



中华人民共和国

2019 年 8 月

2019 年第四条磋商—新闻发布稿；工作人员报告；工作人员声明以及中国执行董事陈述

根据国际货币基金组织《协定》第四条，国际货币基金组织通常每年与成员国举行双边讨论。在与中国进行 2019 年第四条磋商的背景下，发布下述文件，并纳入本文件包：

- **新闻发布稿**总结了执董会 2019 年 7 月 31 日举行的工作人员报告讨论过程中发表的意见，此讨论结束了此轮与中国的第四条磋商。
- **工作人员报告**由国际货币基金组织工作人员小组在 2019 年 6 月 5 日结束与中国官员关于经济发展和政策的讨论后撰写，供执董会 2019 年 7 月 31 日讨论。报告依据的是讨论时所能获得的信息，于 2019 年 7 月 12 日撰写完毕。
- **信息附录**由国际货币基金组织工作人员撰写。
- **工作人员声明**是对近期经济发展情况的信息更新。
- **中国执行董事的陈述**。

公众可通过以下方式订购本报告副本：

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

国际货币基金组织
华盛顿特区



新闻发布稿第 19/314
号 立即发布
2019 年 8 月 09 日

国际货币基金组织
美国华盛顿特区
西北区 19 街 700 号, 20431

国际货币基金组织执董会结束与中华人民共和国 2019 年第四条磋商

2019 年 7 月 31 日, 国际货币基金组织执董会结束与中国的第四条磋商¹。

中国经济正面临外部阻力和不确定的环境。在必要的金融监管改革和外部需求减弱的推动下, 2018 年中国 GDP 增速放缓至 6.6%。鉴于计划实施的政策刺激将部分抵消美国对 2000 亿美元中国出口加征关税的负面影响, 预计 2019 年经济增速将放缓至 6.2%。总体通胀因食品价格上涨而上升, 预计将保持在 2.5% 左右。

若干关键领域的改革取得进展。加强金融监管以及控制预算外地方政府投资降低了债务积累速度, 有助于抑制金融部门的风险累积。当局继续推进开放, 下调关税, 通过了新的《外商投资法》, 并修订了外商投资准入的负面清单。然而, 国企改革的进展喜忧参半。

2018 年信贷增速有所放缓, 但 2019 年开始回升。尽管企业去杠杆部分抵消了政府和家庭债务的积累, 然而非金融部门债务总量增速仍快于名义 GDP 增速。据估计, 2018 年广义政府部门赤字 (包括估计的预算外投资支出) 大约相当于 GDP 的 11%。

2018 年, 经常账户顺差占 GDP 的比例下降约 1 个百分点至 0.4%, 预计 2019 年该比例将保持在 0.5%。根据评估, 2018 年外部头寸与中期基本面和可取政策对应的水平基本相符。净资本流出从 2015 年和 2016 年的 6500 亿美元左右大幅下降到 2018 年的 300 亿美元。

执董会评估²

执董们称赞当局近期的改革进展, 尤其是在降低金融部门脆弱性和继续开放经济方面取得的进展。他们指出, 外部环境仍具有高度不确定性, 并强调, 要成功实现高速增长向高质量增长的转型, 须继续实施去杠杆, 加强再平衡工作, 同时调整宏观经济政策以应对贸易紧张局势加剧。

执董们同意, 若关税不进一步上调, 宣布的政策措施足以在 2019 年稳定经济增长; 同时, 应避免额外的刺激措施和过快的信贷增长。在此背景下, 一些执董重申了淡化增长目标的

¹根据国际货币基金组织《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了执董们的观点, 这份总结而后转交该国当局。关于总结中使用修饰语的解释, 请参见 <http://www.imf.org/external/np/sec/misc/qualifiers.htm>

必要性。执董们同意，若贸易紧张局势进一步升级，使经济和金融稳定面临风险，那么有必要实施额外的定向刺激措施，以财政措施为主。

执董们强调了能够提振中期增长的结构性财政改革的重要性。

执董们对当局致力于多边主义和规则导向的贸易体系表示欢迎。在这方面，执董们认为中国存在与贸易伙伴开展建设性工作的空间，以更好地解决国际贸易体系的局限性。执董们同意，中美贸易紧张局势应通过达成全面协议快速解决，避免破坏国际体系。执董们也强调，中国能发挥重要作用，并将在进一步开放经济以及其他强化竞争的改革中受益。

执董们强调了坚持去杠杆和化解金融风险的重要性。执董们同意，继续推进金融监管改革，同时强化银行资本、建立清晰的银行处置机制并控制家庭债务增长带来的脆弱性，将有助于实现更加可持续的增长路径。为改善信贷分配，多数执董同意，减少国企隐性担保的计划至关重要。

执董们对当局过去几年在降低外部失衡方面取得的进展表示欢迎，并在工作人员评估中指出，2018年的外部头寸基本符合经济基本面和可取政策对应的水平。执董们强调，要实现外部头寸的长期平衡，需要在解决鼓励家庭过度储蓄的扭曲问题方面继续取得进展。在这一点上，为提振消费、缓解不平等现象，执董们敦促在加强社会安全网和提高税收体系累进性改革方面持续取得进展。执董们同意，加强汇率灵活性、改善外汇市场的深度和运行情况有助于金融体系应对资本流动波动的加剧。加强汇率政策透明度也很重要。部分执董也要求对外汇干预措施进行披露。执董们同意，中国应继续升级对外贷款框架，促进更紧密的协调与合作，确保透明度和债务可持续性。

执董们强调，需实施一系列广泛的改革来提高生产率并促进长期收入趋同进程。执董们强调，需要增强市场的作用，通过确保公平竞争、加快推进私人部门开放以及深化国有企业改革来降低公共部门在很多行业的主导地位。他们也强调，需要继续实现政策框架的现代化，包括向价格型为主的货币政策框架转型，同时应对中央-地方之间财政责任失调问题。执董们强调，中国亟需解决宏观经济数据缺口问题，以进一步提高数据可信度和政策制定水平。

中国：部分经济指标

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	预测										
(年度百分比变化, 除非另有注明)											
国民账户											
实际 GDP (基年=2015 年)	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.2	6.0	6.0	5.7	5.6	5.5
国内总需求	7.2	7.2	7.6	6.3	7.4	6.1	6.2	6.2	6.0	5.8	5.6
消费	7.2	8.3	8.6	7.4	9.4	8.0	7.2	6.6	6.3	6.2	6.0
投资	7.1	6.1	6.5	5.1	4.8	3.8	5.0	5.8	5.6	5.4	5.2
固定	6.8	6.7	6.8	4.4	4.8	3.8	5.2	6.0	5.8	5.6	5.4
库存 (贡献)	0.2	-0.2	0.0	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净出口 (贡献)	0.4	-0.1	-0.6	0.6	-0.6	0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
资本形成总额 (占 GDP 百分比)	46.8	44.7	44.1	44.6	44.8	42.9	42.2	41.6	41.1	40.5	39.8
国民储蓄总额 (占 GDP 的百分比) 1/	49.0	47.5	45.9	46.3	44.6	43.4	42.5	41.8	41.1	40.4	39.7
劳动力市场											
失业率 (年度平均) 2/	5.1	5.1	5.0	4.9	4.8	5.0	...	...	...	...	...
就业	0.4	0.3	0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1
价格											
消费者价格 (平均)	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	2.2	2.4	2.8	2.9	3.0	3.0
GDP 平减指数	1.0	1.1	-0.1	2.4	2.1	1.4	1.8	2.1	2.2	2.4	2.3
金融											
7 天回购利率 (百分比)	5.1	2.4	2.7	5.4	3.1	...	...	...	...	...	...
10 年期政府债券利率 (百分比)	3.7	2.9	3.1	3.9	3.3	...	...	...	...	...	...
实际有效汇率 (平均)	3.2	9.8	-4.9	-2.9	1.4	...	...	...	...	...	...
名义有效汇率 (平均)	3.6	9.7	-5.4	-2.5	1.5	...	...	...	...	...	...
宏观-金融											
社会融资总量 3/	14.3	12.4	16.7	13.4	9.8	10.5	10.5	10.0	9.5	9.2	8.7
占 GDP 百分比	190	198	216	224	226	232	238	242	245	247	249
非金融部门债务总额 4/	17.1	15.4	19.9	11.0	10.4	11.6	11.7	11.0	10.3	9.9	8.8
占 GDP 百分比	207	222	249	253	257	266	275	282	288	293	295
对私人部门的国内信贷	13.2	15.8	21.3	8.5	7.8	8.8	9.9	9.5	8.9	8.7	8.1
占 GDP 百分比	149	159	181	180	178	180	183	185	187	188	188
房价 5/	1.4	9.1	11.3	5.7	12.2	6.5	8.6	7.3	6.6	6.2	6.0
家庭可支配收入 (占 GDP 百分比)	60.4	60.5	61.0	60.4	60.0	60.0	59.8	59.4	58.9	58.1	58.1
家庭储蓄 (占可支配收入百分比)	38.0	37.1	35.5	35.4	33.0	31.5	30.3	28.9	27.3	25.4	25.0
家庭债务 (占 GDP 百分比)	35.8	38.7	44.8	49.7	54.0	56.2	59.1	61.1	63.2	65.4	67.9
非金融企业国内债务 (占 GDP 百分比)	113	121	136	130	124	124	124	124	124	122	120
国际清算银行估算的信贷/GDP 率缺口 (占 GDP 百分比) 6/	21.1	20.8	18.2	10.5	0.4	...	...	...	...	...	...
预算内广义政府 (占 GDP 百分比)											
净贷款/借款 7/	-0.9	-2.8	-3.7	-3.9	-4.8	-6.1	-5.7	-5.6	-5.6	-5.5	-5.4
收入	28.1	28.5	28.2	28.3	29.2	28.8	29.1	28.8	28.5	28.2	28.0
从土地出让中获得的额外资金	2.7	1.9	2.0	2.6	2.9	2.8	1.7	1.4	1.1	1.0	0.9
支出	31.6	33.2	33.9	34.7	36.9	37.7	36.5	35.7	35.2	34.7	34.3
债务 8/	38.6	36.4	36.7	36.8	37.9	40.3	43.1	45.5	47.6	49.4	51.0
结构性余额	-0.5	-2.5	-3.6	-3.9	-4.8	-6.1	-5.6	-5.5	-5.5	-5.4	-5.3
国际收支 (占 GDP 百分比)											
经常账户差额	2.2	2.7	1.8	1.6	0.4	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0	-0.1
贸易差额	4.1	5.1	4.4	3.9	2.9	3.1	2.9	2.7	2.5	2.5	2.4
服务差额	-2.0	-1.9	-2.1	-2.1	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.1	-2.1	-2.1
净国际投资头寸	15.2	14.9	17.4	17.4	15.9	15.6	14.8	13.9	12.9	12.0	11.0
官方储备总额 (十亿美元)	3,899	3,406	3,098	3,236	3,168	3,167	3,174	3,177	3,179	3,182	3,189
备忘项											
名义 GDP (十亿人民币) 9/	64,718	69,911	74,563	81,526	88,702	95,539	103,084	111,560	120,546	130,318	140,613
增扩概念的债务 (占 GDP 百分比) 10/	52.3	56.6	62.0	67.3	72.7	80.2	86.2	91.1	95.6	99.3	101.5
增扩概念的净贷款/借款 (占 GDP 百分比) 10/	-7.2	-8.4	-10.4	-10.8	-11.2	-12.7	-12.2	-11.9	-11.6	-11.5	-11.4

来源: Bloomberg, CEIC, 国际货币基金组织《国际金融统计》数据库, 以及国际货币基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 国际货币基金组织工作人员对 2017 年和 2018 年的估计。

2/ 调查失业率。

3/ 未经地方政府债务置换调整。

4/ 包括政府基金。

5/ 国际货币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。

6/ 最新观测数据是 2017 年第三季度的数据。

7/ 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。

8/ 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。

9/ 支出侧名义 GDP。

10/ 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

2019 年第四条磋商工作人员报告

2019 年 7 月 12 日

主要问题

背景。由于金融监管加强和外部需求减弱，经济增长在 2018 年有所放缓，此后在 2019 年初趋于稳定。金融去杠杆过程以及银行与非银行互联性的减弱使金融风险的累积得到控制，但脆弱性仍居高不下，再平衡进展喜忧参半。预计 2019 年经济增长将小幅放缓，但贸易紧张局势方面的不确定性依然很高，风险偏于下行。

政策。为了在高度不确定的环境下成功实现经济从高速增长到高质量增长的转变，需要在贸易紧张局势加剧的背景下稳定经济，同时继续推进去杠杆进程和加强再平衡调整。关键要素包括：

- 调整宏观政策，提高汇率灵活性。只要关税不进一步提高，已经宣布的政策措施就足以稳定 2019 年的经济增长。如果贸易紧张局势进一步升级，那么有必要采取额外的刺激措施，主要是财政刺激措施。
- 改善外部政策和框架。与贸易伙伴建设性地开展合作，更好地解决贸易体系的缺陷，使其更易适应国际经济环境的变化。全球经济将受益于一个更加开放、稳定、透明和基于规则的国际贸易体系。中国也能从进一步开放和有助于提高竞争力的其他结构性改革中获益。
- 继续加强金融部门。全面实施已宣布的监管改革，增强银行资本（特别是对于小型银行），并加强宏观审慎工具以解决家庭债务增加带来的脆弱性。建立明确的处置制度将促进薄弱银行退出市场。取消对国有企业的隐性担保，实现预算硬约束，将能改善信贷分配，并限制国有企业在获得信贷方面的优势。
- 促进竞争。向私营和外资企业开放非战略性部门（特别是在服务业），并统一各地的产品市场。
- 实现政策框架的现代化。最终在货币政策框架中采用单一政策利率，减少中央与地方政府责任的失调，并进一步改善透明度和统计工作。

Kenneth Kang 和 Petya Koeva Brooks 批准

磋商讨论于 2018 年 5 月 23 日至 6 月 5 日在贵州和北京进行。磋商团队由以下人员组成：K. Kang（团长）、J. Daniel、S. Das、F. Han、S. Jahan、E. Jurzyk、J. Kang（均来自亚太部）、G. Li（财政事务部）、M. Catalan（货币和资本市场部）、P. Deb（战略、政策及检查部）以及 A. Schipke、S. Chen 和 L. Zhang（驻华代表）。第一副总裁 D. Lipton 在 6 月 3-4 日召开了高级别会谈。金中夏、孙平和刘云（均来自中国执董办公室）参加了官方会谈。T. Yan（信息交流部）协调了媒体活动，J. Brondolo（财政事务部）提供了治理协助。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：应对阻力和不确定性	4
近期形势：在监管加强、面临外部阻力的环境下，经济增长减弱	4
前景和风险：增长减缓，债务增加，不确定性加剧	12
在面临高度不确定性和阻力的环境下，实施相关政策以加强再平衡进程：五个关键问题	15
A. 面对不断加剧的贸易紧张局势和不确定性，宏观政策应如何应对？	15
B. 中国的对外政策和框架应如何演进，以实现国际体系的现代化？	20
C. 在国内金融状况收紧、增长减缓的环境下，如何继续推进去杠杆和降低风险的工作？	24
D. 如何控制外部失衡并进一步促进消费？	27
E. 如何提高生产率并促进更长期的收入趋同？	29
工作人员的评估	35
专栏	
1. 生产率趋同和潜在增长	13
2. 潜在的中美有管理的贸易协议的溢出效应	20
3. 改革互补性与次序	29
4. 改善土地出让金管理的治理工作	33
图	
1. 近期形势：增长势头减弱	38
2. 再平衡：继续推进，但进展不均衡	39
3. 外部：经常账户顺差缩小	40
4. 财政：继续放松	41
5. 货币：在政策放松环境下，通胀得到控制	42
6. 信贷增长放缓，但信贷占 GDP 的比重仍在上升	43
7. 银行资产增长已见底回升，但资本约束可能阻碍复苏	44
8. 虽然政策放松，但金融市场融资条件仍然吃紧	45

表

1. 部分经济指标	46
2. 国际收支	47
3. 外部脆弱性指标	48
4. 货币和信贷走势	49
5. 广义政府财政数据	50
6. 非金融部门债务	51
7. 再平衡记分卡	52
8. 国有企业绩效	53

附录

附录一. 债务可持续性分析	54
附录二. 风险评估矩阵	66
附录三. 反洗钱和反恐融资评估	67
附录四. 对外部门报告	69
附录五. 2018 年第四条磋商主要建议的落实情况	71
附录六. 2017 年中国 FSAP 主要建议的落实情况	74

背景：应对阻力和不确定性

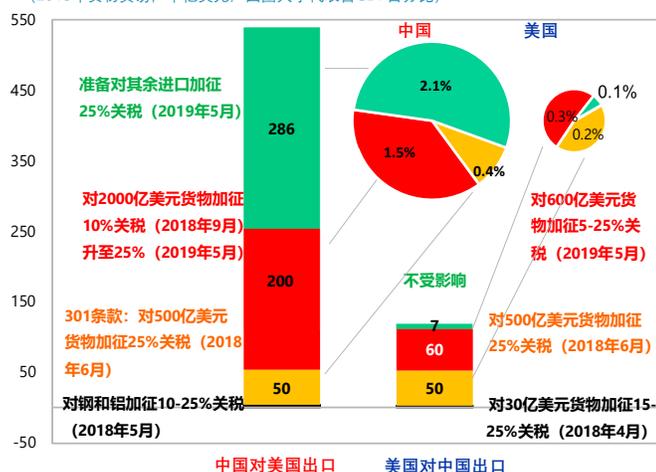
1. **改革议程——去杠杆进程暂停。**对于当局从“高速度”转向“高质量”增长的核心计划而言，今年是关键一年。当局在减轻金融部门脆弱性方面取得了值得称赞的进展，并且宣布了2019年更低的经济增长率目标，即6.0%至6.5%之间。然而，随着经济活动在2018年下半年减缓，政府的重点从去杠杆重新回到支持增长。一些领域的结构性改革在继续，然而“竞争中性”原则虽已作为一项政策目标被提出来，但实施仍处于早期阶段。

2. **外部阻力——贸易紧张局势和全球需求疲软...**与美国的贸易冲突自2018年春季开始以来已经升级，2019年全球经济前景弱于先前的预期。在2018年12月开始“停战”和谈判之前，两轮美国关税和反关税措施实施，而谈判在今年5月失败，引起新一轮加征关税措施。截至6月底，中国主席习近平和美国总统特朗普同意暂时将关税维持在当前水平，重新启动双边贸易谈判。冲突不仅限于双边贸易，还延伸到与中国的外国投资制度、知识产权保护、技术转让政策、产业政策、网络安全等有关的结构性问题以及更广泛的发挥国家重要经济作用问题。其中一些方面（特别是开放）的进展与工作人员之前的建议相一致。这些进展将能提升中期前景，但潜在中美协议的其他方面（如有管理的贸易）可能对多边贸易体系产生不利影响。

3. **...导致形成一个不确定和具有挑战性的环境。**如果不能达成全面和持久的协议，不确定性很可能持续存在，对近期和长期前景造成不利影响，因为中国进入外国市场和获得技术的渠道可能显著缩小。

宣布的关税措施

(2018年货物贸易，十亿美元；圆圈大小代表占GDP百分比)



来源: CEIC.

发达经济体国内需求减弱



来源: IMF《世界经济展望》数据库。

近期形势：在监管加强、面临外部阻力的环境下，经济增长减弱

4. **2018年经济增长减缓...**与基金组织工作人员的预测一致，中国的经济增长率从2017年的6.8%下降到2018年的6.6%，原因是实行了必要的金融监管改革，并收紧了地方政府基础设施融资的条件。与美国之间的贸易矛盾削弱了市场情绪，加剧了金融市场压力。为此，当局采取了广泛的政策应对措施，包括下调进口关税、减税、放松货币，以及略微放缓加强监管的步伐。

5. **...但经济增长在2019年第一季度稳定下来，之后又遭受了另一次贸易冲击。**第一季度的实际GDP增长率（同比）为6.4%，与2018年第四季度相比没有变化。然而，国内需求进一步减缓，第一季度降至4.9%，而2018年第四季度为6.7%；由于进口收缩，净出口对经济增长贡献了1.5个百分点。

名义 GDP 增长也进一步减速，从 2018 年第四季度的 9.1% 下降到 2019 年第一季度的 7.8%，原因是生产者价格低迷。高频指标仍显示国内和外部需求疲软，因为再度加剧的贸易紧张局势继续对市场和商业情绪造成不利影响。

6. 核心通胀下降，但总体通胀上升。 由于经济活动减缓，核心消费者价格指数（CPI）通胀在 2018 年年中降至略低于 2%，今年 5 月进一步降至 1.6%。在食品通胀上升的驱动下，总体 CPI 通胀今年 5 月升至 2.7%。由于全球范围内大宗商品价格下跌，且基础设施和建筑活动疲弱，工业生产者价格指数（PPI）通胀 2019 年急剧下降到 1% 以下，再度对企业收益和偿债能力造成压力。

PPI 通胀趋势在一定程度上受共同外部因素驱动
(百分比, 年同比)



PPI 通胀下降至低于 CPI 通胀
(百分比, 年同比)



2017 年以来, 房地产市场放缓
(百分比变化, 年同比, 3个月移动平均值)



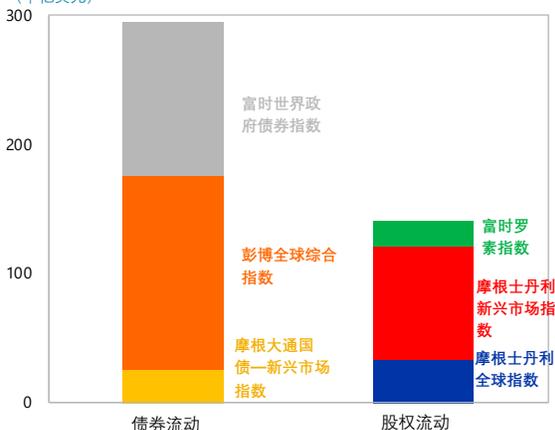
7. 房地产市场处于下行趋势。 房地产投资（不包括购地）2018 年基本处于负增长，房价增长和销售额增长自 2018 年后期以来均有所减缓。住房库存近几个月开始增加，表明住房周期可能仍处于下行阶段。

8. 经常账户差额继续缩小；继 2018 年初资本强劲流入之后，资本流动减缓。

- 经常账户。经常账户顺差相比 2007 年约占 GDP 10% 的峰值水平已大幅下降，原因包括投资增长强劲、实际有效汇率升值、主要发达经济体需求疲软、制造业技术升级以及服务逆差扩大（见“部分问题文件”）。经常账户顺差 2018 年继续下降，降幅约为 1 个百分点，降至 GDP 的 0.4%，这是由进口增长强劲所致。2018 年大部分时间里，出口和进口增长保持强劲（一定程度上是由于在加征关税前大量向美国出口），12 月之后开始收缩。由于对美国与中国贸易谈判结果的预期不断变化，2019 年至今，贸易处于波动状态，今年头六个月，名义出口增长接近零，进口收缩了 4%（年同比）。

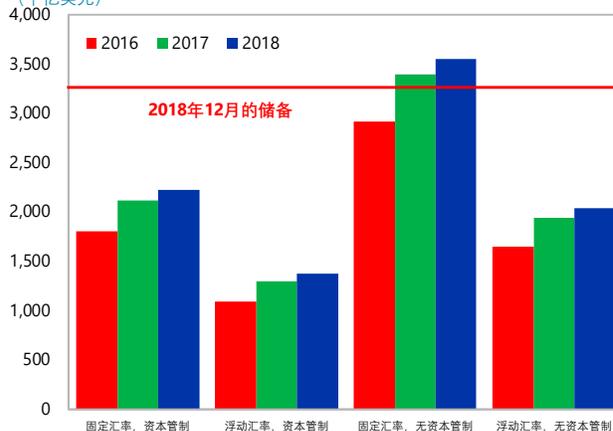
- 汇率。2018年6月中至8月初，人民币对美元双边汇率的贬值相对迅速，当局重新采取了应对贬值压力的措施——对外汇衍生品实行20%的准备金要求（属于资本流动管理措施），以及在每日交易区间的中间价形成过程中采用逆周期调节因子。人民币虽然对美元贬值，但相对于货币篮子大体稳定，自去年第四条磋商以来，实际有效汇率贬值了约2.5%。估计结果显示，人民银行几乎没有进行外汇干预。中国约有3.2万亿美元的外汇储备，仍然足以继续向浮动汇率转型。
- 资本流动。2018年初，资本流入强劲，之后减缓，2018年第四季度转为小规模净流出，但没有出现显著的外流压力。中国A股纳入摩根士丹利资本国际（MSCI）股票指数，本币政府债券和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数，支持了资本流入。工作人员的估计显示，今后两至三年内，加入这两个国际指数可能引起资本进一步大量流入，规模约为4500亿美元。

中国指数纳入国际指数可能引起资本大量流入
(十亿美元)



来源：《全球金融稳定报告》（2019年4月）以及IMF工作人员的估计。

中国的储备覆盖程度看来是充足的
(十亿美元)



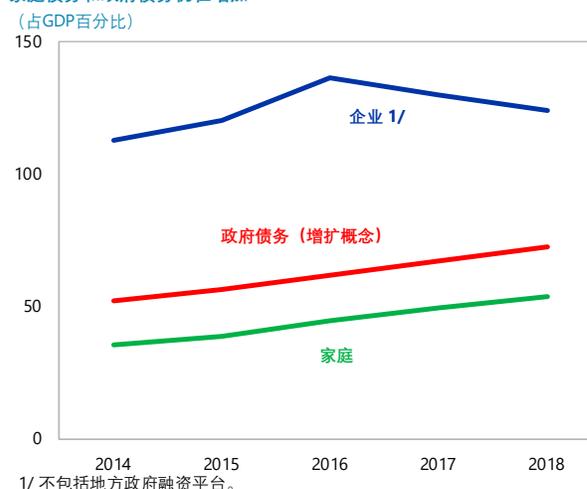
来源：CEIC；IMF工作人员的估计。

9. 债务累积继去年放慢之后，2019年第一季度加速。2017年和2018年，非金融部门总体债务与GDP之比平均上升了3.5个百分点，相比之前十年的速度慢得多，因为企业的去杠杆一定程度上抵消了政府和家庭的债务累积，但非金融部门总体债务在2018年仍达到GDP的257%。最近的政府放松措施导致债务累积步伐在2019年第一季度急剧加快，家庭和企业债务与GDP之比分别上升了1个百分点和3个百分点。

10. 金融部门的风险累积得到控制，但脆弱性依然很高，信贷增长速度在加快。

- 由于实施了监管改革，金融去杠杆过程得以推进，银行与非银行之间的相互关联性减弱，风险区分有所改善。银行资产增长从2016年年中

家庭债务和政府债务仍在增加

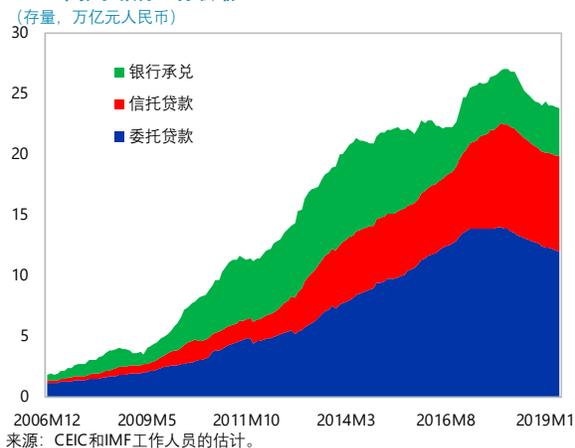


1/ 不包括地方政府融资平台。

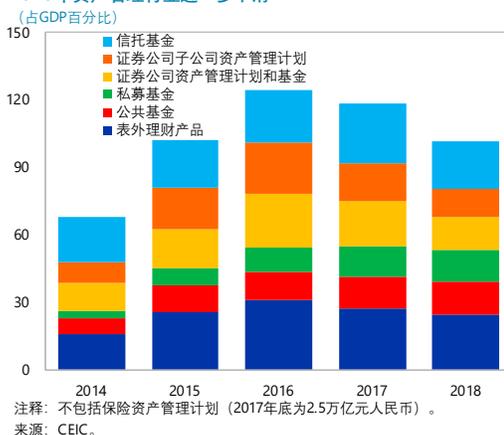
来源：Haver Analytics和IMF工作人员的估计。

的 15%（年同比）下降到 2018 年年中的 7%（年同比），驱动因素是对其他金融机构的债权下降。特别是，银行表外投资工具、尤其是理财产品的发行得到控制。

2018年影子银行业务收缩



2018年资产管理行业进一步下滑

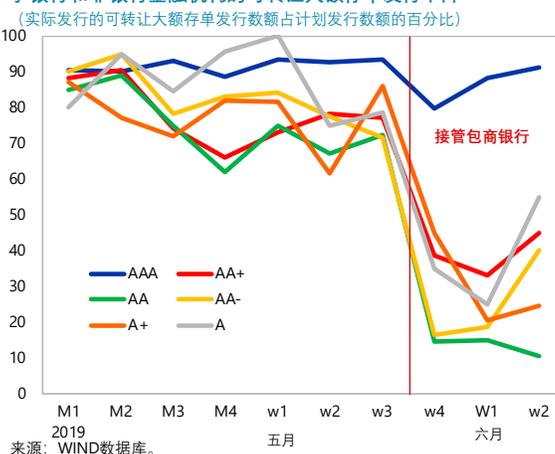


- 信贷增长在 2018 年减缓，但 2019 年开始回升。由于影子银行业务收缩，社会融资总量增长的放缓比预期更为急剧，从 2017 年年初的 15%（年同比）下降到 2018 年年底的 10% 以下。银行对企业部门的贷款继续强劲扩张，但相比私营企业，银行更愿意贷款给国有企业，并且，对中小企业的贷款增速尤其放缓。家庭贷款增长放缓，但仍然较快，短期信贷继续快速扩张，一定程度上是为了规避对住房抵押贷款的限制。由于政策刺激，社会融资总量在 2019 年加速增长，5 月加快到 10.6%。
- 一家非系统性中型银行最近被接管。政府在 5 月接管了一家存在清偿能力和流动性问题的中型“僵尸”银行（包商银行），这是二十年来的首次公开接管。通过谈判商定的估值折扣将适用于大型债权人的债权，这一决定的宣布引起了对交易对手方风险的担忧，并突显了许多中小型银行（股份制商业银行、城市商业银行、农村银行约占银行资产总额的 45%）面临的资产负债表薄弱问题，包括十多家尚未公布 2018 年财务报表的银行。这些银行依赖同业融资，也向非银行金融机构提供融资。一些小型银行和非银行金融机构的同业融资收紧，因为可转让大额存单发行（约占小型银行融资的十分之一）急剧下降，而许多非银行金融机构的融资成本大幅提高。人民银行采取了稳定融资状况的措施，包括注入流动性，针对银行可转让大额存

信贷增长加快



小银行和非银行金融机构的可转让大额存单发行下降



单实行新的信贷支持计划。市场情绪此后趋稳，尽管资产负债表较为薄弱的借款人仍面临较高的借款成本。

11. 金融状况继 2018 年大幅收紧后，在 2019 年放松。

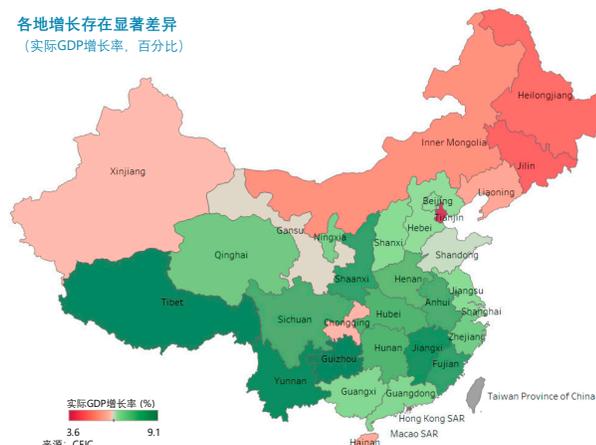
- 2018 年上半年，金融状况收紧，原因是银行和非银行机构实行了更为严格的监管标准。公司信用利差扩大，评级较低的借款企业尤其如此。公司债券违约率从低位上升，主要是私营公司。尽管外资强劲流入，中国的股票市场 2018 年下跌了 25%，跌幅大于其他新兴市场，一定程度上是由追加保证金要求和与股票质押借款有关的被迫抛售所致。
- 2018 年夏天放松货币政策后，金融状况在一定程度上趋于宽松。货币政策的放松使短期利率下降，但私营公司特别是小型私营公司依然难以获得信贷。2019 年至今，股票市场反弹了 15%。

金融状况略微放松
(中国的金融状况指数, 中性 = 0)



12. 2018 年的再平衡进展喜忧参半。外部再平衡进程恢复，净出口对经济增长的贡献为负，同时，转向消费的内部再平衡调整加快。转向服务业的内部再平衡调整进展较为缓慢，信贷效率在 2017 年大幅改善后，没有进一步好转。环境再平衡继续推进，但在减少不平等方面的进展较为有限。绝对贫困人口比例已下降到 3% 以下，接近当局到 2020 年消除绝对贫困的目标，但依然严重的地区和城乡不平等仍是一个挑战，代表团对贵州乡村的访问证明了这一点。

各地增长存在显著差异
(实际GDP增长率, 百分比)



2018年再平衡进展喜忧参半



注释: 详情参见表7。

13. 结构性改革继续取得进展。

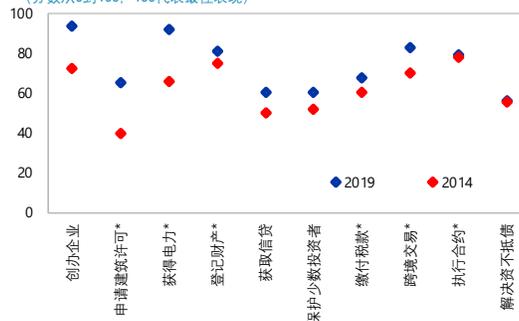
- 开放。与工作人员的建议相一致，当局两次下调关税，使有效关税税率下降了 2 个百分点以上，2018 年降至 7.5%。通过了新的外商投资法，包括平等对待外国和本国企业和禁止强制技术转让方面的条款，该法将于 2020 年 1 月生效。修订了外商投资负面清单，主要放宽了对农业、采矿和基

基础设施部门的限制。金融部门开放进程加快，包括取消了中国国内银行和资产管理公司的外资所有限制，并且，2020 年之前将完全取消期货、证券和人寿保险公司的外资所有限制。

- 市场力量的作用。发布了市场准入负面清单，该清单明确了适用于境内外企业的部门限制和发照要求。当局加强了知识产权保护，在最高法院建立了知识产权法庭，加强了执法，并修订了专利法。另外，对户口（家庭居住登记制度）进行了有限改革。2018 年采取了改善营商环境的措施，使中国在世界银行营商排名中的位置上升了 32 位，升至第 46 位。

营商指数改善

(分数从0到100, 100代表最佳表现)



注释：带*的指标是2016年数字，因为修订了评分方法。
来源：世界银行营商数据库。

14. 但一些改革提高了国有企业的主导地位，使私营企业的环境恶化。对“僵尸”中央国有企业的处理基本完成，但主要来自其他国有企业的并购，而不是破产，因此，国有企业数量减少，但规模更大。削减产能过剩的工作改善了上游行业、国有企业主导的部门以及国有工业企业相对于下游部门私营企业的盈利能力。这两个因素促使国有企业债务与资产比率下降，尽管国有企业债务占 GDP 比例继续上升。国有企业债务占企业总债务的比例大幅上升，这是因为银行贷款从私营企业转向国有企业。总体而言，国有企业的盈利能力依然较弱，约三分之一的国有企业依然亏损。

15. 当局通过实施广泛的宏观政策应对经济增长减缓。相比2015-2016年的政策刺激，这次的政策应对措施更加侧重于再平衡，财政政策的针对性更强，着眼于影子银行和房地产部门的政策到目前为止仍具约束性。不过，并非所有措施都符合工作人员的建议。特别是，个人所得税改革降低了税收体系的整体累进性，因为改革使已经很低的累进性税收收入占比进一步下降。

工业国有企业利润增长与大宗商品价格周期相关

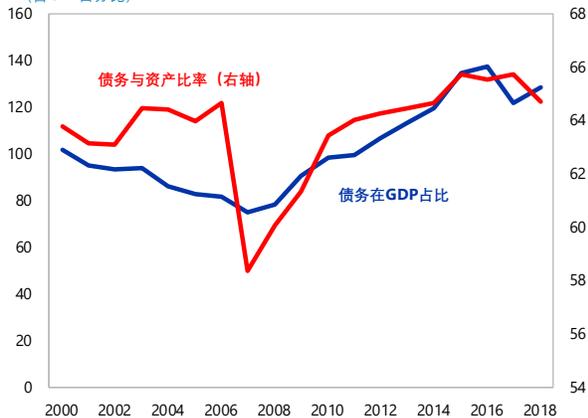
(百分比, 同比)



注释：“APSP”是指平均石油现货价格，计算方法是英国布伦特、迪拜法塔赫和西得克萨斯中质原油价格的简单平均。
来源：CEIC, IMF初级商品价格数据库。

国有企业杠杆占GDP比例仍在上升

(占GDP百分比)



来源：CEIC和财政部。

国有企业负债在非金融企业总负债中所占比例2018年大幅上升

(百分比)



来源：人民银行、财政部、Wind、CNBS和IMF工作人员的估计。

- 财政——减税和基础设施支出预计将使 2019 年“增扩”概念的赤字增加 GDP 的 1.5%。根据工作人员对广义政府部门（包括估计的预算外投资支出）的经济定义（“增扩”概念），2018 年赤字增加了 GDP 的 0.4%，主要原因是支出扩大。到目前为止，财政应对政策包括改革个人所得税（提高起征点和增加扣除），降低高档增值税税率（从 16%/10%/6% 下调到 13%/9%/6%），增加出口增值税退税，减少对小企业征税，加快发行地方政府债券，另外，最近还允许地方政府基础设施投资的一些融资在基础设施项目中作为股权使用。总体而言，增扩概念的赤字 2019 年预计将扩大到 GDP 的 12.7%。
- 货币和信贷——常规和定向放松，部分传导。人民银行在 2018 年第二季度至 2019 年第一季度的每个季度都下调了银行的准备金率，总共下调了 350 个基点。另外，通过中期借贷便利增加了流动性，并设立了一项新的“定向”中期借贷便利。今年 4 月的准备金下调产生的影响有限，因为其被人民银行提供的其他流动性的减少所抵消。7 月的准备金下调使银行间利率下降，仅部分传导至中长期贷款利率。为支持私营部门，人民银行针对小微企业的贷款“定向”下调了准备金率。在 2019 年政府工作报告中，政府宣布了大型国有银行将对小微企业贷款增加 30% 的目标，另外还宣布了三年内私营企业获得至少 50% 的新发放贷款的目标。

