48.76% 用于交通和信息与通信技术部门，然后是能源（16.25%）、供水和其他城市基础设施服务（14.21%）、农业和自然资源（13.35%）、工业和贸易（2.22%）、金融（2.01%）、教育（1.52%）、多部门项目（1.41%）和医疗卫生（0.28%）。在过去 30 年里，亚洲开发银行为中国私人部门项目提供了总额达 75 亿美元的融资。这包括：35.5 亿美元的直接贷款，4.44 亿美元的股权投资，1.07 亿美元的部分信贷担保便利，以及 34 美元的 B 类贷款和补充贷款。亚洲开发银行还为中国获得技术援助提供资金。截至 2017 年底，亚洲开发银行为 859 个技术援助项目提供了 5.009 亿美元，其中，1.619 亿美元用于项目筹备，3.39 亿美元用于政策咨询和能力建设。
2. 总体而言，中国展示了很强的项目实施能力。良好的执行结果反映出参与项目设计、实施和管理的有关单位具有较强的自我主动性，同时也反映出对开发项目的筛选程序比较严格，特别是那些拟议接受外部融资的项目。贷款拨付和合同授予工作推进良好。
3. 中国向亚洲开发基金缴款，并建立了中国减贫与地区合作基金（中国基金）——亚洲开发银行首个由发展中国家设立的基金，从而大幅增加了亚洲开发银行的资金贡献，这显示出中国与亚洲开发银行牢固的伙伴关系。中国基金（规模为 9 千万美元）提供技术援助项目，支持次区域的合作倡议，尤其是中亚地区经济合作（CAREC）和大湄公河次区域（GMS）项目。
4. 2016 年 2 月，亚洲开发银行董事会批准了亚洲开发银行 2016-2020 年的国家伙伴战略（CPS）。2016-2020 年 CPS 与中国第十三个五年规划（2016-2020 年）的优先事项、亚洲开发银行 2020 年长期战略的中期检查，以及亚洲开发银行支持中等偏上收入国家的方法保持步调一致。为支持政府的改革议程，CPS 将重点支持以下战略重点：应对环境和气候变化问题、促进地区合作和一体化、支持包容性发展、促进知识合作，以及支持体制建设。亚洲开发银行的主权和非主权业务将支持上述战略重点领域内的活动。后者将侧重于新的业务模式和技术解决方案。
5. 2018-2020 年的公共部门贷款包括总额为 61.5 亿美元的 32 项确定贷款项目以及总额为 16.6 美元的 2020 年八项备用贷款项目。2018-2020 年贷款和非贷款计划围绕上述核心领域安排，目的是以战略性方式，通过高价值多部门项目，解决中国复杂的发展问题。90% 以上的项目将在西部、中部和东北部地区，与国家发展重点相一致。
6. 2018-2020 年的非贷款项目将增强贷款项目的设计、筹备和就绪程度，并支持知识的创建、管理和分享，包括在中国内部以及中国与其他发展中经济体之间。技术援助项目具有明确的专题重点，与贷款项目相一致，并根据政府重点工作而制定。

¹ 由亚洲开发银行工作人员起草。

中国：亚洲开发银行的贷款承诺和拨付
（公共部门贷款）1993-2017年
（百万美元）

年份	承诺 1/	拨付 2/
1993	1,031	371
1994	1,618	492
1995	2,304	558
1996	3,282	707
1997	4,033	715
1998	4,518	818
1999	5,337	792
2000	6,159	832
2001	6,748	1,313
2002	7,563	782
2003	8,075	705
2004	8,733	636
2005	11,060	892
2006	11,794	988
2007	13,214	1,190
2008	14,519	1,234
2009	15,623	1,342
2010	16,964	1,342
2011	18,244	1,580
2012	19,476	1,343
2013	20,416	1,063
2014	21,748	1,303
2015	23,096	1,152
2016	25,190	1,607
2017	26,600	1,367

