



中华人民共和国

2017 年 8 月

2017 年第四条磋商——新闻发布稿，工作人员报告，工作人员陈述以及中华人民共和国执行董事的陈述

根据基金组织协定第四条，基金组织通常每年与成员国举行双边讨论。在 2017 年与中华人民共和国第四条磋商的背景下，发布了下述文件，并纳入本文件包：

- **新闻发布稿**总结了执董会 2017 年 7 月 28 日讨论工作人员报告从而结束本次与中国第四条磋商过程中发表的意见。
- **工作人员报告**由基金组织工作人员小组在 2017 年 6 月 14 日结束的与中华人民共和国官员关于经济发展和政策的讨论后撰写，供执董会 2017 年 7 月 28 日讨论。报告依据的是讨论时所能获得的信息，于 2017 年 7 月 13 日撰写完毕。
- 基金组织工作人员撰写的**信息附录**。
- **工作人员陈述**对近期经济发展信息进行更新。
- 中华人民共和国**执行董事的陈述**。

下列文件已经或将要单独发布。

《部分问题》

基金组织的透明度政策允许在公布的工作人员报告和其他文件中删除市场敏感信息和对当局政策意向的过早披露。

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

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

国际货币基金组织
华盛顿特区



INTERNATIONAL MONETARY FUND



新闻发布稿第 17/326 号
立即发布
2017 年 8 月 15 日

国际货币基金组织
美国华盛顿特区西北区 700 街 19
号, 20431

基金组织执董会结束与中华人民共和国 2017 年第四条磋商

2017 年 7 月 28 日, 国际货币基金组织(基金组织)执董会结束了与中国的第四条磋商¹。

中国继续转向更可持续的增长路径, 改革在广泛的领域取得进展。经济增速 2016 年放缓到 6.7%, 预计今年将保持在 6.7% 的强劲水平, 这得益于去年政策支持形成的增长势头、外部需求的加强以及国内改革的进展。通胀率 2016 年上升到 2%, 预计 2017 年将保持稳定。目前中国正在采取重要的监管措施防范金融部门风险, 企业重组和削减过剩产能方面的举措使得企业债务增长速度放慢。

2016 年, 财政政策仍呈扩张态势, 信贷增长依然强劲。增长势头在今年内很可能会逐渐减弱, 原因是近期采取了监管措施, 使金融条件收紧、信贷扩张动力下降。

由于货物进口迅速恢复、旅游流出保持强劲, 经常账户顺差 2016 年下降到 GDP 的 1.7%。预计经常账户顺差今年将进一步缩小到 GDP 的 1.4%, 主要原因是国内需求旺盛和贸易条件恶化。资本流动管理措施的收紧和更稳定的汇率预期使得资本外流减缓。人民币实际有效汇率 2016 年贬值了 5%, 此后进一步贬值了 2.75% 左右, 仍大体符合基本面。

执董会的评估²

执董们认同中国经济持续强劲增长为全球需求提供了重要支持。他们称赞当局在推动中国经济向服务和消费转型、实现经济再平衡方面持续取得的进展。执董们注意到近期中国的经济活动有所巩固, 认为这是当局加快推进必要改革、更多关注增长质量和可持续性的时机。

执董们同意降低国民储蓄以帮助防止内外部失衡十分重要。在这方面, 执董们强调应加大社会支出、增强税收制度的累进性。

执董们对国企绩效改善表示欢迎, 呼吁进一步推动改革, 包括强化预算约束、加快不良债务重组、让不可持续经营的国企退出等。执董们还强调了普遍改善投资环境的重要性,

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

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

包括减少准入障碍、确保公平的竞争环境、降低贸易壁垒等。执董们欢迎当局在削减过剩产能方面做出的努力，同时敦促当局扩大产能削减的范围并更多依赖市场力量。

执董们对当局加大关注降低金融稳定风险表示赞赏，并敦促当局继续加强监管工作。在这方面，执董们对正在开展的金融部门评估规划的结果和建议表示期待。如果核心通胀继续上升，执董们支持当局逐步收紧货币政策。

执董们同意，财政政策的当务之急是调整预算的构成，以支持更快实现再平衡并减少投资、信贷拉动型增长模式转型的成本。执董们同意，当局拥有一定的财政空间，可以调整财政整顿的步伐，从而平衡经济增长与可持续性这两个关切。执董们也强调了对债务进行监测的重要性，指出进一步改革中央与地方财政关系将有助于减少预算外支出产生的风险。

执董们注意到，工作人员的评估显示人民币汇率与基本面大体一致，尽管 2016 年对外头寸比基本面所预示的水平略强。执董们强调应继续提高汇率弹性，并对当局承诺深化改革、更多依靠市场力量决定汇率表示欢迎。执董们指出，当局近期采取措施更严格地执行了资本流动管理，这与基金组织的机构观点基本一致，但执董们强调应在执行政策时确保一致和透明。执董们强调了应谨慎确定改革次序，以支持正在推进的资本账户开放。

