



# 中华人民共和国

2022 年 1 月

## 2021 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 2021 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 2022 年 1 月 14 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 2021 年 11 月 10 日结束与中国官员关于经济发展和政策的讨论后撰写，供执董会 2022 年 1 月 14 日讨论。报告依据的是讨论时所能获得的信息，于 2021 年 12 月 21 日撰写完毕。
- **信息附录**由国际货币基金组织工作人员撰写。
- **中国执行董事**根据工作人员报告和执董会讨论所做的**陈述**。

公众可通过以下方式订购本报告副本：

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

国际货币基金组织  
华盛顿特区



## IMF 执董会结束与中华人民共和国的 2021 年第四条磋商

立即发布

**华盛顿特区——2022 年 1 月 28 日：**国际货币基金组织（IMF）执董会结束了与中华人民共和国的第四条磋商<sup>1</sup>。

中国经济复苏进展良好，但复苏并不均衡且势头已经放缓。复苏放缓归因于以下几个因素：政策支持迅速退出；尽管成功开展了疫苗接种工作，但新冠疫情反复导致消费回升滞后；以及房地产业降杠杆政策出台导致房地产投资放缓。预计 2021 年中国的 GDP 增长率为 7.9%，<sup>2</sup>2022 年为 4.8%。2022 年增速放缓在一定程度上反映了基数效应的减弱，而私人消费和房地产投资不振也给经济增长带来了进一步的阻力。因此，预计 2022 年经济仍将处于显著疲软状态，核心 CPI 通胀将处于较低水平，低于约 3% 的目标水平。随着防疫物资的出口需求恢复正常，预计经常账户顺差与 GDP 之比将从 2021 年的 1.8% 降到 2022 年的 1.5%。

宏观经济政策支持的大幅收紧加剧了增长势头的放缓。财政政策在 2021 年初转为大幅紧缩，这反映出政策制定者将重心从支持复苏转向去杠杆。政策支持的取消主要体现在公共投资的下降上，尽管当局仍在继续提供一些定向财政支持，包括针对小企业的减税降费措施。增扩的广义政府基本赤字（包括估计的预算外支出）与 GDP 之比预计已从 2020 年的 19.4% 降至 2020 年的 15.4%。货币政策较 2020 年适度收紧。主要货币市场利率相对于疫情期间的低点有所上升；同时，尽管当局继续实施结构性的信贷政策，引导银行信贷资金流向小企业，但 2021 年的总体信贷增速有所放缓。

为了实现向平衡、包容、绿色的高质量增长的转型，中国需要推进结构性改革，但核心领域的结构性改革进度不一。中国公布了详细的气候行动计划，气候战略已经开始成形；但实体部门的重要改革几乎没有进展，包括国企改革以及确保私企与国企竞争中性的改革等方面。针对科技行业的一系列监管政策的目标是加强竞争、保护消费者隐私和改善数据治理，但这些措施也增加了政策不确定性。在房地产行业去杠杆的政策措施出台后，大型房地产开发商出现财务压力，这进一步加剧了政策不确定性。

### 执董会的评估<sup>3</sup>

执董们强调，中国从新冠疫情冲击中的复苏进展顺利，这得益于当局迅速采取的有力政策措施，包括实现了很高的疫苗接种率。执董们注意到经济复苏有所放缓，且其仍不均衡并面临风险，

---

<sup>1</sup> 根据 IMF 协定第四条，IMF 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。

<sup>2</sup> 新闻稿中提供的数据是基于截至 2021 年 12 月 15 日的信息。

<sup>3</sup> 在讨论结束时，总裁作为执董会主席总结了执董们的观点，这份总结将转交给中国当局。对总结中使用的修饰语的解释，请参见：<http://www.IMF.org/external/np/sec/misc/qualifiers.htm>。

他们呼吁当局继续采取适当政策支持经济并推动再平衡，也呼吁当局在重要的结构性改革中取得进展，以实现向均衡、包容和绿色的“高质量”增长转型。

执董们普遍认为财政政策应支持经济复苏。他们特别建议，财政支持应进一步加强社会保障，这将减少家庭的预防性储蓄，促进经济向消费和服务业再平衡，帮助实现高质量增长转型。此外，鉴于目前核心 CPI 通胀较低且产出缺口依然为负，执董们支持实施宽松的货币政策。在此背景下，部分执董认为应维持当前的货币政策立场，其他一些执董则认为还有进一步宽松的空间。执董们鼓励中国进一步推动货币政策框架的现代化，并提高汇率弹性。一些执董还指出，进一步提高外汇干预和每日外汇交易中间价形成机制的透明度是有益的。

执董们认为，为保持未来的经济增长，必须再次加快关键实体部门改革，以此提高生产率。他们强调，应进一步开放国内市场，加强公司治理，确保私企与国企之间的市场中性。大多数执董还建议，在推动上述改革的同时，还应取消对国企的隐性担保。但一些执董也注意到了当局的观点，即国企是独立的商业实体，其自行承担潜在的法律和财务后果。执董们认同当局关于加强公平竞争、保护消费者隐私、完善数据治理重要性的看法。在此背景下，他们建议以透明、可预见的方式实施监管措施（包括针对技术行业的措施），以减少政策不确定性。执董们还强调了弥合宏观经济数据缺口的重要性。此外，他们还注意到了当局在开发数字人民币方面取得的进展。

执董们对当局在降低金融脆弱性方面做出的努力表示欢迎。他们强调应通过加强监测、提高风险敞口透明度、开展政策协调和沟通来防范房地产行业风险。执董们还建议，应采取宏观审慎措施和结构性措施，降低房地产市场的长期风险。他们对当局继续努力解决企业高杠杆问题表示欢迎，并鼓励当局加强市场化的破产和处置框架。

中国的气候战略已开始逐步成型，且近期实现了里程碑式的进展，对此执董们表示欢迎。执董们注意到中国的 2030 年“碳达峰”计划，大多数执董认为加快脱碳将降低成本，减少推迟实现 2060 年“碳中和”的风险。一些执董支持采取更为渐进的脱碳路径，包括确保在气候目标和能源安全之间取得平衡。执董们建议当局采取一种综合性的方法，在促进向消费拉动型增长模式转型的同时，使用碳定价工具并发挥绿色金融的作用。

执董们对中国在全球抗击新冠疫情中继续发挥作用表示欢迎，包括帮助各国获取疫苗。他们还欢迎中国将其部分特别提款权转借给低收入国家和脆弱国家，以支持其经济复苏。执董们强调，中国在应对全球挑战的多边努力中发挥着关键作用，包括：及时全面落实二十国集团的“债务处置共同框架”，以实现低收入国家的债务可持续；应对气候变化，帮助世界实现广泛的绿色复苏；以及为构建更加开放稳定、以规则为基础的国际贸易体系作出的贡献。

中国：部分经济指标<sup>1/</sup>

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	预测值										
	(年度百分点变化, 除非另有注明)										
<b>国民账户</b>											
实际GDP (基年=2015年)	6.9	6.9	6.8	6.0	2.3	7.9	4.8	5.2	5.1	5.0	4.9
国内总需求	7.9	6.8	7.4	5.3	1.7	7.3	5.0	5.4	5.3	5.1	5.0
消费	8.4	7.2	7.9	6.3	-0.8	9.8	5.1	5.8	5.4	5.6	5.4
投资	7.3	6.3	6.8	4.0	5.1	4.2	4.9	4.9	5.2	4.5	4.5
固定资产投资	7.4	6.2	7.3	5.3	4.6	3.7	5.1	5.0	5.4	4.7	4.7
库存(贡献)	0.0	0.1	-0.2	-0.5	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净出口(贡献)	-0.8	0.3	-0.5	0.7	0.6	0.8	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
资本形成总额 (占GDP百分比)	42.7	43.2	44.0	43.1	43.1	42.5	42.5	42.3	42.1	41.8	41.4
国民储蓄总额 (占GDP百分比) <sup>2/</sup>	44.4	44.7	44.1	43.8	45.0	44.1	44.0	43.7	43.4	42.8	42.2
<b>劳动力市场</b>											
失业率 (年度平均) <sup>3/</sup>	5.0	5.0	4.9	5.2	5.2	4.9	...	...	...	...	...
就业	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
<b>价格</b>											
消费者价格 (平均)	2.0	1.6	2.1	2.9	2.4	1.0	1.6	1.6	2.0	2.0	2.0
GDP平减指数	0.9	3.9	3.5	2.1	1.2	2.0	1.5	1.7	2.1	1.8	2.0
<b>金融</b>											
7天回购利率 (百分数)	2.7	5.4	3.1	3.1	2.6	...	...	...	...	...	...
10年期政府债券利率 (百分数)	3.0	3.9	3.3	3.2	3.2	...	...	...	...	...	...
实际有效汇率 (平均)	-4.8	-2.9	1.4	-0.7	2.1	...	...	...	...	...	...
名义有效汇率 (平均)	-5.4	-2.5	1.5	-1.8	0.9	...	...	...	...	...	...
<b>宏观-金融</b>											
社会融资总量	30.5	14.1	10.3	10.7	13.3	10.5	9.4	8.4	8.2	7.9	7.7
占GDP百分比	241.9	248.4	247.9	253.7	277.6	278.7	286.7	290.4	292.9	295.5	297.6
非金融部门债务总额 <sup>4/</sup>	16.8	14.4	10.8	10.8	13.2	10.6	9.8	8.7	8.4	8.0	7.8
占GDP百分比	240.5	247.5	248.2	254.3	277.9	279.2	288.1	292.8	295.9	299.0	301.2
对私人部门的国内信贷	12.4	11.6	8.3	9.0	9.6	7.2	6.8	5.7	6.1	6.0	6.4
占GDP百分比	168.0	168.8	165.5	166.7	176.5	171.9	172.6	170.4	168.5	167.1	166.2
房价 <sup>5/</sup>	11.3	5.7	12.3	8.6	7.5	4.9	2.0	3.0	3.5	4.0	4.0
家庭债务 (占GDP百分比)	44.7	48.9	52.3	55.8	61.6	62.7	63.2	64.2	64.7	65.6	66.4
非金融企业国内债务 (占GDP百分比)	123.3	119.9	113.2	110.9	114.9	109.3	109.4	106.1	103.8	101.5	99.9
<b>预算内广义政府 (占GDP百分比)</b>											
净贷款/借款 <sup>6/</sup>	-3.7	-3.8	-4.7	-6.3	-11.2	-7.9	-8.1	-7.6	-7.6	-7.6	-7.6
收入	28.2	27.8	28.3	27.8	25.3	25.8	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5
从土地出让中获得的额外资金	2.0	2.5	2.8	2.9	3.3	3.0	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1
支出	33.9	34.2	35.8	37.0	39.8	36.6	36.4	35.7	35.6	35.4	35.2
债务 <sup>7/</sup>	36.7	36.2	36.5	38.5	45.4	47.3	50.6	53.2	55.5	57.8	59.9
结构性余额	-3.4	-3.6	-4.5	-6.0	-9.9	-7.4	-7.6	-7.2	-7.3	-7.4	-7.5
<b>国际收支 (占GDP百分比)</b>											
经常账户差额	1.7	1.5	0.2	0.7	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	1.0	0.8
贸易差额	4.4	3.9	2.7	2.7	3.5	3.0	2.7	2.9	3.0	2.7	2.5
服务差额	-2.1	-2.1	-2.1	-1.8	-1.0	-0.7	-1.0	-1.6	-1.8	-1.9	-2.0
净国际投资头寸	17.7	16.8	15.2	16.0	14.5	13.8	14.0	14.3	14.5	14.5	14.2
官方储备总额 (十亿美元)	3,098	3,236	3,168	3,223	3,357	3,448	3,696	3,976	4,280	4,560	4,846
<b>备忘项</b>											
名义GDP (十亿人民币) <sup>8/</sup>	74,598	82,898	91,577	99,071	102,592	112,919	120,122	128,548	137,914	147,419	157,694
增广概念的债务 (占GDP百分比) <sup>9/</sup>	66.6	73.0	76.6	81.6	95.7	101.6	109.9	116.7	121.8	126.2	129.3
增广概念的净贷款/借款 (占GDP百分比) <sup>9/</sup>	-15.9	-13.5	-11.8	-12.6	-19.9	-16.5	-16.3	-15.7	-14.7	-14.0	-13.0

来源: Bloomberg, CEIC, IMF《国际金融统计》数据库, 以及IMF工作人员的估计和预测。

1/ 历史数据截至2021年12月15日。

2/ IMF工作人员对2020年的估计。

3/ 调查失业率。

4/ 包括政府基金。

5/ IMF工作人员根据国家统计局公布的全国住房销售额和销售数据估计的平均房价。

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

7/ 债务水平估计假设2015-2026年预算外借款为零。

8/ 生产侧名义GDP。

9/ 增广概念的财政数据将政府范围扩大到政府管理的基金和地方政府融资平台的活动。



# 中华人民共和国

## 2021 年第四条磋商工作人员报告

### 主要问题

2021 年 12 月 20 日

**背景。**中国经济复苏进展良好，但不均衡且势头已经放缓，反映了财政支持的迅速退出、疫苗接种工作成功但新冠疫情反复导致的消费滞后，以及房地产业降杠杆导致的房地产投资放缓。针对科技行业、旨在加强竞争、保护消费者隐私和数据治理的监管措施，增加了政策不确定性。随着具体行动计划的出台，中国的气候战略正在形成。随着脱钩压力增加，生产率增速正在下降，而关键结构性改革和再平衡的停滞正推迟经济向高质量（即平衡、包容和绿色）增长转型。

**政策。**一套相辅相成的政策有助于实现经济的高质量增长。

- **调整政策组合，促进经济再平衡。**增加以强化社会保障为重点的财政政策支持，可以减少家庭预防性储蓄，促进向消费拉动型增长和包容性增长转型。鉴于核心 CPI 通胀预计将维持在较低水平，应使用价格型工具并实施宽松的货币政策。
- **采用“多管齐下”的方法实现脱碳。**中国气候战略若尽早启动并采取综合的方法，将取得最佳效果。这包括将消费拉动型增长模式的经济再平衡与碳定价工具（包括改进的全国碳排放交易体系）、基于市场的行业政策和利用绿色金融相结合，以帮助实现气候目标。
- **实施互补性改革以提振生产率增长。**应进一步开放国内市场、推动国企改革、确保竞争中性；同时，应加强监管，以透明、可预见的方式确保公平竞争并增强消费者保护。这些措施将刺激创新，增强企业活力。
- **协调应对房地产及金融行业风险，保障经济复苏。**在继续解决企业高杠杆问题和逐步取消隐性担保的同时，还应改进市场化的破产处置框架，此举将提高银行的稳健性和支持经济增长的能力。政策制定者应通过改善风险监测和政策协调来防范房地产市场的系统性风险蔓延，并采取结构性措施降低长期风险。
- **加强多边合作，应对全球挑战。**中国可通过继续做好新冠疫苗分配和债务减免、推进绿色“一带一路”发展、促进建立一个更加开放、稳定、基于规则的国际贸易体系，来帮助终结新冠疫情危机，并确保实现包容性和绿色的经济复苏。

## 批准人

Krishna Srinivasan 和  
Sanjaya Panth

磋商讨论于 2021 年 10 月 28 日至 11 月 10 日以视频会议方式进行。磋商团队由以下人员组成：H. Berger（团长）、D. Cerdeiro、W. Chen、F. Han、J. Kang、A. Oeking（均来自亚太部）、J. Ralyea（财政事务部）、H. Hoyle（货币与资本市场部）、C. Ruane、F. Zhang（均来自研究部）、Y. Wu（战略、政策及检查部）以及 S. Barnett、P. Jeasakul 和 X. Li（IMF 驻华代表）。K. Srinivasan（亚太部）参加了总结性会谈。金中夏、张正鑫和白雪飞（均来自执董办公室）参加了官方会谈。A. Balestieri、N. Dubost、I. Hussiada、R. Davico、J. Li、Q. Shan 以及 C. Zhou 为磋商团队提供了支持。

## 目录

背景：新冠疫情、监管措施和气候问题	4
当前形势：经济复苏仍不平衡，政策重点发生转移	5
A. 宏观经济政策收紧，经济增长势头放缓	5
B. 金融脆弱性仍然较高	8
C. 以数据和科技行业为重点的结构性政策	9
未来前景：巩固经济复苏	10
政策：再平衡对于确保经济持续、高质量增长仍至关重要	13
A. 支持均衡、包容型经济增长	14
B. 推动绿色经济转型	18
C. 维护金融稳定	21
分享高质量增长带来的好处	22
工作人员的评估	23
专栏	
1. 中国的宏观经济政策立场	25
2. 改善家庭经济保障	26
3. 结构性改革的进展	27
4. 地产开发商承压导致的下行风险	28
5. 中国的公共投资：重新确定优先次序的时机已成熟	31
6. 主权风险和债务可持续性分析（SRDSA）概述	32
7. 通过再平衡获得双重红利：碳中和及高质量增长	33
8. 调动绿色资金	34
9. 建设更加绿色的“一带一路”倡议	35

## 图

1. 近期形势——经济继续呈现不均衡复苏	36
2. 财政政策——政策大幅收紧抑制了经济增长	37
3. 货币政策——尽管通胀低于目标水平，但仍收紧了货币政策	38
4. 再平衡——回到疫情前趋势的进展缓慢	39
5. 信贷——在经济复苏放缓的环境下，信贷增长减速	40
6. 金融市场——融资成本近期下降	41
7. 外部环境——经常账户顺差缩小，资金流动波动不定	42
8. 银行——问题贷款继续影响银行盈利能力	43

## 表

1. 部分经济指标	44
2. 广义政府财政数据	45
3. 国际收支	46
4. 货币和信贷走势	47
5. 非金融部门债务	48
6. 再平衡记分卡	49
7. 国有企业绩效	50
8. 外部脆弱性指标	51

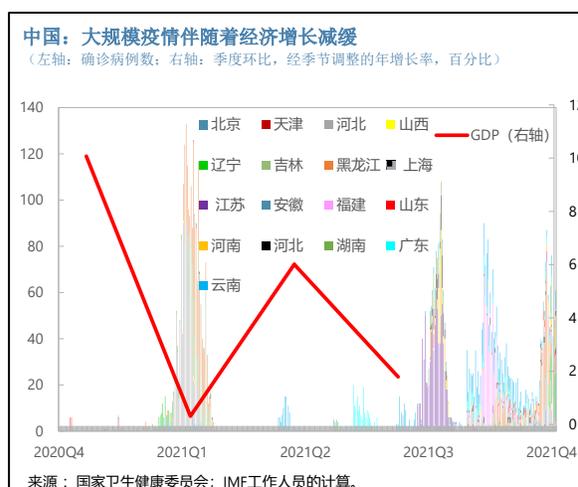
## 附录

附录一：对外部门评估	52
附录二：风险评估矩阵	53
附录三：债务可持续性分析	55
附录四：2020年第四条磋商主要建议的落实情况	67
附录五：中国2017年FSAP主要建议的落实情况	73

## 背景：新冠疫情、监管措施和气候问题

1. 虽然中国很大部分人口已经接种新冠疫苗，但传染性更强的变异毒株频频出现，致使经济一再被封锁。

- 疫情的更频繁散发和对新冠病例的零容忍态度，迫使中国的经济活动进入了一种“走走停停”的模式。由于新变异毒株的传染性更强，快速封锁以及大规模测试的疫情应对模式面临挑战。德尔塔变异毒株引发的疫情时间间隔更短，传播范围更广，在7月至11月期间发生了3次大规模暴发。其中，最近一次暴发波及31省中的21个，出现1300多例病例，是中国迄今影响最为广泛的一次德尔塔疫情。许多地区出台了全面的限制措施，禁止高风险地区人员来访，切断了来自疫情热点地区的交通。疫情反复增加了经济活动（尤其是服务业）恢复至疫情前水平的难度。



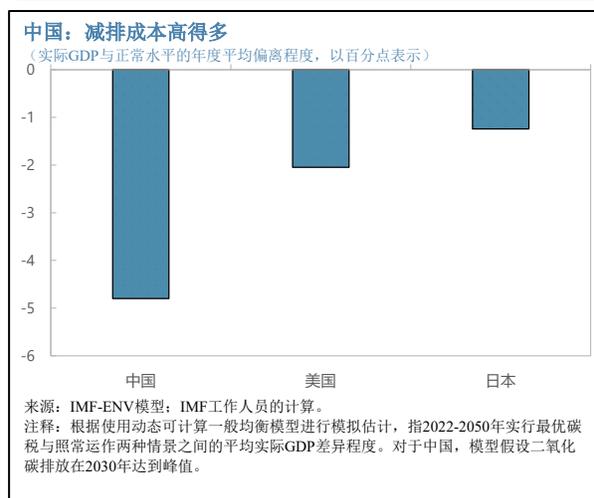
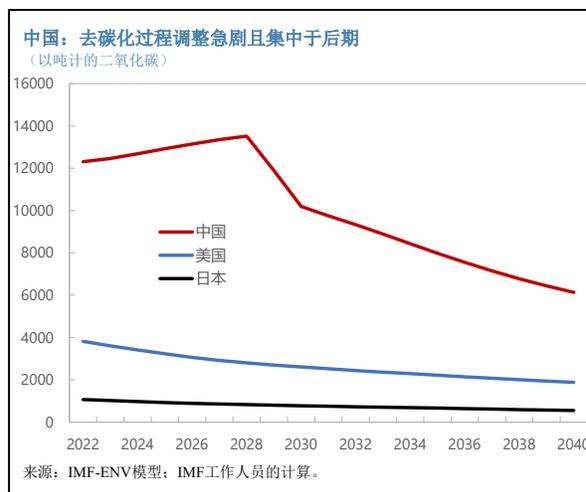
- 尽管中国疫苗接种计划进展顺利，但尚不清楚是否会逐步取消封锁措施。中国在年底前超额了完成成为80%的人口接种疫苗的既定目标。截至12月初，中国已完成疫苗接种25亿剂，超过全球总量的三分之一；已完全接种疫苗的人口占到了总人口的82.5%。然而，即使中国正在推动加强针和儿童疫苗接种，疫苗对目前占主导地位的德尔塔变异毒株的效力可能正在减弱，而奥密克戎等新变种可能会带来额外的挑战，这增加了实现群体免疫的难度。

2. 中国出台了一系列监管措施，但在关键的结构改革上进展有限，这引发了各方对国家使用非市场化手段进行干预的关切。由于2021年“6%以上”的经济增长目标较易实现，当局将企业和地方政府去杠杆及收紧监管作为其工作重点。这些监管措施的部分目的在于促进科技企业和金融科技企业相关行业中的市场竞争、消费者保护和数据治理。然而，市场参与者认为，从其数量、时机、看似缺乏协调、自由裁量程度等特点看，这些干预措施都削弱了私人企业的作用，并加剧了政策不确定性和金融市场波动。在推动大型房地产开发商降杠杆之后，当局未能提供明确、协调一致和良好沟通的政策指引以应对这些机构的融资压力，这增加了不确定性。同时，核心领域的市场化改革，如取消对国有企业的隐性担保，几无进展。事实上，有迹象表明，在落实政府未来优先事项方面（如在实现科技自给自足和落实气候议程方面），国有企业将继续发挥重要作用。

3. 当局正采取行动实施其重要但富有挑战性的气候议程，即在2030年之前实现“碳达峰”，在2060年之前实现“碳中和”。

- 高级别的协调与行动计划。有明显迹象表明，各级政府和各部委已开始实施中国气候议程，而一个由重要官员组成的高级别工作组已被责成制定“碳达峰”和“碳中和”的总体战略规划和实施方案。当局已经发布了关于如何实现“碳中和”的总体工作指导以及详细的“碳达峰”行动计划，下一步还将为有关行业制定更具体的指引。

- 艰巨且后期调整压力更大的碳减排路径。**中国的碳减排路径虽然尚未完全阐明，但暗示着相对剧烈的调整。虽然对限制能源消耗强度增长的现有监管引发了最近的电力短缺，但总体的调整路径明显将压力置于后期，且允许在2030年之前进一步增加碳排放。将调整推后会提高整体的调整成本，因为所需的绿色投资被压缩到未来更短的时间内，从可再生能源和其他有益技术的研发中获得规模经济和正面技术溢出效应的时间更少。调整路径的陡峭程度和推后调整导致的脱碳成本提高，理论上将带来更高的影子碳价，到2040年估计为每吨285美元左右。<sup>1</sup>同样的因素也意味着，与中国气候承诺对应的脱碳成本的总体水平比其他国家更高——但是也须注意，由模型预测的成本和价格高度依赖假设，从本质上看很难进行跨国比较。
- 大量资金需求。**当局表示，脱碳工作需要大量投资，包括对电网升级等方面。其中，很大一部分资金预计将通过绿色金融从私人部门获得。中国政府部门已开始推动绿色金融披露要求与国际标准接轨，并统一绿色金融产品的分类方法。最新进展包括中方正与欧盟委员会开展合作，详细讨论各自绿色分类法的异同之处。人民银行最近推出了一项新的贷款工具，以支持银行向开展绿色项目的企业提供贷款；同时，人民银行还宣布了另一项计划的再贷款安排，以促进煤炭清洁高效加工。



4. 随着脱钩压力从科技行业扩大至金融市场，中国的外部环境正变得更加困难。尽管中美在应对气候变化威胁方面开展了更为密切的合作，但双方仍存在若干悬而未决的问题。中国收紧了对技术和数据密集型企业赴美上市的监管，这可能阻碍这些企业在国际金融市场上融资。美国现任政府尚未降低从中国进口商品的高额关税，并维持了前任政府对向中国技术出口的限制，保留了回应《香港国安法》的对金融实体的二级制裁威胁，并迫使在美上市的中国企业遵守美国审计要求以避免退市。中国和欧盟达成了全面投资协议，但欧洲议会投票表决冻结批准该协议。

## 当前形势：经济复苏仍不平衡，政策重点发生转移

### A. 宏观经济政策收紧，经济增长势头放缓

<sup>1</sup> 我们在确定这一影子碳价时，使用了以下来源的一个可计算的一般均衡模型（CGE）——即 IMF-ENV 模型——中的“理想”碳税。参见 Simon Black、Jean Chateau、Wenjie Chen、Florence Jaumotte、Ian Parry 和 Karlygash Zhunussova，“实施中国缓解气候变化战略的一揽子宏观经济政策措施”（待发表）。

5. 由于消费复苏持续滞后，中国的经济增长势头正在放缓，这使得经济出现一定程度的疲软，并将国内 CPI 通胀压力保持在低位。近期，临时性限电措施加剧了供给侧压力。

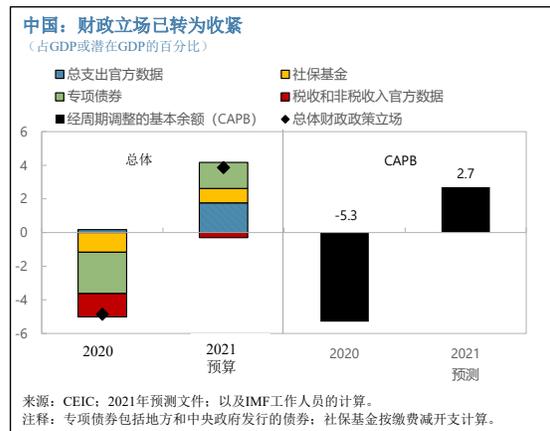
- 在前期，复苏主要依赖于公共需求，其次是强劲的出口和仍然稳定的投资；但复苏势头在 2021 年下半年明显放缓。尽管对防疫物资的需求使出口持续受益，但 2021 年公共投资和房地产投资预计将分别收缩 7% 和 2%。房地产投资收缩反映了抑制房地产投机行为的各种政策措施，包括抑制开发商的融资环境、提高按揭贷款利率、调整土地拍卖日程等。一些房地产开发商面临的流动性压力增加，加之房屋销售量下降，均加剧了房地产投资的放缓。

- 虽然总体 GDP 环比增速平均已达到疫情危机前的趋势水平，但私人消费仍远低于危机前的预测水平（见图 1）。消费持续疲软，家庭储蓄仍居高不下，原因很可能是在疫情形势和疫苗有效性方面存在长期不确定性，以及劳动力市场依然疲软，城镇新增就业仍低于 2019 年水平。因此，2021 年的产出缺口预计为负 1.5%。

- 煤炭短缺、经济复苏强劲但不平衡以及当局实施能源消耗强度监管限制等因素的同时出现，导致了临时限电。国内煤炭产量下降、进口限制、全球煤价飙升以及非化石燃料能源表现不佳等因素造成了煤炭短缺，加剧了供电压力，但此问题已基本得到解决。中国十分依赖高能耗生产，地方政府采取了限电、限制高能耗生产（包括钢铁）等措施，这给长期气候目标的实现带来了挑战。<sup>2</sup>

- 尽管近期生产者价格飙升，但国内通胀压力仍然保持低位。全球大宗商品价格上涨，加之各地减排导致的国内钢铁价格上涨，导致生产者价格上升。但因这些上游投入品在最终消费品生产商购买的材料中所占比例相对较小，同时私人消费仍然相对疲弱，所以生产者价格上升向消费者物价指数的传导较为缓慢（2021 年 10 月 CPI 同比上涨 1.5%）。

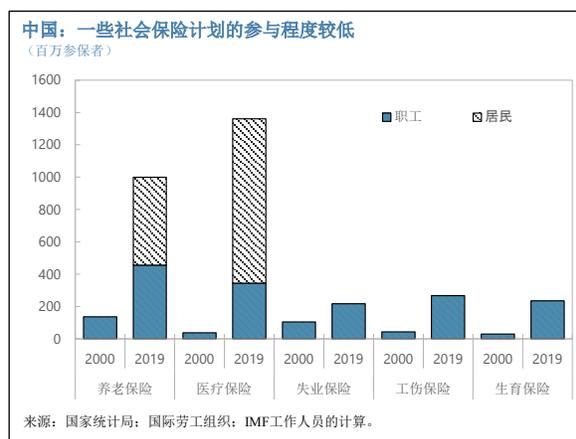
6. 宏观经济政策大幅收紧（见专栏 1）。这种收紧主要来自财政政策，其在 2021 年初转向大幅紧缩，反映出当局的政策重心正从支持经济复苏转向收紧监管和去杠杆。我们目前预计 2021 年经周期调整的基本赤字（CAPB）将会收窄，幅度约为潜在产出的 2.7%，这与 2020 年 12 月上次第四条磋商结束时预测的中性政策立场形成了对比。财政支持的退出在很大程度上体现在以下方面：公共投资下降（这是疫情期间财政刺激的主要方式），大多数与新冠疫情相关的社保缴款豁免被取消，以及各级



<sup>2</sup> 另一个让遵守现行规定变得更加困难的因素是：2020 年的防疫封锁措施导致 2021 年的能源消费增速远高于被允许的水平，但直到 2021 年 10 月初，可再生能源还被排除在能源消费增速的目标之外。

政府支出的普遍下降。<sup>3</sup>总体上看，2021 年的政府支出预计将低于 2019 年（见图 2）。尽管当局继续使用结构性信贷政策引导银行信贷流向小微企业和特定行业，但货币政策已较 2020 年适度收紧，主要货币市场利率相对于疫情期间的低点有所上升，2021 年整体信贷增速放缓（按同比、环比计算都是如此）（见图 6）。<sup>4</sup>

**7. 社保体系的不足加剧了收入不平等现象，进一步阻碍了家庭需求的复苏。**尽管相关改革仍在继续，但中国社保体系的覆盖仍不全面，福利水平仍然不足（见专栏 2 及《部分问题》1、2 部分）。例如，只有不到一半的城镇职工享受失业保险，城镇家庭普遍享受的福利要比农村家庭高得多——疫情期间，约 2.3 亿农民工无法享受城镇失业保险，部分原因是他们没有城市户口。虽然中国基本医疗保险覆盖率高，但其保障水平并不充足，家庭（尤其是贫困家庭和农村家庭）面临着超出福利额度的高额医疗费用，包括紧急医疗或慢性疾病的费用。疫情期间，这些差距进一步扩大。



**8. 投资驱动的经济复苏使得此前来之不易的经济再平衡成果出现了倒退，增加了中期内实现可持续高质量增长的挑战**（见图 4）。中国向消费拉动型经济的再平衡过程在 2020 年急剧倒退；预计在 2021 年，上述再平衡过程回归常态仍会十分缓慢。疫情期间，服务业对 GDP 增长的贡献度有所下降，服务业就业增速自 2012 年以来首次低于工业就业。由于疫情导致的许多负面影响（尤其是对服务业的负面影响）集中在城镇地区，城乡收入差距进一步缩小——但这是以牺牲城镇劳动者的利益为代价的，同时各地区城镇收入的不平等现象正在加剧。

## 当局观点

**9. 当局承认新冠肺炎零容忍政策正在影响私人消费复苏，但其收益远大于任何经济成本。**当局指出定期的封控措施抑制了依赖密集接触型支出的整体水平同时，特别强调 2021 年的增长中的巨大贡献来自于包括公共消费在内的总体最终消费。另外，当局认为电力短缺的影响是暂时的，并指出通过增加煤炭产量，支持煤电企业增加电力供应、改革完善煤电价格市场形成机制、坚决遏制“两高”项目盲目发展等途径，电力短缺现象得到迅速缓解。

**10. 当局认为宏观经济政策一直在为复苏提供支持。**当局强调，2021 年财政政策取向仍然积极（2021 年官方财政赤字率较 2020 年有所下降），保持了较高支出强度，并注重提质增效、更可持续，在适度降低赤字率和地方政府新增专项债券额度的同时，提供有针对性的财政支持，包括落实落细减税降费、常态化实施直达资金机制、进一步优化支出结构、提高支出效率等。当局还认为货币政

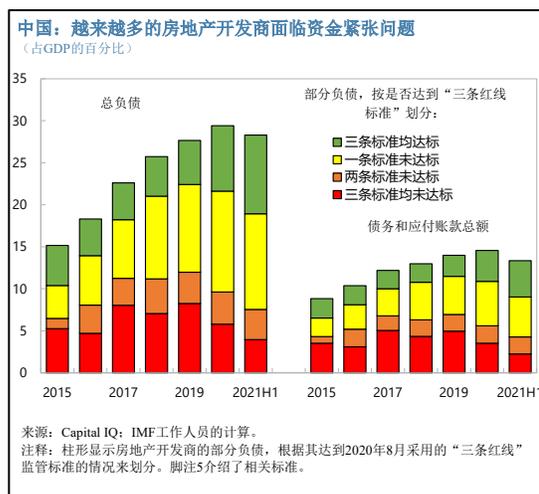
<sup>3</sup> 本报告中的财政政策的分析和建议是基于 IMF 工作人员估算的增扩后的一般政府财政赤字和债务的概念，和当局的官方数据有所不同（参见附录三及 2020 年第四条磋商工作人员报告）。财政数据的发布有改善的空间。例如，中国发布的财政数据不包含按经济活动分类的财政支出，同时官方的一般政府预算也将地方政府融资平台排除在外（参见信息附录）。中国采取的措施详见“应对新冠疫情国家财政措施数据库”。

<sup>4</sup> 自 2021 年第二季度以来，部分利率略有下降，这反映出国内经济活动减弱导致的信贷需求减少以及 2021 年 7 月和 12 月存款准备金率的下调。

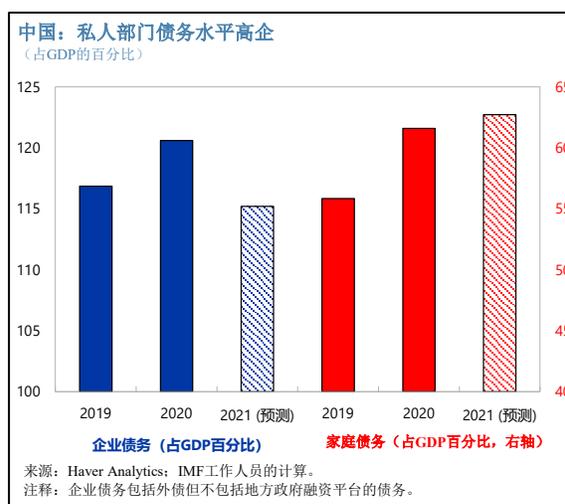
策对经济的支持依然强劲，提到强大的基数效应降低了2021年下半年的年度信贷增长。还指出企业借款利率有所下降，为投资提供了有利环境。当局仍将结构性信贷政策看做是支持中小企业和增加总流动性的有效措施。

## B. 金融脆弱性仍然较高

11. 旨在降低房地产行业杠杆率和其他风险的监管措施造成了房地产开发商的财务压力。多年以来，当局在房地产行业试图推出了抑制行业杠杆和投机性投资的政策，虽然获得了欢迎但不尽成功；2020年8月，当局加大政策力度，为房地产开发商划出了严格的“三条红线”以限制其借贷。<sup>5</sup>除此之外，当局还出台了针对银行房地产贷款集中度的新规，各地也出台了限制新增按揭抵押贷款批准数量的措施。这些政策不仅减缓了房地产的投资和销售，降低了库存，抑制了房价增长，但也暴露了房地产开发商存在的脆弱性问题。由于无法遵守“三条红线”，一些高杠杆的大型开发商正面临严重的流动性压力，部分原因是整个行业的借贷环境收紧，其中债券市场尤甚。这些压力正损害房地产开发商履行偿债义务和完成大量已售未完工预售房建设的能力。



12. 当局已采取措施避免开发商信贷急剧收紧，但这都是一些零敲碎打式的政策措施，其不确定性仍然较高，且数据不足使问题更加严峻。中国政府承诺支持房地产市场稳定，同时正采取措施确保在建住房项目顺利交付。然而，房地产开发商的债务违约和其他财务压力依然高企，房屋销售也有所放缓。开发商表外风险的披露不足，及其与银行及影子信贷机构的联系也不透明，这进一步增加了不确定性。



13. 疫情加剧了其他企业、家庭和地方政府本已很高的财务脆弱性。

- 特殊的金融支持措施导致了企业和家庭的债务上升（见图5）。虽然这些措施帮助避免了疫情期间可能出现的信贷短缺，但这些措施的持续存在推迟了不良资产的确认，并加剧了信贷错配（见下文）。
- 地方政府融资平台（LGFVs）和地方国有企业的融资环境正在收紧。当局正确关注了高杠杆和不断上升的金融脆弱性问题，并对地方政府的表外融资渠道实施了新的限制。而这增加了地方政府

<sup>5</sup> “三条红线”政策规定，需要再融资的房地产开发商必须按照以下三个标准进行评估：（1）剔除预收款的资产负债率不得大于70%；（2）净负债率不得大于100%；（3）现金短债比不得小于1倍。监管机构将根据开发商满足三项标准的情况对其借贷规模加以限制。

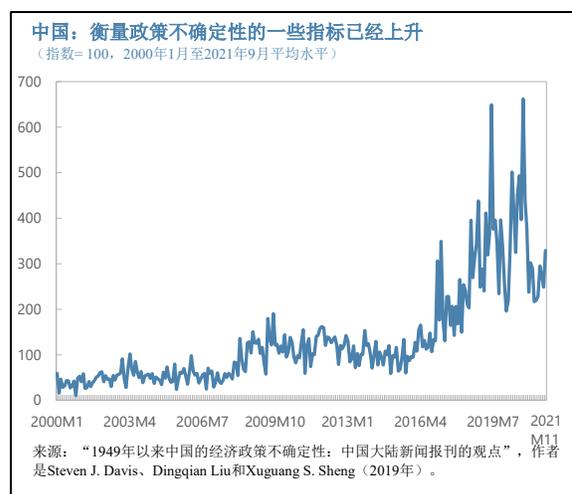
融资平台和地方国有企业的流动性风险——它们的债务规模十分庞大且在不断增长，但偿债能力有限，这在财政脆弱的省份尤其如此，其中的许多都与当地银行高度关联（参见《[部分问题](#)》第3部分）<sup>6</sup>。

## 当局观点

14. 当局认为房地产行业总体健康，金融风险可控。当局将近期少数开发商融资压力归因于其过去管理不善而遇到经营困难。他们认为由于这些开发商的金融负债较为分散，个别贷款机构的风险敞口相对较小，这些压力对金融业的溢出风险有限。当局强调，他们已采取行动避免在更大范围内房地产行业信贷突然收紧，并指出其他大多数房地产开发商的经营和财务状况保持健康。更广泛地说，评估金融行业的整体风险仍可控。当局指出，近几个季度中国总债务的GDP占比略有下降，银行业保持稳定，风险缓冲强，不良贷款率低。

## C. 以数据和科技行业为重点的结构性政策

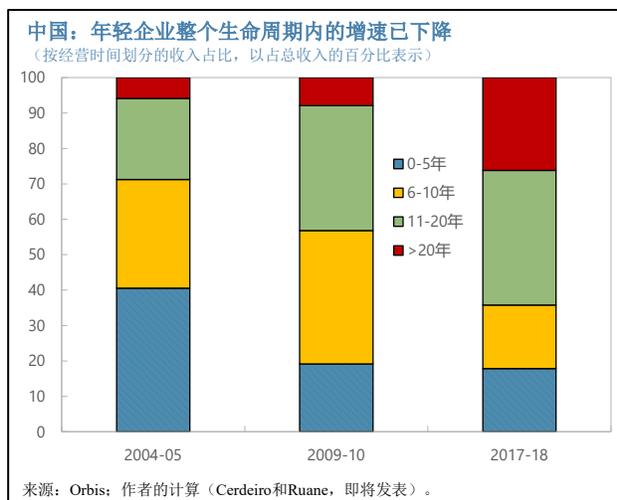
15. 一系列突然出台且涉及范围广的监管新规让金融市场措手不及，这造成了政策不确定性并可能阻碍经济增长。随着中国政府在市场竞争、消费者保护、数据治理、技术自给以及（在“共同富裕”目标总体政策背景下的）社会平等方面的政策重点不断变化，当局相继在食品配送、在线教育、游戏、酒类、化妆品和在线药房等行业快速推出了一系列监管条例。其中一些针对科技企业的监管措施旨在改善竞争（近期，当局对《反垄断法》的修订将提高监管机构的自由裁量权，这将进一步改善竞争）和促进金融稳定。如果这些措施实施得当，有可能支持未来增长。然而，从短期看，这些监管举措引发了各市场大量抛售中资股（见图6），这反映出投资者对迅速变化的商业环境感到不安。市场参与者认为这种商业环境的变化削弱了私人企业的作用，为政府进一步控制经济活动铺平了道路。市场情绪恶化反过来可能会提高企业的融资成本，导致投资规模下降。