1/ 是指累计签约金额。
2/ 是指当年拨付额。

统计问题

（截至 2018 年 6 月 1 日）

I. 评估监督用数据的充足性
<p>概况：虽然数据大致能满足监督工作的需要，但是有些勉强。由于在加强统计系统和提高数据透明性方面的努力，中国于 2015 年 10 月加入 SDDS。尽管如此，中国统计数据仍存在缺口，对监督工作造成妨碍。主要问题涉及国民账户数据和政府财政统计。中国已经认可并正在实施二十国集团的数据缺口倡议。</p>
<p>国民账户：国家统计局编制和公布基于现行价格的按经济活动和支出分类的年度 GDP、基于不变价格的按经济活动分类的年度 GDP（2015 年），以及按经济活动以当期价格和不变价格统计的季度 GDP 估算数据。国家统计局正处于从 1993 年 SNA 转向 2008 年 SNA 的过渡期。2008 年 SNA 已运用于计算间接测算的金融中介服务以及研发支出的资本化。GDP 某些组成部分的数量测算的技术并不完善，需予以改善。按支出法统计的年度 GDP 按不变价格编制，但不予公布。不具备 GDP 支出组成部分的季度数据。国家统计局已对国民账户数据的范围和质量做出一些改进，最重要的改善是提高了按经济活动分类估算 GDP 的完整性。还计划对年度和季度 GDP 账户作出进一步的改善；但是，这些改进工作没有既定的时间表。与其他国家的情况一样，经济的快速变化（包括私人部门扩张）给数据采集和编制带来了新问题。由于使用的是非集中的统计体系，改变数据采集方式的能力有限。</p> <p>月度工业生产、零售和固定投资指数作为与上一年相应月份的比率予以公布，但未编制链式时间序列。修正数据时往往不公布完整的经修正的数据序列。</p>
<p>价格统计：消费者价格指数采样覆盖全国各地约 500 个地区，其中包括约 200 个县和 300 个市。目前的消费者价格指数是一个链式拉氏价格指数，2001 年以来持续编制和公布。权重来自每五年进行一次的城市和农村居民调查。目前的权重是 2008-2010 年的。基期权重按照价格每月更新。但不公布权重。生产者价格指数调查范围涵盖工业营业总额的 40%，包括 31 个省、430 多个城市的 60000 家企业。价格采样覆盖 1702 产品组（基本子类别）。目前使用的基年是 2010 年。生产者价格指数定义与《生产者价格指数手册（2010 年）》的国际标准定义一致。生产者价格指数不经季节调整。</p>
<p>政府财政统计：严重的缺陷继续妨碍财政分析。仅提供社保资金和预算外资金的年度数据，且时滞很长。中国目前报送广义政府财政统计，但是其中不包含除了利息支出以外的按经济类型的支出数据，仅包含政府财政统计年鉴中按照政府功能分类的数据。支出分类仍需得到改善，主要是因为不公布按经济类型的支出数据。当局已表示打算开始采集这些数据，并在中期内按权责发生制衡量财政表现，同时加强基于现金收付制的政府财政统计的编制。中国已经根据“二十国集团的数据缺口倡议”承诺编制季度广义政府数据，但没有公布具体的时间表。广义政府覆盖面不包括地方政府融资平台，这部分业务规模相当大。</p>
<p>货币与金融统计：近年来，在货币和金融统计方面取得一些进展。然而，货币和银行调查缺少银行对政府债权的详细数据，这影响了从融资方面估计财政赤字的能力。所报告的人民银行净国外资产头寸不包括币值变动因素，也不包括外汇储备的利息收入。另外，由于财政部不再区分中央政府和其他级别政府的存款账户，自 2005 年 4 月起，人民银行不再单独在其资产负债表中报告有关中央政府存款的数据。这种变化引起基础货币和货币总量数据序列的间断。</p> <p>2015 年 3 月的货币与金融统计代表团就改善货币数据编制提出一些建议，旨在促推中国人民银行实施标准化报告格式（SRF）。目前，人民银行在技术上有能力按基金组织推荐的标准报表格式编制和报送货币统计数据（至少是中央银行和其他存款机构的数据）。尽管如此，尚未开始标准报表格式的报告，仍需等待内部审查和批准程序的完成。</p>
<p>金融部门监督：中国向基金组织报送金融稳健指标，并在基金组织网站上发布。除 12 个核心金融稳健指标之外，2015 年初，当局在其定期报送的数据中加入两个存款接受机构的鼓励类金融稳健指标。报送数据的频率也在 2015 年 5 月由每年一次提高到每半年一次。</p>
<p>对外部门统计：历史数据序列（国际收支始自 2005 年第一季度的数据，国际投资头寸始自 2011 年第一季度的数据）基本上依照《国际收支和国际投资头寸手册》第六版编制和调整（以美元表示），并在《国际金融统计》中公布。当局继续努力改善国际收支和国际投资头寸统计的覆盖面，这些统计数据的编制正在取得进展。在向《国际收支和国际投资头寸手册》第六版过渡过程中，国际收支统计在工人侨汇、转手买卖和原始收入（证券投资收入）数据序列方面出现缺口。鉴于国际交易报告系统是中国国际收支数据的主要来源，因此，建议对外管局省分局的工作人员进行定期培训，以保证该系统的平稳运作。</p>