执董们认为，应进一步完善政策框架，以维持中期的经济增长与稳定。执董们支持完善财政框架，以提升地方政府的自主权、减少预算外支出的范围并将部分支出责任予以集中。执董们还呼吁当局完成向以价格为基础的现代化货币政策框架的转变。为了更好开展政策制定和投资决策，执董们鼓励当局继续完善官方统计数据的覆盖面和质量。

中国：部分经济指标

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	预测										
国民账户 (2015 为基年)											
实际 GDP	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.7	6.4	6.4	6.3	6.0	5.8
国内总需求	7.9	8.1	7.2	7.2	7.4	7.0	6.9	6.8	6.6	6.2	5.9
消费	8.7	7.2	7.2	8.3	8.4	8.6	8.0	7.4	7.1	6.6	6.2
投资	7.1	9.1	7.1	6.1	6.3	5.2	5.5	6.0	6.0	5.8	5.6
固定	9.0	9.3	6.8	6.7	6.7	5.2	5.6	6.1	6.2	6.0	5.8
库存 (贡献)	-0.6	0.1	0.2	-0.2	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净出口 (贡献)	0.3	0.1	0.4	-0.1	-0.5	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1
资本形成总额 (占 GDP 百分比)	47.2	47.3	46.8	44.7	44.2	43.7	42.9	42.4	42.0	41.7	41.4
国民储蓄总额 (占 GDP 百分比) 1/	49.7	48.8	49.0	47.5	45.9	45.1	44.3	43.6	42.9	42.3	41.8
劳动力市场											
失业率 (年度平均) 2/	...	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
工资	33.1	12.9	10.0	9.5	7.1	7.0	6.8	6.7	6.6	6.5	6.5
价格											
消费者价格 (平均)	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	2.0	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6
GDP 缩减指数	3.2	2.4	1.0	1.1	0.0	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
金融											
7 天回购利率 (百分比)	4.6	5.4	5.1	2.5	2.6	3.0	...	...	...	...	...
10 年期政府债券利率 (百分比)	3.6	4.6	3.7	2.9	3.1	3.5	...	...	...	...	...
实际有效汇率 (平均)	5.6	6.3	3.2	10.2	-5.6	...	...	...	...	...	...
名义有效汇率 (平均)	5.0	5.3	3.1	9.5	-6.5	...	...	...	...	...	...
宏观金融											
社会融资总量 3/	19.1	17.5	14.3	12.4	12.9	13.1	11.0	12.2	11.4	10.8	9.9
占 GDP 百分比	169.0	180.0	189.8	197.6	209.0	216.9	221.6	229.1	235.3	240.9	245.5
非金融部门国内债务总额	18.4	17.5	14.3	16.1	17.0	15.7	13.4	12.6	12.2	11.4	10.5
占 GDP 的百分比	178.7	190.3	200.7	215.8	236.4	251.0	262.1	272.0	281.3	289.6	296.7
对私人部门的国内信贷	19.8	16.6	13.1	14.7	16.7	16.0	12.1	11.5	10.8	10.2	9.6
占 GDP 百分比	134.6	142.3	148.5	157.6	172.3	183.3	189.2	194.3	198.4	202.1	205.3
房价 4/	8.7	7.7	1.4	9.1	11.3	10.4	8.6	8.3	7.9	7.2	6.8
家庭可支配收入 (占 GDP 百分比)	59.4	60.0	60.7	61.0	61.4	61.7	62.0	62.0	62.1	62.2	62.5
家庭储蓄 (占可支配收入百分比)	40.8	38.5	38.0	37.6	35.9	35.3	34.1	33.0	32.0	31.3	31.0
家庭债务 (占 GDP 百分比)	29.6	33.0	35.4	38.2	44.2	46.3	48.7	51.3	54.0	57.1	60.5
非金融企业国内债务 (占 GDP 百分比)	105.0	109.3	113.0	119.4	128.1	134.9	138.5	141.1	142.7	143.5	143.3
广义政府 (占 GDP 百分比)											
净贷款/借款 5/	-0.3	-0.8	-0.9	-2.8	-3.7	-3.7	-3.7	-3.9	-4.0	-4.1	-4.2
收入	27.8	27.7	28.1	28.5	28.2	27.4	27.3	27.2	26.9	26.8	26.7
支出	28.1	28.5	29.0	31.3	31.9	31.1	31.1	31.1	30.9	30.9	30.8
债务 6/	15.5	16.0	38.6	36.4	36.6	37.5	38.4	39.3	40.2	41.2	42.2
结构性余额	-0.1	-0.5	-0.5	-2.5	-3.6	-3.7	-3.7	-3.9	-4.0	-4.1	-4.2
国际收支 (占 GDP 百分比)											
经常账户差额	2.5	1.5	2.2	2.7	1.7	1.4	1.3	1.2	0.9	0.7	0.4
贸易差额	3.6	3.7	4.1	5.1	4.4	4.1	3.9	3.7	3.4	3.2	3.0
服务差额	-0.9	-1.3	-2.0	-1.9	-2.2	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.4	-2.5
净国际投资头寸	21.8	20.7	15.2	14.9	16.0	16.7	16.7	16.6	16.2	15.6	14.9
官方储备总额 (十亿美元)	3,388	3,880	3,899	3,406	3,098	2,934	2,902	2,881	2,848	2,792	2,714
备忘项											
名义 GDP (十亿人民币) 7/	54,099	59,696	64,718	69,911	74,631	81,344	88,364	95,919	104,067	112,608	121,482
增扩概念的债务 (占 GDP 百分比) 8/	44.1	48.1	52.3	58.2	62.2	68.1	73.2	78.1	83.1	87.6	91.5
增扩概念的净贷款/借款 (占 GDP 百分比) 8/	-5.1	-7.6	-7.2	-8.4	-10.4	-10.6	-10.8	-11.1	-11.2	-11.0	-10.7
增扩概念的财政余额 (占 GDP 百分比) 9/	-7.8	-10.3	-9.8	-10.2	-12.4	-12.6	-12.6	-12.6	-12.6	-12.3	-11.9

