



中华人民共和国

部分问题

2019 年 8 月

关于中华人民共和国的《部分问题》报告系由国际货币基金组织工作人员小组撰写。该报告以 2019 年 7 月 12 日报告完成时可获得的信息为基础。

公众可通过以下方式订购本报告副本：

International Monetary Fund • Publication Services

PO Box 92780 • Washington, D.C. 20090

电话：(202) 623-7430 • 传真：(202) 623-7201

电子邮件：publications@imf.org 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



中华人民共和国

部分问题文件

2019年7月12日

批准：
亚太部

由 Kenneth Kang 和 James Daniel 领导的小组撰稿，章节作者包括 Pragyana Deb、Albe Gjonbalaj、Fei Han、Yun He、Sarwat Jahan、Emilia Jurzyk、Simon Paroutzoglou 和 Longmei Zhang（均来自亚太部），以及 Nadia Rendak（法律部），Mario Catalan（货币与资本市场部），Swarnali Hannan（研究部）和 Wei Guo（战略、政策及检查部）。

目录

中国经常账户顺差缩小的驱动因素、影响和前景	3
A. 中国经常账户的趋势	3
B. 经常账户顺差减少的驱动因素	7
C. 中国的经常账户：展望未来	11
D. 中国经常账户顺差减少的国际影响	13
图	
1. 中国的经常账户	3
2. 进口结构	5
3. 贸易增加值	6
4. 家庭储蓄率预计将会下降	8
5. 投资可能达到峰值	8
6. 中国出口增速已出现放缓，可能低于进口增速	9
7. 2018年进口增长由价格驱动	10
8. 全球视角下的中国经常账户	13
9. 对中国不断增长的进口行业的敞口	15
中国的家庭债务	17
A. 背景	17
B. 高额家庭债务带来的宏观金融风险	19
C. 高额家庭债务对消费的影响	20
D. 国际经验：控制家庭脆弱性的措施	22
E. 政策启示	23
参考文献	27

专栏

1. 中国的土地政策和住房价格	25
2. 中国现在是否应建立个人破产框架?	26

图

1. 家庭资产、负债和债务负担	19
-----------------	----

附件

附件一. 面板回归的设计	29
附件二. 面板回归结果	31

改善中国企业信贷分配 **33**

A. 中国去杠杆对信贷分配的影响	33
B. 在信贷分配中贯彻竞争中性原则	35
C. 增加私营企业融资渠道的措施	41
D. 创造有利的贷款环境	42
E. 结束语	43
参考文献	44

专栏

1. 经合组织关于债务中性的指导原则	36
2. 国际经验：国有企业向预算支付担保成本	40
3. 经合组织关于融资中监管中性的指导原则	40

附件

附件一. 2018年至2019年第二季度当局旨在将信贷导向私人部门的主要举措	46
--	----

中美贸易政策的溢出效应——中国的贸易政策 **47**

A. 中美贸易政策	47
B. 通过有管理的贸易来缩小中美双边贸易逆差	47
C. 贸易紧张局势升级	53

专栏

1. 美国与中国的双边贸易逆差	48
2. 使用更精细的数据估算溢出效应	52

图

1. 达成贸易协议替代情景下的结果	51
2. 中国在可能受影响的行业对美国出口增加值的来源	54

中国经常账户顺差缩小的驱动因素、影响和前景¹

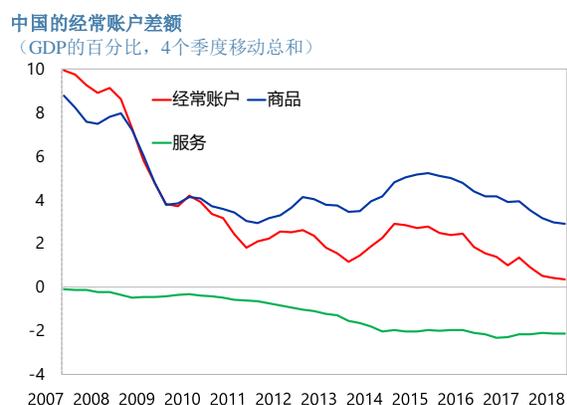
中国经常账户顺差已从2008年的峰值显著减少，对外头寸目前符合中期经济基本面和可取政策。虽然2018年的周期性因素有所帮助，但下降趋势主要是结构性的，驱动因素包括经济再平衡、实际有效汇率朝着均衡水平升值、出境旅游增加和商品顺差减少，后者反映了市场饱和及中国与贸易伙伴相比相对较快的经济增速。当局政策应关注继续实施经济再平衡和开放，确保过度顺差不会再现，并为经济和金融体系应对波动性更强的资本流动做好准备。从全球视角来看，中国顺差的减少缓解了全球失衡，为各国带来了不同的影响，其中韩国、德国、巴西的贸易差额相对中国有所改善，而日本、印度和印度尼西亚相比中国出现恶化。

A. 中国经常账户的趋势

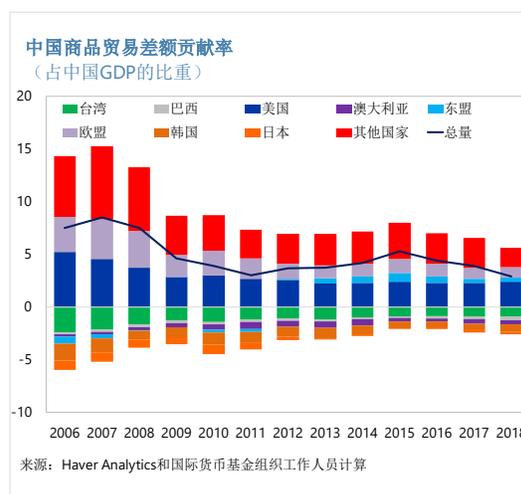
1. **中国经常账户顺差已从2008年的峰值显著减少。**虽然周期性因素在2018年经常账户顺差骤降中发挥了部分作用，但过去十年的趋势总体是结构性的，驱动因素包括服务逆差扩大和商品贸易顺差减少（图1）。即使在双边层面，整体趋势是经常账户更加平衡，其中与美国和欧盟的商品贸易顺差不断减少，与日本、韩国和中国台湾省的商品贸易逆差不断减少。随着中国增长模式从出口向消费转型，顺差减少、甚至出现小幅逆差的趋势可能持续，这将给中国和全世界带来深远的影响。

图1：中国的经常账户

中国经常账户顺差相比峰值显著减少……



……双边顺差和逆差都减少。

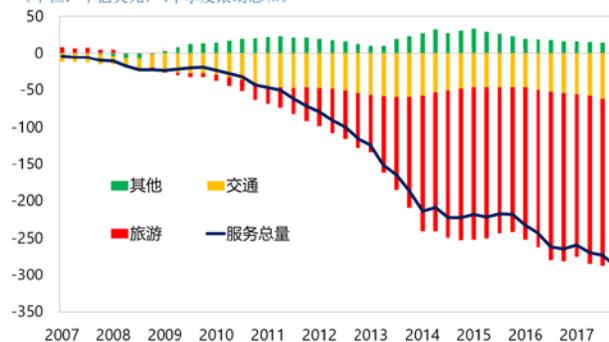


¹ 由 Pragyam Deb、Albe Gjonbalaj 和 Swarnali Ahmed Hannan 撰写。

2. 出境旅游大幅增加以及相关的海外支出导致服务逆差激增。中国的旅游业余额主要受出境旅游影响，其从2008年约50亿美元的小幅顺差发展到2018年近2500亿美元的逆差，这由中产阶级购买力增强和货币升值驱动。虽然关于旅游余额的计量存在一些争议，部分观察者认为中国游客的支出存在高估，反映了变相的资本外流，但总体变化趋势无法否认。一个例证是，中国出境游客数量增长近4倍，从2008年的4600万人次增加至2018年的1.62亿人次。虽然其他项目（如交通运输服务和知识产权使用版税）也出现增长，其贡献度和规模小得多。

服务账户的组成部分

(单位：十亿美元，4个季度滚动总和)



来源：CEIC和国际货币基金组织工作人员计算。

3. 原材料和大宗商品进口增加，但制造业顺差依然强劲。商品余额的变化趋势波动性更强，影响因素包括大宗商品价格变化、政府政策、刺激措施（尤其是通过基础设施投资）以及更大范围的中国和全球增长前景。虽然中国增加了石油、铁矿石等原材料的进口来支持国内经济，但制造业顺差（尽管规模巨大）增长已经停滞，原因是其2001年加入世界贸易组织的红利已经消失，且中国已在很多市场中占据主导地位。人民币实际有效汇率在此期间显著升值后，自2016年以来保持稳定，尽管实际有效汇率和商品余额之间的关系难以确定，且国内和外部需求等其他因素也在发挥更加主导型的作用。加工贸易的重要性（见下文）以及出口国为抵消实际有效汇率变化的影响对成本和利润进行调整都进一步削弱了其影响。

贸易差额

(十亿美元，4个季度滚动总和)



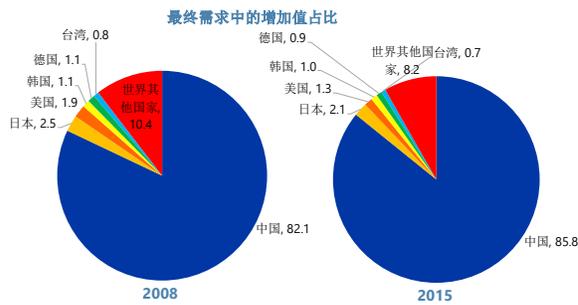
来源：中国海关、Haver Analytics和国际货币基金组织工作人员计算。

4. 中国的技术升级和消费品占比较小使进口

增速低于总体增速。中国最终需求的国内占比（占总增加值的比重）有所提升，这是由国内制造能力增强（尤其是高技术部门）以及自力更生和进口替代的意愿（图2，上图）共同驱动。除了影响最终需求，这还导致再出口占比下降，因为中国企业日益有能力提升自身在价值链的地位，替代进口的中间商品。虽然当前经济再平衡继续推进，中国日益壮大的中产阶级对更昂贵消费品的需求增加，预计将会促进消费品进口需求增加，但家庭消费在整体进口篮子中的比重仍然较小（图2，下图）。

图 2：进口结构

中国最终需求的国内占比提升…

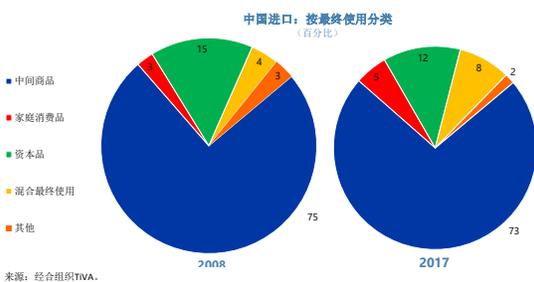


…而再出口的占比下降



来源：经合组织、TIVA和国际货币基金组织工作人员计算

进口由中间产品和资本品主导…



来源：经合组织TIVA。

…消费品的占比相对较小



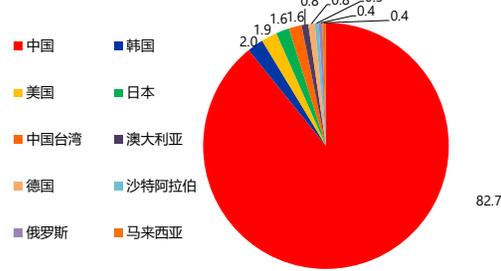
来源：经合组织TIVA。

5. 虽然中国的出口代表了若干国家的增加值，但随着中国在价值链中的地位不断提升，国内增加值的占比正在上升。经合组织 2015 年以来的数据表明，在中国出口总额中，中国创造了超过 80% 的增加值，韩国和美国的增加值的占比约 2%（图 3）。此外，随着中国在价值链中的地位不断提升，其创造增加值的占比随时间推移不断扩大，尤其是高技术部门的增加值占比快速扩大。各国增加值占比的缺口存在差异，欧盟 28 国出口总额与出口增加值之间的缺口大于美国。关注中美双边贸易差额，2015 年的增加值贸易差额为 2190 亿美元，比贸易差额总量（2510 亿美元）低 13%。使用可用年份（2005-2015 年）的平均值，增加值贸易差额比相应的总量低 19%。

图3：贸易增加值

中国的出口代表若干经济体的增加值

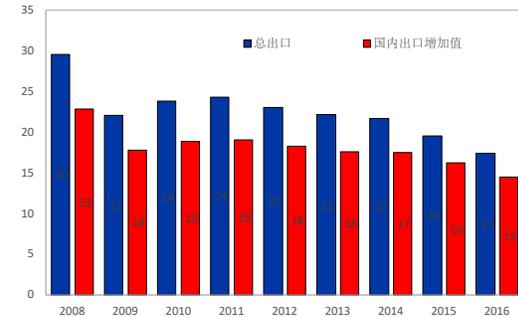
中国出口增加值的经济体分布，2015年
(占中国出口总额的比重)



来源：经合组织和国际货币基金组织工作人员计算

… 尽管中国的占比持续上升…

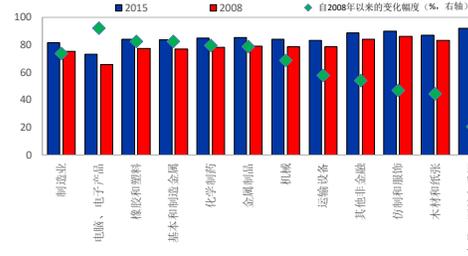
中国出口总额与出口增加值
(占中国GDP的比重)



来源：经合组织TIVA、国际货币基金组织、世界经济展望和国际货币基金组织工作人员计算。

… 因为其在价值链中的地位不断提升，同时高技术部门的增加值占比快速扩大

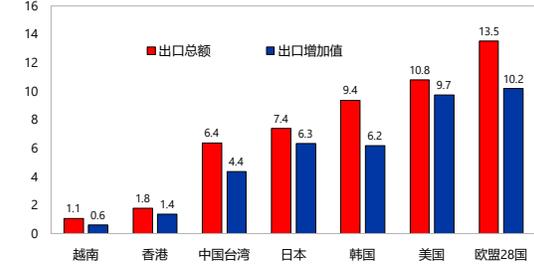
中国出口总额中的国内增加值
(占出口总额的比重)



来源：经合组织TIVA和国际货币基金组织工作人员计算。

… 但各经济体增加值占比存在差异…

2015中国出口总额与向主要市场出口的增加值
(占中国出口总额的比重)



来源：经合组织TIVA和国际货币基金组织工作人员计算。

… 以及部门差异

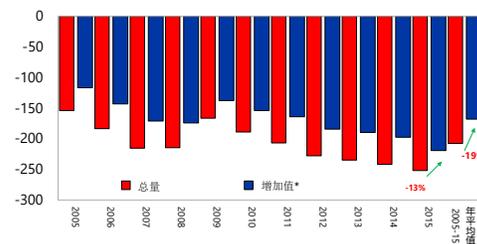
中国出口的分布，按行业增加值划分，2015年
(占出口总额的比重)



来源：经合组织TIVA和国际货币基金组织工作人员计算。

中国与美国双边贸易差额的出口增加值比出口总额低13%

美国与中国的双边贸易
(十亿美元)



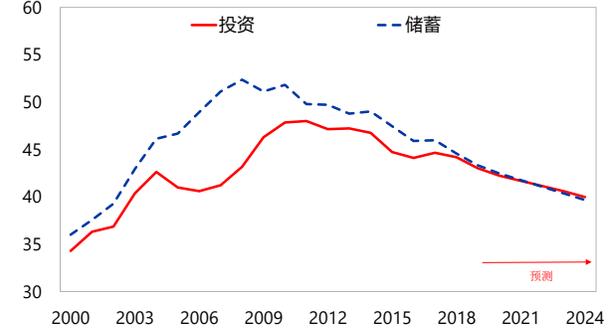
B. 经常账户顺差减少的驱动因素

结构性因素

6. 中国经常账户顺差减少主要反映了国内储蓄率的正常化。从广义的宏观经济视角看，中国经常账户顺差减少反映了国内储蓄率仍然逐步走向正常化，该比率在 2000-2008 年飙升至相当高的水平。自储蓄率达到峰值后，一定程度上由人口老龄化导致的国民储蓄率下降缩小了储蓄-投资缺口。虽然储蓄和投资两者同时减少，但储蓄的减少速度快于投资，导致经常账户顺差从 2008 年的峰值降至 2018 年接近平衡的水平。

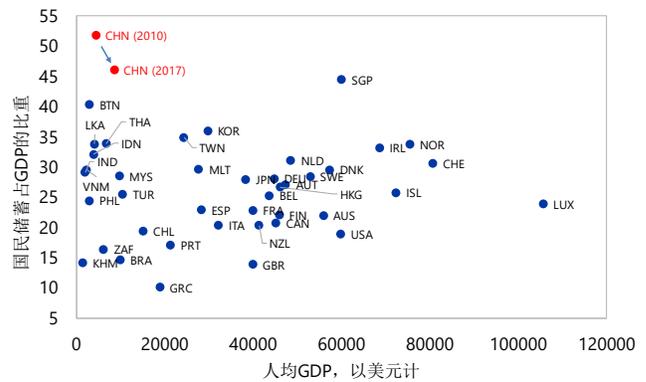
7. 中国储蓄率预计将继续处于下行通道，因为其在各国家庭储蓄率中仍处于离群水平。尽管较 2008 年峰值有所下降，中国国民储蓄率仍大幅高于全球平均水平及其他收入水平类似的国家，为进一步下降提供了空间。储蓄率过高的主要原因包括：独生子女政策带来的人口变化导致的家庭储蓄水平非常高，计划经济向市场经济转变过程中社会安全网和就业保障的转型，住房改革以及收入不平等现象加剧。尽管增扩赤字自全球金融危机以来显著扩张（Zhang 等人，2018 年），企业和政府储蓄基本与全球基准保持一致。虽然不利的人口结构和老龄化趋势将在降低家庭储蓄方面发挥作用，但储蓄行为的变化较慢，储蓄率正常化尚需时日，且取决于向消费驱动型经济再平衡的步伐和成效。此外，改善社会安全网、减少收入不平等现象将对储蓄率继续下降发挥关键作用（图 4）。

中国的储蓄和投资总额
(占GDP的比重)



来源：国家当局和国际货币基金组织《世界经济展望》。

国民储蓄率



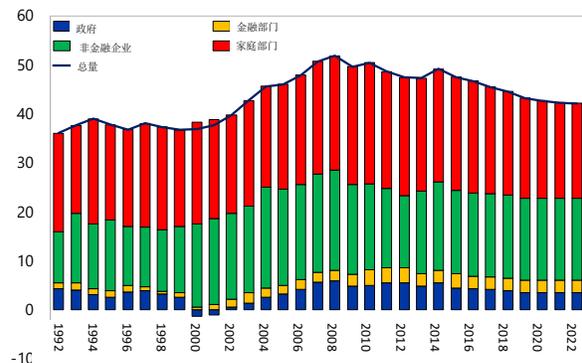
来源：世界经济展望和国际货币基金组织工作人员计算。

图 4：家庭储蓄率预计将会下降

家庭储蓄率相比峰值已有所下降…

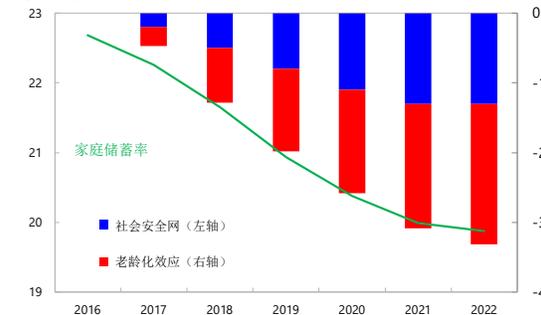
…在人口结构和再平衡政策驱动下，预计该比率将继续下降

国民储蓄率
(占GDP的比重)



来源：资金流动和国际货币基金组织工作人员估算和预测。

家庭储蓄率将会下降
(占GDP的比重)



来源：国际货币基金组织工作人员估算和预测。

8. 虽然政策将发挥关键作用，投资可能已达到峰值，预计将会减少，尽管减少速度慢于储蓄。随着再平衡继续推进，经济增长逐渐从投资驱动转变为消费驱动，中国固定资产投资持续下降（图 5）。尤其是房地产投资，已从近二十年超过 20% 的增速下降；考虑到高空置率、劳动年龄人口减少以及城镇化进程放缓，预计增速将继续降低。随着投资增速放缓，中国大宗商品进口也应减少。然而，预计这将被家庭储蓄率下降和对进口消费品相关需求减少所抵消。此外，根据政府估算，继续推进改革和放开措施（具体来说即降低进口关税）已使平均关税从 2017 年的 9.8% 降至 2018 年 11 月减税后的 7.5%，这将鼓励进口，预计将使经常账户顺差得到控制。

图 5：投资可能达到峰值

随着再平衡继续推进，固定资产投资正在减少…

…并从投资逐渐转移至消费

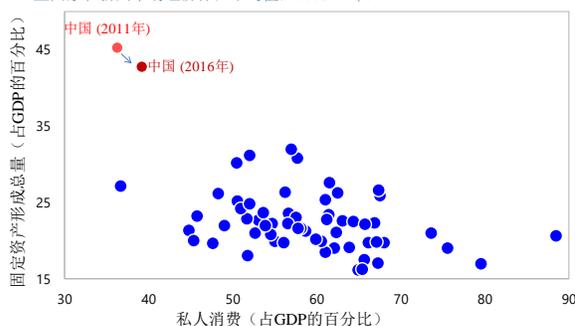
中国的房地产和固定资产投资
(同比变化, 百分比)