中国在改善对外部门统计的覆盖面方面做出了巨大努力，包括：（1）2011 年开始参加协调的直接投资调查（CDIS），不过目前只记录“内向”直接投资头寸；（2）2015 年年底，中国开始向协调的证券投资调查（CPIS）报送数据；（3）自 2015 年以来向外汇储备的货币组成（COFER）报送数据；（4）自 2015 年 9 月开始编制和公布国际储备和外汇流动性模板。

尽管对外脆弱程度似乎不大，但仍需加强外债监测和数据编制。2010 年，中国开始编制向“季度外债统计（QEDS）”数据库报送总外债和公共外债数据，这是一个重要进展。

II. 数据标准和质量

2015 年 10 月，中国开始接受数据公布特殊标准。

没有执行数据 ROSC。

中国：监督工作常用指标一览
(截至 2018 年 6 月)

	最近观察日期	收到日期	数据频率 ⁹	报送频率 ⁹	公布频率 ⁹
汇率	05/18	06/18	D	M ⁹	D
货币当局的国际储备资产和国际储备负债 ¹	05/18	06/18	M	M	M
储备/基础货币	05/18	06/18	Q, M	Q, M	Q, M
广义货币	05/18	06/18	M	M	M
中央银行资产负债表	05/18	06/18	M	M	M
银行体系合并资产负债表	04/18	05/18	M	M	M
利率 ²	04/18	05/18	¹⁰	¹⁰	¹⁰
消费者价格指数 ³	05/18	06/18	M	M	M
收入、支出、差额和融资构成 ⁴ —广义政府 ⁵	2016	07/17	A	A	A
收入、支出、差额和融资构成 ⁴ —中央政府	04/18	05/18	M	M	M
中央政府债务和中央政府担保债务的存量 ⁶	Q4/17	03/18	Q	Q	Q
对外经常账户差额	Q4/17	04/18	Q	A, Q	A, Q
货物和服务进出口 ⁷	04/18	06/18	M	M	M
GDP/GNP ⁸	Q1/18	04/18	A, Q (累计)	A, Q (累计)	A, Q (累计)
总外债	Q4/17	03/18	A, Q	A, Q	A, Q
国际投资头寸	Q4/17	04/18	A, Q	A, Q	A, Q

¹任何抵押或质押的储备资产应予单独说明。此外，数据还应包括与某种外币相挂钩、但以其他方式结清的短期负债，以及支付和接收外币的金融衍生工具的名义价值。
²包括基于市场的利率和政府决定的利率，如贴现率、货币市场利率以及短中长期政府债券利率。
³只报送 12 个月的增长率（没有价格指数）。
⁴没有关于融资（来自国外和国内银行以及国内非银行）的数据。