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

1/ 2015 和 2016 为基金组织工作人员的估计。

2/ 失业率调查数据。

3/ 未经地方政府债务置换调整。

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

5/ 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、平准基金和社保基金的调整。

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

7/ 支出侧名义 GDP。

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

9/ “增扩概念的财政余额” = “增扩概念的净贷款/借款” - “净土地出售收入” (占 GDP 百分比)，即净土地出售收入视为融资。



中华人民共和国

2017年第四条磋商工作人员报告

2017年7月13日

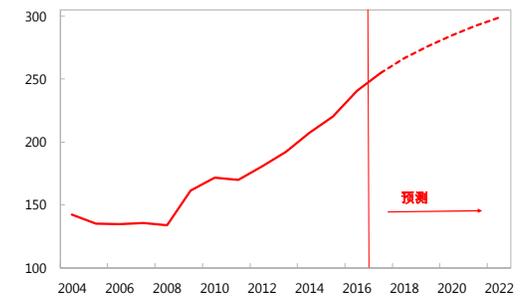
主要问题

背景。在政策支持、外部需求增强以及供给侧改革的作用下，经济保持了强劲增长，再加上资本流动管理措施的更为严格的执行，因此，汇率压力有所缓解。监管机构最近将重点放在解决金融部门风险上，导致金融条件收紧。每五年举行一次的中国共产党的十九大代表会议将于今年秋季召开。

前景。对经济前景的预测已经上调，这反映了强劲的增长势头、对增长目标的承诺以及全球经济的复苏。但与此同时，私人 and 公共债务仍在持续显著扩大，从而增加了中期的下行风险。

战略。中国有潜力在中期内维持强劲增长。但为了安全实现这一目标，必须加快改革，推进经济的再平衡调整，以降低经济增长对信贷的依赖程度，同时利用依然充分的缓冲空间平滑这一转型过程。根据政府的改革进展和议程，关键的要素包括：

非金融部门债务：高且不断增加
(占GDP百分比)



来源：Haver Analytics及基金组织工作人员的估计。

- **进一步促进消费**，措施包括扩大社会支出，提高税收制度的累进性。
- **加强市场力量的作用**，措施包括减少对国有企业的隐性补贴，以及向私人投资开放更多重要部门。
- **实现私人部门的去杠杆化**，措施包括继续收紧监管规定，加大不良资产确认力度，以及提高信贷分配的市场化程度。
- **确保宏观可持续性**，措施包括逐步实施财政整顿，最终降低货币宽松程度。更广泛而言，应更加重视经济增长的质量和可持续性，而不是数量目标。
- **改善政策框架**，包括中央与地方财政关系、金融稳定（即将开展的金融部门规划将讨论这一问题）、货币政策和数据等方面，目的是更好地管理现代中国经济。