来源：CEIC 和国际货币基金组织工作人员计算。

缓慢从投资转向消费

(工业国家和新兴市场经济体：平均值，2008-17年)



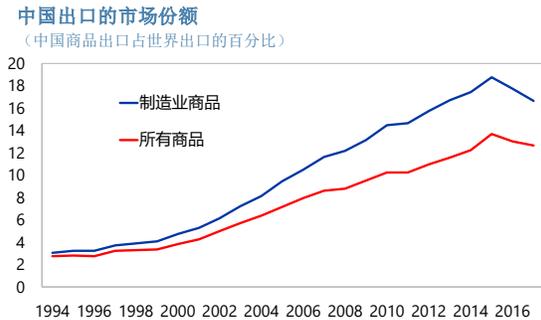
来源：世界经济展望和国际货币基金组织工作人员计算。

9. 中国出口的市场份额已经很大，继续扩大市场份额存在难度。从历史上看，随着中国的全球市场份额不断提高，中国出口增速快于贸易伙伴。2001 年中国加入世界贸易组织时，中国出口占世界出口总额的比重约为 4%。2017 年该比重增加了两倍多，达到了 13%。从制造业来看，这两个数字分别是 5% 和 17%（图 6）。目前，中国是世界最大的商品出口国，其占世界出口总额的比重在 2016 和

2017 年有所下降。因此，考虑到全球贸易放缓带来的额外阻力，出口可能会与贸易模式保持相同增长速度。

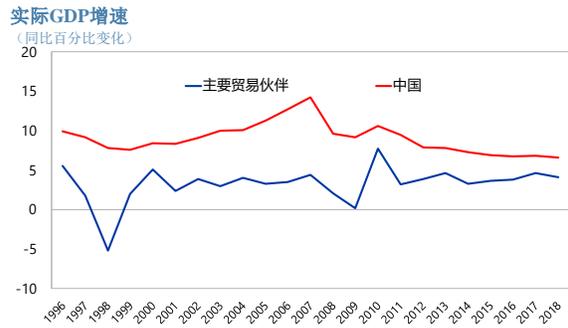
图 6：中国出口增速已出现放缓，可能低于进口增速

中国出口的市场份额可能已达到峰值…



来源：世界发展指标和国际货币基金组织工作人员计算。

…这说明，出口增速可能与贸易伙伴一致，因此低于进口增速

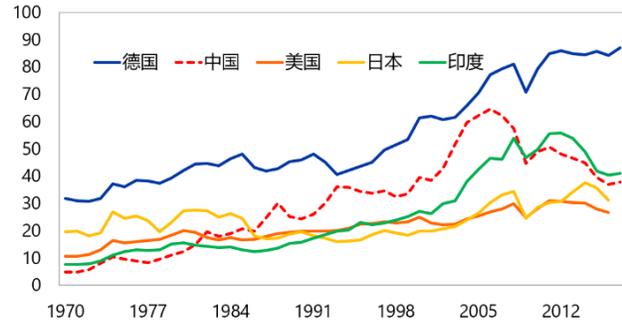


来源：国家当局、《世界经济展望》和国际货币基金组织工作人员计算。
注释：主要贸易伙伴的实际GDP增速为购买力平价加权GDP。

10. 考虑到中国与贸易伙伴相比增速较快，进口增速预计将超过出口。随着中国经济由出口驱动向消费占比增加实现再平衡调整，预计进口消费品和中间产品的需求将会增加。中国进出口占 GDP 比重下降就部分反映了上述现象。虽然这部分反映了全球贸易放缓，但该趋势在中国比其他大型经济体更加显著。总体来看，这些趋势将导致经常账户顺差收窄，整体上向更平衡的对外头寸转变。

贸易开放

(商品和服务进出口总额占GDP的比重)

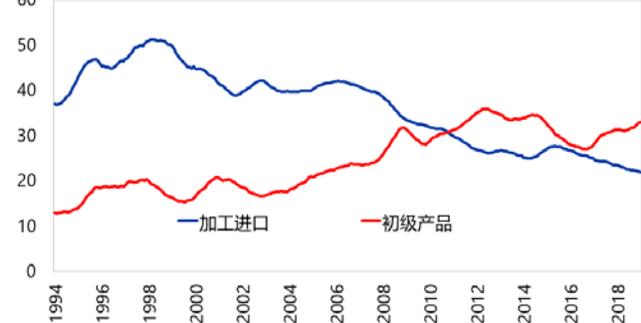


来源：世界银行，世界发展指标。

11. 随着加工贸易重要性下降，大宗商品和旅游业占比提升，中国经常账户的波动性可能加剧。加工贸易是一种对从海外进口的原料和辅助材料、零部件、配件和包装材料免征关税的关税安排，明确的意图是在加工或组装后将成品再出口。随着制造商更多地转向采用本地零部件，贸易安排更加灵活，加工贸易的比重显著下降，这加大了经常账户的波动性。对加工贸易而言，出口自动决定进口，因为出口减少将导致进口相应减少，而经常账户基本不受影响。相比之下，初级产品（约半数均为燃料和石油）的占比出现上升；其波动性更强，受全球大宗商品价格周期驱动。此外，出境旅游占比增加可能使经常账户对货币汇率波动更加敏感。

中国的商品进口

(中国进口占比，12个月移动平均)



来源：CEIC和国际货币基金组织工作人员计算。

周期性因素

12. 2018 年经常账户顺差骤降，在一定程度上是由周期性因素驱动。上半年经常账户出现逆差后，中国 2018 年经常账户顺差占 GDP 的比重为 0.4%（低于 2017 年的 1.4%）。经常账户顺差占 GDP 的比重下降 1 个百分点，很大一部分原因是商品贸易差额减少。尤其是原油、精炼石油、集成电路进口的增加占 2018 年进口增长的接近一半，后者占 GDP 的比例增长约 0.7%。剩余部分可主要解释为贸易紧张和全球需求疲弱导致的出口减少。

13. 进口增加由石油和集成电路价格上涨驱动。2018 年油价多数时间保持在每桶 70-85 美元之间，与 2017 年的 55-65 美元相比有所上升。与 2017 年相比，2018 年石油进口增加 800 亿美元，增幅约 50%，其中价格上涨因素在石油进口增加中所占的比重接近 80%。相似的是，半导体价格下跌多年后突然飙升，导致进口较 2017 年的数值增加约 500 亿美元，其中价格上涨在 2018 年集成电路进口增加中的占比约为 60%（图 7）。

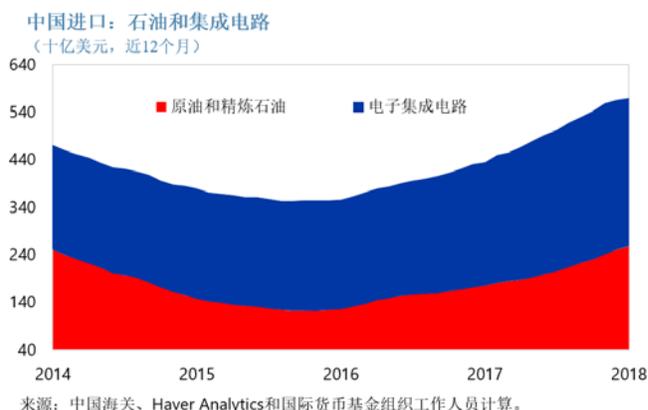
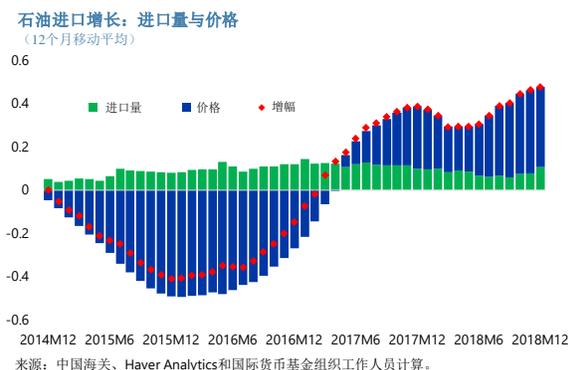


图 7：2018 年进口增长由价格驱动

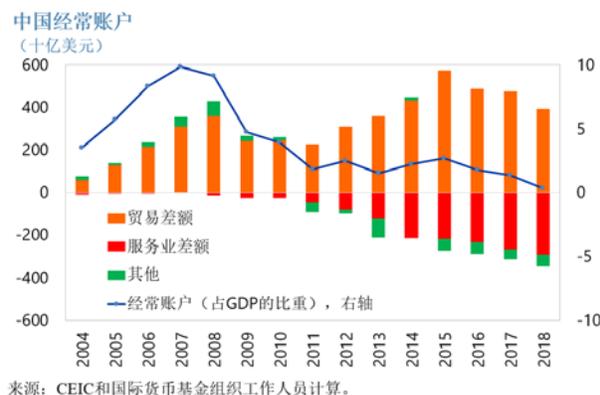


14. 小结。中国经常账户顺差达到峰值后，在结构性因素的作用下持续减少，这些因素包括：

- 经济再平衡；
- 出境旅游增加；以及
- 市场饱和及与贸易伙伴增速存在差异导致商品顺差减少。

然而，2018 年经常账户顺差占 GDP 比重 1% 的下降在一定程度上是由周期性因素所致。

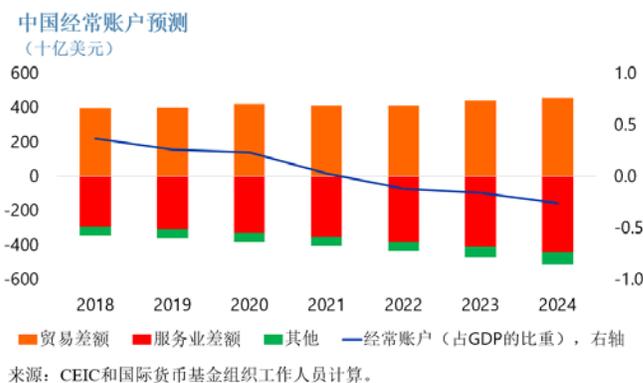
- 据估算，石油和半导体价格对进口的影响分别占 GDP 的 0.4% 和 0.2%。
- 对经常账户的影响可能较小（原因是出口价格更高），据估算占 GDP 的 0.4% 左右。



C. 中国的经常账户：展望未来

15. 中期来看，在继续实施再平衡的基线情形下，预计经常账户将保持在接近平衡状态。未来，随着上文阐述的结构性因素继续推升进口、抑制出口，预计2018年的经常账户小幅顺差将变为小幅逆差。具体来说，基线情形假设：

- 进口需求增加，因为储蓄减少速度快于投资——私人消费占比上升
- 出口增速放缓，原因是市场饱和且中国经济增速继续快于贸易伙伴
- 大宗商品价格前景向好
- 旅游业逆差与GDP同步增长
- 收入账户和资产结构不发生重大改变
- 除非贸易紧张局势显著升级，预计其不会对经常账户产生重大影响——进口和出口的抵消效应。高科技出口领域的紧张局势的影响超出了本文讨论范畴，因此未纳入基线情景。



16. 尽管境外资产规模较大，中国收入账户仍处于逆差状态。这是因为中国对外资产中的高收益高风险资产占比不到30%，如直接投资或股权投资组合。多数资产为低收益投资，如国际储备资产、贸易信贷和外币存款。相比之下，中国70%的对外负债是风险较高、（因此）预期收益较高的工具，如直接投资或股权投资组合。虽然这是中国国际投资头寸的长期特点，但资产构成的重大调整可提高资产收益率，通过收入账户增加经常账户顺差。部分调整仍在进行中，外国直接投资占总资产的比重从2007年的不到5%稳步提高至2018年的26%。

中国的国际资产

	十亿美元	%		十亿美元	%
国际资产	7,324		国际负债	5,194	
储备资产	3,168	43.3%	对中国直接投资	2,762	53.2%
			股权投资组合	684	13.2%
债务组合投资	228	3.1%	债务组合投资	412	7.9%
贸易信贷	597	8.2%	贸易信贷	393	7.6%
货币和储蓄	394	5.4%	货币和储蓄	483	9.3%
贷款	710	9.7%	贷款	417	8.0%
直接投资	1,899	25.9%			
股权投资组合	270	3.7%			
其他	59	0.8%	其他	42	0.8%
净国际资产	2,130				

来源：Haver Analytics和国际货币基金组织工作人员计算

17. 若增速超出预期，经常账户可能出现逆差。大宗商品价格，尤其是油价，预计在基线情形中保持温和态势。然而，如果大宗商品价格超出预期，可能会使商品顺差大幅减少，导致经常账户逆差扩大。同时，国内需求或信贷推动的超预期增长将增加进口，扩大经常账户逆差。中国不是大宗商品市场的价格接受者，这一事实加剧了分析的复杂性——中国增速加快将推升大宗商品价格，使进口进一步增加。此外，尽管过去几年中旅游业逆差占GDP的比重保持稳定，但有证据表明增速有所放缓；尽管如此，旅游业可能随着人均收入增加进一步回暖，且增速超过GDP。正如知识产权支付超过预期一样，实际汇率升值（经济基本面支持升值除外）可以提振进口，导致经常账户逆差增加。

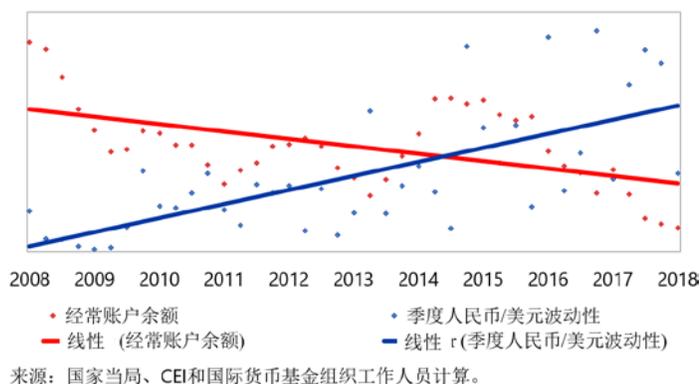
18. 经济增速或再平衡进程放缓可能导致经常账户顺差增加和对外失衡再现。增速放缓能降低进口需求，增加经常账户顺差。若（有别于过去）抵消经济放缓的刺激政策采取税收减免的形式，上述效果尤为明显，因为税收减免的进口密度可能低于增加基础设施领域的公共和准公共投资带来的进口密度。再平衡放缓或出现倒退、储蓄率回升至高点和消费萎缩可能会使纠正对外失衡取得的进展付之东流。最后，“中国制造2025”等倡议或技术升级（如半导体）带来的进口替代进展加快，能减少进口

需求并提升全球市场份额，进而增加经常账户顺差。此外，国内市场中高端和奢侈品可得性的增加会减少中国游客的海外支出，从而使服务逆差减少，推升经常账户整体水平。

19. 当局政策应关注继续实施再平衡，加快开放进程，以确保过度顺差不会再现。从国内角度来看，再平衡工作应该继续推进并加快实施步伐，以提振消费需求。应继续实施监管改革来稳定杠杆，推进国有企业“债务中性”。“中国制造”应该关注“比较优势”而非“进口替代”。同时，中国应该深化并加快开放，继续支持惠及中国和全世界的国际贸易体系。具体来说，这包括进一步降低进口关税、提高贸易开放度，进一步开放服务部门，放松对贸易和投资制度的限制，以及应对结构性问题（如知识产权执法）。

20. 虽然经常账户大额顺差的终结推动中国经济走向均衡，但它也减少了全球储蓄来源，给中国和全球经济以及人民币国际化带来了影响。中国经常账户大额顺差导致全球储蓄出现过剩，压低了长期收益率。随着大额顺差终结，美国债务人和其他对外直接投资可获取的全球资本可能减少，这会导致长期收益率上升。同时，经常账户大额顺差意味着资本稳定地流入中国，提供大量外汇储备缓冲和抵消经济放缓或冲击的逆周期调节工具。未来，若无这些后备支持，金融账户中波动性更强的部分（如证券投资资本流动）可能带来更大的冲击，尤其是外国直接投资的重要性已经下降。这意味着中国经济和货币管理的灵活性将会降低，人民币汇率的波动性可能加剧，对资本流动更加敏感。然而，中国可以通过鼓励人民币国际化来支持实现更加稳定的资本流入。例如，中国可以向境外投资者（包括养老基金等长期投资者）销售更多债券，或以人民币（而非美元）进行交易结算。这将使境外主体可以获得更多的人民币资产，使人民币资产的使用范围扩大；但这也需要加强人民币管理的灵活性和透明度。

人民币波动性和经常账户



21. 金融体系需要做好准备，以应对具有更大波动性和更大规模的资本流入。当局应该继续降低金融部门风险，并推动相关的微观审慎和宏观审慎改革。同时，当局政策应关注如下方面：通过进一步放开资本账户，鼓励更高质量、稳定和多样化的资本流入；通过提高透明度、实施监管改革对接国际标准，鼓励机构和长期投资者投资——如改革评级行业；增加国际交易工具的可获得性；继续推进人民币国际化；构建更多样化的对外资产组合以获取更高收益。应允许人民币对短期变化做出更多反应，允许汇率具有更强的双向灵活性。

D. 中国经常账户顺差减少的国际影响

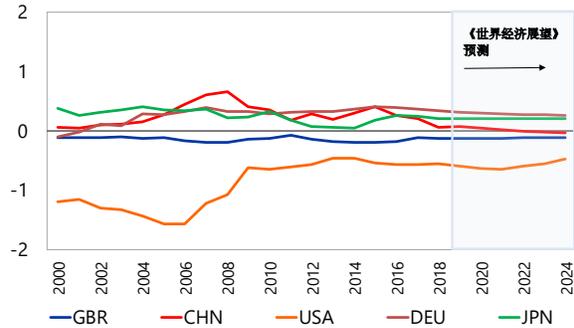
全球视角

22. 中国经常账户失衡占全球 GDP 的比重不断下降，预计未来将继续走低。中国经常账户占全球 GDP 的比重在 2008 年达到 0.66% 的峰值，到 2018 年降至 0.06%，目前低于其他主要顺差国，如日本和德国。未来，预计中国经常账户规模将继续减少，2024 年占全球 GDP 的比重约-0.01%。

23. 经常账户顺差进一步减少将缓解全球过度失衡——这对全球稳定是一个积极变化。在历史上，中国经常账户一直处于过度顺差状态，实际（经周期调整）经常账户被认为高于潜在基准水平，即符合该国经济基本面和可取中期政策的水平。作为世界第二大经济体，中国经常账户过度顺差是全球经常账户过度顺差的最大贡献国之一，2015 年达到了占全球 GDP 约 0.3% 的峰值。中国经常账户顺差的预期减少应该能缩小全球过度失衡（图 8）。由于世界主要经济体长期存在大规模的过度对外失衡，以至于给全球稳定带来风险，因此，中国持续降低过度的外部失衡，将是朝着减少全球失衡和强化国际货币体系的方向迈出的积极一步。

经常账户差额，2000-2024年

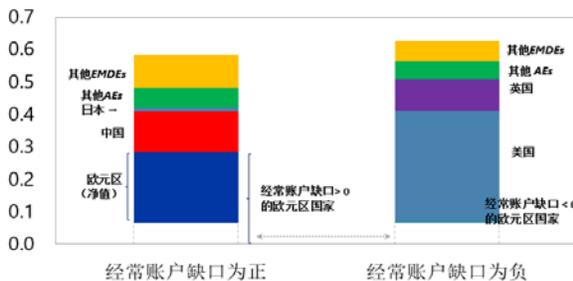
（占世界GDP的百分比）



来源：国际货币基金组织和《世界经济展望》。

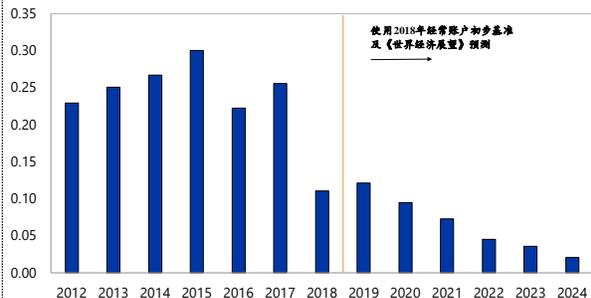
图 8. 全球视角下的中国经常账户

全球经常账户缺口，2018 1/
（占全球GDP的百分比）



来源：国际货币基金组织工作人员计算
1/ 仅包括对外部门报告国家，5个系统重要性国家单独报告。经常账户缺口为正（负）欧元区经济体分别为英国和荷兰（比利时、法国、意大利和西班牙）。

中国经常账户过度失衡
（占世界GDP的百分比）



来源：《世界经济展望》和国际货币基金组织工作人员计算。

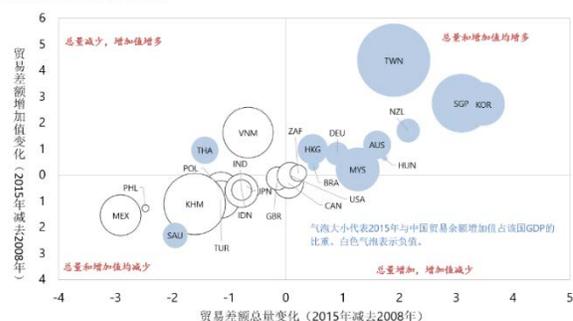
具体国家视角

24. 部分亚洲经济体已从中国经常账户规模下降中受益。随着中国电脑、电子产品和电器进口快速增长，向中国出口这些产品的亚洲经济体（中国台湾省、新加坡、韩国）与中国的贸易差额——无论总额还是增加值——提升幅度最大。韩国贸易差额增长（受到 2007 年底韩元兑人民币贬值支撑）主要是因为电子产品出口，其占对中国出口总额的比重从 2008 年的 28% 增至 2017 年的 41%。