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

⁶包括货币和期限构成。

⁷货物贸易数据按月提供。服务贸易数据随经常账户数据同时公布。

⁸关于实际 GDP 数据，只有年度水平数据（增长率数据有季度累计数据）。

⁹天 (D)、周 (W)、月 (M)、季 (Q)、年 (A)；不定期 (I)；不可获得 (NA)。

¹⁰利率变化不频繁；这类变化公开宣布。

能力建设和技术援助

中国：能力建设和技术援助一览表，2011–2018年 1/		
部门	目的	日期
税制改革		
财政事务部	税收缺口分析代表团	2011年9月
财政事务部	微观模拟建模	2013年12月
财政事务部	税收政策对宏观经济影响的分析	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	税收政策和就业创造代表团	2017年9月
财政事务部	社会保障改革代表团	2018年3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	纳税大户依法纳税问题	2011年10月
财政事务部	税收官员实用税收分析研讨会	2012年12月
财政事务部	针对纳税大户的征管工作	2013年1月
财政事务部	税收征管后续	2014年4月
财政事务部	税收征管法修订	2014年5月
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	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合规	2016年10月
财政事务部	税收征管代表团	2017年9月
财政事务部	税收征管代表团	2018年3月
公共财政管理		
财政事务部	关于公共财政管理机构的高级对话	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	中期预算收入管理计划和政策讨论	2012年6月
财政事务部	关于公共财政管理机构的高级对话	2012年11月
财政事务部	引入先进国库体系改革代表团	2013年2月
财政事务部	财政改革高级别研讨会	2014年1月
财政事务部	政府会计现代化代表团	2014年4月
财政事务部	中期支出框架代表团	2014年7月
财政事务部	国库管理专家访问（会计）	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	2015年4月
财政事务部	会计现代化代表团	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高级对话	2016年6月
财政事务部	中期支出框架研讨会	2017年4月
财政事务部	政府会计改革代表团	2018年4月
统计		
统计部	数据公布特殊标准讲习班	2011年4月
统计部	政府财务统计	2011年5月
统计部	数据工作：为 OFC/ FSI 数据报送而编制标准化报告格式数据	2012年4月

统计部	季度国民账户统计	2013年11月
统计部	社会融资总量指标/货币和金融统计	2014年3月
统计部	数据公布特殊标准评估	2014年8月
统计部	数据工作：以标准化报告格式报送货币数据	2014年9月
统计部	数据公布特殊标准评估	2014年12月
统计部	标准化报告格式报送的社会融资/货币数据	2015年3月
统计部	多部门代表团：SDDS 数据诠释的编制和专题技术援助	2015年6月
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/反恐融资法起草	2011年3月
法律部	银行处置	2012年5月
货币与资本市场部	证券市场监管代表团	2018年3月
培训		
法律部	反洗钱/反恐融资立法起草代表团	2011年3月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2011年3月
基金学院	宏观经济预测课程	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 BOP 和 IIP 课程	2011年6月
统计部	国际收支统计课程	2011年10月
基金学院	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 OECD-NBS 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 FSI 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 BOP/IIP 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
能力建设学院	宏观经济诊断课程	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	在总部为外汇局官员举办的关于采用 BOPM6 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/国家统计局在中国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	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
统计部	会谈：欧洲中央银行会晤中国债务证券和数据问题代表团	2015年4月
统计部	会谈：国际清算银行会晤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	宏观经济诊断课程	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	财政分析与预测课程	2015年12月
统计部	债务证券统计	2016年3月
统计部	经合组织/国家统计局举办的国民账户讲习班（统计部参与）	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——高级班	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	动态随机一般均衡建模	2016年11月
能力建设学院	动态随机一般均衡建模 – 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	用 DSGE 模型进行货币和财政政策分析	2017年8-9月
能力建设学院	动态随机一般均衡建模 – 中国	2017年9月
能力建设学院	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	宏观经济计量预测和分析	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	金融发展和金融包容	2018年6-7月

1/2012年5月1日，前基金学院（INS）与技术援助办公室（OTM）合并，成立了新的能力建设学院（ICD）。

国际货币基金组织工作人员代表的陈述 2018年7月16日

1. 本陈述包含工作人员报告发送之后获得的信息。这些信息不改变工作人员评估的核心内容。
2. 美国于7月6日开始对340亿美元的中国进口额外征收25%的关税，并确定了另外160亿美元的征税范围。中国相应对340亿美元的美国进口额外征收25%的关税，并确定了另外160亿美元的征税范围。7月10日，美国总统特朗普责令美国贸易代表启动对额外2000亿中国进口征收10%关税的程序。
3. 近期发布的数据与工作人员预测大体一致：
 - 第二季度GDP增长率为6.7%（年同比），仅略低于第一季度的6.8%。增长是由再平衡驱动的：服务业对增长的贡献大于工业（服务业为4.0个百分点，工业为2.5个百分点），消费对增长的贡献大于投资（消费为5.3个百分点，投资为2.1个百分点）；净出口仍起了轻微的拖累作用。名义GDP增速从第一季度的10.2%下降到第二季度的9.8%（年同比）。
 - 高频指标显示，经济活动在5月/6月有所减弱。工业增加值增长率从5月的6.8%减缓到6月的6.0%（年同比）。基础设施固定资产投资增速减缓到零左右。社会融资总量增速继续放慢，6月降至9.8%，原因是影子银行业务收缩。考虑到地方政府债券置换的因素后，社会融资总量增长在6月减缓到10.7%（年同比），银行资产增速进一步下降到6.8%（年同比）。
 - 与5月相比，6月的贸易顺差有所扩大，出口增长（以美元计）小幅下降到10%（年同比），进口增长降至14%（年同比）。外汇储备小幅升至3.111万亿美元。
 - 总体CPI通胀6月小幅升至1.9%（年同比），核心CPI通胀也稳定在1.9%（年同比）；PPI通胀上升到4.7%（年同比）。
4. 自工作人员报告6月28日定稿以来，人民币对外汇交易中心货币篮子贬值了0.6%，对美元贬值了0.9%；股票市场下跌了1%；五年期中央政府债券收益率下降了12个基点，降至3.3%，而三个月期收益率下降了64个基点，降至2.5%。