**Markus Rodlauer 和
Alfred Kammer 批准**

6月5日至14日分别在兰州和北京进行了讨论。小组成员包括：J. Daniel（组长）、D. Ding、G. Gottlieb、S. Jain-Chandra、J. Kang、R. Mano、L. Zhang（以上人员均来自亚太部）；P. Wingender（财政事务部）；K. Christopherson Puh（法律部）；T. Harjes、A. Kokenyne Ivanics（货币与资本市场部）；C. Ahokpossi（战略、政策与检查部）；A. Schipke、W. Lam、S. Chen（驻华代表）。M. Rodlauer（亚太部）在访问结束时参与了讨论，并与第一副总裁利普顿参加了6月12日至14日的高层政策会谈。R. Sahay（货币与资本市场部，金融部门评估规划代表团团长）参加了总结会议。Z. Jin和J. Chen（执行董事办公室）参加了官方会谈。T. Yan和P. Wang负责协调相关媒体活动。G. Alvim、T. Law、T. Zeinullayev、Q. Shan和J. Li协助了代表团活动。

目录

背景：刺激政策使经济增长保持强劲，但脆弱性依然高	4
展望：近期前景增强，但中期压力仍在上升	7
政策：转换增长引擎，维持强劲、包容性、绿色的增长	10
A. 改善资源分配，促进可持续增长	11
B. 跟踪金融稳定风险	15
C. 更可持续的宏观政策组合应在转型中发挥出关键作用	18
D. 推进政策框架的现代化	21
工作人员的评估	24
专栏	
1. 人民币/美元中间价定价机制的演变	7
图	
1. 经济活动：高频指标依然坚实	26
2. 再平衡：继续逐步取得进展（第一部分）	27
2. 再平衡：继续逐步取得进展（第二部分）	28
3. 财政：继续放松	29
4. 货币：价格压力上升	30
5. 对外：资本外流开始放缓	31
6. 银行业：持续迅速扩张	32
7. 信贷：家庭借款增加	33
8. 金融市场：债券收益率上升	34
9. 企业部门：脆弱性依然很高	35
表	
1. 中国：部分经济指标	36

2. 中国：国际收支	37
3. 中国：外部脆弱性指标	38
4. 中国：货币和信贷走势	39
5. 中国：广义政府	40
6. 中国：非金融部门债务	41

附录

I. 中国：对外部门报告	41
II. 债务可持续性分析	44
III. 中国：风险评估矩阵	57
IV. 改革实施建议	58

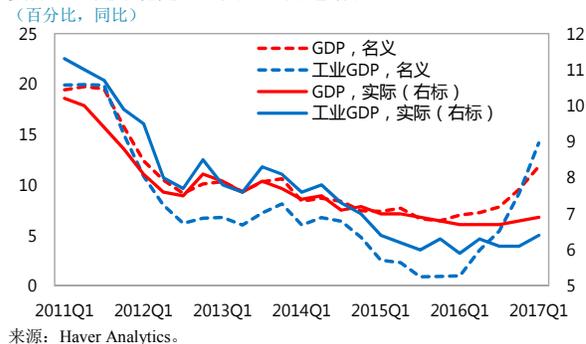
背景：刺激政策使经济增长保持强劲，但脆弱性依然高

1. 尽管经济增长保持强劲，但脆弱性继续累积，表明需要加快实施现有改革措施。 经济增长得到了支持性的宏观政策组合、不断增强的外部需求以及国内改革进展的有力支撑。强劲的经济增长以及资本流动管理措施执行的收紧还缓解了外部压力。改革在各个领域都取得了进展，包括削减过剩产能，强化地方政府借款制度，以及解决金融部门的风险。但还需要加快推进改革，以确保中期稳定，并应对当前经济走势可能最终导致急剧调整的风险。

2. 尽管中国的年增长速度在 2016 年放缓，但在这一年及 2017 年初，经济增长势头在提升。 2016 年的 GDP 增长率达到 6.7%，低于 2015 年 6.9% 的水平，符合当局设定的 6.5%-7% 的目标。然而，季度产出自 2010 年初以来总体持续减速的趋势逐渐得以扭转，基本增长势头在 2016 年下半年稳定下来。

- 从需求方面看，劳动力市场依然偏紧，消费增强，其对总体经济增长的贡献几乎达到三分之二，为 2000 年以来的最大贡献程度。投资也保持强劲，这得益于公共基础设施建设的持续快速增长，以及房地产投资五年来的首次加速。
- 从供给方面看，服务业仍是主要驱动力，反映了新经济（如信息技术）的增长以及房地产服务的复苏。但势头的变化来自工业，在增速持续放缓五年之后，工业生产趋稳，这一定程度上是由于主要大宗商品价格的大幅回升。