25. 然而，其他经济体（如日本、印度和印度尼西亚）的贸易差额出现恶化。最显著的是日本，虽然其与中国的贸易差额近年来有所改善，但在 2008-2015 年之间减少了约 330 亿美元——下降幅度相当于日本 GDP 的 0.7%。日本从中国的进口（主要由电子和纺织产品等推动）增速超过了出口；而日本对中国最大的出口——电子产品销售放缓，可能原因是中国国内的高技术电子产品产量增加。

26. 在亚洲以外，德国与中国的贸易差额显著改善，主要因素是汽车和机器设备出口增加。2017 年，德国向中国出口的汽车（对中国的最大出口产品）占对中国出口总额的比重从 2008 年的 15% 增至 24%。此外，大宗商品出口国（巴西、澳大利亚）与中国的贸易差额也出现上升。美国和加拿大与中国的贸易差额总量略有改善，但增加值小幅恶化。

与中国贸易差额总量和增加值的变化
(占该国GDP的比重, 百分点)

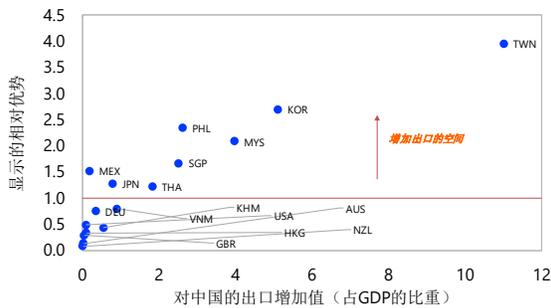


来源：经合组织TIVA、国际货币基金组织、《世界经济展望》和国际货币基金组织工作人员计算。

图 9：对中国不断增长的进口行业的敞口

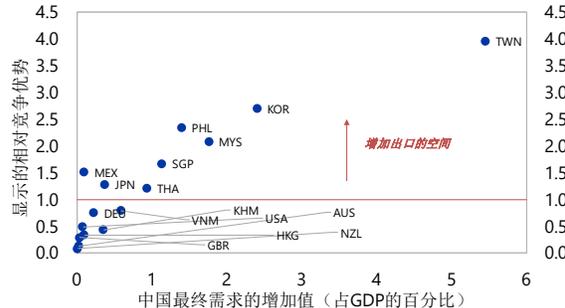
电脑、电子产品和电器

对中国进口的敞口



来源：国家当局、经合组织TiVA以及国际货币基金组织工作人员计算。

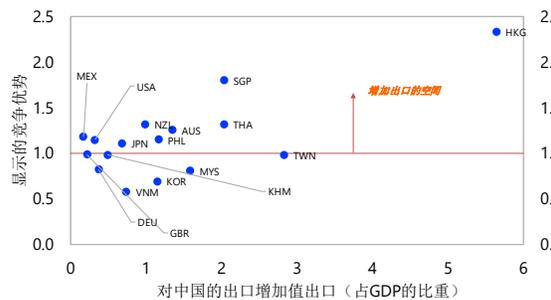
对中国最终需求的敞口



来源：经合组织TiVA以及国际货币基金组织工作人员计算。

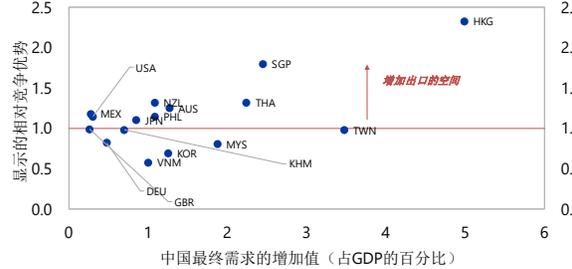
销售贸易、运输、住宿和餐饮

对中国进口的敞口



来源：国家当局、经合组织TiVA以及国际货币基金组织工作人员计算。

对中国最终需求的敞口

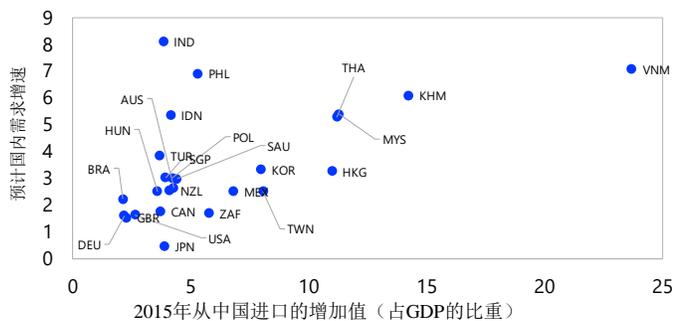


来源：经合组织TiVA以及国际货币基金组织工作人员计算。

27. 发达经济体（如美国、新西兰、日本）有潜力增加对中国的出口。对中国进口增长的两大贡献部门分别是电子产品和服务部门（更具体而言是销售贸易、运输、住宿和餐饮服务）。上述经济体这些部门显示的比较优势（出口这些产品相比其他经济体有优势）以及这些部门（建立了现有关系的经济体）当前对中国的敞口提供了一个简单的标准，用以度量哪些经济体能够从中国进口增加中受益（图9）。

- 关注电子产品，一些亚洲经济体（中国台湾省、韩国、马来西亚和菲律宾）显示较大的比较优势，且对中国敞口较大。因此，若中国的电子产品进口继续增长，这些经济体可能从中受益。然而，这些产品对中国最终需求的敞口小于对中国进口的敞口，因此获益可能低于总量显示的规模。
- 一些亚洲经济体（香港特别行政区、新加坡和泰国）的比较优势及敞口较大，而部分发达经济体（美国、新西兰、澳大利亚和日本）对中国不断增长的服务进口具有比较优势，

国内需求增速（2020-2024年）和对中国进口的敞口



来源：经合组织TiVA以及国际货币基金组织工作人员计算。

敞口规模适中。考虑到发达经济体具有现存的贸易关系，但敞口相对较小，这些国家有潜力增加对该领域的出口。

28. 增加出口的潜力可能不一定转化为更高的贸易差额，部分经济体从中国的进口可能非常强劲，会成为抵消因素。预计在中期内印度、菲律宾等国的国内需求增长强劲，而香港特别行政区、韩国和泰国的进口敞口很大，且中期国内需求将会增加。在亚洲以外，预计发达经济体（如德国、加拿大和美国）的国内需求增长也可能转化为来自中国的进口高速增长。

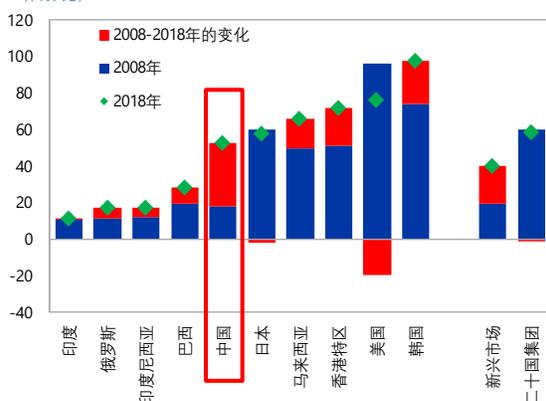
中国的家庭债务¹

高额家庭债务会限制消费和房地产投资，并增大金融稳定风险。根据跨国研究，我们发现，家庭债务的持续增加在短期内可能促进消费，但在中长期内会降低消费，如果不加以解决，可能损害经济的再平衡调整，并导致外部失衡恶化。为控制这些风险，需要加强对家庭部门的系统性风险评估和宏观审慎政策。其他政策包括改善征信系统，以及建立有效运作的个人破产框架。

A. 背景

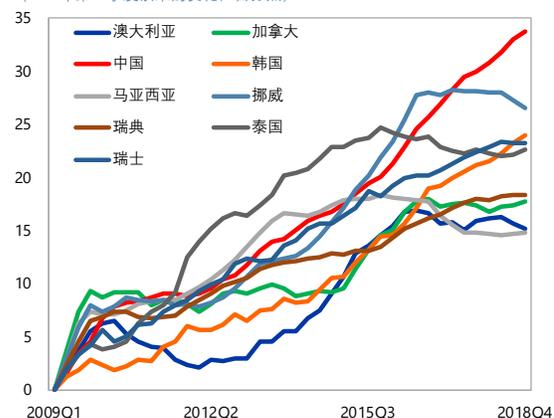
1. 自全球金融危机以来，中国的家庭债务迅速上升... 截至 2018 年 6 月，中国家庭的总债务达到 GDP 的 50.3%，高于新兴市场平均水平，相比 2008 年，上升了 GDP 的 32 个百分点。家庭债务的增长在一定程度上是由于中国金融市场发展迅速，金融包容性增强，再加上收入提高，因此，家庭可以获得的信贷增加。然而，自全球金融危机以来，在向国际清算银行报告数据的所有国家中，中国的家庭债务积累速度是最快的，令人担心进一步的债务积累是否会对经济增长和金融稳定产生显著不利影响（国际货币基金组织，2017 年 a）。

中国的家庭债务与GDP比率大幅上升
(百分比)



来源：国际清算银行和国际货币基金组织工作人员的计算。

家庭债务与GDP比率
(2009年第一季度以来的变化, 百分点)



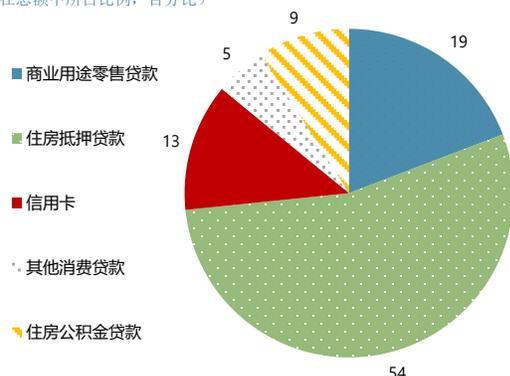
来源：国际清算银行和国际货币基金组织工作人员的计算。

2. 主要是由于住房抵押贷款增加。 截至 2018 年底，与住房有关的债务（抵押贷款和公积金贷款）在家庭总债务的比率略低于三分之二，自 2013 年以来上升了 7 个百分点。其余的家庭债务是消费贷款（包括信用卡债务）以及向家庭发放的商业用途贷款（主要是中小企业），二者所占比例几乎相等。多数住房抵押贷款的利率固定，期限约为 10-20 年，首套房（第二套房）的最低首付为 20%（30%），当地管理部门可以上调这一首付比例。住房抵押贷款利率通常设在中央银行基准贷款利率上下 0-15% 的区间内，根据市场状况调整（Ding 等人，2017 年）。

¹ 由 Fei Han、Emilia M. Jurzyk、Wei Guo、Yun He 和 Nadia Rendak 撰写。

家庭债务的构成，2018年第四季度

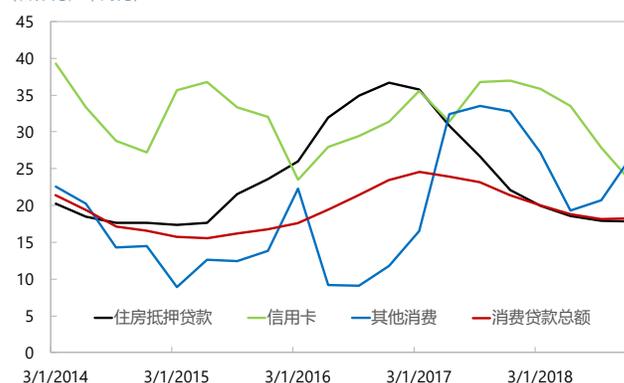
(在总额中所占比例，百分比)



来源：CEIC；HPF2017年数据；以及国际货币基金组织工作人员的计算。

各类消费贷款的增长率

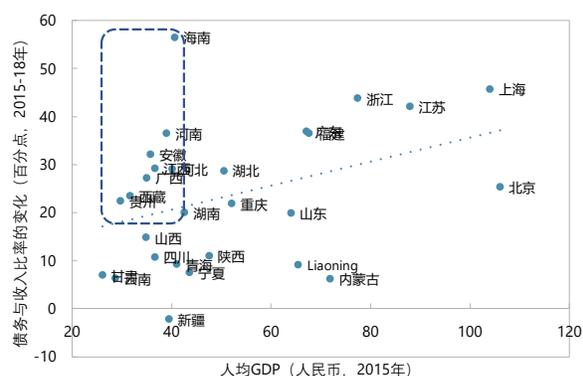
(百分比，年同比)



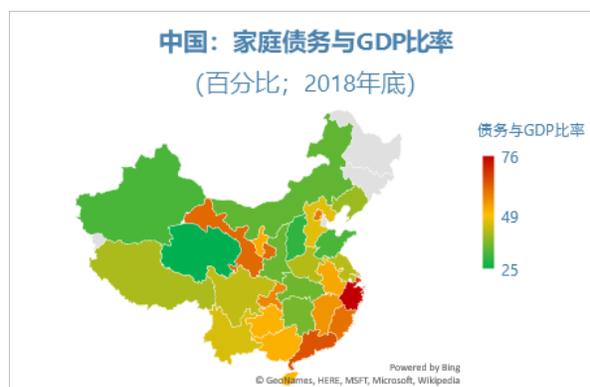
来源：Haver Analytics；CEIC；以及国际货币基金组织工作人员的计算。

3. 各省的家庭债务差别很大... 最富裕沿海省份的家庭债务最高。在一些省份，债务已经上升到超过 GDP 的 60%——根据一些研究（Lombardi 等人，2017 年），债务在这一水平之上的继续扩大可能对消费增长产生不利影响。此外，一些较贫穷省份的债务与收入（DTI）比率大幅上升。

家庭债务的变化与人均GDP



来源：WIND；CEIC；以及国际货币基金组织工作人员的计算。



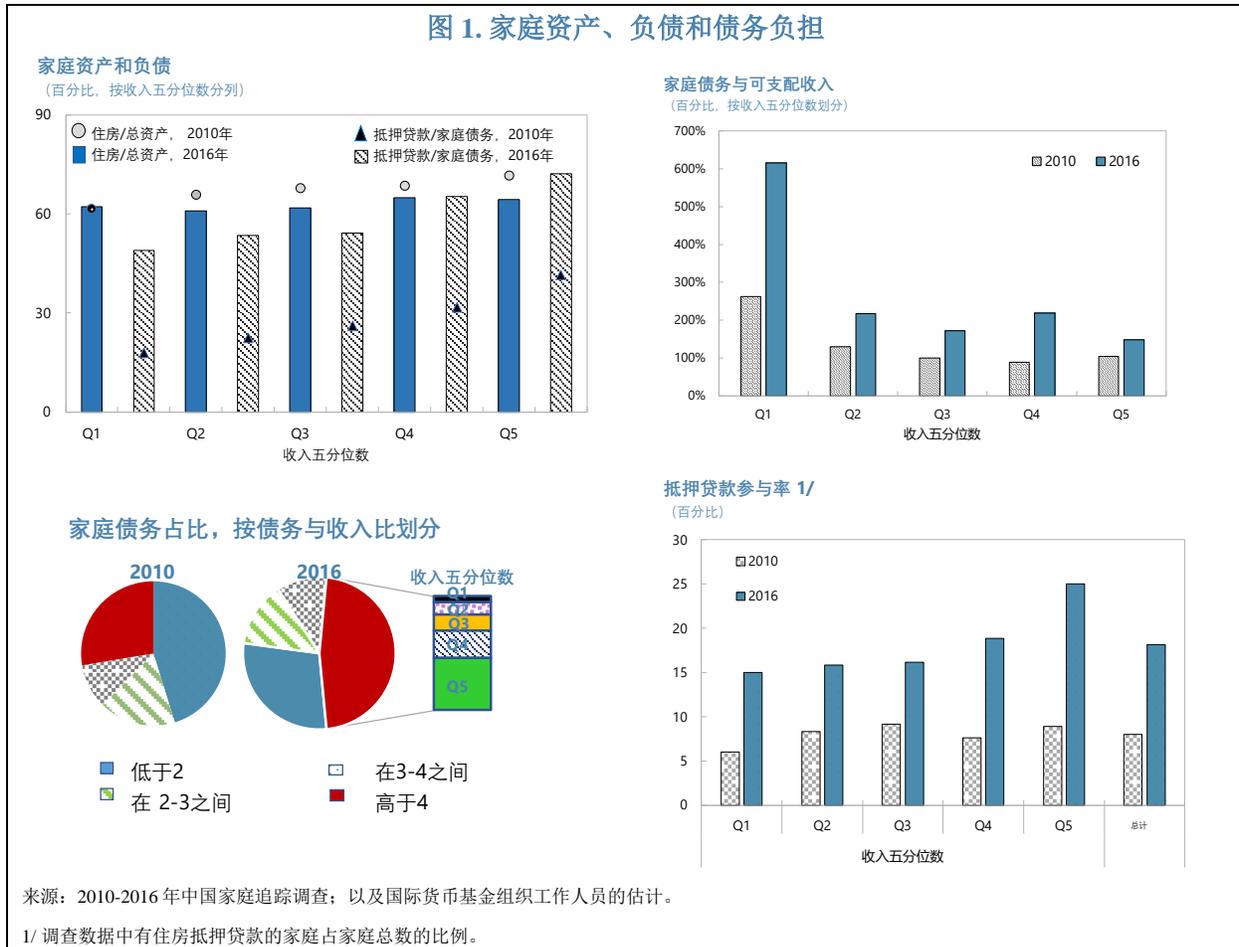
来源：WIND；CEIC；以及国际货币基金组织工作人员的计算。

4. ...收入水平差别也很大。 家庭调查数据显示，与住房有关的资产和债务是家庭资产负债表的主要组成部分（图 1）。² 平均而言，住房资产约占家庭总资产的 60%，尽管较富裕家庭的这一比率随着新投资机会的出现在不断下降。与此同时，随着对住房融资的需求增加，住房抵押贷款债务成为家庭主要负债。³ 家庭债务的风险也在增加：2010 年至 2016 年，高负债家庭（债务与收入比率高于 4）持有的债务所占比例从四分之一上升到近一半。然而，这些债务多数由较富裕家庭持有。不过，较低收入家庭的债务与收入比率的上升幅度也很大，达到近 600%。然而，住房抵押贷款参与率（调查数据中拥有住房抵押贷款的家庭占比），在 2010 年至 2016 年从 8% 升至 18%，但仍相对较低，对风险起到缓解作用。

² 中国家庭追踪调查 (CFPS) 提供了家庭调查数据库，包含 2010-2016 年每两年被调查家庭的详细债务和资产信息。

³ 住房抵押贷款在家庭债务总额中所占比例甚至可能比图 1 显示的更高，因为一些家庭用短期贷款来支付首付款。

图 1. 家庭资产、负债和债务负担

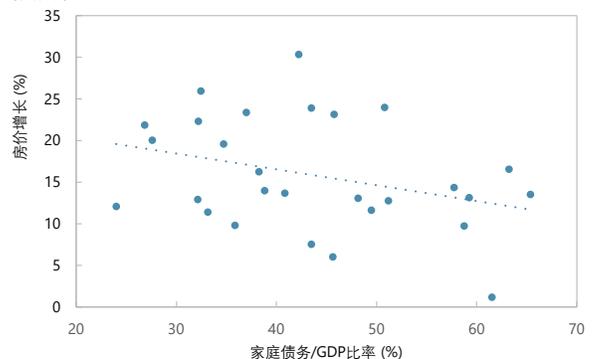


B. 高额家庭债务带来的宏观金融风险

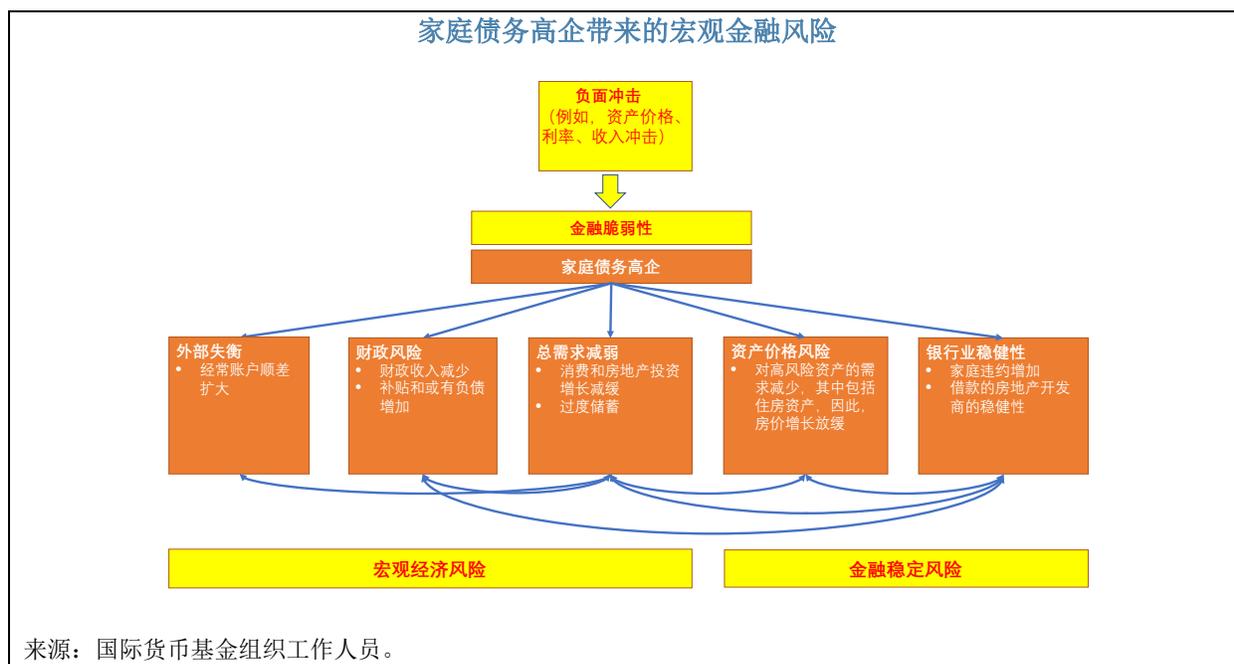
5. **家庭债务的扩大会增加金融稳定风险。**在高负债下, 家庭更容易受到不利冲击, 迫使其大幅降低杠杆率, 产生显著的宏观金融影响。鉴于中国超过一半的家庭债务是住房抵押贷款, 去杠杆可能限制住房需求增长, 对房价增长和房地产开发商的财务稳健性造成压力。的确, 房价增长看来与滞后的家庭负债呈负相关关系。房价大幅调整可能降低抵押品估值(贷款的房产抵押), 从而进一步损害银行的财务稳健性; 另外, 还可能增加房地产开发商的融资压力, 从而进一步加剧贷款银行面临的风险。因此, 家庭债务的扩大可能导致银行陷入困境的概率增大, 使随后的衰退恶化——研究显示, 住房市场崩溃之后的经济衰退持续时间更长, 更为严重(国际货币基金组织, 2012年)。对中国而言, 一个缓解因素是, 住房抵押贷款大多是首套房贷款, 不太容易发生违约。事实上, 截至2019年3月底, 在住房抵押贷款余额中, 超过93%是首套房贷款。