中华人民共和国执行董事的陈述
2018年7月18日

我们感谢基金组织中国磋商团队所开展的坦率而富有建设性的政策讨论以及工作人员报告中的专业分析。为避免与报告中当局意见重复，本陈述提供以下补充意见。

最新进展

尽管面临贸易摩擦等国内外挑战，中国经济仍保持稳定增长势头。中国政府更加重视经济增长的质量，经济再平衡取得显著进展。2017年中国GDP增长6.9%，2018年上半年GDP增长6.8%，预计全年增长6.5%左右。通胀水平保持稳定，上半年，全国居民消费物价同比上涨2.0%。就业形势继续改善，6月份，全国城镇调查失业率为4.8%。近年来，在有利的政策带动下，内需已成为经济增长的主要推动力，2017年全年消费对经济增长的贡献率达58.8%，今年上半年为78.5%。

上半年，中国货物贸易进出口总值14.1万亿人民币，比去年同期增长7.9%。其中，出口增长4.9%，进口增长11.5%，货物进出口顺差比上年同期收窄26.7%、FDI同比增长1.1%。1-5月全国规模以上工业企业利润率同比增长16.5%。总体看，中国经济基本面良好，政策工具多，中国政府有信心应对外部冲击，守住不发生系统性风险的底线。中国政府将继续保持宏观经济和金融政策的连续性和前瞻性，坚定地深化改革，进一步扩大开放。

货币政策

货币政策继续保持稳健中性。近期，为中和金融监管的紧缩效应，中国人民银行定向降准50个基点，进一步推进市场化法治化“债转股”，加大对小微企业的支持力度。

财政政策

中国政府继续实施积极的财政政策。继去年全面实行营改增后，今年相继出台一些新措施，将制造业、交通运输等行业增值税税率从 17%和 11%分别调降至 16%和 10%，预计全年减税约合 1200 多亿美元。

地方政府债务

工作人员在报告中承认中国政府资产雄厚并持有净金融资产，我们对此表示欢迎。工作人员在分析公共债务问题时应同时看资产负债表的负债方和资产方，而不是只看负债方并坚持所谓的“增扩债务”概念，这样才能更客观和准确地反映中国政府的财政状况。从工作人员使用的地方政府融资平台（LGFVs）样本看，其资产大幅高于负债，这说明工作人员可能高估了当前的公共债务风险，同时也低估了中国经济增长潜力。正如亚当·斯密在《国富论》中指出，基础设施和资源的流动可以促进平等，政府有责任建设并维护基础设施和公共工程。作为公共产品的提供者，中国政府债务中有很多用于基础设施投资，以促进不同区域间经济的平衡发展，降低交易成本，从而促进中长期经济增长。很多基础设施本身可以盈利，或可以为经济带来好的外部效应。中国通信和交通运输网络的不断完善推动了金融科技、手机支付、电子商务的快速发展，同时推动了国内统一大市场的形成，大大降低了旅途时间并增加了有效劳动时间的供给。

金融监管与去杠杆

中国政府高度重视防范金融风险。国务院金融稳定与发展委员会已正式运作并于7月召开第一次会议，会议宣布了领导架构及来自主要政府部门的成员构成，这将使监管协调更加顺畅，并会有力推动金融监管改革和有关防范金融风险方案的实施。

中国在去杠杆方面的努力已取得积极成效。2017年中国宏观杠杆率250.3%，已趋于稳定。企业部门杠杆率为159%，比2016年下降0.7个百分点，为2011年以来首次下降，反映了企业利润和财政收入的快速增长。政府部门杠杆率为36.2%，比上年下降0.5个百分点。住户部门杠杆率55.1%，比上年高4个百分点，但略低于2012-2016年年均增幅。截至6月末，央企平均资产负债率为66%，较年初下降0.3个百分点。