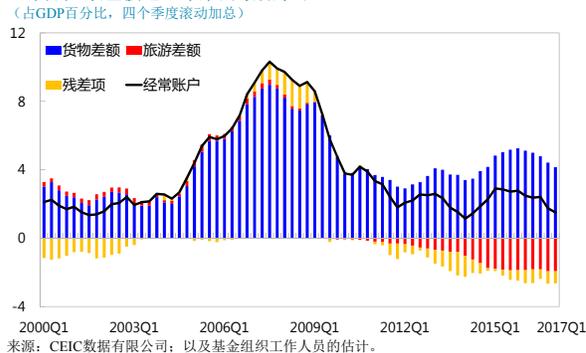
实际GDP趋于稳定，名义GDP加速增长



经济增长的加速过程延续到 2017 年第一季度，实际产出同比增长 6.9%，快于 2016 年的任何一个季度。尽管国内需求保持强劲、实际进口增长达到两位数，但净出口转为正向贡献，主要反映了全球经济的复苏。

3. 国内需求的增强进一步减轻了中国的外部失衡，不过，相比于与中期基本面一致的水平，外部状况仍稍显偏强。 2016 年，经常账户顺差与 GDP 之比下降了近一个百分点，降至 1.7%。顺差下降的原因是，货物进口大幅回升，旅游流出保持强劲（但是，由于数据局限性，2014 年以来的旅游进口的高估幅度可能约为 GDP 的 0.5%，反映了资本外流的分类不当）。鉴于顺差的下降，并考虑到旅游数据的高估以及其他数据的不确定性，工作人员经评估认为，相比中期基本面和理想政策所对应的水平，2016 年的经常账户偏强，幅度为 GDP 的 0.5%-2.5%，而 2015 年的这一幅度为 1%-3%。经常账户缺口的缩小在一定程度上反映了财政和信贷放松的影响。

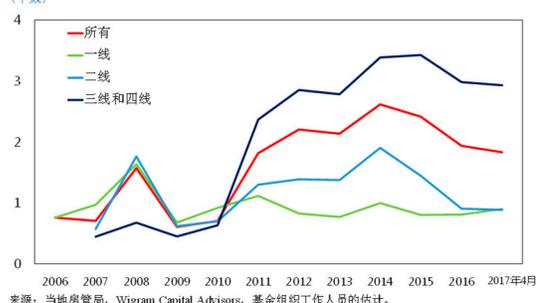
经常账户顺差接近15年来的最低水平



4. 国内需求的增强是政策显著放松和供给侧改革取得一定进展这两个因素共同作用的结果。

- 刺激政策。首先，2014年9月至2015年12月，基准利率下降了165个基点。其次，当局在2015年和2016年初放松了房地产宏观审慎政策（例如，首付要求降低，房贷利率折扣幅度提高），这促进了住房库存的减少。第三，2014年至2016年，广义政府净借款的扩大幅度为GDP的2.75%，使“增扩概念”的赤字也上升了类似幅度，估计达到GDP的12.25%。
- 供给侧改革。当局实施了一系列改革来削减工业部门的过剩产能，措施包括完成煤炭和钢铁行业的产能削减目标，重组一些薄弱的国有企业，以及更严格地执行环保规定。尽管尚未得到充分实施，这些措施与上述刺激政策一道，扭转了通货紧缩趋势，促使生产者价格和工业利润回升。此外，供给侧改革的效果不限于削减过剩产能：例如，2014年实施的便利企业登记的改革使每天新增企业数量从改革前的6,000家增加到2016年的15,000家。

住宅房地产库存率下降
(年数)



生产者价格指数 (PPI) 驱动工业收入的恢复
(百分比，同比增长，三个月移动平均值)



5. 面对强劲的经济增长，当局将重心放在收紧相关措施上，反映了他们对控制金融部门风险的更大关注。

- 2016年下半年，当局开始收紧涉及房地产部门的宏观审慎措施，在很大程度上逆转了之前的放松（见“部分问题文件”）。
- 2017年初，人民银行两次将七天回购利率上调10个基点，并明确政策态势现已转为中性。
- 另外，2017年初，人民银行首次将“宏观审慎评估”的范围扩大到表外业务，从而将理财产品纳入其中。
- 银监会公布了几份新文件，目的是更严格地执行现有监管规定，减少金融产品之间的监管套利。

一线城市房地产价格上涨速度减缓
(百分比，同比增长，三个月移动平均值)

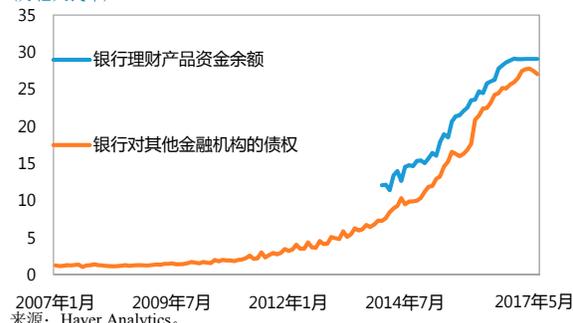


- 到目前为止，这些措施的主要影响是，金融条件收紧，金融部门内的信贷大幅下降。银行间利率急剧上升—自2016年中期以来，三月期的上海银行间同业拆放利率（Shibor）上升了124个基点，一年期政府债券收益率上升了107个基点，AAA级公司债券收益率上升了124个基点。同时，银行对非银行金融机构债权和表外理财产品在近些年快速扩张后，按月度环比计算基本上已停止增长。对非金融私人部门总信贷也开始小幅减缓，但到目前为止所受影响相对较小。