2018年房价增长与2017年家庭债务/GDP比率

(省数据)



6. **家庭借款的扩大还可能增加宏观经济风险。** 跨国研究显示，家庭债务的增加可能导致 GDP 增长减缓（Mian 等人，2017 年；Jorda 等人，2016 年）。债务偿还额的增加可能限制未来的消费增长。房地产投资也可能受到影响，因为住房需求放缓，房地产开发商面临融资压力，银行因家庭信用风险上升而变得更不愿贷款。财政收入的减少以及对拥有住房的公共支持也会给财政部门带来风险。这进而可能导致过度储蓄和外部失衡加剧。



7. **特别是，家庭债务的增加在短期内可能促进消费和 GDP 增长，但在较长时期内起到抑制作用。** 国际货币基金组织（2017 年 a）发现，家庭债务增加的短期好处与中期对经济增长造成的代价之间存在取舍关系。Lombardi 等人（2017 年）使用跨国面板数据发现，家庭债务在一年内会促进消费和 GDP 增长，但长期内所起作用相反。当家庭债务与 GDP 比率超过某些门槛值（对消费增长的影响，这一门槛值是 60%），长期负面效应加剧。Tian 等人（2018 年）使用中国的省份数据，发现某些省份的高额家庭债务与消费增长减缓有关。家庭债务的增加还可能影响消费的收入弹性，特别是当面临负面收入冲击时（Nakajima, 2018 年；Baker, 2014 年）。鉴于可持续消费增长在中国经济再平衡过程中的重要性，本文重点讨论中国家庭债务增加对消费增长的影响。

C. 高额家庭债务对消费的影响

8. **我们使用含有微观层面家庭调查数据和宏观层面省份数据的面板回归，估计家庭债务增加对消费增长的影响（附件一）。** CFPS 调查数据使我们能够计算两个广泛使用的家庭债务指标，即债务/可支配收入比率（DTI）和债务/资产比率。数据库还包含家庭支出、可支配收入和人口结构特征的详

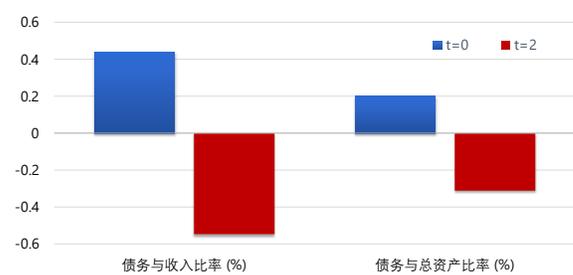
细信息。季度省份数据的时间跨度是 2015 年第一季度至 2018 年第四季度，包括 24 个省。在省层面回归中使用债务/GDP 比率和债务/收入比率作为家庭债务指标。⁴

9. 回归结果显示，家庭债务增加，同期消费增长会加快，但两年后的消费增长会减缓（附件二）。债务与收入比率或债务与资产比率高的家庭，同年的消费增长率更高，但两年后的消费增长率更低。具体而言，债务与收入比率上升 100%，同期消费增长率会上升 3.5 个百分点，但两年后的消费增长率会下降 4.3 个百分点。⁵ 债务与资产比率的结果类似。省级数据回归结果也显示家庭债务对消费增长的滞后负面效应，尽管同期效应不具有统计显著性。

10. 当家庭债务超过某个门槛值，更高的收入增长不会引起更高的消费增长（附件二）。具体而言，门槛值面板回归显示，当滞后的债务与收入比率低于 6.3 的门槛值时，实际收入增长上升 1 个百分点，会使消费增长提高 0.1 个百分点。然而，如果债务与收入比率高于那个门槛值（约占样本家庭的 10%），估计结果不具有统计显著性。

11. 为了更好地说明家庭债务对消费增长的影响，我们模拟了两个不同的家庭债务情景下的消费增长路径。⁶ 根据工作人员对实际 GDP 的基线预测，我们假设，在两个情景中，实际收入增长到 2023 年逐渐减缓到 5.6%。在情景 1 中，假设债务与收入比率以过去五年的平均涨幅上升，而在情景 2 中，假设这一比率保持在 2018 年底的水平。模拟显示，家庭债务的增加可能使年度消费增长从 2017 年的近 7% 下降到 2030 年的不到 5%。情景 1 中的消费增长率在头几年更高，因为借款规模更大，但在中长期内低于情景 2。如果家庭债务增长速度处于情景 1 和情景 2 之间，那么预测的消费增长率也将处于这两个情景之间。此外，如果家庭债务可以维持在现有水平，消费增长可以稳定在高于基线收入或 GDP 增长率的水平，这有助于经济朝着消费实现进一步的内部再平衡调整。

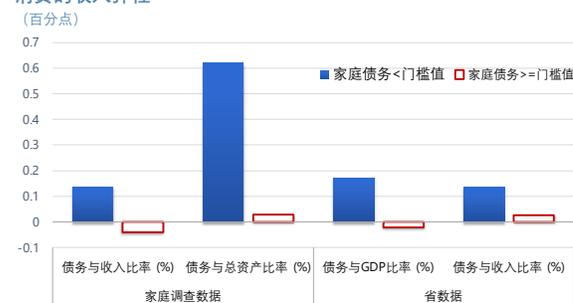
家庭债务对消费增长的影响
(百分点)



来源：国际货币基金组织工作人员的估计。

注：本图显示，家庭债务增加一个标准差对实际消费增长的影响，基于从家庭调查回归中得到的估计值，并对全国层面实际消费增长的影响进行标准化处理。所有估计在 95% 置信水平上都具有统计显著性。

消费的收入弹性



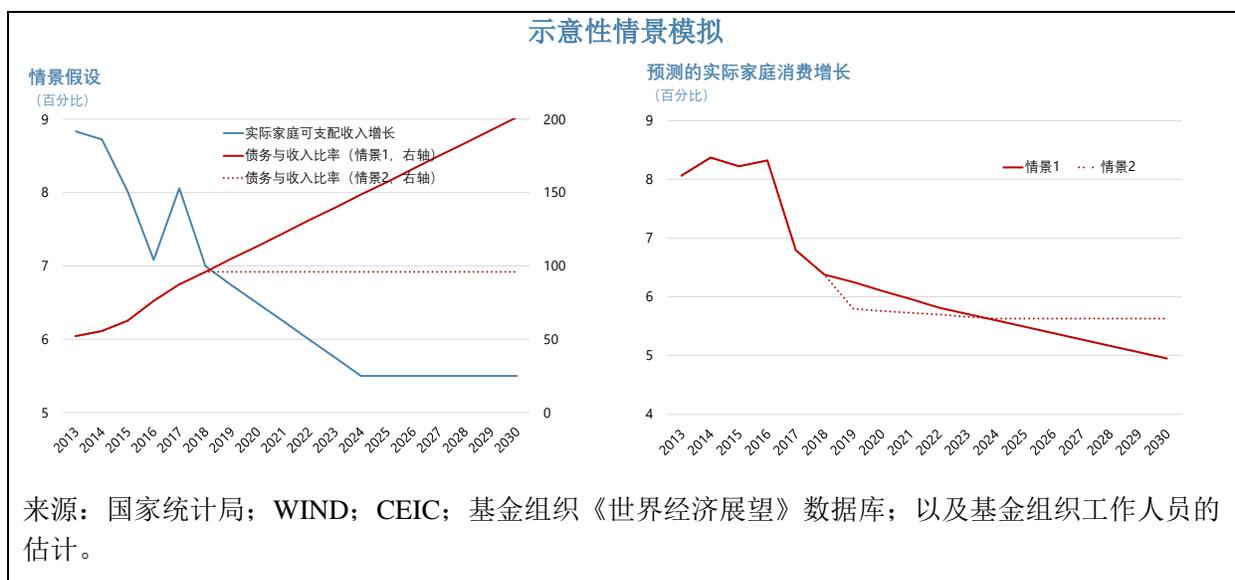
来源：国际货币基金组织工作人员的估计。

注：本图显示，实际收入增长上升一个百分点对实际消费增长的影响，基于从家庭调查回归和省回归中得到的估计值。实心柱形代表影响在 95% 置信水平上具有统计显著性。

⁴ 自变量包括（省层面）房价增长、贷款利率变化、公共消费增长、固定资产投资增长，以及（全国）股价增长。在回归中还考虑了其他一些宏观经济变量（如失业率），但这些变量不改变主要结果。

⁵ 在文字图中，这些数据标准化到对全国消费增长的影响，使用消费增长的标准差以及中国家庭追踪调查和国民账户中的债务衡量指标。

⁶ 模拟使用债务与收入比率的省数据回归估计值。对于同期效应，我们使用从债务与收入比率调查回归得到的标准化影响估计值。使用债务与 GDP 比率估计值得到的模拟结果非常类似。

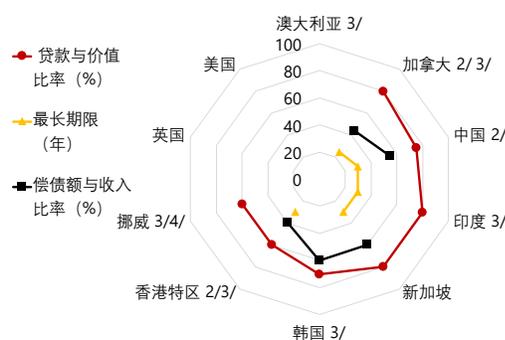


D. 国际经验：控制家庭脆弱性的措施

12. 国际经验表明，改善数据质量以及实施强健的政策和制度框架有助于抵消家庭债务增加的不利影响。准确和全面的债务衡量指标有助于更好地监控家庭脆弱性。跨国研究还显示，需求侧的宏观审慎措施（例如，对偿债额与收入（DSTI）和贷款与价值（LTV）比率的限制）以及针对贷款的供给侧措施（例如，对银行信贷增长的限制和贷款损失准备金）往往能够非常有效地缓解家庭债务对消费和经济增长的不利影响。改善金融部门监管和加强机构建设起着重要作用：银行业监管更为严格、银行体系资本更充足的国家，更有能力承受更高水平的家庭债务。征信系统也有助于降低发生危机的风险，因为它能提高金融部门的整体透明度，并有助于早期发现问题（国际货币基金组织，2017年 a）。

13. 中国目前具备的宏观审慎措施与其他国家大体可比。在实行购房限制（限制购房资格和购买套数）的城市，首套房的最高贷款与价值比率为 70%；在没有购房限制的城市，这一比率为 80%。然而，各省可以独立降低这一比率。在一些省份，这一比率低至 60%，与家庭债务高的其他国家（如挪威）可比。根据中国目前的监管规定，借款人的月度偿债额与收入比率必须低于 55%（住房抵押贷款偿债额与收入比率的上限为 50%）；相比 30%-50%的国际标准，该比率相对较高。然而，由于缺乏全面的征信系统，贷款人正确评估家庭总负债的能力受到限制。中国尚未对家庭借款实行不同风险权重的附加资本要求。

宏观审慎措施：国际比较 1/



来源：国际货币基金组织的年度宏观审慎政策调查。
 1/ 澳大利亚、美国、英国和泰国没有贷款与价值比率限制。对于香港特区，显示的是60%的最高贷款与价值比率。
 2/ 采用控制系统性风险的财政措施，包括非居民税、契税等。
 3/ 对家庭贷款实行资本要求。
 4/ 挪威实行总体债务与收入比率要求，最高是5。

E. 政策启示

14. 对家庭部门的系统性风险评估应当加强，并应扩展到不限于住房抵押贷款。鉴于低收入家庭的非住房贷款约占家庭债务的一半（图 1），当局应加大力度收集和处理总信贷和住房市场指标之外的其他数据。可以包括，采用广泛的家庭脆弱性指标，例如，杠杆率（如一致和全面的偿债额与收入比率和债务与收入比率），流动性（按贷款或资产类型划分的家庭贷款或资产的平均期限），资产和负债的构成，以及与其他部门（如银行和非银行金融机构）的相互联系。系统性风险监控框架还应考虑家庭债务的分布问题，例如，关注“在险债务”比例和“高风险”借款人比例（例如，英格兰银行对偿债额与收入比率或贷款与收入比率高的家庭进行监测；见英格兰银行，2018 年）。还应加强机构间信息和数据共享，如 2017 年金融部门评估规划（FSAP）建议的（国际货币基金组织，2017 年 b）。

15. 宏观审慎政策工具应予加强。国际经验表明，需求侧宏观审慎措施和针对贷款的供给侧措施通常能够有效缓解家庭债务对消费和经济增长的不利影响。然而，尽管目前对贷款与价值比率和偿债额与收入比率实行限制，中国的家庭债务在过去三年仍快速增长（每年增长 20%-30% 左右）。⁷ 偿债额与收入比率应调整到 30%-50% 的国际标准水平，并扩展到其他类型的家庭贷款，包括非银行金融机构提供的贷款。另外，可以利用家庭偿债额与收入比率对利率和收入冲击进行压力测试，来判断不利情景下的潜在风险。银行对房地产部门风险敞口的部门资本要求可能也起到作用，但应谨慎对待，因为可能导致出现渗漏（非银行机构提供贷款），并且，限制信贷增长的有效性往往不如需求侧工具（Ding 等人，2017 年）。

16. 结合使用不同的工具，并扩大宏观审慎政策的范围，可以提高政策有效性，并减少任何单一措施导致的渗漏。更积极地使用偿债额与收入比率，并辅以综合分析，能够限制将短期消费贷款用于房贷首付，从而提高贷款与价值比率限制的有效性。在这方面，所有杠杆信贷提供者都应被纳入宏观审慎政策范围之内。否则，信贷的提供有可能从银行转到受约束较少的非银行机构（Jacome 和 Nier，2011 年）。鉴于住房抵押贷款在家庭债务中的重要性以及中国特有的土地所有权结构，还应利用土地政策增加有效的住房供给，并促进透明和高效的土地交易二级市场（专栏 1）。

17. 中国还应考虑建立个人破产法律框架，同时确保有效执行商业债权。2007 年生效的企业破产法仅适用于公司，而不包括个人债务人。⁸ 中国法律包括一些条款，在债权人执行债权方面向债务人提供某些保护。⁹ 然而，对于债务人有多个债权人的情况，这些机制并不非常适用。在不具备有效运作的个人破产制度的情况下，债务人无法从过度负债中“重新开始”，可能不得不大幅削减消费以偿还债务。在中国，获得信贷的渠道继续扩大，因此，应考虑建立个人破产框架，这有助于解决不可避免会出现的过度负债情况，同时减轻道德风险（专栏 2）。有效执行债务（包括住房抵押贷款的执行）将促进信贷的获得，同时使银行在发生违约时能够回收资产。

⁷ 例如，一些购房者利用金融创新（如 P2P 贷款）借钱支付房贷首付，从而规避了贷款与价值比率和偿债额与收入比率限制，尽管当局正在力图打击这种做法（国际货币基金组织，2017 年 a）。

⁸ 过去考虑过实行个人破产法，但尚未颁布任何法律。

⁹ 例如，法院可以允许债务人分期偿还债务（中华人民共和国《民法》总则第 108 条）。法律还有其他一些保护债务人的规定，例如，允许债务人保留最低限度的资产供自己和家人之用。此外，据报道，一些地方法院正在开发一些工具，使几乎没有资产的债务人能够注销债务。

18. 应建立全面的征信系统，作为强劲政策框架的先决条件。应根据 2017 年金融部门评估规则的建议，加强征信质量和范围——涵盖所有个人债务，包括来自非银行机构的债务（如 P2P 贷款人）和其他服务提供者（如公用事业和电信）。全面的征信系统有助于贷款人更好地评估借款人信用风险，并使政策制定者能够更好地监控和评估整个体系的金融稳定风险。另外，对于防止破产以及确保个人破产制度的有效运作也非常重要（专栏 2）。

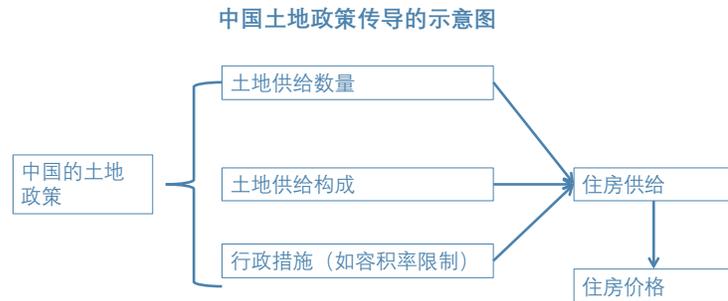
19. 应加强金融部门监督和消费者保护。实施微观审慎监督，加强监督权力，或实行更严格的资本监管框架，这将使中国能够更好地控制家庭债务迅速增加对宏观经济和金融稳定带来的不利影响。应加强消费者保护，例如，扩大金融教育，提高金融合同的透明度，以及监管某些金融创新产品，这些措施能够帮助经验不足的消费者做出更明智的财务决定，并增强整体金融稳定性（国际货币基金组织，2017 年 a）。

专栏 1. 中国的土地政策和住房价格

中国的房价主要受四类政策影响——货币政策（主要是利率和信贷量），宏观审慎政策（主要是首付要求），税收政策以及土地政策。土地政策是中国特有的，在国际可比国家，不被认为是控制房价快速上涨的主要政策工具。本专栏旨在解释中国的主要土地政策及其如何影响房价。

在中国，土地政策主要通过土地供给的数量和构成影响房价。

- 在中国，土地不是被私人拥有，而是被国家（城市土地）和农村集体（农村土地）所有。土地使用权是私人所有，但住宅用地使用权的有效期限仅为 70 年。增加土地供给，在开发商不大量囤地的情况下，应能增加住房供给，缓解房价上涨压力。土地供给的构成，如住宅、商业或办公用途，也会影响住宅供给和房价。



- 不同类型的土地有不同的定价方式，导致潜在套利机会。住宅用地进一步分为四类住宅，即中小面积住房，高档住房，经济适用房（补贴住房），以及其他住房。当前的土地政策旨在增加中小面积住房用地供给，同时限制高档住房供给，这应使普通大众受益。与此同时，经济适用房用地供给的增加也会限制其他住房用地供给，导致市场决定的房价上升。
- 行政措施，如限制容积率（定义为楼房总建筑面积与用地面积之比），也可用于引导土地供给转向中小面积住房。例如，最近在大湾区未来规划中提高了深圳的容积率，以促进建设高层楼房。

土地政策应着眼于减少土地囤积，并加强二级土地交易市场的市场机制。房地产开发商囤积土地，以及显著的供给侧扭曲（例如，地方政府控制土地供给，高度依赖售地为支出提供资金），使得中国的房地产市场容易出现价格失调和过度建设。¹ 为此，应更严格地执行控制囤地的政策，包括对开发商的惩罚措施，同时，地方政府应利用其他融资来源，如实施房地产税。最近放宽了小城市的户口要求，并允许一些集体所有的农村土地在土地市场上交易（不必先由国家购买），这是朝着正确方向迈出的一步。一线城市可能还有余地提高容积率（2010 年低于 2）。相比之下，据 CICC 估计，纽约、新加坡和首尔的同期容积率基本高于 3。² 这些政策可能有助于促进市场化的土地价格形成机制并增加住房供给。

^{1/} 土地囤积是指这样一种做法，即购置土地，故意持有而等未来价格上涨，然后出售以获得更高回报。

^{2/} 容积率是一座楼房的总建筑面积与用地面积的比率。

专栏 2. 中国现在是否应建立个人破产框架？

有效的个人破产制度是解决过度个人债务问题的一个重要手段。尽管事前防止家庭积累过度债务应是第一道防线，但个人破产制度确立债务人与债权人之间的公平负担分摊，从而有助于处理过度债务的后果。与针对债务人实施的个人执行/征收程序不同，个人破产制度是多个债权人参加的集体程序。本质上，它使诚实的债务人能够“重新开始”，从而让债务人恢复经济活动。在一些国家，个人破产制度也涵盖企业家个人和非公司型小微企业，因此旨在减少企业失败带来的污名，促进创业（Berghaler 等人，2015 年）。