基线情形中的财政措施					
措施	细节	规模（占GDP的百分比）	财政乘数效应*	对2019年增长的总体影响	建议/与中期目标相符？
个人所得税：起征点	起征点于2018年10月1日生效，新法于2019年1月1日生效。免税起征点从每月3500元提高至5000元；增加特殊扣减项；按月收入纳税变为按年收入纳税。	0.3	中	0.15	不推荐。税基已经较窄。个人所得税是为数不多的累进税中的一种。降低累退性支付，如与社会保障相关的支付，能更有针对性地应对不平等现象。
个人所得税：允许扣除的项目增加	对6个类别实施附加扣除：子女教育、继续教育、大病医疗、住房抵押贷款利息、住房租金和赡养老人。例如，典型的赡养60岁以上老人的独生子女家庭每年可享受每人2000元的额外税前扣除，相当于将免税额从5000元进一步提升至7000元。	不甚清楚	中	小	总体不推荐。推荐对子女实施定向税收抵免。不推荐应税收入扣除抵押贷款利息，因为其鼓励债务融资，并与租金扣除一道，扭曲了对住房的消费选择。
增加出口企业的增值税退税	出口增值税退税提高2个百分点（加权平均），2018年9月18日生效。2018年的出口增值税退税为1.6万亿元（相当于GDP的1.8%）。	不甚清楚，~0.1	中	0.05	推荐。增加出口增值税退税是一项令人欢迎的措施，但我们推荐向标准的增值税体系转变，对出口征收零增值税。
对制造业部门实施增值税减税	2019年4月1日生效。下调标准增值税税率和一项已降低的增值税税率。将制造业等行业现行16%的税率下调至13%；将交通运输、建筑业等行业现行10%的税率下调至9%；同时，其他项目6%的税率保持不变。	0.3	中	0.15	推荐。增值税税率降低的结果很受欢迎，将为当前的三种税率未来整合为更少的税率档提供条件。
对小微企业提供税收支持	小微企业年度应税收入介于100万到300万美元享受企业所得税减半待遇，年度应税收入100万以下的享受更低税率。	不甚清楚	小	小	总体不推荐。这些措施支持小微企业，但这些类型的优惠税率可能导致临界效应，阻碍小微企业增长。
社保缴费比例降低	2019年5月1日生效。将企业缴费比例降低至16%。	0.2	中	0.1	推荐。还应采用其他措施来打破长期社会保障缴款—受益缺口。
基础设施（由专项债券提供资金）	专项债券额度由2018年的1.35万亿元增加至2019年的2.15万亿元。此外，发布了部分铁路和公路建设的声明，但未发布具体规划。	0.7	中	0.35	不推荐。
总财政影响		1.5		0.8	
*若无明确数据，“大”约为0.8，“中”约为0.5，“小”约为0.3。					

当局的想法

16. 当局指出，2019年年初发展势头良好，实际GDP第一季度增长强劲，就业保持稳定，通胀温和。GDP增长第一季度保持稳健，增速为6.4%，失业率稳定在约5%（低于5.5%的目标），PPI通胀继续上升。第一季度的全国工业产能利用率创下自2013年来的第一季度产能利用率第二高点，在高技术产业强劲增长的带动下，工业生产保持稳定。广义货币M2和社会融资总量继续稳步增长，基本与名义GDP增速保持一致。当局认为，房地产市场基本稳定，2019年春节后的房价回升是暂时现象，主要受季节性因素驱动。旨在控制影子信贷的改革成功降低了金融市场杠杆率，尤其是资产管理行业，银行继续将表外资产转移至资产负债表内。

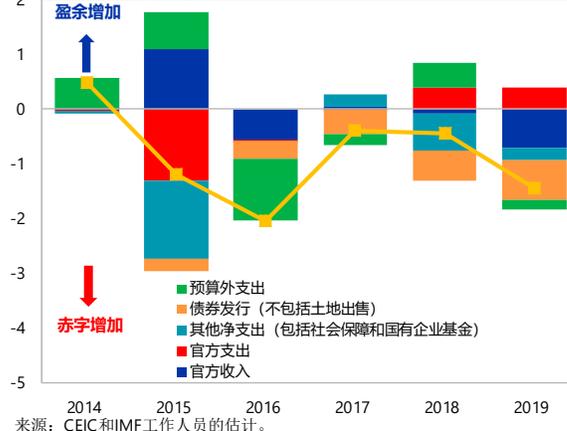
随公共投资扩大，投资增长趋稳

(百分比，年同比)



分解增扩概念财政余额的变化

(占GDP百分比，年同比)



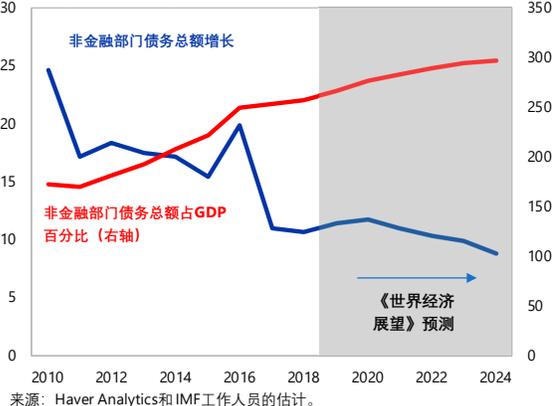
17. 当局正在实施侧重于高质量发展的政策，坚持实施供给侧结构性改革，深化市场化改革，加速开放进程。中国高质量增长的条件良好，营商环境不断改善，国内市场体量庞大，存在行业升级和变革的很大潜力。消费继续在增长中发挥强大的驱动作用，经济宏观调控不断改善，实施的“积极”财政政策也将提高企业部门的竞争力，帮助稳定出口。信贷增长正在回升，对实体经济起到支持作用。

前景和风险：增长减缓，债务增加，不确定性加剧

18. 鉴于贸易紧张局势，近期前景尤为不确定。考虑到当局的政策应对措施，预计经济增长率在2019年和2020年将分别小幅降至6.2%和6.0%。基线预测依据的主要假设是，当前的关税（美国对从中国的2500亿美元进口征收25%关税，中国对从美国的1100亿美元进口征收5%-25%的关税）继续维持，不加征新的关税，不取消政策刺激。尽管贸易紧张局势的再度加剧影响了市场情绪，但预计在2019年剩余时间里国内需求将因政策刺激而增强；出口预计将呈现正向增长，一定程度上得益于“提早出货”效应。这两个因素都将导致进口增长加快。2019年总体通胀预计将因食品价格上涨而升至2.2%。由于采取了放松措施，非金融部门债务占GDP比例在2019年预计将大幅上升10个百分点，信贷增速将加快到10.5%。

非金融部门债务2019年继续增加

(百分比；占GDP百分比)



19. 从中期看，随着经济走上更可持续的增长路径，预计增长率将逐步下降到 5.5%。中国仍处于生产率趋同进程的早期阶段，因此，预计中期内仍将保持强劲增长，但随着经济进一步从工业部门转向生产率更低的服务部门，增长将逐步减缓（专栏 1）。信贷效率预计将改善，但不足以防止债务与 GDP 比率进一步上升。增扩概念的债务处于上升通道，预计中期内不会稳定下来（附录一）。结构性转型和城镇化带来的收益逐渐减少以及较长时期内的人口老龄化等因素也将制约经济前景。

专栏 1. 中国的生产率趋同和潜在增长¹

中国的趋同进程仍处于早期阶段，进一步追赶和强劲增长的空间很大。然而，从工业到服务业的转型以及缩短与前沿水平的距离很可能对 GDP 增长持续造成下行压力，到 2030 年，GDP 增长可能减缓到 4%。

趋同——中国目前处于何处？

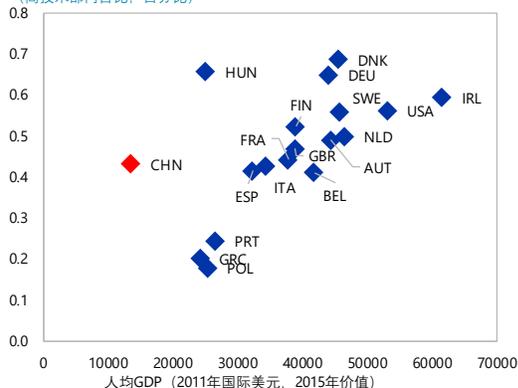
过去二十年，中国的劳动力生产率从前沿水平的 15% 趋同至 30%，反映了劳动力从低生产率的农业到高生产率的工业和服务业的重新配置，以及每个部门内部的升级。上世纪 90 年代以来，农业就业比例从 60% 稳步持续下降到低于 30%，而工业和服务业就业比例分别上升到 28% 和 46%。每个部门内部也出现了迅速的追赶过程，尽管依然存在显著差距。

工业趋同速度很快，中国目前具有非常先进的工业结构。 工业生产率从上世纪 90 年代末相当于前沿水平的 15%，趋同到目前的 35% 左右，驱动因素包括从低技术到高技术部门的升级，以及每个行业内部的生产率提高。值得注意的是，中国的工业结构比其收入水平显示的更为先进。2015 年，高技术工业增加值中所占比例是 43%，类似于比利时和西班牙的水平，而这两国的收入水平约为中国的三倍。

服务业趋同过程更慢一些，信息和通信技术服务除外。 服务业生产率从上世纪 90 年代末相当于前沿水平的 10%，趋同到目前的 26%。落后于工业部门。这反映了某些服务的非贸易性质，以及中国服务部门的开放程度较低。趋同程度也有差异，交通运输服务最先进，为前沿水平的 40%；其次是信息和通信技术服务，为前沿水平的 28%，得益于互联网的高度渗透和数字化的迅速发展。但批发和零售贸易的生产率仍然较低，低于前沿水平的 12%，原因可能是监管限制。

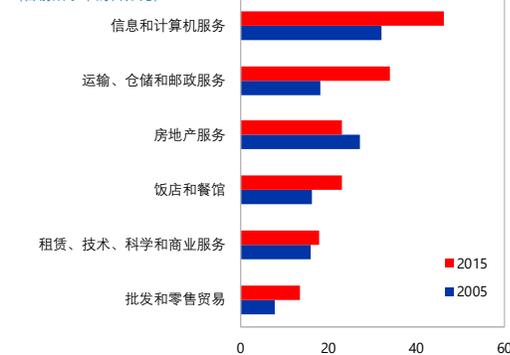
相比其收入水平，中国的产业结构较为先进

(高技术部门占比, 百分比)



中国的服务业生产率趋同

(占前沿水平的百分比)



¹ 由 L. Zhang 根据一篇即将发表的工作论文撰写，论文题目是“中国的潜在增长：现状分析和重新评估”，作者是 M. Zhu、L. Zhang、D. Peng。

专栏 1. 中国的生产率趋同和潜在增长（续完）

趋同——中国将走向何方？

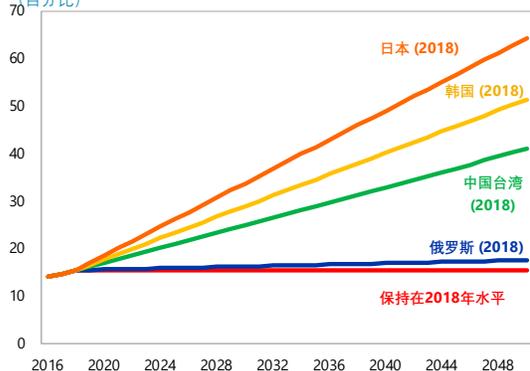
为理解中国未来增长趋势，结构性转变是关键。尽管过去从农业向工业和服务业的转变提升了总体增长，但自 2012 年以来，中国进入“去工业化”阶段，劳动力从工业转向服务业。鉴于工业生产率约为服务业生产率的 1.3 倍，去工业化很可能对总体增长产生持续的下行压力。

生产率很可能进一步趋同，尽管速度会放缓。中国的部门趋同仍处于早期阶段，因此，未来十年有可能保持强劲增长。然而，随着各部门向前沿水平靠拢，从工业向服务业的转型继续进行，经济增长将呈逐步下降的趋势。按照 Rodrik（2013 年）和 Bourles 等人（2010 年）根据跨国经验得出的部门层面趋同速度，工业和服务业生产率增长预计到 2030 年将减缓到 3%-4%，生产率分别达到前沿水平的 54%和 47%。从工业向服务业的转变预计将继续下去，服务业占比到 2030 年将上升到 62%。总体而言，这意味着 GDP 增长将从目前的 6.5%下降到 2030 年的 4%-4.5%。国有企业改革的加快和服务业的放开可以促进生产率增长，从而使经济增长减速过程放缓。

20. 风险偏于下行（附录二）。

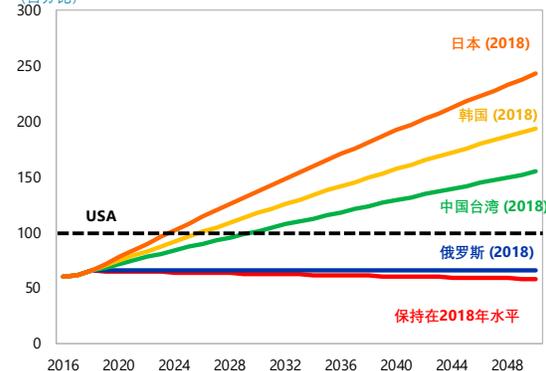
- **下行风险。**从外部看，贸易紧张局势的进一步升级可能导致关税提高，从而干扰供应链并打压信心和投资。此外，美国和其他国家对科技公司实施的出口禁令可能加剧这一形势。国内风险因素包括，金融机构特别是中小银行资产质量下降，银行和非银行机构在对手方风险担忧加剧情况下面临融资压力，房地产市场急剧下滑，生产者价格指数（PPI）重回通缩状态。在内外风险的共同作用下，可能形成自我强化的下行周期，尤其对较为薄弱的私营公司产生影响。在更长时期内，外部需求可能更为疲软，全球化进程可能出现逆转，由此带来的贸易前景减弱，利用市场和技术的渠道缩小，这些因素可能对中国的增长前景产生不利影响。与此同时，国家作用的不断增强可能进一步恶化资源配置，特别是如果依赖债务来实现过高的短期增长目标。
- **上行风险。**贸易紧张局势的缓解可能增强信心和投资。在不确定性降低的情况下，计划实施的刺激措施可能产生更大的影响，使近期增长率高于预期。鉴于中国与发达经济体之间的人均收入差距仍然很大，存在充足的趋同空间，但这要求实施重大改革以提高生产率。为加强市场作用而实施的全面国内改革一揽子计划，加上扩大开放和推动有意义的国有企业改革，在中期内可显著提升生产率和潜在增长率（见 E 部分）。

仍有很大追赶潜力

2050年中国人均GDP占美国人均GDP的比例追赶情景
(百分比)

注释：本图显示，如果中国追赶上其他国家2018年人均GDP水平，其人均GDP占美国人均GDP的比例。例如，“日本2018”显示，如果中国2050年达到日本2018年人均GDP，这一比例是多少。

来源：Haver Analytics, IMF《世界经济展望》数据库，联合国和IMF工作人员的估计。

追赶情景下，中国GDP占美国GDP比例
(百分比)

注释：本图显示，如果中国追赶上其他国家2018年人均GDP水平，其GDP占美国GDP的比例。例如，“日本2018”显示，如果中国2050年达到日本2018年人均GDP，这一比例是多少。

来源：Haver Analytics, IMF《世界经济展望》数据库，联合国和IMF工作人员的估计。

当局的想法

21. 当局基本同意经济增长和外部风险的前景，但对国内风险持更乐观的态度。当局相信，实际GDP增速将保持在6.0%-6.5%的目标区间，预计CPI通胀将继续保持在3.0%以下，虽然该指数在下半年走高。当局预期，经常账户中期将保持顺差。房价预计全年总体稳定，因为市政府现在对房价稳定负完全责任，并可采用多种措施（如行政限制和宏观审慎工具），以确保房价稳定。此外，当局认为，近期全国房价大幅下跌的概率很小，因为经济增长仍然强劲，收入增长迅速，大规模城镇化仍在快速推进。当局认为，2019年经济的债务比率不会显著上升（尽管第一季度有所上行），因为信贷增长在今年剩余时间里将放缓，名义GDP增速将回升。当局主要担心近期和中期的外部风险，尤其是与美国贸易矛盾进一步升级的风险，担心对企业投资和全球供应链转移带来负面影响，以及脱钩诱发更严重的全球经济放缓风险。

在面临高度不确定性和阻力的环境下，实施相关政策以加强再平衡进程：五个关键问题

政策制定者面临挑战，既要在贸易紧张局势加剧背景下稳定经济，同时又要继续推进实现均衡和可持续的增长。在这种不确定的环境下，为实现从高速增长转向高质量增长，需要解决若干政策问题：

A. 面对不断加剧的贸易紧张局势和不确定性，宏观政策应如何应对？

22. 关键问题。当局实施了金融去杠杆，对地方政府预算外基础设施融资的控制增强，2018年经济增速有所放缓，但安全性有所提升。2019年，当局推出了大规模的一揽子政策，旨在推动经济增长仍然保持在较高水平。考虑到不确定性，政策建议应根据不同情况进行调整，对应与美国贸易谈判的不同结果。

23. 基线情形下的政策——“坚守路线”；避免额外的刺激措施和过快的信贷增长。

• 财政政策。

○ 鉴于计划的刺激措施足以确保 2019 年和 2020 年的稳定增长（尽管近期关税上调），不需要额外的刺激措施。然而，考虑到紧张局势进一步升级的风险，财政整顿应等待贸易和外部环境变得更加明朗；一旦紧张局势缓解、前景更加清晰，应重新启动财政整顿。政策空间应该用于抵消必要的结构性改革带来的负面影响，而非旨在实现过高的增长目标。

○ 增扩债务规模较大（2018 年占 GDP 的比重为 73%），增速较快，预计 2024 年占 GDP 的比重将超过 100%。考虑到中国具有一定的财政空间（资产规模大、借款成本低），可逐步实施财政整顿。未来十年中，增扩赤字占 GDP 的比重每年下降 0.75% 将稳定债务水平，同时确保对增长的影响处于可控范围。

债务稳定情景

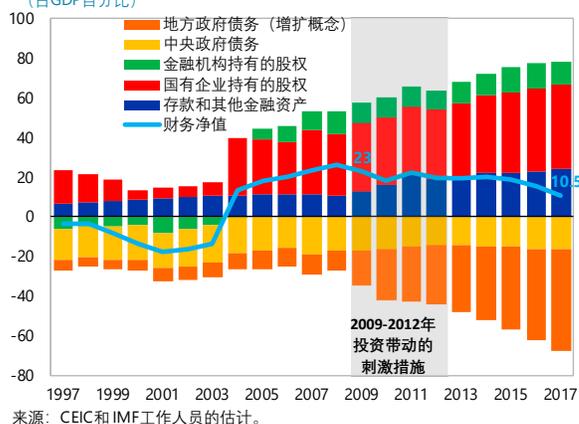
债务在多长时间稳定下来：

	5年		10年	
	增扩概念	狭义	增扩概念	狭义
年平均	-1.3	-0.6	-0.7	-0.3
基本赤字减幅				
期末债务水平	93	46	107	52

来源：IMF 工作人员的估计。

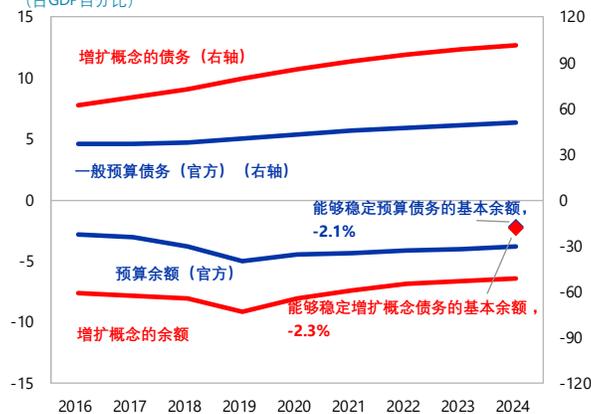
○ 为提高中期调整的质量，应重点限制基础设施支出（尤其是预算外支出），推动实施累进性和促进再平衡的税收（如个人所得税、房产税和碳税），同时增加医疗、教育和向较为贫困家庭和地区转移支付等领域的支出。

自实施投资带动的刺激措施以来，中国的广义政府财务净值下降（占GDP百分比）



来源：CEIC 和 IMF 工作人员的估计。

政府债务预计将上升，特别是增扩概念的债务（占GDP百分比）

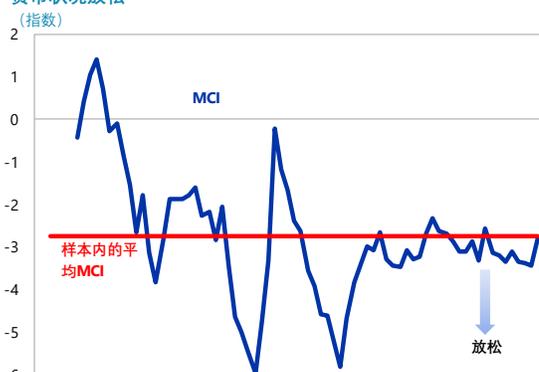


来源：IMF 工作人员的估计。

• 我们不推荐进一步放松**货币政策**，因为已采取的行动非常充分且仍在传导过程中，核心通胀也保持稳定。进一步的行动应依靠数据，包括关于财政宽松和信贷增速的影响的数据。

- 2018 年降低**信贷增速**取得进展后，2019 年增速有所加快。然而，总体信贷增速仍然较快，信贷配置出现恶化。近期的信贷加速应加以抑制，防止 2019 年信贷增速上升；该增速在 2020 年应进一步放缓。中期来看，信贷增速应放缓至名义 GDP 增速或更低水平，信贷效率需要提升，具体方式是以更加市场化的方式配置信贷，而非设定向私人企业发放贷款的目标。应对不可持续和低效信贷增长（见 C 部分）根源的改革应该重点关注降低国企的信贷增长速度（见 E 部分），对信贷进行合理定价。近期银行补充资本的措施将促进影子银行规模进一步缩减，加强银行应对冲击的韧性。

货币状况放松



来源：根据含有价格和数量目标的过渡性货币政策框架调整的MCI指数。权重是从实际GDP增长对超额准备金率、实际短期利率和实际有效汇率变化回归而得到的。
来源：CEIC和IMF工作人员的估计。

- 应加强**汇率**灵活性，促进调整以适应新的外部环境，必要时使用对外沟通和外汇干预来应对无序的市场形势（如汇率成为冲击的放大器、羊群效应）。灵活性增强也将使市场和公众更好地为未来的波动性加剧做好准备。因此，当局应避免在每日交易区间使用逆周期调节因子来控制汇率，同时应取消外汇远期风险准备金要求。资本流动管理措施不应该用于主动管理资本流动周期，而应替代为必要的宏观经济调整和汇率灵活性。公布关于外汇干预的信息将改善汇率框架的透明度和沟通效果。进一步开放资本账户虽然中期来看是可取的，但应谨慎、有序实施并确保其针对性。
- 政策组合**。更有力的政策规划和校准以及机构间的协调将强化政策效果，降低波动性，缓解改革“启停不定”的风险。

24. 不利情景下的政策。贸易紧张局势进一步升级，例如美国将中国剩余出口的关税上调至 25%，会导致需求骤减、金融条件收紧，在接下来的 12 个月内使经济增速降低约 0.8 个百分点，并给全球带来严重的负面溢出效应。为应对冲击，有必要进一步放松政策，以财政措施为主。

- 财政扩张**达到占 GDP 的 0.8%，可用以稳定经济。这应该是预算内扩张，由中央提供资金，旨在促进再平衡，针对低收入家庭，以实现乘数效应最大化，帮助减少贫穷和不平等现象。具体措施可能包括增加社会转移支付和对教育和医疗的支出，以及降低社保缴费（见表）。

不利情景下，建议采取的财政措施

措施	规模 (占GDP 百分比)	财政乘数效应*	定向	符合中期目标?
支出				
永久提高农村/城市养老金	0.1	大	是	是
增加对各省的社会转移	0.1	大	否	是
教育	0.1	大	是	是
医疗	0.1-0.2	大	是	是
失业福利	0.1	中	是	是
收入				
取消低收入家庭的最低社保缴费	0.1	大	是	是
出口全额增值税退税	0.1-0.2	中	否	是
总体规模	0.8			

* 没有给出具体数字时，“大”约为0.8，“中”约为0.5。

- 由于核心通胀可能随增速出现下降，可能有必要进一步放松**货币政策**，但应确保力度温和、以数据为依据并考虑到其他宽松措施对通胀的影响。鉴于存款准备金率仍然较高（大型银行为13.5%），最有效的放松将采取进一步降低存款准备金率的形式，随后降低中国人民银行7天逆回购利率。
- **汇率**应保持灵活并由市场决定，来帮助吸收关税的冲击。贬值压力加剧和潜在的资本外流要求当局进行更清晰的对外沟通，并实施可能的外汇干预来应对市场的无序形势。如果外汇市场压力持续并导致羊群效应和金融体系承压，以透明的方式临时收紧现行的资本流动管理措施可能是合适的，这是稳定经济和市场的更大范围一揽子政策的组成部分。
- 应该继续推进**金融部门改革**和去杠杆进程。宏观审慎政策总体上不应放松。在放松任何房地产宏观审慎措施前，应放松扭曲性的行政限制措施（如对购房和卖房的限制）。政府干预支持股市的行为应该避免。如果担心依赖股权质押融资的公司强行平仓导致的系统性冲击，应考虑为这些公司提供透明的直接支持。

25. 上行情景下的政策。如果与美国达成全面的贸易协定，应收缩刺激措施。

- **财政刺激**预计会使增扩赤字占GDP的比重上升1.25%；这些刺激措施的规模过大，2019年应通过财政整顿程序快速缩减其规模。刺激措施退出的选项包括：（1）减少地方政府基础设施支出，尤其是预算外支出；（2）加快经常性房产税的落实；（3）提高排污费；（4）收紧部分个人所得税改革参数。
- 随着产出和通胀前景改善，**货币政策**可能需要温和收紧，方式是提高中国人民银行7天逆回购利率。信贷增速应该放缓。
- **汇率**可能走强，为尽快取消扭曲性的限制措施提供空间，这包括针对外汇远期的风险准备金要求和每日交易区间的逆周期调节因子。
- 应强化通过外部注资或利润留存构建银行资本缓冲的工作。

当局的想法

26. **当局基本同意工作人员对经济增长的预测以及政策建议。**当局指出，政府正在实施“积极”的财政政策，刺激措施的重点正从基础设施转向通过减税降费支持国内需求，且政策已集中在前期实施。当局预期，政策的影响将在2019年二季度逐步显现。当局认为，货币和信贷政策稳健，并根据当前经济环境进行了适当调整。在基线情景中，当局没有放松货币政策的计划，但强调可能进一步实施一些有针对性的措施，以增加对私营部门和中小企业的信贷，确保这些部门能获得充足的融资。

27. **当局重申，其致力于提高汇率灵活性和深化市场改革。**当局指出，近年来汇率灵活性不断增强，市场已经很好适应了汇率的波动性加大。当局确认，自去年第四条款磋商以来，除采用逆周期调节因子和重新引入20%的外汇远期准备金要求以外，未实施新的行政措施或资本管制措施。当局认为，这些措施是宏观审慎措施，目的是防止汇率超调，并指出，目前尚不具备取消这些措施的条件。今后，人民银行将密切监测汇率走势，促进市场导向的汇率改革，维持汇率灵活性，并动态评估和调整宏观审慎措施。人民银行正在建立管理跨境资本流动的宏观审慎管理框架，积极管理资本流动周期不是这

种宏观审慎监管的目标。他们还指出，自加入国际货币基金组织的数据公布特殊标准（SDDS）以来，中国对外汇干预数据的披露符合国际标准。

28. 当局正在推进金融监管改革，尽管外部风险不断加剧。银行业是经济中最大的部门，因此，开放和改革金融服务是当局供给侧结构性改革的必不可少的部分。为增强小型银行的偿付能力，当局鼓励利润留成和通过外部渠道筹集资本。如果这些措施无法强化金融体系中最薄弱的银行，当局将兼并整合视为增强系统韧性的另一个方案。

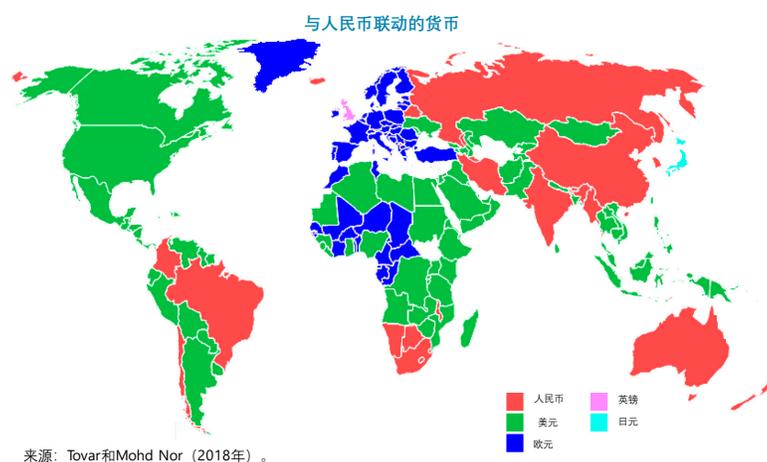
29. 当局制定了应对不利情景的应急计划。中央和地方政府层面都确定了待实施项目，为公共住房、农业、农村互联互通、地区发展和部分基本公共基础设施提供支持，并强化失业保险和就业培训。当局指出，有充足的货币政策空间来应对外部环境的恶化。存款准备金率仍高于 10%，名义利率远高于 0%，同时汇率灵活性提高也扩大了货币政策空间。当局日益关注政策传导，特别是采用定向措施来改善信贷结构，但不计划依靠过快的信贷增长来支持经济。当局认为，现行措施足以应对汇率波动，没有必要采用其他资本流动管理措施，但强调需要密切监测资本流动的规模、构成和性质。

30. 由于贸易紧张局势长期延续的风险加剧，当局也指出，即使在上行情景中，政策落实和提高效率仍是关键所在。当前的预算旨在提高发展质量，而非简单地追求高速增长。

B. 中国的对外政策和框架应如何演进，以实现国际体系的现代化？

31. 主要问题。为继续受益于全球化并支持实现发展中国家的愿望，中国需要限制本国政策带来的负面溢出效应，并与伙伴方一道建设更强劲的多边体系，促进开放和稳定的贸易。

32. 贸易紧张局势的溢出效应。当前的紧张局势不仅对全球贸易和信心造成不利影响，而且其解决方式也将影响未来多年的全球贸易体系，这种影响可能是有利的，也可能是不利的。中国与美国这两个最大经济体达成的优惠性或“管理贸易”协议将导致贸易和投资转移，并可能削弱基于规则的全球贸易体系，从而给全球经济带来进一步的中期风险。这种协议还可能产生直接的溢出效应，使欧盟和亚洲的大量出口面临风险。全球部门错位可能由此产生，例如，越南和澳大利亚采掘业实际出口可能显著下降，韩国和马来西亚的电子行业在长期可能受到最大影响（专栏 2 和“部分问题文件”）。



专栏 2. 潜在的中美有管理的贸易协定的溢出效应¹

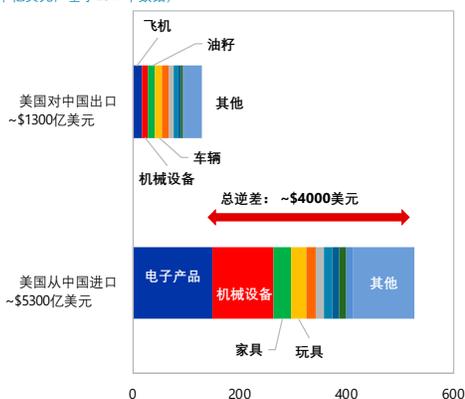
虽然达成贸易协定的可能性和形式尚存在很大不确定性，有管理的贸易协定可能带来新的扭曲。协定承诺降低政策不确定性、下调关税和推进新改革。然而，这可能也存在代价——例如，如果双方最终达成交易性的协定，中国购买更多美国商品和/或实施自愿性的出口限制，但在降低贸易和投资的根本壁垒上进展甚微。

通过有管理的贸易消除中美双边贸易赤字将会面临困难。目前，美国每年向中国出口约 1300 亿美元商品，进口约 5300 亿美元商品，赤字约为 4000 亿美元。美国每年向中国出口的飞机、机器和农产品（如大豆）接近 500 亿美元。即使中国将每年从美国进口的上述商品增加 2000 亿美元，使双边贸易缺口减半，这些商品的进口要在当前基础上增加 400%，近期内这似乎不可能实现。

短期来看，中国增加美国出口产品的进口规模、扩大进口产品的门类可能导致贸易转移。近期的[国际货币基金组织研究](#)发现，双边贸易差额主要由总体宏观经济形势决定。这说明，除非中国的需求显著提升，增加购买美国商品可能被从世界其他国家进口的减少所抵消。中国进口美国商品的结构初步反映了贸易转移可能发生的部门，不过其程度和方向将取决于中美协定的具体结果。例如，购买更多美国飞机将主要影响法国和德国。然而，特定部门的商品（如电子产品）至少在短期内很难替代为美国进口产品。

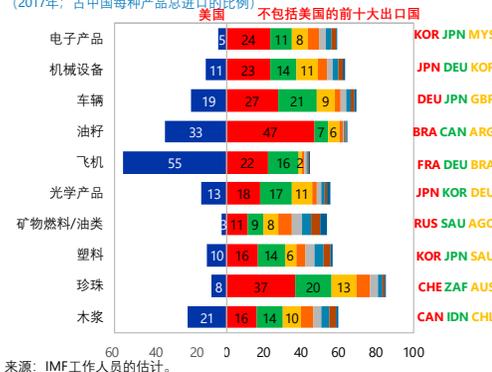
增加从美国进口的商品可能对欧洲和亚洲的总出口造成尤为显著的影响。根据实施调整的方式，欧盟出口国的出口规模可能减少约 840 亿美元，原因是在汽车、机器和电子产品等领域存在敞口。韩国和新加坡出口的潜在减少占两国 GDP 的比重分别为 2.1% 和 3.8%。若调整的成本更多由初级产品和更容易被替代的同质大宗商品承受，精密制造业商品和电子产品的调整负担较小，较小的国家可能受到更严重的影响。

美国与中国货物贸易结构
(十亿美元, 基于2017年数据)



来源：联合国商品贸易统计数据库 (Comtrade) 和 IMF 工作人员的估计。

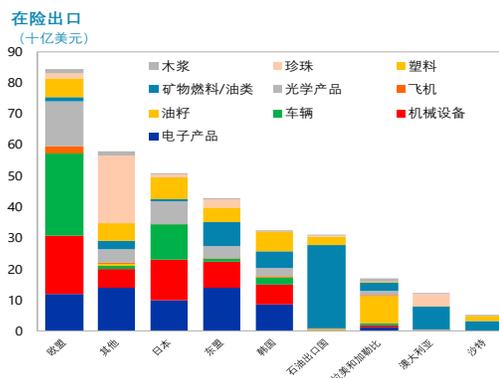
中国从美国进口的主要产品的进口结构
(2017年; 占中国每种产品总进口的比例)



来源：IMF 工作人员的估计。

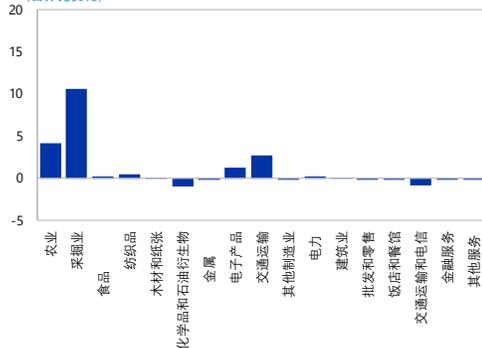
更长期来看，有管理的贸易协定可能引发严重的全球性部门混乱。一般均衡部门贸易模型（见 Caceres 等人，2019 年）阐述了中美双边贸易赤字降低 50%情景的影响。若该协议通过增加美国商品购买来实现（主要是初级部门产品和汽车/飞机），一些国家的部门 GDP 可能大幅减少。例如，越南和澳大利亚采掘业的生产总值将大幅降低，而韩国和马来西亚的电子产品将受到最严重影响。美国的一些部门会从中国更大规模的购买中获益，但中国的这些部门往往将面临困难。一般来说，这种再分配对生产率的长期影响是负面的。

模型以外的因素可能放大损失。虽然上文讨论的结果重点关注对长期生产率的影响，但若考虑调整成本以及劳动力和资本积累对贸易协议可能引发的新扭曲的动态反应，总损失可能更大。例如，如果降低双边贸易赤字的方式是引导中国购买美国商品，预计进口成本增加将造成中国总体国内生产总

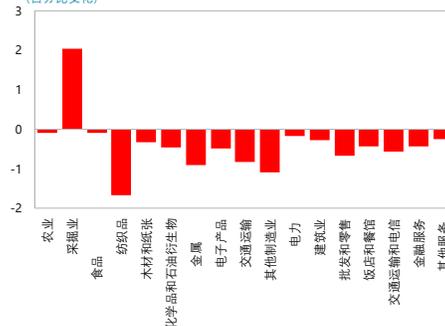


来源：联合国商品贸易统计数据库（Comtrade）；以及 IMF 根据 HS-6 位数数据、针对约 200 个经济体所做计算。

美国：部门GDP的变化 (百分比变化)



中国：部门GDP的变化 (百分比变化)

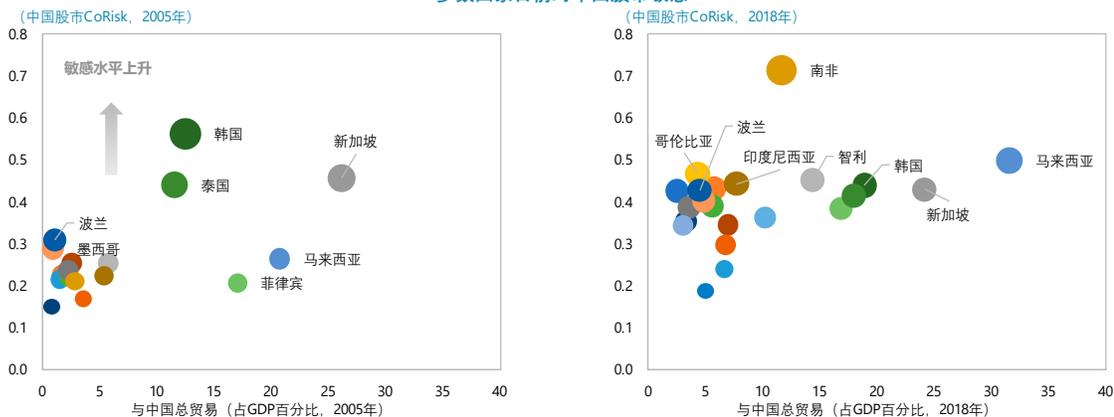


值减少。尽管美国可能获益，但其总产出增长可能较小，而美国进口商品在中国的优惠待遇将会对第三国造成负面的溢出效应，以中国为主要贸易伙伴、经济不够多元化的国家将受到更严重的影响。贸易协定带来的扭曲可能对全球 GDP 造成负面影响，削弱降低政策不确定性、取消较高关税和引入新改革带来的益处。