16. 市场活力下降，生产率增速放缓——若不推动国企改革和竞争中性改革，它们都很难恢复。自21世纪初以来，中国的企业活力一直呈下降趋势（见《[部分问题](#)》第4部分）。虽然在科技行业采

<sup>6</sup> 参见2021年4月、10月《全球金融稳定报告》。

取更为积极的竞争政策是有益的，但这不太可能扭转总体的趋势。所有可得证据表明，国企在经济中的比重仍然较大，这是一个关键的因素。<sup>7</sup> 国企的生产率比同一行业私人企业平均低 20%，企业活力下降在国企规模较大的行业和地区尤为明显。然而，即使国企盈利能力下降，其仍在经济中发挥着重要的作用（见表 7）——这部分反映了国企在危机期间发挥的经济稳定作用（见专栏 3）。此外，国企被要求帮助实现中国的气候目标，并在技术脱钩压力不断加大的背景下增加研发支出，用于开发本土技术，增加了贸易伙伴对于其竞争力的担忧。



## 当局观点

**17. 当局指出，最近一波监管措施是实现中长期目标的必要条件。**当局强调，解决滥用市场力量 and 促进市场准入、加强消费者保护和数据治理，维护金融稳定，以及促进生产力增长的长期收益。当局指出，新修订的《反垄断法》将通过明确新技术和网络平台领域滥用市场支配力的行为，以及加大对垄断行为的处罚力度，进一步降低不确定性。当局指出，将于年内出台的《禁止网络不正当竞争行为规定》，将为规制网络不正当竞争行为提供执法依据，推动数字经济持续健康发展。

**18. 当局一致认为，改革仍是推动未来生产力发展的关键。**虽然把持续城市化看做生产力提高的潜在来源，但他们也认同需要深化改革，对冲生产力增长下降的趋势。特别是，当局和基金团队一致认同市场激励的助益作用，并特别提到旨在改善公司治理的国有企业改革以及寻求解决地方保护主义的竞争政策。与此同时，他们强调，外部脱钩压力严重阻碍了生产力发展，并认为这要求国有企业在战略性行业发挥更大的作用。

## 未来前景：巩固经济复苏

**19. 预计 2021 年经济活动将增长 7.9%，2022 年增速将放缓至 4.8%，2023 年加速至 5.2%。**2022 年经济增速放缓在一定程度上反映了基数效应的减弱，但私人消费和房地产投资疲软也增加了经济增长的阻力。因此，预计产出缺口将在 2022 年保持负值，2023 年开始逐渐缩小。

- **重要的是，此预测预计：疫情将继续阻碍消费（尤其是服务业）复苏，直到 2023 年疫情影响减弱为止——**这可能需要更有效力的疫苗并放松疫情的零容忍策略。
- **预计 2022 年私人投资仍将保持低迷。**虽然该预测假设房地产市场压力将保持可控，但该行业金融紧缩的影响预计将延续至 2022 年，并抑制房地产投资。建筑业增长乏力，反过来将对劳动力市场产生负面影响，并进一步影响私人消费。非房地产行业投资也将受到这些不利因素的影响；同时，出口结构将从防疫物资逐步转向投资品，这将对非房地产行业投资提供支持。到 2023 年，消费预

<sup>7</sup> 参见 W. Guo、F. Han、S. Jahan、E. Jurzyk 和 C. Ruane，2021 年，“中国的国有企业、资源配置（错配）和生产率”。中国第四条磋商工作人员报告，《部分问题》。

计将有所复苏，从而推动私人投资增长提速。该预测还假设，2022至2023年，限电政策对制造业或投资的影响很小或无影响。

- 该经济增长预测假设财政整顿速度将显著放缓，其中，2022年经周期调整的增扩基本赤字（CAPB）的紧缩幅度仅为潜在GDP的0.5%，约为2021年预测值的五分之一。同时，假设货币政策从2021年的适度紧缩立场转向2022年的中性立场，且将继续实施结构性信贷政策（如再贷款工具）以支持中小企业并帮助实现气候目标。预计到2021年底，社会融资总量（TSF）的增速将稳定在10.5%左右，到2022年底将逐渐下降到9.5%左右。

20. 随着防疫物资出口需求回归正常，预计2022年经常账户顺差将进一步缩小（见图7）。随着防疫物资出口增速回落，服务贸易受外部出行限制基本保持不变，货物和服务贸易顺差预计将从2021年的2.3%下降至2022年的1.7%。经初步预测，并根据其他与疫情相关的临时性因素进行调整，2021年外部头寸与中期基本面和适当政策所对应的水平基本一致（见附录一）。<sup>8</sup>

21. 在中期，经济增速将持续放缓，原因是市场活力减弱和劳动力萎缩。21世纪初中国经济生产率的快速增长得益于大规模的改革，这包括加入世贸组织以及在此背景下同时进行的一系列让市场发挥更大作用的国内结构性改革（见《部分问题》第4部分）。<sup>9</sup>然而，近期市场活力一直在消减，在相关改革没有显著进展的情况下，中国的全要素生产率增速预计将继续保持在平均0.7%的近期较低水平，或是更低。此外，人口变化正在迫使中国劳动力减少，目前的估计表明，仅在未来五年内，劳动者数量就可能减少3500万（超过了2019年劳动力总量的4%）。



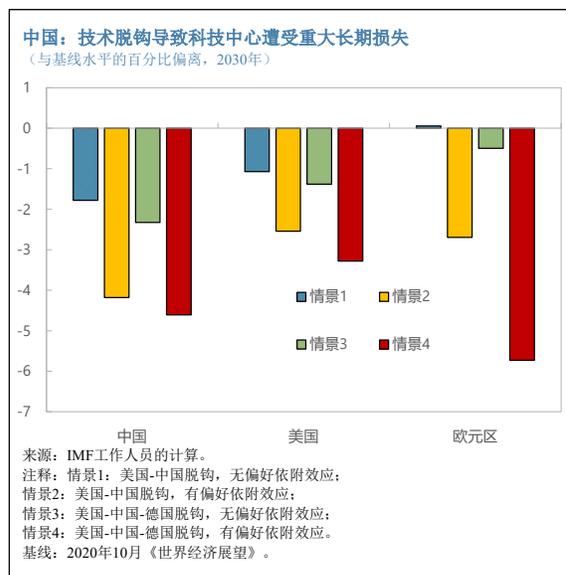
22. 基线情景预测显示，实体部门的下行风险仍占主导地位（见附录二）。

- 2022年，宏观经济政策可能根据经济形势做出更大力度的调整。一方面，认识到鉴于基线情景下经济增速将放缓，政策制定者可能会在目前假定的基础上进一步放缓财政整顿步伐，或者转向扩张性的货币政策立场。然而另一方面，与2021年财政政策意外大幅转向紧缩类似，对已然高企的主权债务水平的担忧，可能导致政策的实际紧缩程度大于基线假定中的水平。

<sup>8</sup> 仅为工作人员初步评估，计划于2022年7月公布的《2022年对外部门报告》将对其进行修订。

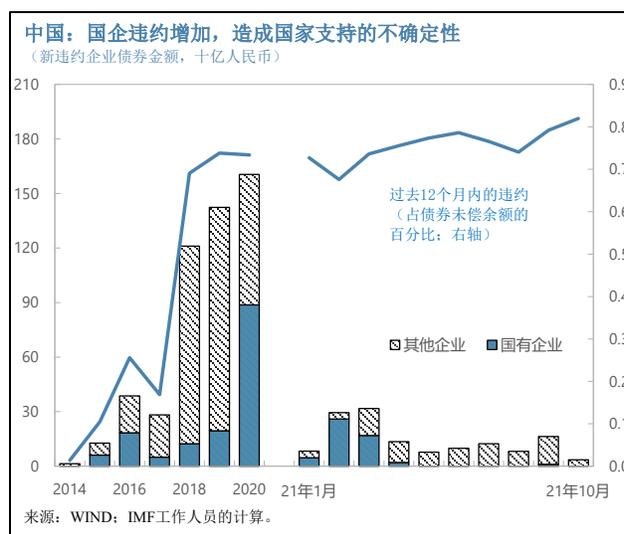
<sup>9</sup> 参见 C. T. Hsieh 和 Z. Song, (2015年), “抓大放小：中国国有部门的转型”，布鲁金斯经济活动论文。

- **私人消费可能意外高于或低于预期。** 新冠疫情（包括由新变异毒株引发的疫情）更频繁散发及仍持续的对疫情的零容忍策略，可能会阻碍本已缓慢的私人需求复苏。服务业活动低迷将影响家庭收入，加剧劳动力市场疲软，降低消费者信心，同时鼓励更多储蓄。这反过来又会降低企业信心和制造业投资——在融资和监管环境不断收紧的情况下尤其如此。从上行风险看，更有效的疫苗和治疗方法，以及对新冠疫情零容忍策略的放松，也可能加快私人消费的复苏。
- **在中期，下行风险仍处于主导地位。** 技术脱钩可能加快并带来破坏性影响，更长期的损失将占到GDP的2%到5%不等，取决于具体情景。<sup>10</sup>同样，经济增长可能放缓，原因一是若外部紧张局势加剧，可能导致金融脱钩加速；二是如果以国企为中心的研发战略失败和市场活力加速减弱，将导致国内生产率增速更快下降；三是在监管行动不断深化、政策重点迅速变化的背景下，投资者可能更长期地撤出中国市场。



**23. 若房地产行业的放缓幅度超过预期，可能会对总需求产生广泛的负面影响，与金融业产生负面反馈，并对国际市场产生溢出效应（见专栏 4）。** 房地产企业的融资环境已大幅收紧，导致其施工延误并陷入财务困境，由此带来的不确定性削弱了住房需求。以上形式若快速恶化，可能导致房地产销售量和价格大幅下降，这将大大增加开发商的压力，并对上游行业产生负面溢出效应。这可能降低银行，特别是资本缓冲较小和风控较弱的小银行的资产质量，普遍增加获得信贷的难度。由此而来的房地产市场的巨大压力，还可能引发房地产投资的大幅缩减，并通过降低收入、减少就业和财富效应给私人消费造成巨大影响。此外，土地出让金是地方政府收入的重要来源，土地出让金的大幅减少可能会对公共财政产生重大负面影响，这对资产负债表薄弱的省份尤其如此。最后，如果中国经济增速突然大幅放缓将产生国际溢出效应，其渠道包括大规模的（直接和间接）贸易渠道、大宗商品价格以及全球风险偏好的恶化。

**24. 在政府继续支持前景不确定性上升的背景下，企业债务水平高企也构成金融稳定风险。** 投资者对国家对一些绩效不佳的地方国企提供的支持表示担忧，加上地方政府的债务积压，可能通过企业部门更广泛蔓延开来，导致融资环境收紧，并在企业、银行和地方政府资产负债表之间形成潜在的负反馈循环。如果地方小型银行的资



<sup>10</sup> 参见 D.Cerdeiro、R.Mano、J.Eugster、D.Y.Muir 和 S.J.Peiris, “估计技术脱钩影响的大小”, IMF 工作论文 [WP/21/69](#), 2021 年。

产质量进一步恶化，可能使其减少其对已经陷入困境企业（主要是小型企业）的贷款，从而破坏经济复苏。

**25. 气候变化正在威胁经济和金融稳定。**中国可能会受到特别大的影响，因为从 1951 年到 2020 年，其年平均地表温度每 10 年上升了 0.26 摄氏度，明显高于同期全球平均水平的 0.15 摄氏度<sup>11</sup>。温度上升会直接影响生产率，并与更频繁、更紧迫的极端天气事件密切相关——这些天气事件对经济增长、民众健康、生活生计、粮食安全、水资源供应和人类安全构成威胁，且很可能对最脆弱群体的影响最大<sup>12</sup>。与此同时，脱碳的路径可带来广泛的政策、法律、技术和市场变化，这将带来包括金融稳定风险在内的额外风险。例如，若管理不善，碳密集型企业的财务脆弱性问题可能导致资产搁浅，丧失市场份额，降低投资回报率，并受到资金处罚<sup>13</sup>。由于碳密集型行业的许多企业都面临着流动性风险，信贷环境收紧可能会引发潜在的违约潮。公共财政较弱的省份往往对这些行业中企业的债务敞口较大，因此部分地区可能出现更多的违约事件，从而与当地经济形成负面反馈循环（见附录二）。

## 当局观点

**26. 当局仍有信心在 2022 年实现稳健增长。**随着密集接触型活动的复苏，将逐渐实施频率越来越低、更有针对性的封控措施。由于劳动力市场的持续改善，家庭储蓄率逐渐下降，私人消费将得到增强。当局认为，随着世界经济走出疫情影响，消费前景改善以及出口转向投资品的预期将有助于投资发展。随着疫情消退，货物贸易顺差增速将回落，服务贸易逆差在低位缓慢回升。总体看，经常账户顺差与 GDP 之比将有所收窄，并继续处于合理均衡区间。

**27. 当局的主要担忧是 2022 年及以后发展展望的外部风险。**除技术脱钩之外，当局认为还存在全球通胀持续走高导致全球金融情况持续收紧的风险，以及其他关于全球新冠病毒暴发、关键供应链组件短缺以及运输瓶颈的担忧。

## 政策：再平衡对于确保经济持续、高质量增长仍至关重要

**28. 正确的政策组合可以促进经济向“高质量”增长（即平衡、包容和绿色增长）的长期目标平稳过渡。**延续不平衡的增长道路不仅会推高本已过高的投资占 GDP 的比重，加速资本回报率的下降（见专栏 5），还会因开展高碳密集型投资（包括建筑业）使中国难以实现气候目标。相反，再平衡将进一步促进可持续和公平增长，使更多家庭受益，并通过减少经济增长和气候目标之间的权衡取舍，帮助实现“碳中和”。同样，如今果断采取脱碳行动不仅有助于防止未来气温上升和自然灾害恶化，还将避免气候变化对经济增长产生负面影响。尽早重振生产率，包括扭转市场活力的下降趋势，同时支持收入增长、促进消费并增加可持续的税基以加强社保体系和支持气候政策，将带来巨大的好处。

**29. 在需要推进改革的地方，采取沟通良好、透明且可预见的谨慎做法，将最大限度地降低转型成本，减少市场不确定性。**例如，在抑制企业市场力量方面，意料之外且不透明的政策转变可能造成

<sup>11</sup> 中国气象局 [蓝皮书](#)，2021 年。

<sup>12</sup> 联合国政府间气候变化专门委员会（IPCC），2021 年。

<sup>13</sup> 联合国政府间气候变化专门委员会（IPCC），2020 年。

政策不确定性，并成为企业活动的障碍；相比之下，一项得到市场较好理解的、支持市场准入和年轻企业成长的改革，则很可能会促进投资和创新。同样，明确制定大规模国企改革或长期气候调整的目标和计划不仅将大大提高其成功率，还有助于避免潜在的倒退，降低短期和长期内的意外负面影响。

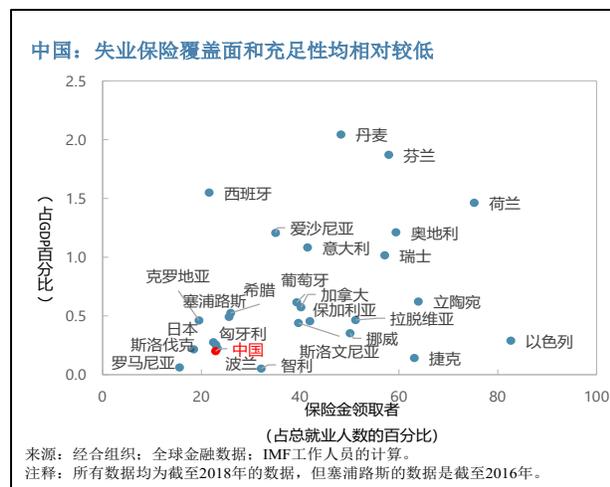
## A. 支持均衡、包容型经济增长

### 调整财政政策立场，加强社会保障

**30. 在短期，当局应转而实施中性的财政政策，减轻经济增长的负担，并实现向私人需求拉动型经济增长的转型。**由于财政整顿已提前至 2021 年，在 2022 年采取中性立场将在保障经济复苏和维持财政可持续之间取得平衡。此外，将支出从基础设施投资转向刺激私人消费支出（例如，鉴于预算约束趋紧，可针对消费倾向较高的弱势家庭提供直接收入支持），将降低家庭的高储蓄率，帮助推动经济均衡复苏，并弥合负的产出缺口。例如，可增加居民养老金计划参与者个人养老金账户的年度政府补贴，以提高可支配收入并激励消费，同时应该对社会保障体系提供支持。通过更为中性的经周期调整的增扩基本赤字（CAPB），并重点强调国内再平衡，可以为以上措施提供支持。一旦实现经济的均衡复苏，应继续以渐进形式推进财政整顿，这需要以增加税收来推动。若在 2023 至 2026 年将增扩 CAPB 的平均年度收缩幅度维持在潜在 GDP 的 0.75%，则将使增扩的整体净贷款/借款赤字从 2021 年占 GDP 的 16.5% 下降至 2026 年占 GDP 的 13%，并为在长期稳定增扩的一般政府债务奠定基础（见专栏 6 和附录三）。

**31. 下一步，从结构上加强社保体系将减少家庭通过预防性储蓄防范个人风险的需求，并促进向消费拉动型经济的再平衡。**主要建议包括：（见《部分问题》第 1、2 部分）：

- **加大社会救助力度，强化逆周期政策。**通过数字人民币钱包和卡开展的直接现金转移支付试点已获得成功，可予以扩大并推广至全国，以提高现有财政支持的效率和针对性<sup>14</sup>。其可结合一个基于规则、根据经济形势自动生效的支出措施（例如，与失业率挂钩），以确保稳健的逆周期政策响应并为目标群体提供某种形式的收入保障，从而降低不确定性，减少不利冲击后的消费降幅<sup>15</sup>。



- **扩大社会保险覆盖范围，提升保障的充足性。**应增加医疗保险、失业保险的福利，通过加强中央统筹，提升福利的转移接续及交付，并将“零工”劳动者纳入缴款型保险中。此类措施将为家庭提供更多经济保障。更完善的社保体系，加上生育保险福利，还可为近期宣布的

<sup>14</sup> 使用户能够在特定时间范围内使用电子人民币的智能合约有助于加强反周期政策。关于电子人民币的近期发展以及主要的宏观金融收益和风险，参见《部分问题》第 5 部分。

<sup>15</sup> 参见 2020 年 4 月 IMF《全球经济展望》，第 2 章。

“三胎”政策提供支持。此外，让整个社保体系在下行周期中累积赤字，在上行周期中累积盈余，也将帮助平滑家庭消费。

- 在人口老龄化背景下，应推行养老金改革，提升养老金充足性，确保其财务的可行性。将农村居民和无收入城镇居民的月社会养老金标准提高至农村贫困线水平（从 170 元提高到 192 元），这么做将以相对较低的财政成本（仅占 GDP 的 0.05%）大幅增加社会养老金收入水平（最多可增加 14%）。社会养老金的支出压力不断增加，要解决这一问题，最直接的方法是延迟退休年龄，这也可以促进就业和增长。发展精心设计的、提供长期金融投资产品（包括可能的绿色金融产品）的“第三支柱”养老金可帮助家庭分散投资风险，降低对房地产作为退休储蓄工具的过度依赖，从而降低总体储蓄率。

**32. 同时，以累进形式扩大税基，可帮助实现财政的长期可持续，减少不平等现象。**通过将现有的多重税率结构整合为单一的正税率来进一步提高增值税税率的合理性，减少增值税免税范围，最终制定和实施现有的综合性增值税法律草案——以上措施将在提高收入的同时使税收体系更加高效和公平。采取措施改善纳税主体对现行社保缴款法律法规的遵从情况，也会增加税收收入。提高税收体系的累进性，同时使社保体系变得更加慷慨、公平，将有助于减少收入不平等现象（[2020 年第四条磋商报告](#)）。实施经常性的房地产税将增加地方政府收入，减少对预算外债务（包括地方政府融资平台）的依赖，且能在一定程度上抑制房地产上的投机行为，并解决日益严峻的财富不平等现象。其他可提高税收制度累进性的措施包括：实施遗产税和/或财富税；降低个人所得税起征点，并在该收入水平上应用更高的个人所得税税率。就非税收入而言，增加盈利国企对财政预算的股息支付，可以获得更多资源，满足紧迫的社会支出需求。

#### 提供货币支持

**33. 鉴于核心通胀低迷、经济仍存在显著疲软，当局应实施宽松的货币政策，且注重使用价格型工具。**鉴于 2022 年平均通胀预期为 1.6%，可通过降息实施货币宽松，以提供更大力度的政策支持，直到私人需求恢复至疫情前的趋势水平。使用非价格型工具引导信贷流向目标行业的措施在危机期间取得了不错的效果，但既然经济复苏正在企稳，这些工具应予逐步退出。特别是对于结构性信贷政策，尤其是设有贷款利率上限的政策，其市场化程度往往较低，可能会让无法持续经营的企业存续下去，将资源挤出生产效率更高的企业，从而加剧信贷错配和定价不当。为了提高利率传导的效率，应继续推进货币政策框架现代化（见 [2020 年第四条磋商报告](#)）。

**34. 随着全球经济继续适应疫情，进一步提高汇率弹性仍然是确保货币政策有效性和促进外部调整的关键。**提高汇率弹性可吸收突然的外部冲击，增强市场化货币政策的效力；它还有助于提高信贷配置的效率，并支持外部需求再平衡。随着资本账户进一步开放，提高汇率弹性将降低经济的周期性波动。对外公布有关外汇干预可以改善政策框架的透明度、公信力和沟通效果，从而提高其效率。其他提高汇率弹性的措施还包括提高每日交易波动幅度中间价形成过程的透明度。

#### 房地产行业风险的管理

**35. 从近期来看，中国需要防范房地产行业内的系统性风险。**当务之急应该是防止房地产开发商的压力对住房需求和经济活动造成大规模的负面溢出效应，同时运用市场力量减少脆弱性。这将需要监管机构和银行加强风险监测，同时强化中央政府在政策应对中的协调作用，包括确保全面收集数据，

使数据捕捉与其他实体的相互联系。其他重要举措包括：帮助陷入困境的开发商迅速重组，确保预售库存按时完工，以避免信心受损影响稳定。

**36. 随着压力的消退，中国需要进行结构性的审慎改革，以确保房地产行业风险降至更安全的水准。**一旦当前迫切的风险得到控制、房地产行业企稳，政府需要重新调整宏观审慎和其他房地产政策，以防止房地产需求出现超调，帮助持续减少与房地产相关的金融脆弱性。关键措施包括遏制预售操作带来的风险，如通过法律手段限制开发商将预售收入用作一般流动资金的能力，并在政府和受监管的金融机构内部加强与房地产相关的数据、监督和风险管理框架。引入房地产税和完善其他的储蓄方案（如退休储蓄计划），也将有助于遏制房地产投机。此外，还有必要减少地方政府提振房地产市场的激励措施，且这将需要开展财政改革并完善重组框架。最后，应逐步取消地方政府对房地产行业的临时干预，转而采用以风险为中心的宏观审慎方法，以保持最低审慎承保标准并避免顺周期性。

### 应对正在显现的下行风险

**37. 如何恰当应对下行风险，将取决于上述哪种风险情景将真实出现。**具体来说：

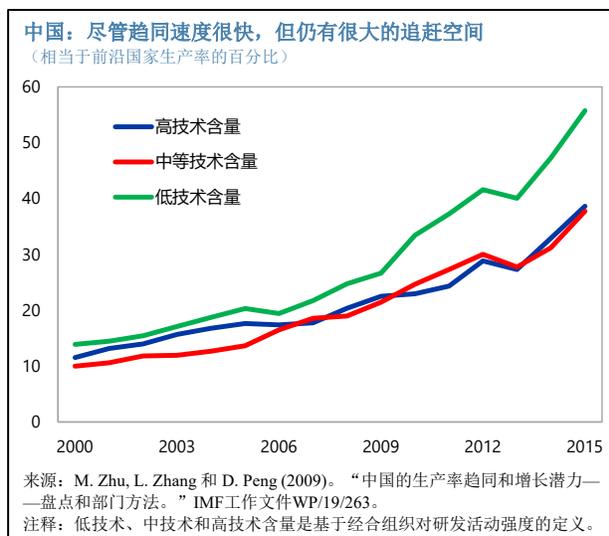
- 若私人需求低于目前的基线预测，则宏观经济政策必须提供更多支持。例如，若疫情在更长时间内频繁反复，或若房地产市场压力上升，由此严重影响了总需求，则必须加大宏观经济政策支持。中国拥有财政空间，可在必要时重新实施扩张性的财政政策，但这种财政刺激必须果断转向为脆弱家庭和低收入家庭提供定向支持。采取更为宽松的货币政策，侧重于常规性的降息操作，将使财政支持更加有效。
- 应对不断上升的房地产行业压力。如果严重的住房市场压力威胁到经济和金融稳定，政府可能需要为面临压力的开发商提供流动性支持，并为完成预售住房提供担保机制。这些措施应该是临时性的，其必须建立严格的保障安排以最大限度地降低道德风险；同时，公共部门也需做出承诺，通过结构性措施遏制房地产市场的金融风险（见上文）。
- 抑制系统性金融压力。在房地产或其他行业中陷入困境但具有系统重要性的非金融实体，需要在现有的企业重组框架内，以有序的方式进行重组或清算，并需在动用任何公共资金之前确认损失并分摊负担。在这一过程中，为保护金融体系，人民银行应做好准备，确保核心融资市场的运转，为面临流动性短缺但能持续经营的银行提供紧急流动性援助（需为此建立适当的保障安排）。人民银行还应与其他监管机构迅速采取行动，处置濒临倒闭的金融机构，以避免造成系统性压力。

### 再度加快推进结构性改革

**38. 虽然加强监管来实现公平竞争和消费者保护十分重要，但其应以透明、可预见的方式落实，以降低政策不确定性。**近期促进数字平台竞争的反垄断政策措施，可帮助现有大型企业以及规模较小企业创造一个更加公平的竞争环境。同样，保护消费者隐私和数据治理的新规是加强中国网络隐私保护的重要举措。但重要的是，这些政策应以透明和可预见的方式实施，以保持市场效率和可由这些技术带来的普惠金融效益。此外，还应适当分阶段实施，并尽量减少政策不确定性。

**39. 随着脱钩压力增大，缩小生产率缺口正变得更为重要，这需要更大规模和更加深入的改革。**尽管中国在过去几十年中实现了举世瞩目的经济增长，但与全球领先的国家相比，其生产率仍存在较大差距。为消除这些差距，相关重要改革包括：

- **再度加快市场改革，放松市场准入。**降低国内外企业的准入壁垒将缩小生产率缺口，在非战略性行业尤为如此。消除各地区和行业的监管壁垒可以促进不同地区和行业之间的企业准入和人员流动，从而促进竞争并改善生产要素配置，这样将实现动态收益、促进国内创新和技术升级。开放国内市场也有助于在整体上提升企业活力并提高生产率。
- **强化服务业。**中国国企众多，且与全球领先企业的生产率差距较大。开放服务业有望实现生产率趋同，从而获得巨大的收益（[2020年第四条磋商报告](#)）。例如，消除生产要素有效流动的障碍，并在服务业和工业企业之间创造公平的竞争环境，将有助于刺激对前者的投资<sup>16</sup>。此外，强化服务部门能够与需求侧再平衡措施形成补充，进而实现更加均衡、更可持续的经济增长。且鉴于服务业的碳密集程度较低，这也将有助于中国实现自身的气候目标。
- **重启国企改革。**据估计，中国各行业国企和私企之间的生产率差距平均约为 20%。旨在缩小这一巨大差距的改革可以在中长期内将产出提高约 4%（[2020年第四条磋商报告](#)）<sup>17</sup>。这些改革包括：取消对国企的优惠信贷和隐性担保，确保私企与国企的竞争中性；改善国企治理，降低因治理薄弱和管理不善导致的潜在经济、财政成本<sup>18</sup>。



**40. 政府应继续支持研发、数字化和绿色投资，这有助于促进创新、提高生产率和实现气候目标。**为基础性研发工作提供支持，将有助于解决外部性问题（如与知识溢出相关的外部性问题<sup>19</sup>）。然而，这些支持应尽量避免造成市场扭曲。国际经验表明，这些措施应该是透明的，其应具有完善的治理，且应设定政策到期时间，以避免出现新的产能过剩行业。在产品市场开展补充性的改革，也将有助于提高研发回报<sup>20</sup>。

## 当局观点

**41. 当局强调，已做好财政政策准备随时支持中期稳定和包容性增长。**他们指出，2022年将保持积极主动的财政政策，以有助于应对经济下行压力。具体措施包括进一步定向减税以支持中小企业和

<sup>16</sup> 参见 2018 年 4 月 IMF《全球经济展望》。

<sup>17</sup> 参见 E. Jurzyk 和 C. Ruane，“中国上市公司的资源错配：国企不断变化的作用”，IMF 工作论文，[WP/21/75](#)，2021 年。

<sup>18</sup> 参见 2020 年 4 月 IMF《财政监测报告》。

<sup>19</sup> 参见 Z. Chen、Z. Liu、J. Serrato 和 D. Xu，“以企业所得税下调，完成中国的研发投资”，[美国经济评论](#)，111 (7) 2021。

<sup>20</sup> 参见 M. König、K. Storesletten、Z. Song 和 F. Zilibotti，“从模仿到创新：中国研发去向何方？”NBER 工作论文 [27404](#)，2021 年。

创新，增加投资、农村发展和社会保障方面的名义支出，同时改善政府支出效率。就中期而言，宏观税负将保持总体稳定，为经济稳定和包容性增长提供持续支持。

**42. 当局赞同更强大的社会保障体系有助于减少家庭预防性储蓄，从而促进私人消费。**他们也强调了这在支持“共同富裕”目标方面的重要性。当局知悉基金团队就养老金改革提出的多项建议，包括渐进式延迟法定退休年龄、深化风险分担、促进福利异地转移、加强缴费合规性、扩大失业覆盖范围和提高失业保险福利。此外，当局指出，第三支柱养老保险正在加紧建立税收政策支持、个人自愿参加、市场化营运的个人养老金制度。

**43. 当局重申将继续采取稳健的货币政策，支持经济增长和维护金融稳定。**2021年7月下调存款准备金率被视为先行举措，预计下半年不确定性升高的情况下，以提供更多流动性加以应对。2021年12月下调存款准备金率被视为对增长势头放缓做出的反应。展望未来，政策锚将继续保持货币供应和TSF增加与名义GDP增长基本一致，同时保持适当的流动性。当局强调将继续依靠结构性信贷政策支持中小企业，直到其克服疫情造成的流动性限制，同时指出这些政策有助于改善信贷配置，并且这些政策里的中小企业贷款由于采取谨慎监管风险比较有限。当局将坚持稳健的货币政策，搞好跨周期政策设计，根据国内外经济形势和物价走势把握好政策力度和节奏，聚焦金融服务和实体经济发展。

**44. 当局重申了其维护房地产市场稳定的立场。**为此，强调了强有力的审慎规则对于推进减少房地产投机和解决该行业金融风险的目标所起的关键作用。还指出，各部委和地方政府密切政策协调，以市场化、法治化方式化解问题房地产开发商新出现的风险，重点抓好停工项目复工，更广泛地维护购房者的合法权益。

**45. 当局强调了确保房地产行业稳定健康发展的立场。**提出建立房地产调控持续审慎长效机制（包括以减少投机、稳定房价预期、控制金融风险为目标的土地、税收等政策），以实现促进高质量发展的大目标。当局认为允许地方政府有足够的空间因地制宜调整房地产政策是有益的。

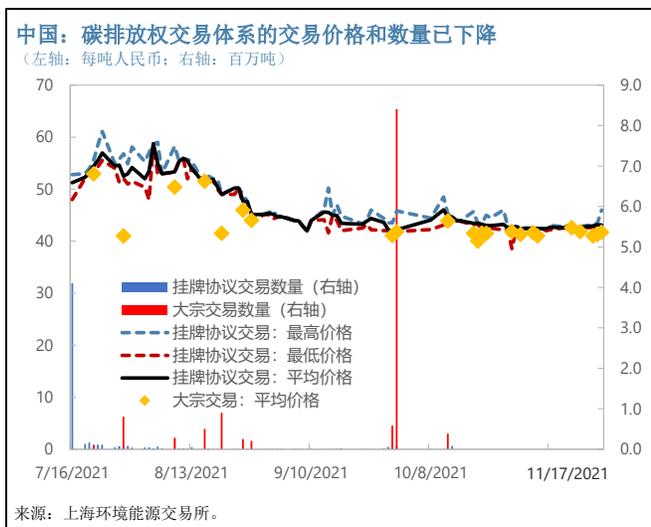
## B. 推动绿色经济转型

**46. 中国的气候战略要想取得成功，可结合如下三项措施：**（1）推动经济再平衡，实现从传统的投资拉动型增长向消费驱动型增长的转变，以降低经济增长的能耗强度；（2）充分利用碳定价机制，并在必要时辅以基于市场的行业政策，以引导经济转型，同时尽量减轻减排与增长的两难权衡问题；（3）充分利用绿色金融，借助私人资本市场的力量为气候投资需求融资。

**47. 绿色经济转型不仅有助于应对气候变化，还将减少气候目标与可持续增长之间的权衡取舍（见专栏7）。**从传统投资拉动到更加依赖消费驱动型增长的再平衡，意味着从重工业和建筑业转向碳密集程度较低的服务业。这一转变将降低产出的能耗和碳排放强度，从而降低整体二氧化碳排放，并通过降低投资在GDP中的过高比重促进经济实现更可持续的增长。通过再平衡降低中国GDP的能耗强度，也可以减少能源需求，缓解能源安全的压力，特别是对煤炭这一最大能源来源的依赖。基于使用可计算的动态一般均衡模型（CGE）<sup>21</sup>的情景分析的模拟显示，在类似的GDP增长路径下，相比不实施再平衡的情景而言，实施再平衡本身就能削减多达15%的二氧化碳排放。

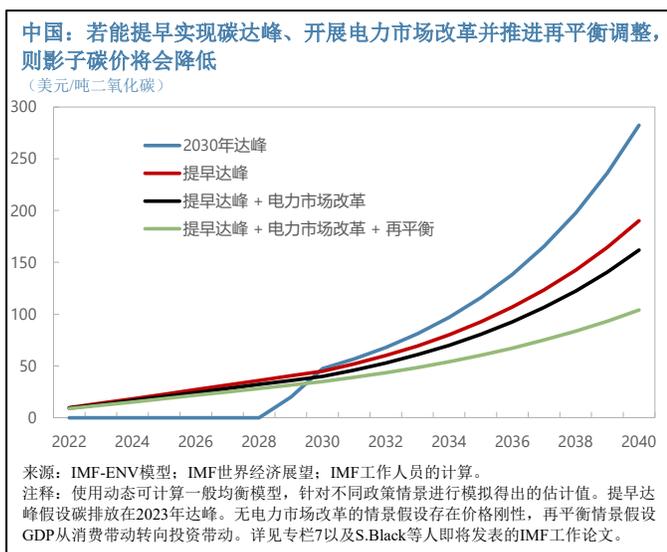
<sup>21</sup> 参见 S. Black 等人，“实施中国减缓气候变化战略的一揽子综合宏观经济措施”，IMF 工作论文，待发布。

48. 然而，单靠经济再平衡不足以实现中国的气候目标，还需强化目前的碳定价机制。中国全国碳排放权交易体系（ETS）是一个基于市场的碳定价机制，其推出是一个里程碑。这一机制覆盖了电力行业和中国约40%的二氧化碳排放，有望最终通过高效且具有成本效益的方式减少中国的二氧化碳排放，从而实现电力行业转型。然而，从其现有形式看，这一机制的影响力还较为有限，因为其允许大量分配免费和基于排放强度的排放配额，并允许进行事后调整。此外，电力行业主要仍为国有性质，价格大多由行政力量决定，这限制了该机制隐含碳价向下游行业和消费者的传导，也削弱了发电厂进行调整的动力。



49. 市场化的政策和改革与精心设计的法规相结合，有助于引导经济实现“碳中和”，同时减轻减排与增长之间的权衡难度。这主要包括：

- 完善全国碳排放权交易体系，使其成为最佳的碳定价工具。理想情况下，控制碳排放的最佳途径应该是与中国气候目标相一致的稳健碳价，这是因为其为所有市场参与者提供了正确的激励，促使他们寻求并实施最具成本效益的方式来实现这些目标。即使在电力市场缺乏进一步改革的情况下，还可将这一机制的覆盖范围扩大到其他高碳排放行业（如钢铁和水泥行业），将拍卖排放配额的所得资金用于补偿弱势家庭和 investment 绿色发展，并将多个以排放强度为基础的基准整合为一个绝对排放上限（其需要与先前年份的峰值相一致）——这些措施将提高该机制的效率，使其更接近最佳的碳定价工具。

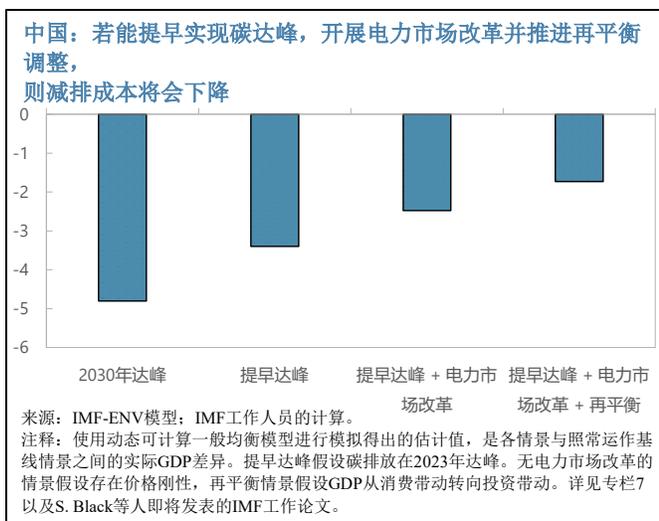


- 在电力行业推行市场化改革可以使碳定价机制更加有效。对电力行业实施改革，让发电厂能够根据供需状况（包括可再生能源发电厂和有需求的企业之间开展直接电力交易）和 ETS 碳价格信号更自由地调节发电量和电价，将使脱碳成本内化，并传导至最终消费者。

- **实施市场化的行业政策，以遏制碳排放。**行业政策和法规包括增加现有煤炭税（目前煤炭税相当温和）和实行收费返还政策（惩罚高能耗生产活动，奖励低能耗活动）。收费返还政策可覆盖从废品处理到电力公用事业、再到汽车等多个行业。

**50. 比当前计划更快加大脱碳工作力度，这不仅节约成本，还可降低推迟行动带来的不可预见的风险，并会增强政府气候议程的可信度。**若能在近期更密集地开展脱碳工作，则能平滑调整过程，降低 GDP 的损失和公共融资需求。这是因为支持绿色技术

带来的气候效益和正面技术溢出将得以更早实现，且能更快退出成本高昂的补贴措施。此外，由于没有对煤炭使用和二氧化碳排放设定有时间限制的绝对上限，短期内排放有增加的空间，这可能意味着今后需要有更大幅度的政策转变。如果技术不能按照预期发展，或者中国的整体增长路径出现意外下滑，以牺牲后代为代价的延迟风险将进一步加大。实际上，IMF-ENV 模型的模拟预测结果比较了一系列政策情景。其将“碳达峰”的年限从 2030 年逐年提前至 2023 年，且此后开展了电力市场改革和经济再平衡，得出每种政策情景下的影子碳价均逐渐下降，表明了低效现象有所减少。与此同时，随着将 2030 年“碳达峰”的政策情景向更优的情景（提前实现“碳达峰”、电力行业改革和经济再平衡）过渡，政策情景中的年均 GDP 损失（相对于不进行任何改革的基线水平而言）也在下降。



**51. 促进绿色金融发展至关重要，其有助于利用私人资本市场力量，为中国巨大的气候投资需求提供资金。**

- 在 2060 年实现碳中和的道路上，需要投资以确保部署可再生能源，升级电网系统，并推进碳减排技术。当局估计，从现在起到 2030 年，中国每年需要投入 GDP 1.5%至 2.0%的资金（按当前价格计算，为 2.2 万亿人民币）用于减少碳排放，从 2030 年到 2060 年，这一数字将增长到 3.9 万亿人民币。完善数据收集和披露要求，促进绿色债券发行与国际标准接轨，这包括发行前验证、监督和报告，以及提高使用所筹资金的透明度，将有助于中国强化其绿色金融框架，动员国内外私人投资（见专栏 8）。
- 同时，绿色金融政策应避免进一步提高中国的高债务水平，并造成额外的信贷低效问题。为此，监管机构应避免直接或间接地强制实施绿色信贷增速或放贷目标，因为此举往往会削弱风险管理，并可能导致产能过剩。在可行情况下，股权（而非债务）融资应发挥主导作用，对于风险较高的项目尤为如此。纵然政府激励措施应在克服市场失灵方面发挥作用，但政府政策应保持透明且在预算内实施。若有必要，应在恰当资源的支持下，由专业机构明确提供担保。政府的所有支持措施应与其他财政政策目标和债务可持续性的总体目标相一致。