利率的上升
(百分比)



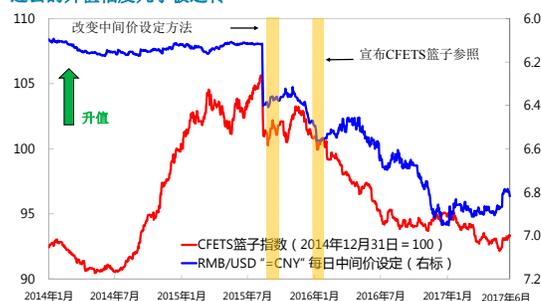
金融部门内的债权不再增长
(万亿人民币)



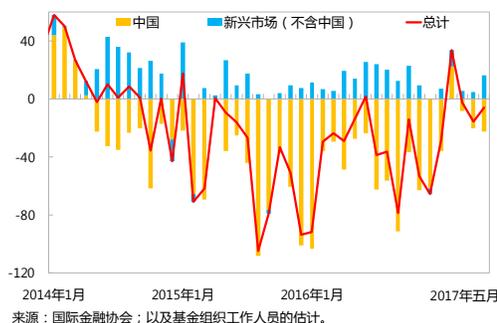
6. 除了收紧金融条件外，当局还采取了几个步骤稳定汇率预期。

- 外汇干预。2015年末和2016年初，人民币有效汇率（使用中国外汇交易中心公布的货币篮子）贬值了8%，在很大程度上逆转了过去与美元紧密挂钩导致的升值。随后，自2016年中期以来，人民币在相对于中国外汇交易中心篮子的狭窄范围内交易。为保持人民币有效汇率的这种稳定，需要在2016年下半年美元升值时大量出售外汇，但一旦该趋势出现逆转、资本外流减缓，外汇储备即稳定下来。
- 更为严格地执行资本流动管理措施。2016年后期以来，现有措施的执行力度显著增强。¹ 这些措施，加上近期增长前景的加强和美元的贬值，使资本外流显著减少。
- 每日汇率定盘价形成机制的变化。2017年5月，中国外汇交易中心修订了银行开盘汇率报价的计算方法，以减少被视作“不理性”的贬值预期，降低超调风险（专栏1）。

过去的升值幅度几乎被逆转



资本外流显著减缓
(十亿美元)



¹ 收紧了针对资本流出（包括对外直接投资和离岸人民币贷款）的资本流动管理措施；其他资本流动管理措施也予收紧，包括对支付卡境外提取人民币的管理规定（见信息附录）。

专栏 1. 人民币/美元中间价定价机制

中国官方实行的是有管理的浮动汇率制度。在全球金融危机期间，人民币与美元紧密挂钩，2010年6月，中国人民银行恢复了有管理的浮动汇率制度。在这一制度下，人民币兑美元的每日交易价格与中国外汇交易中心（人民银行的附属机构）所发布的每日中间价（即“定盘价”）的偏离的最大幅度为±0.5%。为形成定盘价，做市银行需根据其在早间对市场供求情况的判断，提供人民币兑美元的报价。这是一个不透明的制度，存在着较大的酌情空间，实际结果是每天的中间价几乎没有变化，尽管汇率收盘价经常与前一日定盘价出现一定偏离。2012年4月，每日交易区间大幅扩大至±1%，2014年3月再度扩大至±2%，汇率灵活性进一步上升。

2015年8月，人民银行公布了新的“汇率中间价形成机制”。新机制要求银行在考察前一天收盘价和市场供求状况的基础上提供报价。人民银行在公告中解释，这一改革的目的是在逐步提高汇率灵活性的政策目标背景下，让市场力量发挥更大作用。

2015年12月，中国外汇交易中心开始发布人民币有效汇率指数（“中国外汇交易中心篮子”）。2016年2月，又制定了新的银行每日人民币/美元中间价报价指引。自此之后，报价需基于“前一日收盘价+货币篮子的隔夜变化”，其中“货币篮子的变化”是指为抵消篮子货币间交叉汇率变动影响所需的人民币对美元汇率的调整。