¹ 由 P. Deb、S. Hannan、S. Jahan；C. Caceres、D. Cerdeiro 和 R. Mano（2019 年国际货币基金组织工作人员论文《贸易战和贸易谈判：使用多部门模型估计的影响》）、Cerutti、S. Chen 以及 A. Mohommed 撰写。

33. 全球经济将得益于一个更加开放、稳定和透明、基于规则的国际贸易体系。中国及其贸易伙伴应建设地开展工作，解决贸易体系的缺陷，使这一体系能够更容易地适应国际经济环境的变化。应当通过达成避免损害国际体系的全面协议，而不是通过以缩小中美贸易逆差为目标的有管理的贸易协议，来尽快化解中国与美国之间的贸易矛盾。重要的是，这两个大型、具有系统重要性的贸易伙伴之间的协议应能强化世贸组织的规则，不带歧视性，并以市场机制和宏观经济基本面为基础。

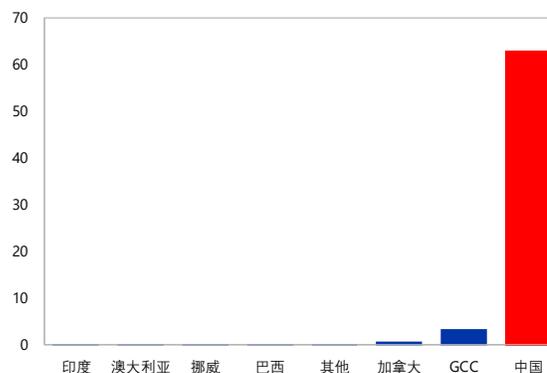
多数国家目前对中国股市敏感



注释：CoRisk衡量压力期间一国资产类别对相应中国资产类别的尾部回应（敏感性）。2005-2018年，随着中国作为新兴市场经济体贸易伙伴的重要性提高，受中国CoRisk溢出效应影响的国家数量以及影响程度显著加大。
来源：IMF工作人员的估计。

34. 在国际贸易体系现代化和进一步开放方面，中国也能发挥重要作用并从中受益。中国应与国际伙伴方开展合作，推进电子商务和服务等领域的贸易谈判，并通过运作完善、经过改进的世贸组织争端解决制度继续执行现有的世贸组织承诺。中国还可接受更开放的投资体制以及产业补贴方面的透明度和补贴削减。作为电子商务和金融科技的全球领导者，中国可以与其他国家合作，制定产业监管、数字标准和网络安全方面的全球标准。更广泛而言，中国可以支持国际体系，并受益于进一步开放和能够增强竞争的其他结构性改革。

政府对铝业的支持，2013-2017年
(十亿美元)



注释：“GCC”是指海湾合作理事会；“其他”包括新西兰、俄罗斯、西班牙和美国。
来源：经合组织（2019年）“衡量国际市场的扭曲：铝业价值链”，经合组织贸易政策文件第218号。

35. 应加强对外贷款框架，支持这一框架对伙伴

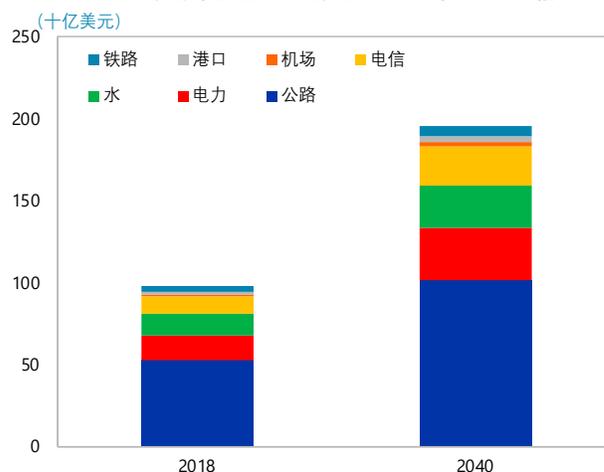
国和中国的有效性。中国的对外贷款，例如“一带一路”倡议下的贷款，有可能通过引导资金投向最需要的基础设施项目、加强双边贸易和深化全球价值链而给伙伴国带来显著好处。一个能够加强协调、合作和透明度的框架将有助于引导资金投向最需要的基础设施项目，从而最大限度地扩大中国对外贷款给伙伴国带来的好处。加强对债务可持续性的监控、改善贸易政策和通关程序以及健全汇率和金融部门政策是关键所在。当局新建立的“一带一路”债务可持续性框架是加强对外贷款纪律方面采取的积极措施，同时应成立一个协调机构，负责监控债务可持续性，并监督更广泛的“一带一路”问题。应以竞争性方式遴选项目，实行公开采购，让私营部门参与进来，并开展稳健的项目评估，这些措施将加强资源配置，同时减轻环境、金融和腐败方面的风险。这些框架应遵守国际标准，即旨在通过加强借款方、贷款方和国际组织之间的合作而促进透明和可持续的贷款行为，并增强能力建设。可以通过确保实施绿色、低碳、能适应气候变化的投资项目来加强环境可持续性。

当局的想法

36. 当局指出，贸易紧张局势是全球经济面临的一个主要风险，希望各方着力维护和强化多边和基于规则的全球贸易体系。当局强调，贸易战没有赢家，中国致力于在平等和互惠基础上开展可信的磋商。当局指出，考虑到经济的韧性（出口实现多元化，扩展至美国以外的国家，同时国内需求和政策发挥越来越大的作用），中国完全有能力应对不断加剧的不确定性。此外，中国仍具备充足的财政和货币政策操作空间。当局解释了世贸组织改革的三个紧迫优先事项，包括解决上诉机构成员选择方面的僵局，限制滥用国家安全豁免条款，以及限制日益普遍的单边贸易行动。当局表示正在与其他新兴市场和经合组织一道开展工作。

37. 当局强调了“一带一路”倡议的广阔范围，不仅包括基础设施项目，还有金融和贸易互联互通、政策协调和文化纽带。当局正在积极推进“一带一路”倡议债务可持续性框架的全面实施，措施包括收集必要数据，促进政府机构和金融机构的能力建设工作。当局还强调了近期与“一带一路”倡议绿色投资相关的承诺。当局指出，目前没有计划改变“一带一路”倡议的监督框架。

“一带一路”国家的年度基础设施投资缺口预计将扩大一倍



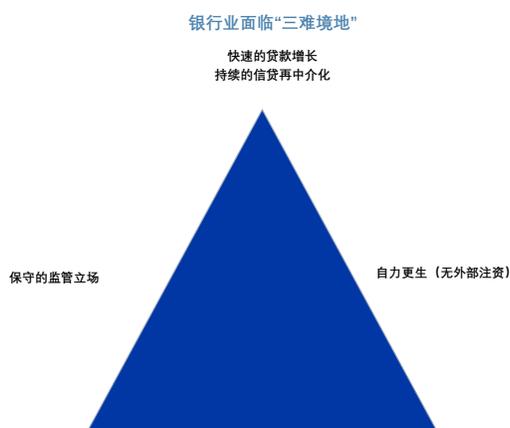
来源：全球投资枢纽（Global Investment Hub）和IMF工作人员的估计。

C. 在国内金融状况收紧、增长减缓的环境下，如何继续推进去杠杆和降低风险的工作？

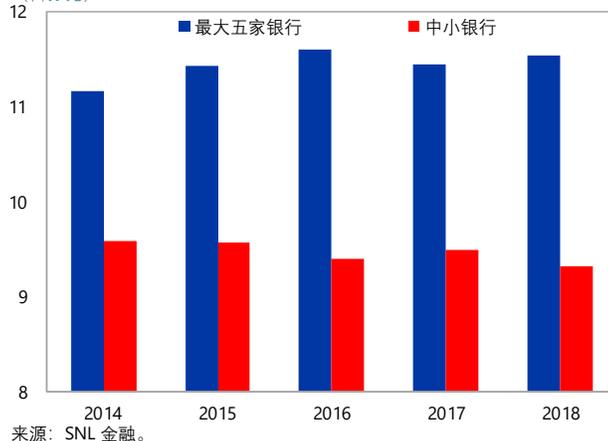
38. 主要问题。从积极方面看，在加强金融监管、减少监管套利和改善制度框架方面采取的协同努力促使影子银行业务收缩、金融互联性减轻，从而实现了信贷增长和公司债务的必要下降。从消极方面看，许多银行的业务模式和盈利能力面临压力，整个体系的资本水平依然相对较低（特别是中小银行），家庭债务迅速增加，信贷分配因民营企业融资渠道受限而恶化，反映了中小银行的资产负债表压力、避险情绪的加强以及影子融资的减少。

39. 重点是避免出现监管后退，应继续推进结构性监管改革，以降低依然高企的脆弱性，同时加强银行资本。在二十年来首次公开银行接管之后，小型银行的风险规避情绪加剧，融资压力加大。这强调了必须尽快推进必要的改革，包括金融部门评估规划提供的建议（附录六）。主要建议包括：

- 全面落实已宣布的监管改革。资产管理行业仍存在显著的期限和流动性错配，应对该行业实施统一监管，并不应延迟地全面实施从 2017 年末启动的针对该行业的改革措施。不应出于周期性原因或以抵消金融状况收紧的影响为目的而放松微观审慎监管。
- 增强银行资本，以促进影子银行业务进一步缩减，鼓励这些资产转移到银行资产负债表，并改善货币政策传导。最终确立国内系统重要性银行和系统重要性金融机构框架，包括实行额外的资本附加要求。鼓励利润留存、针对从非银行来源筹集股本提供税收优惠（如公司股权减税计划）等措施优于通过银行交叉持有永续债券来增加资本，因为交叉持有债券会提高互联性，可能加剧系统性风险。
- 通过建立一致适用各银行的银行处置制度来进一步强化金融框架（根据金融部门评估规划的建议），并加强存款保险体系，以促进薄弱机构的退出。
- 通过加强宏观审慎工具和建立个人破产制度控制家庭债务增加带来的脆弱性（见“部分问题文件”）。偿债收入比限制（目前为 55%）应收紧到 30%-50% 的国际标准，适用于所有债务，包括对非银行机构的债务（如 P2P 贷款），并更积极地加以运用，以提高贷款价值比限制规定的有效性，例如，通过限制将无担保

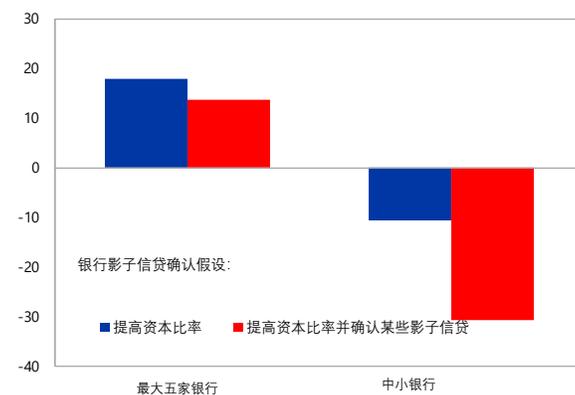


中小银行一级资本充足率较低 (百分比)



除最大五家银行外的其他银行在提高韧性和发放新信贷之间面临权衡取舍

(资产负债表增强情况下估计的总体一年期贷款增长能力，百分比)

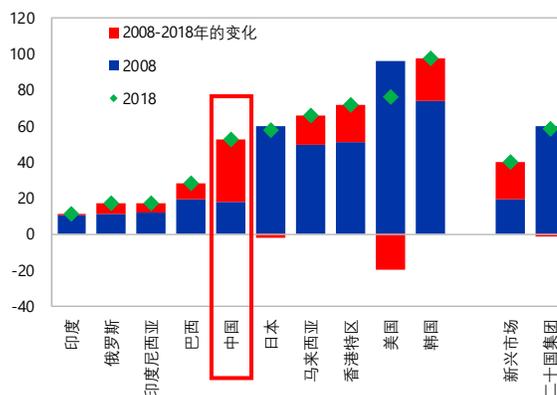


来源：《全球金融稳定报告》（2019年4月），以及IMF工作人员的估计。

贷款用于住房抵押贷款首付。对家庭部门的系统性风险评估应扩展到不限于总信贷和住房市场指标，征信系统的质量和范围应予改善。随时间推移，当局应建立个人破产体制，加上强化的制度安排（如资产和信用登记系统），有助于解决极端过度负债的情况，同时减轻道德风险。最近采取的住房抵押贷款利息所得税扣除措施应予取消。

- 应推进全面的金融科技监管，包括当前受欢迎的“内容重于形式”方法（基于行为而不是实体类型）。目前采取的加强数据采集和强化“了解客户”的要求值得欢迎。应实施支持开放网络和促进竞争的政策，同时维护金融稳定，这有助于解决数字行业寡头垄断问题。人民银行今年3月宣布了外资企业进入国内数字支付市场的准入要求，这是值得欢迎的一步。与此同时，应鼓励利用金融科技提高金融普惠性，包括加强农村地区的互联网渗透。
- 中国的反洗钱和反恐融资体系相对年轻，但制度框架和国内协调都很全面。金融行动工作组于2019年4月17日发布了对中国反洗钱和反恐融资体系的最新评估报告（附录三）。当局应解决识别出的缺陷，包括采取措施提高在中国运作的法律实体的受益所有者的透明度（也是一项反腐败措施），建立全面的法律框架来实施联合国针对性金融制裁要求，以及改善金融部门监督和防范措施（例如，客户尽职调查和政治敏感人物）。

中国家庭债务与GDP比率大幅上升
(百分比)

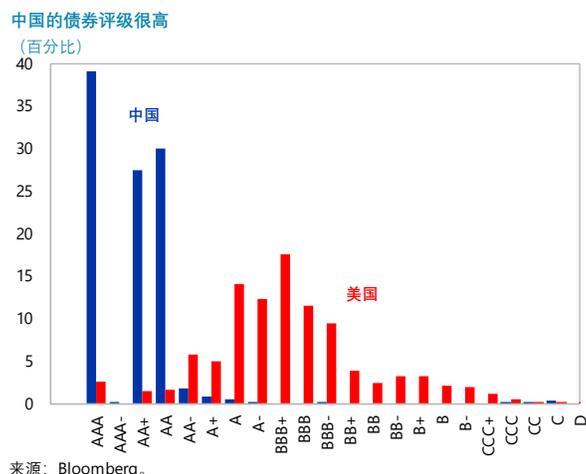


来源：国际清算银行和，以及IMF工作人员的计算。

40. 为改善信贷分配和效率，在实施政策增加对私营部门贷款的同时，应采取措施降低对国有企业的信贷比例（见“部分问题文件”）。取消国有企业享有的普遍隐性担保和其他优势（如被赋予土地）有助于增强债务和监管中性，并促进更高质量的去杠杆进程。

- 中期内，需要制定全面、有序的计划，取消隐性担保，以改善企业信贷分配。近期内，一个方式是要求那些获得隐性担保的国有企业除了标准的利润上缴之外，还要明确向预算支付隐性担保的成本。或者，可以对未达到利润上缴30%目标的国有企业采取惩罚性措施，如减少对其提供的贷款或扩大其信用利差。另外，可以提高银行对获得隐性担保企业的贷款的风险权重，以纠正银行定价过低风险。
- 支持私营企业的其他金融监管措施包括：（1）逐步收紧银行的国有企业贷款敞口上限，目标是在中期内对国有企业和私营企业大额和相关方贷款采用相同的限制；（2）统一对处于分割状态的债券市场的监管，以加强流动性和价格发现功能；（3）取消对中期票据和商业票据的AA或更高级别要求，以鼓励小型企业发行更多债券，同时使投资者能够承担风险，允许债券违约。

- 为改善中小企业的融资渠道，应加快对中小企业的支付（特别是来自国有企业的支付），并加大采用替代形式的担保品，例如，动产和应收账款，这些方式优于降低对中小企业的风险权重或扩大公共信贷担保。
- 提高国有企业/私营企业信贷透明度也有助益，例如，可以公布银行对这两类企业信贷的比例。
- 可以鼓励增加股权融资，例如，可以实行公司股权减税计划，对股权正常回报率实行所得税扣减。然而，应监测这种计划的实施对税收征收的影响。
- 加强整体信用文化也能改善信贷决策和提高金融韧性。有关措施包括，建立更全面的信用登记系统，鼓励更多外国评级机构开展业务，以改善债券评级。



当局的想法

41. 当局同意需要强化银行资本，尤其是小型银行，并认识到家庭债务的快速增加。当局将包商银行视为孤立事件，认为风险的扩散较低且可控，中国人民银行已做好准备提供充足流动性，缓解可能影响其他银行的流动性问题。当局还同意，需要建立运转良好的处置制度。关于家庭债务增加问题，当局承认，偿债收入比限制过去十年间未作改变，目前主要用作微观审慎工具。当局计划今后加强偿债收入比限制作为宏观审慎工具的作用，但强调需要改善所有家庭债务的信息。当局认同构建统一的信用登记系统的好处，但更倾向于由不同机构收集和分享信用信息，包括市场化机构。当局同意，需要促进建立个人破产制度，以改善现有的企业破产法。当局还同意，需要强化制度安排，包括建立统一的财产登记和报告系统，进一步完善社会保障框架，并解决部分债务人可能滥用个人破产制度的道德风险担忧。

42. 关于金融科技，当局认识到少数市场领导者的主导地位以及特定技术的使用可能放大金融体系风险。为此，当局正在制定金融监管规则，包括建立创新型金融科技产品的基本原则，制定新型金融服务渠道的规则，包括银行应用程序接口、数据保护的管理和安全规则，以及对云计算等关键技术的监管。未来，预计推出全面的金融科技公司监督计划。

43. 关于反洗钱/反恐融资，当局正在制定相关计划，解决金融行动特别工作组报告指出的不足，该计划将阐明相关部门之间的职责划分。当局计划尽快将该计划提交国务院。当局已经实施监管规定，要求金融机构获取新客户的受益所有权信息，并对现有客户设定时间表。当局还采纳了新标准，以识别不符合反洗钱规章的金融机构，并对其实施处罚。

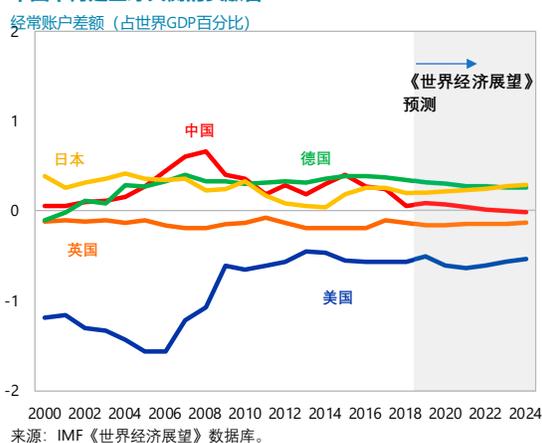
44. 当局强调，去杠杆工作取得了成功。当局指出，国有企业 2020 年之前将杠杆率（负债与资产之比）降低 2 个百分点的要求已取得积极成效。此外，当局实施了试点项目，要求银行共同决定是否应向负债水平高的国有企业提供信贷。当局认为，国有企业资金成本较低，是因为市场认为国有企业的风险较低。当局致力于进一步降低国有企业杠杆率，但也强调需要采取渐进措施。当局注意到，需要在去杠杆、防范风险和保持经济稳定之间取得适当平衡，同时鼓励金融机构根据市场原则向私营部

门（特别是中小企业）提供贷款。当局还同意，可通过寻找抵押替代品来改善对中小企业的信贷分配，包括运用金融科技来确定其信誉。

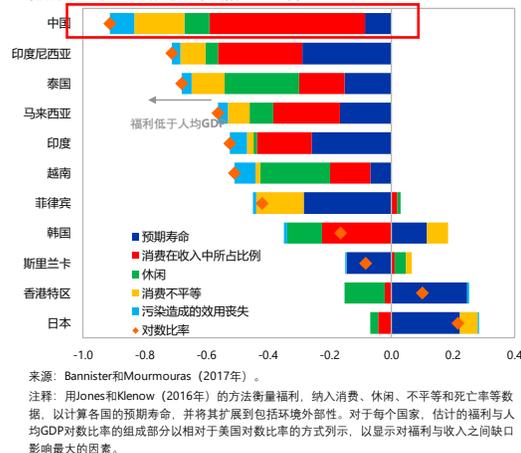
D. 如何控制外部失衡并进一步促进消费？

45. 主要问题。过去几年里，中国在减轻外部失衡方面取得了可喜的进展。2018 年的外部头寸与中期基本面和可取政策对应的水平基本一致（附录四）。预计经常账户在中期内依然接近平衡状态，但如果消费未能迅速增加（例如由于高额家庭债务）或投资的下滑速度快于预期（例如由于信贷进一步收紧），那么会面临再度出现过度顺差的风险。为了实现外部头寸的持久平衡，需要继续解决导致过度家庭储蓄的扭曲因素，并进一步促进消费。这也有助于增进中国公民的福祉。相比收入水平类似的国家，中国公民的消费较低。

中国不再是全球失衡的贡献者



中国的低消费对福利产生负面影响
(福利与人均GDP对数比率的分解, 2012年)

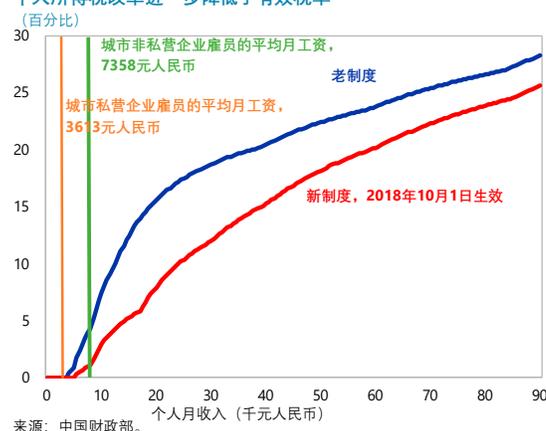


46. 继续解决导致过度家庭储蓄的扭曲因素，并采取措施促进消费，这些方面的持续进展将有助于实现持久的外部平衡。由于人口结构的变化，预计中国的储蓄率将随着时间推移而下降，但有针对性的财政改革也有助于促进消费和减少不平等。结构性改革的重点有：

- 加强社会安全网，以降低预防性储蓄。政策应着眼于增加社会福利支出，包括医疗、教育和养老金支出，以及通过加快户籍改革来改善获取社会服务的渠道。应将某些支出责任（如医疗和教育）转移给中央政府，这将确保最低水平的服务，并缩小城市与农村在公共服务提供方面的巨大差异。
- 提高税收体系的累进程度，措施包括：

- 降低个人所得税起征点并扩大税基。这将与最近的个人所得税改革形成对照。最近的改革大幅提高了应税收入起征点，并采用了若干扣除，其影响是进一步提高了起征点（使较富裕的人获益最多）和缩小了税基。
- 取消低收入家庭的最低社保缴费。这种最低缴费导致最低收入者面临非常高的有效税率。
- 加快在全国范围内出台经常性房产税。这也将为地方政府提供重要的收入来源，并有助于控制房地产投机。
- 征收实质性碳税或煤税以解决空气污染和气候变化问题，这也有助于创造收入来抵消更高的社会支出，并能在 2030 年之前挽救近四百万人的生命。

个人所得税改革进一步降低了有效税率



47. 金融体系和政策框架应做好准备应对更加波动不定的资本流动。为了应对更开放的资本账户和更具波动性的资本流动，需要继续采取措施降低风险并改善外汇风险管理，以加强金融体系。在提高汇率灵活性的同时，应进一步深化外汇市场和提高透明度。鉴于基准驱动的外国证券投资流动日益重要，必须开发市场和工具以开展风险管理（如债券期货）。监管改革应遵循国际标准，以鼓励机构和长期投资者的投资，并深化人民币国际化。中期内，应按照与提高汇率灵活性和其他配套改革相一致的次序安排，逐步取消资本流动管理措施。

当局的想法

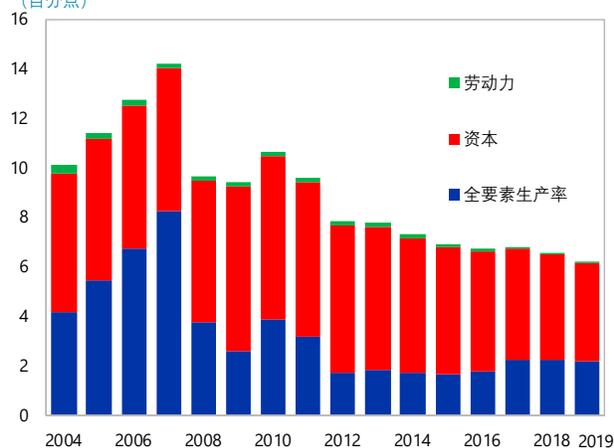
48. 当局对加强再平衡和解决社会经济差距的重要性表示赞同。当局针对最不发达地区实施了减贫政策，目标是2020年之前消灭绝对贫困，重点是这些地区的教育和基础设施提供支持。中国共产党第十九次全国代表大会宣布了完善失业保险制度的决议。尽管工作人员指出近期的个人所得税改革可能降低整体税收体系的累进性，但当局表示，以一定程度上整合的综合所得税取代分类所得税将合理增加更高收入群体的税负，缓解不平等现象。房产税立法也正在取得稳步进展。

49. 当局同意外部头寸与中期基本面一致的评估，并强调将继续推进改革和开放。当局预期，经常账户在中期内将保持顺差，并重申了开放证券市场、扩大境外投资者可利用的金融工具和渠道的范围、为境外投资者的运作提供便利、支持中国证券的境外发行等承诺。尽管2019年的资本流动可能受到市场情绪变化的影响，但中国国内债券和股票市场纳入国际指数将带来稳定的资本流入。中期来看，当局预计经常账户继续保持顺差，收入逆差继续收窄。中国的对外投资结构也已改善，对外直接投资比例增加，使境外收益回报提高，从而缩小投资收益逆差。

E. 如何提高生产率并促进更长期的收入趋同?

50. 主要问题。中国的生产率增长自全球金融危机以来逐步下降，原因是基础设施投资回报下降，以及资源配置不当加剧（与国家的作用不断增强有关）。增量资本产出率在上升。全球金融危机以来的全要素生产率增长速度为2.25%，约为全球金融危机之前十年平均水平的一半。这两个期间GDP增长率的下降几乎全部是由全要素生产率增长减缓造成的。增速放缓的部分原因是向更可持续的增长路径趋同。提高生产率和加强政策框架的改革将在这一转型过程中为实现强劲、可持续的增长提供支持。

全要素生产率对实际GDP增长的贡献下降
(百分点)



来源：CEIC和IMF工作人员的估计。

增量资本产出率稳步上升
(比率)



来源：IMF《世界经济展望》数据库和工作人员的估计。

51. 重点工作。为了促进长期生产率增长和收入趋同，需要实施一系列广泛的改革，加强市场的作用，促进竞争，提高开放度，并扭转国有企业日益占据主导地位的局面。随着经济不断发展，中国的政策框架和治理也需演变。这些改革将相互强化，适当的次序安排能扩大其影响，同时限制短期不利效应（专栏3）。

专栏3. 改革互补性与次序¹

以上改革将相互强化，恰当的次序安排将有助于发挥最大功效。改革之间的互补性和次序安排实例包括：

营商环境和内部壁垒。加快那些几乎没有前期成本的改革（例如减少商业法规），取消产品市场内部壁垒，将促进企业进入市场，加大通过户口改革增强劳动力市场灵活性带来的好处。短期内，增加向资源不足地区的转移支付将有助于实现这一目标。

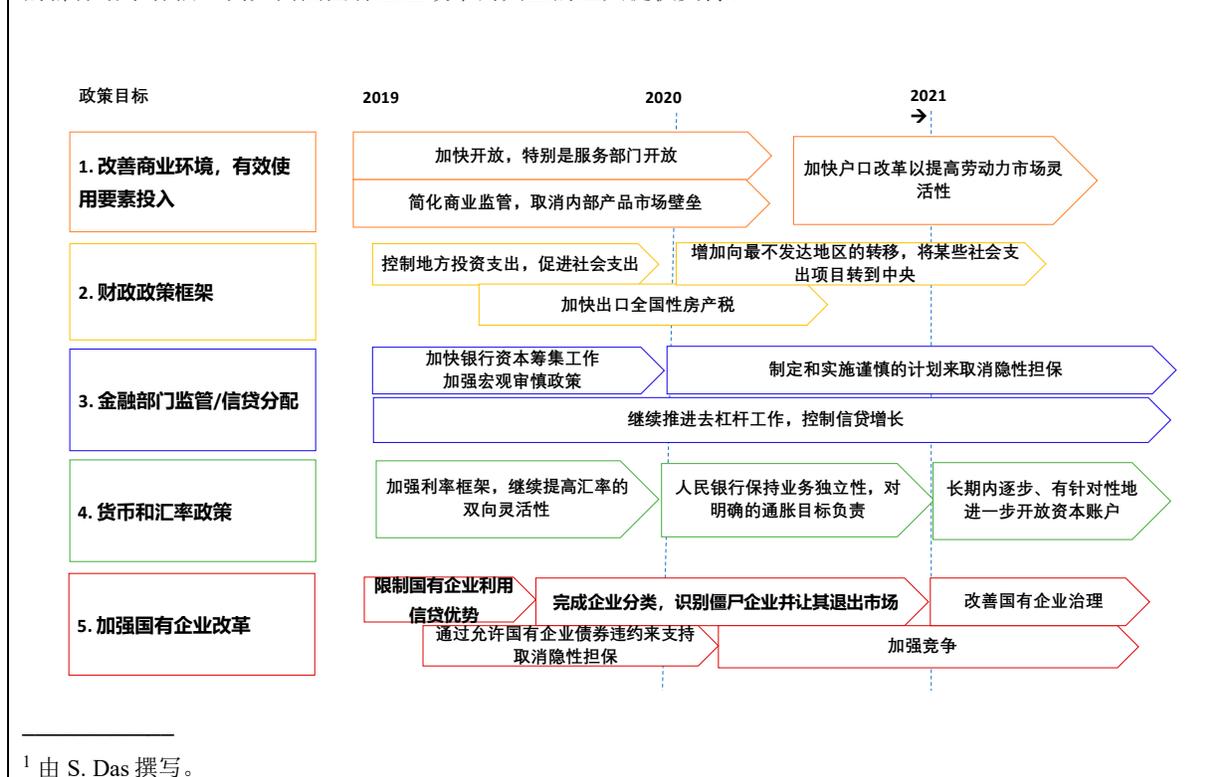
外国竞争壁垒。加速开放，尤其是服务部门的开放，有助于吸收国有企业改革造成的就业流失。国有企业改革进而能缓解贸易紧张局势，提高可贸易部门的竞争力。

财政结构与再平衡。加快实施讨论已久的全国房产税来增加地方政府收入，有助于缓解地方与中央财政责任之间的失衡，并有助于对承担国有企业和户口改革前期成本的地区加以补偿。另外，还可以鼓励地方政府在增加社会支出的同时控制投资支出。

金融监管与信贷。加快银行资本筹集将有助于支持银行对私营部门的贷款，并改善货币政策传导。同时，旨在实现竞争中性国有企业改革及其他改革能减少国有企业和僵尸企业的信贷需求，增加私营部门的信贷需求。目前应加强宏观审慎政策，以控制家庭债务增加带来的脆弱性。

货币与汇率政策。继续推进货币与汇率改革能为中期内以渐进、审慎有序方式放开资本账户打下基础。

中国拥有政策空间，可以提供有针对性的前期财政支持，抵消结构性改革带来的短期影响，对承担调整负担的群体给予补偿，例如向因国有企业改革而失业的工人提供支持。



52. 通过统一产品市场来加强市场的作用，这将促进各部门和地区的企业进入市场，并提高劳动力市场灵活性。

- 进一步放开市场，特别是公共部门主导的服务行业。
- 有利于本地企业的壁垒也造成各地区产品市场处于分割状态。应根据政府取消竞争壁垒的工作计划，采取措施取消各种形式的地方保护主义（例如，要求使用指定的服务提供商，当地登记要求等）。
- 修订破产法，以提高市场退出的质量，限制地方政府干预，并扩大使用专门的破产法庭和管理者。
- 提高劳动力市场灵活性，措施包括加快户口改革，扩大获得社会服务的渠道，以及加强养老金的转移接续。

53. 加快开放。尽管中国逐步开放了对外贸易和投资，但与二十国集团其他新兴市场经济体相比，服务业和外国直接投资方面的开放程度依然较低。中国将得益于进一步开放服务业，并简化外商对华投资的审批程序。最近对外商投资负面清单的调整以及新的《外商投资法》出台是可喜的进一步措施，有助于实现平等的市场准入和公共采购待遇，应在各地得到一致的实施。同时，应继续推进达成高质量的自由贸易协议，包括在服务、投资和电子商务领域。例如，中国单边取消货物进口关税在长期内

- **改善国有企业治理。**当局应通过增加集团层面董事会会议的信息披露来提高集团层面治理的透明度，并促进任命具有国际和私营部门经验的管理人员（例如，遵循 2015 年经合组织关于国有企业公司治理的指导原则）。

55. 为管理日趋系统化和复杂的经济，需要实现政策框架的现代化并改善治理。总体目标应是继续转向更加市场化和透明的框架，减少对行政措施的依赖。这也有助于降低对腐败的脆弱性，包括通过实施加强国有企业治理、财政透明度和土地出让等方面的改革，详见以下阐述。

- **货币政策。**当局已取得显著进展，通过逐步降低具有扭曲性的高存款准备金率和改善货币政策沟通，来加强基于利率的框架。需要在以下方面进一步开展工作：（1）逐步取消基准存款利率，同时建立市场化贷款定价机制；（2）明确只有一个主要政策利率（人民银行逆回购利率），同时使利率走廊上限和下限的变动与政策利率相一致；（3）根据明确的担保品规则，而不是监管标准，来确定人民银行借贷便利的定价和使用。尽管已采用新的便利（如定向中期借贷便利）和中央银行贷款（再贷款/贴现）来应对经济下滑，逐步取消这些做法和简化操作框架将提高其有效性。此外，还应围绕明确的通胀目标，加强人民银行的问责制和操作独立性。

汇率波动性上升，利率波动性下降

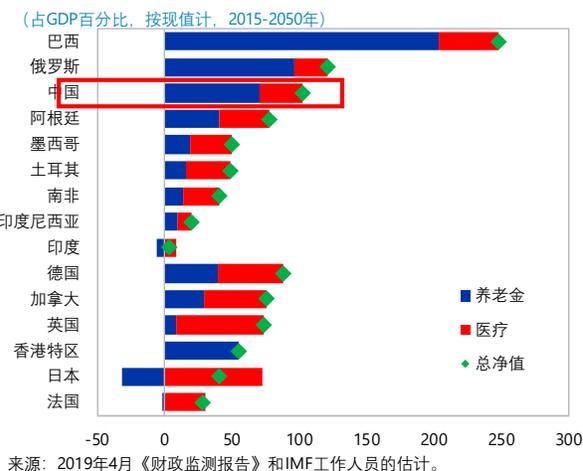


来源：Bloomberg和CEIC。

- **金融监管。**金融稳定发展委员会应被赋予全面的宏观审慎权力，具有明确界定的政策程序和政策工具，包括逆周期资本缓冲，以便有效评估脆弱性，并根据风险确定政策行动。应向公众清晰地沟通各机构的责任划分、决策程序、职能和协调机制。
- **财政改革。**
 - 在财政部内成立一个宏观财政部门，负责评估中国的财政政策立场和宏观影响，这将能促进宏观管理，特别是考虑到目前财政政策在应对贸易冲击中发挥着主导作用。
 - 尽管加强财政纪律的改革在不断推进，但随着预算外地方政府借款收紧，并采用专项债券作为基础设施融资工具来取代地方政府融资平台的借款，预算外债务依然很高且不断上升。应谨慎取消对剩余预算外投资的隐性担保，并确认非商业性债务。应根据国际标准，将预算外借款纳入衡量范围，改善对广义政府赤字和债务的估计。
 - 地方政府收入与支出之间的缺口造成严重的市场扭曲（如地方保护主义），并影响再平衡工作的质量（如农村地区公共服务供给薄弱），因此，减轻中央与地方财政责任失调至关重要。主要的改革包括，加快出台全国范围的经常性房产税，让中央政府承担某些支出责任（养老金、失业保险、医疗和教育，其中一些已在计划之中）。应扩大平衡补助金的规模，以支持最不发达和脆弱的地区。

- 尽管与其他主要经济体相比，中国的社保缴费相对较高，但随着人口迅速老龄化，养老金体系的缺口不断扩大。应通过逐步提高退休年龄、将福利与价格挂钩以及修改福利公式等参数改革来改善社会保障可持续性。
- 应通过进一步提高透明度来加强财政治理。措施包括，根据国际最佳做法公布广义政府账户和资产负债表以及行政预算提案，提供关于国有企业准财政业务和预算外基金的信息，编制财政风险报告，以及改善非税收入框架（如土地出让，专栏4）。

中国具有相对较高的隐性养老金和医疗支出负债



- **改善透明度和统计工作。** 货币政策和金融稳定方面的信息沟通已改善，包括人民银行采用新的英文网站、定期召开新闻发布会，扩大提问与回答，以及在年度金融稳定报告中公布压力测试结果。应提高财政账户透明度，使数据更符合国际标准。应解决国民账户长期存在的数据缺口和劳动力市场数据稀缺问题，这有助于改善政策制定和可信度、国际货币基金组织的监督工作以及二十国集团承诺。

专栏 4. 改善土地出让金管理的治理工作¹

背景。 在中国，政府通过向实体和个人出售土地使用权获取大量收入。2017年，因土地使用权买卖而产生的土地出让金约占GDP的7%，占地方政府收入的39%。土地出让也是中国经济增长和城镇发展的关键因素。因此，土地出让金的妥善治理工作是确保地方政府资金充足、提高经济效率和促进土地分配公平的关键。

现行做法。 城市用地归国家所有，农村用地归集体组织所有。个人和实体使用土地可以通过获得土地使用权实现：如使用性质为公用，则可免费（或以低成本）获得土地使用权，如为私用（营利性），则需付费。自2007年以来，营利性的土地使用权通过招标方式获得，而不是直接谈判，土地出让金上交给地方国库，列入地方政府预算。