**52. 采取更有力的审慎政策应对气候风险将支持金融稳定并加强绿色信贷分配。**中国的银行向煤炭企业和其他面临重大气候风险的碳密集型企业发放了大量贷款，且贷款金额还在不断增加。监管机构应要求银行建立全面的气候风险管理安排，制定相关流程来评估气候风险对偿付能力的影响，并持

有与这些评估结果相符规模的资本金。<sup>22</sup>这将有助于提高金融体系对气候政策转型的韧性，并加强激励措施，促使信贷流向更绿色环保的企业。应该避免通过偏好风险权重来激励绿色金融，因为这不符合基于风险的监管方式，并可能带来意外后果，包括破坏银行的资本缓冲。

## 当局观点

**53. 当局重申了中国富有挑战的气候雄心的承诺，但强调需要逐步实施。**特别提到最近向联合国提交了更新的国家自主贡献（NDC）和本世纪中叶长期温室气体低排放发展战略，同时还提醒，最近的电力短缺凸显了平衡气候目标和保障能源安全的必要性。在其看来，逐步有序地向碳中和过渡需要允许碳排放增长至2030年前，在大力发展可再生能源的同时，仍需火电发挥支撑作用。当局认同基金团队提出的重新平衡增长模式转向消费，以降低脱碳与增长之间的艰难权衡取舍的建议。他们还确认了优化和有序扩大现有的全国碳交易市场、升级中国电网系统和储能能力为可再生能源供应大幅增长做准备的重要性。

**54. 当局认同绿色金融的重要性。**他们强调了绿色金融分类标准和绿色贷款领域的最新进展；同时着重提到需要建立过渡性融资机制，以支持现有高碳资产和活动的逐步降碳。

## C. 维护金融稳定

**55. 当局需要逐步退出非常规的金融支持措施，同时强化宏观审慎框架，以防金融脆弱性进一步累积。**监管当局应该对资产质量进行系统性评估，以确保银行在延期还本付息政策结束后，妥善确认先前遗留和正在出现的问题贷款，同时确保银行持有充足的资本和流动性缓冲，或是提交可信的恢复计划并接受更严格的监管。当局应继续改进系统性风险监督工作，以有效监测非银行金融部门（特别是金融科技、资产管理）、房地产业以及与地方政府相关的脆弱性。这包括监测与宏观金融反馈循环和政策风险相关的金融风险。当局应利用审慎政策来抑制过高的杠杆，支持恰当的风险定价，抑制监管套利。

**56. 当局迫切需要采取全面的银行重组办法，加强银行体系并提高银行业支持经济复苏的能力。**<sup>23</sup>为了以全面、透明、可预见的方式应对薄弱银行问题，同时抑制道德风险，当局应要求股东和债权人在破产银行退出时根据明确设定的求偿顺序承担损失。应利用存款保险制度，在保险限额内为储户的损失提供保障；仅当现有投资者进行负担分摊后，才能诉诸于最后手段，即使用公共资金为银行注资。与当前逐案分析的方法相比，这可以最低成本维护金融稳定（见图8）。这需要：

- **应重视银行的普通股资本。**当局已利用地方政府发行专项债券筹得的2000亿资金，基本完成了银行的注资计划。然而，很大比例的新资本是以额外的一级资本或二级资本的形式存在的，它们只能在严重的压力情景中吸收损失；当局须采取更多措施，提升依旧较低的普通股资本比重，这将普遍增强银行的信贷发放能力。
- **改革银行处置的法律框架，使之与国际标准接轨。**当局在《商业银行法》的修订中提议引入银行处置机制的有关内容，这是值得欢迎的举措。设置职权明确的单一处置当局，为其提供充分授权

<sup>22</sup> 在信用风险的背景下，气候风险通常被认为要么是实体风险（来自严重天气事件、海平面上升或气候变化的风险），要么是转型风险（与适应气候变化有关举措相关的法律和政策上的变化）。

<sup>23</sup> 参见 J. S. Kang 等人，“清理积压债务：适用于中国经济的市场化退出机制”，IMF 部门报告，待发布。

和法律保护，并在制度层面上使之与银行监管分立，将使该机制受益良多。此外，应加强处置权，以强制确认损失、出售和/或转让资产、设立过桥银行、执行“自救”，以及保留银行的关键功能。在这些方面取得进展将有助于确保股东和债权人按照明确规定的求偿顺序承担损失。

**57. 随着广泛企业支持措施的逐步退出，当局需要加强企业重组和破产框架，促进无法持续经营的企业以市场化方式退出，同时维护金融稳定。这包括：**

- **构建市场化的企业重组框架，为不可持续经营企业的去杠杆和退出提供便利。**该框架应涵盖重组和破产的所有可选方案，以对破产企业的分类为基础，并有助于通过庭外混合重组和一般企业破产制度确认损失和分摊负担。改进现有破产程序，加强其与其他重组可选方案的协调，将会以有序形式减少过度负债的现象。随着设置专职法官和破产管理人得到进一步支持，破产制度的能力将会增强。
- **采取协调一致的做法，逐步退出隐性担保。**鉴于国企部门在经济金融领域发挥着重要作用，渐进地对财务状况脆弱的国企进行重组，配合协调一致、沟通良好的行动，将避免企业、银行和地方政府之间形成意料之外的负面宏观金融反馈循环，这对公共财政薄弱的地区尤为如此。<sup>24</sup>实力较弱的省份可能需要得到支持，而大多数省份将在改善地方政府公共财政治理的改革中获益。

**58. 当局应继续努力解决反洗钱和反恐融资（AML/CFT）框架中的薄弱环节。**金融行动特别工作组在其第二份强化后续报告（2021年10月）中注意到中国在提升其法律和制度框架（技术合规）方面取得的进展，特别是修订了《金融机构反洗钱和反恐融资监督管理办法》，以更好地实施内部控制要求，以及颁布措施加快了外国扣押、冻结和没收请求的处理。当局为确保电子人民币遵守反洗钱和反恐融资法规而采取的措施，包括计划中的电子人民币运营机构的反洗钱和反恐融资指南，值得欢迎。应进一步提高在华经营的法人实体受益所有人的透明度（这也是一项反腐败措施），引入旨在实施联合国定向金融制裁要求的全面法律框架，并改进金融部门的监管和预防措施（例如，客户尽职调查以及政治敏感人物的有关措施）。

## 当局观点

**59. 当局指出将继续努力解决金融脆弱性和加强风险解决机制。**他们强调，在探索建立金融稳定政策框架的过程中，央行正在不断改进其对银行和大型非金融公司的风险评估机制。当局还强调，已进一步加强应对弱势贷款人的程序和条件，但将继续保持灵活性，并根据每个案件的具体情况做具体分析。并解释说，即将修订的《商业银行法》是基于国际标准和中国经济之上，将为商业银行市场化退出机制提供更多详细规则。

## 分享高质量增长带来的好处

**60. 通过为多边解决方案作出贡献，中国既能收获满满，又大有可为。**通过支持多边工作，中国不仅能与各国分享成果，也能为促进自身高质量发展提供补充，从而从中受益。这包括应对气候变化、分享贸易红利、分配新冠疫苗，以及继续扩大开放以促进技术溢出。

<sup>24</sup> 参见2021年10月IMF《全球金融稳定报告》。

61. **中国应继续在全球抗疫中发挥关键作用，帮助世界各国实现广泛、绿色的经济复苏。**这既包括中国在让各方更好获取疫苗方面做出的重要贡献，又包括实现低收入国家债务的可持续性——这包括由所有中国实体及时落实 G20 的“债务处理共同框架”，以及最近宣布将至少 25% 的特别提款权分配转借给低收入国家，以为其提供支持。中国也是多边贸易的关键支持者和贡献者，包括通过世贸组织改革，以及寻找共同方案以解决同美国、欧盟等重要贸易伙伴的复杂经济关系问题。中国近期签署的贸易和投资协定可能在市场准入、知识产权保护、进一步促进服务贸易自由化等领域取得重大进展（参见《[部分问题](#)》第 6 部分）。中国近期与 14 个国家签订了《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP），也应有助于推进亚洲地区的贸易一体化。如果中国接受并采纳《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP）中富有雄心的条款，则这将是 中国迈出的积极一步，并将为经济一体化带来新的动力。中国在全球气候工作中发挥了领导作用，包括担任二十国集团可持续金融研究工作联合主席，以及其与欧盟在绿色投资标准方面开展合作——这些工作都促进了全球的绿色复苏。此外，中国以更绿色的方式推进“一带一路”倡议（中国近日宣布停止对海外新建煤炭项目的投资），可帮助中国将其气候目标的影响扩展至海外（见专栏 9）。中国也可以通过“一带一路”平台传播良好治理经验和反腐败努力，鼓励“一带一路”国家采取和应用法律框架，预防和制裁贿赂行为，鼓励和保护检举人，禁止与空壳公司签署合同，以及提高透明度并强化问责机制（例如，采用符合国际最佳实践的采购规则，以及披露关于合同成立和履行情况的信息）。

## 当局观点

62. **当局重申了其开展全球合作的承诺。**他们同意支持继续努力以终结疫情的必要性，包括通过广泛的疫苗接种等方式。当局指出了进一步改革以深化区域和全球贸易一体化的重要性，并强调其将继续致力于开放和基于规则的贸易体系。当局强调，境外贷款的首要原则是严格遵守东道国法规，发挥东道国政府的自主性和能动性，认为各国采用与发展阶段相适应的更严格的环境标准很有价值，并鼓励在境外项目中加以应用。还强调了其在应对气候变化的国际合作方面的持续进展，包括与欧盟建立共同绿色金融分类标准，并加强与美国在气变方面的合作。

## 工作人员的评估

63. **中国经济复苏进展顺利，但仍不均衡且增长势头已经放缓。**这些趋势反映了财政政策支持的迅速退出，疫情频发背景下消费全面复苏的进一步推迟，以及降杠杆政策和随之而来房地产企业融资压力导致的房地产行业投资放缓。针对科技行业的监管措施增加了政策不确定性。由于脱钩压力加大且关键领域的结构性改革进展有限，生产率增速正在下降。基于初步分析，并在对余下的与全球疫情相关的暂时性因素进行调整后，2021 年中国外部头寸与中期基本面和适当政策所对应的水平大致相符。

64. **随着详细行动计划的发布，中国的气候战略正在形成。**有力迹象表明，各级政府和关键部委已经开始实施中国的气候议程。然而，已知的计划表明，相对陡峭的碳排放调整后期压力较大，且其允许碳排放水平在 2030 年前进一步增加。降脱碳任务前移将带来巨大好处，但最近的电力短缺也突显了气候目标和经济增长之间存在的潜在权衡取舍问题。

65. **巨大的下行风险依然存在。**经济增长前景面临的实体行业风险仍主要是下行风险。私人消费的复苏可能会因疫情频现而再次受阻，宏观经济政策可能无法阻止经济增长势头的放缓。若房地产行业放缓幅度超过预期，可能引发广泛的负面影响，再加上企业债务的高企，这将构成金融稳定风险。

气候变化将对经济构成持续威胁，这既来自气温上升引发的极端天气冲击，也来自脱碳路径带来的广泛变化——所有这些变化带来了各种各样的风险。

**66. 合理政策、有效监管，有利于遏制下行风险，实现平衡、包容、绿色的高质量增长。**需要在短期内部署可用的政策空间来支持经济和实现再平衡，推进全面改革以维持未来的高质量增长。同时需要采取行动应对金融行业和房地产业风险，包括加强对房地产业持续承压的监测。

**67. 更具扩张性的宏观经济政策将支持经济的短期增长势头和再平衡。**财政政策应在 2022 年转向中性立场，其结构应做出调整，以促进经济再平衡。增加财政支出强化社保将减少家庭预防性储蓄，并促进经济向消费驱动和包容性增长的转型。鉴于核心通胀低迷且产出缺口依然为负，货币政策应保持宽松且注重使用价格型工具。

**68. 多策并举将有助于实现中国的气候目标。**气候策略若要取得成功，就需要尽早开始，并采取综合性方法——这种方法需将转向消费拉动型增长模式的经济再平衡，与包括经改进的国家碳排放权交易体系、基于市场的行业目标、绿色金融等碳定价工具结合起来，以帮助实现气候目标，促进经济高质量增长。

**69. 重新加快结构性改革是确保经济均衡复苏和提高生产率的关键所在。**进一步开放国内市场，改革国有企业，确保竞争中性；同时，应以透明和可预见的方式加强监管，确保公平竞争和保护消费者权益——这么做将激发创新，提高企业活力。

**70. 应协调应对金融和房地产行业风险，以保障经济复苏。**在继续降低企业高杠杆率和逐步取消隐性担保的同时，还应完善市场化的破产和处置框架——这也将强化银行体系，提高其支持复苏的能力。政策制定者应通过加强风险监测和政策协调，防范房地产市场内的系统性风险，并采取结构性措施降低长期风险。

**71. 中国应以更大力度参与多边工作，应对诸多全球性挑战。**中方可以在终结疫情危机、实现包容和绿色复苏方面作出贡献，包括继续提供新冠疫苗，通过由所有相关中国实体及时落实 G20 的“债务处理共同框架”，增强低收入国家债务可持续性，推进绿色“一带一路”倡议，以及致力于构建更加开放、稳定和基于规则的国际贸易体系。

**72. 中国应该尽快解决宏观经济数据缺口，以进一步提高数据可信度并完善政策制定工作。**

**73. 建议与中国的下一次第四条磋商按照标准的 12 个月周期进行。**

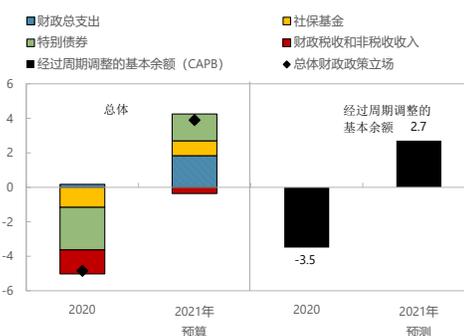
## 专栏 1. 宏观经济政策立场<sup>1</sup>

由于当局的重点已从支持经济复苏转向其他政策优先事项，如遏止债务快速增加，因此，自 2020 年中期以来，中国的宏观经济政策立场已大幅收紧。财政政策转向大幅紧缩立场，而货币政策总体上适度收紧，信贷增长放缓，政策利率保持不变。

**财政政策立场：**在 2020 年为经济提供积极支持之后，当局在 2021 年上半年大幅收紧财政政策。相比于 2020 年上半年，估计 2021 年上半年的财政刺激力度（fiscal impulse）为 GDP 的 -4%。大多数与新冠疫情有关的财税措施（诸如免除雇主的社会保障缴款这类政策）逐渐终止，经济复苏也带来了税收收入回升，这些都推动了政府收入增长。为投资提供资金的地方政府专项债券发行步伐放缓，疫情反复导致的投资推迟，加上当局强调要控制经常性支出，这些都抑制了政府支出。就全年而言，财政整顿规模（以净借贷赤字的变化来衡量）预计为 GDP 的 3.4%。这意味着 2021 年下半年的财政政策立场在中性至略微扩张之间。就全年而言，经周期调整的基本赤字的降低幅度为潜在 GDP 的 2.7 个百分点。

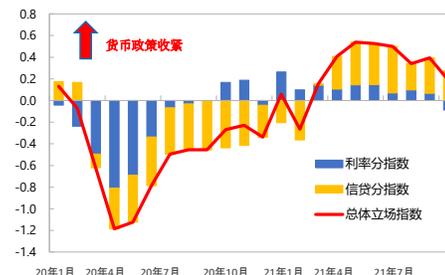
**货币政策立场：**IMF 工作人员的货币政策立场指数表明，货币政策较 2020 年整体而言适度收紧，因为信贷增长在 2021 年放缓，而市场利率仍高于其 2020 年的平均水平。近期市场利率有所下降，反映出国内经济活动降温导致的信贷需求放缓，以及 7 月存款准备金率的下调。政策利率保持不变。初步分析显示，货币政策在 12 月降准后可能从 2021 年的适度收紧转向中性。人民银行传统上依靠利率政策工具（如政策利率）和非利率政策工具（如信贷政策）为经济提供货币支持，鉴此，采用两步法构建货币政策立场指数，首先将利率和非利率工具中包含的信息分别汇总为利率子指数和信贷子指数，然后将这两个子指数汇总为一个总指数。<sup>2</sup>

财政政策立场的变化（总体和经过周期调整的基本余额）  
（在 GDP 和潜在 GDP 中的比例）



来源：CEIC、2021 年预算文件和国际货币基金组织工作人员的计算。  
注释：专项债券包括地方政府和国库发放的债券；社会保障基金的计算是由缴款减去开支。

中国：货币政策立场指数  
（指数）



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

<sup>1</sup> 本专栏由 Fei Han 和 John Ralyea 撰稿。

<sup>2</sup> 在第一步中，使用主成分分析法估计两个子指数，第一个子指数体现影响市场利率的政策利率和流动性供给（如降准和公开市场业务）的变化（利率子指数），另一个子指数旨在体现信贷供给，如信贷增长目标（信贷子指数）。这两个子指数的计算中包含的变量是：主要的短期货币市场利率、1 年期贷款基准利率/贷款市场报价利率、存款准备金率的变化和名义有效汇率（对于利率子指数）；以及 M2（不包括政府存款）、银行人民币贷款和总社会融资（不包括政府债券）的增长率（对于信贷子指数）。所有变量都经过季节调整、去趋势化处理，并用均值和标准差进行了标准化处理。在第二步中，通过简单或加权平均数，将两个子指数汇总成一个总体立场指数，权重是使用向量自回归模型根据每个子指数对经济活动的影响而得到的。

## 专栏 2. 改善家庭经济保障<sup>1</sup>

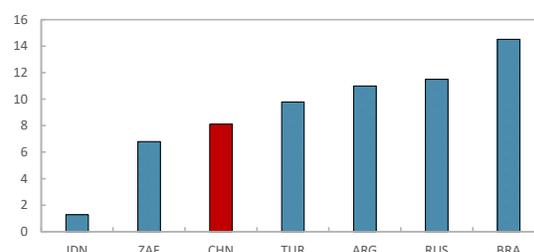
尽管在过去的十年间，保险覆盖范围显著扩大，但中国的社会保障体系（即社会保险体系和社会救助体系）仍不完善。福利不够充分，尤其是对农村居民的给付太少，而失业保险只覆盖了不到一半的城镇职工，这使得家庭容易受到收入、健康和养老风险的影响。更高的福利水平和覆盖范围将为家庭提供更多保障。加快社会保障体系的统筹将为实现这些目标提供支持，并有助于应对金融稳定风险。

**中国的社会保险体系由四个独立的基金组成：**养老（养老金）保险、医疗保险（包括生育保险）、失业保险和工伤保险。养老保险和医疗保险基金为城镇职工以及农村居民和无业城镇居民分别制定了单独计划。《社会保险法》（2011年）确立了社会保险体系的法律框架。社会救助体系的主要内容为最低收入保障计划（即“低保”）。

**社会保障支出在过去十年里翻了一番。**然而，中国的社会保障支出仅占 GDP 的 8%，相对于二十国集团中其他新兴市场国家而言仍然偏低。支出偏低的主要原因包括（居民）养老、医疗和失业福利不足，以及失业保险覆盖率偏低。此外，该体系高度分散。这使得获得更广泛的风险共担和得到异地保障较为困难，各省内部和各省之间的社会保险体系财务状况存在巨大差距又进一步加剧了这种情况。除此之外，许多农民工和越来越多的“零工”劳动者仍然在缴款型保险体系之外。

**改革将提高社会保障体系的给付力度、覆盖面和可靠性。**加快实施 2011 年《社会保险法》可促进全国统筹，增强福利的异地可得性和服务的便利度。提高医疗保险给付的上限，将平均居民养老金给付提高到绝对贫困线收入以上，以及调整失业保险缴费和给付的基数，都将提高社保福利的充分性。发展规划良好、协调的、激励相容的第三支柱养老保险，将为“零工”劳动者提供退休储蓄的渠道。应引入与宏观经济触发因素（如失业率的变化）挂钩的家庭现金转移支付机制，发放儿童津贴，从而扩大社会救助体系并提高其有效性。为给这些措施的施行赢得更多财政空间，中国可以通过提高法定退休年龄（如今退休人员的预期退休后寿命是上世纪五十年代设定法定退休年龄时的两倍），更好地执行费用征缴，提高税制的累进性，并重新确定政府支出的优先次序（见“[部分问题](#)”）。

G20 新兴市场经济体的社会保护支出，2018年  
(占 GDP 的百分比)



来源：政府财政统计（GFS）；IMF 工作人员计算。  
注释：1. 一般政府，不包括阿根廷和巴西，这两个国家是包括社会保障基金在内的中央政府。2. 不包括医疗卫生支出。3. 印度、墨西哥和沙特阿拉伯的 GFS 中没有数据。

<sup>1</sup> 本专栏由 John Ralyea 撰写。

### 专栏 3. 结构性改革的进展<sup>1</sup>

中国在开放、绿色转型和户籍改革方面取得了进展。同时，在国有企业改革和强化市场作用方面仍有很大改善空间。沿着这些方向采取进一步改革将有助于稳定增长，减少外部失衡，建立一个更具韧性、更为绿色和更加包容的经济体。

**开放：取得了重大进展。**中国政府已经在全国范围内采纳了外商投资准入负面清单的方法，继续推进金融开放，并在试点地区推进贸易、服务和投资便利化改革。政府已经印发《关于在政府采购活动中落实平等对待内外资企业有关政策的通知》，并将在年底前发布 2021 年外商投资负面清单。中国完成了对《区域全面经济伙伴关系协定》（RECP）的批准，并已申请加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》（CPTPP）。

**再平衡：取得的进展有限。**政府已经采取措施，逐步深化医疗保健体系的改革，但仍需要进一步加强整个社会保障体系，以减少家庭的预防性储蓄和收入不平等。

**绿色转型：取得了一些进展。**中国已制定全国碳排放交易机制。然而，在目前的形式下，该计划的影响有限，因为其允许大量分配免费的、基于碳排放强度的排放配额，且可进行事后调整。各个部委和地方政府推出了行动计划，以不同的方式响应国家的减碳目标。应出台市场化的政策和改革，优化法规，从而更好地引导经济实现碳中和，同时减少对经济增长的不利影响。

**劳动力和产品市场：取得了一些进展。**政府出台了支持灵活就业的措施，并进一步放宽了户籍限制。监管机构还发布了针对平台经济的反垄断指引文件，公布了《反垄断法》修订草案，扩大了对科技行业的监管，大幅提高了处罚力度。然而，仍有进一步统一市场的空间，例如可通过取消地方保护，通过更全面的户籍改革来提高劳动力市场的灵活性，并在进行监管改革时确保透明度和可预见性，以降低政策不确定性。

**国有企业：取得的进展有限。**在地方国有企业发生一系列违约事件后，政府已将重点放在改善监管上。然而，在取消隐性担保或收紧国有企业的预算约束等核心改革领域没有取得进一步的进展，而且有迹象表明，国有企业在研发和其他提高技术自主能力的努力方面将发挥更大而非更小的作用。近年来，以年轻、创新企业进入市场的数量衡量的中国市场活力有所下降。

**金融部门：取得了一些进展。**随着政府逐步取消了一些抗疫特殊措施，工作重点又回到“防风险”上来。当局加强了对房地产贷款和非银行支付机构的监督。反洗钱/打击恐怖主义融资的监督和管理框架已经建立，并且为建立优质企业债券市场推出了一些措施。

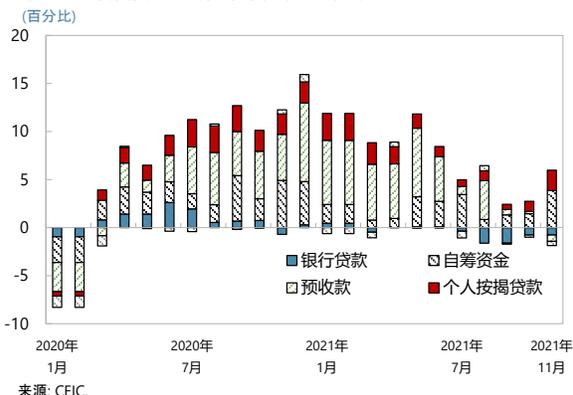
**政策框架：取得了的进展有限。**中国人民银行优化了存款利率自律上限的调整方法。货币政策框架现代化改革应继续加强利率传导，包括通过进一步向基于利率的框架转型。财政政策应着力于预算管理体系现代化，优化税收结构，并制定全面的中期财政框架。

<sup>1</sup> 本专栏由 Diego Cerdeiro 和 Xin Li 撰写。

#### 专栏 4. 地产开发商承压导致下行风险<sup>1</sup>

在国家收紧监管以控制高杠杆的房地产行业后，中国最大的房地产开发商之一恒大集团已开始重组谈判。自那以来，融资压力已蔓延至其他房地产开发商，引起了人们对此事件给整体经济和全球市场带来负面溢出效应的担忧。<sup>2</sup> 当局拥有政策空间和工具来控制这些风险，但必须在金融稳定和道德风险之间进行艰难的权衡。从长远来看，若要全面应对中国房地产市场的风险，就需要深化结构性改革。

中国：开发商资金：对两年年化增长的贡献



恒大集团和其他一些证券的资产价格



中国最大的房地产开发商之一恒大集团正面临着严重的资金紧张问题并已开始重组谈判。该公司对债权人、供应商和购房者的负债超过 3,000 亿美元，其债券交易价格之低令人担忧。到目前为止，这一危机主要蔓延到中国其他财务状况不佳的开发商和评级较低的企业，对评级较高的开发商的影响有限。中国和全球市场最初对恒大的危机反应强烈，但随后在当局采取行动限制更广泛的溢出效应后，市场趋于稳定。

在恒大事件出现之前，中国开展了广泛的监管活动以控制高杠杆的房地产行业。房地产在中国的经济和金融体系中都发挥着重要作用，在新冠疫情暴发前的 5 年中，房地产在固定投资总额和银行贷款中均占约四分之一的份额。在需求方面，房地产部门的重要性体现在家庭的大规模储蓄——在一定程度上与社会保障体系不充分有关（见专栏 2），以及替代投资选择有限的状况。在全球金融危机之后，允许私人住房投资作为关键的逆周期政策工具发挥了作用，杠杆率显著上升，随后，出于对金融稳定的担忧，当局多次试图抑制房地产行业。在从去年的全国新冠疫情封锁中初步复苏之后，当局加大了管控力度，包括对开发商的新融资行为施加更严格的限制。

对开发商信贷的最新控制措施使人们更加担忧风险会在行业内蔓延。与恒大一样，许多房地产开发商也是高杠杆经营，盈利能力和流动性较弱。许多开发商也存在着信息披露不足的风险，如来自担保和合资企业的规模巨大但不透明的表外风险。该行业越来越依赖未完工的期房预售作为资金来源——现在比重超过三分之一，高于 2014 年的 25%——这增加了整个行业面对信心危机和挤兑的脆弱性。<sup>3</sup> 这些资金来源并未全部得到妥善保管，这是一种高风险的做法，会增加杠杆，使家庭成为债权人，但是家庭在监测这些贷款风险方面的能力有限。如果违约开发商的期房库存未能完工，这不仅会削弱消费者信心，还可能降低家庭从其他开发商购买预售房屋的意愿，从而在房地产行业内部造成流动性紧张。基于调查的证据表明，不同城市的高房价收入比加剧了这些脆弱性。

这些脆弱性有可能导致开发商更普遍地面临信贷紧缩，从而可能造成席卷整个房地产行业的下行风险情景出现：

- 如果住房需求下滑，或陷入困境的开发商被迫打折出售库存，那么开发商融资压力可能会波及房地产价格，从而加剧风险在房地产行业内部蔓延。

- 房价下跌和工期延后的增加，可能会导致预售暂停，并引发家庭总体住房需求大幅减少，进一步加大房地产开发商的财务压力。
- 此时，金融系统可能会受到影响，导致开发商和家庭购房者的信贷供应收缩。虽然银行对作为单个机构的恒大集团的贷款风险并非系统性风险，但银行对整体房地产公司的贷款总额占总贷款的 7%，住宅按揭抵押贷款另占 21%，其他银行贷款中有很一部分以房产作为抵押。此外，银行对非银行金融机构有很高的风险，而非银行金融机构又对开发商和其他有土地风险的公司有大量风险敞口。信托公司（一类非银行金融机构）在过去四年中为中国快速增长的房地产投资提供了 16-22% 的资金。

**房地产行业的超预期放缓可能引发对总需求的多重负面效应，并与金融部门形成反馈循环。**在国内，这可能包括大幅削减房地产投资（2020 年，房地产投资约占 GDP 的 8.7%）。此外，还将对其他私人投资产生连锁反应，因为房地产部门占中间材料总购买量的 11%。此外，由于土地销售收入下降，地方政府可能被迫进行不必要的财政整顿。房价的持续下跌可能会降低居民收入和减少就业（建筑业占总就业人数的 13%），削弱财富效应（80% 的家庭拥有自己的住房），从而给私人消费造成重大压力。

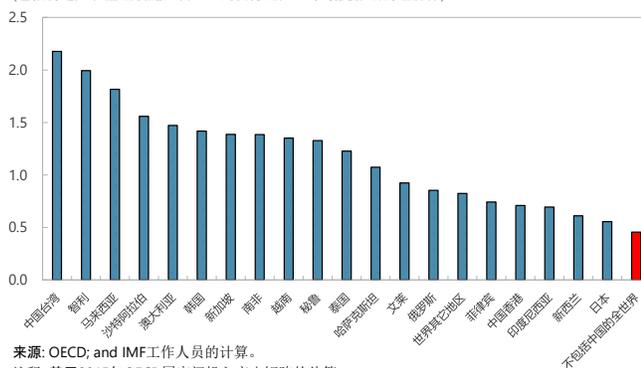
**如果中国经济增长的突然放缓，会通过贸易和大宗商品价格渠道产生溢出效应。**对中国因金融压力导致的投资下滑进行的模型模拟结果表明，中国总产出每下降百分之一，就会使世界其他地区的增速降低大约千分之一（Dizioli 等人，2016）。虽然房地产投资的贸易密集度相对低于其他投资，但来自世界其他地区的直接和间接贸易风险仍然相当大。中国建筑行业（包括房地产和基础设施）的国外增加值占全球（不包括中国）GDP 的 0.5%，部分亚洲经济体和几个大宗商品出口国面临的风险更大。中国建筑行业的最终需求吸收了基本金属（14%）、采矿（6%）和石油及化学品（5%）行业相当大一部分的全球附加值。

**金融溢出效应将通过全球风险偏好的恶化来发挥作用。**随着中国被纳入全球基准指数，房地产开发商成为离岸债券市场上的活跃发行人（2,000 亿美元的未偿付债券），近年来非居民对中国金融资产的直接持有量有所增加，但对中国的直接风险敞口仍然相对较小。然而，鉴于与贸易有关的强烈溢出效应，全球风险偏好可能会受到影响，这可能导致融资环境收紧，特别是在新兴市场（GFSR，2016 年 4 月）。

**在以政策应对房地产开发商承压中，必然涉及到艰难的权衡取舍。**在短期内，当局拥有政策空间和工具来限制对整个房地产市场的无序溢出效应，并减轻对经济的任何不利影响。然而，在提供支持的时机和力度上，必须在避免冲击损害信心与尽量减少政策反复二者间保持平衡，以减少道德风险和控制杠杆。主要政策应对措施应包括：

- **防范危机的系统性蔓延：**就目前而言，当务之急应该是遏制对住房需求和经济活动的大规模溢出效应，同时运用市场力量降低脆弱性。这需要加强风险监测，加强中央政府在政策应对中的统筹协调作用，在确保预售库存及时完成的同时，帮助陷入困境的开发商进行重组。
- **应对危机不断升级的风险：**如果房地产市场的大规模溢出效应威胁到经济和金融稳定，就需要采取更大胆的措施，包括政府向面临压力的开发商提供流动性支持，以及建立预售住房竣工担保机制。这些措施应是暂时的，并须有严格的保障措施，以尽量减少道德风险（见下文）。实施果断的宏观经济宽松政策将防止总需求不足。

**中国建筑业终端需求所吸收的附加值**  
(包括房地产和基础设施，占GDP的百分比，20个最受影响的经济体)



来源: OECD; and IMF工作人员的计算。  
注释: 基于2015年OECD国家间投入产出矩阵的估算。

- **解决结构性问题：**一旦风险退去，要确保房地产行业的风险降至更安全的水平，就需要遏制预售房屋的风险，引入房地产税，以及其他缓解投资性住房需求的措施，并减少地方政府提振房地产市场的激励措施。

---

<sup>1</sup>本专栏由 Diego Cerdeiro、Henry Hoyle 和 Phakawa Jeasakul 撰。

<sup>2</sup>不断升级的房地产行业紧张局势是金融稳定风险的一部分，在风险评估矩阵中被描述为中等概率的风险事件(见附录二)。

<sup>3</sup>尽管对于预售资金的使用有法律限制，但据信许多开发商仍然在有限的监管下使用这些资金，并拥有广泛的企业用途。

### 专栏 5. 公共投资：重新确定优先次序的时机已成熟<sup>1</sup>

投资驱动型发展模式在中国似乎已经走到了尽头。中国的广义政府资本存量在二十国集团成员中最高，总体投资回报率正在下降。展望未来，将政府支出偏向家庭支持，并改善公共投资管理，这样，每一元钱开支可能将带来更多的增长。

按购买力平价计算，中国的广义政府资本存量高于其他国家。自全球金融危机以来，总投资的增长平均占到年度总增长的 50% 以上。随着时间的推移，这种持续的高投资和随之而来的大量资本存量可能会产生不利影响。例如，在过去的 25 年里，中国的实际资本回报率呈下降趋势。下降的主要原因是资本的边际实物产出的减少。

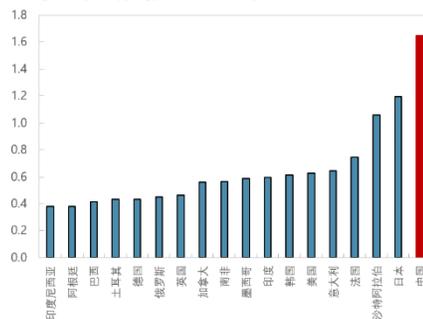
这些典型事实是由标准方法得出。总资本存量使用永续盘存法从年度总投资减去折旧后估计得出。公共和私人资本存量是根据年度公共和私人的固定资本形成总额而分别计算的估计值。实际净资本收益率根据以下公式估算得出：

$$R_t = \frac{\alpha_t - (\mu - 1)/\mu}{P_t^K K_t / P_t^Y Y_t} + [P_t^K - P_t^Y] - \delta_t$$

其中  $\alpha_t$  是收入中的资本份额， $\mu$  是不完全竞争的调整参数，即资本价格 ( $P_t^K$ ) 包含了在资本边际成本之上的 10% 的加价， $P_t^Y$  是 GDP 平减指数， $Y_t$  是总收入（即不变 GDP）， $P_t^K$  是资本价格， $K_t$  是资本存量， $\delta_t$  是折旧率。等式右侧第一项是资本收益的估算值。资本和产出的价格相同时，它就等于资本的边际实物产出。第二项是资本的实际“资本收益”（以消耗品计的资本价格的变化率）。

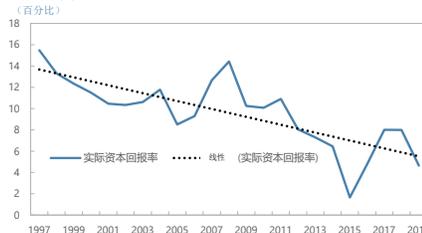
过高的资本存量和不断下降的投资收益表明，稀缺的财政资源可以有其他用途。虽然公共投资管理可能还有改善空间，但重新确定支出的优先顺序，以解决家庭面对冲击时的脆弱性和日益严重的收入不平等，可能会产生特别有利的经济和社会回报。

一般政府资本存量，2017年  
(按购买力平价计算的与GDP的比率)



来源：国际货币基金组织投资与资本库存数据库。

实际资本收益率



来源：来源：IMF《世界经济展望》；CIEC；佩恩表；IMF工作人员的计算。  
注释：基于固定资本形成总额的资本。

<sup>1</sup> 本专栏由 John Ralyea 撰写。

<sup>2</sup> C. Bai, C. Hsieh 和 Y. Qian, “中国的资本收益”，《布鲁金斯经济活动论文集》，2:2006。

### 专栏 6. 主权风险和债务可持续性分析 (SRDSA) 概述<sup>1</sup>

中国较早采用了基金组织评估主权风险和债务可持续性的新方法。<sup>2</sup> SRDSA 是对使用 MAC DSA 分析 (见附件三) 的补充, 分析结果显示, 中国在中期内有中等程度的主权压力风险。

主权风险和债务可持续性框架 (SRDSF) 将逐步取代现有的市场准入国家债务可持续性框架 (MAC DSA), 以进一步加强对债务相关脆弱性的分析, 包括提高预测的准确性。SRDSF 在三个不同的时间范围内评估主权压力风险, 即: 近期 (1-2 年), 基于多变量 (logit) 模型; 中期 (5 年), 包括 (1) 评估债务稳定前景的债务扇形图, (2) 评估展期风险的细化分析, 以及 (3) 针对特定风险 (如自然灾害、大宗商品价格冲击、银行压力) 进行压力测试; 以及长期 (超过 5 年)。本专栏采用了这个全新框架来评估中国的中期主权压力风险。

#### 主权压力风险

	机械信号		最终评估	评论
	预算 2/	增扩 2/		
中期 (整体)	中	高	中	增扩债务情景下的高负债水平是主要的中期主权压力风险。然而, 基线情景下的可行财政调整如果继续下去, 将在长期内稳定债务。广义政府的金融净值估计在 2017 年占 GDP 的 10.5%, 实际借贷成本低, 假设封闭的资本账户, 这些都减轻了风险。
总融资需求 (GFN)	中	高	中	
债务扇形图	高	高	高	

中期主权压力风险被评估为中等。<sup>4</sup>

- 债务扇形图分析以 2026 年较高债务水平的预测为基础。其表明, 在中期的预算情景和增扩债务情景下, 压力风险都偏高, 估计增扩的债务在未来五年内稳定的概率不到 25%。然而, 如果每年能以占 GDP 约 0.75% 的幅度开展渐进式财政调整, 中国将在长期内稳定债务。
- 总融资需求 (GFN) 模块显示, 中期内的主权压力风险为中到高, 具体取决于相关参数。在增扩债务情景下, 尽管基本赤字从 2020 年的较高水平逐步收窄, 但预计平均 GFN 仍然很大。不过, 国际货币基金组织工作人员评估中期融资风险为中等, 因为流动资产尚为充裕 (政府在银行系统的存款占 GDP 的三分之一), 国内金融机构有能力在压力情景下吸收更高的债务发行量, 同时外债规模不大。例如, 据估计, 超过 80% 的增扩一般政府债务由国家主导的商业银行系统持有, 但这只占到该系统总资产的四分之一。

<sup>1</sup> 本专栏由 John Ralyea 撰写。

<sup>2</sup> 见“市场准入国家债务可持续性框架审查”, [IMF 政策文件 2021/003](#)。

<sup>3</sup> 预算情景和增扩情景的描述, 见附录三。

<sup>4</sup> 主权压力的表现形式包括借款利差较高或正在升高, 通货膨胀较高或正在升高, 失去市场融资渠道, 违约等。

### 专栏 7. 通过再平衡获得双重红利： 碳中和及高质量增长<sup>1</sup>

通过强有力的改革努力，将增长的重点从投资转向消费，不仅可以推动中国实现更高质量的长期增长目标，还可以通过降低 GDP 增长的碳强度，为履行中国的“碳中和”承诺做出重大贡献。

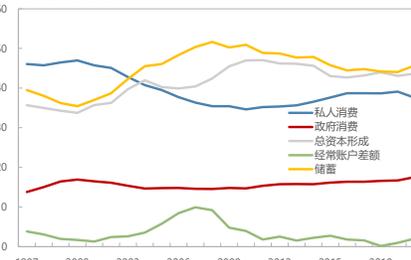
投资在中国 GDP 中所占份额仍然很高，这表明国内的失衡状况仍然存在。虽然私人消费的份额在过去十年中一直上升，但仍然远低于中国在 20 世纪 90 年代末的水平，也低于同类经济体的水平。一个关键原因是中国家庭储蓄率过高，<sup>3</sup>这在一定程度上反映了社会保障体系覆盖面低和福利充足度不足所造成的预防性储蓄需求（见专栏 2）。持续的大量投资（包括建筑业投资）很可能意味着生产率的下降和效率的降低，这会进一步推高了原本高企的债务水平并加大了金融风险。在过去的几个五年计划中，向消费和服务业主导的经济转型一直是政府的优先事项。

同时，中国以投资为主导的增长模式导致重工业碳排放和其他温室气体排放水平相对较高。重工业的高能源强度加之其对碳密集型煤炭行业作为主要能源的依赖，导致中国成为世界上最大的二氧化碳和其他温室气体排放国，占世界二氧化碳排放总量的近三分之一。

经济再平衡将支持高质量增长，同时大幅减少碳排放。从建筑和冶金等重工业转移到碳密集度较低的服务行业，将降低产出的能源强度和碳强度，从而减少整体的二氧化碳排放量。通过模拟<sup>2</sup>对两种 GDP 增长情景进行了比较，一种情景是假设投资在 GDP 中的份额减少 15 个百分点，另一种情景是将投资的份额保持在当前水平，模拟表明仅靠经济再平衡就可以显著促进二氧化碳减排，在给定的假设条件下，在未来 30 年内中国可以减少 15% 的二氧化碳排放量。因此，全球二氧化碳排放量将下降约 4.5%。