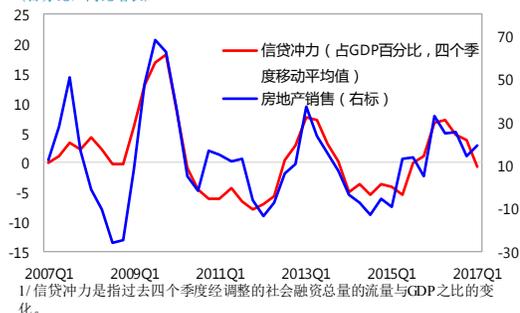
2017年5月，中国外汇交易中心进一步调整了对银行的指导，要求银行在其报价中加入“逆周期调节因子”，目的是减少“非理性”贬值预期和“顺周期性”群体行为。当局并未给出调节因子的定义，在前一日收盘价以及人民币相对于货币篮子的隔夜变化之外，每家银行使用自己的参数进行计算，以反映它们各自对经济基本面的评估。在引入这一新因子后的第一周，人民币较中国外汇交易中心篮子升值约100个基点，相对于美元升值约90个基点。

展望：近期前景增强，但中期压力仍在上升

7. 共产党全国代表大会秋季召开之前，在国际收支继续保持稳定的环境下，中国经济完全有望实现2017年增长目标。

- 增长驱动力。**政府将2017年增长目标设在6.5%左右，但又表示“实际可能高于这一水平”，传达了一种向上的偏向。工作人员目前预测中国经济2017年增长6.7%（高于上次第四条磋商中的6.2%），这反映了去年的政策支持以及外部需求的加强所带来的增势上升。不过，在这一年里，随着时间推移，增长势头有可能会下降，原因是最近采取的监管措施导致金融条件收紧、信贷扩张势头减弱。事实上，第二季度的高频指标显示，经济活动很可能已在第一季度触顶。鉴于这些因素，核心通胀可能会大体保持在2%左右。

信贷冲力开始影响房地产
(百分比, 同比增长)



来源：Haver analytics和基金组织工作人员的估计。

- **对外情况。**经常账户顺差与GDP之比预计将下降0.3个百分点，至1.4%，主要原因是国内需求旺盛，且贸易条件预计将恶化5%。然而，由于资本流动管理措施的执行力度加大、汇率预期得到更有效稳定，资本外流情况相对于2016年有所缓和，其影响可能将超过经常账户顺差的下降。

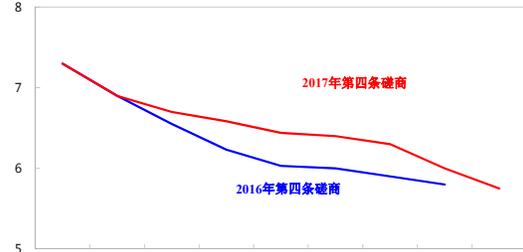
8. 在基线预测中，工作人员预测中国将实现当局设定的2020年产出目标，但其代价是公共和私人债务进一步大幅增加。

- 工作人员将2018-2020年平均GDP增长率预测从上次第四条磋商时的6.0%上调到6.4%。鉴于近年大量使用刺激措施，下述预期已经增强，即，当局能够并将维持足够扩张性的宏观经济政策组合，实现2020年相较2010年实际GDP翻番的目标。
- 为实现这一更高的增长路径，工作人员目前假设当局在中期内将维持现有的公共投资水平，不会大幅削减“增扩概念”的赤字（其中包括工作人员对预算外投资的估计）。因此，“增扩概念”的债务不会像2016年第四条磋商所预测的那样在中期内稳定下来，而会沿上升趋势在2020年达到GDP的92%。
- 私人部门信贷预计在中期内将继续增加，相比上一次第四条磋商时的预测基本未变。因此，非金融部门总债务在2016年达到GDP的235%左右，预计到2022年将进一步增至GDP的290%以上。

9. 基线预测的下行风险已经上升。新基线预测的一个主要推论是，中国正在动用宝贵的财政政策空间支持一条再平衡调整进程更加缓慢，发生急剧调整的概率更大的增长路径。因此，如果急剧调整变为现实，中国的应对缓冲将较之前更少。这种潜在调整可能由几个风险触发，包括：

- **融资。**融资冲击可能来自至少两个（相关的）压力点。首先是以短期为主的“银行间”批发市场（包括银行相互的债权以及对非银行金融机构的债权）。其次是人们对非银行金融机构发行的短期资产管理产品的信心丧失，或者，为这些产品提供融资的理财产品出现挤兑。

实际GDP增长路径的向上调整
(百分比)



来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

增扩概念赤字的整顿步伐减缓
(占GDP百分比)



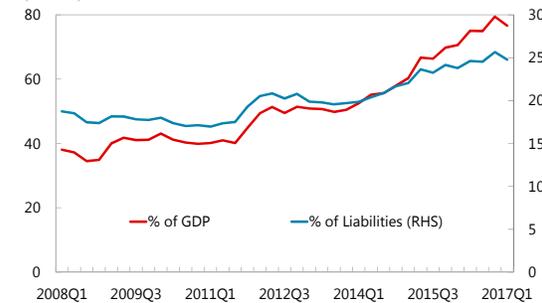
1/ 增扩概念的赤字，其定义扩大到包括政府指导性基金。这也导致对历史路径的调整回溯到2015年。
来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计和预测。