过去十年里，许多国家改革了破产框架。1997 年亚洲危机促使亚洲国家实施企业破产改革，而近年的全球金融危机促使很多地区特别是欧洲国家对破产框架做出重新评估。这些改革旨在加强企业债务重组的法律和制度框架，并建立新的个人破产制度，往往是处理不良贷款的更广泛战略的组成部分，而这些不良贷款会削弱各国的金融部门（Aiyar 等人，2015 年）。若干亚洲国家也建立了个人破产框架，其中一些国家正在考虑实施相关改革。¹

制定个人破产法将是重要的一步。与企业破产不同，个人破产方面没有国际标准，但设计这一框架时可以借鉴跨国经验，并认真考虑中国的国情（破产和债权人/债务人制度工作组，2014 年）。一般而言，法律（可适用于个人债务人，包括企业家个人和非公司型企业）应规定有关程序，使有足够偿还能力的资不抵债债务人有机会通过在一定时间内向债权人做出部分偿付而重组其债务（包括担保债务），同时使不具备偿还能力的诚实债务人能够在资产清算后迅速结清债务（“重新开始”）。鉴于个人破产在中国是新事物，制定法律时应与所有利益相关方广泛磋商。除了制定个人破产法律外，还应考虑建立庭外机制，促进化解个人债务困境。跨国经验表明，这种机制（如债务咨询、财务调查、调解、仲裁）可以成为正式个人破产程序的有益补充。

必须建立重要的先决条件，确保新框架得到有效实施。因此，在进行立法改革的同时，应建立和/或加强能够确保个人破产制度有效实施的制度安排。这些安排包括但不限于：（1）担保交易（包括抵押贷款）登记和执行的有效系统；（2）运作完善的债务人财务状况信息披露和核实系统；（3）发展符合资格并受监管的破产事务从业人员团体，他们能帮助资不抵债的债务人应对整个破产过程，包括制定偿还计划来重组债务；（4）增加处理破产事务的司法知识和能力，包括继续发展法庭专业技能。另外，还可考虑设立一个机构（或将这一职能赋予一个现有机构），向面临财务困境的债务人提供建议。需要采取更多措施向中国社会各界解释个人破产概念，接受其作为市场经济的一项标准工具。

^{1/} 日本和韩国具有个人破产法方面的经验，这些法律得到广泛运用。菲律宾、泰国、新加坡和马来西亚也有个人破产制度。印度 2016 年启动的个人破产制度全面改革有待实施。

参考文献

- Aiyar, S., Bergthaler, W., Garrido, J.M., Ilyina, A., Jobst, A., Kang, K., Kovtun, D., Liu, Y., Monaghan, D., and M. Moretti, 2015, “A Strategy for Resolving Europe’s Problem Loans,” IMF Staff Discussion Note 15/19, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Baker, S., 2013, “Debt and the Consumption Response to Household Income Shocks,” Stanford University.
- Bergthaler, W., Kang, K., Liu, Y., and D. Monaghan, 2015b, “Tackling Small and Medium Sized Enterprise Problem Loans in Europe,” IMF Staff Discussion Note 15/04, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Bank of England (BoE), 2018, Financial Stability Report, Issue No. 43.
- Ding, D., Huang, X., Jin, T., and W.R. Lam, 2017, “Assessing China’s Residential Real Estate Market,” IMF Working Paper 17/248, International Monetary Fund, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF), 2012, *World Economic Outlook April 2012: Growth Resuming, Dangers Remain*, International Monetary Fund, Washington, DC.
- IMF, 2017a, *Global Financial Stability Report October 2017: Is Growth at Risk?* International Monetary Fund, Washington, DC.
- IMF, 2017b, *People’s Republic of China: Financial System Stability Assessment*, IMF Country Report No. 17/358, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Jacome, L.I., and E.W. Nier, 2011, “Macroprudential Policy: Protecting the Whole,” *Finance and Development*, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Jorda, O., Schularick, M., and A.M. Taylor, 2016, “The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises and Business Cycles,” *Economic Policy* 31 (85), pp. 107-152.
- Lombardi, M., Mohanty, M., and I. Shim, 2017, “The Real Effects of Household Debt in the Short and Long Run,” BIS Working Paper No. 607, Bank for International Settlements, Basel.
- Mian, A., Sufi, A., and E. Verner, 2017, “Household Debt and Business Cycles Worldwide,” *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 132, Issue 4, pp. 1755-1817.
- Nakajima, J., 2018, “The Role of Household Debt Heterogeneity on Consumption: Evidence from Japanese Household Data,” BIS Working Paper No. 736, Bank for International Settlements, Basel.
- Tian, G., Huang, X., Ning, L., and Y. Wang, 2018, “Safeguarding Household Debt Crisis and Associated Systemic Financial Risks,” Policy Research Report No. 58, Shanghai University of Finance and Economics (in Chinese).

中华人民共和国

Insolvency and Creditor/Debtor Regimes Task Force, 2014, “Report on the Treatment of the Insolvency of Natural Persons,” World Bank, Washington, DC.

附件一 面板回归的设计

家庭债务对消费增长的影响

1. 对两个面板回归模型进行估计，以分析正面短期效应和负面长期效应之间的权衡取舍关系。第一个模型侧重于家庭债务对消费增长的滞后效应：

$$\Delta c_{i,t} = \beta_0 + \alpha_i + \beta_1 \Delta y_{i,t} + \beta_2 HD_{i,t-1} + \beta_3 (\Delta y_{i,t} * HD_{i,t-1}) + \beta_4 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

其中， $\Delta c_{i,t}$ 和 $\Delta y_{i,t}$ 是家庭（实际）支出增长和（实际）可支配收入增长， $HD_{i,t-1}$ 是家庭债务衡量指标，滞后两年（鉴于中国家庭追踪调查每两年进行一次）， $\Delta y_{i,t} * HD_{i,t-1}$ 是收入增长与滞后家庭负债增长之间的相互作用项， $X_{i,t}$ 是家庭特征向量， α_i 是家庭固定效应。¹ 对于收入增长 Δy 的家庭，滞后家庭债务对消费增长的影响是 $\beta_2 + \beta_3 \Delta y$ 。对于滞后家庭债务衡量值为 HD 的家庭，收入弹性是 $\beta_1 + \beta_3 HD$ 。因此， β_3 衡量家庭债务对收入弹性的影响。为了估计短期效应，我们对一个类似的面板回归模型进行估计，但家庭债务是同一年度的债务：

$$\Delta c_{i,t} = \beta_0 + \alpha_i + \beta_1 \Delta y_{i,t} + \beta_2 HD_{i,t} + \beta_3 (\Delta y_{i,t} * HD_{i,t}) + \beta_4 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (2)$$

家庭债务对收入弹性的门槛效应

2. 当家庭债务超过某一门槛值，更高的收入增长可能不会带来更高的消费增长，因为家庭承担更高的债务偿还负担。这是由于，家庭可能决定将消费增长降到最低水平，用剩余收入偿还更高的债务。在不具备完善的家庭破产制度的国家（如中国），情况可能尤其如此，因为这些家庭无法选择违约，并“重新开始”。

3. 我们对以下门槛面板回归进行估计，以分析家庭债务对收入弹性的门槛效应：

$$\Delta c_{i,t} = \beta_0 + \alpha_i + \beta_s \Delta y_{i,t} + \beta_3 X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (3)$$

其中：

$$\begin{cases} \beta_s = \beta_1, & \text{if } HD_{i,t-1} < HD^* \\ \beta_s = \beta_2, & \text{if } HD_{i,t-1} \geq HD^* \end{cases}$$

当家庭债务低于（或高于）门槛 HD^* ，收入弹性将是正值（或为零），即 $\beta_1 > 0$ (or $\beta_2 = 0$)。

4. 我们还估计了拥有宏观层面省数据的类似面板回归模型。具体而言，我们估计了类似于等式 (1)、但具有不同控制变量的省级面板回归模型。这些控制变量主要是省一级的宏观经济变量，包括贷款利率的变化、房价增长、公共消费增长、固定资产投资增长，以及（全国）股价增长（《全球金融稳定报告，2017 年》）。² 我们还使用动态面板模型来控制滞后因变量因消费惯性产生的效应。最后，我们估计类似的门槛面板回归模型，以分析家庭债务在宏观层面对收入弹性的门槛效应。模型的估计使用

¹ 家庭特征包括家庭规模以及户主婚姻状况和教育程度的变化。增加更多家庭特征（如家庭地点）不改变主要结果。

² 回归还考虑了其他一些宏观经济变量（如失业率），但这些变量不改变主要结果。

季度数据，时间跨度是 2015 年第一季度至 2018 年第四季度，包括具备所有变量数据的 24 个省份，采用滞后一年的家庭债务衡量指标（即债务与 GDP 比率和债务与收入比率）。

附件二 面板回归结果

家庭层面的面板回归结果

因变量	实际支出增长 $\Delta c_{i,t}$			
	滞后 HD		同期 HD	
滞后或同期 HD	债务/可支配收入	债务/总资产 (%)	债务/可支配收入	债务/总资产 (%)
家庭债务衡量指标 (HD)				
实际收入增长 $\Delta y_{i,t}$	0.13*** (0.02)	0.12*** (0.02)	0.11*** (0.02)	0.08*** (0.02)
<i>HD</i>	-4.39*** (1.09)	-0.51*** (0.12)	3.54*** (0.68)	0.33*** (0.12)
$\Delta y_{i,t} * HD$	-0.0002 (0.01)	-0.002*** (0.001)	0.01** (0.003)	-0.001 (0.001)
家庭规模的变化	4.99*** (1.71)	4.91*** (1.78)	5.02*** (1.70)	6.69*** (1.88)
户主婚姻状况的变化	-9.90*** (3.74)	-9.11** (4.31)	-6.61** (3.22)	-5.19 (3.60)
户主教育程度的变化	3.38** (1.62)	4.06** (1.81)	2.86** (1.34)	4.36*** (1.47)
常量	26.64*** (2.76)	31.74*** (3.25)	35.90*** (2.88)	41.70*** (3.46)
家庭固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
观察值数量	9,059	8,559	8,990	8,434
家庭数量	6,365	6,112	6,199	5,905
总体- R^2	0.04	0.03	0.03	0.02

家庭层面的门槛面板回归结果

因变量	实际支出增长 $\Delta c_{i,t}$	
	债务/可支配收入	债务/资产 (%)
家庭债务衡量指标 (HD)		
实际收入增长 $\Delta y_{i,t}$ 如果 $HD_{i,t-1} < HD^*$	0.14*** (0.03)	0.62*** (0.09)
实际收入增长 $\Delta y_{i,t}$ 如果 $HD_{i,t-1} \geq HD^*$	-0.04 (0.07)	0.03 (0.02)
家庭规模的变化	1.98 (2.38)	
户主婚姻状况的变化	-10.50* (6.03)	-12.08 (8.33)
户主教育程度的变化	1.10 (2.47)	0.89 (2.76)
常量	28.03*** (3.44)	33.77*** (3.65)
家庭固定效应	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes
观察值数量	1,689	1,455
家庭数量	563	485
总体- R^2	0.03	0.05
估计门槛值 HD^*	6.3	2.4%

省级层面的面板回归结果

因变量	实际零售额增长（季度同比） $\Delta c_{i,t}$			
	债务/GDP (%)		债务/可支配收入 (%)	
家庭债务衡量指标(HD)	固定效应	动态面板	固定效应	动态面板
估计方法	Driscoll-Kraay s.e.	GMM	Driscoll-Kraay s.e.	GMM
$\Delta c_{i,t-1}$	—	-0.25** (0.10)	—	-0.26** (0.09)
实际收入增长 $\Delta y_{i,t}$	0.20*** (0.06)	0.23** (0.10)	0.13* (0.07)	0.20* (0.12)
$HD_{i,t-4}$	-0.10** (0.04)	-0.12** (0.05)	-0.05** (0.02)	-0.08*** (0.02)
$\Delta y_{i,t} * HD_{i,t-4}$	-0.002 (0.001)	-0.003 (0.002)	-0.0001 (0.001)	-0.001 (0.001)
实际房价增长（滞后）	0.06** (0.02)	-0.04 (0.03)	0.06** (0.02)	-0.03 (0.03)
实际股价增长（滞后）	-0.02 (0.02)	0.004 (0.04)	-0.02 (0.02)	-0.01 (0.05)
贷款利率（滞后）	-1.34 (1.02)	6.42 (3.99)	-1.41 (1.11)	5.90 (3.92)
实际公共消费增长（滞后）	0.03 (0.14)	-0.22 (0.19)	0.05 (0.15)	-0.19 (0.19)
实际固定资产投资增长（滞后）	0.02*** (0.004)	0.02 (0.02)	0.02*** (0.005)	0.02 (0.02)
观察值数量	288	240	288	240
省份数量	24	24	24	24

省级层面的门槛面板回归结果

因变量	实际零售额增长（季度同比） $\Delta c_{i,t}$	
	债务/GDP	债务/可支配收入 (%)
家庭债务衡量指标(HD)	固定效应门槛值	固定效应门槛
估计方法	固定效应门槛值	固定效应门槛
实际收入增长 $\Delta y_{i,t}$ 如果 $HD_{i,t-4} < HD^*$	0.17*** (0.05)	0.13** (0.06)
实际收入增长 $\Delta y_{i,t}$ if $HD_{i,t-4} \geq HD^*$	-0.02 (0.07)	0.03 (0.09)
贷款利率（滞后）	-2.29 (2.04)	-1.60 (2.27)
实际房价增长（滞后）	0.05 (0.04)	0.06 (0.04)
实际股价增长（滞后）	-0.02 (0.04)	-0.01 (0.04)
实际公共消费增长（滞后）	-0.01 (0.21)	0.02 (0.22)
实际固定资产投资增长（滞后）	0.02 (0.01)	0.02 (0.01)
常量	12.73*** (1.23)	12.79*** (1.30)
观察值数量	288	288
组别数量	24	24
估计门槛值 HD^*	49%	131%

改善中国企业信贷分配¹

- 中国已经成功降低了企业债务与 GDP 的比率，但由于政府对国企提供隐性担保，信贷分配向效率低下的国有企业倾斜，导致杠杆率仍然居高不下。当局适时收紧了金融监管，进而降低了杠杆率，但同时却意外导致私营部门融资困难，尤其是中小企业。当局倡导建立竞争中性原则，这将有助于支持私营部门的发展。
- 协调各方努力，促进债务和监管中性，以创造公平的国内竞争环境，将改善企业信贷的分配。改革的实施需要适当排序。同样重要的是，要确保政策的市场化导向，以保证政策的长效性和不可规避，从而使资源得到更有效的分配。这些政策包括取消给予国有企业的隐性担保、增加银行对隐性担保企业的贷款的风险权重、调整国有企业的成本优势，以及加强国有企业的预算约束。
- 通过扩大竞争中性政策的覆盖范围，加强对私营企业和中小企业的支持（例如降低信用评级门槛以允许小企业发行债券、鼓励股权融资，以及修订或适用统一法律），也可以改善信贷分配。
- 加强整体信用文化建设也可改善信贷决策并增强金融风险抵御能力。改革包括改善信用评级、加强征信、确保银行资本充足，以及提供更多风险贷款（相比于抵押贷款）。

A. 中国去杠杆对信贷分配的影响

积极影响...

1. 以债务与 GDP 比率衡量的中国企业杠杆率已有所下降，这反映了 2016 以来的去杠杆措施初见成效。2016 年中国企业债务（各类企业债务，但不包括地方政府融资平台的债务）达到最高水平，占 GDP 的 142%，到 2018 年已下降至 GDP 的 129%。为实现这一目标，当局实施了多项措施，包括对国有企业规定债务上限和限制中期杠杆率（基金组织，2018 年；详情见附件一）。

2. 国有企业杠杆率也有所下降。自 2016 年以来，国有企业的杠杆指标，如债务与资产比率或债务与股本比率稳步下降。2018 年工业国有企业杠杆率下降更多是由资产增加所驱动，而非债务减少（工业国有企业的资产和负债分别较上年同期增长了约 7% 和 6%）。

...和意外后果

3. 收紧金融监管虽然有助于支持中国降低风险，但同时也导致私营企业融资困难的意外后果。中小企业尤其受到影子银行业务收缩的严重打击，因为影子银行是私营部门的重要融资来源。希望银行向私营部门提供信贷的政

企业部门：债务与 GDP 比率

(占 GDP 百分比)

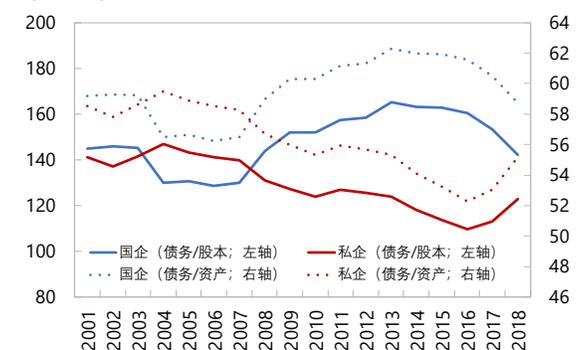


来源：Haveranalytics；以及基金组织工作人员的计算。

1/ 不包括对地方政府融资平台的信贷。

杠杆率：工业国有企业与私营企业

(百分比)



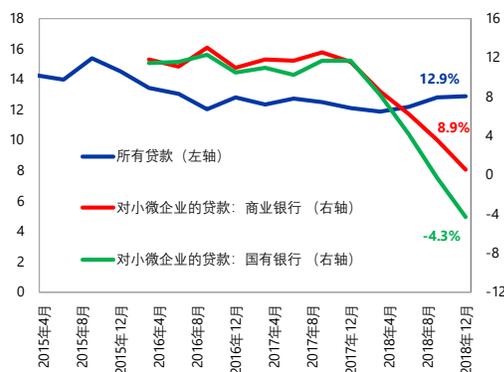
资料来源：中国财政部；以及基金组织工作人员的计算。

¹ 由 Sarwat Jahan（负责人）、Mario Catalan、Emilia Jurzyk、Simon Paroutzoglou 和 Longmei Zhang 撰写。本说明涵盖了直接影响企业信贷分配的改革，这些改革是对更广泛的国企改革的补充。

策初衷没有达到，因为银行仍然将贷款授予风险较低的国有企业。结果，私营企业的融资条件收紧，其违约数量增加。

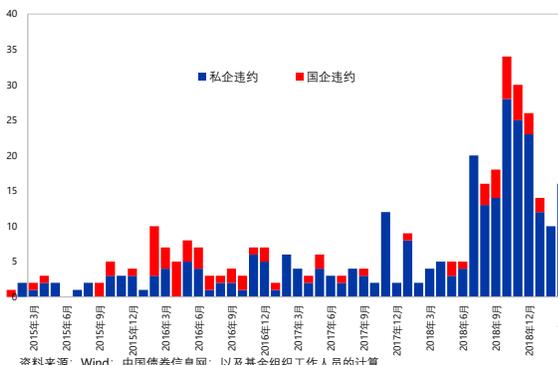
小微企业贷款增长率

(百分比, 年同比)



来源: 银监会、中国人民银行, 以及基金组织工作人员的估算。

企业债券违约 (违约数量)



资料来源: Wind; 中国债券信息网; 以及基金组织工作人员的计算。

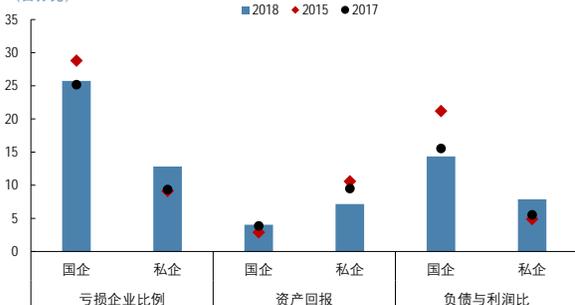
剩余挑战和脆弱性

4. 去杠杆并未显著改变中国的整体信贷分配状况。

- 国有企业的业绩逐渐改善，但仍不及私营企业业绩。例如，自 2015 年以来，随着中央“僵尸企业”的退出，亏损企业的数量已有所下降，但亏损国有企业的比例仍然是亏损私营企业的两倍。然而，尽管国有企业的盈利能力较低，且资产负债表较弱，但大部分银行贷款仍然流向了国有企业（Lardy, 2019 年），这表明尚有改善银行信贷分配的余地。
- 去杠杆导致市场融资有所增加。去杠杆促使企业寻找其他资金来源，例如股权融资或留存收益。然而，到目前为止，这部分资金数额较小，银行仍然提供了超过 70% 的企业融资。此外，虽然公司债券和股票发行量增加，但仍只占总负债的一小部分。

企业业绩: 国有企业与私营企业

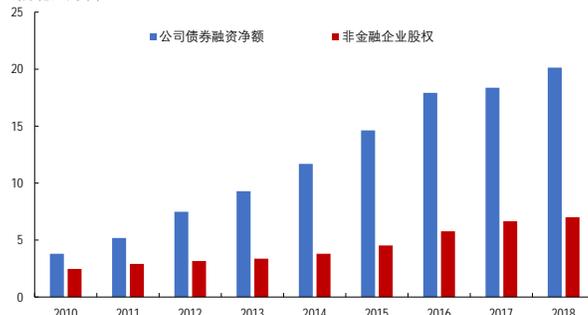
(百分比)