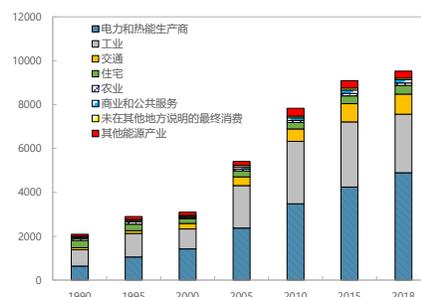
总需求和经常账户

(名义 GDP 的百分比)



来源：《世界经济展望》以及 IMF 工作人员的计算。

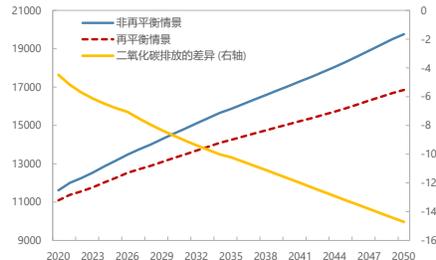
中国的碳排放主要来自于电力和工业部门 (公吨二氧化碳)



来源：国际能源署；IMF 工作人员的计算。

中国的再平衡与非再平衡情景下的二氧化碳预测

(左轴：公吨二氧化碳；右轴：百分比)



来源：IMF《世界经济展望》；IMF 工作人员的计算。

<sup>1</sup> 本专栏撰稿人为 Wenjie Chen。

<sup>2</sup> Black 等人，“中国实施缓解气候变化战略：全面的一揽子宏观经济政策措施”（即将发表）。

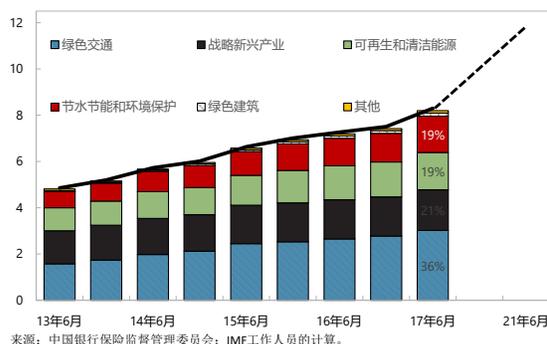
<sup>3</sup> 见 L. Zhang, R. Brooks, D. Ding, H. Ding, H. He, J. Lu 和 R. Mano 等人，“中国的高储蓄：驱动因素、展望和政策”，IMF Working paper [WP/18/277](https://www.imf.org/en/Publications/Working-Papers/WP/18/277), 2019 年。

### 专栏 8. 调动绿色资金<sup>1</sup>

绿色金融政策在引导私人部门资金支持绿色投资、管理气候相关金融风险方面可以发挥关键作用。虽然中国拥有庞大的绿色金融市场，但改善绿色金融框架和加强气候相关风险的管理有助于有效调动资源，支持低碳经济转型。

中国未偿付的绿色融资工具存量巨大，但与国际标准相比仍有相当大的差距。截至 2021 年年中，中国的银行已经提供了 2.2 万亿美元的绿色贷款。截至 2020 年年底，中国发行的 2160 亿美元的绿色债券中，只有略多于一半（1300 亿美元）符合公认的国际标准。不符合国际标准的债券往往为不合格的产品生产（如煤炭的“清洁”利用）提供资金，或提供比国际惯例更多的营运资本（例如，国家发改委负责管理的债券），而且目前还没有绿色贷款的国际分类标准。中国的金融体系也面临着气候相关的金融风险，特别是在碳密集型企业中。

中国：未偿付绿色贷款  
(万亿人民币)



中国当局最近在完善绿色金融政策和促进国际合作方面

取得了长足进步。《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》采纳“无重大损害”原则，今后不再纳入化石燃料有关的项目，使中国的分类标准更接近国际标准。中国人民银行在制定和实施绿色金融改革方面发挥了积极作用，如鼓励绿色金融发展，加强对气候相关金融风险的管理（进行初步压力测试），以及完善碳定价机制等。在国际层面，中国当局参与了国际上关于建立绿色金融政策共识的工作，包括与欧盟合作制定《共同分类目录》。

需要进一步强化绿色金融政策，吸引更多的国内外资金，改善绿色经济活动的资源配置，并尽量降低相关金融风险。

- **加强绿色金融框架。**中国的分类标准可以采用明确的碳排放门槛，而绿色债券和贷款应该在收益使用、绩效评估和披露方面采取更严格的要求，以更好地与国际惯例接轨。应努力推广与可持续目标挂钩的金融工具，根据发行人在可持续目标方面的表现进行奖励/惩罚。
- **改进气候相关数据的收集和披露要求。**需要改进数据质量以支持当局的金融风险监测和分析，而更及时、更准确的信息可以更好地调动资金，通过绿色债券、绿色股票和绿色投资基金进行绿色投资。正在进行的碳排放交易体系（ETS）相关的监测、报告和碳排放核查方面的能力建设，可以让企业（特别是中小企业）从中受益。

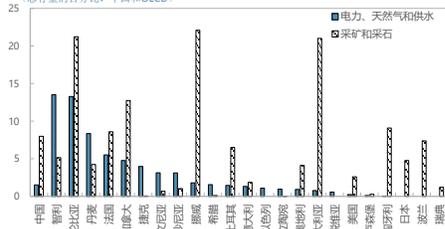
<sup>1</sup> 本专栏由 Wenjie Chen、Henry Hoyle 和 Phakawa Jeasakul 撰写。

### 专栏 9. 建设更加绿色的“一带一路”倡议<sup>1</sup>

中国在非绿色（褐色）行业的对外直接投资存量十分巨大，如果中国能出台更新的海外投资准则，可能会带来巨大的环境收益。更严格的准则可以帮助中国在国际上展现其气候目标，同时支持清洁能源产业的发展。

#### 对外投资存量

（总存量的百分比，中国和OECD）



来源：OECD；Haver Analytics；IMF工作人员的计算。  
 注释：缺少电力数据——日本、波兰、瑞典；缺少采矿数据——以色列、拉脱维亚。

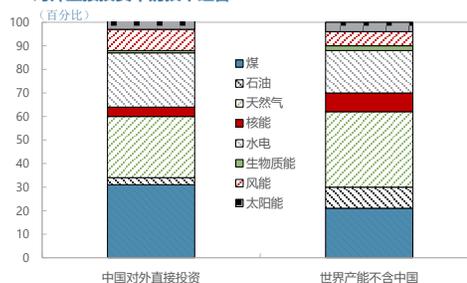
中国是非绿色行业对外直接投资存量最大的国家之一。2019年，中国2.2万亿美元的对外直接投资总存量中，约有10%投向采矿、采石和电力部门，按美元绝对值计算位居世界第三。2000-2016年期间的数据表明，中国对外直接投资的产能主要集中在燃煤电厂。数据显示，在中国2021年秋季宣布停止海外煤炭投资之前，2020年海外能源投资的各个类别都有所下降，至少在一定程度上是因为新冠疫情使一些项目不得不放缓。在2021年上半年，中国没有在海外投资任何燃煤电厂，而这也是自“一带一路”倡议启动以来的头一次。<sup>2</sup>

有关部门最近发布了最新的对外直接投资绿色指南。2021年7月，商务部和生态环境部发布了新的对外投资绿色指南。该自愿性指南特别指出，中国企业应考虑：在国际标准比东道国规则更严格的情况下遵守国际标准，并与当地利益攸关方建立协商和投诉机制。新的绿色投资原则还要求金融机构承诺在项目中考虑环境问题。

然而，中国目前对海外投资的强制性准则只强调了遵守东道国标准的要求。除了要求遵守东道国的环境法规外，现有的海外投资环境政策大多是自愿性的。这意味着现有的中国国内环境政策事实上可能比规范海外投资的政策更严格。

更加绿色的“一带一路”倡议可以帮助中国在国际上展现其气候努力的决心。中国将从进一步加强海外融资的环境标准中受益。相关措施包括，从自愿性条款转向约束性条款，以及在东道国环境法规较弱的地方采用中国国内（或国际）标准。适当地采用现有的国际标准来避免多重标准，也可能有助于绿色金融的发展（另见专栏8）。提高透明度（包括对“一带一路”融资的归类），不仅有助于中国气候目标的实现，而且可能有助于吸引私人投资者的参与。更加绿色的“一带一路”倡议也将支持绿色产业发展并降低“资产搁浅”风险。

#### 对外直接投资中的技术组合



来源：Z. Li, K. K. Gallagher和D. L. Mauzerall. 中国的全球力量:估算中国电力行业的外商直接投资。能源政策136, 2020年1月。  
 注释：中国的数据为2000-2016年。世界数据是2016年，不含中国产能。

<sup>1</sup> 本专栏的撰稿人为 Diego Cerdeiro 和 Wenjie Chen。

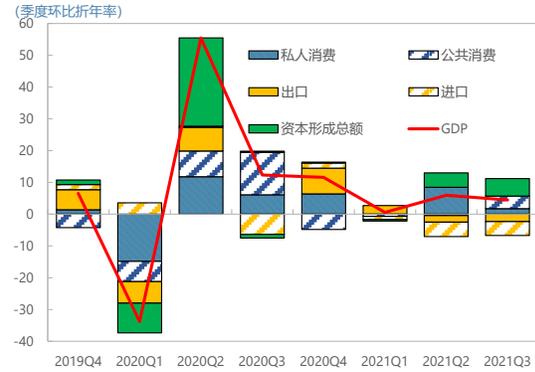
<sup>2</sup> 见 C. N. Wang, “一带一路倡议中的煤炭淘汰”，中央财经大学绿色金融国际研究院绿色“一带一路”研究中心，2021年。

<sup>3</sup> 见 K. Gallagher 等人，“指望煤炭？中国在孟加拉国、印度、印度尼西亚和越南的海外煤炭投资需求的驱动因素”。《能源研究与社会科学》，第71期，2021年。

图 1. 中国：近期形势——经济继续呈现不均衡复苏

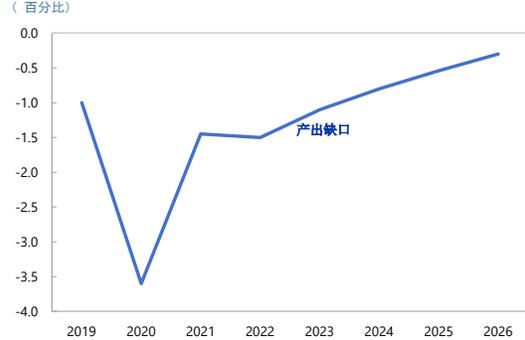
由于大规模疫情，第一和第二季度的经济增长减缓...

GDP各组成部分的贡献程度



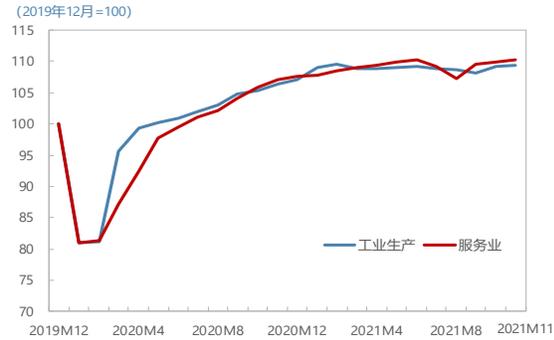
... GDP 仍低于潜在水平。

产出缺口



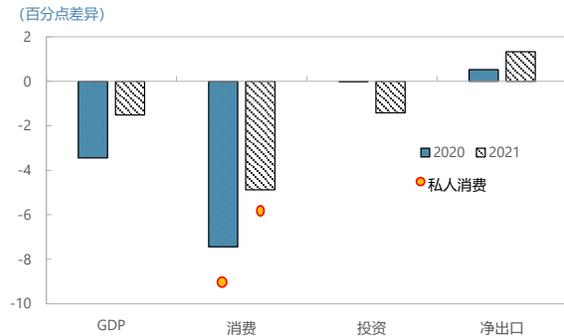
工业生产近期放缓，危机对服务业的影响持续不退...

实际供给指标



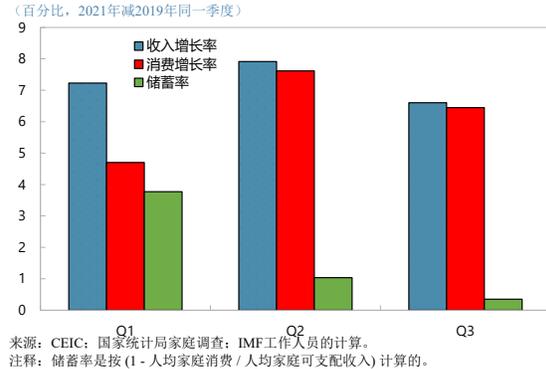
...原因包括消费依然疲软...

需求侧：与2020年1月IMF《世界经济展望》相比



... 因为收入和储蓄率尚未可持续地恢复到危机前水平。

私人收入、消费和储蓄



消费的相对疲软反过来在一定程度上导致生产者价格向消费者价格的传导程度较低。

CPI和PPI通胀

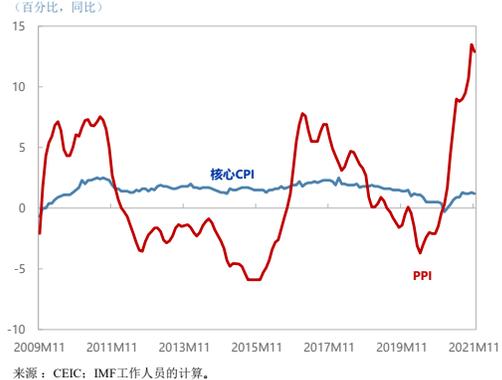


图 2. 中国：财政政策——政策大幅收紧抑制了经济增长

2021 年，财政政策收紧抑制了经济增长...

政府余额

(占GDP的百分比)

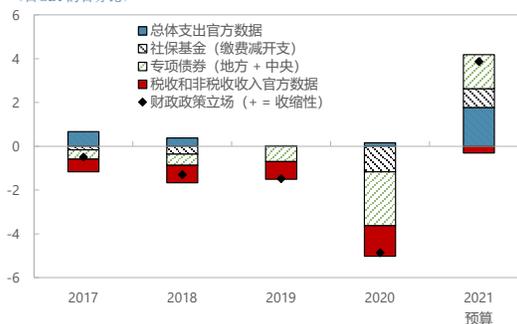


来源：当局；IMF工作人员的计算。  
注释：政府余额的定义见工作人员报告表2。

...财政政策收紧几乎全部来自当局的预算。

衡量财政政策立场的指标

(占GDP的百分比)

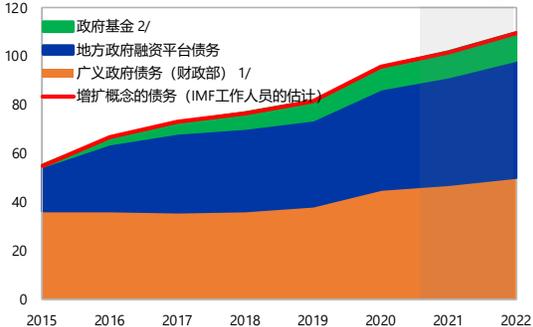


来源：CEIC；2020年中央和地方预测执行与2021年中央和地方预算草案报告；财政部政府债务研究和评估中心。

随着财政政策收紧，中国高额公共债务的增长速度预计将放缓。

增扩概念的债务

(占GDP的百分比)

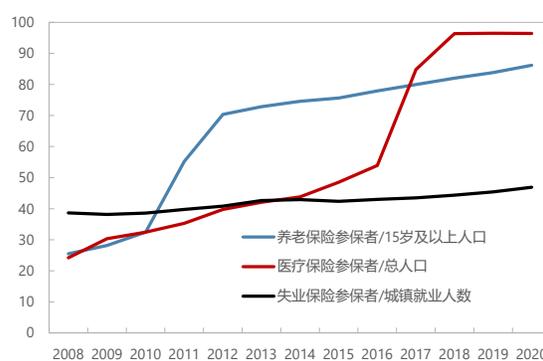


来源：财政部；IMF工作人员的计算。  
注释：1/ 数据截至2020年，2021年是估计值，2022年是预测值。  
2/ 政府指导基金和专项建设基金（仅包括社会资本部分）。

尽管养老保险和医疗保险的覆盖面显著扩大，但失业保险覆盖面仍然较低 ...

社会保险覆盖面

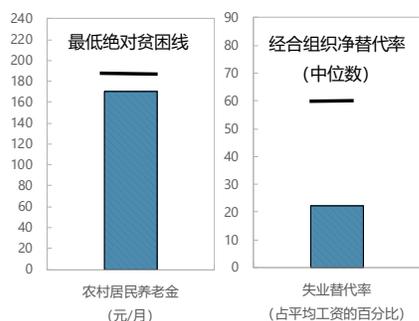
(百分比)



来源：CEIC；IMF工作人员的计算。  
注释：人口数值是从每十年一次的人口普查中外推得出的。

...居民和失业人员的保险金标准较低。

社会保险的充分性

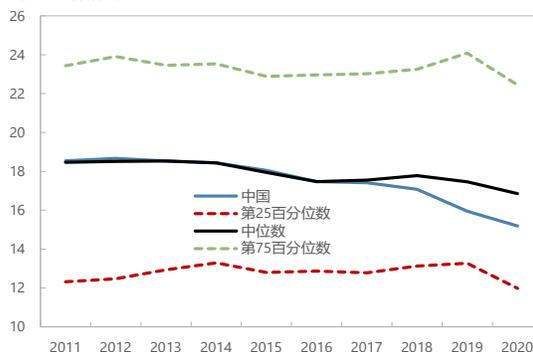


来源：人力资源和社会保障部；经合组织；CEIC；IMF工作人员的计算。

为了持续扩大社会保障和稳定债务，中国有必要扭转税收收入下降趋势。

新兴市场经济体的税收收入

(占GDP的百分比)

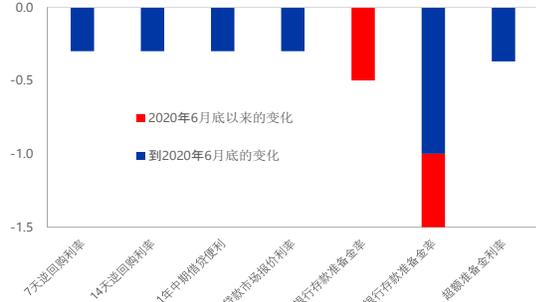


来源：IMF《世界经济展望》；IMF工作人员的计算。

图 3. 中国：货币政策——尽管通胀低于目标水平，但仍收紧了货币政策

自 2020 年中期以来，货币政策支持依赖于非利率工具，特别是流动性注入 ...

新冠疫情暴发以来的政策利率变化 (百分比)



来源：CEIC；Haver Analytics；IMF 工作人员的计算。

...而利率走廊保持不变。

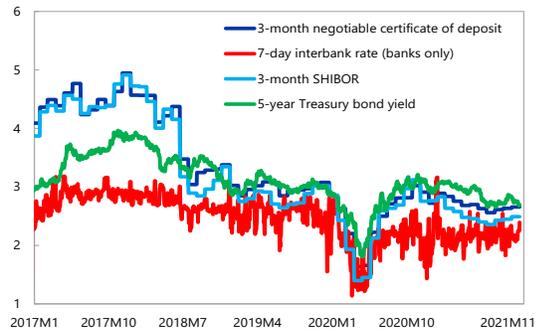
利率走廊 (百分比)



来源：CEIC。

注入流动性后，市场利率普遍下降，但期限很短的除外。

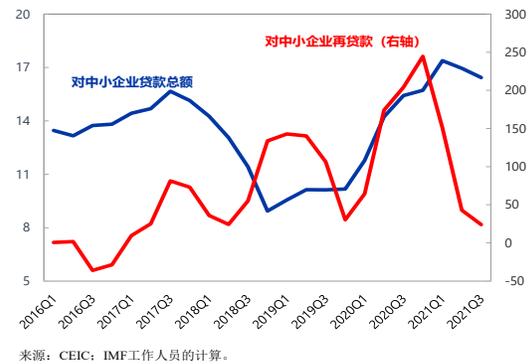
主要市场利率 (百分比)



来源：CEIC。  
注释：SHIBOR是指上海银行间同业拆放利率。

银行对中小企业贷款保持强劲，尽管人民银行 2021 年不再使用某些再贷款便利。

对中小企业的贷款 (同比百分比变化)



来源：CEIC；IMF 工作人员的计算。

核心通胀已开始回升，但仍大大低于 3% 的通胀目标水平，而食品通胀依然不高。

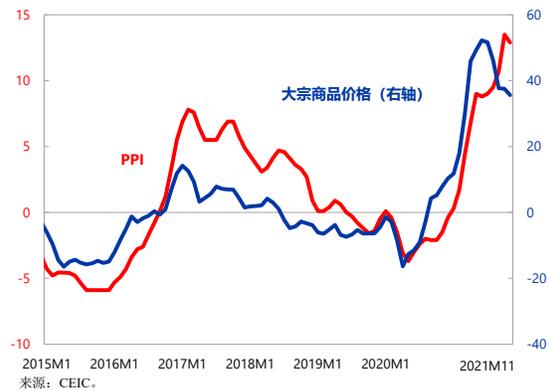
CPI 通胀 (百分比，同比)



来源：CEIC。

由于全球大宗商品价格上涨，生产者价格 (PPI) 通胀迅速上升。

生产者价格指数 (百分比，同比)

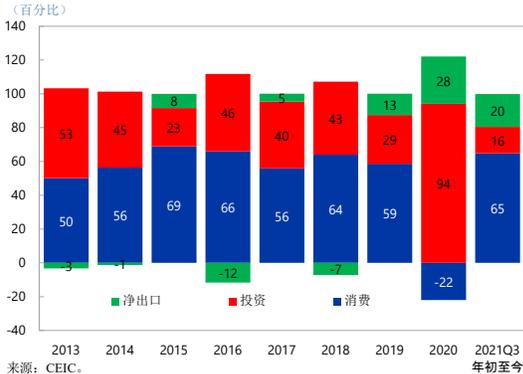


来源：CEIC。

图 4. 中国：再平衡——回到疫情前趋势的进展缓慢

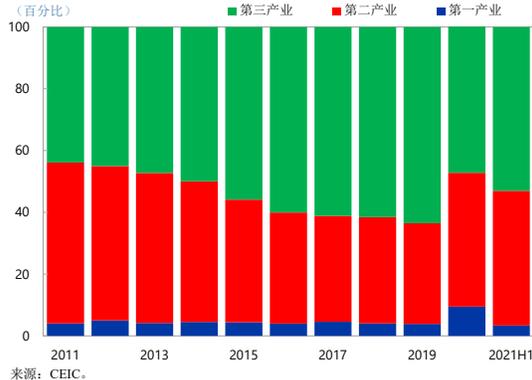
2020 年，转向消费的再平衡进程急剧倒退。2021 年，各因素对经济增长的贡献恢复正常，但不足以弥补上一年的倒退...

实际GDP增长的贡献比例：需求侧



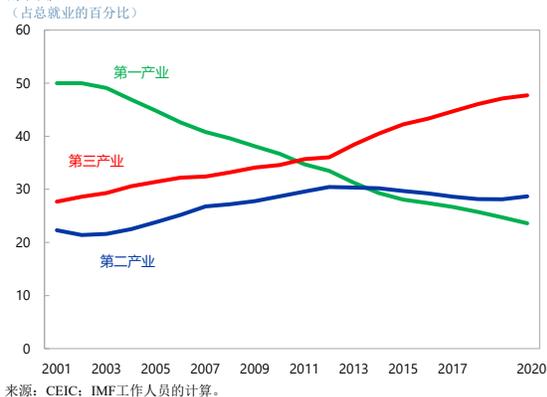
...这也体现在第三产业对 GDP 增长的贡献上。

实际GDP增长的贡献比例：供给侧



2020 年，第二产业相对于第三产业的就业自 2012 年以来首次增长 ...

部门就业



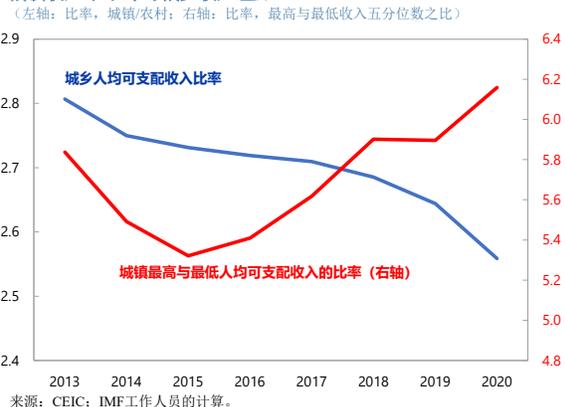
...随着当局放松货币政策以支持经济复苏，信贷强度达到历史高水平。

信贷强度



尽管城镇与农村收入的比率在 2020 年下降，但城镇收入不平等显著加剧。

城镇收入不平等与城乡收入差距



空气污染继续改善，但 2020 年改善速度放缓。

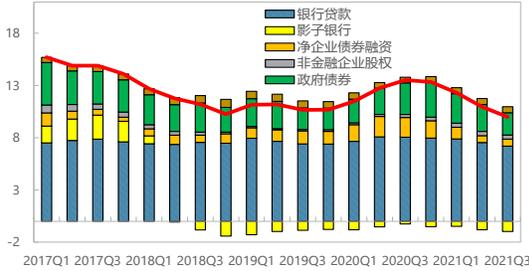
PM2.5 浓度——74 个城市各时期平均值



图 5. 中国：信贷——在经济复苏放缓的环境下，信贷增长减速

自 2020 年第四季度以来，社会融资总量的增长速度放慢 ...

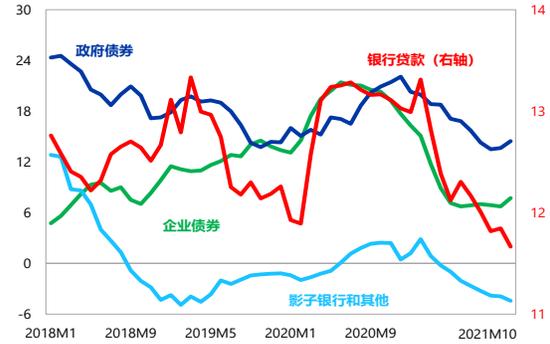
对社会融资总量存量增长的贡献  
(百分比, 同比增长)



来源: Haver Analytics; IMF 工作人员的计算。  
注释: 自 2017 年 1 月起, 包括资产支持证券 (ABS)、贷款注销和地方政府专项债券。  
自 2019 年 12 月起, 地方政府专项债券扩大到政府债券 (包括所有中央和地方政府债券) 并追溯到 2017 年。

...主要原因是债券融资和银行贷款减缓, 而影子银行继续收缩。

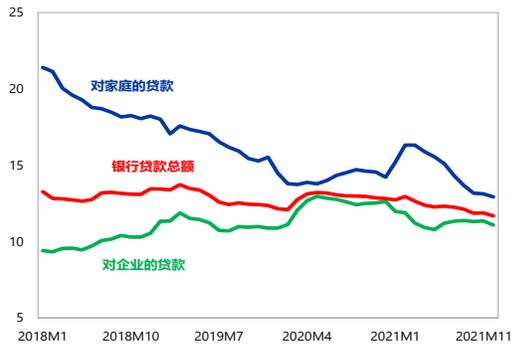
社会融资总量增速, 按组成部分划分  
(同比, 百分比变化)



来源: Haver Analytics; IMF 工作人员的计算。

企业贷款的增长仍然弱于 2020 年, 而家庭贷款自 2021 年第二季度以来减缓。

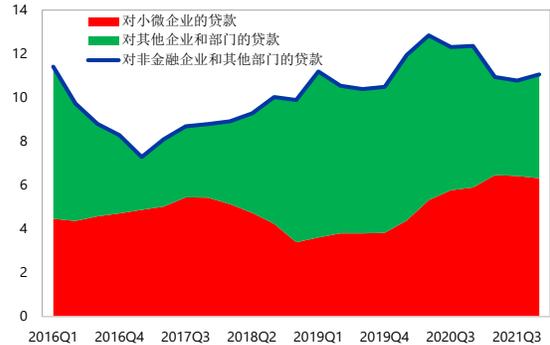
银行贷款增长率, 按借款人划分  
(百分比)



来源: Haver Analytics; IMF 工作人员的计算。

在当局继续采取措施支持小企业的的环境下, 对这些企业的贷款对企业贷款增长的贡献超过一半。

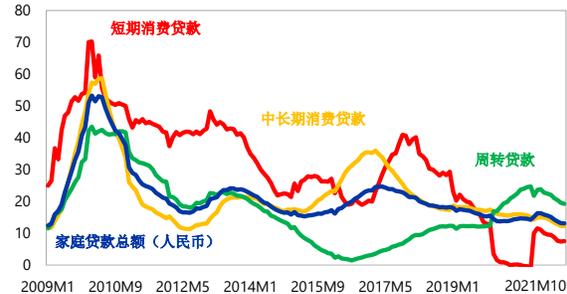
非金融企业贷款的贡献因素  
(百分比; 同比增长)



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

各类家庭贷款的增长都已放缓。

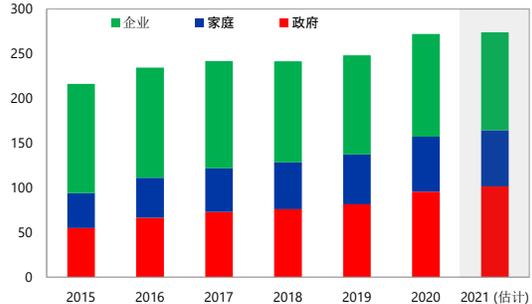
家庭贷款的增长, 按类型划分  
(同比百分比变化)



来源: Haver Analytics; IMF 工作人员的计算。  
注释: 2020 年 1 月短期消费贷款和中长期消费贷款存量数据存在结构性中断。为修正结构性中断, 利用短期和中长期人民币家庭贷款的流量数据对各组成部分进行了估计。

债务与 GDP 比率在 2020 年迅速上升之后, 预计 2021 年增速将减缓。

非金融部门的国内债务  
(占 GDP 的百分比)

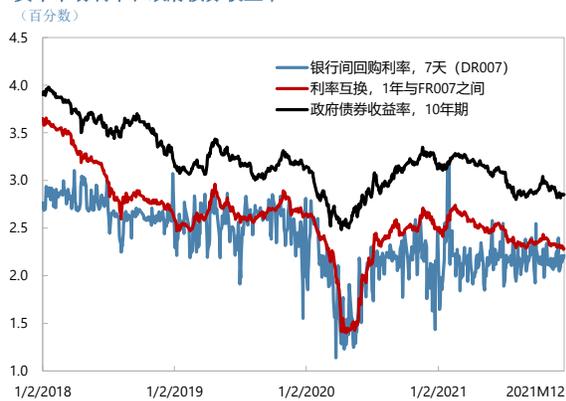


来源: CEIC; Haver Analytics; IMF 工作人员的计算。  
注释: 政府债务包括中央和地方政府债券、政府性基金和地方政府融资平台债务。企业债务不包括地方政府融资平台债务。

图 6. 中国：金融市场——融资成本近期下降

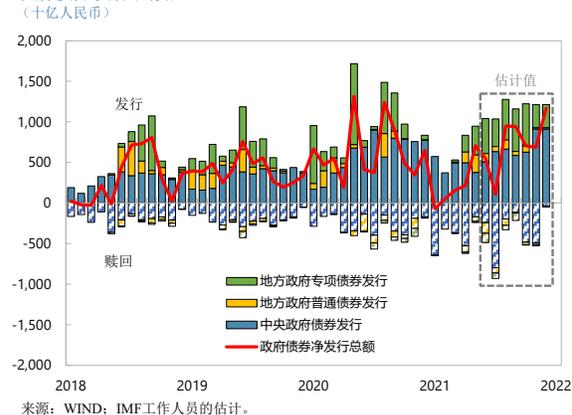
在存款准备金 7 月意外下调之后，长期政府债券收益率和短期货币市场利率已下降。

货币市场利率和政府债券收益率



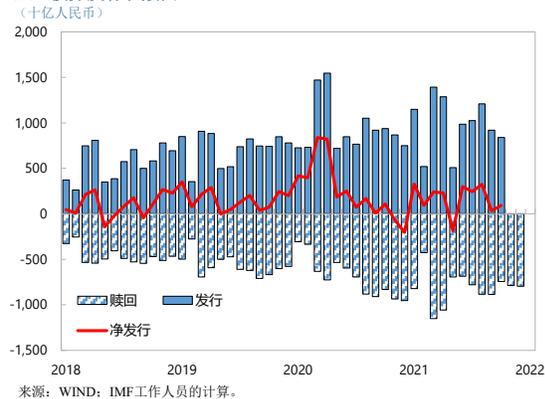
在政府债券发行量 2021 年下半年扩大、房地产开发商财务压力增加的环境下，人民银行继续保持充足的流动性。

政府债券发行和赎回



某些借款企业面临更紧的信贷条件，企业债券发行依然疲软...

企业债券发行和赎回



... 这体现在高级别与低级别债券发行人之间的信用利差继续保持在较高水平。

三年期企业债券收益率



监管政策收紧之后，股票价格在 2021 年下跌，但由于股市杠杆率不高，对金融体系其他部分的溢出效应有限。

股票价格和购买股票的保证金贷款



外国投资者继续增持中国资产，特别是债券。

证券投资流量

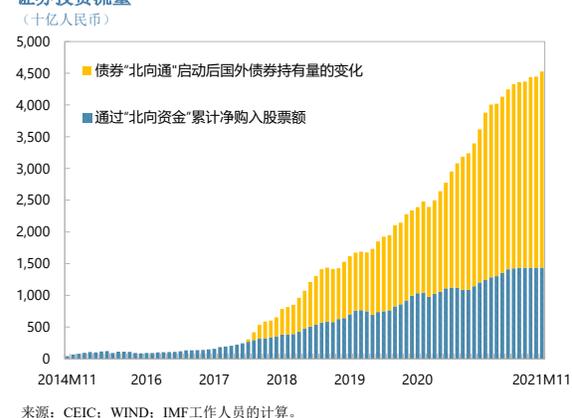
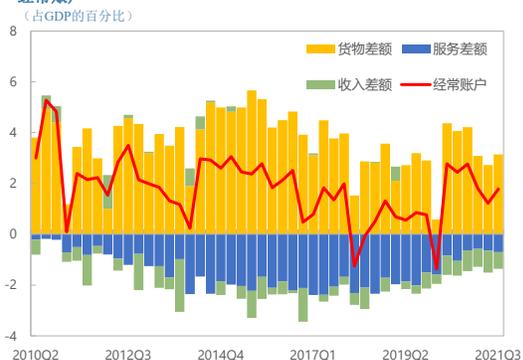


图 7. 中国：外部环境——经常账户顺差缩小，资本流动波动不定

中国的经常账户顺差继 2020 年第二季度扩大之后，2021 年前三个季度有所收缩，原因是进口增长导致贸易顺差下降。

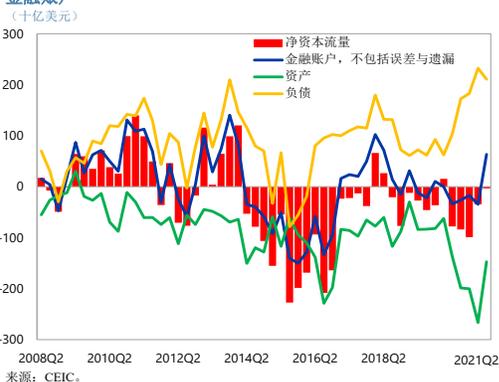
经常账户



来源：CEIC；IMF 工作人员的计算。

外商对华直接投资和证券投资流入强劲，抵消了居民在境外积累更多其他投资资产的影响，2021 年上半年的资本净流出减缓。

金融账户



来源：CEIC。

有效汇率在过去两年里升值。人民币对美元汇率的变动与美元变动基本一致。

人民币对美元汇率与CFETS指数



来源：Bloomberg；IMF 工作人员的计算。

注释：CFETS=China Foreign Exchange Trade System.

由于对非疫情相关货物（包括机械和电子产品）的需求强劲，出口表现稳健。

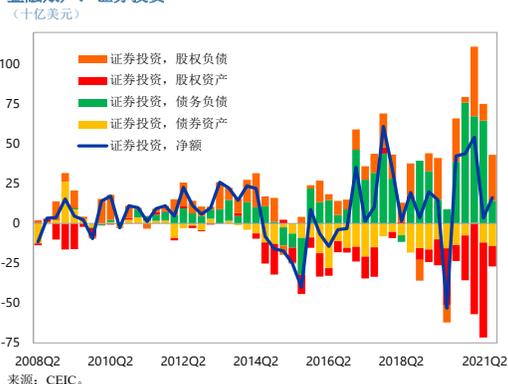
货物进出口



来源：海关；Haver Analytics；IMF 工作人员的计算。

特别是，由于股票资金强劲流入，证券投资在 2021 年第二季度总体上恢复。

金融账户：证券投资



来源：CEIC。

外汇储备基本稳定，2017 年以来没有大规模外汇干预迹象。

外汇储备

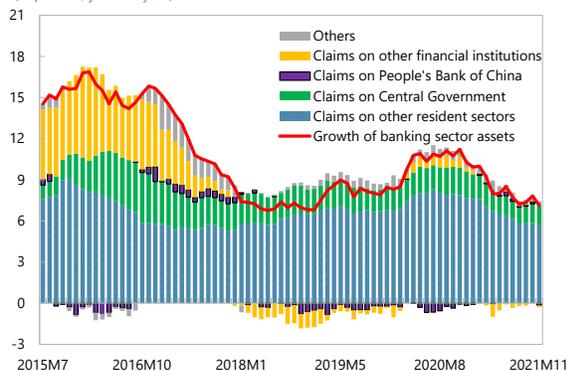


来源：Haver Analytics。

图 8. 中国：银行——问题贷款继续影响银行盈利能力

随着信贷增长减缓，银行资产负债表扩张已放慢。

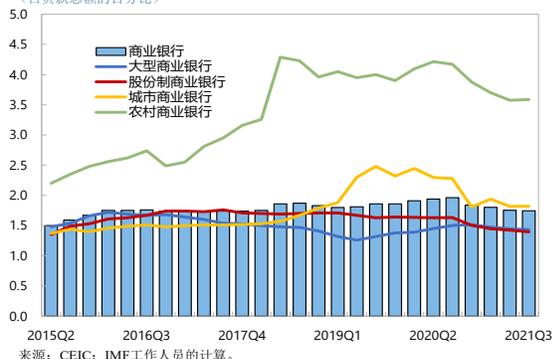
Growth of banking sector assets  
(In percent; year-on-year)



Sources: CEIC, and IMF staff calculations.

整个体系的资产质量在 2021 年改善，但农村商业银行持有的不良贷款比例上升。

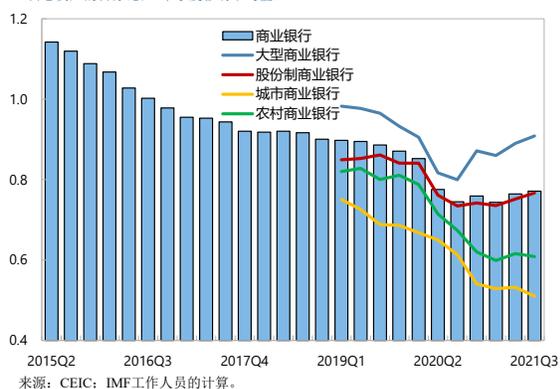
商业银行：不良贷款  
(占贷款总额的百分比)



来源：CEIC；IMF 工作人员的计算。

... 这导致其利润率下降，且净息差在 2019 年底之后略有收窄。

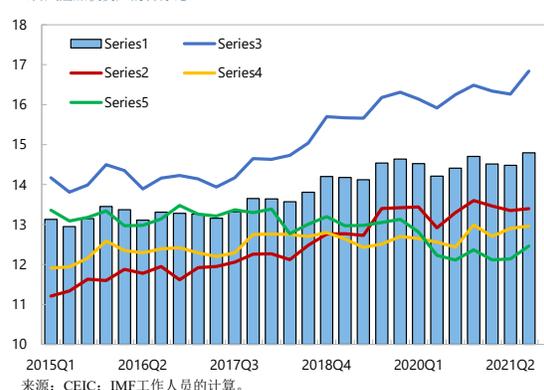
商业银行：净利润  
(占总资产的百分比；4 个季度移动平均值)



来源：CEIC；IMF 工作人员的计算。

整个体系的资本比率保持稳定，但农村商业银行的资本缓冲水平较低。

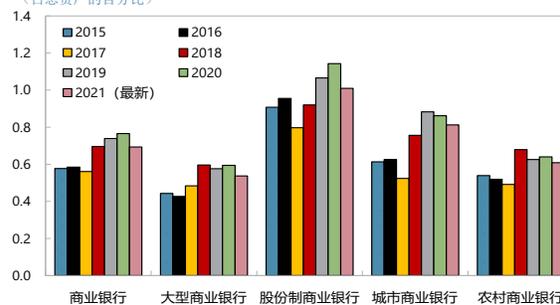
商业银行：总资本  
(占风险加权资产的百分比)



来源：CEIC；IMF 工作人员的计算。

银行已根据监管指导原则积极确认问题贷款 ...