再平衡

再平衡进展应关注长期趋势。中国经常账户顺差占GDP比重由2007年高峰时期的约10%降至2017年的1.3%，今年一季度经常账户甚至出现341亿美元逆差。中国政府大力推进环境保护，各项环保指标持续改善。今年一季度，中国单位GDP能耗同比下降3.2%。

国企改革

中国国企改革取得显著进展，特别是在清理僵尸企业和剥离国有企业社会职能方面。2017年末，通过兼并重组、强化管理和清理淘汰等方式，处置了1200户僵尸特困企业，减少亏损约合251亿美元，2018年底将基本出清剩余800多户僵尸企业，并实现特困企业整体盈利。国企效益进一步提高，今年上半年，央企利润同比增长23%。同时，国企在总就业中所占比重已降至15%。在竞争激烈的出口行业，从2007年开始，私营企业已超过国有企业，私营企业和外资企业的出口额占比已接近90%。

贸易

中国一直以来都坚定维护自由贸易和多边贸易体制。今年4月习近平主席宣布了一系列扩大开放的政策之后，中国在金融服务业方面推出了一系列对外开放措施，包括放宽银行、证券、保险外资股比限制，同时放宽外资金融机构设立限制，扩大外资金融机构在华业务

范围等。同时出台了一系列降低进口关税措施，涉及汽车、农产品及各种消费品，还允许外商设立独资汽车生产企业。近期，中方还进一步缩短了外商投资准入的负面清单，由 63 项减少到 48 项；自贸区版负面清单减少到 45 项。

和许多其他国家一样，中国也面临全球化带来的诸多挑战，包括失业率上升、收入不平等加剧以及地区差异扩大等。对此，我们通过不断深化国内改革并加强国际合作做好自己的功课。中国入世以后，成千上万家国有企业改组改制或破产清算，政府帮助 3000 多万下岗职工再就业。中国履行 WTO 承诺将名义关税从 15% 降至 9.8%，实际征收税率只有 2.4%，低于 WTO 承诺水平，也低于多数新兴市场及发展中国家水平，接近发达国家水平。中国政府致力于知识产权保护，自主创新层出不穷。根据世界知识产权组织（WIPO）统计，中国专利申请数量现位居全球第一，国际专利申请位居第二。2017 年，中国对外支付的知识产权使用费已经达到 286 亿美元。技术是可贸易商品，在双方自愿签订合同下，技术转让可以获得合理补偿，外国企业有选择的自由。即使出现技术转让纠纷，也应通过 WTO 框架下的法律程序予以解决。中国在科学技术方面，要追赶发达国家还有很长的路要走。中国目前所取得的进步应主要归功于长期以来尊重教育和尊重知识的文化传统、不断增长的研发投入以及大量的人才积累（仅 2018 年应届大学毕业生人数即达 820 万人）。

中国不久前与欧盟就完善国际贸易体系、促进多边主义和自由贸易达成共识，这也与中国改革开放的路线图、时间表高度一致。中国经济有足够的韧性来应对双边贸易争端可能带来的冲击。不管双边贸易纠纷如何发展，未来中方仍将坚定不移深化改革、扩大开放，强化知识产权保护，为本国以及世界各国在华企业创造良好的营商环境。

中国政府在减贫方面做出了巨大努力。仅过去五年，贫困人口减少 6800 多万，易地扶贫搬迁 800 多万人。社会养老保险已覆盖 9 亿多人，基本医疗保险已覆盖 13.5 亿人，99% 的乡镇通了公路，棚户区住房改造 2600 多万套，农村危房改造 1700 多万户，上亿人喜迁新居。中国居民收入基尼系数从 2008 年的 0.491 持续下降至 2017 年的 0.469。

很多执董对“一带一路”表达出兴趣，并提醒中方有必要管理好各种风险。我们感谢执董们对“一带一路”倡议可能带来的巨大效益的认可，也欢迎更多国家参与进来，共担风险、共享收益，同时也非常愿意听取各方的建议和建设性的批评意见。几天前，习近平主席在会见世行金墾行长时明确指出，中方将在遵循相关国际标准和准则的基础上推动“一带一路”建设。

最后，中方将继续就弥补数据缺口做出认真努力。