资料来源: 香港环亚经济数据有限公司, 以及基金组织工作人员的计算。

企业融资: 债券融资与股权融资

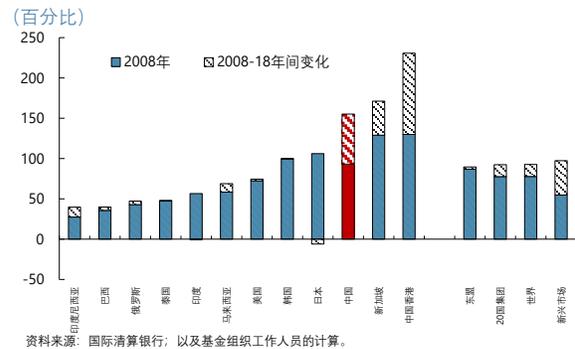
(万亿人民币)



资料来源: Haver Analytics; 以及基金组织工作人员的计算。

- 虽然中国的企业债务与GDP比率自2016年以来已有所下降，但仍然是世界上最高的之一，这部分由全球金融危机后采取刺激措施所致。企业债务比率仍然高于发达经济体和新兴市场经济体平均值以及中国在2008年全球金融危机爆发前的水平。随着信贷增长加速，若名义GDP增长放缓且工业盈利能力减弱，自2016年以来的杠杆率下降成果在未来几年有可能会逐渐消失。

企业债务与GDP比率

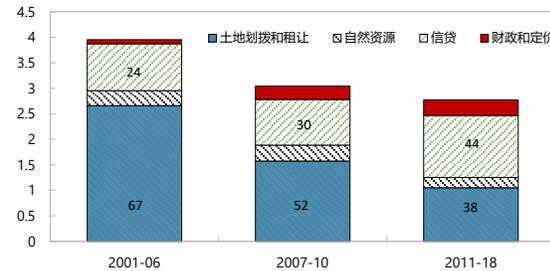


B. 在信贷分配中贯彻竞争中性原则

融资活动中的竞争中性现状

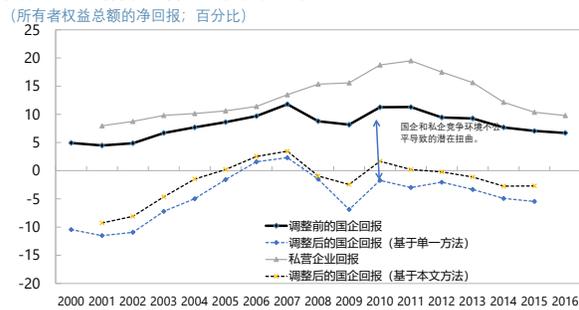
5. 得益于一直以来普遍政府隐性担保，国有企业继续获得大量信贷。国有企业在土地使用、信贷和自然资源等要素投入方面享有政府隐性支持。总体而言，近年来对国有企业的隐性支持已降至GDP的3%以下，但很大一部分隐性支持都与信贷分配有关（左图，Lam和Moreno-Badia，2019年）。银行更倾向于为国有企业提供贷款，认为国有企业风险较小，不受违约的影响。隐性担保也提高了国有企业的盈利能力；在考虑了估计的隐性支持后，2011-15年期间国有企业的股本回报率从平均8%降至约-1.3%（Lam和Schipke，2018年）。

对国有企业的隐性支持 (占GDP的百分比)



资料来源：香港环亚经济数据有限公司、《世界经济展望》、Lam和Moreno-Badia（2019年），以及Lam和Schipke（2017年）。

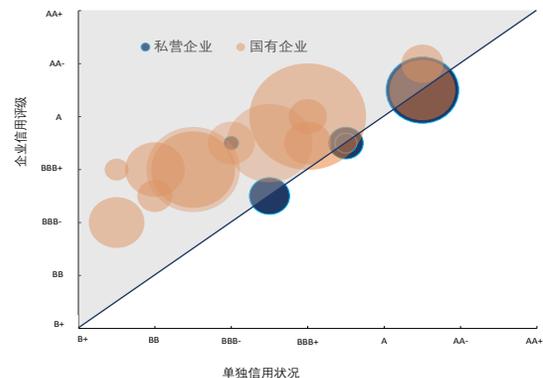
根据对国企的隐性支持调整股权收益率



资料来源：Lam和Schipke，2017年。
 注：基于扣除财政补贴的工业国企名义利润、通过使用土地和自然资源提供的隐性支持，以及较低的隐性融资成本。

6. 由于享有政府隐性担保，国有企业的信用评级较高，也因此能够以较低成本获得资金。由于隐性担保，对中国国有企业的信用评级通常会夸大企业的基本财务状况。比较每家企业的两个信用评级（有和没有隐性担保），估计国有企业的信用评级较同类私营企业高出两到三个等级（见图）。因此，国有企业享有的贷款利率估计比私营企业类似期限债券的利率低150至200个基点（GavekalDragonomics，2018年8月）。即便在剔除了其他因素（如信用债券类型、行业和交易年份）后，国有企业的借贷成本也通常比具有相同金融状

企业信用评级



资料来源：标准普尔；彭博新闻社；以及基金组织工作人员的计算。
 注：气泡大小表示企业的总债务大小。阴影区域显示的是信用评级高于其单独信用状况的企业。

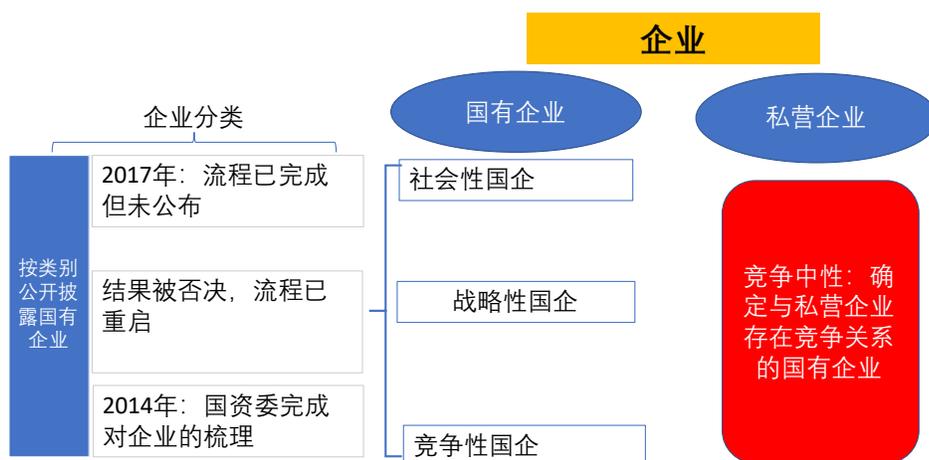
况（如杠杆率、盈利能力和规模）的私营企业低 100 个基点以上（Zhang 和 Wu，2019 年）。²

如何将竞争中性原则应用于融资？

7. 为了改善私营部门的前景，当局将竞争中性原则列为工作任务。在《2019 年国民经济和社会发展规划》中，当局承诺“按照竞争中性原则...对各类所有制企业...一视同仁”。他们还宣布在这一年里将出台几项针对私营部门信贷分配的具体措施。

8. 建立竞争中性的第一步是将与私营企业存在竞争的国有企业分离出来。当局推出了一项举措，将非金融国有企业划分为三类：社会、战略性和竞争性公司。尽管国资委于 2017 年完成了确认程序，但尚未发布每个类别公司的信息。创造公平竞争环境的第一步应当是公布一份不同类别的国有企业名单。这种分类将确保特定类别的国有企业也须适用私营企业的规则。

企业分类



来源：Lardy（2019年）和国际货币基金组织工作人员。

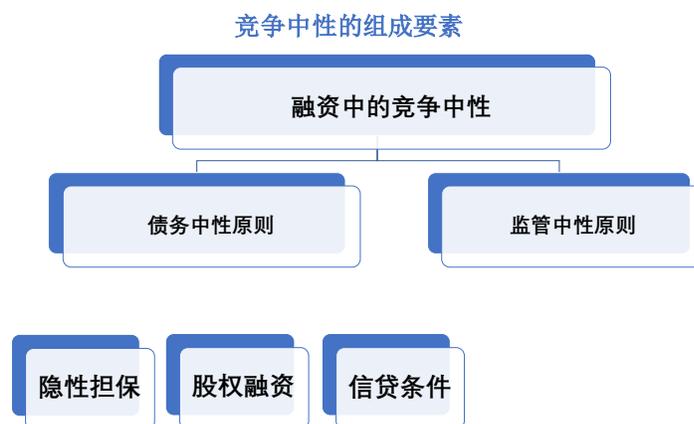
9. 随着中国经济的市场化转型，承认政府和市场具有各自的不同作用是非常有必要的。从历史上看，中国的国有企业履行了多重角色，承担了包括扶贫等社会责任。今后，需要评估中央政府可以代替国有企业履行社会职能的领域。同样重要的是，应对投资于国有企业的国有资本的增长进行控制，包括对非战略部门的国有企业的投资，这可以释放一部分公共资金用于其他事业。至少，国有企业需要有商业回报率，否则这对于作为所有者的国家而言就是一种价值损失。

² 样本涵盖了交易所交易的债券。回归分析可能无法捕捉到国有企业的其他特征，例如企业年限、风险规避或社会责任。

10. 在经合组织制定的八大竞争中性原则中，有两项直接影响信贷分配：债务中性和监管中性。其实，八项原则均旨在消除对国有企业有利的市场扭曲或不公平监管，从而间接影响信贷分配。例如，采购中性原则可有助于改善企业的投入要素成本的公平性，从而影响盈利能力。而这进一步会影响银行和投资者决定将信贷分配至何处。但本文侧重于直接影响信贷分配的债务和监管中性原则。

关于在融资中建立债务中性的政策

11. 经合组织的指导原则建议国有企业在与私营部门同等条件下获取信贷。该原则一般适用于作为信贷接收者的国有企业，但也适用于作为信贷提供者的国有银行。中国适用债务中性下的三项主要指导原则（专栏1）。



来源：经合组织，2012年b。

专栏1：经合组织关于债务中性的指导原则

国有企业应按照“竞争性的条件”，基于“纯商业理由”获得融资。避免优惠待遇的良好做法包括：

- **担保：**国家不对国有企业负债提供自动担保。
- **股权融资：**应鼓励国有企业寻求其他融资来源，如股权融资。
- **信贷条件和透明度：**以与私营部门相同的条款获得授信。如果提供更好的信贷条件，则须调整成本优势。在国家担保的披露和补偿方面应公平行事。

资料来源：经合组织，2012年，《经合组织关于竞争中性的建议、指南和最佳做法汇编》。

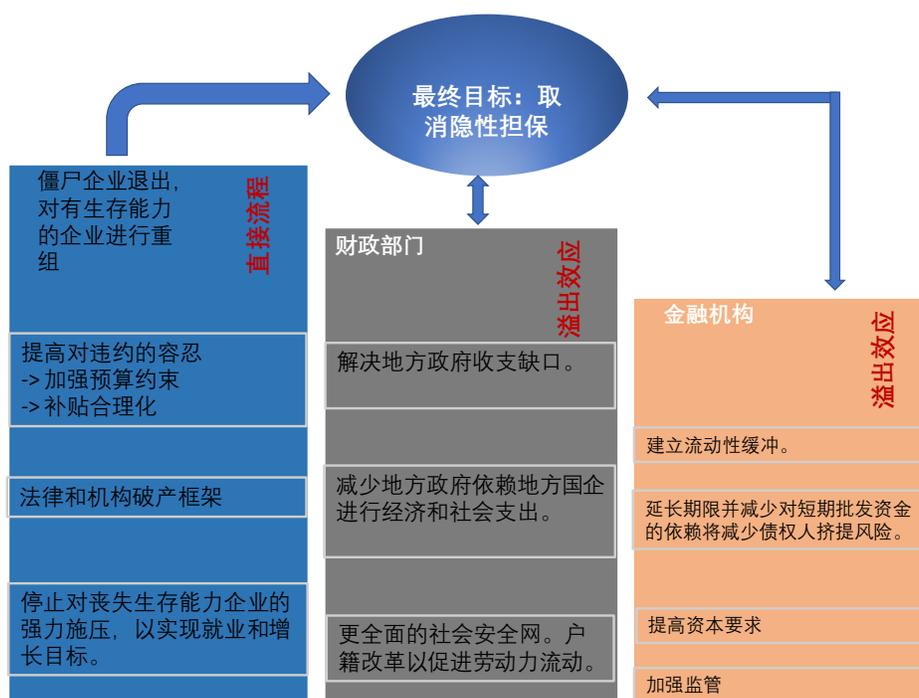
通过消除担保来实现债务中性

12. 取消隐性担保需要仔细安排改革的次序。通过降低资本成本和保护国有企业免受违约影响，隐性担保使国有企业在信贷获得方面得到偏袒。然而，要解除这些担保，需要具备适当的条件，其中包括：通过加强国有企业预算约束，合理化并逐步取消隐性补贴，从而容忍更多的国企违约；为处置僵尸企业和重组部分尚可生存企业，推进全面的、全系统的破产法律和制度框架改革（Daniel 等，2016年）。同样重要的是，不再因为就业和增长的考虑而维持那些丧失生存能力的企业。

13. 取消对国有企业的隐性担保将对财政部门产生溢出效应。地方“僵尸企业”的退出将对经济和社会支出依靠当地国有企业的地方政府产生财政影响，从而需要解决弥补地方政府财政收支缺口的问题。全面改革社会安全网将有助于缓解“僵尸企业”退出对当地就业的影响。改革户籍制度以促进劳动力流动也有所帮助。向私营部门开放更多部门也可以支持就业。

14. 取消隐性担保也可能在短期内对金融部门产生不利影响。关于政府担保的市场感知的任何变化都可能导致突然重新定价的风险和破坏性的撤资，例如散户投资者从国企投资产品撤资。即使是逐步调整预期收益，包括散户投资者承担本金损失的可能性，也可能产生不确定性并引发资本外逃。为了应对这些风险，需要加强金融部门以保持其冲击抵御能力（基金组织，2017年）。作为对取消隐性担保的准备，银行可增加对目前享有隐性担保的企业贷款的风险权重，以减轻银行定价过低的风险。其他可行方案有建立流动性缓冲、加强监督、减少对短期融资的依赖，以减少债权人挤兑的风险。

消除隐性担保改革的次序

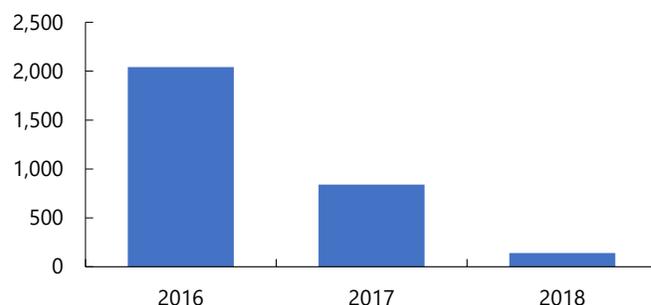


来源：国际货币基金组织工作人员。

15. 当局已着手制定政策，以支持有序取消隐性担保。例如，当局已采取促进僵尸企业退出的措施，并正在计划审查《企业破产法》。迄今为止所取得的结果好坏参半，因此需要协同努力，统筹兼顾，包括：

- 对地方“僵尸企业”执行全面的重组和退出计划。虽然当局成功支持了中央“僵尸”国有企业的退出，但其并未解决地方“僵尸”国有企业的问题，仅有少数地方国企进行了市场化重组。为取得进一步进展，必须制定综合全面的计划（Daniel 等人，2016 年；Wojciech 等人，2016 年；Lam 等人，2017 年），其中包括：
 - 评估陷入困境的地方企业的生存能力；重组具有生存能力的企业，清算丧失生存能力的企业。
 - 要求银行主动识别和处理不良贷款；
 - 银行、企业、机构投资者和政府之间进行负担分摊；
 - 发展不良债务市场。

“僵尸企业”的数量：央企法人



资料来源：Wind数据库；香港环亚经济数据有限公司；以及基金组织工作人员的计算。

- **市场化债转股。**自 2016 年以来，尽管当局采取了支持性政策，包括降低存款准备金率为债转股提供资金支持，以及降低银行的风险权重，但债转股在国企改革方面的使用有限³。要提高债转股有效性，必须：
 - 有严格的偿付能力和生存能力认定标准；
 - 作为新股东的银行需要更积极地支持重组；
 - 限制银行持股规模和时间，以减少利益冲突，改善激励机制；以及以公允价值进行转换，并确认损失。

- **“淡马锡式”改革。**企业重组在中国并非完全市场化，而是通过公私混合所有制形式或者与更强的国有企业合并。替代方法可以是新加坡的“淡马锡”方式，即由一个管理机构持有国有企业股份，赋予该机构自主权，同时要求这些企业像私营部门一样有效运作。

- **企业重组法律改革。**《企业破产法》（2007 年）大致遵循了最佳国际惯例，但其法律条文十分简洁，很多方面没有涉及，使其解释和实施起来并不平衡。因此，法律没有为破产过程中的许多复杂问题提供适当指导，鉴于中国计划在 2020 年之前完成“僵尸企业”的处置工作，这个问题显得日益严重。当局提出于 2019 年 6 月成立一个委员会，以起草现行法律修正案，这是值得欢迎的一步。法律修正案应侧重于更详细明确地规定：
 - 法律适用范围，
 - 破产条件，以及
 - 破产程序；

此外，法律中关于破产和债务重组的税收中性处理将有助于提高重组过程的效率。在修订法律的同时，还需要提高司法部门处理破产案件的能力。修订后的法律的有效应用也有助于防止对破产程序进行不正当的干预，这种干预会阻碍合格案件的启动。

- **容忍违约事件。**尽管 2018 年第四季度国有企业违约数量有所增加，但与私营企业相比，总违约率仍然较低。为了加强市场纪律，应该容忍发生的违约事件。只有通过市场化违约和处置方案，投资者才能在没有隐性担保影响的情况下适当地对信用风险进行定价，政府才能建立起允许市场力量发挥作用的声誉。

³ 截至2018年11月，签署了 226项协议，金额达1.8万亿元人民币。但仅有25%已完成。

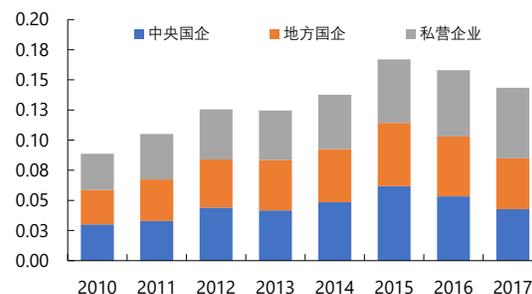
- 利润上缴政策：**当局已指示中央国有企业到 2020 年将其向财政预算的利润上缴增加至利润的 30%。企业上缴的利润百分比从 2015 年的最高水平下降至 2018 年的约 7%，因此需要付出更多努力来加强预算约束。这些资金也应该转入一般预算中，而不是转移至较弱的国有企业，以加强企业纪律（Lardy，2012 年）。
- 补贴合理化：**自 2015 年以来，当局已成功地逐步减少对国有企业和私营企业的补贴。然而，仍需加大工作力度，因为国有企业获得的补贴多于那些规模通常较小的私营企业，这可能导致市场扭曲，违反竞争中立原则。此外，即便有补贴，2015 年仍有四分之一的国有企业亏损，原因可能是其获得补贴以继续支持政府政策（Lardy，2019 年）。

央企向政府上缴的利润



资料来源：香港环亚经济数据有限公司、财政部，以及基金组织工作人员的计算。

政府对上市公司的补贴 (占GDP的百分比)



资料来源：WIND。

消除信贷偏袒，促进股权融资

16. 由于国有企业在信贷/债务市场上享有优惠待遇，其他融资渠道如股权融资，可有助于创造公平竞争环境。虽然国有企业和私营企业都可以从其他融资渠道获益，但改善股权融资条件可以帮助到更依赖于股权融资的私营企业。一项可能的措施是企业股权补贴（ACE），即，为“正常”的股本回报提供所得税减免，这项措施已经在其他一些国家得到采用，包括比利时（2006 年）、意大利（2012 年）、塞浦路斯（2015 年）、葡萄牙（2010 年至 2013 年）和土耳其（2015 年），以尽量减少债务偏袒。发放企业股权补贴的同时应出台减轻对政府税收影响的措施。

支付隐性担保的成本

17. 债务中性要求所有企业都以同等条件获得信贷，如若任何企业获得利益，则要对成本优势进行调整。要确保企业调整成本优势，需要对国家担保的披露和补偿方面的做法保持透明度。有几个国家成功实施了这一原则（专栏 2）。在中国，一种方法是要求获得这种隐形担保优势的企业明确地支付相关成本到预算；这是对标准的国有企业向财政预算上缴利润的补充。但要准确估计这些优势极其困难，特别是，这些担保在中国是隐性和普遍存在的。

18. 如果不能采用最优做法，即由企业支付隐性担保，提高银行对获得隐性担保的企业贷款的风险权重可以纠正银行定价过低的风险。或者，对未能达到将利润的 30% 上缴财政预算这个目标的企业进行处罚，例如减少对其的贷款或增加信用利差。

专栏 2. 国际经验：国有企业向预算支付担保成本

- **澳大利亚：**与公共企业相关的任何成本优势都可以通过向公共账户办公室支付**债务中性费**进行调整。
- **新西兰：**国有企业的贷款文件必须有**明确的免责声明**，明确表示政府不担保偿还债务。
- **西班牙：**与公共企业优势相关的成本（例如债务、担保、保障措施）需**向财政部付款**。
- **瑞士：**国有企业（如邮政服务业）向**政府支付利润**，作为对低利率的偿付。
- **土耳其：**政府对政府担保贷款征收**担保费**。