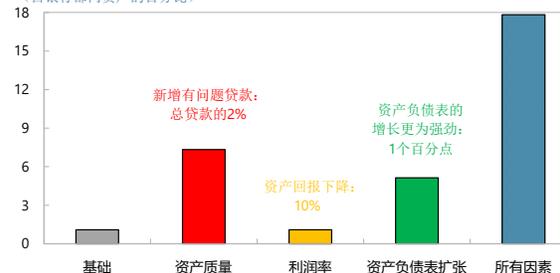
商业银行：减值准备  
(占总资产的百分比)



来源：S&P Capital IQ Pro；IMF 工作人员的计算。

今后，如果要求银行保持强劲信贷增长，同时降低利润并清理问题资产，那么一些银行可能面临约束。

银行资本约束  
在假设情景下，银行的资产面临资本约束  
(占银行部门资产的百分比)



来源：S&P Capital IQ Pro；IMF 工作人员的计算。

注释：主要假设：在基础情况下，资产负债表以7.9%的速度增长(2017-2019年平均值)；资产回报率保持在2020年的水平不变；税率为25%；没有股息支付。对2021-2023年银行资本做了预测。样本包括约75%的银行部门资产。

表 1. 中国：部分经济指标<sup>1/</sup>

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	预测										
	(每年百分比变动, 除另有注明外)										
<b>国民账户</b>											
实际GDP (基年=2015年)	6.9	6.9	6.8	6.0	2.3	7.9	4.8	5.2	5.1	5.0	4.9
国内总需求	7.9	6.8	7.4	5.3	1.7	7.3	5.0	5.4	5.3	5.1	5.0
消费	8.4	7.2	7.9	6.3	-0.8	9.8	5.1	5.8	5.4	5.6	5.4
投资	7.3	6.3	6.8	4.0	5.1	4.2	4.9	4.9	5.2	4.5	4.5
固定资产投资	7.4	6.2	7.3	5.3	4.6	3.7	5.1	5.0	5.4	4.7	4.7
库存 (贡献)	0.0	0.1	-0.2	-0.5	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净出口 (贡献)	-0.8	0.3	-0.5	0.7	0.6	0.8	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
资本形成总额 (占GDP百分比)	42.7	43.2	44.0	43.1	43.1	42.5	42.5	42.3	42.1	41.8	41.4
国民储蓄总额 (占GDP百分比) <sup>2/</sup>	44.4	44.7	44.1	43.8	45.0	44.1	44.0	43.7	43.4	42.8	42.2
<b>劳动力市场</b>											
失业率 (年度平均) <sup>3/</sup>	5.0	5.0	4.9	5.2	5.2	4.9	...	...	...	...	...
就业	-0.1	-0.2	-0.4	-0.4	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
<b>价格</b>											
消费者价格 (平均)	2.0	1.6	2.1	2.9	2.4	1.0	1.6	1.6	2.0	2.0	2.0
GDP平减指数	0.9	3.9	3.5	2.1	1.2	2.0	1.5	1.7	2.1	1.8	2.0
<b>金融</b>											
7天回购利率 (百分比)	2.7	5.4	3.1	3.1	2.6	...	...	...	...	...	...
10年期政府债券利率 (百分比)	3.0	3.9	3.3	3.2	3.2	...	...	...	...	...	...
实际有效汇率 (平均)	-4.8	-2.9	1.4	-0.7	2.1	...	...	...	...	...	...
名义有效汇率 (平均)	-5.4	-2.5	1.5	-1.8	0.9	...	...	...	...	...	...
<b>宏观-金融</b>											
社会融资总量	30.5	14.1	10.3	10.7	13.3	10.5	9.4	8.4	8.2	7.9	7.7
占GDP百分比	241.9	248.4	247.9	253.7	277.6	278.7	286.7	290.4	292.9	295.5	297.6
非金融部门债务总额 <sup>4/</sup>	16.8	14.4	10.8	10.8	13.2	10.6	9.8	8.7	8.4	8.0	7.8
占GDP百分比	240.5	247.5	248.2	254.3	277.9	279.2	288.1	292.8	295.9	299.0	301.2
对私人部门的国内信贷	12.4	11.6	8.3	9.0	9.6	7.2	6.8	5.7	6.1	6.0	6.4
占GDP百分比	168.0	168.8	165.5	166.7	176.5	171.9	172.6	170.4	168.5	167.1	166.2
房价 <sup>5/</sup>	11.3	5.7	12.3	8.6	7.5	4.9	2.0	3.0	3.5	4.0	4.0
家庭可支配收入 (占GDP百分比)	44.7	48.9	52.3	55.8	61.6	62.7	63.2	64.2	64.7	65.6	66.4
非金融企业国内债务 (占GDP百分比)	123.3	119.9	113.2	110.9	114.9	109.3	109.4	106.1	103.8	101.5	99.9
<b>预算内广义政府 (占GDP百分比)</b>											
净贷款/借款 <sup>6/</sup>	-3.7	-3.8	-4.7	-6.3	-11.2	-7.9	-8.1	-7.6	-7.6	-7.6	-7.6
收入	28.2	27.8	28.3	27.8	25.3	25.8	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5
从土地出让中获得的额外资金	2.0	2.5	2.8	2.9	3.3	3.0	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1
支出	33.9	34.2	35.8	37.0	39.8	36.6	36.4	35.7	35.6	35.4	35.2
债务 <sup>7/</sup>	36.7	36.2	36.5	38.5	45.4	47.3	50.6	53.2	55.5	57.8	59.9
结构性余额	-3.4	-3.6	-4.5	-6.0	-9.9	-7.4	-7.6	-7.2	-7.3	-7.4	-7.5
<b>国际收支 (占GDP百分比)</b>											
经常账户差额	1.7	1.5	0.2	0.7	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	1.0	0.8
贸易差额	4.4	3.9	2.7	2.7	3.5	3.0	2.7	2.9	3.0	2.7	2.5
服务差额	-2.1	-2.1	-2.1	-1.8	-1.0	-0.7	-1.0	-1.6	-1.8	-1.9	-2.0
净国际投资头寸	17.7	16.8	15.2	16.0	14.5	13.8	14.0	14.3	14.5	14.5	14.2
官方储备总额 (十亿美元)	3,098	3,236	3,168	3,223	3,357	3,448	3,696	3,976	4,280	4,560	4,846
<b>备忘项</b>											
名义GDP (十亿人民币) <sup>8/</sup>	74,598	82,898	91,577	99,071	102,592	112,919	120,122	128,548	137,914	147,419	157,694
增扩概念的债务 (占GDP百分比) <sup>9/</sup>	66.6	73.0	76.6	81.6	95.7	101.6	109.9	116.7	121.8	126.2	129.3
增扩概念的净贷款/借款 (占GDP百分比) <sup>9/</sup>	-15.9	-13.5	-11.8	-12.6	-19.9	-16.5	-16.3	-15.7	-14.7	-14.0	-13.0

来源: Bloomberg, CEIC, IMF《国际金融统计》数据库, 以及IMF工作人员的估计和预测。

1/ 截至2021年12月15日的历史数据。

2/ IMF工作人员对2020年的估计。

3/ 调查失业率。

4/ 包括政府基金。

5/ IMF工作人员根据国家统计局公布的全国住房销售额和销售量数据估计的平均售价。

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

7/ 债务水平估计数假设2015-2026年预算外借款为零。

8/ 生产侧名义GDP。

9/ 增扩概念的财政数据将政府范围扩大到政府管理的基金和地方政府融资平台的活动。

表 2. 中国：广义政府财政数据

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	(十亿元人民币)										
	预测										
<b>余额：一般预算（官方数据）</b>											
(1) 收入（包括调整）(1a)+(1b)	16688	18273	19813	21255	20903	21442	22730	24619	26555	28359	30222
(1a) 总收入	15960	17259	18336	19039	18289	19765	20681	22198	23816	25460	27217
(1b) 调整 1/	727	1014	1477	2216	2613	1677	2049	2421	2739	2899	3005
(2) 支出（包括调整）(2a)+(2b)	18854	20626	22192	24013	24663	25012	26615	28567	30648	32764	35025
(2a) 总支出	18776	20309	22091	23886	24559	25012	26615	28567	30648	32764	35025
(2b) 调整 2/	78	318	102	127	104	...	...	...	...	...	...
(3) 财政余额（官方数据）(1)-(2)	-2166	-2353	-2379	-2758	-3760	-3570	-3884	-3948	-4093	-4405	-4803
<b>余额：预算内广义政府（IMF定义）</b>											
(4) 收入 (1a)+(4a)+(4b)	21048	23055	25891	27519	26001	29144	30661	32910	35309	37746	40350
(4a) 社保收入	4827	5538	7265	8084	7212	8918	9490	10185	10928	11682	12488
(4b) 国企基金收入 3/	260	258	290	396	500	461	491	526	565	604	646
(5) 支出 (2a)+(5a)+(5b)+(5c)	25309	28317	32758	36703	40479	41378	43749	46067	49179	52342	55721
(5a) 社保支出	4392	4895	6459	7499	7883	8641	9195	9869	10589	11320	12100
(5b) 国企基金支出 3/	217	201	216	229	261	265	282	302	324	347	371
(5c) 由土地出让、债券发行或结转提供资金的政府性基金支出 4/	1924	2912	3992	5090	7775	7460	7658	7329	7618	7911	8225
(5d) 其中：由土地出让提供资金的净支出	1498	2082	2604	2904	3007	3366	3366	3366	3366	3366	3366
(6) 净借款/贷款（基金组织的定义）(4)-(5)+(5d)	-2762	-3179	-4263	-6280	-11470	-8868	-9722	-9791	-10505	-11230	-12005
<b>余额：增广概念（工作人员对广义政府的估计）</b>											
(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	7529	6168	4807	4368	4523	7631	7720	8186	7832	7573	6896
(7b) 专项建设基金和政府指导基金的额外支出	1566	1825	1713	1874	1940	2134	2170	2228	1989	1926	1657
(8) 增广概念的净贷款/借款 (6)-(7a)-(7b) 5/	-11857	-11172	-10783	-12522	-17933	-18632	-19611	-20205	-20326	-20729	-20558
<b>债务：广义政府</b>											
(9) 预算内广义政府债务（官方数据）(10)+(11)	27362	29987	33423	38114	46552	53395	60763	68450	76555	85249	94636
(10) 中央政府债务 6/	12007	13477	14961	16804	20891	23444	26300	29204	32236	35565	39273
(11) 显性地方政府债务 7/	15356	16510	18462	21310	25661	29951	34463	39247	44319	49684	55363
(11a) 非置换地方政府债券	2550	3904	5466	8516	12884	17346	21858	26641	31713	37078	42758
(11b) 其他确认的地方政府债券	12806	12606	12996	12794	12778	12606	12606	12606	12606	12606	12606
(12) 有可能被确认的地方政府融资平台额外债务 8/	20314	26726	31206	35084	39623	49884	57603	65789	73622	81195	88091
(13) 与专项建设基金和政府指导基金相关的额外债务 9/	2006	3831	5544	7418	9358	11492	13662	15889	17878	19804	21461
(14) 增广概念的债务 (9)+(12)+(13)	49683	60543	70173	80615	95533	114771	130229	150129	168055	186247	204188
<b>备注项：</b>											
(15) 不包括“有可能被确认的”增广概念债务 10/	35985	42886	49310	56587	68053	81740	94257	107404	120733	134478	148465
(占GDP百分比) 11/											
<b>余额：一般预算（官方数据）</b>											
(1) 收入（包括调整）(1a)+(1b)	22.4	22.0	21.6	21.5	20.4	19.0	18.9	19.1	19.2	19.2	19.1
(1a) 总收入	21.4	20.8	20.0	19.2	17.8	17.5	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2
(1b) 调整 1/	1.0	1.2	1.6	2.2	2.5	1.5	1.7	1.9	2.0	2.0	1.9
(2) 支出（包括调整）(2a)+(2b)	25.3	24.9	24.2	24.2	24.0	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
(2a) 总支出	25.2	24.5	24.1	24.1	23.9	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2	22.2
(2b) 调整 2/	0.1	0.4	0.1	0.1	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)	-2.9	-2.8	-2.6	-2.8	-3.7	-3.2	-3.2	-3.1	-3.0	-3.0	-3.0
<b>余额：预算内广义政府（IMF定义）</b>											
(4) 收入 (1a)+(4a)+(4b)	28.2	27.8	28.3	27.8	25.3	25.8	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5
(4a) 社保收入	6.7	7.0	8.6	8.4	7.5	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
(4b) 国企基金收入 3/	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
(5) 支出 (2a)+(5a)+(5b)+(5c)	33.9	34.2	35.8	37.0	39.5	36.7	36.4	35.7	35.6	35.4	35.3
(5a) 社保支出	5.8	5.8	7.3	7.6	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
(5b) 国企基金支出 3/	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
(5c) 由土地出让、债券发行或结转提供资金的政府性基金支出 4/	2.6	3.5	4.4	5.1	7.6	6.6	6.4	5.7	5.5	5.4	5.2
(5d) 其中：由土地出让提供资金的净支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(6) 净借款/贷款（基金组织的定义）(4)-(5)+(5d)	-3.7	-3.8	-4.7	-6.3	-11.2	-7.9	-8.1	-7.6	-7.6	-7.6	-7.6
<b>余额：增广概念（工作人员对广义政府的估计）</b>											
(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	10.1	7.4	5.2	4.4	4.4	6.8	6.4	6.3	5.7	5.1	4.4
(7b) 专项建设基金和政府指导基金的额外支出	2.1	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7	1.4	1.3	1.0
(8) 增广概念的净贷款/借款 (6)-(7a)-(7b) 5/	-15.9	-13.5	-11.8	-12.6	-17.5	-16.5	-16.3	-15.7	-14.7	-14.0	-13.0
<b>债务：广义政府</b>											
(9) 预算内广义政府债务（官方数据）(10)+(11)	36.7	36.2	36.5	38.5	45.4	47.3	50.6	53.1	55.3	57.7	59.9
(10) 中央政府债务 6/	16.1	16.3	16.3	17.0	20.4	20.8	21.9	22.7	23.3	24.1	24.8
(11) 显性地方政府债务 7/	20.6	19.9	20.2	21.5	25.0	26.5	28.7	30.4	32.0	33.6	35.0
(11a) 非置换地方政府债券	3.4	4.7	6.0	8.6	12.6	15.4	18.2	20.7	22.9	25.1	27.1
(11b) 其他确认的地方政府债券	17.2	15.2	14.2	12.9	12.5	11.2	10.5	9.8	9.1	8.5	8.0
(12) 有可能被确认的地方政府融资平台额外债务 8/	27.2	32.2	34.1	35.4	38.6	44.2	48.0	51.0	53.2	54.9	55.7
(13) 与专项建设基金和政府指导基金相关的额外债务 9/	2.7	4.6	6.1	7.5	9.1	10.2	11.4	12.3	12.9	13.4	13.6
(14) 增广概念的债务 (9)+(12)+(13)	66.6	73.0	76.6	81.4	93.1	101.7	109.9	116.5	121.5	126.0	129.2
<b>备注项：</b>											
(15) 不包括“有可能被确认的”增广概念债务 10/	48.2	51.7	53.8	57.1	66.3	72.4	78.5	83.3	87.3	90.9	93.9

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

1/ 包括中央和地方政府从各种基金和通过结转对一般预算的转移。

2/ 包括预算稳定调节基金的调整。

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/ 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 3. 中国：国际收支

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	预测										
	(占GDP百分比, 除非另有注明)										
<b>国际收支</b>											
经常账户差额	1.7	1.5	0.2	0.7	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	1.0	0.8
贸易差额	4.4	3.9	2.7	2.7	3.5	3.0	2.7	2.9	3.0	2.7	2.5
出口	17.7	18.1	17.5	16.6	16.8	18.3	17.5	17.0	16.6	16.1	15.7
进口	13.4	14.2	14.7	13.9	13.3	15.3	14.8	14.1	13.6	13.4	13.1
服务差额	-2.1	-2.1	-2.1	-1.8	-1.0	-0.7	-1.0	-1.6	-1.8	-1.9	-2.0
收入差额	-0.5	-0.1	-0.4	-0.3	-0.7	-0.7	-0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
经常性转移	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
资本和金融账户差额	-3.7	0.9	1.3	0.1	-0.4	-0.6	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.4
资本账户	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
金融账户	-3.7	0.9	1.3	0.1	-0.4	-0.6	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.4
净外国直接投资	-0.4	0.2	0.7	0.4	0.7	1.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
外国在华直接投资	1.6	1.4	1.7	1.3	1.4	2.5	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
中国对外直接投资	-1.9	-1.1	-1.0	-1.0	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
证券投资	-0.5	0.2	0.8	0.4	0.6	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
其他投资	-2.8	0.4	-0.1	-0.7	-1.7	-2.7	-1.1	-1.0	-0.9	-0.9	-0.8
误差与遗漏 1/	-1.9	-1.7	-1.3	-0.9	-1.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总体差额	-4.0	0.7	0.1	-0.1	0.2	0.9	1.3	1.4	1.4	1.2	1.1
储备资产	4.0	-0.7	-0.1	0.1	-0.2	-0.9	-1.3	-1.4	-1.4	-1.2	-1.1
<b>国际投资头寸</b>											
资产	58.6	58.6	53.7	54.7	58.5	57.7	56.9	57.2	57.5	57.6	57.5
直接投资	12.7	15.0	14.5	15.6	16.2	14.9	14.2	13.7	13.4	13.0	12.7
证券投资	3.3	4.1	3.7	4.6	6.1	6.5	6.9	7.5	8.0	8.4	8.8
其他投资	15.0	13.1	12.6	12.0	13.6	16.0	16.1	16.4	16.6	16.7	16.7
储备资产	27.6	26.4	22.9	22.5	22.6	20.3	19.7	19.6	19.6	19.4	19.2
负债	40.9	41.8	38.5	38.7	44.1	43.9	42.9	42.9	42.9	43.1	43.2
直接投资	24.5	22.2	20.4	19.5	21.4	21.2	20.4	20.1	19.7	19.4	19.1
证券投资	7.6	9.6	8.4	10.1	13.1	12.9	13.1	13.6	14.2	14.9	15.5
其他投资	8.8	9.9	9.6	9.0	9.5	9.8	9.4	9.2	9.0	8.8	8.6
净国际投资头寸	17.7	16.8	15.2	16.0	14.5	13.8	14.0	14.3	14.6	14.5	14.2
<b>备忘项</b>											
出口增长 (按价值计, 百分比变化)	-7.2	11.4	9.1	-1.3	4.6	24.3	5.7	5.4	5.0	4.4	4.5
进口增长 (按价值计, 百分比变化)	-4.2	16.0	17.1	-2.1	-0.6	31.1	6.8	3.2	4.0	5.8	5.4
外国对华直接投资 (十亿美元)	175	166	235	187	212	419	230	237	244	252	259
外债 (十亿美元)	1,416	1,758	1,983	2,071	2,401	2,819	3,103	3,404	3,725	4,068	4,433
占GDP百分比	12.6	14.3	14.3	14.4	16.1	16.6	16.6	16.8	17.0	17.3	17.6
短期外债 (剩余期限, 十亿美元)	866	1,145	1,280	1,320	1,463	1,698	1,857	2,025	2,205	2,397	2,602
总储备 (十亿美元) 2/	3,098	3,236	3,168	3,223	3,357	3,448	3,696	3,976	4,280	4,560	4,846
相当于短期债务 (按剩余期限计) 的百分比	357.7	282.6	247.4	244.2	229.4	203.1	199.1	196.3	194.1	190.3	186.3
贸易条件 (百分比变化)	0.9	-5.1	-2.7	4.6	7.3	-7.1	-2.2	0.6	-2.3	-0.9	-0.3
实际有效汇率 (2010年 = 100)	123.7	120.1	121.7	120.9	123.4	...	...	...	...	...	...
名义GDP (十亿美元)	11,227	12,265	13,842	14,341	14,867	16,961	18,741	20,311	21,882	23,515	25,260

来源: CEIC; IMF信息通告系统; 以及IMF工作人员的估计和预测。

1/ 包括计值调整的对应交易。

2/ 包括外汇储备以及特别提款权和黄金等其他储备资产。

表 4. 中国：货币和信贷走势

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>货币概览</b>					
	<i>(每年百分比变动)</i>				
国外净资产	-5.9	-4.0	1.0	3.5	1.9
货币当局 (贡献)	-9.1	-2.4	-1.5	0.5	-0.3
存款类机构 (贡献)	3.1	-1.6	2.5	3.0	2.1
国内信贷	20.1	11.3	10.4	10.6	12.3
对政府的净债权 (贡献)	4.8	2.7	2.6	2.0	2.3
对非金融部门的债权 (贡献)	8.6	7.7	9.1	9.2	10.2
对其他金融部门的债权 (贡献)	6.6	0.9	-1.3	-0.6	-0.2
广义货币 (M2)	11.3	9.0	8.1	8.7	10.1
M1 (贡献)	6.1	3.7	0.5	1.3	2.5
准货币 (贡献)	5.2	5.4	7.6	7.4	7.6
储备货币	11.8	4.2	2.8	-2.0	1.9
<b>社会融资总量</b>					
	<i>(百分比)</i>				
社会融资总量 1/	16.0	14.1	10.3	10.7	13.3
银行贷款 (贡献)	8.5	7.6	7.5	7.4	8.0
影子银行 (贡献)	0.8	2.0	-1.4	-0.8	-0.5
企业债券净融资 (贡献)	2.3	0.4	0.9	1.2	1.7
非金融企业股权 (贡献)	0.9	0.5	0.2	0.2	0.4
其他 (贡献) 2/	3.5	0.6	0.8	0.6	0.6
	<i>(占GDP的百分比)</i>				
社会融资总量 1/	209.1	248.4	247.9	253.7	277.6
银行贷款	144.5	146.6	149.5	155.1	169.3
影子银行	31.4	32.4	26.2	22.4	20.4
企业债券净融资	24.0	22.7	22.6	23.7	26.9
非金融企业股权	7.7	8.0	7.7	7.4	8.0
政府债券	30.3	34.0	36.0	38.1	44.9
其他 2/	14.6	4.6	5.9	6.9	8.1
<b>备忘项</b>					
	<i>(百分比)</i>				
不良贷款率	1.7	1.7	1.8	1.9	1.8
贷款损失准备金覆盖率 (贷款损失准备金/不良贷款)	176.4	181.4	186.3	186.1	184.5
流动比率 (流动资产/流动负债)	47.6	50.0	55.3	58.5	58.4
贷存比	67.6	70.6	74.3	75.4	76.8
资产回报率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
股本回报率	13.4	12.6	11.7	11.0	9.5
资本充足率	13.3	13.7	14.2	14.6	14.7
一级资本充足率	11.3	11.4	11.6	12.0	12.0
核心一级资本充足率	10.8	10.8	11.0	10.9	10.7
净外汇敞口头寸 (占资本百分比)	3.5	2.5	2.4	2.7	2.1

来源：Haver Analytics；中国人民银行（PBC）；以及IMF工作人员的估计。

1/2016年的社会融资总量是根据不含政府债券的旧社会融资总额计算的，并进行了调整，以包括地方政府债务置换。自2017年起，社会融资总量为新社会融资总额（中国人民银行于2019年12月修订），其中包括所有政府债券。

2/其他包括2016年的地方政府债务置换和其他组成部分，以及2017年以后的资产抵押证券、贷款注销和其他组成部分。

表 5. 中国：非金融部门债务

	(万亿人民币)						(占GDP百分比)						覆盖范围
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
<b>非金融部门债务总额</b>	227	252	285	315	346	376	248	254	278	279	288	293	
中央政府	15	17	21	23	26	29	16	17	20	21	22	23	官方政府债务
地方政府 <sup>1/</sup>	18	21	26	30	34	39	20	22	25	27	29	31	
地方政府融资平台	31	35	42	50	58	66	34	36	41	44	48	51	
“可能”被确认的													
根据2014年审计得出的债务	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	工作人员对广义政府债务的估计 (“增扩概念”)
新借款 (工作人员估计) <sup>2/</sup>	15	18	22	27	33	38	16	18	22	24	27	30	
可能确认的其他债务													
根据2014年审计得出的债务	8	8	8	8	8	8	9	8	8	7	6	6	
新借款 (工作人员估计) <sup>2/</sup>	8	9	11	14	16	19	8	9	11	12	14	15	
政府基金 <sup>3/</sup>	6	7	9	11	14	16	6	7	9	10	11	12	
家庭	48	55	63	71	76	83	52	56	62	63	63	64	
企业(不包括地方政府融资平台)	109	116	124	130	138	144	119	117	121	115	115	112	私人部门债务
国内 <sup>4/</sup>	104	110	118	123	131	136	113	111	115	109	109	106	
国外	6	6	6	6	7	7	6	6	6	6	6	6	
<b>备忘项:</b>													
国内非金融部门债务总额	221	246	279	309	339	369	242	248	272	274	282	287	
企业 (包括地方政府融资平台)	140	151	166	180	196	209	153	152	162	159	163	163	
其中: 地方政府融资平台	31	35	42	50	58	66	34	36	41	44	48	51	
家庭	48	55	63	71	76	83	52	56	62	63	63	64	
广义政府 (官方定义)	33	38	47	53	61	68	36	38	45	47	51	53	
政府基金 <sup>3/</sup>	6	7	9	11	14	16	6	7	9	10	11	12	
<b>名义GDP</b>	92	99	103	113	120	129							

来源: CEIC数据公司; Bloomberg; 中国财政部; 以及IMF工作人员的估计。  
<sup>1/</sup>包括截至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)。  
<sup>2/</sup>根据使用Bloomberg的公司数据, 基于各地方政府融资平台的债务总额, 从2016年起重新估算了新的地方政府融资平台借款估算。之前的地方政府融资平台借款是根据基础设施固定资产投资数据估算的。假设三分之二的新的地方政府融资平台借款“被确认”, 三分之一被假定“可能被确认”。  
<sup>3/</sup>政府指导基金和专项建设基金。仅包括社会资本部分。  
<sup>4/</sup>因新的地方政府融资平台借款估算和2019年12月的社会融资总额数据修订, 2018年国内公司债务 (不包括地方政府融资平台) 相对于2019年第四条工作人员报告发生了变化。



表 7. 中国：国有企业绩效

维度	指标	2016	2017	2018	2019	2020	趋势
(百分比, 除另有注明外)							
盈利能力	国有企业的资产回报率 1/	1.6	1.9	1.9	0.9		
	国有工业企业的资产回报率	3.0	3.9	4.2	3.5	3.1	
	私营工业企业的资产回报率	8.9	8.5	7.4	7.3	6.3	
效率	国有企业单位收入的成本	94.8	97.1	97.1	97.4	97.1	
杠杆率	国有企业的债务与股本比率 1/	190	192	183	182		
	-中央	217	213	210	209		
	-地方	171	174	165	165		
	国有企业的债务与资产比率 1/	65.5	65.7	64.7	63.9		
	-中央	68.4	68.0	67.7	67.0		
	-地方	63.1	63.5	62.2	61.6		
	规模以上工业的企业债务与资产比率	55.9	56.0	55.6	56.6	56.1	
	国有控股工业企业的债务与资产比率	61.6	60.5	58.7	58.0	57.3	
	私营工业企业的债务与资产比率	52.3	53.0	53.7	55.6	57.4	
	僵尸企业数量 2/	2041	841	141	102		
国有企业债券违约数量	26	8	20	21	88		
公司治理	设有董事会的中央国有企业	85	87	94	95	95	
	中央国有企业数量 3/	102	98	96	97	97	
	向预算上缴的红利	10.1	7.6	7.4	7.6	9.1	
国有企业在经济中所占比重	就业规模	14.9	14.3	13.2	12.7	11.8	
	规模以上工业企业销售额	20.6	23.4	26.9	27.2	26.0	
	资产 (国有控股工业企业/全部规模以上工业企业)	38.5	39.2	38.1	38.7	37.6	
	负债 (国有控股工业企业/全部规模以上工业企业)	42.4	42.4	40.3	39.7	38.4	

来源：CEIC，国家统计局，财政部。

1/ 自2019年6月以来，政府不再披露非金融国有企业的资产和负债数据。2019年的债务比率是按截至2019年6月的数据计算的。

2/ “僵尸”企业数量指中央国有企业法人实体。2019年的僵尸企业数量是截至2019年第三季度的数据。根据国资委三年工作计划，所有僵尸企业将在2020年底之前清理完成。

3/ 截至2019年，有97家中央国有企业和39000家附属于这些国有企业的法人实体。

表 8. 中国：外部脆弱性指标

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>货币与金融指标</b>					
广义政府债务（相当于GDP的百分比，狭义定义）	36.7	36.2	36.5	38.5	45.4
广义货币（M2：年度百分比变化）	11.3	9.0	8.1	8.7	10.1
外币存款与广义货币之比（百分比）	3.2	3.1	2.7	2.7	2.7
对经济的本币贷款（年度百分比变化）	13.5	12.7	13.5	12.3	12.8
外币贷款与银行国内信贷之比（百分比）	3.4	3.1	2.8	2.5	2.3
股市指数（期末，1990年12月19日 = 100） <sup>1/</sup>	3,250	3,463	2,611	3,196	3,640
股市市值（相当于GDP的百分比）	91.6	94.7	77.8	93.1	117.4
上市公司数（A股）	3,034	3,467	3,567	3,690	3,925
<b>国际收支指标</b>					
出口（年度百分比变化，美元）	-7.2	11.4	9.1	-1.3	4.6
进口（年度百分比变化，美元）	-4.2	16.0	17.1	-2.1	-0.6
经常账户差额（相当于GDP的百分比）	1.7	1.5	0.2	0.7	1.8
资本和金融账户差额（相当于GDP的百分比）	-3.7	0.9	1.3	0.1	-0.4
其中：外国直接投资流入总额	1.6	1.4	1.7	1.3	1.4
<b>外汇储备</b>					
以十亿美元为单位 <sup>2/</sup>	3,098	3,236	3,168	3,223	3,357
按以下指标衡量的覆盖水平：					
进口（月数）	18.6	20.0	17.2	15.1	16.1
广义货币（百分比）	13.3	12.9	11.5	11.2	10.6
按剩余期限计的短期外债（百分比）	358	283	247	244	229
评估储备充足性（ARA）（范围，以ARA指标百分比表示） <sup>3/</sup>	106-283	93-244	88-227	84-217	75-193
<b>外债与资产负债表指标</b>					
全部外债（相当于GDP的百分比）	12.6	14.3	14.3	14.4	16.1
全部外债（10亿美元）	1,416	1,758	1,983	2,071	2,401
按原始期限计的短期外债（十亿美元）	866	1,145	1,280	1,320	1,463
银行部门的国外净资产（十亿美元）	540	500	570	666	801
<b>全部债务与货物和服务出口之比（百分比）</b>					
全部债务偿还额与货物和服务出口之比（百分比）	64.4	72.4	74.8	78.7	87.9
其中：利息支付与货物和服务出口之比（百分比）	39.6	47.4	48.8	46.0	48.4
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
<b>外币长期主权债券评级（期末）</b>					
穆迪	Aa3	Aa3	Aa3	A1	A1
标准普尔	AA-	AA-	AA-	AA-	A+

来源：CEIC；Bloomberg；IMF信息通告系统；以及IMF工作人员的估计。

<sup>1/</sup> 上海证券交易所，A股。

<sup>2/</sup> 包括外汇储备以及特别提款权和黄金等其他储备资产。

<sup>3/</sup> 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。

## 附录一. 对外部门评估

<p><b>总体评估:</b> 基于初步分析, 2021年, 外部头寸与中期基本面和适当政策所对应的水平大致相符。尽管全球疫情危机有关的暂时性因素——例如与疫情相关的出口增加以及出境旅行受限——2021年经常账户顺差将收窄, 这反映出商品价格上涨的推动下的进口增加。当这些暂时性因素消失后, 随着中国经济注重高质量发展、消费带动型增长的再平衡努力, 经常账户顺差预计将恢复到中期下行轨道上来。然而, 鉴于缺乏2021年的全年数据以及新冠疫情危机的未知路径, 这个评估有很大的不确定性。更加全面的分析将在2022年《对外部门报告》中提供。</p> <p><b>可采取的政策:</b> 确保对外头寸与基本面大体保持一致的政策包括: (1) 加快结构性改革, 包括进一步开放国内市场, 改革国有企业, 确保国有企业与私人企业的竞争中性和同时推进绿色投资, 以促进潜在增长; (2) 将政策支持转向加强社会保障, 以降低偏高的家庭预防性储蓄, 使得收入能更多用于消费; (3) 进一步提高汇率灵活性, 以帮助经济适应不断变化的外部环境。在通货膨胀水平低, 一些经济部门仍然疲软的情况下, 财政政策应当转为中性, 以减轻对增长的拖累并鼓励私人部门需求, 而货币政策应当保持宽松。</p>							
国外资产和负债头寸及变化轨迹	<p><b>背景。</b> 国际投资净头寸 (NIIP) 与 GDP 之比由 2008 年 30.4% 的峰值预计进一步降至 2021 年的 13.8%。这种下降反映出, 尽管经常账户顺差较高, 向海外发放的贷款增加, 但在 GDP 增长较为强劲的情况下, 来自境外的直接投资和证券投资有所增加。</p> <p><b>评估。</b> 国际投资净头寸与 GDP 的比率预计仍将保持正值, 中期内将温和下降。目前, 国际投资净头寸并非主要风险来源, 因为资产保持高位, 反映出国际储备数额巨大 (截至 2021 年 10 月, 3.4 万亿美元; 占 GDP 的 20%) , 而负债也大多与外国直接投资有关。</p>						
2021 年 (占 GDP 百分比)	国际投资净头寸: 13.8	总资产: 57.7	储备资产: 20.3	总负债: 43.9	债务负债: 16.6		
经常账户	<p><b>背景。</b> 2021 年, 预计经常账户顺差将从 2020 年的 1.8% 收窄至 GDP 的 1.6%。初步分析表明, 由于大宗商品价格上涨导致进口增加, 贸易顺差将下降。然而, 与疫情有关的因素将继续使 2021 年的经常账户盈余保持在高位, 这包括医药品贸易、家庭消费构成转向商品、以及由于严格旅行限制的继续, 出境旅游仍然低迷。受投资收益逆差扩大推动, 2021 年收益逆差预计将进一步扩大。在中期内, 经常账户顺差预计将收敛至 GDP 的 0.5% 左右, 与朝着质量更高、更偏重消费带动的增长的再平衡目标保持一致。</p> <p><b>评估。</b> 基于初步分析, 外部均衡评估法 (EBA) 估计 2021 年经常账户缺口为 GDP 的 2.1%。考虑到与疫情相关的临时性因素使经常账户顺差占 GDP 的比例增加了 1.6% (旅行服务余额贡献了 0.8% 的增幅, 家庭消费由服务转向消费品和医药品贸易的影响分别贡献了 0.4% 和 0.4%) , 基金组织工作人员估计, 经常账户缺口区间在 GDP 的 -0.9% 至 1.9% , 中位数是 0.5%。中位数的区间反映出一些不确定性, 包括疫情产生的影响的持续性, 外部均衡评估法识别的政策缺口初步估计为 GDP 的 0.5% , 这反映出扩大的财政政策缺口 (财政政策较少的扩张性) 、社会安全网不足以及相对封闭的资本账户。持续的储备积累和相对较高的信贷增长在很大程度上相互抵消。总缺口主要在残余项, 其反映了基本模型未直接捕捉到的其他因素, 包括导致偏高预防性储蓄的各种扭曲因素。</p>						
2021 年 (占 GDP 百分比)	经常账户: 1.6	经周期调整的经常账户: 1.9	外部均衡评估经常账户基准值: -0.1	外部均衡评估经常账户缺口: 2.1	经疫情调整: -1.6	经其他因素调整: 0.0	工作人员估计经常账户缺口: 0.4
实际汇率	<p><b>背景。</b> 截至 2021 年 10 月, 实际有效汇率 (REER) 较 2020 年平均值上升 3.5% , 这主要受名义有效汇率升值 (7.4%) 推动。这延续了实际有效汇率继 2015 年至 2019 年期间下降 11.7% 之后, 在 2020 年的升值 (2.1%) 。在贬值压力减弱的背景之下, 逆周期调整因子自 2020 年 10 月起逐步停止使用。</p> <p><b>评估。</b> 基金组织工作人员估计的经常账户缺口隐含 2020 年实际有效汇率缺口为 -1.7% (使用 0.23 的估计弹性) 。按照外部均衡评估法的实际有效汇率指数回归估计, 2020 年的实际有效汇率缺口为 2.1% , 按照外部均衡评估法的实际有效汇率水平回归估计, 实际有效汇率缺口为 17.7%。总体而言, 基金组织工作人员评估认为实际有效汇率缺口在 -7.9% 到 12.1% 之间, 中位数是 2.1%。</p>						
资本和金融账户: 流量与政策措施	<p><b>背景。</b> 在持续开放的背景下, 2021 年前三季度资本净流出 (包括错误和遗漏) 降至 560 亿美元 (占 GDP 的 0.3%) , 而 2020 年的年度流出量为 2460 亿美元 (占 GDP 的 1.7%) 。2020 年 12 月以来调整的资本流动管理措施包括: (1) 宏观审慎评估框架下的跨境融资上限分别在 2020 年 12 月 (对金融机构) 和 2021 年 1 月 (对企业) 下调至原水平; (2) 自 2021 年 11 月起, 允许合格境外机构投资者 (QFII) 投资者交易商品期货、商品期权和股指期货。</p> <p><b>评估。</b> 尽管目前没有资本外流压力, 但当私人部门寻求积累国外资产的速度快于非居民积累中国资产的速度时, 巨大的净流出压力可能再度出现。从中期来看, 在随着汇率弹性的提高而依次放宽资本管制的过程中, 必须谨慎考虑国内的金融稳定性。特别值得指出的是, 进一步开放资本账户可能会大幅提高双向的总流量。因此, 考虑到资产负债表调整需求及市场情绪转变的可能性, 应优先向有效浮动制度过渡 (期间可使用外汇干预来应对无序的市场状况) , 并在实施实质性的进一步开放之前加强国内金融稳定性。应当继续鼓励来自境外的外国直接投资, 这将支持增长并改善公司治理。不应利用资本流动管理措施主动管理资本流动周期, 也不应以这类措施来替代必要的宏观经济调整和加强汇率灵活性的措施。</p>						
外汇干预和储备水平	<p><b>背景。</b> 截至 2021 年 10 月, 外汇储备继续增加至 3.4 万亿美元 (2021 年至今增加 11 亿美元) , 这主要反映估值效应和净远期头寸的调整, 并无迹象显示进行了大规模外汇干预。</p> <p><b>评估。</b> 经评估, 储备资产水平充足。相对于基金组织的标准综合指标, 2021 年底储备资产预计为指标的 70% (2020 年为 75%) , 相对于剔除资本管制影响的指标, 储备资产为指标的 111% (2020 年为 120%) 。该比率下涵反映广义货币、外债和其他负债的增长, 这些因素都提高了该比率。</p>						
<p>1/ 有关中国现有资本流动管理措施和相关政策表, 请参阅 2020 IMF 资本流动管理措施分类标准。</p>							

附录二. 风险评估矩阵<sup>1,2</sup>

风险	可能性	影响和对策
<b>联结冲击和假设情景</b>		
受影响国家出现不受控制的新冠疫情暴发，增长低于正常水平/不稳定。疫苗接种缓慢的国家的疫情暴发迫使这些国家实施新的封锁措施。对许多新兴市场国家和低收入国家来说，由于政策空间不足，缓冲政策因之受限，一些能在国际市场融资的国家面临额外的金融紧缩，因为对增长前景的重新评估会引发资本外流、货币贬值和债务违约。	高 	高。新冠疫情的频繁散发以及继续实施对病毒零容忍的策略，可能进一步推迟私人需求的复苏。如果经济增长受挫，应当加大宏观经济政策力度。中国拥有财政空间，可在必要时回归扩张性政策立场，将财政刺激侧重于对脆弱和低收入家庭的定向支持。采取更为宽松的货币政策，侧重于下调政策利率等常规操作，将使财政支持更加有效。应当进一步提高汇率的灵活性。
无序转型。新冠疫情引发了结构性转型，但劳动力市场刚性、债务负担严重和破产处置框架不足阻碍了资源的重新配置。这种状况下，如果与新冠疫情相关的政策支持措施逐渐退出，会不利于增长前景，增加失业率，造成不利的社会/政治后果。全球价值链的调整和回流（在一定程度上受地缘战略和国家安全关切推动）使生产活动跨国转移。	中 	高。中国获取国际先进技术的能力受限以及由此导致的跨境知识扩散的减少，可导致生产率增速下降。相关对策应当包括：加快必要的改革，以加强破产处置框架；遏制金融溢出效应，确保信贷市场的运作，同时应对道德风险；与贸易伙伴合作，处理全球贸易体系中的缺陷；加快改革，以加强市场的作用，增加竞争，促进开放，并应对气候变化。
美国通胀预期的不稳定导致核心收益率和风险溢价上升。需求的快速复苏（受私人储蓄过剩和刺激政策支撑），加上与新冠疫情相关的供给限制，导致通胀数据持续高于目标水平，并导致预期波动不稳。对此，美联储暗示有必要提前收紧政策，由此导致市场参与者调整头寸，造成金融条件前倾性收紧和风险溢价上升，涉及信贷、股票以及新兴市场和前沿市场货币。	中 	中。进一步提高汇率灵活性对于适应不断变化的外部环境非常重要。中国人民银行应随时准备确保核心融资市场的运行，以遏制金融溢出效应，保障金融稳定。
金融稳定风险显现。投资者对国家支持一些绩效不佳的地方国有企业感到担心，再加上地方政府债务问题在企业部门更广泛地蔓延，导致金融条件收紧，并在企业、银行和地方政府资产负债表之间造成潜在的负面反馈链。此外，紧缩政策和房地产部门需求减弱导致房地产价格大幅下跌，房地产开发商融资进一步受到挤压，对上游部门产生负面溢出效应，可能导致银行贷款质量恶化。	中 	中。无法生存但具有系统重要性的非金融实体需要在现有的企业重组框架内以协调、有序的方式进行重组或清算，例如通过庭外重组，确认损失和负担分摊，以减轻部门内或更广泛经济的负面溢出效应。在这一过程中，为保护金融体系，中国人民银行应随时准备向面临流动性短缺但有生存能力的银行提供紧急流动性援助和适当保障，以确保核心融资市场的运转，并与其他监管机构一道，迅速采取行动处置濒临倒闭的金融机构，以避免系统性压力。
<b>结构性风险</b>		
对关键基础设施、机构和金融系统的网络攻击会触发系统性金融不稳定，或广泛扰乱社会经济活动和远程工作安排。	中 	高。应设立足够强大的防火墙和安全措施。提高针对网络攻击的危机防范能力。