现有脆弱性和近期改善。 根据2014年一份国家审计署报告，经审计的13万亿人民币（相当于GDP的3%）的土地出让金中，约20%存在收取不足、使用不当或者核算错误的问题。当局近期启动了一些改革：建立了在线公共资源交易平台，所有土地拍卖和投标目前都通过这一平台执行。财政部就土地出让金收取和使用发布了新的程序指引。

良好国际做法。 为进一步改善土地出让金的管理，当局可以考虑参照国际上的良好做法来调整其目前实践。

土地出让金的收取：

- 《土地管理法》目前正在修订之中，可以增加关于土地出让金管理的内容。这部分内容可以包括土地拍卖/投标和土地费收取方面的最重要规定，同时，对于土地出让金管理的其他一些不那么关键的方面，仍赋予地方政府灵活性。相关管理规定目前分散于各项法令和指示中，可予以整合。

土地使用权价格 (2003-2016年)



专栏 4. 改善土地出让金管理的治理工作（续完）

- 需要在各机构间适当划分收取责任，以实现制衡。关键收取职能（如准备拍卖和投标文件、确立出让底价、评估标书、甄选中标标书、处理付款）应分配给不同政府机构，以避免权力过度集中。
- 竞标程序应包括能够确保公平和透明的特征。可以通过采取以下措施来实现：要求标书和底价以密封信形式提交，使用上锁的标书箱妥善保管，并在多个机构官员在场的情况下打开和评估。另外有证据显示，相比双阶段拍卖，单阶段拍卖不太容易受到操纵。可以使用一个具有安全日志簿的电子投标系统开展网上拍卖和招标。中标和未中标的标书均应公布。
- 内部控制措施的设计需能促进诚信管理。财政部和自然资源部可以发布关于各机构间职能划分的内部控制指引，建立关键决定的多级审查制度，并要求核对会计信息（例如，为了确保商定的合约价格与实际支付价格相匹配）。信息系统应根据被授权官员的责任赋予其访问权，并应包括活动记录和例外情况报告，以识别不寻常的系统使用，并采取跟进处理措施。
- 外部监督和调查应以现代风险管理方法为指导。应针对那些被认为违规风险最高的土地出让金管理类别，指定一名负责监督国家风险减缓战略的国家风险管理人。国家审计署可以在其 2014 年全面审计的基础上，开展一次有针对性的土地管理审计。
- 土地管理官员应当受到公职人员行为守则的约束。标准的行为守则可以扩展到土地管理官员，要求他们每年上报财务信息披露声明，并针对每次拍卖/招标提交信息保密表。应实施全面、持续的意识提升计划，以确保土地管理官员了解行为守则的内容、如何遵守行为守则以及违规的后果。

土地出让金的使用：

- 将所有土地支出（和收入）纳入统一预算，接受法律审查，这种做法有明确的好处。指定收入和支出用于专项用途的机制会限制政策灵活性，无法将资源分配至重点领域。这种机制还会阻碍立法机构的财政监督。良好做法是，将所有土地出让收入和支出纳入相关地方政府的年度一般预算。
- 如果无法避免分割情况，那么应在预算文件中充分披露土地费的计划用途（和预期收取情况），作为信息参考，这些信息应具有与一般预算相同的分类标准和详细程度。可能需要强化现有管理规定，以确保资源得到有效管理，根据可接受的会计和报告标准、内部控制、内部和外部审计予以实施，并达到基本的透明度要求。管理规定可能还需要澄清这些资源使用的责任归属。
- 应通过设计完善的信息技术系统支持对土地出让金使用（和收取）的集中监督。各地方政府的信息技术系统最好能统一协调，采用类似的时间安排，以确保在中央层面迅速和及时地整合信息。信息技术系统的设计至少应实现各地方政府相互之间一定程度的对话，以便出于整合目的方便地翻译和利用信息。

当局的想法

当局指出，近年来实施了几项举措来改善土地出让金管理。建立了一个在线公共资源交易平台，所有土地拍卖、招标和挂牌都通过平台执行。当局还就土地出让金的收取和使用发布了新指引。针对土地管理违规情况的调查有所增加，起诉案例也随之增加。当局认为，上述和其他举措对改善土地出让金管理和减少腐败产生了重要影响，但认为进一步考虑采纳代表团确定的一些国际良好做法也很有裨益。

¹ 由 J. Brondolo、F. Gonguet、S. Saxena 撰写。

当局的想法

56. 当局同意，需要进一步统一劳动力市场，尤其是通过户口改革来实现。当局近期宣布了放松中型城市户口限制的措施，未来将继续实施特大城市户口改革。反垄断当局致力于消除市场壁垒，简化行政管理，促进公平和公正的监管，有效防止政府对市场竞争的不适当干预，从而为市场参与者建立公平、开放和透明的市场环境。尽管贸易紧张局势升级，当局重申将致力于进一步扩大开放，在更

多领域允许外资参股或独资。当局还公布了针对外国投资准入的简化版负面清单，通过实施《外商投资法》确保外国投资者享受准入前国民待遇。

57. 当局同意，需要实施国有企业改革，以降低杠杆率，提振生产率。当局倾向于通过设定工业和非工业国有企业负债与资产比率的具体警戒线（对超过警戒线的企业实施更严格的监管）、吸引战略投资者、僵尸企业出清和治理改革等措施降低国有企业杠杆率，而不是通过设定去杠杆目标（定义为国有企业债务与GDP的比例）。当局不认为国有企业通过隐性担保享受信贷优势。政府致力于进一步实施改革，将国有企业分为商业类和公共福利类，并通过混合所有制改革改善国有企业治理和建立国有资本投资运营公司。当局指出，《反垄断法》等法律平等适用于国有企业和私营企业，而《外商投资法》将降低外资企业的市场壁垒。当局同意，将认真审查对《公司法》等法律作出的任何新的修订，以确保法律赋予平等待遇。当局强调，今后改善资源分配的工作将以混合所有制改革的成功经验为基础，该制度促进了改制后的国有企业提高盈利能力和降低杠杆率。

58. 当局重点关注改善货币政策传导，包括传导速度和信贷结构，同时正在研究如何推进利率改革。有明确证据显示，短期利率“DR007”的变化能够有效传导至债券市场，但对银行贷款利率的传导程度有限，且存在时滞。定向下调存款准备金率和定向中期借贷便利也有助于改善信贷结构。取消基准贷款利率需要时间，因为很多贷款仍然根据基准利率定价。

59. 当局澄清称，金融稳定发展委员会主要负责协调金融发展和监管，协调与金融稳定有关的金融监管、货币、财政和产业政策，分析国际和国内金融环境，以及应对国际金融风险。人民银行最近成立了宏观审慎管理局，其职责包括牵头建立宏观审慎政策框架和制定基本原则，起草监管金融控股公司和系统重要性金融机构的规则，以及对外汇市场实施宏观审慎监管。对于基于借款人的工具，人民银行将听取其他机构的意见，包括地方政府——不同省市的具体工具存在差异，以适应当地的住房市场状况。

60. 当局继续努力实现财政框架现代化。为促进均衡的地区发展，当局建立了标准化和透明的预算体系，并实施了预算绩效管理。中央与地方财政关系改革正在实施，措施包括，中央与地方政府进一步分担支出责任（即让中央政府适度承担更多财政和支出责任），以及改善政府间转移支付。当局指出，社会保障体系短期内不会面临可持续性问题的。

61. 当局虽然同意需要继续加强地方政府预算约束，但仍不同意工作人员对广义政府范围的定义。当局仍不同意工作人员提出的“增扩概念”，指出根据2014年《预算法》，地方政府不对地方政府融资平台、政府引导基金和专项建设基金的债务承担任何责任。

62. 当局同意需要进一步改善数据，同时指出了近期取得的进展。全面落实2008年国民账户体系的工作正在推进。当局指出，很多国家使用单一平减法，且鉴于投入价格指数存在计量误差，双重平减法不见得优于单一平减法。尽管当局每年都在扩大公布的数据内容，但由于正在改善按支出衡量的季度GDP数据，以及正在分析和测试CPI权重，近期公布细节不现实。

工作人员的评估

- 63. 继 2018 年放缓后，经济增长在 2019 年初恢复稳定。**2018 年经济增长的放缓反映了金融监管得到强化和外部需求走弱，而政策支持促进了经济增长在 2019 年趋于稳定。总体消费者物价指数通胀上升，但核心通胀仍然低迷，失业率保持稳定。然而，贸易紧张局势加剧严重影响了市场情绪。金融去杠杆和降低银行和非银机构互联性的措施帮助抑制了金融风险的累积，但脆弱性仍然较高。
- 64. 若干领域的改革继续推进，再平衡进展喜忧参半。**监管改革导致银行资产增速下降，银行和非银机构之间的互联性降低，信贷增速继 2018 年放缓后在 2019 年再度回升。当局继续推进对外开放，中国在世界银行 2019 年营商指数中的排名上升 34 位至第 46 位。经常账户顺差继续下降，经济增长由消费驱动，但向服务业再平衡调整的进展较为缓慢，信贷扩张速度仍然过快。过去几年中，中国在缓解对外失衡方面取得了可喜的进展，2018 年的对外头寸基本符合中期基本面和可取政策。实现对外头寸的持续平衡需要逐步控制扩张性的宏观经济政策并实施结构性改革。
- 65. 贸易紧张局势的不确定性仍然较高，风险偏向下行。**从消极方面来看，贸易紧张局势进一步升级可能导致关税上升，扰乱供应链，抑制信心和投资。金融脆弱性也可能放大贸易冲击或其他国内风险的影响，后者包括房地产市场急剧下滑、生产价格指数通缩再现等。更长期来看，全球化可能逆转、贸易前景走弱、市场准入收窄和技术可得性降低可能拖累中国的增长前景，而国家作用的强化可能导致资源配置进一步恶化，尤其是叠加依靠债务实现过高的短期增长目标的背景。从积极方面来看，贸易紧张局势缓解能强化信心，促进投资和贸易，提振经济增长。旨在增强市场作用的全面国内一揽子改革方案，辅以更大程度的开放和有意义的国企改革，也可以显著提振中期生产率和潜在增速。
- 66. 当局无须实施额外的政策宽松，因为已宣布的措施足以稳定 2019 年的经济增长。**然而，如果贸易紧张局势进一步升级，使经济和金融稳定面临风险，有必要实施额外的刺激措施（财政措施为主），同时允许汇率贬值。
- 67. 中国及其贸易伙伴应开展建设性的合作来更好地解决贸易体系的缺陷。**中国也能发挥重要的作用，且能够从进一步开放和其他强化竞争的结构性改革中获益。中美贸易紧张局势应通过全面协商尽快解决，避免破坏国际体系，且解决方案不应该是管理以压缩中美贸易赤字为目标的贸易协定。
- 68. 当局应继续努力强化金融监管，减少监管套利，改善金融监督框架。**小型银行中出现的问题强调了实施必要改革的紧迫性，包括落实金融部门评估规划提出的建议。宣布的监管改革应该全面落实，在不放松微观审慎监管措施的前提下强化银行资本。制定清晰的处置机制将促进薄弱的银行退出市场。应强化宏观审慎工具来应对家庭债务上升的脆弱性，建立个人破产机制来帮助解决极端的过度负债问题，同时降低道德风险。一个全面有序、旨在消除国企隐性担保的计划将改善信贷配置。
- 69. 定向的结构性财政改革能帮助提振消费，控制对外失衡和减少不平等现象。**这包括增加医疗、教育和养老金支出，增强税收体系累进性，具体措施包括（i）降低个人所得税起征点、扩大税基；（ii）取消低收入家庭缴纳社保的推算最低收入；（iii）加快启动经常性房产税；以及（iv）征收实质性的碳税或煤炭税。
- 70. 经济对外开放和增加市场力量作用的改革需要进一步取得进展。**这意味着降低很多行业中公共部门的主导地位，向私人部门开放更多市场，确保公平竞争。继续实施国有企业改革，通过实现预

算硬约束限制其获取信贷的优势，允许“僵尸”国企退出市场，将资源释放给私人部门。向私人 and 外资企业开放非战略性部门，尤其是服务部门，统一各地区产品市场将加强竞争。

71. 管理日益系统化和复杂的经济需要建立现代化的政策框架。货币政策应继续从数量型向价格型转变，包括最终转向单一政策利率。增强汇率灵活性和改善外汇市场运行将帮助金融体系为更大规模的资本流动波动做好准备。当局可通过加快启动经常性房产税、将特定支出责任转移至中央政府和增加政府间转移支付等方式，缓解中央-地方之间的财政责任失衡。强化社会安全网，构建更具累进性的税收体系将抑制家庭过度储蓄，并刺激消费。中国应继续升级对外借款框架，以加强协调和合作，确保透明度和债务可持续性。

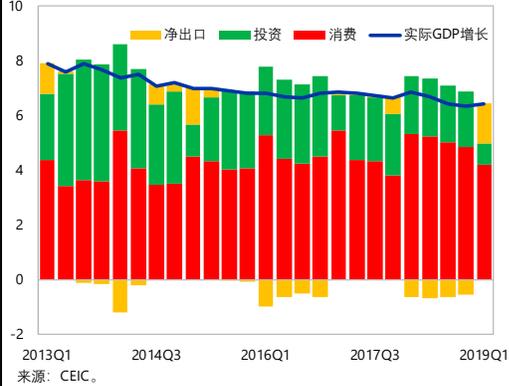
72. 中国应迫切解决宏观经济数据缺口问题，进一步提升数据可信度和完善政策制定。

73. 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. 近期形势：增长势头减弱

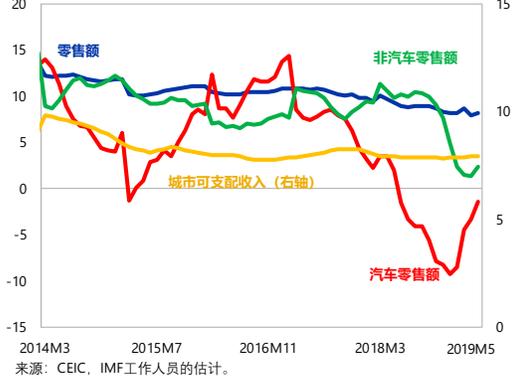
2018 年经济增速减缓，尤其是下半年。

对实际GDP的贡献份额：需求侧
(百分比)



在需求侧，消费支出仍然相对强劲（受到税收影响的汽车销售除外）

零售额、汽车销售额和城市可支配收入
(百分比，同比，三个月移动平均值)



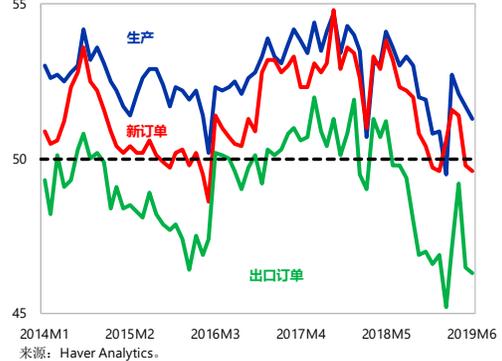
…同时，基础设施投资在 2018 年中期下滑，随后在秋季出现回升

投资和社会融资总量的增长
(百分比，同比)



在供给侧，基于调查的指标显著走弱，尤其是出口订单。

采购经理人指数：制造业
(经季节调整，50+=扩张)



盈利能力随着 PPI 通胀下滑而下降 …

工业利润增长

(百分比变化，三个月移动平均值，同比)



… 房地产销售出现疲软。

住房价格和售出面积

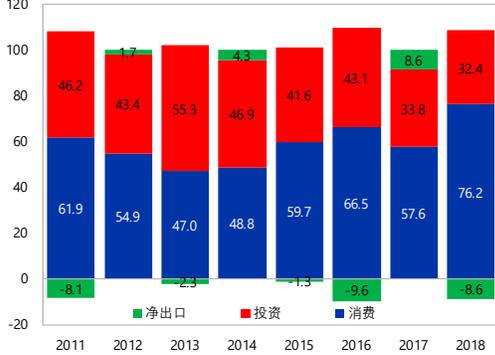
(百分比，同比，三个月移动平均值)



图 2. 再平衡：继续推进，但进展不均衡

按实际水平衡量，经济转向消费的内部再平衡调整速度加快。

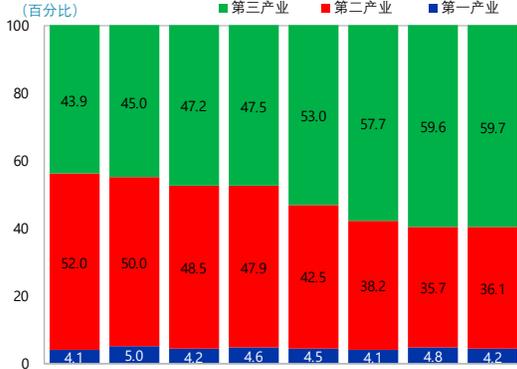
对实际GDP的贡献率：需求侧
(百分比)



来源：CEIC。

转向服务业的内部再平衡调整过程中，服务业占GDP的比重停滞不前…

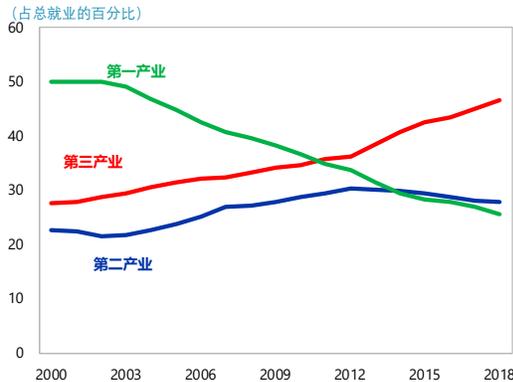
对实际GDP的贡献率：供给侧



来源：CEIC, IMF工作人员的估计。

…但劳动力从农业和工业转向服务业的再分配进程继续推进。

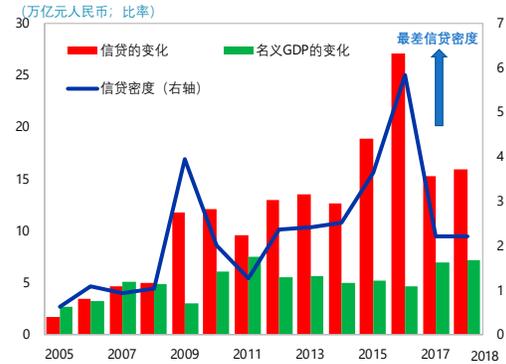
部门就业



来源：CEIC, IMF工作人员的估计。

信贷密度 2017 年出现改善后在 2018 年趋于稳定。

信贷密度



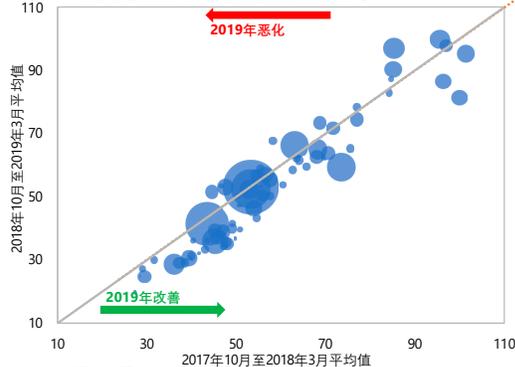
注：信贷密度的定义是，对经济的信贷除以名义GDP。

来源：CEIC, IMF工作人员的估计。

大多数城市空气污染程度继续减轻。

74个城市冬季的PM2.5

(微克/立方米, 圆圈大小与2016年城市常住人口成比例)



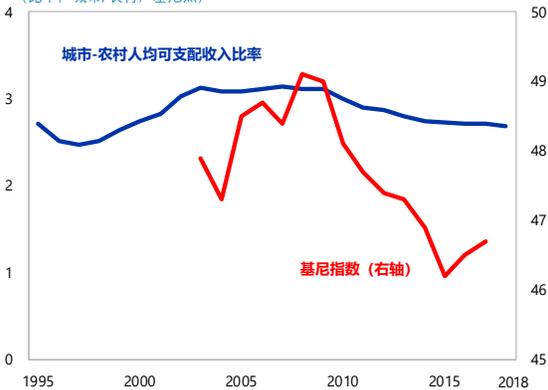
注释：鉴于数据可得性，不包括12月。

来源：CEIC, IMF工作人员的估计。

2018 年，城乡之间的不平等差距略有缩减，但仍然较大。

城市-农村可支配收入比率和基尼指数

(比率, 城市/农村; 基尼点)



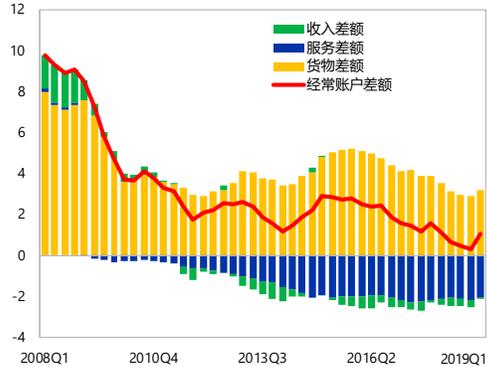
来源：中国国家统计局, Haver Analytics.

图 3. 外部：经常账户顺差缩小

2018 年，中国的经常账户顺差由于结构性因素下降了 1 个百分点...

经常账户

(占GDP百分比, 四个季度移动平均值)

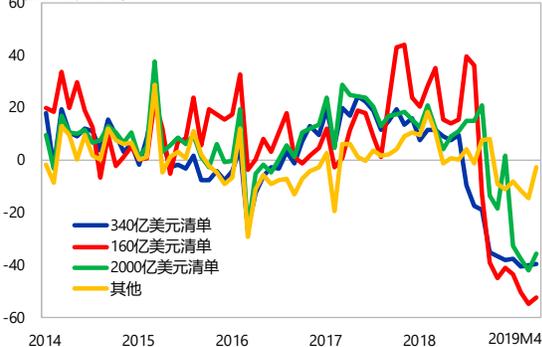


来源: CEIC。

尽管贸易紧张形势造成了特定商品的出口波动，但到目前为止，这些商品仅影响中国出口的 10% ...

美国从中国的进口

(百分比, 同比)

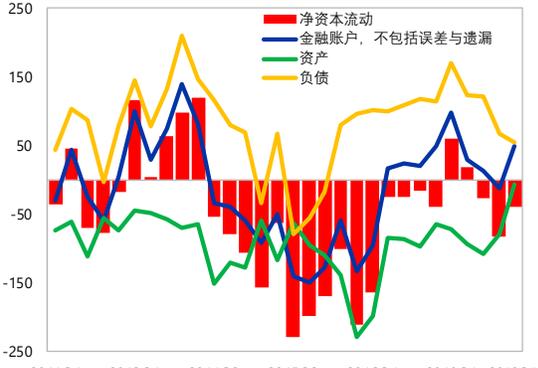


来源: IMF工作人员的估计。

尽管资本流入 2018 年有所减缓，第四季度转为流出，但并不存在显著的外流压力。

金融账户

(十亿美元)

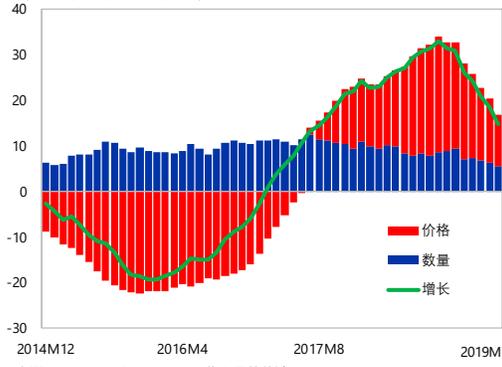


来源: CEIC。

...石油和半导体价格上涨。

中国石油和集成电路进口增长的分解

(百分比, 12个月移动平均值)



来源: Haver Analytics, IMF工作人员的估计。

...但这在逆转人民币对美元升值趋势中发挥了作用，尽管人民币对一篮子货币汇率仍保持稳定。

人民币对美元汇率和中国外汇交易中心指数



来源: Bloomberg, IMF工作人员的估计。

尽管人民币对美元贬值，但外汇储备充足，且并无迹象表明实施了大规模外汇干预。

外汇储备

(十亿美元)



来源: Haver Analytics。

图 4. 财政：继续放松

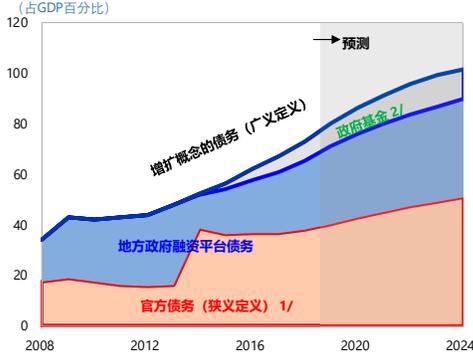
增扩概念的赤字 2018 年进一步扩大 ...

不同定义下的政府余额



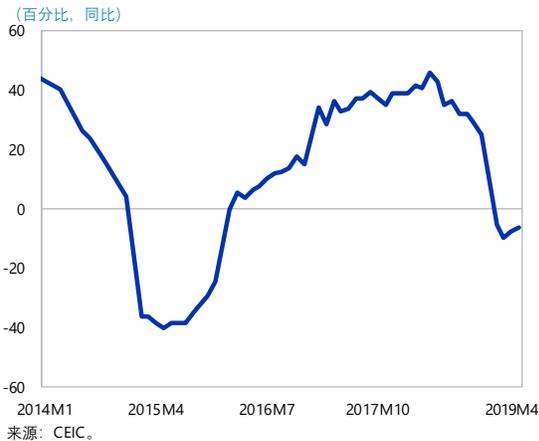
官方债务尤其是增扩概念的债务预计将进一步扩大。

狭义和广义政府债务



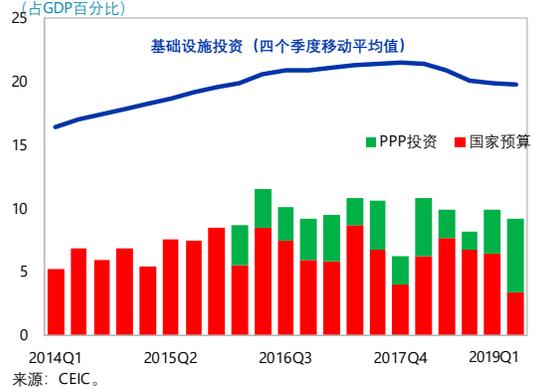
土地出让收入最近几个月减少 ...

土地出让收入的增长



... 尽管基础设施投资趋稳。

基础设施投资融资缺口



政府债券收益率相比近期出现的高水平有所回落。

一级市场债券收益率



... 地方政府收支缺口依然很大。

地方政府预算内支出和收入

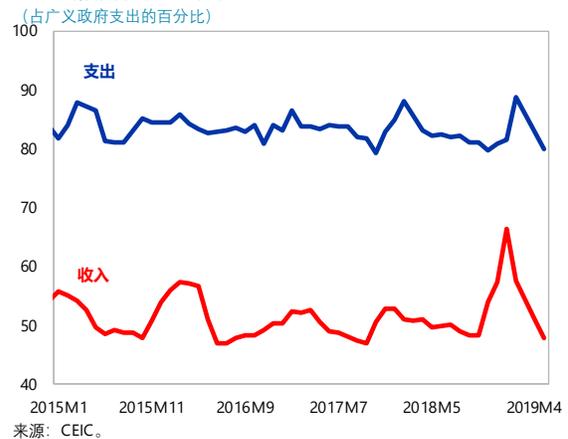
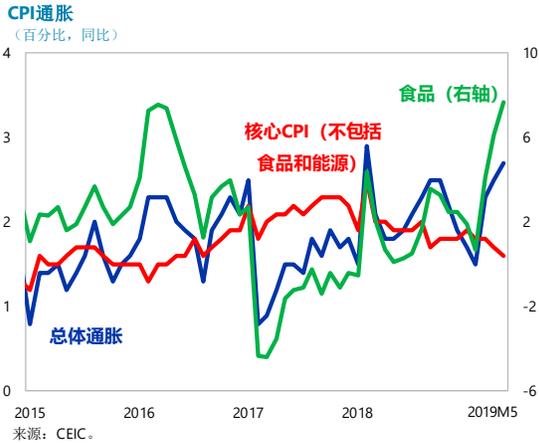
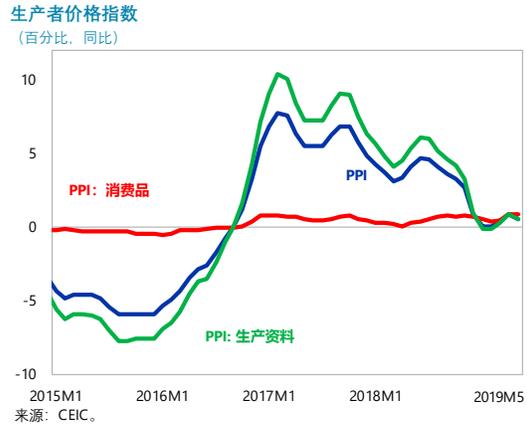


图 5. 货币：在政策放松环境下，通胀得到控制

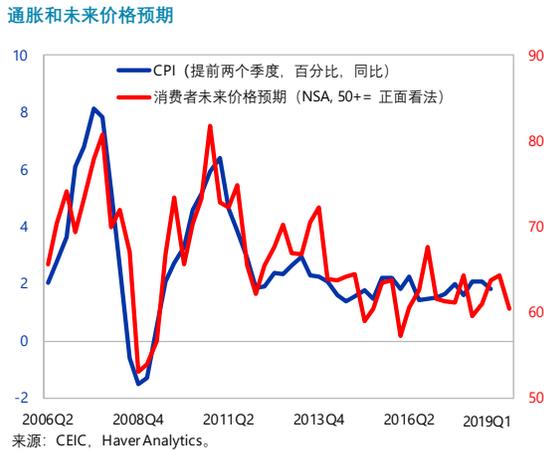
核心 CPI 通胀在 2018 年下半年下降，而总体通胀率的变化由食品价格驱动。



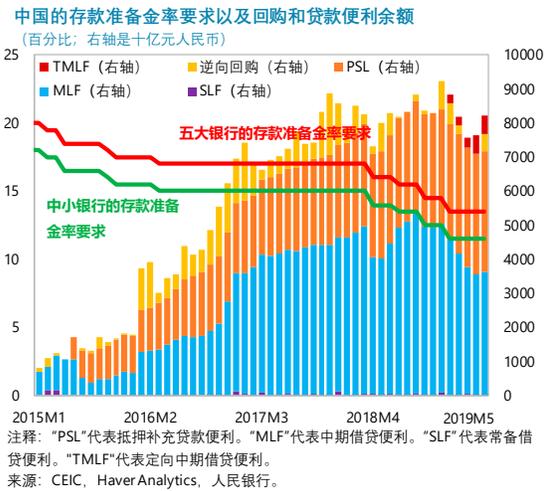
PPI 通胀在 2018 年出现缓和，年末急剧下降。



通胀预期仍得到有效锚定。



人民银行在 2018 年第二季度到 2019 年第一季度的每个季度均下调了存款准备金率，并增加了中期流动性。



存款机构的七天逆回购利率在 7 月降准后下降了约 25 个基点，在利率走廊下附近徘徊...



...其他银行间利率降幅更大并保持在低水平。

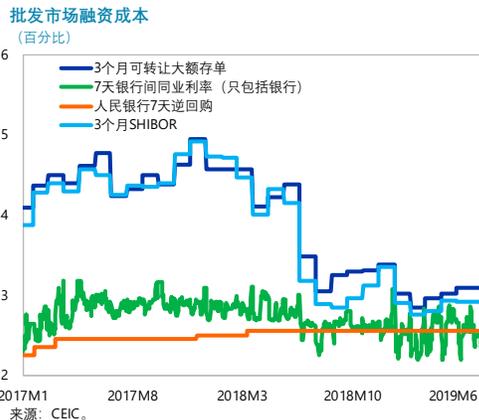
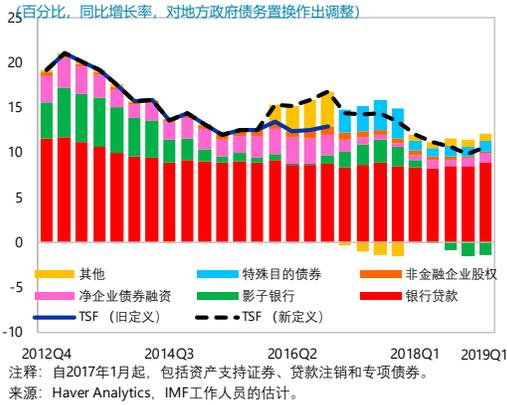


图 6. 信贷增长放缓，但信贷占 GDP 的比重仍在上升

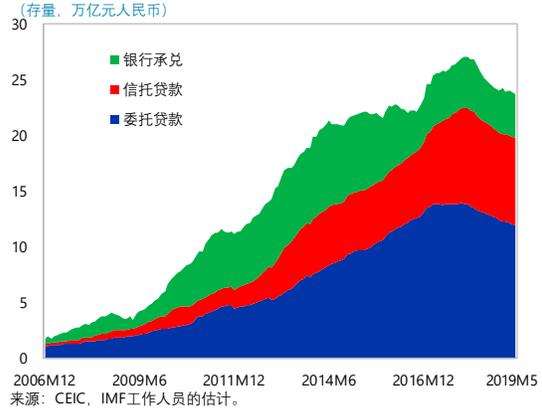
信贷增长在 2018 年年末趋于稳定，但近期有所回升 ...

...但影子银行业务的收缩已停止。

对社会融资总量存量增长的贡献



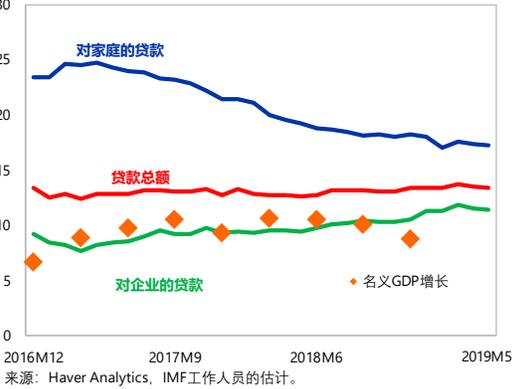
影子银行业务, 按组成部分列示



...银行继续大力增发贷款，增加势头从家庭贷款转向企业贷款 ...

... 尽管银行对小企业的贷款发放急剧减速。

银行贷款增长率, 按借款人和期限划分



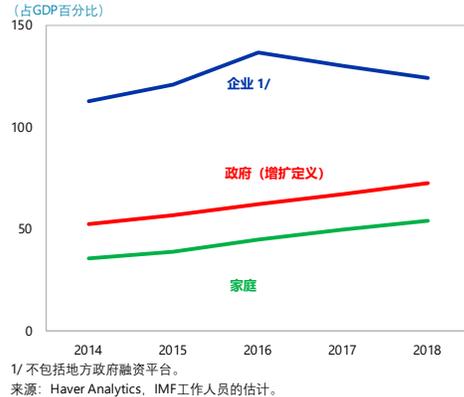
对企业的贷款, 按规模划分



... 债务水平依然较高，这是因为企业去杠杆的效应更多地被公共和家庭债务的上涨所抵消...

... 家庭债务水平现已超过新兴经济体平均水平。

国内非金融部门债务



家庭债务与GDP比率

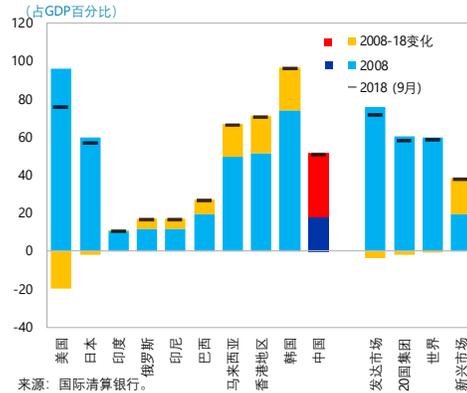
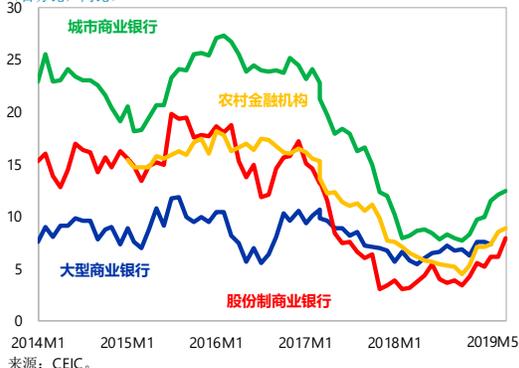


图 7. 银行资产增长已见底回升，但资本约束可能阻碍复苏

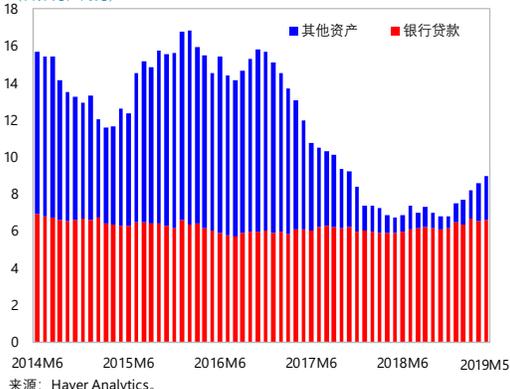
银行资产增长在过去几个月中趋稳，但农村金融机构除外，其资产增速仍在下降。

银行对实体经济的直接贷款依然强劲。

银行资产增长率
(百分比, 同比)



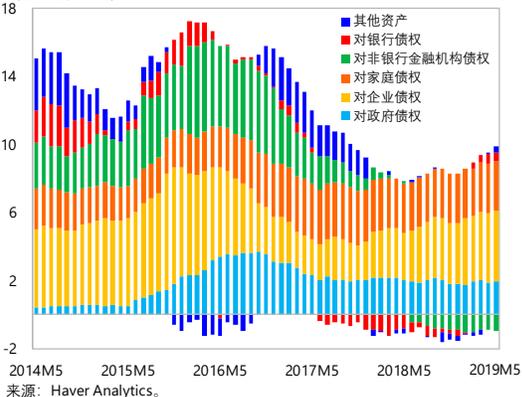
对银行资产增长的贡献
(百分比, 同比)



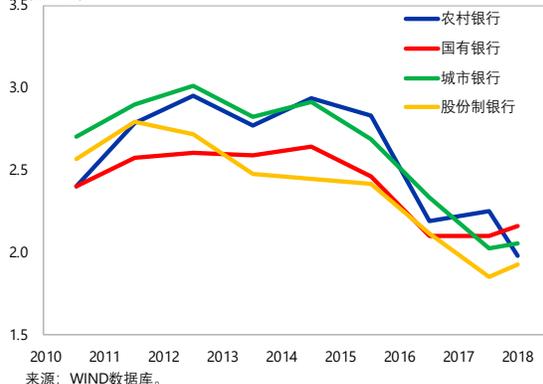
银行对非银行金融机构的债权收缩，而对企业的债权增加，反映了当前的再中介化过程。

影子业务规模的进一步收缩和银行再中介活动的开展可能因盈利能力下降而受阻...