来源：经合组织 2012 年《竞争中性：国别实践》。

融资中的监管中性

19. 对国有企业和私营企业适用相同的金融法规有助于创造公平的金融竞争环境（专栏 3）。

专栏 3. 经合组织关于融资中监管中性的指导原则

- 为了保持竞争中性，国有企业应尽可能在与私营企业相同的监管环境中运营
- 政府控制的金融部门的业务活动中，国企往往被认为受到较轻监管。
- 金融监管应以一致的“功能对等”方式进行（即从产品、机构、部门和市场角度看是中性的），从而使类似的风险得到对等的监管。

来源：经合组织 2012 年《经合组织关于竞争中性的建议、指引和良好实践的概要》。

- **审慎工具。**通过对所有企业采用相同的监管政策，审慎工具可用于创造公平竞争环境。在这种情况下，银行应平等地执行对国有企业和私有企业的风险暴露上限，但这可能需要一段时间，因为目前银行对国企的风险暴露程度很高。近期可能的对策是对风险暴露较大的银行设置国企贷款上限，并随着时间推移将上限逐渐提高至与私营企业相同的限额（大额限制和关联方限制）。增加部门风险权重还可以解决信贷错配问题，因为这会提高向杠杆率过高的部门提供信贷的成本，而这些部门通常由国有企业主导。为了改善中小企业的融资渠道，可以采取若干政策选择（见 D 节），这些政策选择比降低中小企业的风险权重或扩大公共信用担保更为可取。
- **适用法规的透明度。**大型国有银行还可以披露其向不同所有制企业提供金融和其他服务的政策和做法。

C. 增加私营企业融资渠道的措施

20. 结构性措施也有助于创造公平竞争环境，并改善信贷分配。

- **减少行业准入壁垒。**让所有企业都可自由进入任何经济部门，可有助于创造一个公平的竞争环境。当局最近宣布向私营部门开放金融、老年人护理、教育和医疗保健行业。这个步骤值得欢迎，可

以将其扩展至更多由国家主导的服务业，如物流和电信业。打破行政垄断也可促进私营部门进入这些行业，例如，可以通过《公司法》规定，任何政府实体都不得使用行业政策或法规来限制私营企业的进入。

- **取消定向贷款：**当局宣布了若干量化目标，以较低成本为私营部门分配信贷。包括要求大型国有银行的中小企业贷款增加 30%，同时还出台多种政策工具，使中小企业的融资成本降低 1 个百分点。此外，当局宣布了旨在改善对私营部门信贷分配的“1-2-5”政策目标（大型银行的新增企业贷款中至少三分之一提供给私营企业；中小型商业银行不低于三分之二的新增贷款需提供给私营企业；并且未来三年里银行系统所有新企业信贷中至少有 50% 提供给私营部门）。为改善信贷分配，应以市场为导向，将信贷引至高生产率的行业，同时避免道德劝说以达到分配目标。特别是对中小企业而言，一些政策包括：
 - 在明晰的职责、良好的治理、明确的业绩标准、基于风险的贷款定价，以及合格的工作人员等基础上，通过国有/开发性银行增加对中小企业的信贷。
 - 发展专门面向中小企业的资本市场（例如，韩国拥有供中小企业直接融资的 KONEX 证券交易平台）。
- **降低债券发行评级门槛。**在发行程序方面，所有的信用债券（不包括私募）都有最低评级要求，如 AA 或 A-，在某些情况下甚至要求 AAA。通过降低债券发行的监管门槛，监管机构能够更好地平衡投资者和债券发行之之间的风险分担，这将鼓励较小的私营企业发行债券，同时允许债券违约，让投资者承担风险。
- **统一对信用债券类别的监管。**尽管没有禁止发行债券，但出于历史原因，多数国有企业和私营企业发行特定类型的债券。中国的信用债券市场呈分割状态，有不同的监管机构、发行程序、交易平台和托管机构（Schipke 等人，2019 年）。统一对不同债券类别的监管将有助于减少分割状态和监管套利、增加流动性，并促进价格发现。
- **统一适用法律。**《商业银行法》并未依据所有权形式对企业进行区分。虽然不同企业适用同样的法律，但银行官员通常更不愿向私营企业贷款，因为私营企业的违约概率较高，而国有企业则被认为风险较小。为了解决这种偏见，《商业银行法》可保护在发放贷款时已进行尽职调查的银行职员。如果已经进行了适当的尽职调查，不会就贷款违约对银行职员进行“终身问责”。

D. 创造有利的贷款环境

21. 总体而言，加强中国的信用文化可使所有企业特别是中小企业受益。这里的措施包括：

- **超越抵押层面的信用文化。**与许多国家一样，中国的中小企业通常没有足够的固定资产作为银行贷款担保品。扩大信贷渠道的政策包括：
 - 促进使用动产担保品（如机器设备和应收账款）以及通过非银行金融机构的租赁和保理进行中小企业融资。这可能需要修改或制定关于担保权益的新法律。
 - 基于潜在的盈利能力（而不仅仅是担保品），扩大对中小企业基于风险的贷款。
 - 改进征信机制，如信用局和公共征信处。例如，可以引入专门的信用局，对“小企业”进行信用评级。该专门的信用局可利用不同来源的信用信息（如信用卡账单、电话/电费账单、网

上购物、各种商业交易、来自金融科技贷方的信息），对没有抵押品或保证的中小企业进行信用评级。

- **更准确的信用评级。**通过更加准确评级可以更好地按所有权形式进行信贷分配。在中国，90%以上的境内债券被当地评级机构评为AA至AAA级。这在一定程度上反映了发行要求所面临的严格监管门槛，但也反映了评级行业的起步阶段特点，需要进一步改进该行业，以提供更多有信息价值的评级。标准普尔最近获准提供信用评级服务是值得欢迎的一步。改进国内评级机构并鼓励更多外国评级机构参与将增强中国的信用评级部门。
- **信用局/征信。**设计合理的信用局/征信机构可加强银行监管，提高金融机构的信用分析质量。中国有一个公共征信系统，其中涵盖了来自银行业的信用记录。近来已经向八家机构颁发了许可证，以建立以新型融资（P2P等）为重点的信用局，但进展有限。公共和私营信用局/征信机构同意共享关键数据可确保信息的一致性，并涵盖更广泛的信用工具。中国还可以通过以下方式加强对信用登记机构（CRA）的监管：
 - 加强信息披露，提高信用征信机构评级的可比性；
 - 加强对征信机构的评估，重点关注评级方法和充分性/一致性以及评级调整的及时性；
 - 要求加强内部控制，以避免发行人和代理机构之间的利益冲突；加强监管人员的执法行动。
- **数据质量和可用性。**需要准确、高质量的数据来指导适当的信贷分配和政策，例如，按企业所有权形式进行的信贷细分和关于补贴和担保的信息是有限的。

E. 结束语

22. 应继续采取措施降低企业杠杆率，并着重改善对私营企业特别是中小企业信贷分配的方法。未来应在竞争中性的原则下继续按顺序推进高质量改革。可以建立债务和监管中性原则，以消除市场扭曲并提高信贷分配效率。还可以采取积极的有利市场运作的措施，支持中小企业，创造公平竞争环境。所有政策都应坚持市场化导向，以确保更有效地分配资源。

参考文献

- Daniel, J., J. Garrido, and M. Moretti. 2016. “Debt-Equity Conversions and NPL Securitization in China—Some Initial Considerations.” IMF Technical Notes and Manuals 2016/05, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Gatley, T. 2018. “The True Value of SOE Interest Rate Subsidies.” GavekalDragonomics, August.
- International Monetary Fund (IMF). 2017. “Financial System Stability Assessment: People’s Republic of China.” IMF Country Report 17/358, Washington, DC.
- Lam, W. Raphael, Markus Rodlauer, and Alfred Schipke. 2017. *Modernizing China: Investing in Soft Infrastructure*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Lam, W. Raphael, and Alfred Schipke. 2017. State-owned Enterprise Reform, Chapter 11 in *Modernizing China: Investing in Soft Infrastructure*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Lam, W. Raphael, A. Schipke, Y. Tan, and Z. Tan, 2017. “Resolving China's Zombies: Tackling Debt and Raising Productivity”. IMF Working Paper WP/17/266, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Lam, W.R. and M. Moreno Badia. 2019. “The Chinese Abacus: 20 Years of Fiscal Policy through the Lenses of the Government’s Balance Sheet”, IMF Working Paper (Forthcoming).
- Lardy, N.R., 2019. *The State Strikes Back: The End of Economic Reform in China?*, Washington D.C., Peterson Institute for International Economics.
- _____, 2012, *Sustaining China's Economic Growth After the Global Financial Crisis*, Washington D.C. : Peterson Institute for International Economics.
- Maliszewski, Wojciech; S. Arslanalp, J. Caparusso, J. Garrido, S. Guo, J.S. Kang, W. Raphael. Lam, T. Daniel Law, W. Liao, N. Rendak, P. Wingender, J. Yu, and L. Zhang. 2016. “Resolving China’s Corporate Debt Problem“. IMF Working Paper WP/16/203, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Organisation for Economic Co-operation and Development, 2012a, *A Compendium of OECD Recommendations, Guidelines, and Best Practices Bearing on Competitive Neutrality*, Paris: OECD.
- _____, 2012b, *Competitive Neutrality: Maintaining a Level Playing Field Between Public and Private Business*, Paris: OECD.

_____, 2012c, *Competitive Neutrality: National Practices*, Paris: OECD.

Schipke, A., Markus Rodlauer, and Longmei, Zhang, 2019, *The Future of China's Bond Market*, Washington, DC: International Monetary Fund.

United Nations Conference on Trade and Development, 2014, *Competitive Neutrality and Its Application in Selected Developing Countries*. Geneva: United Nations.

Zhang, L and Wu Yuchen, 2019, Credit Bonds, Chapter 4 of *The Future of China's Bond Market*, Washington, DC: International Monetary Fund.

附件一 2018 年至 2019 年第二季度当局旨在将信贷导向私人部门的主要举措

政策	采取或宣布的措施
货币政策（中国人民银行）	<ul style="list-style-type: none"> 存款准备金率下调：2018 年（4 月、7 月和 10 月）存款准备金率下调 250 个基点；自 2019 年 5 月 15 日起，中小型银行的存款准备金率下调 3.5 个百分点至 8 个百分点。
中国人民银行采取的其他措施	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年 6 月，中国人民银行扩大了符合中期借贷便利标准的抵押品范围，包括 AA+ 和 AA 公司债券，并优先考虑小微企业、绿色和农业债券。 2018 年 11 月，中国人民银行宣布向中国债券保险提供人民币 100 亿元的补贴，以支持私营企业的债务出售。
财政政策（财政部）	<ul style="list-style-type: none"> 对家庭和中小企业进行减税。
监管政策（中国人民银行、银保监会、财政部、国资委）	<ul style="list-style-type: none"> 2018 年 6 月，中国人民银行放宽了部分商业银行的贷款额度；2018 年 7 月调整了 MPA 参数，以鼓励贷款增长； 2018 年 11 月，银保监会宣布了“1-2-5”政策目标，旨在改善私营部门的信贷分配（至少将大型银行新增企业贷款的三分之一提供给私营企业；中小型商业银行不低于三分之二的新增贷款需提供给私营企业；并且未来三年银行系统新增企业信贷中至少有 50% 提供给私营部门）。 2019 年 3 月，宣布大型国有银行向中小企业贷款增加 30%，并采用多种政策工具将中小企业融资成本降低 1 个百分点。 国资委保持以下目标：在 2018-2020 年将中央国有企业的负债与资产比率降低 2 个百分点。
竞争中性	<ul style="list-style-type: none"> 2019 年 3 月，第 13 届全国人民代表大会发出明确信号，以竞争中性原则为基础，为私营企业提供更强有力的支持。承诺“在生产要素、收购、市场准入、运营、政府采购和公开招标领域对所有企业（无论国有企业、私营企业还是外资企业）提供平等待遇，一视同仁”。 2019 年 5 月，国务院发布了一项新的政府投资法规，自 2019 年 7 月 1 日起生效，强调所有投资者在分配政府投资资金时应得到平等对待。

中美贸易政策的溢出效应——中国的贸易政策¹

美国和中国是世界上最大的两个经济体，两国之间的贸易紧张局势对世界其他地区构成了重大风险。不管是紧张局势持续发展下去，还是双方达成的有管理的贸易协议，都可能导致供应链的改变，对一些经济体造成贸易转移和不利的产业影响，并且，不论结果如何，都是对多边解决框架的远离。若中国国内需求和进口没有显著提高，双边购买承诺可能会产生大规模的贸易转移效应。例如，欧盟、日本和韩国的汽车、机械设备和电子产品等可能将面临巨大的“出口风险”。小型石油出口国和一些东盟经济体也将受到严重影响。因此，应通过一项支持国际体系并避免管理贸易的全面协议，迅速解决中美之间的贸易紧张局势。

A. 中美贸易政策

1. 作为世界上最大的两个经济体，中美两国贸易谈判的结果（不管是达成协议还是加征关税）将对世界其他地区产生重要影响。

- 在 2018 年期间，美国对进口钢铝产品以及价值 2500 亿美元的中国输美商品加征了关税。这之后，美中两国进入一段时间的“休战”，双方就有管理的贸易协议进行了协商，但 2019 年 5 月谈判破裂，美国再次提高了对已加征关税的部分中国输美商品的关税，并宣布未来将实施进一步保护主义措施。在美国的两轮加征关税（2018 年和 2019 年 5 月）期间，中国通过提高美国部分出口产品的关税予以反击。2019 年 6 月底，特朗普总统和习近平主席同意暂时将关税保持在目前水平，并重启双边贸易谈判。
- 不管是达成有管理的贸易协议还是进一步加征关税，必须记住的是，经常账户总差额变化最好通过调整宏观经济政策而不是贸易政策来实现（专栏 1）。此外，全球价值链的中断和贸易转移可能会对世界其他地区产生溢出效应。有证据表明，2018 年美中加征关税行为及相关的确定性导致全球贸易和工业生产放缓，并且对投资和商业情绪产生影响（基金组织 2019 年《对外部门报告》）。2019 年 5 月中美加征的额外关税将会造成贸易下降，对经济信心和金融市场情绪带来压力，从而不利于全球投资、生产率提高和增长（《二十国集团监测报告》2019 年 6 月）。
- 贸易谈判也可能带来好处，例如关税下调、政策不确定性减少、金融市场条件放松，以及中国承诺进行的结构性改革（保护知识产权、技术转让、国有企业改革）。另一方面，任何偏离多边解决框架的行动都可能带来与贸易转移相关的巨大风险。此外，如果美中双方最终达成交易性的协议，即中国将购买更多的美国商品，但在减少潜在的贸易和投资壁垒方面进展甚微，则可能会产生成本。

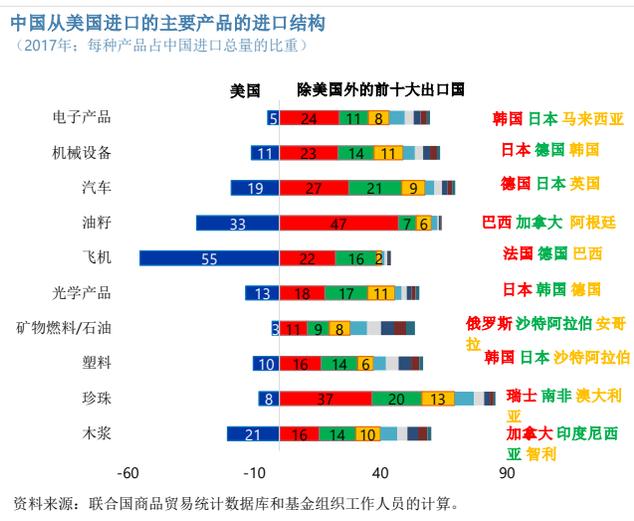
B. 通过有管理的贸易来缩小中美双边贸易逆差

2. 如果中美新协议涉及中国采购美国商品以减少双边贸易差额，将会产生巨大的贸易转移效应。从 2018 年底到 2019 年 4 月左右，中美贸易政策的言论主要集中于一项计划，即通过中国加大对美国

¹ 由 Pragyant Deb、Albe Gjonbalaj 和 Swarnali A. Hannan 撰写。

商品的采购，在几年内消除美国对华贸易逆差。此外，讨论重点还包括中国承诺在知识产权、技术转让和国有企业方面进行结构性改革。鉴于中国不太可能在短期内大力加大国内需求以容纳大幅增加的进口，对美国商品采购的增加（如果达成类似的交易）可能意味着从世界其他地区进口的减少，从而产生巨大的贸易转移效应。

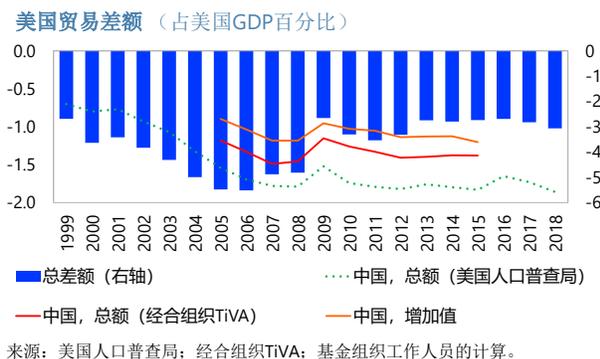
3. 中国购买的产品类型将决定哪些国家因贸易转移而受到影响。上图显示了中国从美国进口的十大商品（根据进口规模排列）的产品结构，其中进口最多的是电子产品，第十大商品为木浆。该图的右侧显示了其他国家因中国购买这些商品所面临的出口风险，可以看出哪个国家的出口可能处于风险。例如，购买更多的油籽产品（例如大豆）将影响巴西、加拿大和阿根廷等国家；购买汽车将影响德国、日本和英国；购买飞机则会影响法国和德国；购买机械设备将影响日本、德国和韩国。



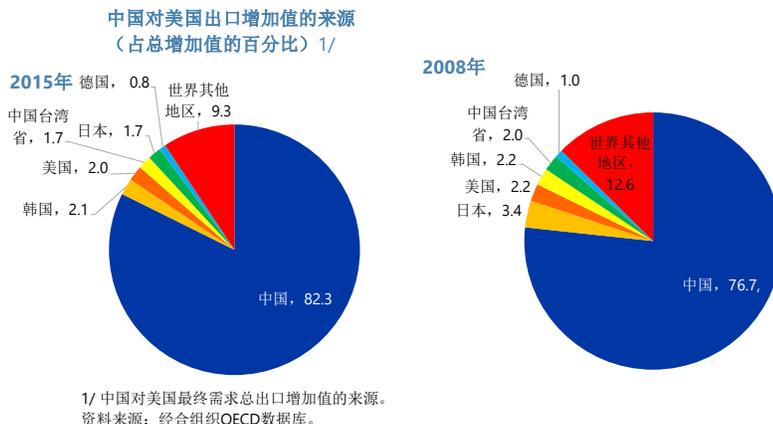
4. 为确定可能受影响的国家，我们研究了中美双边贸易逆差减少到几乎为零的情景下的溢出效应。假设中国通过购买美国商品将消除贸易逆差（2017年逆差为3360亿美元），但中国的进口总额不变，那么从美国的额外进口将导致从世界其他地区购买的商品减少。

专栏 1：美国与中国的双边贸易逆差

只盯着双边贸易差额作无助于减少一个国家的经常账户逆差总额。经常账户差额的变化（国民储蓄与投资之间的差异）最好通过调整那些能影响储蓄/投资决策的宏观经济政策来实现，而不是贸易政策（见基金组织2019年4月《世界经济展望》；基金组织《2018年对外部门报告》）。例如，提高关税对贸易差额没有显著影响，因为进口减少的影响将被货币升值所抵消。因此，减少与中国的双边贸易逆差可能不会减少美国的贸易差额总量。



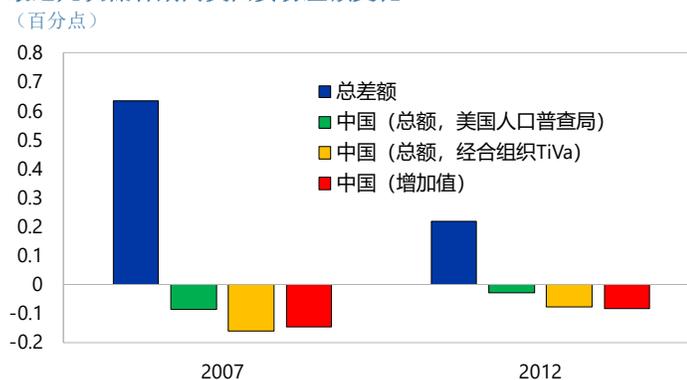
中国对美国的出口总额随时间的推移而下降，尽管如此，但其仍然内含着相当多的来自其他国家（包括美国）的增加值。与按贸易总量计算相比，以增加值计算的 2015 年美国与中国的双边贸易差额（经合组织 TiVa 数据库中的最新数据）要少 13%（见 2019 年《中国部分问题》文件“中国不断减少的经常账户顺差的原因、影响和未来变化”）。同样，在 2015 年中国对美国（作为最后目的地）的出口总额中，中国国内增加值占到 82.3%，高于 2008 年的 76.7%，其余增值来自德国、日本、中国台湾省、韩国和美国等经济体。换言之，除了传统的贸易转移渠道外，由于各国之间的供应链联系，影响中美双边贸易的政策也会对世界其他地区产生直接影响。



近年来，中国在减少美国贸易逆差总额方面的作用有限。基金组织《世界经济展望》（2019年4月，专栏3）分析了双边贸易差额在各国过去

若干大规模贸易逆差调整中的作用，发现（一）总体贸易调整不一定由最大逆差贸易伙伴的大幅调整驱动，（二）最大逆差贸易伙伴的大幅调整并不能保证总体贸易差额出现大幅调整。与这些研究的结果类似，美国最近几次从逆差峰值的改善期间，与中国的贸易逆差有所扩大，这表明贸易逆差总额的减少并不一定就需要主要逆差贸易伙伴进行贸易差额大幅调整。