<p>与气候变化有关的自然灾害更加频繁和严重，会对易受干扰的较小经济体造成严重经济损失，并加快这些经济体的人口迁移。大型经济体发生的一系列严重事件使全球 GDP 缩水，并促使人们重新考虑风险和增长前景。若灾害破坏关键基础设施或干扰贸易，将推高大宗商品价格和市场波动性。</p>	<p>中</p> 	<p>中。鼓励绿色投资，并合理设定气候变化缓解战略，能促进近期的经济复苏，从长期看，会带来环境、医疗健康、财政和经济上的巨大收益。</p>
<p>一揽子<b>全面改革方案</b>。实施增强市场作用的改革，再辅之以扩大开放，可以显著提高生产率和潜在增长率。</p>	<p>中</p> 	<p>高。应实施基于市场导向型政策的一揽子高质量全面改革方案。</p>

<sup>1</sup> 风险评估矩阵 (RAM) 列出有可能实质性地改变基线路径的事件。这种相对可能性是工作人员对基线附近风险的主观评估 (“低”表示可能性低于 10%， “中”表示可能性介于 10%到 30%之间， “高”表示可能性介于 30%到 50%之间)。风险评估矩阵反映工作人员截至与当局讨论之时对风险来源和总体关切度的看法。非相互排斥的风险可能会相互作用并共同成为现实。考虑到当前的基线，联结冲击和假设情景凸显了可能在较短时期内 (12 到 18 个月之间) 成为现实的可能。结构性风险是那些可能在较长时期内始终明显存在的风险。

<sup>2</sup> 向上的绿色箭头和向下的红色箭头分别表示风险上升和下降。

## 附录三. 债务可持续性分析<sup>25</sup>

债务可持续性分析 (DSA) 根据一般“预算 (官方)”定义和工作人员估算的广义政府“增扩”定义评估政府债务。2021 年, 与疫情有关的支持性政策逐渐到期, 加上各项支出的全面收紧, 大幅缩减了预算赤字。虽然一般“预算 (官方)”债务仍然可控, 但“增扩”债务和相关的融资总需求数额很大, 两种定义之下的债务不断攀高。中期财政调整有望在长期之内稳定官方预算债务和增扩债务。外部债务占 GDP 的 0.2% 并被认为是可持续的。

### 1. 中国的公共债务可持续性分析 (DSA) 基于以下假设:

**公共债务覆盖面。**采用了两种债务定义。主要区别是对地方政府债务的界定范围。

- 一般预算 (官方) 包括当局确认的中央政府债务和地方政府“预算内”债务。2004-2013 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)。自 2014 年起, 广义政府债务包括中央政府债务和地方政府显性债务 (包括地方政府债券和 2014 年底之前发生的其他得到承认的预算外负债)。定义在 2014 年发生改变, 主要是因为官方数据覆盖面发生了改变, 当时三分之二的地方政府融资平台 (LGFV) 债务被明确承认为政府负债。
- “增扩”债务是更为宽泛的定义。它增添了工作人员估算的其他类型的地方政府借款, 包括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来源借入的预算外负债。<sup>26</sup>它还涵盖被视为准财政活动的政府引导基金和特别建设基金。增扩赤字是增扩债务的相关流量概念。增扩数据是工作人员对广义政府数据的尽最大可能的准确估算。数据存在局限性, 某些非政府活动可能被包括在内, 而且某些地方政府融资平台和基金可能有大量收入。某些广义政府活动也可能未被纳入工作人员的增扩定义内 (例如公私合营项目 (PPP))。

**宏观经济假设:**我们预测实际 GDP 增长在经历了 2020 年因疫情暴发造成的谷底之后将在 2021 年强劲回升至 7.9%, 2022 年放缓到 4.8%, 随后 2023 年到 2026 年的年均实际 GDP 增长率为 5%。同期 GDP 缩减指数预计平均将增长 2% 左右。在政府预算债务或增扩债务的情景下, 财政假设有所不同。

- **一般预算 (官方) 情景下的财政余额。**这种情景下, 我们假定所有支出都是在预算范围内完成的, 因此, 预算外公共投资急剧减少。在这种情景下, 随着与疫情有关的财政支持性措施 (如企业社保缴款减免以及投资支出方面的优惠等) 告一段落, 以及各项支出全面收紧, 基本赤字 (不包括土地出让净收入) 有望从 2020 年占 GDP 的 13.5% 下降到 2021 年的 9.8%。随后再逐步下降, 到 2026 年占 GDP 的 8.4%。当局将地方政府专项债券额度从 2020 年的 37,500 亿元人民币减少到 2021 年的 34,700 亿元人民币。债券发行收入主要为地方政府投资项目融资。
- **增扩情景下的财政余额。**随着当局化解隐性债务的工作取得初步成效, 预计预算外地方政府支出 (包括利息支付) 将从 2020 年占 GDP 的 8.7% 小幅下降到 2021 年的 8.6%, 随后再逐渐减少到 2026 年的 5.4%。扩增基本赤字包括预算财政赤字和由地方政府融资平台债务及政府金融融资的预算外支出, 预计将从 2020 年占 GDP 的 19.4% 降至 2021 年的 15.4%, 然后进

<sup>25</sup> 由 John Ralyca 撰写。

<sup>26</sup> 2016-2019 年的 LGFV 债务存量被向上修正, 修正额根据各年情况介于 4.2 万亿元人民币至 6.7 万亿元人民币之间。这一修正依据的是新的 LGFV 债务估算方法, 该方法根据企业级数据将单个 LGFV 的债务加总。

一步降至 2026 年的 10.6%。

- **资产出售和提取。**自 2016 年以来，政府日益依赖土地出让和资产回收的净收入（例如使用平准基金余额）为赤字和减税融资。2021 年，土地出让和资产提取估计占 GDP 的 4.8%。债务可持续性分析假定，在预测区间内，由于中期财政整顿降低了融资需求，资产性融资占 GDP 的比重会逐渐下降。
  - **利率和摊提。**中央政府和地方政府债券的有效利率预计将在中期保持相对不变，平均利率水平为 2.5%，反映了对全球和国内利率比过去有所下降的预期。预计预算外借款的利率（只在增扩的情景下）将在预测期内小幅走低，在 2026 年低至 4%（基于主权债券和地方政府融资平台银行贷款以及其他短期工具之间的收益率差异计算）。工作人员假定所有到期债务都会展期。
2. **在两种定义的情景下，在预测区间内，债务继续增长，但相对于 GDP 的比率的年度增长相对有限。**这得益于有利的增长率-利率差。在一般预算（官方）定义情景中，政府债务从 2020 年占 GDP 的 45% 增加至 2026 年占 GDP 的 60%。<sup>27</sup>在增扩定义情景下，债务从 2020 年占 GDP 的 96% 增加至 2026 年占 GDP 的 129%。在中期内，稳定债务的增扩基本余额估计占 GDP 的 -3.4%，这比其 2026 年的预测水平高出 7.2 个百分点。尽管如此，如果基线假设下逐渐调整的路径得到长期保持，两种定义下的债务增扩占 GDP 的比率都会稳定下来。
3. **虽然中国在一般预算（官方）债务定义下的债务可持续性面临的风险相对较低，但增扩债务定义下的债务动态不断恶化，给债务可持续性带来很大风险。**
- 在狭义定义情景下，预算内政府债务在预测期末接近 GDP 的 70% 至 75%，在所有标准压力测试中都是如此，而在含有或有负债冲击的测试中，债务在 GDP 中的占比甚至达到 93%。<sup>28</sup>在压力测试中，融资需求总量的增加可能对市场融资条件很敏感，这有可能造成展期风险。中国大量的国内储蓄可以在某种程度上减轻上述风险。
  - 在广义定义情景下，在各种压力测试中，2026 年增扩债务水平占 GDP 的 150% 或更多。
4. **中国的债务稳定性主要取决于能否落实基线情景下的财政调整，以及能否通过减少公共投资和扩大社会保障体系来促进增长。**
- 在狭义定义情景下，对债务动态所作的预测假定：以周期调整的基本财政结余来衡量，财政立场在 2022-2026 年间保持中立。基于此，中国的债务状况仍然可控，尤其是考虑到其大多融资都是国内融资。
  - 增扩债务的发展，其关键取决于公共投资的变化，特别是预算外投资。预算外投资是否能严格按照商业做法实施，决定着公共债务存量的实际规模是更接近狭义定义情景，还是更接近广义定义情景。如果地方政府继续产生预算外负债，广义定义情景的分析可以为财政政策提供更好的指导。
5. **在进行中期财政调整时，如果债务负担稳中有降，也将为处理财政风险提供更大的余地。**

<sup>27</sup> 地方政府融资平台和国有企业持有政府债务，使得政府净债务更低。

<sup>28</sup> 从技术上说，标准或有负债冲击在基金组织的债务可持续性分析工具中假定非政府银行系统资产的 10% 将变成政府负债。2020 年，非政府银行系统资产约占 GDP 的 205%。它还假定 2021 年和 2022 年的实际 GDP 增长率将下降 1.8%（一个标准差冲击）。

- 新的借款途径已经出现，例如监管较松的公私合营项目（PPP）。而且，由于国有企业总体盈利能力仍然很弱（大约三分之一的国有企业继续亏损），国有企业债务造成的财政风险正在上升，特别是考虑到国有企业资产可能不具有流动性。除了积极监督、主动缓释和有效管理这些风险之外，审慎的做法是确保公共债务水平留有余地，以应付这些可能加剧的风险，避免融资市场承受过度压力或财政政策突然转向。

附录三 图 1. 中国：公共部门债务可持续性分析（增扩债务：广义定义）

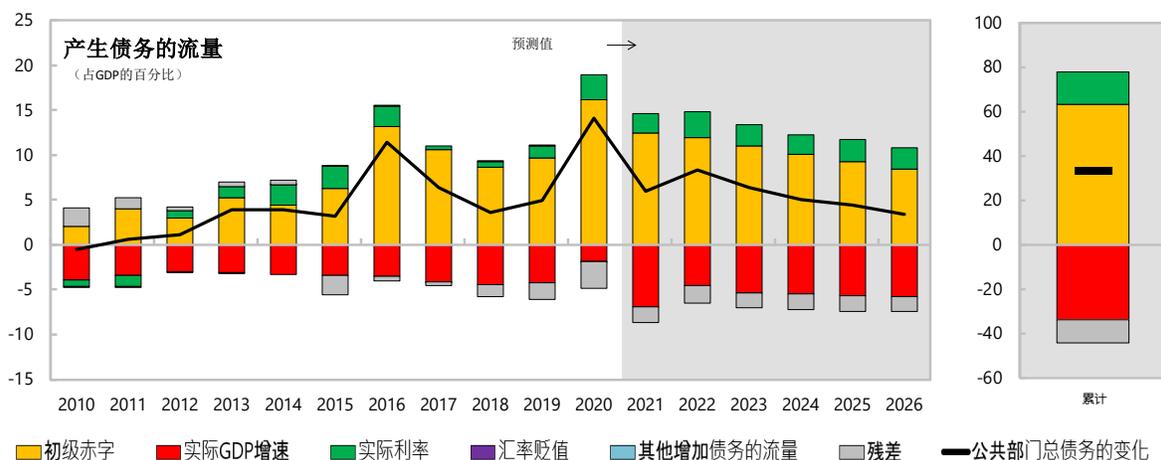
（占 GDP 的百分比，除非另有说明）

债务、经济及市场指标<sup>1/</sup>

	实际值			预测值						截至2021年9月21日		
	2010-2018 <sup>2/</sup>	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	主权利差	EMBIG（基点）3/	144
名义公共债务总额	55.7	81.6	95.7	101.7	110.0	116.4	121.4	125.8	129.3	5年信用违约掉期（基点）	44	
公共部门总融资需求	24.5	23.7	31.9	29.5	28.8	28.4	28.3	28.1	28.5	评级	外币	本币
实际GDP增速（百分数）	7.9	6.0	2.3	7.9	4.8	5.2	5.1	5.0	4.9	穆迪	A1	A1
通胀（GDP缩减指数，百分数）	3.3	2.1	1.2	2.0	1.7	2.0	2.1	1.8	1.9	标普	A+	A+
名义GDP增速（百分数）	11.4	8.2	3.6	10.0	6.5	7.3	7.3	6.9	6.9	惠誉	A+	A+
有效利率（百分数） <sup>4/</sup>	5.3	4.2	4.8	4.7	4.7	4.4	4.3	4.1	4.0			

各因素对公共债务变化的贡献

	实际值			预测值						累计值	实现债务稳定的财政基本余额 <sup>9/</sup>
	2010-2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026		
公共部门债务总额的变化	3.7	4.9	14.1	6.0	8.3	6.4	5.0	4.4	3.4	33.6	
已识别的产生债务的流量	3.7	6.8	17.1	7.8	10.3	8.0	6.8	6.1	5.1	44.1	
基本赤字	6.4	9.7	16.1	12.5	12.0	11.0	10.1	9.3	8.5	63.3	-3.4
基本（非利息）收入与赠款	27.6	27.8	25.3	25.8	25.6	25.6	25.5	25.6	25.6	153.7	
基本（非利息）支出	34.0	37.4	41.5	38.3	37.6	36.6	35.7	34.8	34.0	217.0	
自动债务动态 <sup>5/</sup>	-2.7	-2.8	0.9	-4.7	-1.7	-3.0	-3.3	-3.1	-3.4	-19.2	
利率/增速之差 <sup>6/</sup>	-2.7	-2.8	1.0	-4.7	-1.7	-3.0	-3.3	-3.1	-3.4	-19.2	
其中：实际利率	0.9	1.4	2.8	2.2	2.9	2.4	2.2	2.5	2.4	14.5	
其中：实际GDP增速	-3.6	-4.2	-1.8	-6.9	-4.6	-5.4	-5.5	-5.7	-5.8	-33.7	
汇率贬值 <sup>7/</sup>	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...	...	
其他已识别的产生债务的流量	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：私有化净收入	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	
请详细说明（2）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
残差，包括资产变动 <sup>8/</sup>	0.0	-1.9	-2.9	-1.8	-2.0	-1.6	-1.7	-1.7	-1.7	-10.5	



来源：基金组织工作人员。

1/ 公共部门被定义为广义政府。

2/ 截至2021年12月15日的历史数据。

3/ 对美国债券的长期利差。

4/ 定义为利息支付除以债务总量（不包括担保），按上一年年末值计算。

5/ 由  $[(r - \pi(1+g) - g + ae(1+r)] / (1+g + \pi + g\pi)$  乘以前一时期的债务比率计算。其中， $r$  = 利率； $\pi$  = GDP缩减指数增速； $g$  = 实际GDP增速。

$a$  = 外币计价债务的比重； $e$  = 名义汇率贬值（以本币价值表示的美元价值的增量衡量）。

6/ 实际利率的贡献由注释5中的分子推导而来，为  $r - \pi(1+g)$ ；实际GDP增长的贡献为  $as - g$ 。

7/ 汇率的贡献从注释5中的分子中推导而来，为  $ae(1+r)$ 。

8/ 包括资产变动和利息收入（如有）。预测值包括了预测期的汇率变动。

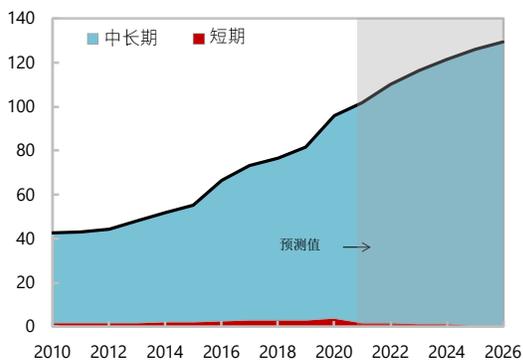
9/ 假设关键变量（实际GDP增速、实际利率、其他识别出的产生债务的流量）维持在上一个预测年的水平。

附录三 图 2. 中国：公共债务可持续性分析——增扩债务的构成（广义定义）和替代情景

公共债务的构成

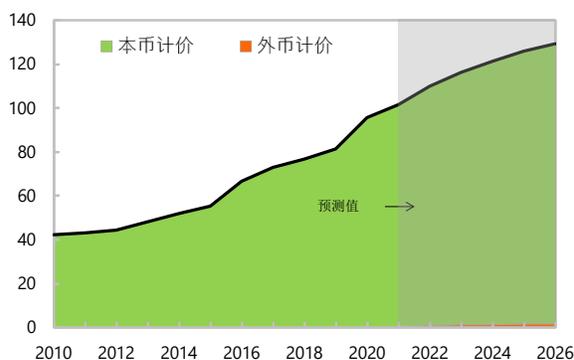
按期限划分

(占GDP的百分比)



按币种划分

(占GDP的百分比)



替代情景

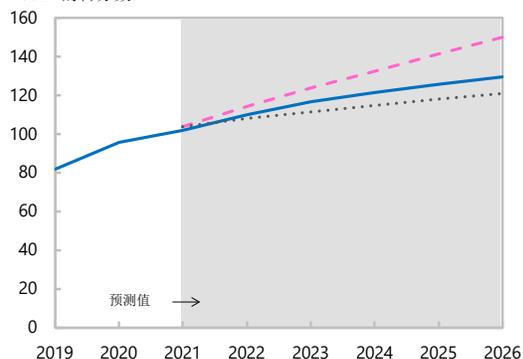
— 基线情景

..... 历史情景

- - - 基本财政余额保持不变

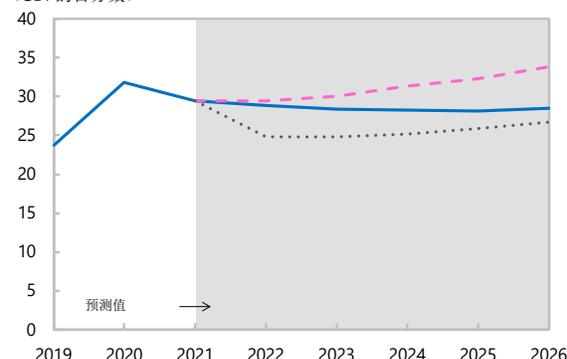
公共债务名义总额

(GDP的百分数)



公共部门融资总需求

(GDP的百分数)



相关假设

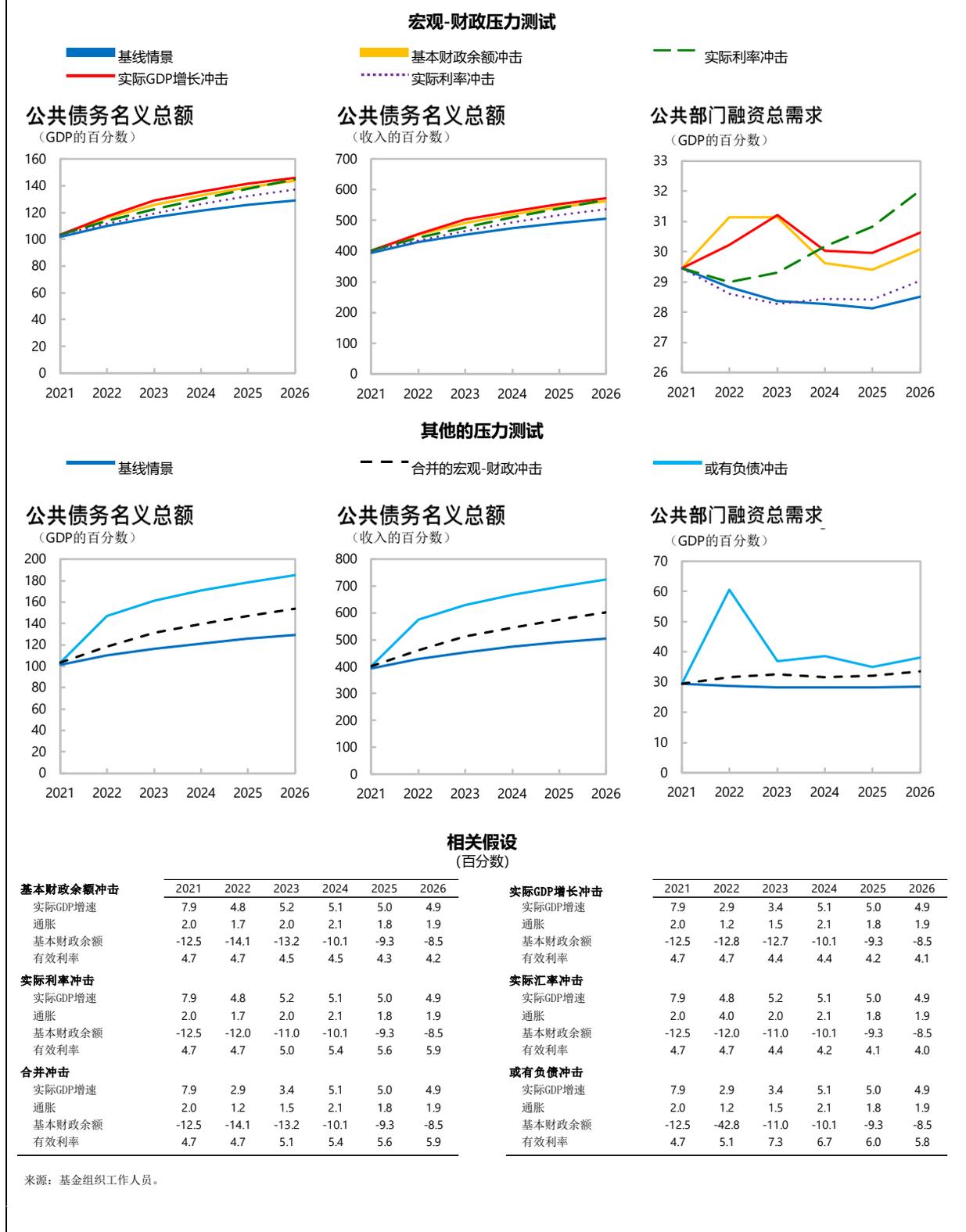
(百分数)

基线情景	2021	2022	2023	2024	2025	2026
实际GDP增速	7.9	4.8	5.2	5.1	5.0	4.9
通胀	2.0	1.7	2.0	2.1	1.8	1.9
基本财政余额	-12.5	-12.0	-11.0	-10.1	-9.3	-8.5
有效利率	4.7	4.7	4.4	4.3	4.1	4.0
<b>基本财政余额保持不变的情景</b>						
实际GDP增速	7.9	4.8	5.2	5.1	5.0	4.9
通胀	2.0	1.7	2.0	2.1	1.8	1.9
基本财政余额	-12.5	-12.5	-12.5	-12.5	-12.5	-12.5
有效利率	4.7	4.7	4.4	4.2	4.1	4.0

历史情景	2021	2022	2023	2024	2025	2026
实际GDP增速	7.9	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
通胀	2.0	1.7	2.0	2.1	1.8	1.9
基本财政余额	-12.5	-8.1	-8.1	-8.1	-8.1	-8.1
有效利率	4.7	4.7	4.4	4.3	4.2	4.1

来源：基金组织工作人员。

附录三 图 3. 中国：公共债务可持续性分析（增扩债务：广义定义）——压力测试

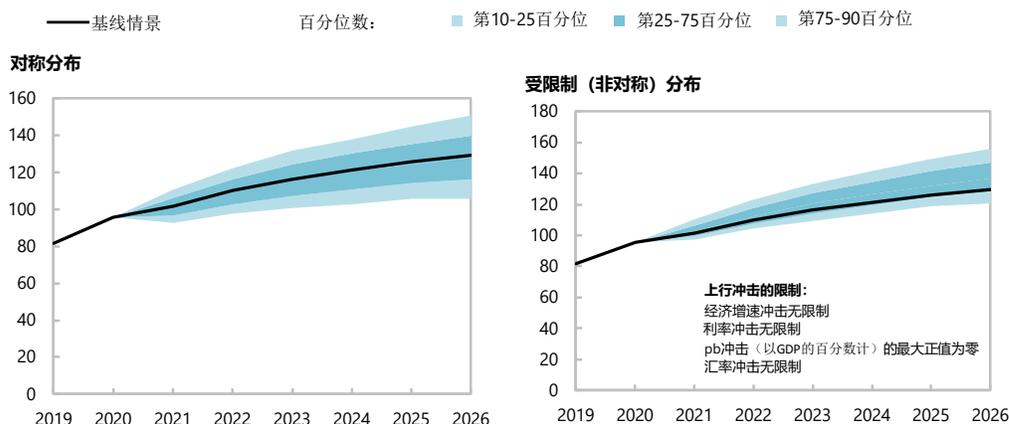


附录三 图 4. 中国：公共债务可持续性分析（增扩债务：广义定义）——风险评估

热图

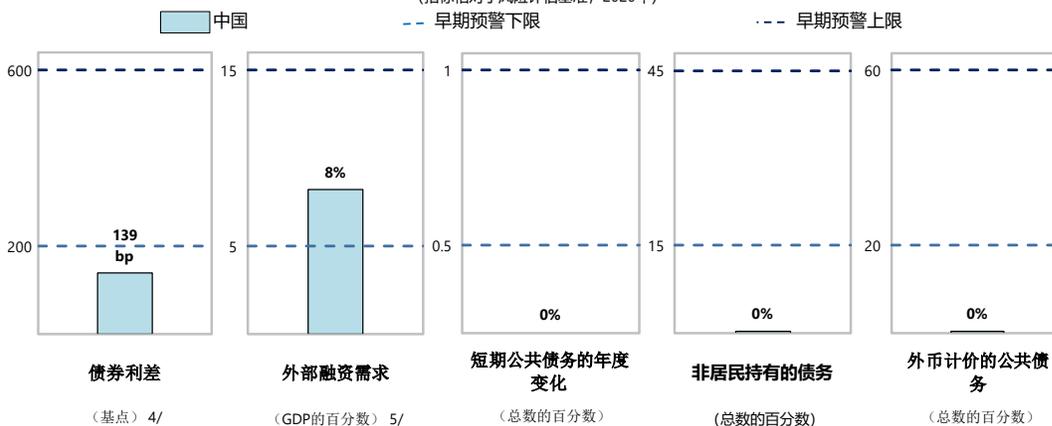
债务水平1/	实际GDP增长冲击	基本财政余额冲击	实际利率冲击	汇率冲击	或有负债冲击
总融资需求2/	实际GDP增长冲击	基本财政余额冲击	实际利率冲击	汇率冲击	或有负债冲击
债务状况3/	市场的看法	外部融资需求	短期债务比重的变化	非居民持有的公共债务	外币债务

名义公共债务总额预测密度的演变情况  
(占GDP的百分比)



债务脆弱性

(指标相对于风险评估基准, 2020年)



来源：基金组织工作人员。

1/如果在特定冲击或基线情景下没有超过债务负担基准的70%，则显示为绿色；如果在特定冲击下超过基准，但在基线情景下没有超过，则显示为黄色；如果在基线情景下超过基准，则显示为红色；如果压力测试不相关，则显示为白色。

2/如果在特定冲击或基线情景下没有超过总融资需求基准的15%，则显示为绿色；如果在特定冲击下超过基准，但在基线情景下没有超过，则显示为黄色；如果在基线情景下超过基准，则显示为红色；如果压力测试不相关，则显示为白色。

3/如果国家值小于风险评估基准下限，则显示为绿色；如果国家值大于风险评估基准上限，则显示为红色；如果国家值介于风险评估基准下限与上限之间，则显示为黄色；如果数据缺失或指标不相关，则显示为白色。

风险评估基准的下限与上限是指：

债券利差是200个基点和600个基点；外部融资需求是GDP的5%和15%；短期债务比重的变化是0.5%和1%；非居民持有的公共债务是15%和45%；外币计价债务比重是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，2021年6月23日至2021年9月21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。

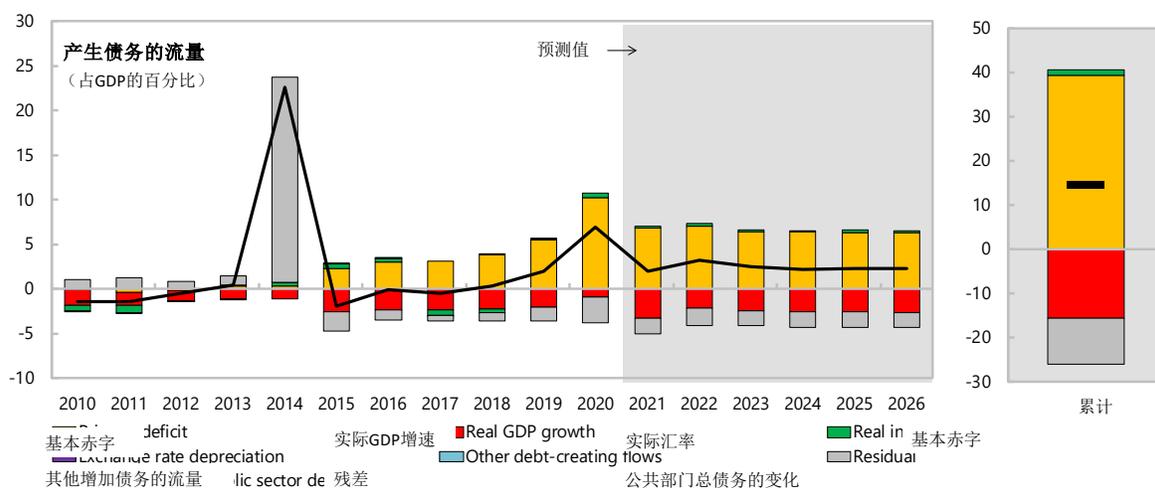
附录三 图 5. 中国：公共部门债务可持续性分析（一般预算（官方）定义债务）  
（占 GDP 的百分比，除非另有说明）

债务、经济及市场指标<sup>1/</sup>

	实际值			预测值						截至2021年12月14日		
	2010-2018 <sup>2/</sup>	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	主权利差	EMBIG（基点） <sup>3/</sup>	
名义公共债务总额	27.8	38.5	45.4	47.3	50.5	53.0	55.2	57.6	59.8		144	
公共部门总融资需求	10.1	10.0	16.1	13.3	12.5	13.2	13.5	13.8	14.1		44	
实际GDP增速（百分数）	7.9	6.0	2.3	7.9	4.8	5.2	5.1	5.0	4.9	评级	外币	本币
通胀（GDP缩减指数，百分数）	3.3	2.1	1.2	2.0	1.7	2.0	2.1	1.8	1.9	穆迪	A1	A1
名义GDP增速（百分数）	11.4	8.2	3.6	10.0	6.5	7.3	7.3	6.9	6.9	标普	A+	A+
有效利率（百分数） <sup>4/</sup>	2.8	2.5	2.6	2.5	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5	惠誉	A+	A+

各因素对公共债务变化的贡献

	实际值			预测值						累计值	实现债务稳定的 财政基本 余额 <sup>9/</sup>
	2010-2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026		
公共部门债务总额的变化	2.0	2.0	6.9	1.9	3.2	2.5	2.2	2.3	2.3	14.5	
已识别的产生债务的流量	-0.5	3.6	9.9	3.7	5.2	4.1	4.0	4.1	3.9	25.0	
基本赤字	1.4	5.5	10.2	6.8	7.0	6.5	6.4	6.3	6.3	39.3	
基本（非利息）收入与赠款	27.6	27.8	25.3	25.8	25.6	25.6	25.5	25.6	25.6	153.7	
基本（非利息）支出	29.0	33.3	35.6	32.6	32.6	32.0	31.9	31.9	31.8	192.9	
自动债务动态 <sup>5/</sup>	-1.9	-1.9	-0.4	-3.1	-1.8	-2.3	-2.4	-2.3	-2.4	-14.3	
利率/增速之差 <sup>6/</sup>	-1.9	-1.9	-0.4	-3.1	-1.8	-2.3	-2.4	-2.3	-2.4	-14.3	
其中：实际利率	-0.1	0.1	0.5	0.2	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3	1.3	
其中：实际GDP增速	-1.8	-2.0	-0.9	-3.3	-2.1	-2.5	-2.5	-2.6	-2.6	-15.6	
汇率贬值 <sup>7/</sup>	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...	...	
其他已识别的产生债务的流量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
私有化净收入	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	
请详细说明（2）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
残差，包括资产变动 <sup>8/</sup>	2.5	-1.6	-2.9	-1.8	-2.0	-1.6	-1.7	-1.7	-1.7	-10.5	



来源：基金组织工作人员。

1/ 公共部门被定义为广义政府。

2/ 基于截至2021年12月15日的历史数据。

3/ 对美国债券的长期利差。

4/ 定义为利息支付除以债务总量（不包括担保），按上一年年末值计算。

5/ 由  $[(r - \pi(1+g) - g + ae(1+r)] / (1+g + \pi + g\pi)$  乘以前一时期的债务比率计算。其中， $r$  = 利率； $\pi$  = GDP缩减指数增速； $g$  = 实际GDP增速。

$a$  = 外币计价债务的比重； $e$  = 名义汇率贬值（以本币价值表示的美元价值的增量衡量）。

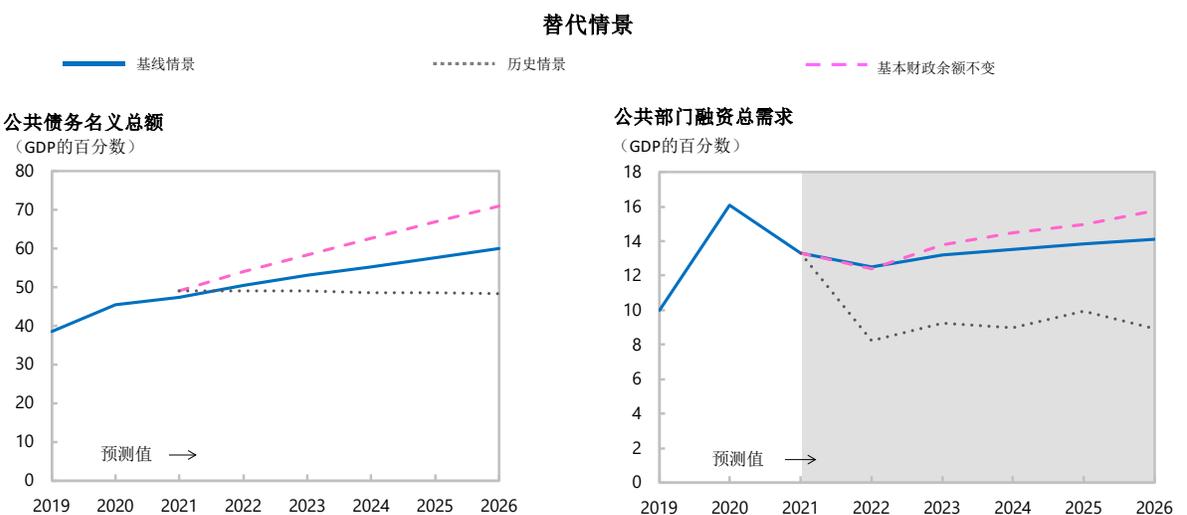
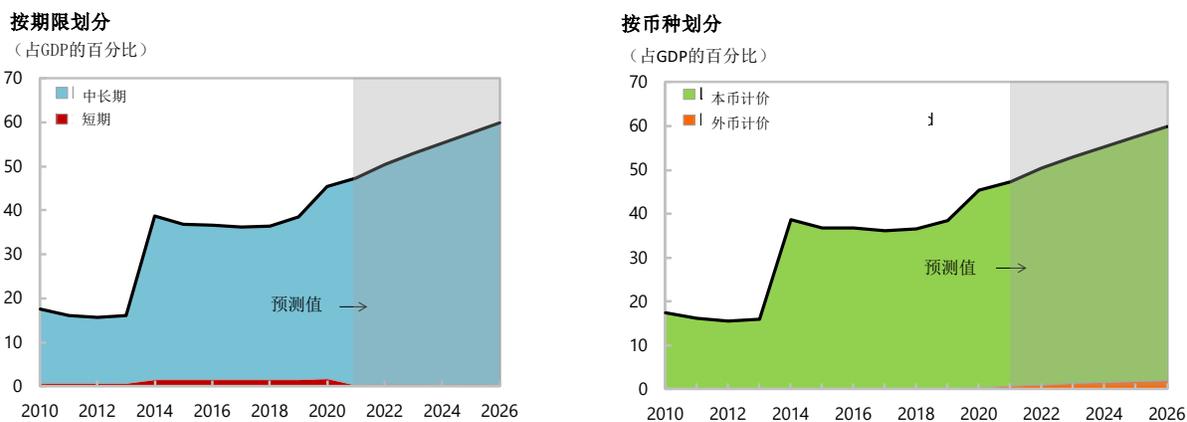
6/ 实际利率的贡献由注释5中的分子推导而来，为  $r - \pi(1+g)$ ；实际GDP增长的贡献为  $-g$ 。

7/ 汇率的贡献从注释5的分子中推导而来，为  $ae(1+r)$ 。

8/ 包括资产变动和利息收入（如有）。预测值包括了预测期的汇率变动。

9/ 假设关键变量（实际GDP增速、实际利率、其他识别出的产生债务的流量）维持在上一预测年的水平。

附录三 图 6. 中国：公共债务可持续性分析——一般预算（官方）定义债务的构成和替代情景



### 相关假设

(百分数)

基线情景	2021	2022	2023	2024	2025	2026
实际GDP增速	7.9	4.8	5.2	5.1	5.0	4.9
通胀	2.0	1.7	2.0	2.1	1.8	1.9
基本财政余额	-6.8	-7.0	-6.5	-6.4	-6.3	-6.3
有效利率	2.5	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5

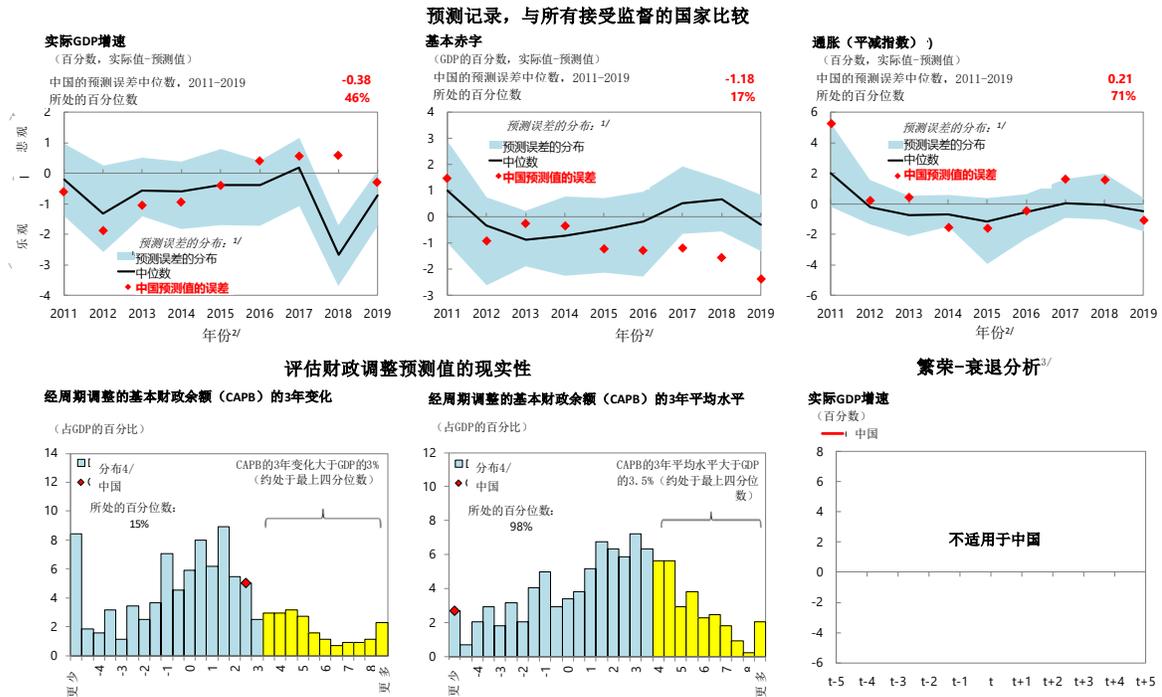
历史情景	2021	2022	2023	2024	2025	2026
实际GDP增速	7.9	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
通胀	2.0	1.7	2.0	2.1	1.8	1.9
基本财政余额	-6.8	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8
有效利率	2.5	2.4	2.3	2.3	2.3	2.2

基本财政余额保持不变的情景	2021	2022	2023	2024	2025	2026
实际GDP增速	7.9	4.8	5.2	5.1	5.0	4.9
通胀	2.0	1.7	2.0	2.1	1.8	1.9
基本财政余额	-6.8	-6.8	-6.8	-6.8	-6.8	-6.8
有效利率	2.5	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5

来源：基金组织工作人员。

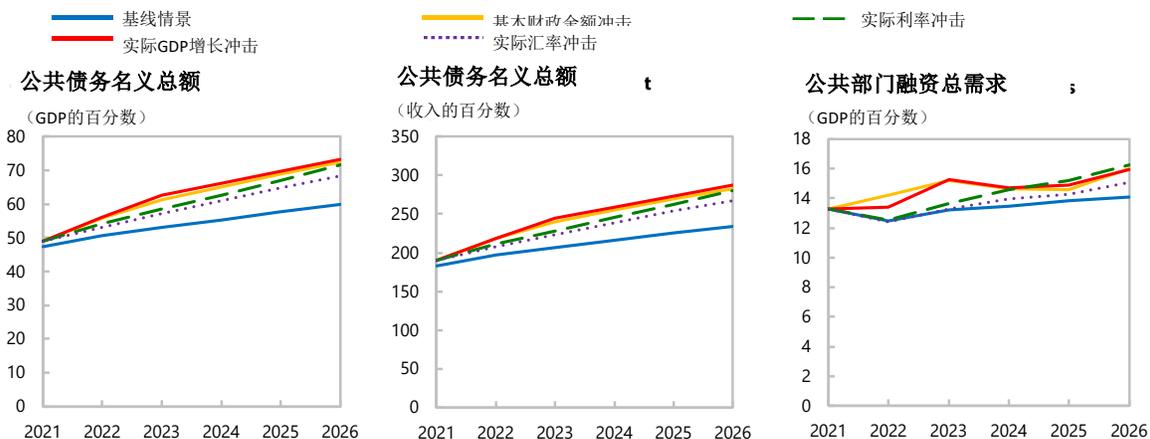
附录三 图 7. 中国：公共债务可持续性分析（一般预算（官方）定义债务）——基线假设的现实性