对银行资产增长的贡献
(百分比, 同比)



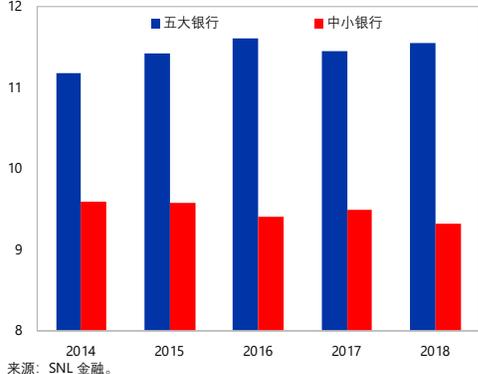
净利差
(百分比)



更紧的资本约束，尤其是中小型银行 ...

... 不良贷款率上升。

一级资本比率
(百分比)



不良贷款比率
(百分比)

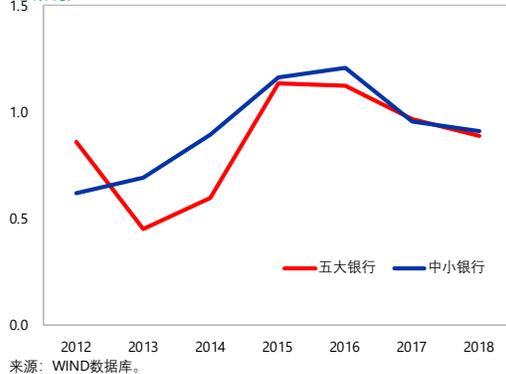
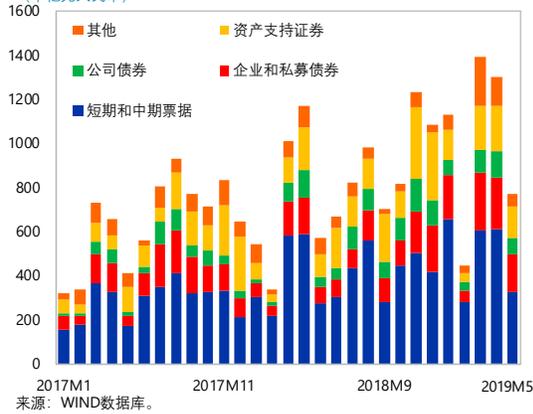


图 8. 虽然政策放松，但金融市场融资条件仍然吃紧

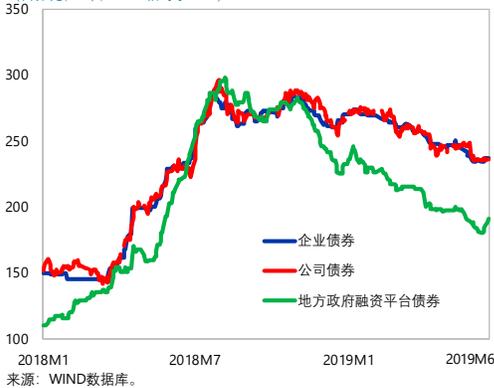
流动性增加促进了债券融资，尤其是对于短期和中期债券发行者而言...

公司债券发行总额，按类型划分
(十亿元人民币)



虽然利率下降，但信用利差大多依然高企...

公司和地方政府融资平台债券发行者的信用利差
(百分比，3年，AAA 相对于 AA-)



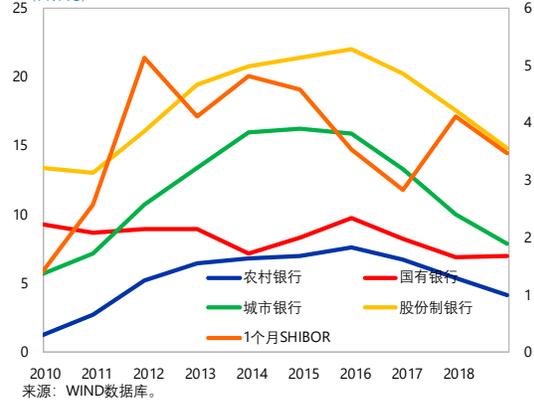
小企业仍面临借款成本高的问题，减少了债券发行。

中小企业私募债
(十亿元人民币；百分比)



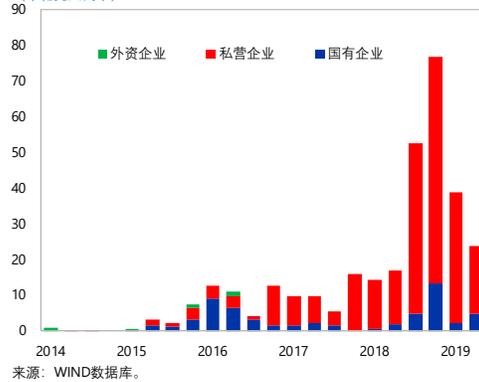
...但银行对同业拆借依赖程度降低，限制了银行间利率下降带来的好处。

同业借款与银行总负债的比率
(百分比)



...信用事件的数量在增加，主要是对私有企业。

信用事件，按债券发行者划分
(十亿元人民币)



非正规、私营部门贷款利率——温州和 P2P 利率——仍然保持高位。

私人贷款利率以及信托和理财产品的收益率
(百分比)

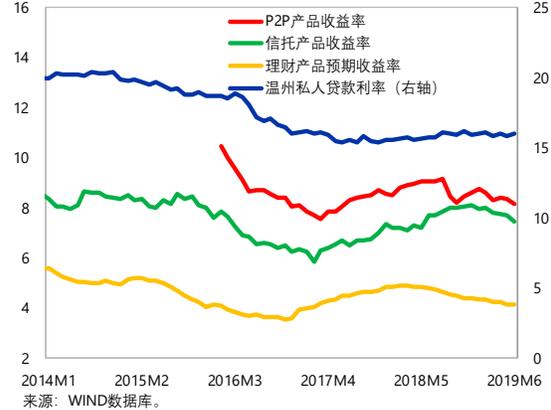


表 1. 中国：部分经济指标

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	预测										
	(年度百分比变化, 除非另有注明)										
国民账户											
实际GDP (基年=2015年)	7.3	6.9	6.7	6.8	6.6	6.2	6.0	6.0	5.7	5.6	5.5
国内总需求	7.2	7.2	7.6	6.3	7.4	6.1	6.2	6.2	6.0	5.8	5.6
消费	7.2	8.3	8.6	7.4	9.4	8.0	7.2	6.6	6.3	6.2	6.0
投资	7.1	6.1	6.5	5.1	4.8	3.8	5.0	5.8	5.6	5.4	5.2
固定	6.8	6.7	6.8	4.4	4.8	3.8	5.2	6.0	5.8	5.6	5.4
库存 (贡献)	0.2	-0.2	0.0	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净出口 (贡献)	0.4	-0.1	-0.6	0.6	-0.6	0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
资本形成总额 (占GDP百分比)	46.8	44.7	44.1	44.6	44.8	42.9	42.2	41.6	41.1	40.5	39.8
国民储蓄总额 (占GDP百分比) 1/	49.0	47.5	45.9	46.3	44.6	43.4	42.5	41.8	41.1	40.4	39.7
劳动力市场											
失业率 (年度平均) 2/	5.1	5.1	5.0	4.9	4.8	5.0	...	...	...	...	...
就业	0.4	0.3	0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1
价格											
消费者价格 (平均)	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	2.2	2.4	2.8	2.9	3.0	3.0
GDP平减指数	1.0	1.1	-0.1	2.4	2.1	1.4	1.8	2.1	2.2	2.4	2.3
金融											
7天回购利率 (百分比)	5.1	2.4	2.7	5.4	3.1	...	...	...	...	...	...
10年期政府债券利率 (百分比)	3.7	2.9	3.1	3.9	3.3	...	...	...	...	...	...
实际有效汇率 (平均)	3.2	9.8	-4.9	-2.9	1.4	...	...	...	...	...	...
名义有效汇率 (平均)	3.6	9.7	-5.4	-2.5	1.5	...	...	...	...	...	...
宏观-金融											
社会融资总量 3/	14.3	12.4	16.7	13.4	9.8	10.5	10.5	10.0	9.5	9.2	8.7
占GDP百分比	190	198	216	224	226	232	238	242	245	247	249
非金融部门债务总额 4/	17.1	15.4	19.9	11.0	10.4	11.6	11.7	11.0	10.3	9.9	8.8
占GDP百分比	207	222	249	253	257	266	275	282	288	293	295
对私人部门的国内信贷	13.2	15.8	21.3	8.5	7.8	8.8	9.9	9.5	8.9	8.7	8.1
占GDP百分比	149	159	181	180	178	180	183	185	187	188	188
房价 5/	1.4	9.1	11.3	5.7	12.2	6.5	8.6	7.3	6.6	6.2	6.0
家庭可支配收入 (占GDP百分比)	60.4	60.5	61.0	60.4	60.0	60.0	59.8	59.4	58.9	58.1	58.1
家庭储蓄 (占可支配收入百分比)	38.0	37.1	35.5	35.4	33.0	31.5	30.3	28.9	27.3	25.4	25.0
家庭债务 (占GDP百分比)	35.8	38.7	44.8	49.7	54.0	56.2	59.1	61.1	63.2	65.4	67.9
非金融企业国内债务 (占GDP百分比)	113	121	136	130	124	124	124	124	124	122	120
国际清算银行估算的信贷/GDP率缺口 (占GDP百分比) 6/	21.1	20.8	18.2	10.5	0.4	...	...	...	...	...	...
预算内广义政府 (占GDP百分比)											
净贷款/借款 7/	-0.9	-2.8	-3.7	-3.9	-4.8	-6.1	-5.7	-5.6	-5.6	-5.5	-5.4
收入	28.1	28.5	28.2	28.3	29.2	28.8	29.1	28.8	28.5	28.2	28.0
从土地出让中获得的额外资金	2.7	1.9	2.0	2.6	2.9	2.8	1.7	1.4	1.1	1.0	0.9
支出	31.6	33.2	33.9	34.7	36.9	37.7	36.5	35.7	35.2	34.7	34.3
债务 8/	38.6	36.4	36.7	36.8	37.9	40.3	43.1	45.5	47.6	49.4	51.0
结构性余额	-0.5	-2.5	-3.6	-3.9	-4.8	-6.1	-5.6	-5.5	-5.5	-5.4	-5.3
国际收支 (占GDP百分比)											
经常账户差额	2.2	2.7	1.8	1.6	0.4	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0	-0.1
贸易差额	4.1	5.1	4.4	3.9	2.9	3.1	2.9	2.7	2.5	2.5	2.4
服务差额	-2.0	-1.9	-2.1	-2.1	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.1	-2.1	-2.1
净国际投资头寸	15.2	14.9	17.4	17.4	15.9	15.6	14.8	13.9	12.9	12.0	11.0
官方储备总额 (十亿美元)	3,899	3,406	3,098	3,236	3,168	3,167	3,174	3,177	3,179	3,182	3,189
备忘项											
名义GDP (十亿人民币) 9/	64,718	69,911	74,563	81,526	88,702	95,539	103,084	111,560	120,546	130,318	140,613
增扩概念的债务 (占GDP百分比) 10/	52.3	56.6	62.0	67.3	72.7	80.2	86.2	91.1	95.6	99.3	101.5
增扩概念的净贷款/借款 (占GDP百分比) 10/	-7.2	-8.4	-10.4	-10.8	-11.2	-12.7	-12.2	-11.9	-11.6	-11.5	-11.4

来源: Bloomberg, CEIC, 国际货币基金组织《国际金融统计》数据库, 以及国际货币基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 国际货币基金组织工作人员对2017年和2018年的估计。

2/ 调查失业率。

3/ 未经地方政府债务置换调整。

4/ 包括政府基金。

5/ 国际货币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。

6/ 最新观测数据是2018年第三季度的数据。

7/ 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。

8/ 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。

9/ 支出侧名义GDP。

10/ 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百分比, 除非另有注明)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
							预测				
经常账户差额	2.2	2.7	1.8	1.6	0.4	0.5	0.4	0.2	0.1	0.0	-0.1
贸易差额	4.1	5.1	4.4	3.9	2.9	3.1	2.9	2.7	2.5	2.5	2.4
出口	21.3	19.1	17.7	18.4	18.0	17.6	16.9	16.2	15.5	15.0	14.5
进口	17.2	14.0	13.4	14.4	15.1	14.5	14.0	13.5	13.0	12.5	12.1
服务差额	-2.0	-1.9	-2.1	-2.1	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.1	-2.1	-2.1
收入差额	0.1	-0.4	-0.4	-0.1	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
经常性转移	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本和金融账户差额	-0.5	-3.8	-3.7	0.9	1.0	-0.5	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.1
资本账户	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
金融账户	-0.5	-3.9	-3.7	0.9	1.0	-0.6	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.1
净外国直接投资	1.4	0.6	-0.4	0.2	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
外国在华直接投资	2.5	2.2	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
中国对外直接投资	-1.2	-1.6	-1.9	-1.1	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-1.1
证券投资	0.8	-0.6	-0.5	0.2	0.8	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
其他投资	-2.6	-3.9	-2.8	0.4	-0.6	-1.2	-0.9	-0.7	-0.5	-0.4	-0.2
误差与遗漏 1/	-0.6	-1.9	-2.0	-1.8	-1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总体差额	1.1	-3.1	-4.0	0.8	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
储备资产	-1.1	3.1	4.0	-0.8	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
国际投资头寸											
资产	61.1	54.8	58.0	59.3	54.6	54.9	53.8	52.5	51.2	50.0	48.8
直接投资	8.4	9.8	12.1	15.0	14.2	14.2	14.0	13.8	13.7	13.7	13.8
证券投资	2.5	2.3	3.3	4.1	3.7	4.5	5.2	5.9	6.6	7.3	7.8
其他投资	13.2	12.4	15.0	13.3	13.1	13.8	13.9	13.7	13.3	12.8	12.1
储备资产	37.0	30.3	27.6	26.8	23.6	22.4	20.7	19.1	17.6	16.3	15.1
负债	45.9	39.9	40.6	41.9	38.7	39.3	39.0	38.6	38.3	38.0	37.8
直接投资	24.7	24.0	24.6	22.6	20.6	21.0	20.9	20.7	20.7	20.6	20.6
证券投资	7.6	7.3	7.2	9.1	8.2	8.7	9.0	9.3	9.6	9.8	10.1
其他投资	13.7	8.6	8.8	10.1	9.9	9.6	9.1	8.5	8.0	7.6	7.1
净国际投资头寸	15.2	14.9	17.4	17.4	15.9	15.6	14.8	13.9	12.9	12.0	11.0
备忘项											
出口增长 (按价值计, 百分比变化)	4.4	-4.5	-7.2	11.4	9.1	3.2	3.8	3.9	3.9	4.8	4.7
进口增长 (按价值计, 百分比变化)	1.1	-13.4	-4.2	16.0	16.2	1.7	4.2	4.6	4.5	4.6	4.5
外国对华直接投资 (十亿美元)	268	242	175	166	203	206	229	252	276	300	324
外债 (十亿美元)	1,788	1,383	1,416	1,758	1,987	2,113	2,245	2,388	2,542	2,707	2,882
占GDP百分比	17.0	12.3	12.6	14.6	14.8	14.9	14.7	14.4	14.1	13.9	13.7
短期外债 (剩余期限, 十亿美元)	1,311	887	871	1,099	1,234	1,308	1,382	1,463	1,549	1,641	1,739
总储备 (十亿美元) 2/	3,899	3,406	3,098	3,236	3,168	3,167	3,174	3,177	3,179	3,182	3,189
相当于短期债务 (按剩余期限计) 的百分比	297	384	356	294	257	242	230	217	205	194	183
贸易条件 (百分比变化)	1.7	7.6	7.7	5.1	3.9	0.5	0.3	0.3	0.3	1.2	0.7
实际有效汇率 (2010年 = 100)	119	131	124	121	122	...	...	...	...	...	...
名义GDP (十亿美元)	10,535	11,226	11,222	12,062	13,407	14,146	15,310	16,639	18,032	19,532	21,113

来源: CEIC; 国际货币基金组织信息通告系统; 以及国际货币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

	2014	2015	2016	2017	2018
货币与金融指标					
广义政府债务 (相当于GDP的百分比) 1/	38.6	36.4	36.7	36.8	37.9
广义货币 (M2: 年度百分比变化)	11.0	13.3	11.3	9.0	8.1
外币存款与广义货币之比 (百分比)	2.9	2.9	3.2	3.1	2.7
对经济的本币贷款 (年度百分比变化)	13.6	14.3	13.5	12.7	13.5
外币贷款与银行国内信贷之比 (百分比)	4.7	4.0	3.4	3.1	2.8
股市指数 (期末, 1990年12月19日 = 100) 2/	3,389	3,704	3,250	3,463	2,611
股市市值 (相当于GDP的百分比) 3/	58.1	77.5	68.6	69.1	48.3
上市公司数 (A股)	2,592	2,808	3,034	3,467	3,567
国际收支指标					
出口 (年度百分比变化,美元)	4.4	-4.5	-7.2	11.4	9.1
进口 (年度百分比变化,美元)	1.1	-13.4	-4.2	16.0	16.2
经常账户差额 (相当于GDP的百分比)	2.2	2.7	1.8	1.6	0.4
资本和金融账户差额 (相当于GDP的百分比)	-0.5	-3.8	-3.7	0.9	1.0
其中: 外国直接投资流入总额	2.5	2.2	1.6	1.4	1.5
外汇储备					
以十亿美元为单位 4/	3,899	3,406	3,098	3,236	3,168
按以下指标衡量的覆盖水平:					
进口 (月数)	22.1	18.2	18.6	20.0	17.2
广义货币 (百分比)	19.5	15.2	13.3	12.9	11.5
按剩余期限计的短期外债 (百分比)	297	384	356	294	257
评估储备充足性 (ARA) (范围) 5/	137-331	119-316	106-284	96-253	92-240
外债与资产负债表指标					
全部外债 (相当于GDP的百分比)	17.0	12.3	12.6	14.6	14.8
全部外债 (10亿美元)	1,788	1,383	1,416	1,758	1,987
按原始期限计的短期外债 (十亿美元)	1,311	887	871	1,099	1,234
银行部门的国外净资产 (十亿美元)	189	444	540	500	570
全部债务与货物和服务出口之比 (百分比)	72.6	58.6	64.4	72.4	74.9
全部债务偿还额与货物和服务出口之比(百分比)	52.9	37.8	39.9	45.5	48.2
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	A1	A1
标准普尔	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
来源: CEIC; Bloomberg; 国际货币基金组织信息通告系统; 以及国际货币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。2015年的债务估计数假设2015年预算外借款为零。					
2/ 上海证券交易所, A股。					
3/ 上海证券交易所, A股和B股, 以及深圳证券交易所。					
4/ 包括外汇储备以及特别提款权和黄金等其他储备资产。					
5/ 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

	2014	2015	2016	2017	2018
货币概览					
	(年度百分比变化)				
国外净资产	2.6	-2.7	-5.9	-4.0	1.0
货币当局 (贡献)	2.4	-8.6	-9.1	-2.4	-1.5
存款类机构 (贡献)	0.3	5.9	3.1	-1.6	2.5
国内信贷	16.2	23.7	20.1	11.3	10.4
对政府的净债权 (贡献)	0.6	4.0	4.8	2.7	2.6
对非金融部门的债权 (贡献)	11.4	13.8	8.6	7.7	9.1
对其他金融部门的债权 (贡献)	4.1	5.9	6.6	0.9	-1.3
广义货币 (M2)	11.0	13.3	11.3	9.0	8.1
M1 (贡献)	1.0	4.3	6.1	3.7	0.5
准货币 (贡献)	10.0	9.0	5.2	5.4	7.6
储备货币	8.5	-6.0	11.8	4.2	2.8
社会融资总量					
	(百分比)				
社会融资总量 1/	14.3	15.0	19.8	14.4	10.2
银行贷款 (贡献)	9.2	8.8	8.5	8.1	7.9
影子银行 (贡献)	2.3	0.6	0.9	2.1	-1.5
企业债券净融资 (贡献)	2.2	2.4	2.3	0.3	0.9
非金融企业股权 (贡献)	0.4	0.6	0.9	0.5	0.2
其他 (贡献)	0.2	0.0	3.7	-3.0	-0.1
	(占GDP百分比)				
社会融资总量 1/	189.8	202.2	227.1	227.6	227.5
银行贷款 (贡献)	131.2	137.0	144.6	149.0	154.3
影子银行 (贡献)	33.1	31.7	31.4	33.0	27.1
企业债券净融资 (贡献)	18.1	20.9	24.0	22.5	22.7
非金融企业股权 (贡献)	5.9	6.5	7.7	8.2	7.9
其他	1.6	1.5	8.5	1.5	1.3
备忘项					
	(百分比)				
不良贷款率	1.3	1.7	1.7	1.7	1.8
贷款损失准备金覆盖率 (贷款损失准备金/不良贷款)	232	181	176	181	186
流动比率 (流动资产/流动负债)	46.4	48.0	47.6	50.0	55.3
贷存比	65.1	67.2	67.6	70.6	74.3
资产回报率	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
股本回报率	17.6	15.0	13.4	12.6	11.7
资本充足率	13.2	13.5	13.3	13.7	14.2
一级资本充足率	10.8	11.3	11.3	11.4	11.6
核心一级资本充足率	10.6	10.9	10.8	10.8	11.0
净外汇敞口头寸 (占资本百分比)	3.5	3.7	3.5	2.5	2.4
来源: Haver Analytics; 以及国际货币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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	预测										
	(十亿元人民币)										
余额：一般预算 (官方数据)											
(1) 收入 (包括调整) (1a)+(1b)	14137	16032	16688	18273	19812	20764	21654	23295	25145	27096	29154
(1a) 总收入	14037	15227	15960	17259	18335	19250	21309	22915	24727	26637	28648
(1b) 调整 1/	100	806	727	1014	1477	1514	345	380	418	459	505
(2) 支出 (包括调整) (2a)+(2b)	15497	17658	18854	20626	22192	23524	25494	27413	29560	31722	34004
(2a) 总支出	15179	17588	18776	20309	22091	23524	25494	27413	29560	31722	34004
(2b) 调整 2/	319	70	78	318	102	0	0	0	0	0	0
(3) 财政余额 (官方数据) (1)-(2)	-1360	-1626	-2166	-2353	-2380	-2760	-3840	-4118	-4415	-4626	-4850
余额：预算内广义政府 (基金组织的定义)											
(4) 收入 (1a)+(4a)+(4b)	18158	19949	21048	23055	25890	27554	30046	32107	34399	36814	39359
(4a) 社保收入	3919	4466	4827	5538	7265	7968	8366	8784	9224	9685	10169
(4b) 国企基金收入 3/	202	256	260	258	290	337	370	407	448	493	542
(5) 支出 (2a)+(5a)+(5b)+(5c)	20463	23199	25308	28317	32758	36059	37640	39811	42480	45240	48193
(5a) 社保支出	3367	3936	4392	4895	6459	7425	7871	8343	8844	9374	9937
(5b) 国企基金支出 3/	200	208	217	201	216	240	264	291	320	352	387
(5c) 由土地出让、债券发行或结转提供资金的管理基金支出 4/	1717	1467	1923	2912	3992	4869	4011	3764	3757	3793	3865
(5d) 其中：由土地出让提供资金的净支出	1717	1302	1498	2082	2604	2683	1753	1507	1387	1304	1252
(6) 净借款/贷款 (基金组织的定义) (4)-(5)+(5d)	-587	-1948	-2762	-3179	-4264	-5821	-5841	-6197	-6695	-7122	-7581
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	4072	3421	3417	3783	3885	4340	4548	4697	4945	5215	5627
(7b) 专项建设基金和政府指导基金的额外支出	-29	469	1566	1825	1813	1981	2176	2359	2390	2589	2784
(8) 增扩概念的净贷款/借款 (6)-(7a)-(7b) 5/	-4630	-5838	-7744	-8787	-9962	-12142	-12565	-13252	-14029	-14926	-15993
债务：广义政府											
(9) 预算内广义政府债务 (官方数据) (10)+(11)	24966	25417	27362	29987	33643	38457	44448	50707	57364	64337	71646
(10) 中央政府债务 6/	9566	10660	12007	13477	15233	18146	22238	26597	31354	36427	41835
(11) 显性政府债务 7/	15400	14757	15356	16510	18410	20310	22210	24110	26010	27910	29810
(11a) 非置换地方政府债券	1162	1624	2550	3704	5604	7504	9404	11304	13204	15104	17004
(11b) 其他确认的地方政府债务	14238	13133	12806	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 8/	8698	12331	15755	19622	24114	29462	33860	38495	43477	48840	54740
(13) 与专项建设基金和政府指导基金相关的额外债务 9/	174	1806	3118	5247	6767	8667	10567	12467	14367	16267	18167
(14) 增扩概念的债务 (9)+(12)+(13)	33837	39554	46236	54856	64525	76586	88875	101669	115208	129445	142653
备忘项：											
(16) 不包括“有可能被确认的”增扩概念债务” 10/	25835	28710	32940	38143	44796	53176	62101	71451	81432	91982	103226
	(In percent of GDP) 11/										
余额：一般预算 (官方数据)											
(1) 收入 (包括调整) (1a)+(1b)	21.8	22.9	22.4	22.4	22.3	21.7	21.0	20.9	20.8	20.8	20.7
(1a) 总收入	21.7	21.8	21.4	21.2	20.7	20.1	20.7	20.5	20.5	20.4	20.4
(1b) 调整 1/	0.2	1.2	1.0	1.2	1.7	1.6	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
(2) 支出 (包括调整) (2a)+(2b)	23.9	25.3	25.3	25.3	25.0	24.6	24.7	24.6	24.5	24.3	24.2
(2a) 总支出	23.5	25.2	25.2	24.9	24.9	24.6	24.7	24.6	24.5	24.3	24.2
(2b) 调整 2/	0.5	0.1	0.1	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(3) 财政余额 (官方数据) (1)-(2)	-2.1	-2.3	-2.9	-2.9	-2.7	-2.9	-3.7	-3.7	-3.7	-3.5	-3.4
余额：预算内广义政府 (基金组织的定义)											
(4) 收入 (1a)+(4a)+(4b)	28.1	28.5	28.2	28.3	29.2	28.8	29.1	28.8	28.5	28.2	28.0
(4a) 社保收入	6.1	6.4	6.5	6.8	8.2	8.3	8.1	7.9	7.6	7.4	7.2
(4b) 国企基金收入 3/	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
(5) 支出 (2a)+(5a)+(5b)+(5c)	31.6	33.2	33.9	34.7	36.9	37.7	36.5	35.7	35.2	34.7	34.3
(5a) 社保支出	5.2	5.6	5.9	6.0	7.3	7.8	7.6	7.5	7.3	7.2	7.1
(5b) 国企基金支出 3/	0.3	0.3	0.3	0.2	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 4/	2.7	2.1	2.6	3.6	4.5	5.1	3.9	3.4	3.1	2.9	2.7
(5d) 其中：由土地出让提供资金的净支出	2.7	1.9	2.0	2.6	2.9	2.8	1.7	1.4	1.2	1.0	0.9
(6) 净借款/贷款 (基金组织的定义) (4)-(5)+(5d)	-0.9	-2.8	-3.7	-3.9	-4.8	-6.1	-5.7	-5.6	-5.6	-5.5	-5.4
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	6.3	4.9	4.6	4.6	4.4	4.5	4.4	4.2	4.1	4.0	4.0
(7b) 专项建设基金和政府指导基金的额外支出	0.0	0.7	2.1	2.2	2.0	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0
(8) 增扩概念的净贷款/借款 (6)-(7a)-(7b) 5/	-7.2	-8.4	-10.4	-10.8	-11.2	-12.7	-12.2	-11.9	-11.6	-11.4	-11.4
债务：广义政府											
(9) 预算内广义政府债务 (官方数据) (10)+(11)	38.6	36.4	36.7	36.8	37.9	40.2	43.1	45.4	47.6	49.3	50.9
(10) 中央政府债务 6/	14.8	15.2	16.1	16.5	17.2	19.0	21.6	23.8	26.0	27.9	29.7
(11) 显性政府债务 7/	23.8	21.1	20.6	20.3	20.8	21.2	21.5	21.6	21.6	21.4	21.2
(11a) 非置换地方政府债券	1.8	2.3	3.4	4.5	6.3	7.9	9.1	10.1	10.9	11.6	12.1
(11b) 其他确认的地方政府债务	22.0	18.8	17.2	15.7	14.4	13.4	12.4	11.5	10.6	9.8	9.1
(12) 有可能被确认的地方政府融资平台额外债务 8/	13.4	17.6	21.1	24.1	27.2	30.8	32.8	34.5	36.1	37.5	38.9
(13) 与专项建设基金和政府指导基金相关的额外债务 9/	0.3	2.6	4.2	6.4	7.6	9.1	10.2	11.2	11.9	12.5	11.6
(14) 增扩概念的债务 (9)+(12)+(13)	52.3	56.6	62.0	67.3	72.7	80.1	86.2	91.1	95.5	99.3	101.4
备忘项：											
(16) 不包括“有可能被确认的”增扩概念债务” 10/	39.9	41.1	44.2	46.8	50.5	55.6	60.2	64.0	67.5	70.6	73.4

来源：CEIC数据有限公司；中国财政部；国家审计署；以及国际货币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/ 仅包括当年的收入/支出，不包括对一般预算的转移和结转。

4/ 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征地成本、农民补偿和土地开发）。

5/ 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。

6/ 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。

7/ 包括地方政府债券和显性债务。

8/ 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。

9/ 社会资本对专项建设基金和政府指导基金的出资总额。

10/ 仅包括根据国家审计署报告（2013年）被划作政府显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。

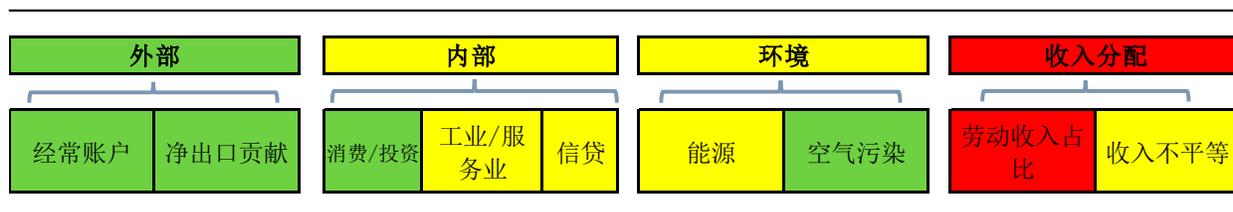
11/ 本表中的GDP指按支出计算的名义GDP。

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	
	2016	2017	2018	2016	2017	2018		
非金融部门债务总额	186	206	228	249	253	256		
中央政府	12	13	15	16	17	17	官方政府债务	
地方政府 ^{1/}	15	17	18	21	20	21		
地方政府融资平台	16	20	24	21	24	27	工作人员对广义政府债务的估计 (“增扩”)	
“可能”被确认的								
根据2014年审计得出的债务	1	1	1	1	1	1		
2015-2017 年的新借款 (工作人员估计) ^{2/ 3/}	5	7	10	6	9	12		
可能被确认的其他债务								
根据2014年审计得出的债务	8	8	8	10	10	9		
2015-2017 年的新借款 (工作人员估计) ^{2/ 3/}	2	4	5	3	4	6		
政府基金 ^{3/}	3	5	7	4	6	8		
家庭	33	41	48	45	50	54		私营部门债务
企业(不包括地方政府融资平台)	106	111	115	142	136	130		
国内	102	106	110	136	130	124		
国外	4	5	5	6	6	6		
备忘项:								
国内非金融部门债务总额	181	201	222	243	247	251		
企业 (包括地方政府融资平台)	122	130	139	163	160	157		
其中: 地方政府融资平台	16	20	24	21	24	27		
家庭	33	41	48	45	50	54		
广义政府 (官方定义)	27	30	34	37	37	38		
政府基金 ^{3/}	3	5	7	4	6	8		
名义GDP	75	82	89					

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2015-2018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. 中国再平衡计分卡



再平衡记分卡汇总指标

	单位	2014	2015	2016	2017	2018
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	-0.6
经常账户差额	占GDP百分比	2.2	2.7	1.8	1.4	0.4
外汇储备覆盖率	进口月数	22.1	18.2	18.6	20.0	17.6
全国储蓄率	占GDP百分比	49.0	47.5	45.9	46.0	44.6
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	1.7	2.4
私人消费比例（名义）	占GDP百分比	37.5	38.0	39.4	39.0	40.0
投资比例（名义）	占GDP百分比	46.8	44.7	44.1	44.6	44.2
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	1.7	1.2
服务业比例（名义）	占GDP百分比	48.0	50.5	51.8	51.9	51.9
服务业在总就业中的比例	百分比	40.6	42.4	43.5	45.2	46.8
信贷侧						
私人信贷	占GDP百分比	149	159	181	180	178
信贷密度		3.3	4.0	6.4	3.1	3.0
资产回报率：国有企业 - 私营企业	百分比	-7.1	-7.7	-7.7	-5.6	-2.9
3. 环境再平衡						
产出的能源密集度	每单位产出	86.2	83.0	82.1	79.9	79.8
PM 2.5（以常住人口加权）	微克/立方米	...	55.9	49.8	48.0	44.6
4. 收入分配						
基尼系数	指数	0.469	0.462	0.465	0.467	...
劳动收入	占GDP百分比	60.4	60.5	61.0	60.4	60.0
城/乡收入差距	收入比率	2.75	2.73	2.72	2.71	2.69
实际可支配收入增长：中值-均值	百分比	4.4	2.3	2.0	0.0	2.1

注释：颜色标记是基于2017年至2018年每项指标的变化。颜色标记：如果变化与再平衡方向相反，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。有关该框架的内容，见Zhang, L. (2016年)，“中国的再平衡——进展和前景”，国际货币基金组织工作论文第16/183号。

来源：CEIC以及国际货币基金组织工作人员的估计和预测。

表 8. 中国：国有企业绩效

维度	指标	2014	2015	2016	2017	2018
		(百分比, 除非另有注明)				
盈利能力	国有企业的资产回报率	2.2	1.8	1.6	1.9	1.9
	国有工业企业的资产回报率	3.9	2.9	3.0	3.9	4.2
	私营工业企业的资产回报率	9.2	8.7	8.9	8.5	6.9
效率	国有企业单位收入的成本	95.4	97.3	94.8	97.1	97.1
杠杆率	国有企业的债务与股本比率	183	192	190	192	183
	-中央	192	213	217	213	210
	-地方	176	175	171	174	165
	国有企业的债务与资产比率	64.7	65.7	65.5	65.7	64.7
	-中央	65.7	68.1	68.4	68.0	67.7
	-地方	63.8	63.7	63.1	63.5	62.2
	债务与资产比率 - 工业企业	57.2	56.6	55.9	56.0	56.5
	国有工业企业的债务与资产比率	62.0	61.9	61.6	60.5	58.7
	私营工业企业的债务与资产比率	54.1	53.2	52.3	53.0	55.2
	僵尸企业数量 1/			2041	841	141
破产数量	2031	3568	5665	9542	18823	
公司治理	设有董事会的中央国有企业	74.0	85.0	85.0	87.0	94.0
	中央国有企业数量 2/	112.0	106.0	102.0	98.0	96.0
	向预算上缴的红利	10.3	11.9	10.1	7.6	7.4
国有企业在经济中所占比例	就业规模	16.1	15.4	14.9	14.3	
	工业销售额	23.7	21.8	20.6	23.4	26.8
	资产 (国有工业企业/全部工业企业)	38.8	38.8	38.5	39.2	38.8
	负债 (国有工业企业/全部工业企业)	42.1	42.5	42.4	42.4	40.3

来源：CEIC，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2018年，有96家中央国有企业和39000家附属于这些国有企业的法人实体。

附录一 债务可持续性分析¹

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。2018-2019年期间，政府采取了全面财政措施，从收支两方面缓解经济放缓所造成的影响。因此，债务可持续性分析结果反映出的债务走势相比去年有所恶化。尽管官方预算内政府债务水平仍然较低，但“增扩”概念的债务和相关的总融资需求较高，根据两个定义衡量的债务均呈上升趋势。因此，重要的是当局继续努力降低地方政府预算外投资支出。

中国的公共债务可持续性分析基于以下假设：

- **公共债务覆盖范围。** 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年末前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，还包括政府引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（如政府和社会资本合作项目）。
- **宏观经济假设：**

预测假设实际GDP的增长率逐步放缓，到2024年降至5.5%（年同比增长率），并假设GDP平减指数为1.2%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，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2018年占GDP的3.8%上升到2019年的5.0%，主要因素是旨在缓解经济放缓影响而实施的财政措施（加大减税力度、上调专项债券额度），之后赤字逐渐下降，到2024年回落到占GDP 4.0%的水平。专项债务额度从2018年的1.35万亿元人民币增加到2019年的2.15万亿元人民币，增加数额约为GDP的0.7%。
- 增扩情景中的财政余额。假设地方政府预算外支出略有下降。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2018年占GDP的8.0%左右上升至2019年的9.0%左右，随后在中期内逐渐下降，到2024年降至占GDP的6.4%的水平。

¹ 由 G. Li 撰写。

- 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利用地方政府融资平台举债作为其投资的资金来源，但债务可持续性分析假定，未来的融资需求中通过发行债券来满足的比例将不断上升。
- 利率和摊销。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贷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。

在狭义覆盖范围的情景中，预算内政府债务呈上升趋势。

- 狭义覆盖范围下的政府债务在 2018 年末为 GDP 的 38%，到 2024 年将上升到 GDP 的 51%，这将得益于有利的经济增长率与利率之差。这与以前略有不同，原因是财政刺激主要依赖预算内支出，因此预算内政府债务目前增速比去年的债务可持续性分析得出的增速要快。

在广义覆盖范围的情景中，增扩概念的债务继续迅速上升，中期可能需要实施财政整顿，防止债务在长期达到非常高的水平。

- 增扩概念的债务将从 2018 年 GDP 的 73%左右上升至 2024 年 GDP 的 101%。稳定债务所需的基本财政余额估计中期为 GDP 的-2.3%，比 2019 年预期水平高出近 7 个百分点。

虽然中国在预算内政府债务可持续性方面风险相对较低，增扩概念债务走势的恶化对债务可持续性构成很大风险。

- 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，预算内政府债务仍均相对较低，且稳定在仍较为合理的水平。若 2020 年出现或有负债冲击，预算内政府债务将从 2018 年 GDP 的 38%左右急剧上升至 2020 年 GDP 的 67%左右。² 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 2024 年上升到 GDP 的 110%以上。