最近几次低谷期间美国贸易差额变化

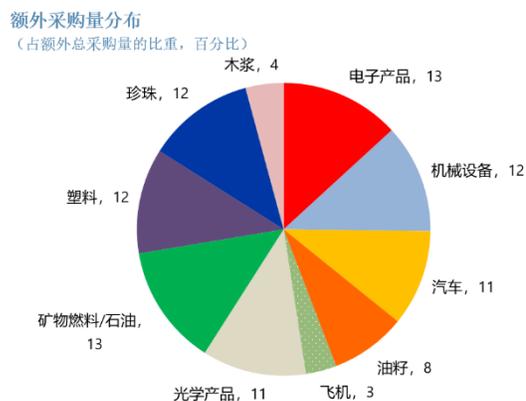


资料来源：美国人口普查局；经合组织TiVa；基金组织《世界经济展望》；以及基金组织工作人员的计算。

5. 这些额外采购的产品分布情况如何？ 额外采购的产品分布情况考虑到了美国的追赶潜力和中国的产能限制，并基于一些简单的假设：

- 贸易关系难以在一夜之间改变，这意味着中国将扩大那些原本就从美国进口产品的部门的采购。为此，分析考虑了从美国进口的前十大产品。

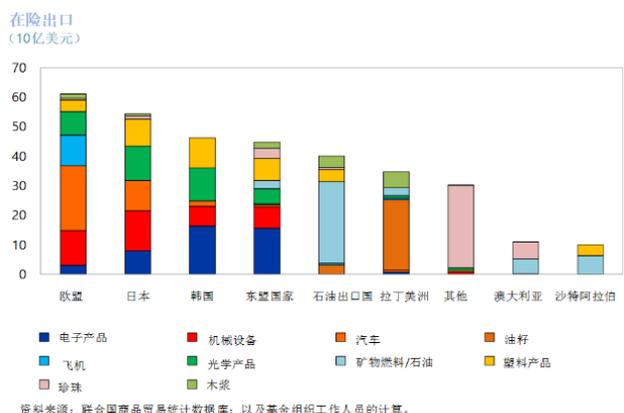
- 在前十大产品中，采购量的分布将与该产品可扩大采购规模的空间成正比。例如，与飞机和油籽相比，美国有更多空间增加其电子产品和矿物燃料/石油的出口，因为中国对这些产品的购买相对较少。
- 增加采购的规模受到限制，因此每种产品的总采购量不会超过中国对该产品的总进口量。分析未对美国对这些产品的出口总量设置任何限制。但是，对于大多数产品而言，采购量的分配并未超过美国的出口总量，因此，实际上这一点似乎关系不大。



资料来源：基金组织工作人员的计算。

6. 哪些国家会受到影响？ 对每种产品而言，考虑了除美国外的前十大对中国的出口国。对于特定数量的每种产品而言，其他国家的出口损失将与其在中国对该产品进口量中的比重成正比——对这些产品暴露较多的国家将面临更多的“在险出口”。

7. 欧盟、日本和韩国将面临大量“在险出口”。²综合来看，情景分析表明，可能的“在险出口”（exports-at-risk）价值计算为：样本中包含的欧盟国家在汽车、机械设备和飞机领域面临 610 亿美元的在险出口；日本的在险出口价值为 540 亿美元（机械设备、汽车和电子产品）；韩国为 460 亿美元（电子产品、光学产品和塑料）；以及东盟国家为 450 亿美元（电子产品、塑料和机械设备）。此外，石油出口国和大豆生产国也将面临大量“出口风险”。



资料来源：联合国商品贸易统计数据库；以及基金组织工作人员的计算。

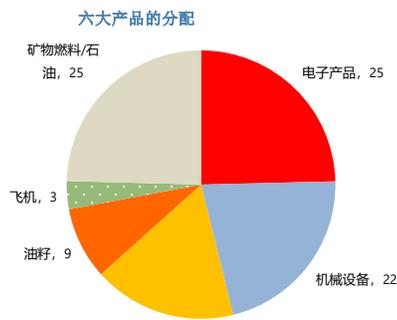
8. 就单个出口国而言，阿曼、安哥拉、新加坡和韩国的“在险出口”将高于 GDP 的 3%。较小的石油出口国的“在险出口”占 GDP 的比重较高。一些东盟经济体（马来西亚、越南和泰国）的“在险出口”可能会高于 GDP 的 2%，原因是电子产品、机械设备和光学产品等对华出口较多。德国和日本的在险出口敞口约占 GDP 的 1%，涉及电子产品、机械设备和汽车。巴西的“在险出口”占 GDP 的 1.3%，主要是由于油籽（如大豆）。

² 总量不一定包括该组中的所有国家。总量是用图中所示的具体国家计算得出。

9. 在假设对产品的采购量出现不同分配的情况下，考虑了两种替代情景。可能不是所有十种产品都被列为采购目标。因此，第一种替代情景假定将加大对其中一部分产品的购买，其中包括最大的出口项目以及正在讨论的产品（如大豆、液化天然气和石油，以及制成品）。第二种替代情景是根据中国的进口结构（不包括美国）按比例分配额外采购量。

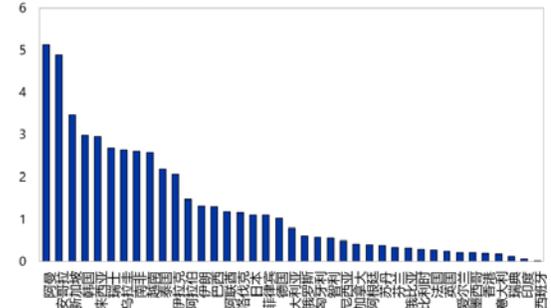
- 在第一种替代情景中，由于电子产品、机械设备和汽车等产品的影响，德国、日本和东盟经济体的“在险出口”量将更大。同时，石油出口国的“在险出口”占 GDP 的比重将更高（图 1）。

额外采购量的分布情况
(占额外总采购量的比重, 百分比)



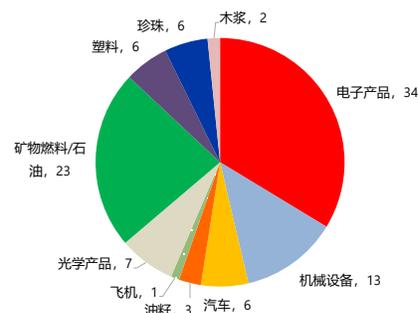
资料来源：基金组织工作人员的计算。

在险出口
(占2017年GDP的比重)



资料来源：联合国商品贸易统计数据库；基金组织《世界经济展望》；以及基金组织工作人员的计算。

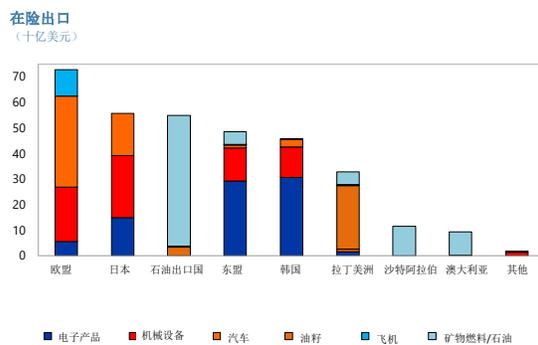
按中国进口结构的比例分配（不包括美国）



- 第二种替代情景（虽然不太可能发生）下，东盟经济体和韩国由于电子产品出口较多而面临较高的“在险出口”。与第一种替代情景一样，小型石油出口国的“在险出口”占 GDP 的比重将更高，这是因为在两种替代情景中矿物和燃油都有更高的权重。

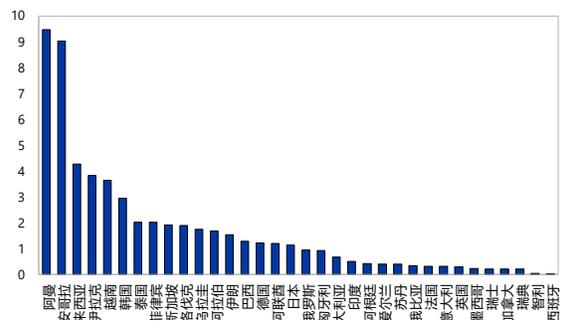
图 1：达成贸易协议替代情景下的结果

六大产品额外采购量的分布情况

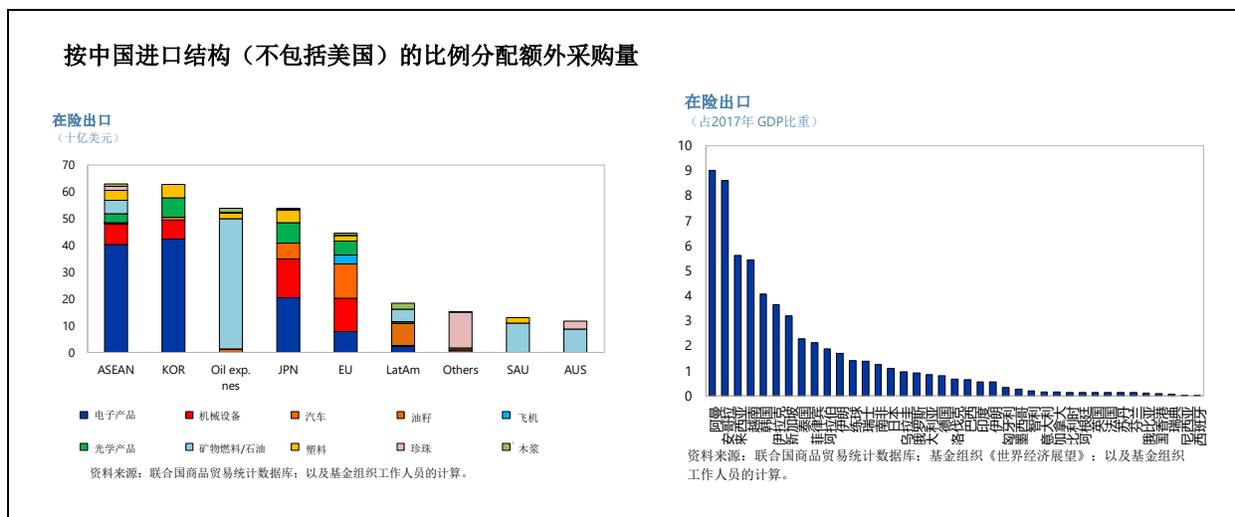


资料来源：联合国商品贸易统计数据库；以及基金组织工作人员的计算。

在险出口
(占2017年GDP比重)



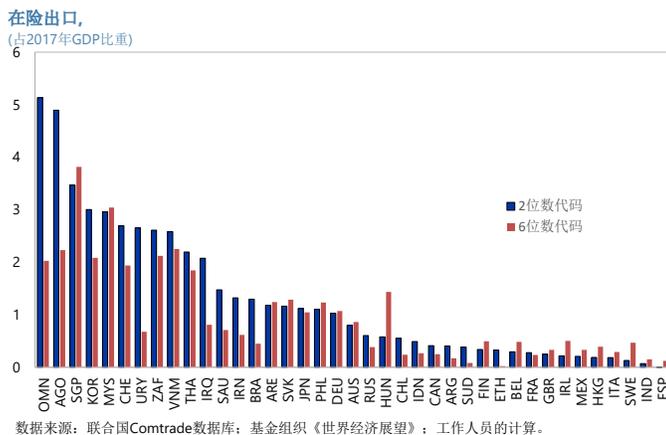
资料来源：联合国商品贸易统计数据库；基金组织《世界经济展望》；以及基金组织工作人员的计算。



10. 若中国国内需求和进口没有显著增加，双边采购承诺可能会产生巨大的贸易转移效应。对于这个模拟分析需要注意一些事项。情景分析假设完全替代各国进口，并未考虑与现有全球价值链和既定贸易关系等相关因素的刚性。对于那些较小的国家，如果侧重于生产初级产品和更容易被替代的同质大宗商品，而非复杂的制成品和电子产品，那么它们可能会受到贸易调整的更大影响。此外，“在险出口”不等同于可能损失的增加值。其对增加值的影响取决于一些因素，如转移到其他市场的容易程度等。最后，分析是在2位数的国际商品统一分类代码上进行的。在某些情况下，在相同的2位数代码下，产品可能存在很大差异。使用6位数代码数据进行的稳健性检验表明，得出的结果大致相似（专栏2）。

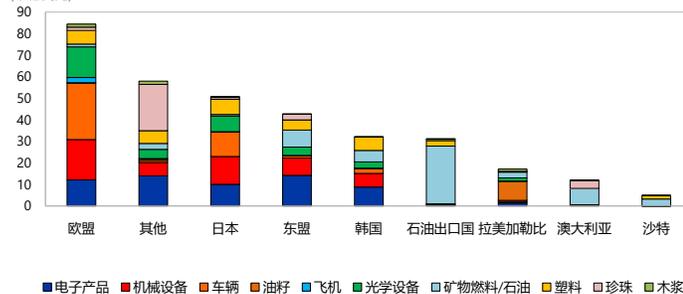
专栏 2. 使用更精细的数据估算溢出效应^{1/}

在本专栏中，主要的情景假设是用6位数代码数据开展的。此外，样本不是仅仅考虑每种产品的前十大出口商，而是扩展到约200个经济体。和基线情景一样，我们假定额外采购量在前十大产品中进行分配。在此基础上进行了模型设定的更改，以使分配不超过：（一）中国目前从世界其他地区的6位数分类代码的进口量，以及（二）美国目前向世界其他地区的6位数分类代码的出口量。



主要结果对于使用更精细数据是稳健的。在报告的 39 个经济体中，35 个经济体的“在险出口”的差异（占个别经济体 GDP 的比重）在 1 个百分点以内，8 个经济体的差异不到 0.1 个百分点。由于在稳健性检验中包含更多国家，以美元计算的“在险出口”总额可能有所不同（见正文脚注 2）。例如，由于在稳健性分析中纳入了所有国家，欧盟的“在险出口”总量较高，尽管如此，两个样本中各国的基本数据是相似的：例如，在两种情况下，德国为 GDP 的 1%，法国分别为 GDP 的 0.3%（2 位数代码）和 0.2%（6 位数代码）。

使用6位代码的在险出口
(十亿美元)



数据来源：联合国Comtrade数据库；基金组织工作人员的计算。

1/ 由 Eugenio M. Cerutti、Shan Chen、Pragyan Deb、Swarnali A. Hannan 和 Adil Mohommad 撰写。

C. 贸易紧张局势升级

11. 虽然 2019 年 6 月美中决定恢复贸易谈判值得欢迎，但已经实施的关税正在阻碍全球贸易，而未解决的问题则对未来构成不确定性。³2018 年美中加征关税及相关的确定性导致全球贸易和工业生产放缓，并且对投资和商业情绪产生影响（基金组织 2019 年《对外部门报告》）。由于全球价值链和跨境投资的效应，预计美国和中国在 2019 年 5 月宣布的额外关税肯定会对直接相关国家和许多其他国家产生负面影响。模拟表明，由于这些措施，全球 GDP 可能在 2018 年关税影响基础上再减少 0.3%——原先预计 2018 年加征关税将导致 2020 年全球 GDP 降低 0.2%（见 2019 年 6 月《二十国集团监测报告》；2018 年 10 月基金组织《世界经济展望》）。⁴关税之所以产生不利影响，是因为它导致贸易减少，信心和金融市场情绪受到抑制，从而对投资、生产力和增长产生不利影响。⁵

12. 在贸易紧张局势升级和加征关税的情景下，随着全球价值链的重新调整，一些国家的部门溢出效应可能会较大。中美关税的影响将扰乱全球价值链，并可能带来负面溢出效应，因为各国与中国的价值链贸易一般为前向关联贸易。中国一些“受影响”的出口商品中含有来自其他国家（如澳大利亚、韩国、德国；图 2）的重要增加值，这一事实也证明了这一点。通过使用针对 165 个国家的多部门可计算一般均衡贸易模型，Caceres、Cerdeiro 和 Mano（2019 年）发现，美国和中国之间双边关税

³ 见克里斯蒂娜·拉加德（基金组织总裁）在日本大阪举行的二十国集团领导人峰会闭幕时的声明：

<https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/06/29/pr19259-imf-managing-director-christine-lagarde-calls-for-stronger-international-cooperation>。

⁴ 模拟内容包括：（一）对中国出口美国的 2000 亿产品的加征关税从 10%提高至 25%（2019 年 5 月），（二）可能实施的对中国出口美国的 2670 亿产品加征 25%关税（2019 年 5 月预期）。模拟假设中国采取报复行动。

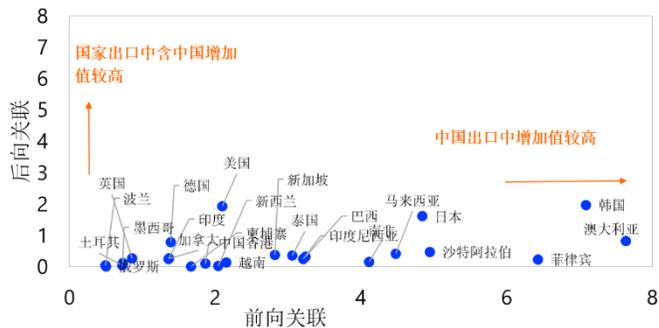
⁵ 关于影响渠道的详细说明，见 2018 年 10 月《世界经济展望》第一章。

(continued)

的潜在升级可能造成重大部门中断，对风险敞口较大的“旁观”经济体的正面和负面溢出效应都可能很大。⁶

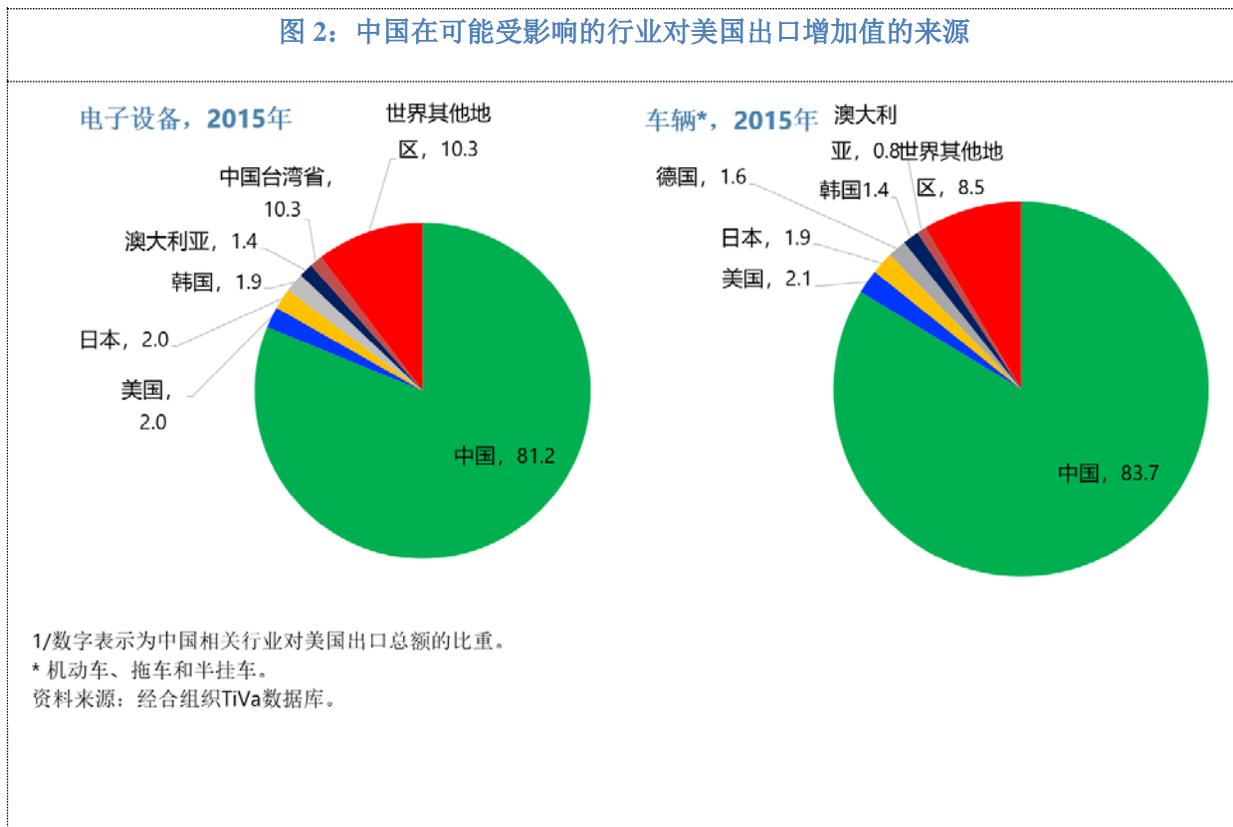
13. 应通过一项支持国际体系并避免管理贸易的全面协议，迅速解决中美之间的贸易紧张局势。中美这两大具有系统重要性的贸易伙伴之间的协议应有助于加强世贸组织规则、具有非歧视性，并且以市场机制和宏观经济基本面为基础。

2015年全球价值链与中国融合的情况



资料来源：经合组织TiVA。

图 2：中国在可能受影响的行业对美国出口增加值的来源



1/数字表示为中国相关行业对美国出口总额的比重。

* 机动车、拖车和半挂车。

资料来源：经合组织TiVa数据库。

⁶ C. Caceres、D. Cerdeiro 和 R. Mano, 2019年。“贸易战和贸易谈判：使用多部门模型估计的影响”，基金组织工作文件。