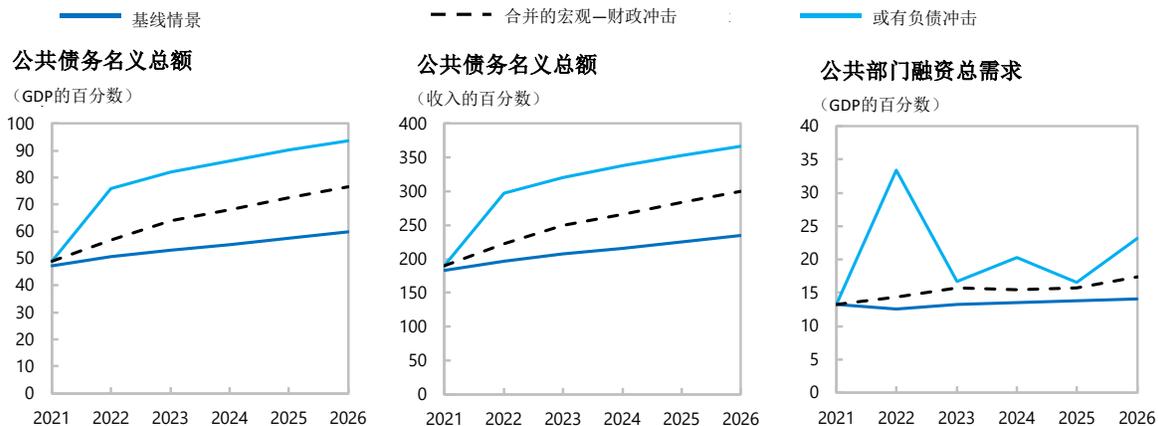
来源：基金组织工作人员。  
 1/ 所绘分布包括接受监督的国家，百分位数的排位指在全部国家中排位。  
 2/ 使用上一年春季《世界经济展望》历史数据的预测。  
 3/ 对中国不适用，因为中国既不符合正产出缺口的标准，也不符合私人信贷增速的标准。  
 4/ 数据包括1990年至2011年债务超过GDP 60%的发达和新兴经济体的年度数据。纵轴为样本的百分数。

附录三 图 8. 中国：公共债务可持续性分析（一般预算（官方）定义债务）——压力测试

宏观-财政压力测试



其他的压力测试



相关假设  
(百分数)

基本财政余额冲击	2021	2022	2023	2024	2025	2026	实际GDP增长冲击	2021	2022	2023	2024	2025	2026
实际GDP增速	7.9	4.8	5.2	5.1	5.0	4.9	实际GDP增速	7.9	2.9	3.4	5.1	5.0	4.9
通胀	2.0	1.7	2.0	2.1	1.8	1.9	通胀	2.0	1.2	1.5	2.1	1.8	1.9
基本财政余额	-6.8	-8.6	-8.1	-6.4	-6.3	-6.3	基本财政余额	-6.8	-7.7	-7.9	-6.4	-6.3	-6.3
有效利率	2.5	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	有效利率	2.5	2.4	2.4	2.6	2.6	2.6
实际利率冲击							实际汇率冲击						
实际GDP增速	7.9	4.8	5.2	5.1	5.0	4.9	实际GDP增速	7.9	4.8	5.2	5.1	5.0	4.9
通胀	2.0	1.7	2.0	2.1	1.8	1.9	通胀	2.0	4.0	2.0	2.1	1.8	1.9
基本财政余额	-6.8	-7.0	-6.5	-6.4	-6.3	-6.3	基本财政余额	-6.8	-7.0	-6.5	-6.4	-6.3	-6.3
有效利率	2.5	2.4	2.9	3.4	3.7	4.1	有效利率	2.5	2.4	2.4	2.4	2.5	2.5
合并冲击							或有负债冲击						
实际GDP增速	7.9	2.9	3.4	5.1	5.0	4.9	实际GDP增速	7.9	2.9	3.4	5.1	5.0	4.9
通胀	2.0	1.2	1.5	2.1	1.8	1.9	通胀	2.0	1.2	1.5	2.1	1.8	1.9
基本财政余额	-6.8	-8.6	-8.1	-6.4	-6.3	-6.3	基本财政余额	-6.8	-27.6	-6.5	-6.4	-6.3	-6.3
有效利率	2.5	2.4	3.0	3.4	3.8	4.1	有效利率	2.5	2.6	4.6	4.4	3.8	3.7

来源：基金组织工作人员。

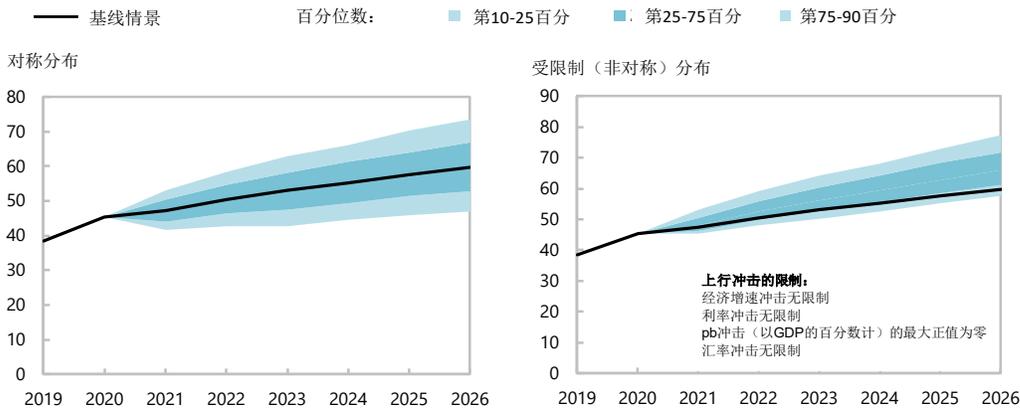
附录三 图 9. 中国：公共债务可持续性分析（一般预算（官方）定义债务）——风险评估

热图

债务水平 <sup>1/</sup>	实际GDP增长冲击	基本财政余额冲击	实际利率冲击	汇率冲击	或有负债冲击
总融资需求 <sup>2/</sup>	实际GDP增长冲击	基本财政余额冲击	实际利率冲击	汇率冲击	或有负债冲击
债务状况 <sup>3/</sup>	市场的看法	外部融资需求	短期债务比重的变化	非居民持有的公共债务	外币债务

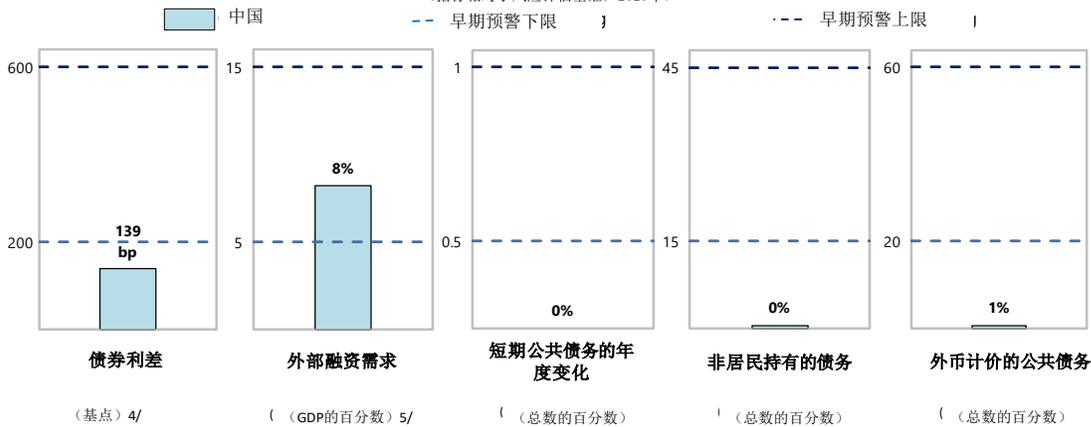
名义公共债务总额预测密度的演变情况

(占GDP的百分比)



债务脆弱性

(指标相对于风险评估基准，2020年)



来源：基金组织工作人员。

1/如果在特定冲击或基线情景下没有超过债务负担基准的70%，则显示为绿色；如果在特定冲击下超过基准，但在基线情景下没有超过，则显示为黄色；如果在基线情景下超过基准，则显示为红色；如果压力测试不相关，则显示为白色。

2/如果在特定冲击或基线情景下没有超过总融资需求基准的15%，则显示为绿色；如果在特定冲击下超过基准，但在基线情景下没有超过，则显示为黄色；如果在基线情景下超过基准，则显示为红色；如果压力测试不相关，则显示为白色。

3/如果国家值小于风险评估基准下限，则显示为绿色；如果国家值大于风险评估基准上限，则显示为红色；如果国家值介于风险评估基准下限与上限之间，则显示为黄色；如果数据缺失或指标不相关，则显示为白色。

风险评估基准的下限与上限是指：  
债券利差是200个基点和600个基点；外部融资需求是GDP的5%和15%；短期债务比重的变化是0.5%和1%；非居民持有的公共债务是15%和45%；外币计价债务比重是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，2021年6月23日至2021年9月21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。

## 附录四. 2020 第四条磋商的主要建议落实情况

自 2020 年 11 月以来宣布的改革措施	日期	实施情况
<b>支持经济增长和向私人部门需求的转换</b>		
<b>保持适度扩张的财政态势</b>		
财政部和国家税务总局宣布对月销售额 15 万元以下(含本数)的增值税小规模纳税人, 免征增值税。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 3 月	自 2021 年 4 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间实施
财政部和国家税务总局宣布实施小微企业和个体工商户所得税优惠政策。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 4 月	自 2021 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间实施
财政部、工业和信息化部宣布继续实施小微企业融资担保业务降费奖补政策。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 4 月	正在实施
<b>从支持基础设施投资转向支持家庭部门</b>		
国务院印发了“十四五”就业促进规划的通知。通知规定, 到 2025 年, 要实现城镇新增就业 5,500 万人以上的目标。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 8 月	正在实施
<b>持续加强社会保障系统</b>		
人力资源社会保障部联合其他七部门发布了《关于维护新就业形态劳动者劳动保障权益的指导意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 7 月	正在实施
人力资源社会保障部联合其他五部门印发了《关于巩固拓展社会保险扶贫成果助力全面实施乡村振兴战略的通知》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 8 月	正在实施
国务院印发《中国妇女发展纲要(2021-2030 年)》和《中国儿童发展纲要(2021-2030 年)》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 9 月	正在实施
国务院办公厅印发《“十四五”全民医疗保障规划》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 9 月	正在实施
中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 10 月	正在实施
国家发展改革委印发《关于推动生活性服务业补短板上水平提高人民生活品质的若干意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 11 月	正在实施
<b>扩大税基和提高税收累进性的改革</b>		
国家税务总局宣布进一步简便优化部分纳税人个人所得税预扣预缴方法。( <a href="#">链接</a> )	2020 年 12 月	自 2021 年 1 月 1 日起施行

<b>侧重于传统利率措施的宽松货币政策</b>		
中国人民银行宣布下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点 (不含已执行 5%存款准备金率的金融机构)。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 7 月	已经实施
<b>增强汇率弹性</b>		
不适用		
<b>确保金融稳定</b>		
<b>随着经济稳定复苏，逐步退出特别的财政支持性措施</b>		
不适用		
<b>加强监管框架</b>		
中国人民银行和银保监会联合印发了《系统重要性银行评估办法》。( <a href="#">链接</a> )	2020 年 12 月	自 2021 年 1 月 1 日起施行
中国人民银行和银保监会联合印发了《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》。( <a href="#">链接</a> )	2020 年 12 月	自 2021 年 1 月 1 日起施行
银保监会和中国人民银行联合印发了《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 1 月	已经实施
中国人民银行发布《征信业务管理办法》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 9 月	已经实施
中国银保监会发布《商业银行监管评级办法》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 9 月	已经实施
中国银保监会发布《银行保险机构大股东行为监管办法(试行)》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 10 月	已经实施
中国人民银行和银保监会联合发布《系统重要性银行附加监管规定(试行)》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 10 月	自 2021 年 12 月 1 日起施行
中国人民银行 银保监会 财政部发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 10 月	自 2021 年 12 月 1 日起施行
住房和城乡建设部、人民银行制定了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，被称为“三道红线”。( <a href="#">链接</a> )	2020 年 8 月	自 2021 年 1 月 1 日起施行

中国人民银行印发了《非银行支付机构重大事项报告管理办法》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 7 月	已经实施
中国决定设立北京证券交易所，以深化新三板改革。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 9 月	正在实施
<b>加强反洗钱/反恐融资框架</b>		
中国人民银行发布了《法人金融机构洗钱和恐怖融资风险自评估指引》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 1 月	已经实施
中国人民银行发布了《金融机构反洗钱和反恐怖融资监督管理办法》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 4 月	自 2021 年 8 月 1 日起施行
中国人民银行就《中华人民共和国反洗钱法（修订草案公开征求意见稿）》公开征求意见，这是《反洗钱法》2007 年 1 月 1 日实施后首次修订。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 6 月	正在实施
<b>全面的银行重组方法</b>		
银保监会发布了《银行保险机构恢复和处置计划实施暂行办法》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 6 月	已经实施
中国人民银行发布了《中国金融稳定报告（2021）》，呼吁健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，推动中小金融机构改革化险。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 9 月	正在实施
<b>企业重组</b>		
人民银行联合其他五部门发布了《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 8 月	正在实施
<b>改善政策传导，实现政策空间最大化</b>		
<b>货币政策</b>		
将存款利率自律上限的确定方式改为在存款基准利率基础上加上一定基点。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 6 月	已经实施
中国人民银行宣布推进碳减排政策支持工具设立工作。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 8 月	有待实施
人民银行推出碳减排支持工具。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 11 月	已经实施
<b>财政政策 ( <a href="#">链接</a> )</b>		
国务院宣布建立常态化财政资金直达机制，扩大直达资金范围。( <a href="#">链接 1</a> , <a href="#">链接 2</a> )	2021 年 3 月	正在实施
国务院印发了《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 3 月	正在实施

《中华人民共和国印花税法》颁布。( <a href="#">链接</a> )	2021年6月	自2022年7月1日起施行
中央政治局会议指出，要做好宏观政策跨周期调节。( <a href="#">链接</a> )	2021年7月	正在实施
财政部印发《地方政府专项债券用途调整操作指引》。( <a href="#">链接</a> )	2021年9月	已经实施
财政部印发《部门决算管理办法》。( <a href="#">链接</a> )	2021年10月	已经实施
<b>数字科技</b>		
中国人民银行发布了《中国金融科技创新监管工具》白皮书。( <a href="#">链接</a> )	2020年10月	已经实施
中国人民银行宣布推动建设国家金融科技风险监控中心。( <a href="#">链接</a> )	2021年1月	有待实施
中国人民银行印发《关于深入开展中小微企业金融服务能力提升工程的通知》，要求运用科技手段赋能中小微企业金融服务。( <a href="#">链接</a> )	2021年6月	正在实施
中国人民银行发布了《中国数字人民币的研发进展白皮书》。( <a href="#">链接</a> )	2021年7月	正在实施
中共中央、国务院印发了《法治政府建设实施纲要(2021-2025年)》，明确提出要全面建设数字法治政府。( <a href="#">链接</a> )	2021年8月	正在实施
中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于加强网络文明建设的意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021年9月	正在实施
中国人民银行印发《关于做好小微企业银行账户优化服务和风险防控工作的指导意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021年10月	已经实施
人民银行办公厅 中央网信办秘书局 工业和信息化部办公厅 银保监会办公厅 证监会办公厅联合发布《关于规范金融业开源技术应用与发展的意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021年10月	正在实施
<b>根据经济复苏的步伐调整宏观经济政策</b>		
中国人民银行、国家外汇管理局将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由1.25下调至1。( <a href="#">链接</a> )	2021年1月	已经实施
国家外汇管理局明确将防范跨境资本异常流动风险列入外汇管理重点工作。( <a href="#">链接</a> )	2021年1月	正在实施
中国人民银行新增3,000亿元支小再贷款额度，加大对中小微企业纾困帮扶力度。( <a href="#">链接</a> )	2021年9月	已经实施
关于支持金融机构服务中小微企业减免银行间外汇市场相关交易手续费的通知。( <a href="#">链接</a> )	2021年10月	从2021年7月1日起实施
<b>重新加快改革以支持平衡增长</b>		

<b>进一步开放国内市场</b>		
国家发展改革委、商务部联合发布了《鼓励外商投资产业目录（2020年版）》。（ <a href="#">链接</a> ）	2020年12月	已经实施
国家发展改革委、商务部发布了《海南自由贸易港外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2020年版）》。（ <a href="#">链接</a> ）	2020年12月	已经实施
商务部联合其他五部门发布了《关于扩大跨境电商零售进口试点、严格落实监管要求的通知》（ <a href="#">链接</a> ）	2021年3月	已经实施
国务院同意开展服务业扩大开放综合试点。（ <a href="#">链接</a> ）	2021年4月	已经实施
国务院印发了《关于推进自由贸易试验区贸易投资便利化改革创新若干措施的通知》。（ <a href="#">链接</a> ）	2021年8月	已经实施
商务部会同北京市政府及有关部门印发了《北京市国家服务业扩大开放综合示范区建设最佳实践案例》。（ <a href="#">链接</a> ）	2021年9月	已经实施
中国人民银行将推动完善准入前国民待遇+负面清单管理制度。（ <a href="#">链接</a> ）	2021年9月	正在实施
中共中央、国务院大力推进粤港澳大湾区建设。（ <a href="#">链接</a> ）	2021年9月	正在实施
中国人民银行关于开展内地与香港债券市场互联互通南向合作的通知。（ <a href="#">链接</a> ）	2021年9月	已经实施
国务院关于同意在全面深化服务贸易创新发展试点地区暂时调整实施有关行政法规和国务院文件规定的批复。（ <a href="#">链接</a> ）	2021年10月	已经实施
<b>社会保障网、户口和土地改革</b>		
中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《建设高标准市场体系行动方案》，宣布试行以经常居住地登记户口制度。（ <a href="#">链接</a> ）	2021年1月	已经实施
国家发展改革委印发了《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》。（ <a href="#">链接</a> ）	2021年4月	已经实施
国家医保局联合其他七部门印发了《关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和使用的指导意见》。（ <a href="#">链接</a> ）	2021年6月	已经实施
<b>市场和国有企业改革，确保竞争中性</b>		
国企改革领导小组办公室印发了《“双百企业”和“科改示范企业”超额利润分享机制操作指引》，旨在进一步提高国有企业的活力。（ <a href="#">链接</a> ）	2021年1月	已经实施
国资委印发了《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》。（ <a href="#">链接</a> ）	2021年2月	已经实施
国务院反垄断委员会印发了关于平台经济领域的反垄断指南。（ <a href="#">链接</a> ）	2021年2月	已经实施

国务院宣布清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 3 月	正在实施
市场监管总局联合其他四部门印发了《公平竞争审查制度实施细则》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 6 月	已经实施
国资委印发了《中央企业董事会工作规则（试行）》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 9 月	已经实施
<b>个人破产制度改革</b>		
中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《建设高标准市场体系行动方案》，宣布开展个人破产制度改革试点。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 1 月	已经实施
《深圳经济特区个人破产条例》正式施行。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 3 月	已经实施
<b>促进创新和绿色投资</b>		
生态环境部印发了《碳排放权交易管理办法（试行）》。( <a href="#">链接</a> )	2020 年 12 月	自 2021 年 2 月 1 日起施行
生态环境部印发了《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 1 月	已经实施
国务院宣布将制造业企业研发费用加计扣除比例由 75%提高至 100%。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 3 月	自 2021 年 1 月 1 日起施行
全国碳排放权交易市场正式上线交易。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 7 月	已经实施
国家发展改革委印发了《“十四五”循环经济发展规划》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 7 月	已经实施
国务院办公厅印发了《关于改革完善中央财政科研经费管理的若干意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 8 月	已经实施
国家成立了由不同部门组成的碳达峰碳中和工作领导小组，制定完善碳达峰碳中和“1+N”政策体系。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 8 月	正在实施
中共中央 国务院印发《知识产权强国建设纲要（2021 - 2035 年）》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 9 月	正在实施
中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于深化生态保护补偿制度改革的意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 9 月	正在实施
中共中央 国务院发布《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 10 月	正在实施
国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 10 月	正在实施
国务院办公厅《关于进一步支持大学生创新创业的指导意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 10 月	正在实施
中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于推动城乡建设绿色发展的意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 10 月	正在实施

《地下水管理条例》公布。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 10 月	2021 年 12 月 1 日起施行
国务院印发《“十四五”国家知识产权保护和运用规划》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 10 月	正在实施
中共中央 国务院发布《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 11 月	已经实施
国务院办公厅印发《关于鼓励和支持社会资本参与生态保护修复的意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 11 月	正在实施
<b>解决全球性危机</b>		
<b>扩大新冠疫苗接种范围</b>		
中国已经并正在向 105 个国家和 4 个国际组织提供新冠疫苗援助，向 60 多个国家出口疫苗，总量达 9.9 亿剂，居全球首位。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 9 月	正在实施
<b>减免低收入国家的债务</b>		
中国参与了二十国集团财长与央行行长通过的《暂停偿债倡议》( DSSI ) 及《缓债倡议后续债务处理共同框架》。	2020 年 5 月 、 2020 年 11 月	正在实施
<b>应对气候变化</b>		
中国与数个国家签订了备忘录，以期加强气候变化方面的合作。( <a href="#">链接</a> )	进行中	正在实施
商务部、生态环境部联合印发了《对外投资合作绿色发展工作指引》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 7 月	已经实施
上一节提到的国内开展的支持中国经济绿色转型的措施将有助于全球在气候变化方面的协作。	进行中	正在实施
<b>加强以规则为基础的多边贸易体系</b>		
中国正式提出申请加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》( CPTPP ) ( <a href="#">链接</a> )	2021 年 9 月	中国加快加入《全面与进步跨太平洋伙伴关系协定》的谈判。
习近平主席同欧洲领导人共同宣布如期完成中欧全面投资协定谈判。( <a href="#">链接</a> )	2020 年 12 月	正在实施，欧洲议会 2021 年 5 月冻结
商务部联合其他三部门印发了《数字经济对外投资合作工作指引》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 7 月	已经实施

《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 将于 2022 年 1 月 1 日生效。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 11 月	将于 2022 年 1 月 1 日生效
中国正式提出申请加入《数字经济伙伴关系协定》(DEPA)。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 11 月	正在实施
<b>提高数据质量和透明度</b>		
中国审议通过了《关于更加有效发挥统计监督职能作用的意见》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 8 月	正在实施
中共中央 国务院印发《国家标准化发展纲要》。( <a href="#">链接</a> )	2021 年 10 月	正在实施
<b>尚未宣布</b>		
• 发布外汇干预数据	不适用	不适用

附录五.2017 年中国 FSAP 主要建议落实情况<sup>29</sup>

建议	优先程度	时间要求	已采取措施
<b>宏观经济建议</b>			
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	2021 年 3 月 12 日发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》（简称“十四五”规划）在五年规划史上首次提出“GDP 增长保持在合理区间、各年度视情况提出”。这种以定性为主、蕴含定量的表述方式，既体现了不能简单易 GDP 论英雄的导向，也蕴含了使经济增速与潜在经济增长率保持一致的要求，有利于引导各方面把工作重点放在提高发展质量和效益上。
<b>系统性风险、宏观审慎政策和强化监管</b>			
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	国务院金融稳定发展委员会定期听取风险处置进展情况的汇报，及时对风险处置中的重大问题进行研究部署，在全体会议和专题会议中，大多数议题与防范化解处置风险相关。
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	<b>国内方面</b> ，一是人民银行、银保监会、证监会、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之间形成了数据信息交流机制，共享证券期货市场各类统计数据，并由人民银行牵头制定《证券业金融机构资产负债统计制度》及配套文件，明确相关数据共享机制。 <b>二是</b> 银保监会与证监会、外管局、中央国债登记结算公司、上海票交所等建立了定期数据交换机制，加强对银行保险机构参与金融市场业务的风险监

<sup>29</sup>有关当局报送的信息(截至 2021 年 9 月 30 日)，由 IMF 工作人员提供翻译。

		<p>测。三是证监会加强与银保监会之间的信息共享，获取银行、保险公司的资产负债表和利润表、场外股票质押、资管产品等有关数据信息。</p> <p>国际方面，一是加强信息交流，共享财务数据。银保监会自新冠疫情发生以来，向巴塞尔委员会定期报送中国银行业整体风险研判情况，共享已采取的抗疫措施；向国际保险监督官协会定期报送保险业行业数据和符合条件的单家保险机构数据，为落实《保险业系统性风险框架》、评估和防范全球保险业系统性风险提供数据支持。证监会积极向金融稳定理事会反馈气候变化数据调查问卷，并报送非银部门监测相关的基金管理规模数据；与香港证监会开展互联互通机制相关信息交换，建立香港 MSCI 中国 A50 互联互通指数期货跨境监管、数据交换和应急处置机制。二是加强监管协作。银保监会持续深化跨境监管信息交流、协调与合作，提高跨境监管水平。截至 2021 年 9 月末，已与 84 个国家和地区的金融监管机构签署了 122 份双边监管合作谅解备忘录或监管合作协议。证监会积极加强与境外证券期货监管机构的跨境监管和执法合作，主动参与国际金融治理。截至 2021 年 9 月末，已与 67 个国家或地区的证券期货监管机构签署了双边监管合作谅解备忘录，建立了监管合作机制。同时，作为国际证监会组织 (IOSCO) 正式成员，证监会认真履行多边备忘录下跨境执法合作义务，共同打击跨境证券违法违规行为。</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地）增加资本。	最高	近期措施	无更新
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>人民银行正在推动修改《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。</p> <p>银保监会争取政策支持，充实系统人员编制，优化系统基层监管资源。</p> <p>证监会通过积极增加人员编制保障重点业务履职，并协调相关部委为重点监管检查工作提供预算保障。2020年12月，证监会派出机构新增加420名人员编制。</p>
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>人民银行建设的国家金融基础数据库已投产并稳步运行，相关基础数据已采集入库，有助于实现金融业综合统计，更好地为系统性风险监测提供数据支持。</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>人民银行进一步完善MPA框架，更加突出对实体经济重点领域和薄弱环节的考核要求，动态调整优化相关考核指标。</p>
<b>银行的规制和监管</b>			
强化金融控股集团风险监管，提升监管银行及其关联金融集团及其所有权结构的能力，包括识别最终受益所有者。	最高	中期措施	<p>2020年9月，《国务院关于实施金融控股公司准入管理的决定》和《金融控股公司监督管理试行办法》相继发布，并于2020年11月1日起正式实施，初步搭建起金融控股公司监管制度框架。根据上述《决定》和《办法》，人民银行积极推动符合规定设立情形的非金融企业依法设立金融控股公司，对金融控股公司实施全面、持</p>

		<p>续、穿透监管。在并表基础上，强化股权结构、股东资质、公司治理、风险管理、关联交易等重点环节的监管，确保金融控股公司股东资质合规和资本充足，股权结构简单、清晰、可穿透，实际控制人和最终受益人可识别。银保监会、证监会积极配合人民银行做好《金融控股公司监督管理试行办法》实施工作，支持相关机构依法申请设立金融控股公司。</p> <p>2021年10月银保监会印发《银行保险机构大股东行为监管办法（试行）》，明确监管部门按照实质重于形式的原则，加强对银行保险机构大股东的穿透监管和审查，并要求银行保险机构大股东逐层说明其股权结构直至实际控制人、最终受益人。</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>制度层面，银保监会借鉴巴塞尔委员会发布的《审慎处理资产指引——关于不良暴露和重组的定义》，并结合国内监管实践，正研究制定《商业银行金融资产风险分类办法》，拟要求商业银行对非零售金融资产进行分类时，以评估债务人的履约能力为中心，对重组资产（包括展期）严格相关监管要求，并明确规定逾期90天以上的金融资产归入不良。</p> <p>实践层面，商业银行已基本将逾期90天以上的贷款归入不良。</p>
<p>强化“穿透”原则的执行。</p>	<p>中等</p>	<p>制度层面，一是推进《商业银行法》修改，研究增加对商业银行实际控制人的法定监管授权，实现商业银行股权结构的穿透监管。二是于2020年9月印发《关于保险资金投资债转股投资</p>

		<p>计划有关事项的通知》，按照穿透原则，对保险资金投资的债转股投资计划实施投资比例分类管理。三是于 2021 年 6 月发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》，规定商业银行、理财公司应当加强现金管理类产品开展同业融资的风险管理，做好期限管理和集中度管控，按照穿透原则对交易对手实施尽职调查和准入管理。</p> <p>监管实践中，一是 2017-2020 年连续四年开展金融市场乱象整治专项工作，突出强调在股权管理和公司治理、影子银行高风险资产压降和交叉金融领域的现场检查中严格执行“穿透”监管原则。二是 2020、2021 年，持续开展银行保险机构股权和关联交易乱象整治，严格执行“穿透”监管原则。三是强化对信托业的“穿透”监管。定期开展信托公司风险排查工作，对信托业务逐一进行双向“穿透”式排查，摸清风险底数。在信托业非现场监管中，强调信托产品合规监管、穿透监管和风险监测，要求信托业务参与主体、资金来源、资金投向可见、可控。四是通过科技赋能检查逐步实现“穿透”监管的目标。成立数据治理高层专家指导协调委员会，组建智能检查实验室，开发资金追踪工具，探索开展线上检查，着力破解资金跨行跨省追踪等“穿透”监管的难点问题。利用 EAST 数据平台等，穿透查询资金流向，着力破解现场检查难点问题。2021 年现场检查中，与银保信、中信登、中保登等会管机构联动，围绕股权、关联交易整治的</p>
--	--	---

			监管重点，引入外部数据资源，重点穿透查处关联方识别不全、关联交易管控不到位的问题。
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		无更新
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><b>银保监会不断完善细化报表制度，强化数据质量要求。</b>一是非现场报表制度加强了对商业银行互联网贷款、衍生品业务、房地产融资、不良贷款处置、信用卡等相关业务的统计，并优化表内外各项投资及拨备的相关统计。银保监会正在修订 2022 年非现场报表制度，将进一步强化对重点业务和主要风险的数据采集。二是利用非现场监管统计系统、新建成的监管大数据平台等，全面收集监管数据，重点关注银行信贷和投资资产质量、拨备和资本情况等。三是利用新建成的公司治理监管系统，开展大型银行公司治理监管评估，动态掌握银行股权和关联交易管理情况、评估所发现问题的整改进展。四是设计了针对债权人委员会等特定领域信用风险报表并要求银行定期报送。提升了部分报表的填报频度，要求银行机构将部分季度报表改为月度报送。五是研究制订城商行表内外投资业务专项统计表，细化相关业务统计颗粒度，逐季开展监测分析。六是除非现场监管信息报表外，按月要求信托公司上报信托项目台账及风险项目台账，掌握信托公司业务开展及风险情况。按季进行风险排查，将信托公司信用风险和流动性风险情况纳入排查范围，全面摸清行业风险底数。</p>

<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。</p>	<p>中等</p>		<p><b>银保监会按照机构类型，有的放矢开展前瞻性风险分析和预警。</b>一是督促大型银行动态跟踪监测经济金融形势，加强疫情影响分析，强化全面风险管控。尤其督促大型银行重点加强信用风险防控，前瞻性应对延期还本付息政策退出等对银行资产质量的影响，加大不良处置力度。<b>二是在针对城商行开展全面风险排查基础上，开展专项风险排查、流动性压力测试和公司治理评估，同步开展风险提示预警，强化监管要求。</b>三是跟踪信托行业风险变化趋势，及时开展风险通报与风险预警。动态更新机构风险图谱，按不同机构风险等级分类施策，提高风险防范前瞻性。</p>
<p><b>压力测试</b></p>			
<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><b>对于银行业风险</b>，人民银行开展的 2021 年银行业压力测试覆盖 4015 家参试银行，使用更加详细的监管数据和银行内部数据，对银行体系进行全面“体检”，进一步完善系统性风险监测预警机制。</p> <p><b>对于金融市场风险</b>，人民银行定期对上市公司大股东股票质押融资风险、公募基金流动性风险进行压力测试，并不断加强监管数据间数据和信息共享。</p> <p><b>对于证券基金经营机构</b>，在对其同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。</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。</p>	<p>中等</p>		<p>人民银行在 2021 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及风险传染性，新纳入规</p>

<p>开发并整合对集合投资计划的压力测试。</p>			<p>模较大、影响力较强的民营银行和外资法人银行。</p> <p>银保监会探索将银行、保险、信托以及其他非银行金融机构纳入同一框架，协同开展压力测试；基于银行、非银机构的同业业务数据，测算机构关联性风险。</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，一是会同中证数据持续完善证券基金行业重要机构压力测试机制，在测试中以机构债权债务关系为切入点，探索测试机构间关联性和风险传染性。二是指导证券投资基金业协会发布《公募基金管理公司压力测试指引（试行）》，明确公募基金压力测试的基本要求和办法。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>银保监会探索与部分派出机构联动开展压力测试。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，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。</p>
<p><b>影子银行和隐性担保</b></p>			
<p>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。</p>	<p>最高</p>	<p>中期措施</p>	<p>无更新</p>
<p>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。</p>	<p>中等</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</p>

			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。
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		无更新
<b>证券市场的规制和监管</b>			
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>监管部门已发布多项管理规定，禁止在理财产品说明书中列明预期收益率。近一年新发布的文件包括：</p> <p>2020年8月，证监会发布《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》（2020年10月1日起施行），其中第24条规定，基金销售机构及其从业人员从事基金销售业务，不得有下列情形：...（二）违规承诺收益，本金不受损失或者限定损失金额、比例；（三）预测基金投资业绩，或者宣传预期收益率...</p> <p>2020年8月，证监会发布《公开募集证券投资基金宣传推介材料管理暂行规定》（2020年10月1日起施行），其中第6条规定，基金宣传推介材料登载基金过往业绩的，应当以显著方式特别声明，基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩的保证，不得以明示、暗示或者其他任何方式承诺产品未来收益。</p>

			<p>2021年5月，银保监会发布《理财公司理财产品销售管理暂行办法》规定，理财产品销售机构及其销售人员在从事理财产品销售业务活动时，不得出具、宣传理财产品预期收益率；不得使用未说明选择原因、测算依据或计算方法的业绩比较基准，单独或突出使用绝对数值、区间数值展示业绩比较基准。</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>2020年9月，银保监会印发《关于印发组合类保险资产管理产品实施细则等三个文件的通知》，进一步规范了保险资管产品的发行、投资运作等业务流程，切实强化风险管控要求。</p> <p>2021年6月，银保监会、人民银行联合制定并发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》。《通知》对于现金管理类理财产品的监管要求，整体上与货币市场基金等同类资管产品监管标准保持一致。</p>
严格把控回购抵押品的资质，并改进折扣率计算方法。	中等		无更新
强化系统性风险监测机制，以确保从整体的视角审视证券市场之间以及和其他金融部门的关联性。	中等		<p>人民银行已联合国资委、证监会建立中央和地方层面国企债券违约监测预警工作机制，加强监管合力和风险防控针对性。</p>
<b>保险的规制和监管</b>			
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><b>完善审慎监管方面</b>，一是修订《保险集团公司监督管理办法》，目前已完成公开征求意见程序，待修改后择机公开发布。该办法结合境内外有关金融控股公司监管规则制定情况，对市场准入与退出、资金运用、风险管理、信息披露等监</p>

		<p>管重点领域的制度规则进行修订完善。加强并表监管，建立健全并表监管指标体系。开展公司治理评估和现场检查，落实集团公司主体责任，强化并表及非保险子公司监管，防范资金运用和股权质押等重点领域风险。</p> <p><b>二是</b> 2021 年 1 月，印发修订后的《保险公司偿付能力管理规定》，明确了偿付能力三支柱监管框架，完善了偿付能力监管措施，提升了偿付能力监管的针对性和有效性。</p> <p><b>三是</b> 完成偿二代二期工程建设工作。目前已完成偿二代二期工程建设工作，形成了修订后的 20 项监管规则，下一步报国务院后将正式印发，计划于 2022 年实施。</p> <p><b>四是</b> 2021 年 1 月，印发《保险资产管理公司监管评级暂行办法》，按照公司治理与内控、资产管理能力、全面风险管理、交易与运营保障、信息披露五个维度，衡量保险资管公司经营管理能力和风险管理能力。为丰富保险资金运用风险监测手段，初步建立涵盖核心资金运用风险的监测体系，定期监测行业 and 所有保险公司的资金运用风险状况。</p> <p><b>完善行为监管方面，一是</b> 发布《保险公司非寿险业务准备金管理办法》，加强保险公司准备金评估、计提及分摊管理的规范性。</p> <p><b>二是</b> 修订并印发《财产保险公司保险条款和保险费率管理办法》，进一步规范公司产品开发及报备行为，提高产品质量，保护消费者权益，夯实产品监管制度基础。</p> <p><b>三是</b> 修订并印发《再保险业务管理规定》，加强再保险业务安全性、再保险合同管理、直保公司开展分入业务、再保险经纪人等监</p>
--	--	---

			管，促进再保险市场持续健康发展。 <b>四是</b> 出台《意外伤害保险业务监管办法》，聚焦赔付率低、佣金畸高、销售行为不规范等突出问题，进一步完善意外险费率市场化形成机制，使意外险价格充分反映历史数据、行业经验和市场供求关系，全面规范意外险业务发展。 <b>五是</b> 出台《关于进一步规范保险机构互联网人身保险业务有关事项的通知》，着力规范互联网人身保险领域的风险和乱象，统一创新渠道经营和服务标准，旨在支持有实力、有能力、重合规、重服务的保险公司，应用互联网、大数据等科技手段，为社会公众提供优质便捷的保险服务。
制定规划，逐步采用更为市场化的方式进行估值。	中等		<p>制度上，2020年9月，银保监会发布《关于印发组合类保险资产管理产品实施细则等三个文件的通知》，要求保险资管公司对组合类保险资管产品实行净值化管理，金融资产的估值和产品净值的生成应当符合《企业会计准则》和资管新规等相关规定。</p> <p>实践中，中国偿二代使用的 GAAP+ 估值体系，符合中国市场实际，也是 ICP 所允许的偿付能力估值方法之一。</p>
<b>金融市场基础设施的监管</b>			
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	无更新
通过充分实施国际支付结算体系委员会与国际证监会组织的原则以及强化法律框架，来增加金融市场基础设施的韧性。	最高	中期措施	人民银行会同有关部门推动落实《统筹监管金融基础设施工作方案》，参照 PFMI 相关要求，建立健全金融基础设施统筹监管制度规则，推动金融基础设施根据市场实际需要分类有序联

			通，促进资金等要素的自由流动，形成包容开放、富有弹性的金融基础设施体系。 证监会于 2021 年 1 月完成《期货交易所管理办法》修订，在部门规章层面明确《金融市场基础设施原则》关于中央对手方、净额结算等相关要求。
将中央银行的服务延伸至所有系统重要性中央对手。	中等		无更新
<b>反洗钱和反恐怖融资</b>			
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		人民银行正在研究修订《反洗钱法》和规章，考虑基于风险对国内政治公众人物采取客户尽职调查措施，目前已经完成公开征求意见。
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		2020 年通过的《刑法修正案（十一）》将自洗钱行为独立定罪，目前已有多起自洗钱案件宣判。
<b>危机管理</b>			
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	人民银行正会同银保监会进一步完善有关法律规定，包括修订《商业银行法》、起草《金融稳定法》，进一步明确动用公共资源的条件。例如，正在制定的《金融稳定法》拟完善系统性金融风险处置机制，明确系统性金融风险处置启动的条件与程序；拟规定风险处置应当优先使用出险机构自救资金和市场化资金，必须满足严格条件才能动用公共资金，并设定明确的偿还安排，保障公共资金安全。
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	2020 年 12 月，人民银行、银保监会联合印发《系统重要性银行评估办法》，建立系统重要性银行评估和识别机制。人民银行、银保监会于

			<p>2021年10月联合印发《系统重要性银行附加监管规定（试行）》，公布19家系统重要性银行名单，明确附加监管要求、恢复和处置计划、可处置性评估等规则。人民银行、银保监会、财政部于2021年10月29日印发《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》，确保全球系统重要性银行进入处置阶段时具备足够的损失吸收和资本重组能力。</p> <p>2021年6月3日，银保监会印发《银行保险机构恢复和处置计划实施暂行办法》，要求杠杆率分母达到3000亿元以上的存款类金融机构、表内总资产达到2000亿元人民币以上的保险公司制定恢复和处置计划。同时，监管部门可以基于业务特性、风险状况、外溢影响等因素，指定其他银行保险机构制定恢复和处置计划。</p>
<p>人民银行应制定一个正式的紧急流动性救助框架。</p>	<p>最高</p>	<p>中期措施</p>	<p>无更新。</p>
<p>提升各类保护基金的制度设计，以限制道德风险。</p>	<p>中等</p>		<p><b>保险保障基金方面</b>，继续加强风险费率机制、保单救济范围和标准的研究，进一步提出相应对策和思路。结合风险处置实践需要，探索充实保险保障基金的可行性做法。</p> <p><b>信托业保障基金方面</b>，研究修订信托保障基金相关监管制度，从投资者风险自担、强化股东及信托公司自救责任、强化属地监管责任三个层面，提出道德风险防范的核心原则；同时，探索通过实行差异化认购标准、明确基金使用条件和决策程序等措施，规范基金认购和使用，防范因</p>