中国的债务状况将在很大程度上取决于财政措施的实施情况，更根本而言，取决于削减公共投资的意愿和对宏观经济再平衡的支持。

- 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公共投资，尤其是预算外投资。预算外投资落实的严格程度，尤其是完全在商业基础上开展的预算外投资，将决定债务走势是更接近于狭义还是广义覆盖范围的情景。如果地方政府继续产生预算外债务，债务状况将更接近广义覆盖范围的情景，债务与 GDP 比率在中期内将继续以很高的速度上升。财政风险也可能产生于新出现的借款渠道，如政府和社会资本合作项目以及政府引导基金。由于国有企业的总体盈利能力依然较弱，约三分之一的国有企业仍在亏损，在

² 基金组织债务可持续性分析工具包中的标准或有负债冲击情景有如下自动假设：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）。

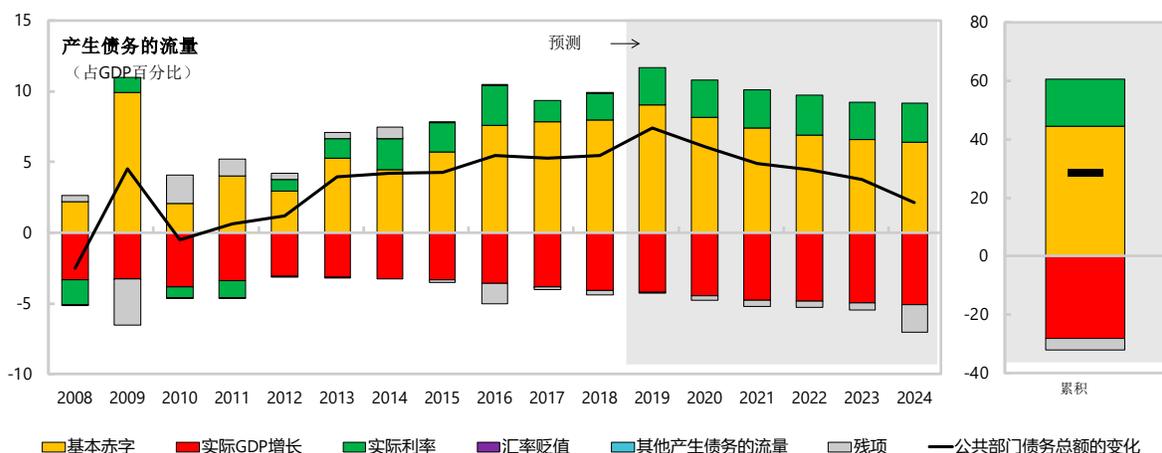
分析中期债务状况时，还应关注国有企业债务带来的财政风险，特别是考虑到国有企业资产可能不具有流动性，国有企业债务（与 GDP 之比）处于上升趋势。

图 1. 中国：公共部门债务可持续性分析（增扩债务：广义覆盖）
（占 GDP 百分比，除非另有说明）

	实际			预测						截至2019年6月6日		
	2008-2016 ^{2/}	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	主权利差		
名义公共债务总额	47.7	67.3	72.7	80.1	86.2	91.1	95.5	99.3	101.4	EMBIG (基点) 3/	77	
公共融资需求总额	20.2	22.3	22.2	22.7	23.7	25.4	24.7	25.2	25.7	5年信用违约掉期 (基点)	43	
实际GDP增长 (百分比)	8.4	6.8	6.6	6.2	6.0	6.0	5.7	5.6	5.5	评级	外国	本国
通胀 (GDP缩减指数, 百分比)	3.2	2.4	2.1	1.5	1.8	2.1	2.2	2.4	2.3	Moody's	A1	A1
名义GDP增长 (百分比)	12.0	9.3	8.8	7.8	7.9	8.2	8.1	8.1	7.9	S&Ps	A+	A+
有效利率 (百分比) ^{4/}	5.0	5.2	5.2	5.4	5.5	5.6	5.6	5.5	5.4	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/}
	2008-2016 ^{2/}	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		
公共部门债务总额的变化	2.4	5.3	5.5	7.4	6.1	4.9	4.4	3.8	2.1	28.7	-2.3
确认的产生债务的流量	2.3	5.5	5.8	7.5	6.3	5.3	4.8	4.3	4.1	32.4	
基本赤字	4.9	7.8	8.0	9.0	8.1	7.4	6.9	6.6	6.4	44.4	
基本 (非利息) 收入和赠款	26.4	28.3	29.2	28.8	29.1	28.8	28.5	28.2	28.0	171.4	
基本 (非利息) 支出	31.3	36.1	37.2	37.9	37.3	36.2	35.4	34.8	34.4	215.9	
自动债务动态 ^{5/}	-2.6	-2.4	-2.2	-1.6	-1.8	-2.1	-2.0	-2.3	-2.3	-12.1	
利率/增长率差异 ^{6/}	-2.6	-2.4	-2.2	-1.6	-1.8	-2.1	-2.0	-2.3	-2.3	-12.1	
其中：实际利率	0.7	1.5	1.9	2.6	2.7	2.7	2.8	2.7	2.8	16.2	
其中：实际GDP增长率	-3.4	-3.8	-4.1	-4.2	-4.5	-4.8	-4.8	-4.9	-5.1	-28.3	
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/}	0.1	-0.2	-0.3	-0.1	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-2.0	-3.7	



来源：国际货币基金组织工作人员。

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 $[(r - \pi(1+g) - g + ae(1+r))/(1+g+\pi+gr)]$ 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。

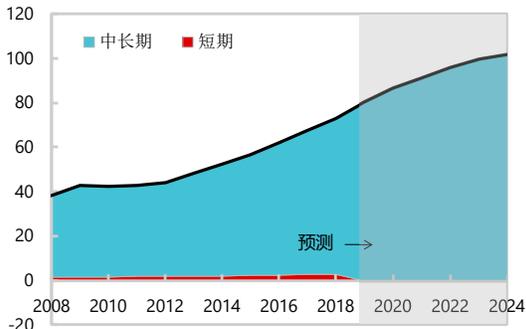
9/ 假设主要变量 (实际GDP增长、实际利率和其他确认的产出债务的流量) 保持在上一预测年的水平。

图 2. 中国：公共债务可持续性分析 — 增扩债务（广义覆盖）构成和其他情景

公共债务的构成

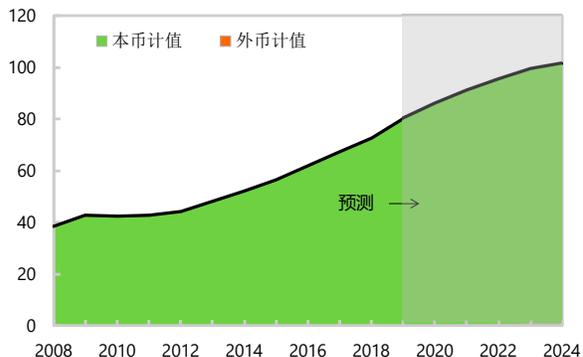
按期限

(占GDP百分比)



按币种

(占GDP百分比)



其他情景

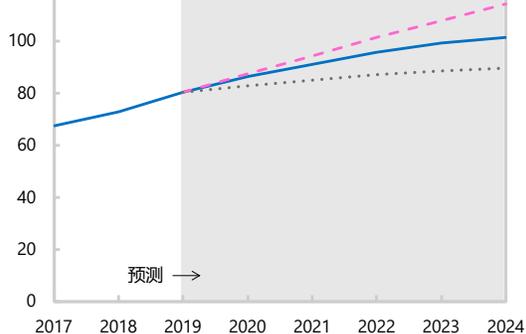
■ 基线

..... 历史

--- 基本余额不变

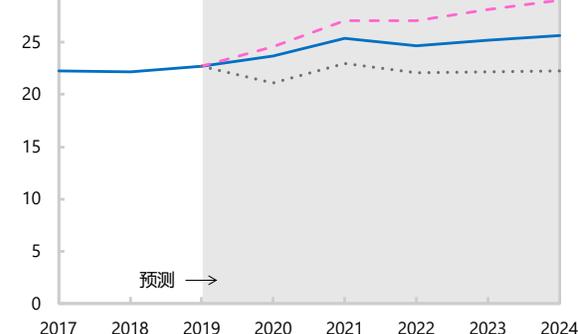
名义公共债务总额

(占GDP百分比)



公共融资需求总额

(占GDP百分比)



基础假设

(百分比)

基线情景

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
实际GDP增长	6.2	6.0	6.0	5.7	5.6	5.5
通胀	1.5	1.8	2.1	2.2	2.4	2.3
基本余额	-9.0	-8.1	-7.4	-6.9	-6.6	-6.4
有效利率	5.4	5.5	5.6	5.6	5.5	5.4

基本余额不变情景

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
实际GDP增长	6.2	6.0	6.0	5.7	5.6	5.5
通胀	1.5	1.8	2.1	2.2	2.4	2.3
基本余额	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0
有效利率	5.4	5.5	5.6	5.5	5.4	5.2

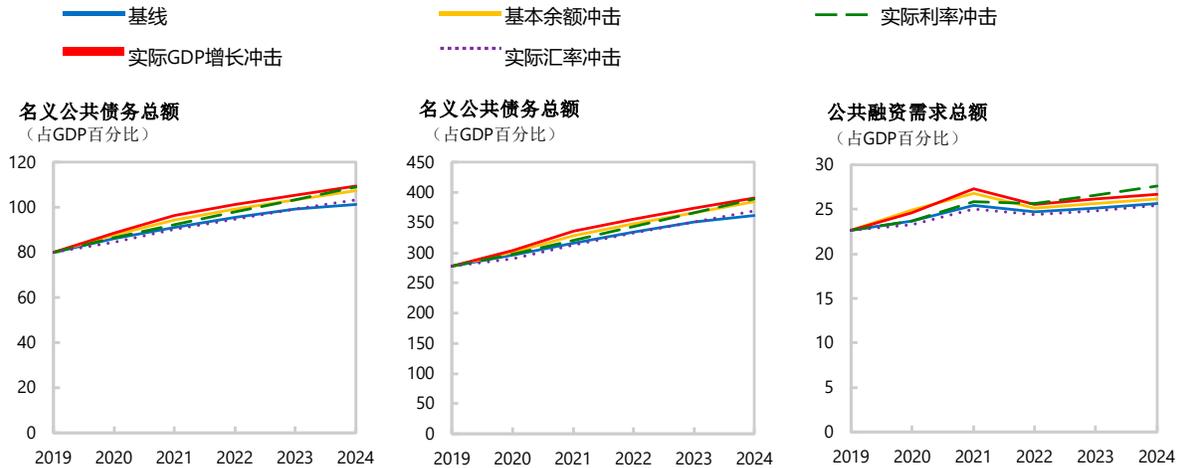
历史情景

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
实际GDP增长	6.2	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
通胀	1.5	1.8	2.1	2.2	2.4	2.3
基本余额	-9.0	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8	-5.8
有效利率	5.4	5.5	5.4	5.3	5.0	4.8

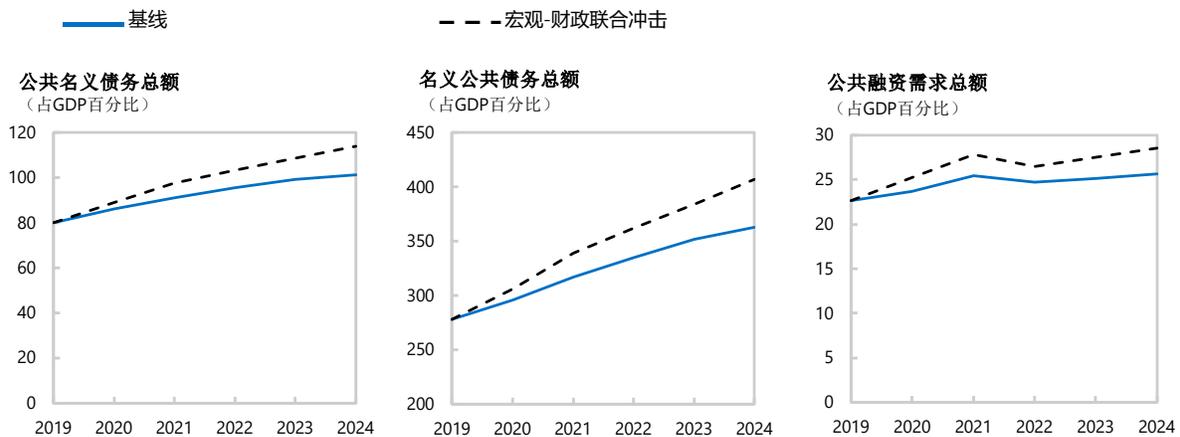
1/ 或有负债冲击情景还假设10%的银行资产转变为政府负债。

图 3. 中国：公共债务可持续性分析（增扩债务：广义覆盖）——压力测试

宏观-财政压力测试



进一步的压力测试



基础假设
(百分比)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024		2019	2020	2021	2022	2023	2024
基本余额冲击							实际GDP增长冲击						
实际GDP增长	6.2	6.0	6.0	5.7	5.6	5.5	实际GDP增长	6.2	4.6	4.6	5.7	5.6	5.5
通胀	1.5	1.8	2.1	2.2	2.4	2.3	通胀	1.5	1.4	1.7	2.2	2.4	2.3
基本余额	-9.0	-9.4	-8.7	-6.9	-6.6	-6.4	基本余额	-9.0	-8.8	-8.6	-6.9	-6.6	-6.4
有效利率	5.4	5.5	5.7	5.7	5.6	5.4	有效利率	5.4	5.5	5.6	5.7	5.6	5.4
实际利率冲击							实际汇率冲击						
实际GDP增长	6.2	6.0	6.0	5.7	5.6	5.5	实际GDP增长	6.2	6.0	6.0	5.7	5.6	5.5
通胀	1.5	1.8	2.1	2.2	2.4	2.3	通胀	1.5	4.2	2.1	2.2	2.4	2.3
基本余额	-9.0	-8.1	-7.4	-6.9	-6.6	-6.4	基本余额	-9.0	-8.1	-7.4	-6.9	-6.6	-6.4
有效利率	5.4	5.5	6.2	6.6	6.9	7.0	有效利率	5.4	5.5	5.6	5.6	5.5	5.3
联合冲击													
实际GDP增长	6.2	4.6	4.6	5.7	5.6	5.5							
通胀	1.5	1.4	1.7	2.2	2.4	2.3							
基本余额	-9.0	-9.4	-8.7	-6.9	-6.6	-6.4							
有效利率	5.4	5.5	6.1	6.6	6.8	6.9							

来源：国际货币基金组织工作人员。

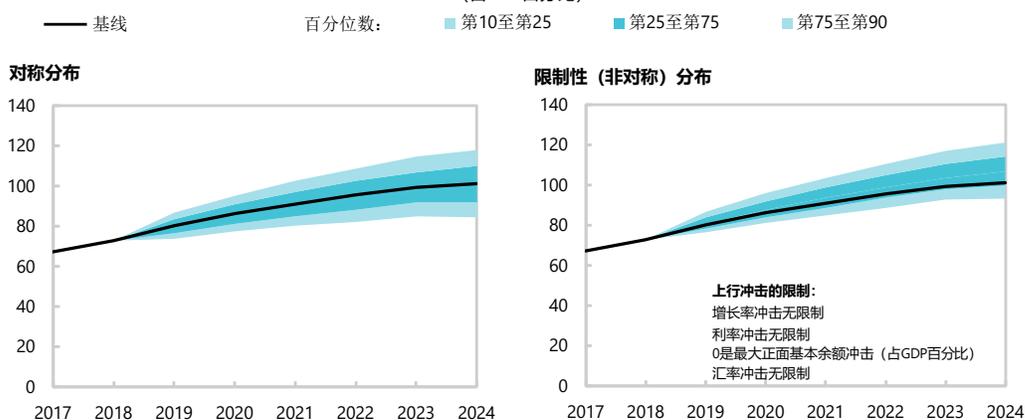
图 4. 中国：公共债务可持续性分析（增扩债务：广义覆盖）—— 风险评估

热图

债务水平 ^{1/}	实际GDP增长冲击	基本余额冲击	实际利率冲击	汇率冲击	或有负债冲击
融资需求总额 ^{2/}	实际GDP增长冲击	基本余额冲击	实际利率冲击	汇率冲击	或有负债冲击
债务状况 ^{3/}	市场看法	外部融资要求	短期债务比例的变化	非居民持有的公共债务	外币债务

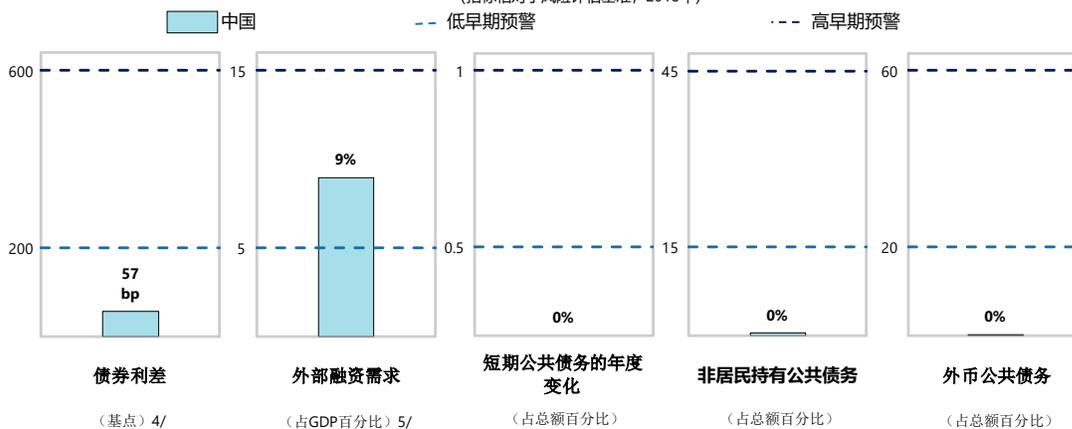
名义公共债务总额预测密度的变化

(占GDP百分比)



债务状况脆弱性

(指标相对于风险评估基准, 2018年)



来源：国际货币基金组织工作人员。

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，2019年3月8日至2019年6月6日。

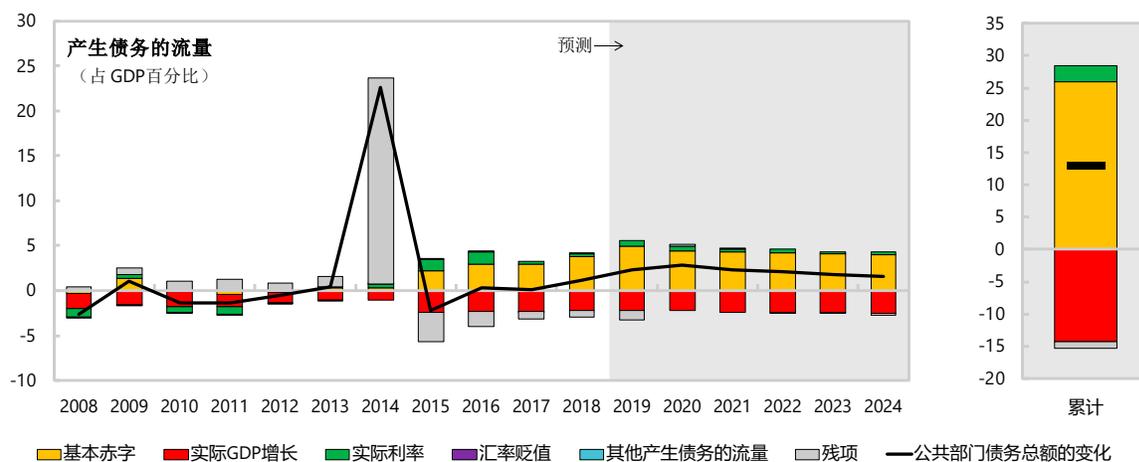
5/ 外部融资需求定义为经常账户逆差、中长期总外债的分期偿还额以及上个期末的短期总外债之和。

图 5. 中国：公共债务可持续性分析（预算内政府债务）
（占 GDP 的百分比，除非另有说明）

	实际			预测						截至2019年6月6日		
	2008-2016 ^{2/}	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	主权利差		
名义公共债务总额	23.7	36.8	37.9	40.2	43.1	45.4	47.6	49.4	50.9	EMBIG (基点) 3/	77	
公共融资需求总额	11.7	11.0	10.2	9.6	9.8	11.1	10.2	10.3	10.4	5年信用违约掉期	43	
实际GDP增长 (百分比)	8.4	6.8	6.6	6.2	6.0	6.0	5.7	5.6	5.5	评级	外国	本国
通胀 (GDP缩减指数, 百分比)	3.2	2.4	2.1	1.5	1.8	2.1	2.2	2.4	2.3	Moody's	A1	A1
名义GDP增长 (百分比)	12.0	9.3	8.8	7.8	7.9	8.2	8.1	8.1	7.9	S&Ps	A+	A+
有效利率 (百分比) ^{4/}	3.4	3.5	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2	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/}
	2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		
公共部门债务总额的变化	1.8	0.1	1.1	2.3	2.9	2.3	2.1	1.8	1.6	13.0	
确认的产生债务的流量	-0.8	1.0	1.9	3.4	2.7	2.3	2.2	1.9	1.8	14.2	
基本赤字	0.7	3.0	3.8	5.0	4.5	4.3	4.2	4.1	4.0	26.0	-2.2
基本 (非利息) 收入和赠款	26.4	28.3	29.2	28.8	29.1	28.8	28.5	28.2	28.0	171.4	
基本 (非利息) 支出	27.1	31.2	33.0	33.8	33.6	33.0	32.7	32.3	31.9	197.4	
自动债务动态 ^{5/}	-1.5	-2.0	-1.9	-1.6	-1.8	-2.0	-2.1	-2.2	-2.2	-11.8	
利率/增长率差异 ^{6/}	-1.5	-2.0	-1.9	-1.6	-1.8	-2.0	-2.1	-2.2	-2.2	-11.8	
其中：实际利率	0.1	0.3	0.3	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	2.4	
其中：实际GDP增长率	-1.6	-2.3	-2.2	-2.2	-2.3	-2.4	-2.4	-2.5	-2.5	-14.2	
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/}	2.6	-0.9	-0.8	-1.0	0.2	0.1	0.0	-0.1	-0.2	-1.1	



来源：国际货币基金组织工作人员。

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 $[(r - \pi(1+g) - g + ae(1+r))/(1+g+\pi+gn)]$ 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 $ae(1+r)$ 。

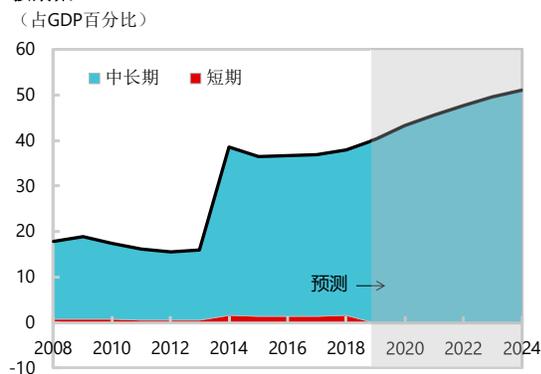
8/ 包括资产变化和利息收入 (如有)。对于预测，包括预测期间的汇率变化。

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。

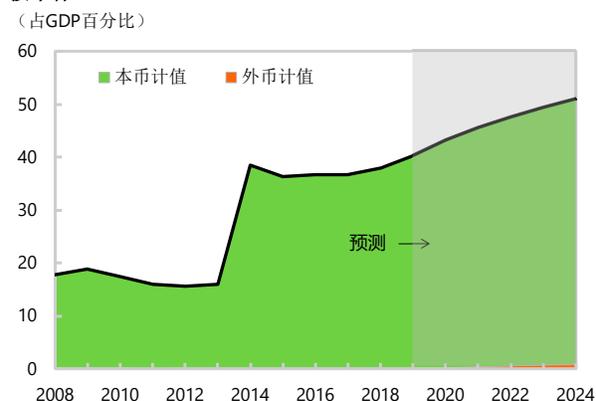
图 6. 中国：公共债务可持续性分析——预算内政府债务构成和其他情景

公共债务的构成

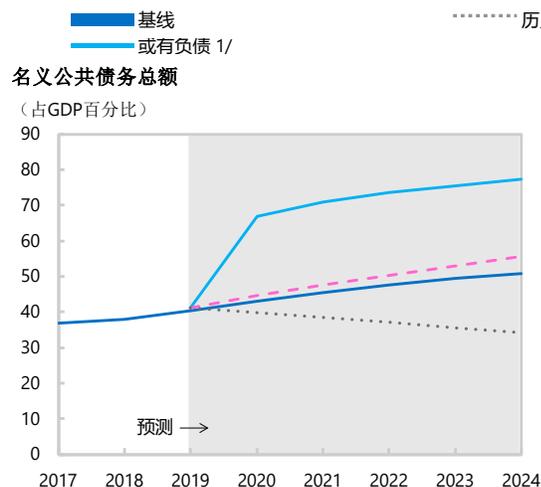
按期限



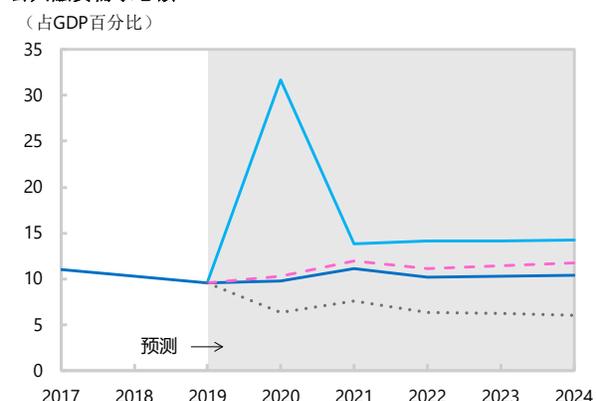
按币种



其他情景



公共融资需求总额



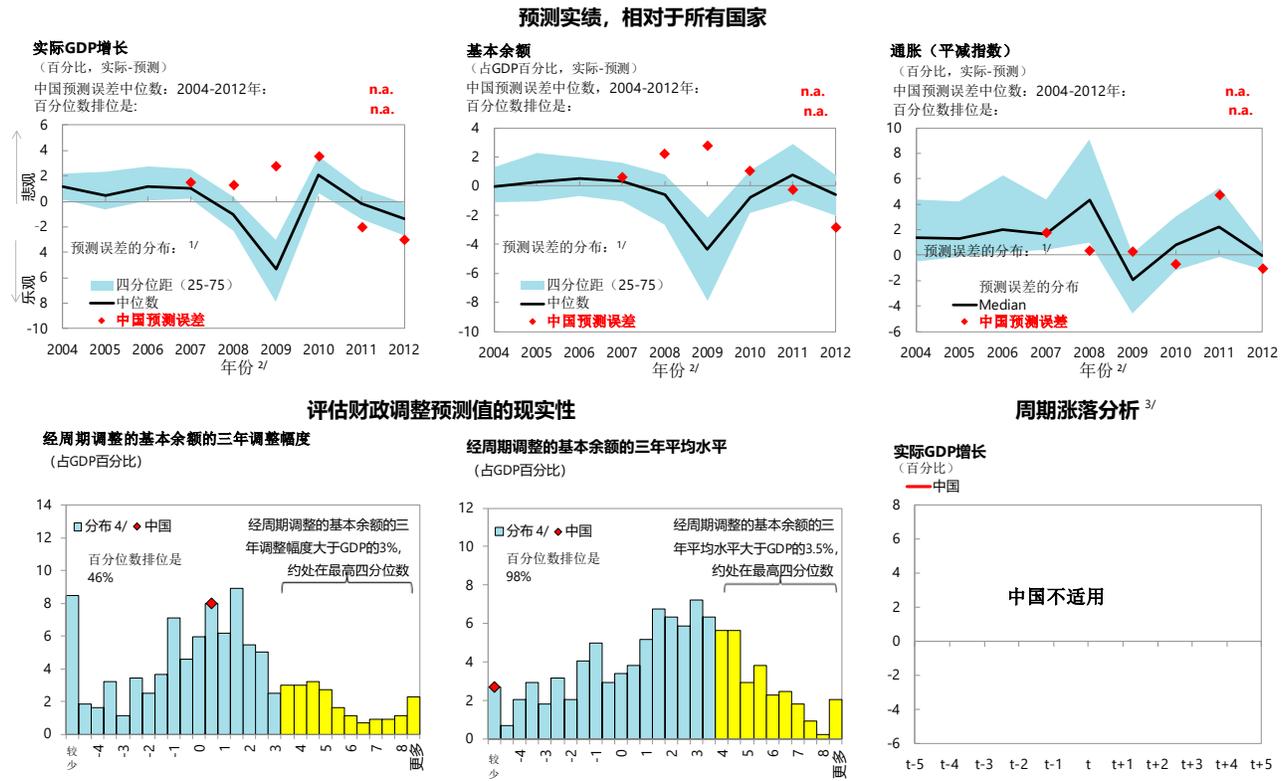
基础假设
(百分比)

基线情景	2019	2020	2021	2022	2023	2024
实际GDP增长	6.2	6.0	6.0	5.7	5.6	5.5
通胀	1.5	1.8	2.1	2.2	2.4	2.3
基本余额	-5.0	-4.5	-4.3	-4.2	-4.1	-4.0
有效利率	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1
基本余额不变情景						
实际GDP增长	6.2	6.0	6.0	5.7	5.6	5.5
通胀	1.5	1.8	2.1	2.2	2.4	2.3
基本余额	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
有效利率	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2

历史情景	2019	2020	2021	2022	2023	2024
实际GDP增长	6.2	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
通胀	1.5	1.8	2.1	2.2	2.4	2.3
基本余额	-5.0	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
有效利率	3.2	3.2	3.1	3.0	3.0	2.9

1/ 或有负债冲击情景还假设10%的银行资产转变为政府负债。

图 7. 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



来源：国际货币基金组织工作人员。

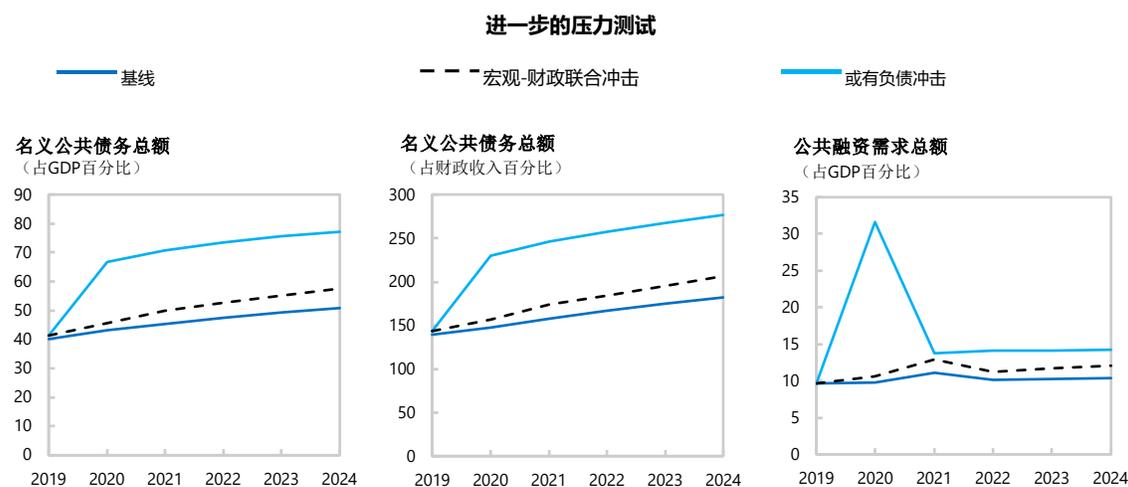
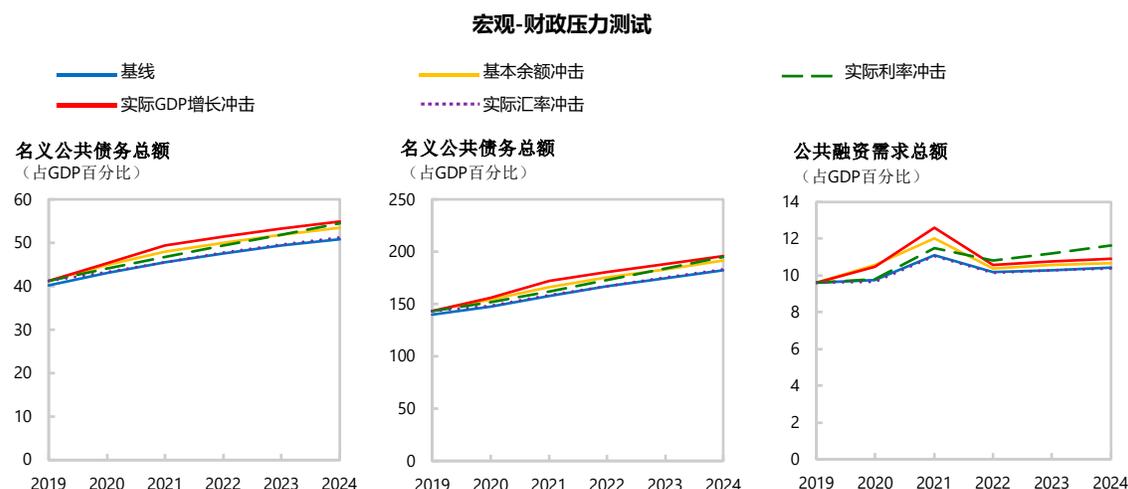
1/ 分布图包括所有国家，百分位数排位是指所有国家。

2/ 上一年春季《世界经济展望》的预测。

3/ 不适用于中国，因为中国既不满足正产出缺口标准，也不满足私人信贷增长标准。

4/ 数据包括债务高于GDP60%的发达和新兴经济体1990-2011年的年度观测值。纵轴是样本百分比。

图 8. 中国：公共债务可持续性分析（预算内政府）——压力测试



基础假设 (百分比)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024		2019	2020	2021	2022	2023	2024
基本余额冲击							实际GDP增长冲击						
实际GDP增长	6.2	6.0	6.0	5.7	5.6	5.5	实际GDP增长	6.2	4.6	4.6	5.7	5.6	5.5
通胀	1.5	1.8	2.1	2.2	2.4	2.3	通胀	1.5	1.4	1.7	2.2	2.4	2.3
基本余额	-5.0	-5.2	-5.0	-4.2	-4.1	-4.0	基本余额	-5.0	-5.0	-5.4	-4.2	-4.1	-4.0
有效利率	3.2	3.2	3.2	3.3	3.2	3.2	有效利率	3.2	3.2	3.2	3.3	3.2	3.2
实际利率冲击							实际汇率冲击						
实际GDP增长	6.2	6.0	6.0	5.7	5.6	5.5	实际GDP增长	6.2	6.0	6.0	5.7	5.6	5.5
通胀	1.5	1.8	2.1	2.2	2.4	2.3	通胀	1.5	4.2	2.1	2.2	2.4	2.3
基本余额	-5.0	-4.5	-4.3	-4.2	-4.1	-4.0	基本余额	-5.0	-4.5	-4.3	-4.2	-4.1	-4.0
有效利率	3.2	3.2	3.8	4.5	4.9	5.2	有效利率	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1
联合冲击							或有负债冲击						
实际GDP增长	6.2	4.6	4.6	5.7	5.6	5.5	实际GDP增长	6.2	4.6	4.6	5.7	5.6	5.5
通胀	1.5	1.4	1.7	2.2	2.4	2.3	通胀	1.5	1.4	1.7	2.2	2.4	2.3
基本余额	-5.0	-5.2	-5.4	-4.2	-4.1	-4.0	基本余额	-5.0	-26.1	-4.3	-4.2	-4.1	-4.0
有效利率	3.2	3.2	3.9	4.5	4.9	5.2	有效利率	3.2	3.6	5.9	5.6	5.1	4.8

来源：国际货币基金组织工作人员。

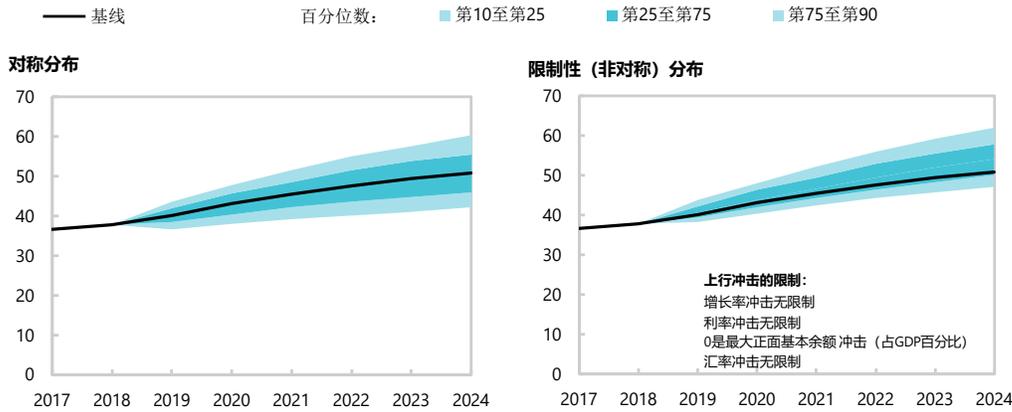
图 9. 中国：公共债务可持续性分析（预算内政府）——风险评估

热图

债务水平 ^{1/}	实际GDP增长冲击	基本余额冲击	实际利率冲击	汇率冲击	或有负债冲击
融资需求总额 ^{2/}	实际GDP增长冲击	基本余额冲击	实际利率冲击	汇率冲击	或有负债冲击
债务状况 ^{3/}	市场看法	外部融资要求	短期债务比例的变化	非居民持有的公共债务	外币债务

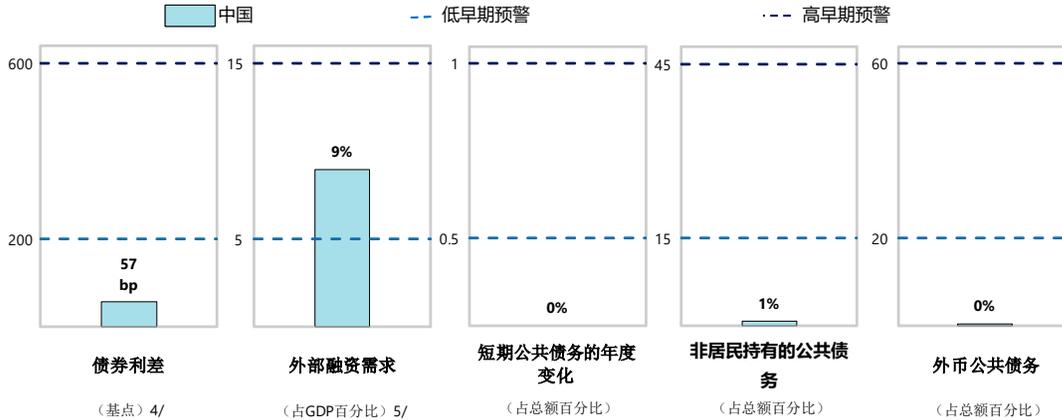
名义公共债务总额预测密度的变化

(占GDP百分比)