			权责不对等、基金被误用或滥用等原因而导致道德风险。
<b>普惠金融</b>			
提升金融科技的法律、规制和监管框架。	中等		<p>人民银行推动落实《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021年）》，加强金融科技监管顶层设计，加快完善以创新监管工具为基础、以监管规则为核心、以数字化监管为手段的金融科技监管框架。全面推广实施金融科技创新监管工具，出台智能算法评价、数据能力建设等标准规范，加强新技术应用风险管理，强化金融科技创新审慎监管。</p> <p>银保监会始终坚持“金融创新必须在审慎监管的前提下进行”和“所有金融活动必须依法全面纳入监管”的基本原则，积极推进相关规制建设。一是出台《商业银行互联网贷款管理暂行办法》《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》《互联网保险业务监管办法》《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》等制度办法，明确通过互联网开展贷款、保险、存款业务的相关监管要求，指导银行保险机构合规稳健经营。二是加强对网络平台企业从事金融业务的监管，强化反垄断和防止资本无序扩张。要求网络平台旗下的小额贷款公司、融资担保公司等机构对标对表《融资担保公司监督管理条例》及其配套制度、《关于加强小额贷款公司监督管理的通知》等文件，开展自查整改工作，引导企业规范经营，健康发展。三是研究制定《关于银行业保险业数字化转型的指导意</p>

		<p>见》·强化顶层设计·稳步推进银行业和保险业数字化转型；研究制定《银行保险机构信息科技外包风险监管办法》·主要是对银行保险机构在信息科技外包和第三方合作当中信息科技相关的风险管理活动提出监管要求。</p> <p>证监会不断完善证券期货领域金融科技监管框架。<b>一是</b>推动制定《期货和衍生品法》·明确由证监会对期货行业金融科技和信息安全进行监管·要求从事信息技术系统服务的期货服务机构向证监会备案。<b>二是</b>依法将提供信息技术服务的证券基金服务机构纳入备案管理·截至目前已完成 329 家机构的首次备案工作·同步研究制定对相关机构的监管办法·明确展业规则和业务底线·并着手组织开展现场检查。<b>三是</b>探索开展资本市场金融科技创新试点·建立配套容错和激励机制·目前试点工作已在北京、上海、深圳、广州、南京等 5 座城市落地。<b>四</b>持续推动证券期货经营机构移动应用程序的备案工作·研究制定关于证券期货经营机构移动应用程序的基本要求和监测规范。<b>五</b>是持续完善金融科技相关技术标准和监管制度体系·加强监管引领·打造包容审慎创新的金融科技监管环境。</p>
--	--	---



# 中华人民共和国

## 2021年第四条磋商工作人员报告——相关信息附录

2021年12月20日

撰写部门

亚太部  
(经与其他部门磋商)

### 目录

与 IMF 的关系	2
与其他国际金融机构的关系	4
统计问题	5
能力建设	8

## 与 IMF 的关系

（截至2021年11月30日）

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

**普通资金账户：**

	百万SDR	占份额的百分比
份额	30,482.90	100.00
IMF持有的货币	23,687.99	77.71
在IMF的储备头寸	6,794.95	22.29
向IMF提供的贷款		
新借款安排	424.40	

**特别提款权账户：**

	百万SDR	占分配额的百分比
净累计分配额	36,206.16	100.00
持有额	37,152.21	102.61

**购买和贷款余额：**无

**资金安排：**

类型	批准日	到期日	批准金额 (百万SDR)	提用金额 (百万SDR)
备用安排	1986年11月12日	1987年11月11日	597.73	597.73
备用安排	1981年3月2日	1981年12月31日	450.00	450.00

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

	即将发生				
	2021	2022	2023	2024	2025
本金		0.00	0.00	0.00	0.00
收费/利息		0.61	0.61	0.61	0.61
总计		0.61	0.61	0.61	0.61

**汇兑安排：**

2018年6月22日以来，中国事实上的汇率制度被归为其他有管理的安排。2017年6月1日以来，归类为参照中国外汇交易中心（CFETS）指数的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对美元交易价浮动区间为2%，即每日人民币对美元的市场交易价可在中国外汇交易中心对外公布的当日人民币对美元中间价上下2%的区间内浮动。中国人民银行表示，人民币汇率的浮动区间将根据外汇市场、经济和金融形势的变化有序扩

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

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

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

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

## 与其他国际金融机构的关系

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

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

## 统计问题

（截至 2021 年 11 月 30 日）

### 一、评估监督工作所用数据的充分性

**总体情况：**虽然数据基本能满足监督工作的需要，但有些勉强。中国在加强统计体系和提高数据透明性方面开展了相关工作，于 2015 年 10 月加入了“数据公布特殊标准”（SDDS）。尽管如此，中国的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”。

**国民账户：**国家统计局编制和公布以下 GDP 数据：以当期价格表示、按经济活动和支出衡量的年度 GDP；以（2015 年）不变价格表示、按经济活动衡量的年度 GDP；以及以当期价格和不变价格表示、按经济活动衡量的季度 GDP 估计值。国家统计局正处于从 1993 年国民账户体系转向 2008 年国民账户体系的过渡期。2008 年国民账户体系已经在一些领域采用，例如计算间接衡量的金融中介服务以及研发支出的资本化。计算某些 GDP 组成部分的数量指标所使用的技术并不完善，需予以改进。按支出衡量的年度和季度 GDP 以不变价格编制，但不予公布。GDP 的季度估计值是累计的。另外，公布有限的各支出项对 GDP 贡献的季度数据。国家统计局已对国民账户数据的范围和质量做出一系列改进，最重要的是提高了按经济活动衡量的 GDP 估计值的完整性。国家统计局还计划进一步改善年度和季度 GDP 账户，但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（包括私人部门的扩张）给数据采集和编制带来了新的问题。在非集中的统计体系下，改变数据采集系统的能力有限。

月度服务业生产指数和固定投资指数作为与上一年相应月份的比率予以公布，但未编制链式指数。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（CPI）采样覆盖全国约 500 个地区，其中包括约 200 个县和 300 个市。全国 CPI 是根据地方和地区 CPI 加总计算的，每月采集约 200 万个价格数据。使用从 2020 年家庭支出中得到的权重编制该指数。然而，权重并未公布，从而使加总组别的变化更加难以解读。生产者价格指数（PPI）是根据 2020 年工业部门产值权重加总的。应考虑将覆盖面扩大到包括服务业活动。在公布 PPI 时，还一起公布反映中国生产者所付投入品价格的购买者价格指数。

国家统计局公布 70 个大中城市新房和二手房的住宅房地产价格指数（RPPI）。这些指数系根据基本的混合调整方法（按规模）编制。这些数据不在全国层面上加总。

**政府财政统计：**严重的缺陷继续妨碍财政分析。仅提供社保资金和预算外资金的年度数据，且时滞很长。中国目前报告广义政府的政府财政统计，不按经济类型划分支出（除了利息外），没有资产负债表数据，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工作。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，但进展不大。广义政府范围不包括地方政府融资平台的运作，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做出的改善较少。货币和银行调查缺少银行对政府债权的详细数据，影响了从融资方面对财政赤字的估计。所报告的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，人民银行停止在其资产负债表单独报告中央政府存款数据。

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 IMF 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（每十万名成年人的商业银行分支机构数量和自动柜员机数量）。

**金融部门监督：**中国向 IMF 报送金融稳健指标，并在 IMF 网站上发布。除 12 个核心金融稳健指标之外，2015 年初，当局在其定期报送的数据中加入两个存款机构鼓励类金融稳健指标。报送数据的频率也在 2015 年 5 月由每年一次提高到每半年一次。

**对外部门统计：**历史数据序列（2005 年第一季度开始的国际收支；2011 年第一季度开始的国际投资头寸（IIP））（以美元计）主要根据《国际收支和国际投资头寸手册》第六版（BPM6）编制，并在《国际金融统计》中公布。国家外管局网站上也有类似的信息。当局继续采取措施改善国际收支和国际投资头寸统计数据的覆盖面，在编制这些统计数据方面取得了进展。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，国际收支统计在转手买卖和初次收入（证券投资收入）相关数据序列方面仍然存在缺口。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，以提高初次和二次收入账户的精细度。中国已经在改善对外部门统计的覆盖面方面开展了大量工作，包括：（1）2011 年开始参加“协调的直接投资调查”（CDIS），不过目前只记录外国对华直接投资头寸，并且没有对股权和债务工具进行细分；（2）2015 年年底，开始向“协调的证券投资调查”（CPIS）报送数据；（3）自 2015 年以来，向“外汇储备的货币组成”（COFER）报送数据；（4）自 2015 年 9 月开始，编制和公布国际储备和外汇流动性模板。后者不包括时滞超过两年的按货币组别划分的储备货币构成信息。

仍需加强外债的监测和数据编制，包括向 CDIS 发布精细数据。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。

## 二、数据标准和质量

中国于 2015 年 10 月加入 SDDS。

数据方面的“标准与准则遵守情况报告（ROSC）”工作尚未展开。

**表 1. 中国：监督工作所需常用指标**  
(截至 2021 年 12 月 15 日)

	最近的 观察日期	收到日期	数据 频率 <sup>9</sup>	报送 频率 <sup>9</sup>	公布频率 <sup>9</sup>
汇率	2021 年 12 月	2021 年 12 月	D	D	D
货币当局的国际储备资产和国际储备负债 <sup>1</sup>	2021 年 11 月	2021 年 12 月	M	M	M
储备/基础货币	2021 年 11 月	2021 年 12 月	M	M	M
广义货币	2021 年 11 月	2021 年 12 月	M	M	M
中央银行资产负债表	2021 年 11 月	2021 年 12 月	M	M	M
银行体系合并资产负债表	2021 年 11 月	2021 年 12 月	M	M	M
利率 <sup>2</sup>	2021 年 12 月	2021 年 12 月	D	D	D
消费者价格指数 <sup>3</sup>	2021 年 11 月	2021 年 12 月	M	M	M
收入、支出、差额和融资构成 <sup>4</sup> ——广义政府 <sup>5</sup>	2020 年	2021 年 5 月	A	A	A
收入、支出、差额和融资构成 <sup>4</sup> ——中央政府	2021 年 10 月	2021 年 11 月	M	M	M
中央政府债务和中央政府担保债务的存量 <sup>6</sup>	2021 年第二 季度	2021 年 9 月	Q	Q	Q
对外经常账户差额	2021 年第三 季度	2021 年 11 月	Q	A, Q	A, Q
货物和服务的进出口 <sup>7</sup>	2021 年 10 月	2021 年 11 月	M	M	M
GDP/GNP <sup>8</sup>	2021 年第三 季度	2021 年 10 月	A, Q	A, Q	A, Q
总外债	2021 年第二 季度	2021 年 9 月	A, Q	A, Q	A, Q
国际投资头寸	2021 年第二 季度	2021 年 9 月	A, Q	A, Q	A, Q

<sup>1</sup>任何抵押或质押的储备资产应予单独说明。此外，数据还应包括与某种外币相挂钩、但以其他方式结清的短期负债，以及支付和接收外币的金融衍生工具的名义价值。  
<sup>2</sup>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。  
<sup>3</sup>只报送 12 个月的增长率（不具备价格指数）。  
<sup>4</sup>不具备关于融资（来自国外和国内银行以及国内非银行机构的融资）的数据以及支出的经济分类。  
<sup>5</sup>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。  
<sup>6</sup>包括货币和期限构成。  
<sup>7</sup>货物和服务贸易数据均按月提供，其中服务贸易数据的发布略滞后于货物贸易数据。  
<sup>8</sup>对于国民生产总值（GNP）水平，只有年度数据。  
<sup>9</sup>天（D）、周（W）、月（M）、季度（Q）、年（A）；不定期（I）；不具备（NA）。

## 能力建设

表 2. 中国：能力建设活动一览表，2011-2021 年 1/

部门	目的	日期
<b>税制改革</b>		
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
财政事务部	所得税微观模拟研讨会	2020 年 11 月
财政事务部	增值税研讨会	2021 年 7 月
财政事务部	对资本和劳动所得征税研讨会	2021 年 10-11 月
<b>税收征管改革</b>		
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	税务官员实用税收分析研讨会	2012 年 12 月
财政事务部	纳税大户税收征管	2013 年 1 月
财政事务部	税收征管后续活动	2014 年 4 月
财政事务部	税收征管法修订	2014 年 5 月
财政事务部	税收征管法修订	2015 年 7 月
法律部	改革税收征管法代表团	2015 年 7 月
财政事务部	改革个人所得税	2015 年 10 月
财政事务部	改善中国企业在对外直接投资方面的税务遵从	2016 年 10 月
财政事务部	税收征管—对外投资和纳税人服务	2017 年 10 月
财政事务部	评估多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和汇报	2019 年 4 月
财政事务部	通过加强服务和监督促进国内外纳税人依法纳税	2020 年 10 月
财政事务部	跨境交易增值税征管	2020 年 11-12 月
财政事务部	通过加强服务和监督促进纳税人依法纳税	2021 年 10 月
财政事务部	遵从风险管理和数据管理方面的国际做法	2021 年 11 月
财政事务部	离岸交易个人所得税征管	2021 年 12 月

表 2.中国：能力建设活动一览表，2011-2021 年（续）

**公共财务管理**

财政部	关于公共财政管理机构的高级别对话	2011 年 6 月
财政部	中期支出框架研讨会	2011 年 11 月
财政部	中期财政收入管理计划和政策讨论	2012 年 6 月
财政部	关于公共财政管理机构的高级别对话	2012 年 11 月
财政部	实行先进国库体系改革代表团	2013 年 2 月
财政部	财政改革高级研讨会	2014 年 1 月
财政部	政府会计核算代表团	2014 年 4 月
财政部	中期支出框架代表团	2014 年 7 月
财政部	国库管理专家访问（会计）	2014 年 9 月
财政部	改善会计科目表专家访问	2015 年 3 月
财政部	国库管理专家访问（现金管理）	2015 年 3 月
财政部	加强地方政府借款改革代表团	2015 年 4 月
财政部	会计现代化代表团	2015 年 11 月
财政部	中期支出框架研讨班	2016 年 4 月
财政部	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
财政部	关于国库与央行协调的专家访问	2016 年 6 月
财政部	中期支出框架研讨会	2017 年 4 月
财政部	政府会计核算和财务报告	2018 年 4 月
财政部	绩效预算	2019 年 4 月

**统计**

统计部	数据公布特殊标准（SDDS）研讨班	2011 年 4 月
统计部	政府财政统计	2013 年 5 月
统计部	数据工作：为其他金融公司/金融稳健指标数据报送而编制标准化报告格式数据	2012 年 4 月
统计部	季度国民账户	2013 年 11 月
统计部	社会融资总量指标/货币和金融统计	2014 年 3 月
统计部	数据公布特殊标准（SDDS）评估	2014 年 8 月
统计部	数据工作：以标准化报告格式报送货币数据	2014 年 9 月
统计部	数据公布特殊标准（SDDS）评估	2014 年 12 月
统计部	以标准化报告格式报送的社会融资总量/货币数据	2015 年 3 月
统计部	多部门代表团：数据公布特殊标准（SDDS）数据诠释的编制和专题技术援助	2015 年 6 月
统计部	季度国民账户	2019 年 3 月

**货币政策、银行和金融监管以及反洗钱和反恐怖融资**

法律部	反洗钱/反恐怖融资法起草	2011 年 3 月
法律部	银行的破产处置	2012 年 5 月
货币与资本市场部	关于 IMF 协定第八条的研讨会	2017 年 7 月
货币与资本市场部	证券市场监管研讨班	2017 年 9 月
货币与资本市场部	证券市场监管代表团	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

表 2.中国：能力建设活动一览表，2011-2021 年（续）

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
<b>培训</b>		
法律部	反洗钱/反恐怖融资立法起草代表团	2011 年 3 月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2011 年 3 月
基金学院	宏观经济预测课程	2011 年 4 月
基金学院	联合培训项目举办的政府财政统计课程	2011 年 5 月
统计部	政府财政统计课程	2011 年 5 月
统计部	政府财政统计课程	2011 年 6 月
基金学院	联合培训项目举办的国际收支和国际投资头寸课程	2011 年 6 月
统计部	国际收支统计课程	2011 年 10 月
基金学院	联合培训项目举办的货币与金融统计课程	2011 年 11 月
统计部	参加经合组织和国家统计局举办的国民账户研讨班	2012 年 3 月
基金学院	联合培训项目举办的金融稳健指标课程	2012 年 9 月
货币与资本市场部	中期债务管理研讨班	2012 年 11 月
基金学院	联合培训项目举办的国际收支和国际投资头寸课程	2013 年 4 月
货币与资本市场部	关于资本账户可兑换和汇率政策的研讨班	2013 年 6 月
统计部	数据公布特殊标准（SDDS）研讨会	2013 年 7 月
基金学院	联合培训项目举办的货币与金融统计初级课程	2013 年 9 月
统计部	国家统计局组织的季度国民账户研讨会	2014 年 11 月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题	2014 年 1 月
货币与资本市场部	金融统计	2014 年 3 月
货币与资本市场部	金融监管研讨班	2014 年 3 月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题	2014 年 3 月
货币与资本市场部	外部和系统性金融风险课程	2017 年 7 月
能力建设学院	宏观经济诊断	2014 年 9 月
基金学院	联合培训项目举办的金融稳健指标课程	2014 年 9 月
统计部	在 IMF 总部为外管局官员举办的关于采用《国际收支和国际投资头寸手册》第六版的挑战和经验的研讨会	2014 年 9 月
能力建设学院	宏观经济预测	2014 年 10 月
统计部	经合组织和国家统计局举办的部门账户研讨班（统计部参加）	2014 年 12 月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2015 年 3 月
货币与资本市场部 /统计部	社会融资总量指标	2015 年 3 月
统计部	会谈：欧央行会见中国债务证券和数据问题代表团	2015 年 4 月
统计部	会谈：国际清算银行会见中国债务证券和数据问题代表团	2015 年 4 月
货币与资本市场部	特别提款审查/操作问题	2015 年 6 月
能力建设学院	宏观经济预测	2015 年 6/7 月
基金学院	联合培训项目举办的货币与金融统计高级课程	2015 年 8 月
统计部	国家外汇管理局——国际收支统计编制课程	2015 年 9 月
能力建设学院	宏观经济诊断	2015 年 9 月
统计部	国际收支统计	2015 年 9 月
能力建设学院	财政分析和预测	2015 年 11 月
/财政事务部		
财政事务部	财政分析和预测课程	2015 年 12 月
/能力建设学院		

表 2. 中国：能力建设活动一览表，2011-2021 年（续）

统计部	经合组织/国家统计局举办的中国国民账户研讨班（统计部参与）	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——高级课程	2016年7月
能力建设学院	金融部门监督	2016年6/7月
货币与资本市场部	政策执行和市场监管研讨班	2016年9月
能力建设学院	动态随机一般均衡模型分析	2016年11月
能力建设学院	动态随机一般均衡模型分析——中国	2016年11月
能力建设学院	金融部门监督	2017年6月
能力建设学院	宏观经济预测——高级课程	2017年6月
能力建设学院	使用动态随机一般均衡模型开展货币和财政政策分析	2017年8-9月
能力建设学院	动态随机一般均衡模型分析——中国	2017年9月
统计部	跨境头寸统计	2017年9月
能力建设学院	管理资本流动	2018年3月
能力建设学院	宏观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模型开展货币和财政政策分析	2018年8月
能力建设学院	使用动态随机一般均衡模型开展货币和财政政策分析（高级课程）	2018年8月
货币与资本市场部	压力测试和系统风险（第一部分）	2018年10月
能力建设学院	金融规划和政策	2018年10月
能力建设学院	包容性增长	2018年12月
货币与资本市场部	金融监管适应新兴金融科技	2019年1月
/能力建设学院		2019年2-3月
战略政策及检查部	低收入国家的债务可持续性框架和 IMF 的政策	2019年3月
货币与资本市场部		
能力建设学院/	压力测试和系统风险（第二部分）	2019年4月
货币与资本市场部		
能力建设学院		2019年4月
能力建设学院	金融市场和工具	2019年5月
能力建设学院/	金融部门政策	
货币与资本市场部		
/法律部		2019年5月
能力建设学院	宏观经济诊断	
统计部	管理资本流动	2019年6月
	金融部门监督	2019年6月
	债务证券统计	
能力建设学院	使用动态随机一般均衡模型开展货币和财政政策分析——高级研讨班	2019年9月
能力建设学院	财政可持续性	2019年9月
法律部	税法设计中的当前国际问题	2019年9月
货币与资本市场部	银行重组和处置	2019年9月
能力建设学院	宏观经济诊断	2019年10-11月
统计部	跨境头寸培训	2019年11月
能力建设学院	金融规划和政策	2019年12月
战略、政策及检查部	债务可持续性分析和 IMF 政策远程研讨班	2020年7月
部		
货币与资本市场部	压力测试和系统风险远程课程	2020年9月
能力建设学院	宏观经济诊断远程课程	2020年10月
能力建设学院	地区一体化中的经济问题（ERIV）	2020年11月
能力建设学院	金融部门政策部分问题（FSSV）	2020年11-12月

表 2. 中国：能力建设活动一览表，2011-2021 年（续完）

战略、政策及检查部/能力建设学院/法律部	债务可持续性分析和 IMF 政策	2020 年 12 月
能力建设学院/货币与资本市场部/法律部	管理资本流动（MCFv）	2020 年 12 月
能力建设学院	财政政策分析（FPA）	2020 年 12 月
法律部	企业和个人破产法律制度（CHI）	2021 年 1 月
能力建设学院	金融市场和工具（FMI）	2021 年 1 月
法律部	税法设计中的国际问题（TLWD）	2021 年 3 月
货币与资本市场部	发行人监管问题研讨会（RS）	2021 年 4 月
能力建设学院	财政框架（FF）	2021 年 7 月
法律部	实施国际反洗钱/反恐怖融资标准（AMLS）	2021 年 7 月
能力建设学院	使用动态随机一般均衡模型开展货币和财政政策分析（DSGE）	2021 年 8 月
战略、政策及检查部	关于区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）和全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（CPTPP）对中国影响的网络研讨会	2021 年 9 月
战略、政策及检查部/法律部	债务可持续性分析和 IMF 政策研讨班	2021 年 9 月
货币与资本市场部	银行重组和处置课程	2021 年 11 月
统计部	国际货物和服务贸易统计	2021 年 11-12 月
货币与资本市场部	系统性宏观金融风险分析	2021 年 11-12 月
财政事务部	运用税收征管诊断和评估工具（TADAT）	2021 年 12 月
1/2012 年 5 月 1 日，基金学院（INS）与技术援助办公室（OTM）合并，成立了新的能力建设学院（ICD）。		

# 中华人民共和国执行董事金中夏的陈述

2022 年 1 月 27 日

我们感谢基金组织工作人员及管理层在 2021 年中国第四条款磋商期间所开展的富有建设性的政策对话。我们重视工作人员全面且重点突出的分析。在全球疫情依然肆虐的背景下，我们感谢工作人员的专业精神和辛勤工作。伴随中国经济继续从新冠疫情冲击中稳步复苏，当局继续承诺加强宏观经济稳定、确保经济发展处于合理区间、促进社会稳定，并确保经济实现绿色和高质量增长。

## 一、中国新冠疫情防控

面对疫情挑战，中国政府选择人民至上、生命至上，继续快速果断开展疫情应对，并实施了全面、精准、严格、透明的疫情防控措施。迄今为止，中国已有超过 12 亿民众完成全程疫苗接种，疫苗全程接种率已超过 82%。近期奥密克戎变种病毒在全球快速传播，中国的“动态清零”防疫策略，即尽快切断新增疫情病例传播的做法，为中国积极预防疫情威胁提供了有效保障。

应对疫情的政策也是经济政策，如果无法结束卫生危机，就无法持久地结束疫情对经济的冲击。实施“动态清零”策略并非没有成本，尤其是会影响一些人员密集接触行业的经济活动。然而，考虑到中国的特定环境，“动态清零”策略的收益仍然超过了成本。未来中国将继续在疫情防控和经济增长之间找到最优平衡。

## 二、中国近期经济形势

得益于“动态清零”的疫情防控策略，中国经济继续稳步复苏。2021 年前三季度，中国实际 GDP 同比增长 9.8%，预计全年增长 8% 左右，经济继续呈现韧性。同时，中国经济增长内生动力增强。2021 年 1 至 11 月，社会消费品零售总额同比增长 13.7%。2021 年前三季度，消费支出对经济增长贡献率为 64.8%，显著高于投资对经济增长的贡献。固定资产投资（FAI）保持稳定增长，投资结构不断改善。2021 年 1 至 11 月，全国固定资产投资同比增长

5.2%，其中，高新技术产业投资同比增长 16.6%。2021 年 12 月，制造业 PMI 和非制造业商务活动指数分别恢复至 50.3 和 52.2。2021 年前 11 个月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长 38.0%，两年平均增长 18.9%。

其他指标也表明中国经济稳步复苏。消费者价格和就业基本保持稳定。2021 年 1 至 11 月，中国对外直接投资（ODI）折合 1297.9 亿美元，同比增长 9.2%。中国企业在“一带一路”沿线对外直接投资折合 180 亿美元，同比增长 12.7%。同期，全国实际使用外商直接投资（FDI）金额折合 1572 亿美元，同比增长 21.4%。近期对中国外资银行开展的一项调查显示，97% 的受访外资银行计划扩大在华投资，因为中国有广阔的市场、良好的增长前景、以及完善的供应链。

贸易方面，内需扩大带动进口增加，外需增加带动出口增长。中国进出口均保持强劲势头。2021 年 1 至 11 月，中国出口 3.03 万亿美元，同比增长 31.1%，进口 2.44 万亿美元，同比增长 31.4%。中国经济的稳步复苏也为全球复苏做出了重要贡献。进出口贸易的强劲增长归功于中国对疫情的有效管控，也增加了全球供应链的韧性与可靠性。

中国经济面临的外部不确定性和风险也有所增加，包括疫情变异可能卷土重来、全球复苏进程和需求可能疲软、以及地缘政治紧张局势可能加剧等。但是，我们有信心认为，中国经济长期稳步增长的趋势不会改变。中国经济将继续保持“双循环”发展格局，更多依靠内需拉动增长，同时扩大中国市场和国际经济交流，促进内需和外需互补发展。步入 2022 年，中国有信心继续实现经济稳步增长。

我们认为，基金组织工作人员预测 2022 年经济增速时应充分考虑中国充足的政策空间以及可能的政策调整。2021 年中国各季度 GDP 同比增速呈“先高后低”态势。这是因为中国经济在 2020 年率先复苏，较世界其他地区提前了大约半年。我们预计 2022 年中国经济增速很可能将呈“先低后高”的格局。

### 三、各项政策议题

**货币政策：**货币政策对经济保持强劲支持，而且中国依然拥有充足的政策空间，能够以适度、有针对性、且稳健的方式实施支持性的货币政策。随着经济稳步复苏，2021年11月货币供应量（M2）和社会融资规模（AFRE）存量分别同比增长8.5%和10.1%，与名义经济增速基本匹配。

中国人民银行综合运用公开市场操作、中期借贷便利、存款准备金率等多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。2021年12月，人民银行决定下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金约1.2万亿元。一年期贷款市场报价利率（LPR）从3.85%降至3.8%。2021年企业贷款平均利率已稳步下降至5%以下，为统计以来新低。在引导鼓励金融部门降低向非金融企业提供服务的成本方面也取得了进展。一些**2021年第四条款磋商会谈之后的情况并未在报告中得到反映。**

金融机构向小微企业提供的金融服务持续改善。截至2021年11月末，普惠型小微企业贷款余额18.7万亿元，同比增长24.1%。2022年1月起，人民银行决定实施普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划的接续转换，确保对小微企业提供精准的流动性支持，确保货币政策对实体经济提供更直接的支持。

2022年，人民银行将综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导信贷规模合理增长。中国将继续保持货币供应量和社会融资规模增长与名义经济增速基本匹配。

人民币购买力基本保持稳定，人民币汇率以市场供求为基础，双向浮动，弹性增强。2021年末，人民币对美元汇率中间价为6.3757，较2020年末升值2.34%。截至2021年11月，BIS统计的人民币实际有效汇率（REER）较2020年12月升值3.87%，人民币名义有效汇率（NEER）较2020年12月升值6.88%，升值幅度高于绝大多数主要货币。未来，人民银行将继续保持人民币汇率弹性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

**财政政策：**2021年，中国积极的财政政策继续提质增效、更可持续。考虑到2021年的经济增速显著高于政府在年初设定的目标，中国预算赤字与

GDP 之比略有下降，赤字率从 2020 年的 3.6% 降至 2021 年的 3.2% 左右，新增地方政府专项债券额度也略有下降。同时，财政保持了较高经济支持力度，更有针对性。财政部门进一步优化落实减税降费相关政策，助力市场主体恢复活力。因此，建议工作人员谨慎做出中国财政政策“大幅收紧”的评估。

中方认为，应考虑财政刺激对私人部门的挤出效应和通胀效应。与 2020 年相比，中国广义政府赤字率（按基金组织定义）2021 年下降了 3.7 个百分点，处于美国 4.1 个百分点的降幅和新兴市场 3 个百分点的平均降幅之间。工作人员关于财政政策“转向大幅紧缩”的判断可能夸大了中国真实的财政变化。

未来，积极的财政政策将进一步增质提效、更可持续。同时，保持财政支出强度，加快支出进度。中国将继续兜牢基层“三保”底线——即保基本民生、保工资、保运转。这些措施也将确保预算投资和地方政府债券发行保持适当节奏。

我们对于工作人员关于增扩赤字和增扩债务的概念有不同的看法，因为它无法准确反映中国公共债务和赤字。双方产生分歧的主要原因在于对 2014 年之后由地方政府融资平台（LGFV）发行债务的处理方式不同。特别应注意的是，2014 年之后所有由 LGFV 发行的债务明确由发债主体自己承担，而非由中国政府承担。

**防控金融部门风险，以及监管政策收紧：**中国金融体系总体保持稳定和韧性。宏观杠杆率保持稳定，近几个季度略有下降，银行业也保持稳健。截至 2021 年三季度末，中国银行业资本充足率为 14.8%。截至 2021 年 11 月，银行业不良贷款率为 1.89%，较年初下降 0.04 个百分点。

个别房企出现风险，给金融市场带来了一些短期不确定性。但风险主要源于部分房企自身经营不善、盲目扩张，房地产行业总体仍然健康。短期个别房企出现风险，不会影响中长期市场的正常融资功能。中国已积极采取措施避免房地产行业信贷突然大范围收紧，金融机构对问题房地产企业的风险敞口有限且可控。近期中国房地产销售、购地、融资等行为已逐步回归常态。

关于磋商报告中讨论的房地产行业的潜在溢出效应，一些中资房企开始回购境外债券，部分投资人也开始买入中资房企美元债券。中国始终坚持营造公平的市场环境，稳妥有序推进中国金融市场的双向开放。中国将继续保持与境外市场相关监管部门的沟通，敦促境外发债企业及其股东，严格遵守市场纪律和规则，按照市场化、法治化原则，妥善处理好自身的债务问题。对于企业汇出资金偿付及回购境外债券的，有关部门将在现行政策框架下提供支持和便利。

为促进市场竞争，保护消费者权益免受垄断力量侵犯，2021年，中国监管机构进一步完善了金融科技相关监管框架，加强了中国监管部门之间的协调。国家市场监督管理总局完成了《反垄断法》的修订，并发布了《平台经济领域反垄断指引》，旨在防范垄断行为，确保公平竞争，并加强反垄断执法力度。在新的监管框架下，所有从事金融业务的公司都必须接受金融监管。当局还强化了互联网融资和非法融资风险防范的相关措施。这些措施已经加强了对不公平竞争开展监管的法律基础。这些措施未来将促进生产力增长，提高对消费者数据的保护力度，并有助于维护金融稳定。

**国企改革：**包括上文中提到的结构改革属于中长期政策目标，近期政策目标和优先事项的重点仍然是遏制疫情的影响。2021年内外部环境仍面临较多不确定性，加大了一些结构改革的难度。

在抗击疫情的同时，中国国企改革进一步取得显著进展，按照竞争中性原则强化了现代化公司治理体系。同时，国有企业正在进一步提升效率和盈利能力，促进经济复苏并抵御下行压力。中国继续推进国企改革三年行动（2020-2022年），截至2021年底，已经顺利完成行动目标70%的预定任务。2021年前11个月，央企实现利润总额2.3万亿元，净利润达到1.75万亿元，央企利润增速达到历史高点。

磋商报告建议中国采取协调一致的做法，逐步退出对国企的“隐性担保”。我们认为应慎重使用基于主观判断的“隐性担保”概念。过去几年，中国当局一再强调国有企业是独立于政府的商业实体，政府并未提供隐性担保。报告中提到的“隐性担保”概念将误导市场，对于全球投资者也不负责任。投资者在购买国企发行的债券或者向国企提供信贷时，如果错误假设存在报告所提的

“隐性担保”，应当自行承担潜在的法律和财务风险。工作人员应本着负责任的态度向相关投资者解释“隐性担保”概念的法律和财务风险。

一些同事对中国国企享受所谓“隐性担保”并相较于国际竞争对手享有融资补贴表示关注。我们希望通过不同的视角来提供更多分析。市场统计显示，当前中国最好的国有企业发行三年期债券的债务融资成本在 2%-3%左右，明显高于主要发达国家最好的私营企业 0.5%-1%的债务融资成本。同时，包括大型商业银行在内的许多国企已转型为上市公司，并受市场纪律约束。

另一方面，许多中国的国企和私企也抱怨主要发达国家将利率管理在极低水平，且对汇率产生了影响，这相当于给相关国家所有的企业都提供了普遍的补贴。一些主要发达国家的大型私营企业可以合法游说并与政客合谋，从而能够享受隐性保护和优惠采购。此外，无论是中国的国有还是私营企业，都是一些国家不公平竞争政策的受害者。这些政策包括以国家安全为名进行的技术与供应链制裁以及市场准入限制。中国与贸易伙伴之间健康地交流意见将是有益且富有建设性的。我们应建立且信任一个运转良好的多边贸易体系。中方鼓励工作人员对中国国企和所有中国企业的营商环境进行更为全面的分析。

**助困扶贫：**2021 年，中国成功实现了消除绝对贫困的目标。当局强调“共同富裕”概念，这反映出中国旨在通过建立更为有效、健康的市场机制以及现代化的税收和再分配体系，来解决收入不平等问题。当局将保护弱势群体，建立更有效、更公平的收入再分配制度，同时继续依靠市场在经济运行中发挥基础性作用。

工作人员在报告中指出：“社保体系的不足加剧了收入不平等现象”。这一观点并未确切反映实际情况。新冠疫情爆发以来，中国出台了一系列措施来稳定就业、增加居民收入、强化社会保障体系，加大对弱势群体的保障力度。近年来，中国社会保障体系已经得到显著加强。2020 年，中国城乡居民人均可支配收入比为 2.56，比 2019 年下降 0.08，实现近年来的最大降幅。过去十年，中国基尼系数也稳步波动下降。

工作人员还指出，“约 2.3 亿农民工由于没有城市户口而无法享受城镇失业保险”。实际上，农民工在故乡有耕地作为保障，这是一种有效的社会保障

缓冲。工作人员在评估中国社会保障安排的整体情况时，也应当将这一独特而重要的冲击吸收机制考虑在内。

**人口老龄化：**老龄化长期内可能会影响中国经济增长。但考虑到以下因素，工作人员可能夸大了老龄化对经济的负面影响。一是劳动力短缺将促进自动化发展，中国已经是世界上最大的机器人市场。二是发达的交通和通讯基础设施可以将更多通勤时间转化为工作时间，在名义劳动力供给下降的情况下，大大增加有效劳动力供给。三是中国仍有 1.8 亿尚未向城镇转移的农村劳动力，占总人口的 23%。未来几十年，至少将有一半农村劳动力继续转移到非农部门。

**央行数字货币：**人民银行继续稳妥有序推进数字人民币试点项目的研发，暂未提供正式推出数字人民币的时间表。试点项目测试了数字人民币的商业和技术设计，以及系统是否稳定、是否便于用户使用、以及适用场景。项目测试了脱离智能手机、且基于智能可视卡的硬件钱包支付模式，目的是弥合数字鸿沟。人民银行将在借鉴过去试点经验的基础上，结合各地实际情况，继续扩大测试，尽可能地覆盖试点地区的所有可能场景。

人民银行已采取措施，应对专题报告（SIP）中提出的潜在风险，特别是个人信息保护问题。为在保护用户隐私和反洗钱/反恐怖融资之间取得适当平衡，人民银行在遵循“最少、必要”原则基础上收集数字人民币相关个人信息，同时严格控制信息的存储和使用。与传统电子支付工具相比，数字人民币采集的信息量更少。例如，最低权限的数字人民币钱包（交易限额较低）可以在不提供身份证件的情况下开通，体现了可控匿名原则。

数字人民币主要用于满足国内零售支付需要，人民银行也积极响应二十国集团（G20）等国际组织关于改善跨境支付的倡议，这些倡议涉及外汇政策、监管合规要求等更复杂的问题。随着国际社会关于央行数字货币工作的不断发展，人民银行将继续基于“无损”、“合规”、“互通”三项总体原则，与其他货币当局和国际组织密切合作。

**经济开放与国际合作：**新冠疫情爆发后，中国出台了一系列支持企业发展的政策，所有在中国注册的企业均可平等享受这些优惠政策。中国坚定推进金融业对外开放，营造市场化、法治化的国际营商环境。中方加强了知识产权

保护，维护外国投资者的合法权益，为外国投资者提供更高质量的服务，并改善了营商环境。中国将继续推进上述工作。

中国强烈支持基金组织加快全球新冠疫苗接种的努力，这一努力在当前奥密克戎变种病毒传播的情况下尤为重要。截至 2021 年底，中国已向 120 多个国家和国际组织提供超过 20 亿剂新冠疫苗。同时，中方愿与基金组织及其他国家开展建设性合作，支持低收入国家经济复苏。近期习近平主席宣布，中国愿从国际货币基金组织增发的特别提款权中拿出 100 亿美元，转借给非洲国家。

我们赞赏基金组织在 2021 年《对外部门报告》中提出的观点，即各方优先事项是逐步取消或减少对医疗产品在内地产品的关税和非关税壁垒，并弥补以规则多边贸易体系中的缺口。在当前疫情背景下，保持医疗和基本商品的可靠供应对世界极为重要。中国愿与国际社会携手合作，共同凝聚共识，维护多边主义。

**技术脱钩：**工作人员的分析非常重要。我们认为技术脱钩是种族隔离政策的一种新的表现形式，是以对中国及其全体人民进行妖魔化宣传为基础。中方继续支持以规则为基础的多边贸易和投资体系，这要以相互尊重、信任和国际分工为基础。工作人员可能低估了中国应对技术脱钩的韧性。中国拥有全球最多的科学、技术、工程和数学（STEM）毕业生与工程师。历史表明，中国有能力自主发展高新技术产业。中国一些最先进、最具竞争力的行业，如航天工业等在过去几十年一直被制裁，但这些行业的人力资本非常年轻且具竞争力。脱钩可能对中国产生一些局部和短期影响，长期影响将取决于中国的自我努力，取决于能否建立具有高度激励机制的研发体系以及竞争性的商业环境。脱钩能刺激中国以更系统的方式发展自己的技术，我们希望这样会产生一个好的结果，即未来世界各国将有更多的选择。

**气候变化：**中国已经就实现碳中和做出了郑重承诺，并将有关内容纳入了“十四五”规划。中国积极构建促进经济绿色、低碳复苏，以及落实新发展理念的政策框架。全国碳排放权交易市场（ETS）已于 2021 年 7 月建立并运行。截至 2021 年底，中国碳排放权交易市场实现总交易量 1.788 亿吨，碳交易价格稳步上涨至约 8.5 美元/吨。

近年来，中国积极践行绿色发展理念，大力推进绿色金融。截至 2021 年三季度末，中国绿色贷款余额居于全球第一，约为 15 万亿元，较 2020 年底增加约 3 万亿元。中国绿色债券存量规模已突破 1 万亿元。人民银行已创设推出碳减排支持工具这一结构性货币政策工具，对符合条件的金融机构给予金融激励，引导金融机构向减排力度较大的重点部门发放贷款。人民银行还切实采取措施，统一绿色金融标准，推动金融机构披露碳排放信息，并已组织部分商业银行开展了气候风险压力测试。

我们注意到工作人员关于在 2023 年实现碳达峰的情景分析。中方理解该分析的良好意图，但应谨慎避免采用休克疗法式的减排方法和建议。对于超越多边共识，且缺乏可行性的的过于激进的减排建议，工作人员应当本着务实的态度开展进一步审查。一些国家敦促中国加快减排，但同时中国却成为一些国家制裁政策的受害者。这些政策以根据有罪推定得来的无端指责为基础，旨在损害中国最大的太阳能生产地区，这与主要发达国家国内通行的无罪推定原则完全不同。中国一直是不公平竞争政策的受害者。绿色技术的贸易和转让也受到越来越多的限制。对于一些国家对中国提出越来越高的减排要求，同时又对中国的减排能力进行打击和限制的矛盾现象，工作人员应进行更深入的分析。

下一步，中国将继续构建低碳、安全、高效的能源体系，推进绿色金融国际合作。我们赞扬工作人员对气候变化问题的深入分析，并鼓励工作人员根据世贸组织或《巴黎协定》下的多边共识提出政策建议。

此外，我们将继续努力弥补数据缺口。

最后，我们感谢基金组织第一副总裁冈本先生，感谢亚太部副主任 Srinivasan 先生和磋商团长 Berger 先生及整个中国团队的辛勤、专业工作。