债务状况脆弱性

(指标相对于风险评估基准, 2018年)



来源：国际货币基金组织工作人员。

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，2019年3月8日至2019年6月6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。

附录二 风险评估矩阵^{1,2}

可能性	时间跨度和风险识别	影响及政策应对
短期		
高	 <p>1. 保护主义抬头。贸易紧张局势再度升级可能导致关税上调，扰乱供应链，抑制信心和投资。</p>	高。通过寻求持久和解、继续支持多边主义和全球贸易体系以缓解贸易紧张局势。
中		高。房地产市场的宏观审慎政策能遏制过度承担风险的行为；如果出现急剧下行，则可放松宏观审慎政策。
低	 <p>2. 房地产市场下行。房地产价格突然盘整可能对金融部门稳定和实体经济造成显著不利影响。</p> <p>3. 全球金融条件急剧收紧。收紧的原因可能是美国工资增长强劲、通胀超过预期引发的货币政策收紧的市场预期。汇率可能因资本账户压力再次承压。偿债额和再融资风险增高，可能对负债企业造成压力。</p>	中。向有效浮动汇率过渡，干预局限于缓解无序市场状况。
中		高。构建充分的防火墙和安全措施。强化对网络攻击的危机准备。
中/高	 <p>4. 网络安全。金融、交通运输或通讯基础设施可能受到影响，破坏系统性金融稳定或导致社会经济活动的大范围中断。</p> <p>5. 全球增长弱于预期。全球增速放缓可能同步发生，因为美国（中）、欧洲（高）和中国（中）的前景弱化相互强化，对收益、资产价格和信贷表现造成了影响。在中国，短期来看，贸易紧张局势加剧和/或房地产市场下滑可能引发经济放缓，政策宽松未对其进行完全对冲。去杠杆可能延迟，金融紧张可能出现，包括资本外流和汇率承压。</p>	中。与伙伴开展合作，维持并构建更加强大的规则导向的多边贸易体系。推动再平衡取得显著进展，确保信贷流向生产性私人部门。
中期		
中	 <p>1. 全面的一揽子改革方案。在更开放的环境中，让市场发挥更大作用的改革可以大幅提高生产率和潜在增长率。</p>	高。推动基于市场导向型政策的高质量全面改革方案。
中		高。支持金融科技的发展，同时通过适当的监管确保金融稳定。
高	 <p>2. 私营部门更具活力。随着数字业务模式可能快速实现商业化，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。</p> <p>3. 保护主义抬头，多边主义倒退。地缘政治竞争和关于全球化益处的共识的瓦解导致经济分裂，对增长与稳定带来不利影响。</p>	中。采取有助于缓解与外企之间矛盾的竞争中立的政策。
中		中。继续推动再平衡、去杠杆进程，改善面向私营部门的信贷配置，同时保持信贷质量。
中/高	 <p>4. 国家作用加强。随着增速放缓，国家作用一直呈加强趋势，可能会拖累潜在增长，尤其是如果同时依赖债务来实现短期增长目标。</p> <p>5. 全球增长弱于预期。全球增速放缓可能同步发生，因为美国（中）、欧洲（高）和中国（中）的前景弱化相互强化，对收益、资产价格和信贷表现造成影响。在中国，从中期来看，去杠杆和再平衡进展不足可能降低经济增速，提高发生更大规模破坏性调整的可能性。这将通过贸易量、大宗商品价格和金融市场给全球经济带来负面溢出效应。</p>	中。与伙伴方开展合作，维持并构建更加强大的规则导向的多边贸易体系。推动再平衡取得显著进展，确保信贷流向生产性私人部门。

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。列举的风险的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% 或更高的概率）。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。

2/ 绿色向上箭头代表上行风险，红色向下箭头代表下行风险。

附录三 反洗钱和反恐融资评估¹

近期，基金工作人员结束了对中国反洗钱/反恐融资体系的详细评估。中国的反洗钱/反恐融资体系起步不久（中国仅于2007年加入金融行动工作组）。尽管仍有很大的改进空间，当局在过去几年中已在完善法律制度、加强所采取措施的有效性方面取得了进展。

该评估报告衡量中国反洗钱/反恐融资框架（即中国根据其洗钱/恐怖主义融资风险情况在11个既定目标上的达标程度）的有效性和中国的技术合规性（即对照金融行动工作组“40项建议”而言中国的法律和监管框架情况）。

在有效性方面，中国在11项直接目标中有3项基本达标，但另外8项评估结果为“不够有效”。技术合规性评估结果略好：中国在22项建议上被评为“合规”或“大致合规”，在其他18项建议上被评为“部分合规”或“不合规”。

- 国内反洗钱/反恐融资合作与协调机制已建立，可作为一个良好的起点，加深对风险的理解并随后采取适当的风险缓解措施。中国产生收益的主要上游犯罪是非法集资、诈骗、毒品贩运、贪污贿赂、税务犯罪、假冒产品和非法赌博。
- 中国的金融情报机构（FIU）包括国家一级的两个独立单位和36个地区分支机构，有潜力提供支持主管当局开展工作提供所需的金融情报，但当前，并不是金融情报机构的所有部门都能获取全部数据，因此，数据的分析和传播呈碎片化。
- 执法机构能够取得并积极使用各种金融信息来识别和追踪收入，但执法机构主要关注的是证明上游犯罪和没收财产，对开展与洗钱和恐怖主义融资相关的金融调查的关注相对较少。
- 在实施联合国关于伊朗和朝鲜恐怖主义融资和扩散融资的定向金融制裁的工作方面，中国在立法和银行执行上存在根本缺陷。中国的银行、其他金融机构和企业因此面临更高的国内外监管风险。
- 由于对法律实体（包括国有企业）的风险缺少理解、法律要求缺位、执行不力（包括银行和其他金融机构的执行），隐藏法律实体的最终所有人或控制人变得轻而易举。值得一提的是，这也对反腐行动造成了影响。
- 虽然金融机构对其反洗钱/反恐融资义务的理解令人满意，但这些机构对风险的理解仍然不够充分，采取的减缓风险措施通常与各类风险情况不相称。需要从根本上改善金融机构对预防性措施的执行情况，包括要求对国内政治公众人物制定要求。金融机构的监管工作对风险的重视不够，监管机构执行的制裁有效性、适度性和规劝性较差。

大多数部门仍未实施对特定非金融行业及职业的措施。

¹ 由 R.Berkhout 撰写。

评级指标	
评级达标	评级不达标
11 项直接目标	
高度有效	中等有效
相当有效	有效性低
40 项技术建议	
合规	部分合规
大致合规	不合规

11 项直接目标			
IO.1	风险、政策与协调	IO.2	国际合作
IO.3	监督	IO.4	预防性措施
IO.5	法人及法律安排	IO.6	金融情报
IO.7	洗钱调查和起诉	IO.8	没收
IO.9	恐怖主义融资调查和起诉	IO.10	恐怖主义融资预防措施及金融制裁
IO.11	扩散融资金融制裁		
40 条技术建议			
R.1	评估风险与适用基于风险的方法	R.2	国家层面的合作与协调
R.3	洗钱犯罪	R.4	没收与临时措施
R.5	恐怖主义融资犯罪	R.6	与恐怖主义相关的定向金融制裁
R.7	与扩散融资相关的定向金融制裁	R.8	非营利性组织
R.9	金融机构保密法	R.10	客户尽职调查
R.11	记录保存	R.12	政治公众人物
R.13	代理行关系	R.14	资金或价值转移服务
R.15	新技术	R.16	电汇
R.17	对第三方的依赖	R.18	内部控制、境外分支机构和附属机构
R.19	风险更高的国家	R.20	可疑交易报告
R.21	泄密与保密	R.22	特定非金融行业和职业：客户尽职调查
R.23	特定非金融行业和职业：其他措施	R.24	透明度和法人的收益所有权
R.25	透明度和法律安排的收益所有权	R.26	金融机构的监管和监督
R.27	监管机构的权力	R.28	对特定非金融行业和职业的监管的监督
R.29	金融情报机构	R.30	执法和调查当局的职责
R.31	执法和调查部门权力	R.32	现金跨境运送
R.33	数据统计	R.34	指引与反馈
R.35	制裁	R.36	国际工具
R.37	双边司法协助	R.38	双边司法协助：冻结和没收
R.39	引渡	R.40	其他形式的国际合作

附录四 对外部门报告

中国											总体评估	
国外资产与负债的头寸和变化轨迹 2018年（占GDP的百分比）	<p>背景信息： 国际投资头寸净值（NIIP）仍为正值，但到2018年年末已下滑至GDP的15.9%。而在2008年这一数值曾达到GDP的30.2%的峰值。下滑的原因是经常账户顺差减少、估值变化和GDP持续高速增长。国外资产总额（2018年年末占GDP的55%）中大部分为外汇储备，国外负债总额（占GDP的40%）主要为外国对中国的直接投资。储备资产水平稳定，2018年年末达3.1万亿美元（约占GDP的24%）。</p> <p>评估： 国际投资头寸净值占GDP的比重有望继续保持在高位，中期稍有下滑，与经常账户的预期情况保持一致。目前，国际投资头寸净值不是主要风险来源，这是因为资产仍然充足（这体现了外汇储备充足），负债大多与外国直接投资相关。虽然2018年下半年美元-人民币双边汇率面临压力，但资本外流的压力仍然不大。目前不存在较大的净流出压力，但如果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。</p>										总体评估： 2018年，外部头寸与中期基本面及可取政策所对应的水平大致相符。这与之前认为外部头寸稍显强劲的评估不同。虽然经常账户顺差相比2007年峰值出现趋势性下降主要出于结构性因素（反映了再平衡过程取得进展），但2018年急剧下降的部分原因是大宗商品和半导体价格上涨。仍需确保中国的再平衡进程能够继续推进，防止重新出现经常账户顺差过大的情况。	
	国际投资头寸净值	15.9	资产总额	54.6	居民资产	23.6	负债总额	38.7	债务性负债	13.0		可采取的对策： 实现对外头寸的持久平衡，需要逐步缩小国内财政和信贷政策方面的缺口，并推动旨在减少扭曲作用的改革，通过促进消费、降低总体储蓄水平，确保经济发展保持在更可持续的轨道上。顺利实施当局的改革议程有望实现这一目标。优先改革工作包括改善社会保障体系；实施国有企业改革，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；并转向更灵活和市场化的汇率制度。这需要一个市场化程度更高、更透明的货币政策框架和沟通。
经常账户 2018年（占GDP的百分比）	<p>背景信息： 2018年，经常账户顺差进一步下降，滑至2018年GDP的0.4%，比2017年的水平低1个百分点左右。这主要反映了贸易差额的缩小（受高进口量增长的驱动）、服务部门逆差持续上升（主要受旅游业驱动）以及商品和半导体价格增高。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，这反映了投资增长强劲，实际有效汇率升值，主要发达经济体需求疲软，制造业技术升级以及近期服务逆差增大。随着再平衡的推进，在未来的几年中，经常账户顺差预期进一步下降。</p> <p>评估： 外部均衡评估法估计，经周期调整的经常账户余额比基准值多0.8%的GDP，工作人员评估经常账户水平与经济基本面和可取政策大体相符，经常账户缺口区间为-0.7%到+2.3%¹。从净值来看，用外部均衡评估法识别的政策缺口较小（-0.3%），这体现出大体相互抵消的两个因素：一方面，财政政策宽松、信贷过度增长，另一方面，医疗保健支出不足。总缺口主要由残差项造成；残差项反映了其他因素，包括鼓励过度储蓄的扭曲作用。</p>										可采取的对策： 实现对外头寸的持久平衡，需要逐步缩小国内财政和信贷政策方面的缺口，并推动旨在减少扭曲作用的改革，通过促进消费、降低总体储蓄水平，确保经济发展保持在更可持续的轨道上。顺利实施当局的改革议程有望实现这一目标。优先改革工作包括改善社会保障体系；实施国有企业改革，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；并转向更灵活和市场化的汇率制度。这需要一个市场化程度更高、更透明的货币政策框架和沟通。	
	实际经常账户	0.4	经周期调整的经常账户	0.3	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	0.7	工作人员调整	0.0		工作人员估计的经常账户缺口	0.7
实际汇率	<p>背景信息： 2018年，受名义有效汇率升值（1.5%）影响，平均实际有效汇率相比于2017年升值约1.4%。到2019年5月的估计值显示，相比于2018年的平均值，实际有效汇率已贬值0.2%。</p> <p>评估： 据2018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处于同一水平，而2017年相比低5.3%²。不过，上述评估结果会受到经济展望和证券投资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缺口在-11.5%至+8.5%之间。</p>										可采取的对策： 实现对外头寸的持久平衡，需要逐步缩小国内财政和信贷政策方面的缺口，并推动旨在减少扭曲作用的改革，通过促进消费、降低总体储蓄水平，确保经济发展保持在更可持续的轨道上。顺利实施当局的改革议程有望实现这一目标。优先改革工作包括改善社会保障体系；实施国有企业改革，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；并转向更灵活和市场化的汇率制度。这需要一个市场化程度更高、更透明的货币政策框架和沟通。	
资本与金融账户：流量及政策措施	<p>背景信息： 2018年上半年出现资本流入后，下半年出现了少量外流。总体来说，2018年中国资本流入净额为300亿美元，而2017年资本外流净额为1030亿美元，与2015年外流6470亿美元和2016年外流6460亿美元的历史最高水平相比大幅下降。在法律意义上，中国的资本账户仍相对封闭。最近，当局再次采取了一项资本流动管理措施（CFM），将远期售汇业务外汇风险准备金率调整到20%；此外，当局在2018年8月再次采取了行政措施来管控汇率。</p> <p>评估： 从中期来看，随着汇率弹性的提高而依次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，进一步放开资本账户可能会大幅提高双向的流量总额。因此，相关的资产负债表调整及市场情绪的转变要求优先向有效浮动制度过渡（期间使用外汇干预来应对无序的市场状况），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溢出效应，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 2017 年增加 1290 亿美元后出现逆转，2018 年小幅下降，减少了 670 亿美元。工作人员估计显示，根据估值变化和储备回报率调整之后，储备水平的变化反映了市场压力事件期间的小额外汇净流出额。工作人员估计可能有误差，可能意味着不需要干预。</p> <p>评估： 2018 年年末，未剔除资本管制的影响，外汇储备为基金组织复合指标的 90%（与 2016 年的 106% 和 2017 年的 97% 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 145%（与 2017 年的 156% 相比下滑）。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。由于资本账户仅被认为部分开放，从经调整和未经调整的指标所确定的范围看，外汇储备可以说是充足的。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>技术背景说明</p>	<p>工作人员评估认为，实际有效汇率缺口为-1.5%，处于（±5%）区间内，通常将其描述为“基本符合基本面”。</p> <p>1 2018 年的经常账户基准值（-0.4%）与 2017 年的水平（-0.3%）大体相似，区间在 GDP 的 +/- 1.5% 之间。</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 12.6%，而所识别的政策缺口为-2.5%。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，但关于贸易紧张局势、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>	

附录五 2018 年第四条磋商主要建议的落实情况

自 2018 年 6 月以来宣布的改革措施	日期
继续控制信贷增长	
降低对增长目标的强调	
<ul style="list-style-type: none"> 2019 年增长目标从 2018 年的 6.5% 调低至 6%-6.5%。 	2019 年 3 月
企业去杠杆	
<ul style="list-style-type: none"> 政府预计在 2020 年之前，将国有企业杠杆相对 2017 年水平降低 2 个百分点。设置动态杠杆管理系统：特定行业中，超出规模以上企业平均杠杆率 5 个百分点为警戒线；超出 10 个百分点将面临更严格的监督。 	2018 年 9 月
应对地方政府债务	
<ul style="list-style-type: none"> 财政部收紧了对公私合作的控制。如果政府对公私合作项目支付的费用超过财政支出的 5%，则不能发起任何政府支付费用的新项目；2) 如果超过 7%，中央政府将对地方政府发出风险警告；3) 如果超过 10%，财政部数据库将不再接受新项目。 	2018 年 9 月
更全面的金融监管方法	
<ul style="list-style-type: none"> 银保监会发布商业银行理财业务管理办法。 	2018 年 12 月
<ul style="list-style-type: none"> 银保监会发布商业银行理财子公司管理办法。 	2018 年 10 月
<ul style="list-style-type: none"> 中国人民银行、银保监会和证监会共同发布改进系统重要性金融机构监管的指引。 	2018 年 11 月
消除过剩产能/僵尸企业出清	
<ul style="list-style-type: none"> 政府重申水泥和平板玻璃行业不允许增加新产能。政府机构必须对产能替代建议实施严格评估。 	2018 年 9 月
<ul style="list-style-type: none"> 国家发改委和其他机构敦促地方政府和国有资产管理部门定义第一批僵尸企业名单。僵尸企业处置计划于 2020 年完成。 	2018 年 12 月
加快再平衡工作	
促进向小型私营企业发放贷款	
<ul style="list-style-type: none"> 中国人民银行推出定向中期借贷便利，为小微企业和私营公司提供融资支持。 	2018 年 12 月
<ul style="list-style-type: none"> 中国人民银行和证监会引入信用风险缓释工具，允许投资者对冲与私营企业债券的违约风险。 	2018 年 10 月
促进消费	
<ul style="list-style-type: none"> 国务院公布全面的促进消费战略。 	2018 年 10 月
<ul style="list-style-type: none"> 国家发改委发布消费升级计划，主要准对汽车、家用电器和电子产品。关键措施包括取消新能源汽车的购买和驾驶限制。 	2019 年 6 月
减贫	
<ul style="list-style-type: none"> 国务院发布“打赢脱贫攻坚战三年行动的指导意见”，制定了 2020 年之前消除农村地区绝对贫困的目标。 	2018 年 6 月

缩小城市-农村缺口

- 中国发布了农村数字化新指引，旨在扩大 4G 覆盖范围，实现农村农业和公共服务现代化，消除城市-农村缺口。 2019 年 5 月

治理污染

- 在 2018 年 10 月-2019 年 3 月之间将环北京-天津-河北地区城市的 PM2.5 污染水平降低 3% 的目标；取消工业生产控制，在决定停产规模上赋予地方更多自主权。 2018 年 6 月

培育更大程度的开放

开放措施

- 全国人民代表大会批准了《外商投资法》，赋予外国投资者准入前国民和负面清单管理待遇。该法还禁止地方政府强制实行技术转让，并将在公共采购中平等对待外国公司写入了法律。 2019 年 3 月
- 中国证监会宣布允许外国投资者控股期货公司。 2018 年 8 月
- 银保监会宣布允许外国投资者在中国经营保险评估和代理业务。 2019 年 3 月
- 财政部对外国投资机构的债券投资利息收入实行三年期的税收豁免。 2018 年 11 月

放开资本账户

- 合格境外机构投资者投资额度翻倍，由 1500 亿美元增至 3000 亿美元。 2019 年 1 月
- 中国人民银行和外汇管理局关于上市公司外籍员工参与股权激励相关资金的指引。只要在外汇管理局注册，相关资金转移将不需要预先审批。 2019 年 2 月
- 沪伦通正式启动，将允许上市公司在对方交易所根据当地规则和规章发行全球存托凭证。初期，上海证券交易所上市公司在伦敦交易所发行的额度设为 3000 亿人民币，伦敦证券交易所上市公司在上海发行的额度设为 2500 亿人民币。 2019 年 6 月

降低关税

- 中国宣布提高对部分产品的出口退税，包括机械、电器以及文化产品，9 月 15 日起生效。 2018 年 9 月
- 国务院降低了大范围工业产品和原材料的关税，11 月 1 日起生效。此举涵盖 1585 个关税代码类别，包括纺织、金属、电子机械设备以及其他原材料和产品，占中国应税项目总量的 19%。 2018 年 11 月
- 国务院宣布，降低 298 种信息技术产品的最惠国关税，2019 年 7 月 1 日起生效，并相应调整部分信息技术产品的临时性税率。 2018 年 12 月
- 国务院取消了 94 种大宗商品的出口关税，对超过 700 种进口产品设置了临时性关税，1 月 1 日起生效。 2019 年 1 月

强化市场力量的作用

国有企业改革

- 2000 多家隶属于国有企业的医院将从母公司主体剥离，做好集团管理或重组准备。 2018 年 6 月
- 国资委发布了国企经理人和员工问责制指引。损失超过 500 万人民币将视为大额损失（损失超过 5000 万人民币将视为重大损失），会导致国企经理人遭到降职或罢免。 2018 年 7 月
- 政府批准通过了第四批国有企业混合所有制试点名单，包括 107 家央企子公司和 53 家地方国企或子公司。 2019 年 5 月

- 国家发改委发布了强化地方国企对外发行债券的信息披露指引，禁止地方政府提供隐性担保。 2019年6月

营商环境

- 中国在世界银行营商指数中的排名由2017年的第78位上升到第46位，反映了商业注册、建筑许可、产权注册、电力获取、纳税和跨境贸易等领域取得的进展。 2017-2018年

实现政策框架现代化

- 证监会发布了修订版治理规则，规范上市公司的运行。 2018年9月
- 财政部发布了促进政府采购服务第三方绩效评估的指引。 2018年8月
- 财政部2019年1月起开始实施统一的政府会计标准，朝着现代化财政系统和更加高效的绩效预算和管理迈进了一步。 2019年1月
- 国务院发布中央政府和地方政府教育工作职责分配的新指引。中央政府将承担义务教育50%-80%的成本，视地方收入水平而定。 2019年6月

强化数据透明度和沟通

- 中国人民银行成立了新工作组，将政策声明和新闻发布翻译成英文，为国际投资者更好地提供信息。 2018年底
- 国家统计局增加了调查失业率的发布频率，由每季度发布改为每月发布。 2019年1月
- 国务院宣布修订版《中华人民共和国政府信息公开条例》，2019年5月15日生效。 2019年4月
- 政府加强打击地方一级的数据造假行为。 2018-2019年

附录六 2017年中国 FSAP 主要建议落实情况¹

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	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。 将2019年国内生产总值增长预期目标设定为6%-6.5%。主要考虑：一是充分估计经济运行中的不稳定不确定因素，按照实事求是的原则，适当调整经济增长预测目标。同时，考虑到经济增速的季节波动，采用区间式预期目标增加弹性。二是保持合理的经济增长速度，目的是满足新增就业的需求，并为推动高质量发展、深化供给侧结构性改革、打好三大攻坚战提供必要的宏观环境，有利于稳定市场预期。三是这一预期目标与当前我国经济增长潜力相符，与一、二、三次产业增长预期目标相匹配，三次产业稳定增长可以为经济保持中高速增长提供有力支撑。
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	一是新一届金融委成立以来，不定期召开防范化解金融风险专题会议，对金融领域重点风险进行专题研究和部署。2018年以来，已召开十余次有关防范化解金融风险专题会议。二是根据最新的党和国家机构调整方案，金融委办公室设在人民银行，负有“提出系统性金融风险防范处置和维护金融稳定重大政策建议”的职责。为有效履行职责，人民银行专门内设金融委办公室秘书局，负责处理金融委办公室日常事务。秘书局的主要职责包括：推动金融监管部门加强监管协调、信息共享和政策衔接；做好起草金融业改革发展重大规划的组织协调工作，对需统筹协调的货币政策、金融监管与金融改革发展的重大事项，提出政策建议，推动协调落实；组织协调相关部门研究提出系统性金融风险防范处置和维护金融稳定的重大政策建议；协调建立中央与地方金融监管、风险处置、信息共享、消费者保护等协作机制等。
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	从制度层面看，2017年11月成立国务院金融稳定发展委员会，旨在加强金融监管协调、补齐监管短板，以确保金融安全与稳定发展。在此框架下建立各类跨部门协调机制，维护金融市场的稳定与健康发展。 从具体操作层面看，人民银行和银保监会已经建立较为定期和全面的信息共享机制。一是通过信息共

¹ 信息由当局报送，国际货币基金组织工作人员进行翻译。

			<p>享机制，更多地获取银行业金融机构非现场监管信息，包括银行业主要指标、金融运行主要指标、信贷和资产质量相关数据、主要监管报表数据等；二是人民银行定期向银保监会共享央行评级结果；三是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。证监会与人民银行、银保监会、国家外汇管理局、国家统计局、国家市场监督管理总局等部委形成了数据信息交流机制，共享证券市场各类统计数据。</p> <p>关于与国外金融安全网参与者之间的信息交流机制。2018年，银保监会召开四家全球系统重要性银行核心监管联席会议，与国内相关监管部门及境外相关监管当局进行双边磋商，会议期间就四家系统重要性银行经营运行、公司治理、风险管理与监管关注等方面充分共享信息。</p>
触发逆周期资本缓冲，评估银行的资本要求，有针对性地（在有些情况下是大幅度地）增加资本。	最高	近期措施	<p>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。</p>
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	<p>一是我国现行法律法规已对预算相关权限做出明确规定，并处于不断完善过程之中。根据《预算法》规定，全国人民代表大会审查中央和地方预算草案及中央和地方预算执行情况的报告；批准中央预算和中央预算执行情况的报告；国务院财政部门具体编制中央预算、决算草案，具体组织中央和地方预算的执行，各部分编制本部门预算、决算草案。从历年情况看，实行部门预算管理有力支持和保障了人民银行的履职需要。下一步，人民银行将积极推动修改《中华人民共和国中国人民银行法》，拟完善人民银行的财务会计制度，增强预算的自主性，并考虑扩大货币政策工具种类，进一步增强货币政策的灵活性和自主性。</p> <p>二是从实际预算核定过程看，近年来监管部门的费用预算保持一定程度上涨。例如，2018年财政部批复银保监会全年预算较2017年增加4.93亿元，同比上升7.13%。货币政策相关的业务收支实行据实结算，未纳入部门预算，不会影响货币政策操作。</p> <p>三是监管部门采取多种措施强化队伍建设，增加监管资源。2017年7月的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。按照会议精神，银保监会、证监会积极加强与相关部门的沟通协调，</p>

			推动落实中央关于加强基层监管部门力量的要求。同时，结合系统整合工作，推动各级单位向监管一线倾斜资源，切实增强监管执法能力。根据工作需要开展人员招录和选拔工作，大力引进优秀专业监管人才。加强人才教育培训和实践锻炼力度，着力提升干部队伍专业监管能力。
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	<p>人民银行积极推进金融业综合统计工作。一是2018年3月，国务院办公厅发布了《关于全面推进金融业综合统计工作的意见》，成为当前和今后一段时期全面推进金融业综合统计工作的政策依据和基础规范。二是经国务院批准，人民银行会同“两会一局”联合印发金融机构资产管理产品《统计制度》和《统计模板》，构建覆盖银行、证券、保险业金融机构资产管理产品的全生命周期、全资金链条、逐产品统计体系。实现资管产品统计标准统一和数据采集全覆盖。</p> <p>银保监会持续对非现场监管报表的框架和内容进行完善，近期对表内投资、同业业务、理财业务等相关业务报表进行细化更新，便于更好加强监测。</p> <p>证监会稳步推进证券市场统计体系建设。一是形成了近500个证券业核心指标，并完成了指标定义、填报说明及与各行业会计指标对应的关系说明。二是建设证监会中央数据库，集中了证监会系统内所有单位的基础数据，覆盖股票、债券、期货市场的开户、委托、交易数据，以及上市公司、证券期货基金机构及从业人员基本信息、投资者盈亏以及国内和国际宏观经济等历史数据。三是建设中央监控系统，负责监测异常交易特别是跨境跨交易所跨账户交易、监测市场运行走向、分析宏观经济形势及其对资本市场影响等。</p>
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		<p>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。同时，考虑到银行体系在我国货币政策传导机制中发挥的重要作用，MPA也是实现M2、社会融资规模等货币政策调控目标的重要工具之一。</p>
银行的规制和监管			

<p>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。</p>	<p>最高</p>	<p>中期措施</p>	<p>一是强化金融机构控股股东监管。2018年，相关部门不断完善监管规则和制度，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。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》，《商业银行股权管理暂行办法》、《保险公司股权管理办法》等也相继出台。上述监管规定进一步确立了金融机构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，明确和细化了监管部门对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监管责任和监管措施。</p> <p>二是组织开展金融控股公司模拟监管试点。2018年以来，在制定试行办法的同时，人民银行对招商局集团、上海国际集团、北京金控公司、蚂蚁金服和苏宁集团等五家典型企业开展了金融控股公司模拟监管试点。通过试点，积累了监管经验，并将其反映到办法中，提高了办法的针对性和可操作性。</p> <p>三是抓紧研究制定《金融控股公司监督管理试行办法》。人民银行会同相关部门正在抓紧研究制定《金融控股公司监督管理试行办法》，经过多轮征求意见，并结合试点监管情况反复修改，按程序上报国务院批准后，拟向社会公开征求意见。试行办法强调按照“实质重于形式”原则，在并表基础上，对金融控股集团进行全面、持续、穿透监管。一是严格股东资质监管，要求股权结构简单、清晰、可穿透。二是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，对金融控股公司的资本合规性实施穿透管理。三是建立整体的资本充足率监管制度，严格控制债务风险。四是健全公司治理结构，强化关联交易和整体风险管控，完善风险“防火墙”制度。</p>
<p>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。</p>	<p>最高</p>	<p>中期措施</p>	<p>2019年4月30日，银保监会就《商业银行金融资产风险分类暂行办法（公开征求意见稿）》向社会公开征求意见。暂行办法（公开征求意见稿）要求商业银行进行金融资产风险分类应以评估债务人履约能力为核心；对遇到财务困难企业的金融资产进行贷款展期或其他有利于债务人的合同调整视为重组资产，并对重组资产的分类要求、观察期等进行了规定；明确要求本金、利息或收益逾期（含展期后）超过90天的金融资产，即使担保充足也应划入不良。</p>
<p>强化“穿透”原则的执行。</p>	<p>中等</p>		<p>2018年4月27日，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）正式发布。“资管新规”针对金融机构发行的同类资产管理产品制定了统一监管标准，在实施穿透管理、强化风险</p>

			<p>隔离、打破刚性兑付、充分信息披露和揭示风险等方面作出了相关规定。“穿透”监管方面，要求对资管业务实行穿透式监管，向上识别最终投资者，向下识别底层资产。</p> <p>目前，相关监管部门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。</p>
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		<p>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。银保监会于2018年5月23日正式发布《商业银行流动性风险管理办法》，将表外理财产品的流失率从2.5%提高到5%。</p>
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		<p>银保监会持续对相关非现场监管报表进行优化和修订。根据新的规制文件，加强了对大额风险暴露、银行账簿利率风险、关联交易、流动性、交易对手信用风险的日常监测。在资产质量监控方面，细化逾期贷款、信用风险资产分类，并增设项目反映各类信用风险资产（包括投资项下资产）的减值准备、逾期情况、重组上调情况。进一步完善了投资业务信息收集。</p>
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		<p>银保监会持续推动银行业风险识别及预警系统建设。一是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、EAST 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，从时间纵向和同业横向多角度对比，关注数据异动，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，同时多渠道收集现场检查、属地局监管报告、新闻舆情、信访投诉等暴露的风险信息，持续提升风险分析的前瞻性，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”。二是持续对银行风险早期预警系统（REASS）信息进行更新，正在对系统进行全面升级开发，加入更多反映银行业务和风险变化的指标，优化页面展示，以全面反映银行的风险情况及脆弱性。</p> <p>加强银行业非现场监管。一是定期撰写银行月度、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，加大对风险隐患的干预力度。二是通过风险评估报告、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</p>

			<p>报等五项监管传导机制，形成完整的监管闭环。三是定期开展压力测试和资本充足水平内部评估（ICAAP）工作，强化脆弱性银行识别，通过年度监管评级对各行风险状况进行全面评估，对脆弱性较强的银行，通过召开片区会议等形式，科学加强监管指导，制定差异化的风险防范化解规划，明确风险化解的时间表、路线图，实施“一家一策”细化方案，稳步推进。</p> <p>持续督促属地监管部门其切实落实监管责任，对存在风险问题的机构及时采取监管措施。2018年累计开展监管约谈、风险通报、专项督导等150余次。提升科技监管手段，升级银行内部数据集市，优化风险识别监测和预警能力。</p> <p>督促银行提高整改质效，“抓早抓小”，防止相关问题演变为更大的风险案件。建立合规问题台账，强化对日常监管中发现问题的整改跟踪评估，对整改不坚决、力度不够或出现屡查屡犯问题的银行，及时传导监管压力，敦促相关银行举一反三，从体制机制角度提高整改质量，弥补制度漏洞，避免类似问题再次出现。</p> <p>关注产品创新情况，加强合规监管。针对银行上报的新产品新业务进行重点研究，从加大合规监管力度、防止监管套利的“伪创新”角度出发，提前介入，及时叫停不合规或“踩线”产品。</p> <p>加强市场分析和趋势研判，密切跟踪国内外形势及银行风险动态，研究潜在风险，做好风险提示，及时提出有效应对措施，督促机构审慎经营。</p>
压力测试			
<p>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。</p>	<p>最高</p>	<p>中期措施</p>	<p>2017年7月，国务院金融稳定发展委员会成立，加强人民银行和金融监管部门的统筹协调，统筹协调的范围包括信息共享。目前，各金融监管部门已充分共享社会融资规模、货币信贷、银行业经营和风险、证券期货市场统计数据等，数据共享的广度和深度不断加强。在开展监管压力测试过程中，各监管部门就测试范围、情景设计、关键方法、测试结果等关键信息密切沟通交流，保持充分合作。</p> <p>2019年人民银行继续开展银行业压力测试，考察银行在宏观经济下行、重点领域风险状况恶化、流动性压力增加、同业交易对手违约等压力情景下抵御风险的能力，开展压力测试过程中，与银保监会就情景设计、测试方法、关键假设等保持密切交流，并通过定期交流、远程培训等方式将压力测试框架和方法逐步向分支行推广，发挥压力测试的早期风险预警作用。测试使用银行提交的内部数据和监管数据，并逐</p>

		<p>步在不良资产历史趋势、生息资产付息负债分类、债券投资类别等方面提高数据颗粒度。</p> <p>银保监会已在银行业压力测试中使用更加细化、穿透的数据。例如，分析投资科目影响时，使用了穿透至底层资产和行业投向的详细数据，包括总体规模和不良资产等细颗粒度数据；在债券估值压力测试中，使用了测试银行所投资每只债券的本金、久期、类别等详细原始数据。</p> <p>证监会在对证券投资基金经营机构统一情景风险压力测试中，已采用了更为详细的行业机构相关业务数据。在期货领域：一是证监会 2017 年修订发布《期货公司风险监管指标管理办法》，明确期货公司应当及时根据监管要求、市场变化及业务发展情况对风险监管指标进行压力测试。同时，证监会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）》，对期货公司压力测试相关制度、压力测试方法和流程、压力测试报告及相应措施等提出具体要求。2018 年 4 月，证监会指导期货业协会根据相关规定，完成全行业年度综合压力测试工作。二是证监会与人民银行进一步加强监管合作，促进数据信息的共享，由中国金融期货交易所按照人民银行有关司局要求，定期向其提供国债期货市场各类参与主体的交易、结算统计数据以及相关明细数据。三是证监会积极加强跨部门协调，指导中国期货市场监控中心向中证资本市场运行统计监测中心报送客户开户、成交、持仓、资金等数据，实现跨市场的大数据汇集，提高压力测试团队的分析能力。</p>
<p>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。</p>	<p>中等</p>	<p>在人民银行开展的 2019 年银行业压力测试中，采用网络分析模型评估银行与银行间、银行与非银机构之间的业务关联性 & 风险传染性。宏观情景压力测试、敏感性压力测试考虑了非标准化债权投资、表外业务等对银行资本充足水平的影响，流动性风险压力测试考虑了理财产品赎回对银行流动性水平的影响。</p> <p>银保监会方面，一是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。例如，在偿付能力压力测试中，测算资产管理产品损失对银行盈利和资本充足水平的影响；在流动性压力测试中，测算理财产品（区分开放式和封闭式理财产品）赎回对银行流动性的影响。二是按照 2018 年 4 月 27 日发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》内容，要求银行建立健全理财产品压力测试制度，明确公募理财产品至少每季度进行一次，并对压力情景、测试频率、事后检验、应急计划</p>

		<p>等提出具体要求。三是于 2017 年底开展信托公司流动性风险和房地产相关业务信用风险压力测试，以及 2018 年中再次开展信托公司房地产相关业务信用风险压力测试，持续完善压力测试的情景设置、假设条件、参数指标等关键内容，测算信托公司在不同压力情景下的风险敞口，查找风险管理薄弱环节，督促信托公司结合压力测试结果制定风险应对预案，调整业务发展规划，提高风险早识别、早预警、早处置能力。四是加快研究制定《信托公司资本管理办法（试行）》，拟将压力测试作为评估信托公司资本充足性的重要手段，引导信托公司不断增强资本抵补能力和风险管理水平。五是每年定期开展金融资产管理公司压力测试工作，测试内容包括但不限于信用风险、市场风险、流动性风险、操作风险和资本充足水平。通过压力测试，获得相关风险信息及决策依据，帮助公司提高应对极端事件的风险抵御能力。同时，督促资产公司强化测试结果运用，并根据测试结果进一步强化日常监管工作。</p> <p>证监会持续完善证券基金行业压力测试统一情景假设指标，参与压力测试的范围包括证券公司、基金公司及其子公司，并已涵盖对集合投资计划的压力测试。</p>
<p>加强跨部门协调和压力测试团队的分析能力。</p>	<p>中等</p>	<p>人民银行在压力测试过程中，与银保监会就压力测试的测试范围、情景假设、技术方法等保持密切交流与沟通，同时，加强与人民银行内部各部门间的沟通协作，如在宏观压力情景的设计参考人民银行研究局开发的宏观经济计量模型。成立由人民银行总行、分支行和商业银行业务骨干组成的压力测试小组，形成工作合力，定期就压力测试技术展开研讨交流，提升压力测试技术水平和分析能力。积极牵头各金融监管部门选派业务骨干参加由 IMF 组织的银行业压力测试培训班，借鉴国际先进经验，不断改进压力测试方法，进一步提高测试的风险敏感度。</p> <p>银保监会在监管压力测试开展过程中，协调各机构监管部门和银保监局充分参与方案设计、监管审核等重点环节工作，加强会内交流协作。派员加入巴塞尔委员会压力测试工作小组，充分吸收借鉴国际先进经验，并对银行压力测试方法进行升级更新。加强人员培训。</p> <p>证监会通过定期研讨，探索构建压力测试模型案例库，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，建立压力测试与日常监管的联动机制，提高测试的针对性和有效性，发布压力测试工作指引，形</p>

			成行业经营机构统一压力测试、自主压力测试和重要性机构全面压力测试等多维度的行业机构压力测试体系。此外，证监会继续深化与人民银行、银保监会等的数据共享。
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	<p>2018年4月27日发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》要求，金融机构开展资管业务，应确保资管业务与其他业务相分离，代客业务与自营业务相分离。2018年9月，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法》，明确理财产品财产独立于管理人和托管人的自有资产，管理人和托管人因依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产等原因进行清算的，理财产品财产不属于其清算财产，不能进行债权债务抵消。</p> <p>2018年，银保监会发布《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知（信托函〔2018〕37号）》，要求过渡期内信托业务开展应严格落实资管新规各项要求，即信托公司应遵守独立托管，确保资产隔离；每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务等相关要求。</p> <p>下一步，银保监会推动制定的《信托公司资金信托管理办法》将明确规定：一是资金信托财产独立于信托公司的固有财产，并独立于信托公司管理的其他信托财产；二是信托公司因依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产等原因进行清算的，资金信托财产不属于其清算财产；三是要求为资金信托开设独立的托管账户，资金信托托管机构应确保实现实质性独立托管；四是要求每只资金信托单独管理、单独建账、单独核算，不得开展资金池业务。</p> <p>此外，银保监会正在积极推动最高人民法院《中华人民共和国信托法》相关司法解释工作，建议在司法实践中进一步明确信托财产与固有财产相互独立原则，避免因信托公司自身负债导致信托财产被查封或因信托公司处理信托事务导致其固有财产被查封等情形。</p> <p>关于证券投资基金领域的资管产品破产隔离问题。根据《证券投资基金法》第5条规定，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。根据证监会2018年发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第六条规定，资产管理</p>

		计划的债务由资产管理计划财产本身承担，投资者以其出资为限对资产管理计划财产的债务承担责任。但资产管理合同依照《证券投资基金法》另有约定的，从其约定。资产管理计划财产独立于证券期货经营机构和托管人的固有财产，并独立于证券期货经营机构管理的和托管人托管的其他财产。证券期货经营机构、托管人不得将资产管理计划财产归入其固有财产。证券期货经营机构、托管人因资产管理计划财产的管理、运用或者其他情形而取得的财产和收益，归入资产管理计划财产。证券期货经营机构、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的，资产管理计划财产不属于其清算财产。非因资产管理计划本身的债务或者法律规定的其他情形，不得查封、冻结、扣划或者强制执行资产管理计划财产。
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	<p>人民银行积极引导金融机构坚持区别对待、有扶有控原则，满足企业合理融资需求，有序退出扭亏无望的行业。鼓励金融机构加快信贷产品创新，支持钢铁、煤炭等行业转型升级。</p> <p>银保监会引导银行机构按照“区别对待、有保有控”的原则实施差别化信贷政策。银行机构按照自身风险偏好、风控能力和战略定位，对技术设备先进、产品有竞争力、有市场的企业，积极满足企业合理资金需求。但对未取得合法手续的新增产能项目，以及环保、安全生产等不达标企业则严格控制信贷支持。</p> <p>此外，金融监管部门积极配合财政部等有关部门采取多种措施推动地方政府融资平台剥离地方政府融资职能，进行市场化转型，地方政府依法不得再利用融资平台举债，不得再提供任何形式担保。2018年，国务院办公厅印发了《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101号），对“退出为一般公司类”的融资平台公司，按照一般企业标准审核放贷。</p>
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	<p>银保监会方面，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工作，并加强监测预警和风险处置，牢牢守住不发生系统性风险底线。</p> <p>证监会方面，一是高度重视资管新规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</p>

			<p>额赎回等影响市场稳定。二是强化对隐性担保、高比例股票质押风险等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，每日监测市场股票质押情况，指导相关机构有序纾解股票质押风险，发现异常第一时间处置和报告，坚持以市场化、法治化手段防范化解相关风险隐患。</p>
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	<p>2018年9月，银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法》，在信息披露方面，进一步区分公募和私募理财产品，要求公募开放式产品应披露每个开放日净值，公募封闭式产品至少每周披露一次净值，公募产品按月向投资者提供账单；私募产品至少每季度披露一次净值和其他重要信息；银行每半年向社会公众披露本行理财业务总体情况；银行发行理财产品不得宣传其预期收益率。</p> <p>目前，银保监会要求各银行在现阶段严格按照上述要求，结合自身实际情况，按照自主有序方式制定理财业务整改计划，推进理财业务规范转型，促进新旧规则的有序衔接和平稳过渡。</p> <p>证监会方面，一是2018年发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》，其中第五十一条规定，披露资产管理计划信息，不得存在对投资业绩进行预测或者宣传逾期收益率，承诺收益、承诺本金不受损失或者限定损失金额或比例，夸大或者片面宣传管理人、投资经理及其管理的资产管理计划的过往业绩等行为。二是于2018年11月发布《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》，其中规定，证券公司存量大集合资管业务应当在2020年底前对标公募基金进行管理，包括但不限于产品销售、份额交易与申购赎回、份额登记、投资运作、估值核算、信息披露、风险准备金计提等。</p>
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	<p>一是2018年4月资管新规发布后，人民银行持续关注金融市场的运行动态，密切监测金融机构的行为边际变化，适时评估资管业务整改和发展情况，于7月20日发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，明确过渡期内的有关操作性问题，引导金融机构有序进行业务整改，稳定市场预期。二是在推动银行理财、理财子公司、证券基金期货等行业细则出台过程中，人民银行与银保监会、证监会保持密切沟通，确保行业细则与资管新规明确的功能监管理念落实到位，实现对各类金融机构开展资管业务的平等准入和统一规制。三是银保监</p>

		<p>会研究制定《商业银行理财业务监督管理办法》（以下简称“理财新规”），于2018年9月28日作为“资管新规”配套细则正式发布实施。“理财新规”在控制期限错配、限制嵌套投资、控制杠杆和集中度风险、加强投资者适当性管理、强化合规销售等方面提出相关监管要求。“理财新规”与“资管新规”充分衔接，共同构成银行开展理财业务需要遵循的监管要求。四是证监会于2018年10月22日发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》，统一各类证券期货经营机构私募资管业务监管规则，消除监管套利。</p>
<p>严格把控回购抵押品的资质，并改进折扣率计算方法。</p>	<p>中等</p>	<p>一是人民银行于2018年10月发布公告，正式推出银行间市场三方回购交易。要求第三方机构、交易平台及中央对手方出台三方回购合格担保品范围和折扣率标准相关业务细则等。</p> <p>二是证监会指导中国证券登记结算有限责任公司（以下简称中国结算）持续加强质押券风险监测与动态管理机制建设，加强债券信用内部评级体系及市场隐含评级机制建设，做好风险质押券回购资格与折扣系数的动态调整，根据质押券信用风险、流动性风险等情况及时动态调整折扣系数或取消回购资格，微观上有效防范个券信用风险，宏观上持续促进改善质押券总体资质水平。</p> <p>三是中国结算继续完善标准券折算率计算方法，建立自主估值体系并将结果应用于标准券折算率计算，研究符合中央对手方风险管理需要的风险调整估值方案并推动开发实施。</p>
<p>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。</p>	<p>中等</p>	<p>人民银行方面已采取措施包括：一是加强对信用评级行业统一监管，推动债券互联互通。人民银行、证监会2018年9月联合发布2018年第14号公告（以下简称《公告》），《公告》围绕着逐步统一银行间债券市场和交易所债券市场评级业务资质，加强对信用评级机构监管和监管信息共享，推进信用评级机构完善内部制度，统一评级标准，提高评级质量等方面进行了规范；二是建立统一的债券市场执法机制。人民银行、证监会、发展改革委2018年10月发布《关于进一步加强债券市场执法工作的意见》，实现债券市场分工监管，统一执法。</p> <p>证监会持续推进资本市场风险监测机制建设，主要开展了以下工作：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，牵头建立维护资本市场稳定的综合性工作机制，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</p>

			<p>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，统筹协调股市风险监测与应对工作。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。四是基本完成证券期货业中央监管信息平台建设，持续完善风险监测监控预警体系，推进资本市场中央监控系统二期建设，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		<p>一是在“偿二代”监管体系框架下开展偿付能力监管，每季度进行风险综合评级。二是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。三是2019年初，制定制度进一步加强保险公司中介渠道业务管理，强调保险公司应建立权责明晰的制度体系、加强对合作主体的管理、完善合规监督，严禁利用中介渠道主体开展违法违规活动。</p>
制定规划，逐步采用更为市场化的方式进行估值。	中等		<p>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。</p>
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	<p>标准券款对付（DVP）模式是指钱券在同一时间（通常是指同一天）交付。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，但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。</p> <p>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。在《金融市场基础设施原则》（FMI 原则）自评估及 FSAP 评估中，评估方提出中国结算应完善 DVP 安排，建议进一步完善并实现风险管理现代化。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”纳入重点工作任</p>

			<p>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。</p>
<p>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。</p>	最高	中期措施	<p>一是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。二是人民银行已推动人民币跨境支付系统（CIPS）二期全面上线，根据不同金融市场对资金结算的需要，开发了付款交割（DvP）结算、人民币对外币同步交收（PvP）等金融市场交易的资金结算模式，防范化解金融市场基础设施的本金风险。三是人民银行发布了《关于加强跨境金融网络与信息服务管理的通知》，明确跨境金融网络与信息服务境外提供人和境内使用人的合规义务、行业自律要求，并推动 SWIFT 在中国落地了全资子公司，实现了 PFMI 对关键服务提供商提出的监管预期。四是人民银行遵从 PFMI 等国际通行规则，会同相关部门正在制订专门的金融基础设施监管办法。</p> <p>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：</p> <p>针对中国结算：一是建立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，充分发挥证券结算风险基金的风险防范功能。三是建立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> <p>针对期货交易所：一是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）》对期货交易所的法律性质、组织形式、职责范围等方面进行了规范。目前草案已经十二届全国人大财经委全体会议审议通过，现已列入十三届全国人大常委会立法规划。证监会将根据相关立法工作安排，积极配合推进有关工作，争取早日发布实施。二是推进期货交易所中央对手方（QCCP）认定工作。证监会组织各期货交易所依照《金融市场基础设施原则》开展自评，完善监管框架、治理结构和相关制度安排。组织专家评审会，完成期货交易所 QCCP 资格认定的评审工作。2019 年 1</p>

			月，证监会正式批复同意认定各期货交易所为合格中央对手方。
将中央银行的服务延伸至所有系统重要性中央对手。	中等		<p>目前人民银行正在研究改进央行账户结算服务方案，拟建立功能灵活的“结算账户管理系统”，支持支付和市场基础设施 7*24 小时使用央行货币结算。</p> <p>此外，目前人民银行只向中央国债登记结算有限公司和上海清算所提供了结算服务，正在考虑将央行的结算服务延伸至中国结算和 4 家期货交易所。使用央行货币结算能够降低这些机构的信用风险，并且大额支付系统可以为其提供便捷、高效的资金结算服务。但是需要统筹考虑这 5 家中央对手方直接接入大额支付系统可能带来的问题：一是这意味着这些机构可以获得央行的流动性安排，可能导致这些机构及其参与者漠视市场风险，从而引致道德风险甚至金融市场系统性风险。为此，需要落实人民银行对这些机构的审慎管理职能。同时，需要督促这些机构切实加强风险管理。二是这些机构需完成相关系统改造，并调整业务逻辑，需要一定工期。</p>
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		<p>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。</p> <p>金融机构通过购买数据库等方式及时核实高风险客户，包括国内政要信息；或者通过政府官网获取官员的照片等身份信息，从而确定客户或受益所有人是否为国内政要。</p>
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		<p>在中国，上游犯罪人自洗钱不单独认定洗钱罪，因为这与我国基本法律原则相悖。根据中国刑法犯罪构成理论和司法传统，洗钱是“不可罚之事后行为”，属于上游犯罪的自然延伸，即吸收犯。根据重罪吸收轻罪原则，犯罪人一般以上游犯罪（重罪）一罪处理。根据《刑法》第 61 条规定，中国法院将自洗钱作为上游犯罪的量刑情节一并考虑，可能对自洗钱者处以更重的刑罚，符合《刑法》第 5 条规定的“罪责刑相适应”的基本原则。</p> <p>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</p>

			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	<p>我国为积极落实金融稳定委员会《有效处置机制核心要素》要求，积极推动构建有效的风险处置框架。为进一步提高处置的有效性，已由人民银行牵头会同有关部门，推动了《商业银行破产风险处置条例》立法修订工作。</p> <p>在证券市场方面，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，制定相应的风险应对机制。</p>
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	<p>2018年11月27日，中国人民银行、银保监会、证监会联合发布了《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》，要求人民银行牵头组建危机管理小组，负责建立国内系统重要性金融机构特别处置机制，定期制定恢复和处置计划，开展可处置性评估，确保其发生重大风险时，能够得到安全、快速、有效处置，保障其关键业务和服务不中断。</p> <p>工、农、中、建四行跨境危机管理工作组于2018年12月4日在北京分别召开了2018年度全体会议。会议审阅了四行恢复与处置计划的2018年度更新情况，并针对各行恢复选项的有效性、处置工具的可行性等重点问题开展讨论，要求四行及时准确更新恢复与处置计划，使其适应银行业务模式、管理架构、风险状况和外部环境的最新变化。</p> <p>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。</p>
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	<p>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。</p>
提升各类保护基金的制度设计，以限制道德风险。	中等		<p>存款保险基金方面，继续做好保费归集、基金管理等基础工作，完善风险差别费率机制。按季监测投保机构风险状况，加大核查力度，发挥风险警示作</p>

		<p>用，探索存款保险对风险的早期纠正功能，推动风险早处置。</p> <p>证券投资者保护基金（以下简称基金）方面，证监会、财政部、人民银行于2005年6月30日共同发布了《证券投资者保护基金管理办法》（以下简称《办法》），并于2016年4月19日进行了修订。</p> <p>《办法》通过限制基金用途、明确动用基金的审批流程、限制资金运用范围、建立基金信息报告制度、明确对挪用基金等违法行为的惩处措施等制度安排，以限制和防范道德风险。</p> <p>信托业保障基金方面，一是深入开展信托业保障基金制度后评估。借鉴国际经验，结合我国信托业实际，建议将道德风险防范纳入信托业保障基金制度框架。二是通过持续开展非现场分析，提出有序推进受托人尽责前提下投资者风险自担、压实信托公司及其股东责任等监管建议。三是对信托业保障基金公司进行风险提示。要求该公司高度重视道德风险防范，避免因保障基金使用把关不严而引发道德风险。</p>
<p>普惠金融</p>		
<p>提升金融科技的法律、规制和监管框架。</p>	<p>中等</p>	<p>第一，制定人工智能、区块链、生物识别等的监管基本规则，健全金融科技监管规则体系，推动信息技术在金融领域合理应用。</p> <p>第二，近年来，人民银行会同相关部门积极研究构建适应互联网金融发展特点的监管长效机制，促进互联网金融健康可持续发展。一是加快建立互联网金融各领域监管制度。目前，相关金融监管部门已经建立网络借贷行业监管基本制度，确立了非银行支付备付金集中存管制度，明确了互联网资产管理、比特币等虚拟货币交易场所、代币发行融资（ICO）等方面的监管红线，并在股权众筹、互联网保险等领域明确了监管政策标准。二是初步构建互联网金融综合经营和创新活动监管框架。相关金融监管部门进一步规范了货币市场基金互联网销售业务，对系统重要性货币市场基金实施宏观审慎监管，对“区块链+金融”等新业务形态进行识别、评估，防止创新跑偏。三是进一步完善互联网金融行业基础设施。人民银行已推动完成支付机构和商业银行间合作开展的支付业务全部迁移至网联、银联处理，并实现客户备付金100%集中交存中央银行。中国互联网金融协会不断完善登记披露、统计监测等行业基础设施。同时，百行征信已正式挂牌成立并上线个人征信系统，为非传统金融、互联网金融提供信用信息服务。四是银保监会启动《互联网保险业务监管暂行办法》修订工作，针对互联网保险</p>

		<p>业务迅速发展中新情况新问题，进一步完善监管规则体系。</p> <p>第三，证监会高度重视证券期货行业金融科技监管工作，研究起草了《关于促进证券期货业金融科技健康发展的指导意见》并进一步修订完善，力争尽快发布实施，促进并规范行业金融科技的健康有序发展。</p>
--	--	---



中华人民共和国

2019年第四条磋商工作人员报告——相关信息附录

2019年7月12日

撰写

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
与其他国际金融机构的关系	4
统计问题	5
能力建设和技术援助	8

与基金组织的关系

（截至 2019 年 6 月 30 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	占份额的百分比
份额	30,482.90	100.00
基金组织持有的货币	25,664.31	84.19
在基金组织的储备头寸	4,818.64	15.81
向基金组织提供的贷款		
新借款安排	1,103.66	

特别提款权账户：

	百万SDR	占分配额的百分比
净累计分配额	6,989.67	100.00
持有额	7,776.75	111.26

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	1986/11/12	1987/11/11	597.73	597.73
备用安排	1981/3/2	1981/12/31	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				
	2019	2020	2021	2022	2023
本金		0.00	0.00	0.00	0.00
收费/利息		0.11	0.11	0.11	0.11
总计		0.11	0.11	0.11	0.11

汇兑安排：

2018年6月22日以来，中国事实上的汇率制度被划为其他有管理的安排。2017年6月1日以来，归为参照中国外汇交易中心（CFETS）指数中货币篮子的类似爬行安排。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区间为 2%，即每日人民币兑美元的市场交易价可在中国外汇交易中心对外公布的当日人民币兑美元中间价上下 2% 的区间内浮动。人民银行宣布，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扩大。在交

易区间内，银行可以根据市场的供求关系确定其客户的人民币与美元汇率，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价报价机制的灵活性，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中发挥更大的作用。

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。

1996年12月1日，中国接受《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支付和转账不实行限制。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，但是，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纳入特别提款权货币篮子。

与其他国际金融机构的关系

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

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

统计问题

（截至 2019 年 6 月 1 日）

I. 评估用于监督的数据充足性

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“数据公布特殊标准（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建议。

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），以及基于现行和不变价格的按经济活动分类的季度 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 已经在某些行业采用，例如间接测算的金融中介服务的计算以及研发支出的资本化。衡量一些 GDP 组成部分的数量指标的技术并不完善，需予以改善。按支出法统计的年度和季度 GDP 按不变价格编制，但不予公布。GDP 支出组成部分的季度数据比较有限。国家统计局已对国民账户数据的范围和质量做出一系列改进，最重要的是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进；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性质的统计体系，改变数据采集方式的能力有限。

月度服务业生产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。

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。该指数使用取自 2015 年住户支出的权重编制。但是，权重未公布。生产者价格指数系根据 2015 年的经济结构汇总；如果能扩大统计口径，纳入服务活动，结果会更好。

国家统计局公布一些城市的住宅房地产价格指数。这些指数系根据基本的混合调整方法（按规模）编制。不编制涵盖新的和二手房产的全国综合指数。

政府财政统计：严重的数据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。中国目前报告广义政府的政府财政统计，不按经济类型分列支出明细（除了利息外），但包括政府财政统计年鉴中政府职能分类项下的数据。支出分类仍需改善，主要是因为不公布按经济类型分列的支出数据。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。广义政府范围不包括地方政府融资平台（LGFV）的运营，这部分业务规模相当大。

货币和金融统计：

近年来，中国在货币和金融统计方面取得进展。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对财政赤字的估计。所报告的中国人民银行净国外资产头寸不包括汇率估值影响，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，人民银行停止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中断。

2015 年 3 月，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，尚未开始以标准报表格式报送数据，仍需等待内部审查和批准程序的完成。中国报告了金融服务可得性调查（FAS）的一些关键序列和指标的数据，包括联合国为监测可持续发展目标（SDG）的目标 8.10 采用的两个指标。

金融部门监督：中国向基金组织报送金融稳健性指标，并在基金组织网站上发布。除 12 个核心金融稳健性指标之外，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性指标。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。

对外部门统计数据：历史数据序列（2005 年第一季度开始的国际收支平衡；自 2011 年第一季度开始的国际投资头寸（IIP））（以美元计）主要根据第六版《国际收支和国际投资头寸手册（BPM6）》编制，并在《国际金融统计》中公布。

当局继续改进国际收支和国际投资头寸统计数据的覆盖面工作，并在这些方面取得进展。然而，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，为缩小数据缺口，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。

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；对股权和债务工具没有进行细分；（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 年开始编制和公布国际储备和外汇流动性模板。后者不包括至少每年公布一次的有关按货币组别分类的储备货币构成的覆盖信息。

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

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。

没有开展数据版 ROSC 的编制工作。

中国：监督工作所要求的常用指标一览表
(截至 2019 年 6 月)

	最近的 观察日期	收到日期	数据 频率 ⁹	报送 频率 ⁹	公布频率 ⁹
汇率	05/19	06/19	M	M	M
货币当局的国际储备资产和国际储备负债 ¹	04/19	05/19	M	M	M
储备/基础货币	04/19	05/19	Q, M	Q, M	Q, M
广义货币	04/19	06/19	M	M	M
中央银行资产负债表	04/19	05/19	M	M	M
银行体系合并资产负债表	04/19	06/19	M	M	M
利率 ²	04/19	06/19	¹⁰	¹⁰	¹⁰
消费者价格指数 ³	04/19	06/19	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
中央政府债务及中央政府担保债务的存量 ⁶	Q4/2017	03/18	Q	Q	Q
对外经常账户差额	Q4/18	03/19	Q	A, Q	A, Q
货物和服务的进出口 ⁷	Q4/18	03/19	Q	Q	Q
GDP/GNP ⁸	Q4/18	03/19	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	2018	03/19	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品的名义价值，包括那些与某种外币挂钩但以其他方式结算的金融衍生品名义价值。

²包括基于市场的利率和官方决定的利率，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（不具备价格指数）。

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。服务贸易数据与经常账户统计数据一起发布。

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，2011-2019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	微观模拟模型	2013年12月
财政事务部	税收政策的宏观经济影响分析	2015年3月
财政事务部	改革个人所得税	2015年10月
财政事务部	增值税的未来设计	2016年9月
财政事务部	促进创业和就业的税收政策	2017年9月
财政事务部	社会保障缴款	2018年3月
财政事务部	增值税政策	2018年9月
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	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	针对纳税大户的税收征管工作	2013年1月
财政事务部	税收征管跟进	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	提高中国企业在对外投资方面的税务合规	2016年10月
财政事务部	税收征管—对外投资和纳税人服务	2017年10月
财政事务部	评估多年期税收征管现代化的实施情况	2018年1月
财政事务部	税收征管—绩效衡量	2018年3月
财政事务部	税收征管—个人所得税	2018年11月
财政事务部	关于税收建模和分析的研讨会	2019年4月
公共财政管理		
财政事务部	关于公共财政管理机构的高层对话	2011年6月
财政事务部	中期开支框架研讨会	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层对话	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	政府会计现代化代表团	2014年1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

中国：能力建设和技术援助一览表，2011-2019年（续）

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专家访问	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	政府核算和财务报告	2018年4月
财政事务部	绩效预算	2019年4月
统计		
统计部	数据公布特殊标准研讨班	2011年4月
统计部	政府财政统计	2011年5月
统计部	数据工作：为 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	2013年11月
统计部	社会融资总额指标/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总额/货币数据	2015年3月
统计部	多部门代表团：SDDS 诠释数据的编制和专题技术援助	2015年6月
统计部	季度国民账户	2019年3月
货币政策、银行监管和反洗钱/反恐融资		
法律部	反洗钱/反恐融资法起草	2011年3月
法律部	银行的破产解决	2012年5月
货币与资本市场部	关于基金组织协定第八条的研讨会	2017年7月
货币与资本市场部	证券市场监管研讨会	2017年9月
货币与资本市场部	证券市场监管代表团	2018年3月
货币与资本市场部	监管和审慎框架	2018年8月
货币与资本市场部	金融部门技术援助	2018年9月
货币与资本市场部	金融部门技术援助	2018年11月
货币与资本市场部	货币政策实施和操作	2019年1月
货币与资本市场部	金融部门技术援助	2019年1月
货币与资本市场部	金融部门技术援助	2019年4月
货币与资本市场部	主权债券期货市场研讨会	2019年4月
货币与资本市场部	基于指标的系统风险监测框架	2019年5月
培训		
法律部	反洗钱/反恐融资立法起草代表团	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
基金学院培训	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

中国：能力建设和技术援助一览表，2011-2019年（续）

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和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
货币与资本市场部	对外和系统性金融风险课程	2017年7月
能力建设学院	宏观经济诊断	2014年9月
基金学院	联合培训项目举办的金融稳健指标课程	2014年9月
统计部	在总部为外汇管理局官员举办的关于采用BPM6的挑战和经验的研讨会	2014年9月
能力建设学院	宏观经济预测	2014年10月
统计部	OECD/NBS举办的部门账户研讨班（统计部参加）	2014年12月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2015年3月
货币与资本市场部 / 统计部	社会融资总量指标	2015年3月
统计部	会谈：ECB会见中国债务证券和数据问题代表团	2015年4月
统计部	会谈：BIS会见中国债务证券和数据问题代表团	2015年4月
货币与资本市场部	SDR检查/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-国际收支统计汇编课程	2015年9月
能力建设学院	宏观经济诊断	2015年9月
统计部	国际收支统计	2015年9月
能力建设学院/财政事务部	财政分析与预测课程	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

中国：能力建设和技术援助一览表，2011-2019年（续）

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
统计部	跨境头寸统计	2017年9月
能力建设学院	管理资本流动	2018年3月
能力建设学院	宏观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	金融发展与普惠金融	2018年6-7月
能力建设学院	使用动态随机一般均衡（DSGE）模型分析货币和财政政策	2018年8月
能力建设学院	使用动态随机一般均衡（DSGE）模型分析货币和财政政策（高级）	2018年8月
货币与资本市场部	压力测试和系统风险 I	2018年10月
能力建设学院	金融规划和政策（FPP）	2018年10月
能力建设学院	包容性增长	2018年12月
货币与资本市场部/能力建设学院	金融监管适应新的金融科技	2019年1月
战略、政策与检查部		
货币与资本市场部	低收入国家的债务可持续性框架和基金组织政策	2019年2-3月
能力建设学院/货币与资本市场部	压力测试和系统风险 II	2019年3月
能力建设学院	金融市场和金融工具（FMI）	2019年4月
能力建设学院	金融部门政策	2019年4月
能力建设学院	宏观经济诊断	2019年5月
货币与资本市场部/能力建设学院/法律部	管理资本流动	2019年5月
能力建设学院		
统计部	金融部门监督	2019年6月
	债务证券统计	2019年6月

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

国际货币基金组织工作人员代表的声明
2019年7月24日

1. 本声明包含了自工作人员报告提交之后可获得的信息。这些信息不改变工作人员评估的核心内容。
2. 近期发布的数据与工作人员的预测基本一致：
 - 二季度 GDP 同比增长 6.2%，与工作人员的预测一致，相比一季度的 6.4% 略有下降。经济增长受再平衡驱动：服务业对增长的贡献率大于工业（服务业为 3.6%，工业为 2.3%），消费的贡献率大于投资（消费为 3.4%，投资为 1.6%）；鉴于进口增长疲软，净出口仍对经济增长做出积极贡献，为 1.2 个百分点。名义 GDP 增速从一季度的 7.8%（年同比）加快至二季度的 8.2%。
 - 高频指标显示，6 月经济活动有所增强。工业增加值从 5 月的 5.0%（年同比）回升至 6 月的 6.3%。固定资产投资增速从 5 月的 4.3%（年同比）回升至 6 月的 6.3%。社会融资总量增速从 5 月的 10.6%（年同比）提高至 6 月的 10.9%，驱动因素是影子银行业务的收缩速度放缓。
 - 总体消费者物价指数通胀 6 月保持在 2.7%（年同比），核心通胀也稳定在 1.6%（年同比）；生产者物价指数通胀放缓至 0.0%（年同比）。
3. 继 7 月初宣布加快金融部门开放以后，金融稳定与发展委员会推出了 11 项开放措施。这些措施改善了债券市场、资产管理、保险、证券和评级行业的外资准入条件。具体而言，这些措施将允许境外金融机构：（1）开展国内债券评级；（2）参与设立、投资入股商业银行理财子公司；（3）设立外方控股的理财公司；（4）投资养老金管理公司；（5）设立或参股货币经纪公司；（6）对人身险公司的持股比例由 51% 提高至 100%，由原定的 2021 年提前至 2020 年；（7）持有保险资产管理公司的股份超过 25%；（8）外资保险公司无须遵守 30 年的经营年限要求；（9）持有证券公司、基金管理公司和期货公司的 100% 股权，由原定的 2021 年提前至 2020 年；（10）获得银行间债券市场 A 类主承销牌照；（11）更加便利地投资于银行间债券市场。
4. 自工作人员报告 7 月 12 日定稿以来，人民币汇率总体保持稳定，对中国外汇交易中心篮子升值 0.4%，对美元贬值 0.1%；股市下跌 0.25%；3 个月中央政府债券收益率上升 15 个基点至 2.2%，5 年期中央政府债券收益率为 3.0%，基本保持不变。

中华人民共和国执行董事金中夏的陈述

2019年7月31日

我们感谢基金组织工作人员及管理层在中国第四条磋商期间所开展的坦率而富有建设性的讨论。中国政府重视基金组织的分析和建议，它们为政策制定提供了有益参考。当前中国经济基本面稳固，发展潜力很大，我们相信中国经济能够克服外部冲击带来的负面影响，继续有质量和可持续的增长。

宏观经济近况

中国经济继续保持稳定增长，并对全球经济做出重要贡献。中国面临的内外部环境更加复杂，GDP增长从今年一季度的6.4%放缓至二季度的6.2%，但经济增长韧性很强，主要经济指标依然保持在合理区间之内。通胀水平保持稳定，上半年CPI同比上涨2.2%。尽管面临贸易摩擦压力，进出口依然有所增长，贸易结构继续优化。就业形势稳定，6月全国城镇调查失业率为5.1%。

作为大型经济体，内需一直是中国经济增长的主要驱动力。经过多年不懈努力，中国经济的结构性调整已开始取得成效，消费支出对GDP增长的贡献已提高至60%以上，服务业在经济中的占比升至52.2%，超过40.7%的制造业占比。

经济展望

2019年，中国有信心实现6%至6.5%的增长水平。工作人员在报告中指出，中国的劳动生产率与发达国家相比仍有较大差距，处于趋同的上半期，这有利于中国经济在中长期保持强劲增长。对此，我们深表认同。中国城市化率稳步提高，曾经一度高企的住房库存已降至新低。中国在过去几十年进行了大量的基础设施投资，但按密度和人均计算仍存在巨大缺口，在追赶发达国家方面仍有很大潜力。

联合国贸易和发展会议（UNCTAD）最近发布的《2019年世界投资报告》显示，尽管存在一些不利因素，比如全球外商直接投资萎缩以及中美贸易摩擦导致的转移效应等，2018年外商对华直接投资依然增长了4%，中国仍稳居全球第二大外资流入国。2018年，中国证券投资组合流入规模也达到了创纪录的新高。一方面，部分外国投资者为了规避美国对华出口关税而离开中国，或因比较优势的变化而将其生产线转移至成本更低的地方，另一方面，更多外国投资者为了躲避中国对美出口加征的报复性关税或在中国市场寻求有利商机而进入中国。近期，一些之前外迁的企业在其它国家经历挫折后，经过全面评估又回迁中国。这与中国的高素质劳动力供给、完备的供应链、便利的基础设施和稳定有效的政府密不可分。尽管近年来中国劳动力成本不断提高，但目前中国拥有全球最大且定价合理的专业人才队伍，如工程师和技师。2018年，中国高校毕业生达创纪录的820万人，

其中学习科学、技术、工程和数学（STEM）专业的人数占一半以上。中国研发经费（R&D）支出占 GDP 比重为 2.18%，高于新兴市场国家的平均水平，日益接近经合组织国家 2.37% 的平均水平。同时，交通和通讯基础设施大幅改善，对劳动力的有效工作时间的供给产生了乘数效应，也将中国经济整合成为一个更通达、更具流动性的单一国家市场。

财政政策

中国政府继续实施积极的财政政策，财政资金使用效率不断提升，减税降费规模高达近 2 万亿元人民币（折合 2800 亿美元），中央和地方政府之间的资源分配效率有所提升。减税降费的主要受益者是中小企业、中低收入的工薪阶层以及企业的研发活动，预计财政刺激的积极效果在下半年会进一步显现。我们认同工作人员的意见，鉴于政府在今年的预算编制中已将中美贸易摩擦因素考虑在内，目前暂不必再进行大规模财政刺激。

工作人员在附录一《债务可持续性分析》中提及，中国债务走势相比去年有所恶化，债务可持续性存在风险。我们认为近期债务率上升反映的是短期因素而非长期趋势，当局仍然致力于稳定总杠杆率水平。分析中国债务问题时应考虑高储蓄率的因素。高储蓄率是中国成功地大规模动员国内资源的标志，它使中国的跨代资源配置和资本积累不必依赖外部融资，建立在高储蓄基础上的较大规模融资总体上也符合国际收支平衡的需要。

工作人员用债务与 GDP 之比来分析债务可持续性在方法上有一定的局限性，这一分析混淆了存量（债务）和流量（GDP）概念，难以对中国债务可持续性进行准确衡量。建议工作人员以“债务偿还金额 / GDP”和“总债务 / 国民财富”这两个指标来衡量，可能会对中国债务可持续性得出更准确的结论。

货币政策

中国继续实行稳健的货币政策，结合国内外经济形势和物价走势对政策进行调整，并利用多种货币政策工具保持流动性和货币供应量合理充裕。人民银行将继续深化利率市场化改革，使政策利率更好地指导市场利率。同时，人民银行将进一步推动货币政策框架从数量型向价格型转变，不断完善市场化政策利率的形成和传导机制。正如工作人员所注意到的，近年来中国已很少干预外汇市场。

金融稳定

中国政府高度重视防范金融风险，并采取多种措施防范和化解银行、证券和保险行业的金融风险。各项指标显示，金融业总体态势运行良好。金融监管部门已要求中小银行从市场更多筹集资本金。

最近包商银行被接管以及战略投资者参与锦州银行，都反映了当局继续清理、巩固和加强部分中小银行的努力。在过去几年中，很多中小型银行都通过积极补充资本金、处理坏账以及大幅增加拨备等途径而更加稳健，这与基金组织在有关中国的金融稳定评估报告中的建议是一致的。

国企与中小企业

中国不断深化供给侧结构性改革，中央层面僵尸企业处置已完成约 95%，力争今年全面完成任务。在已处置的僵尸企业中，有三分之一以上通过破产方式处置，其它主要通过并购和内部重组方式处置。不久前，国家发展改革委等部门联合制订方案，明确提出推动国有“僵尸企业”破产退出，对符合破产等退出条件的国有企业，各相关方不得以任何方式阻碍其退出，同时规定中央和地方政府不得通过违规提供政府补贴和贷款等方式维系无生存能力企业的生存。

当前，中国的民营企业支撑了 80% 以上的就业，创造了 60% 以上的 GDP。民营企业和外资企业占据了 90% 以上的出口。中国政府承诺为所有类型的企业创造公平的竞争环境，将“竞争中性”原则落到实处，无论是国企还是民企、内资还是外资，都在同一起跑线上公平竞争。

我们欢迎工作人员有关“改善中国企业信贷分配”的研究，感谢工作人员提供了一些与消除国有企业显性担保相关的国别经验。但是，这些国别经验是为了消除“显性担保”而非“隐性担保”。工作人员定义和量化中国的“隐性担保”时需要非常谨慎，因为这经常是基于猜测而非确凿的事实。中国明确禁止政府对企业进行任何形式的未经授权的担保。正如工作人员报告所指出的，近年来中国国有企业债券有较多违约，在一些特定时间内，国有企业债券的违约数量甚至高于民营企业债券违约数量，这与工作人员“隐性担保广泛存在”的假设不尽一致。工作人员认为国有企业的融资成本较低就是存在隐性担保的证据，这在实践上有过于简单化和随意判断的风险。一些发达国家的大型金融机构和汽车制造商在金融危机期间被政府救助或者一直由政府持有部分股权，它们目前较低的融资成本是否也反映了隐性担保？我们鼓励工作人员更全面地研究这一问题并进行跨国比较，以检验这种量化估算“隐性担保”的方法是否经得起推敲，并对所有成员国适用于同一标准。

贸易

贸易摩擦升级不可避免地对中国经济造成了一定影响，但影响是可控的。以零售额衡量，中国已是全球最大的市场。随着中国不断开放市场、改善投资环境并加大知识产权保护力度，任何一个跨国公司都不会冒险将中国市场拱手让给第三方。

同时，一些技术壁垒和禁令短期内可能不利于中国技术进步和创新，但这也会同时影响供货商，且这种影响有时甚至是致命的。中国可能不得不进行大规模投资，自主研发进口替代产品，这将有助于抵消外部需求下滑的不利影响，促进经济增长。

尽管如此，我们仍然同意工作人员的提议，中国及其贸易伙伴应开展建设性的合作，在以规则为基础的多边框架下解决贸易纠纷，以真诚互利共赢的方式共同致力于 WTO 改革。这不仅有利于中美，而且有利于整个国际社会。

我们理解对假设的“管理贸易协定”存在一些担忧，那样的协定具有歧视性，也会带来新的扭曲。中方也和基金组织一样赞成以多边视角而非双边视角看待贸易平衡。实际上，“管理贸易”的内容是中方谈判的对手方提出的，基金组织直接和他们去讨论“管理贸易”的负面影响是更合适的。中方与贸易伙伴达成的任何贸易协定将既会有助于促进双边贸易，又遵守 WTO 规则，并由自主经营的市场主体以市场化方式执行。过去一年，中方已大幅下调有效关税，放开多个行业的准入限制，进一步加强知识产权保护。这些举措是中国主动的更全面的开放，并未以特定的双边贸易谈判达成协议为前提条件。

海外贷款

中国当局在改进对外贷款统计监测、完善内部协调、提高对外贷款透明度方面做出了巨大努力。新颁布的“一带一路”债务可持续框架在很大程度上借鉴了基金组织的方法，并接受了工作人员的很多建议。基于工作人员的监测结果及执董会讨论情况，我们向中方债权人发出了债务风险预警，这些努力都取得了实实在在的积极成效。

最后，我们感谢基金组织代理总裁利普顿的领导，并感谢中国团队主任 Kenneth Kang 先生与中国政府进行的坦诚和成功的政策对话。我们感谢所有中国团队成员辛苦又富有成效的工作，以及亚太部主任李昌镛先生和助理主任 James Daniel 先生的建议和指导。