非金融债务进一步增加
(占GDP百分比)



来源：Haver analytics和基金组织工作人员的估计。

高度依赖批发借款 1/
(百分比)

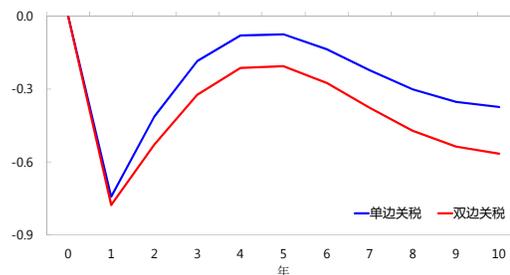


1/ 批发借款包括对其他银行、非银行金融机构、人民银行的负债以及债券发行。
来源：Haver analytics和基金组织工作人员的估计。

- **跨境一体化进程的倒退。**如果贸易伙伴设置更高的贸易壁垒，其影响将取决于其范围和程度、汇率如何反应以及中国是否采取报复行动。例如，基金组织的全球综合货币和财政模型的示意性模拟显示，如果美国对中国出口征收 10% 的关税，且中国允许实际汇率作出调整，那么中国的实际 GDP 增长在第一年将下降 1 个百分点左右。如果中国采取报复行动，对美国进口征收类似的关税，那么其实际 GDP 增速将进一步收缩。然而，鉴于全球贸易关系的复杂性和汇率调整的不确定性，这种影响可能更大、更具破坏性。

关税报复进一步降低GDP

(相比基线的百分比变化；对美国进口的中国货物征收10%关税对中国GDP的影响)



来源：基金组织工作人员的估计。

- **资本外流。**美元利率正常化速度超出预期、中国增长显著减弱或一些其他的信心冲击，都会使汇率再度面临压力。在极端情景下，这种压力可能导致储备再度大量流失，最终可能出现破坏性的汇率贬值。然而，由于提高了资本流动管理措施的执行力度，国有银行在外汇市场上占主导地位，以及外汇储备充足，这种风险在短期内很可能较小。

空前水平的资本外流

(十亿美元，四个季度滚动加总)



来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

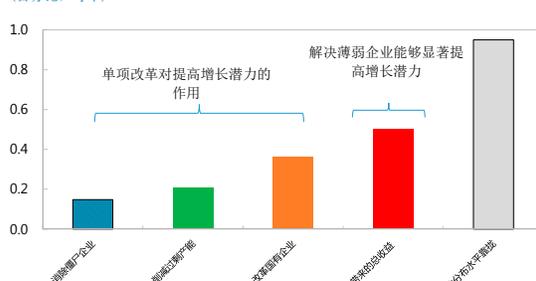
10. 如果当局不再那么强调数量增长目标，经济增长率可能会低于预测，但将更可持续。工作人员的基线预测假设当局将尽力实现 2020 年 GDP 目标，并在必要时调整宏观和金融部门政策。然而，当局的公开表示以及他们对基金组织工作人员预测的反应（见下述）都表明他们越来越重视经济增长的质量而非数量。这种结果虽然会降低近期增长速度，却是能提高经济增长的长期可持续性，因而是有益的。

11. 在迅速改革的“积极主动”情景中，中国若能实施两项关键改革，就有可能将 GDP 增长稳定在高于中期基线预测的水平上。

- 全球金融危机以来的增长减缓在很大程度上是生产率增长放慢引起的。为了扭转这一趋势，需要在处理薄弱企业和在效率上向国际先进水平看齐方面取得更大进展。工作人员估计，这方面的努力在长期内将使生产率对经济增长的贡献程度提高 1 个百分点左右。这种提高使中国能够将当前投资对 GDP 增长的过度贡献降低 1 个百分点，并使总体 GDP 增长基本保持不变。

通过解决薄弱企业来改善资源配置，有助于提高增长潜力

(百分比，每年)

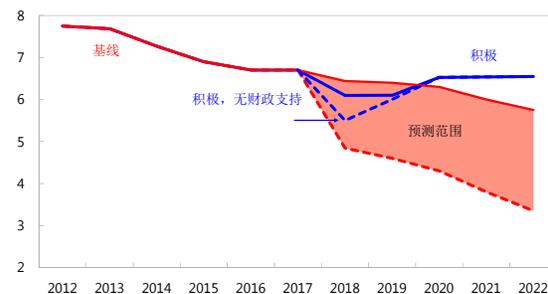


来源：Hsieh和Klenow (2009年)；基金组织《财政监测报告》(2017年)；国家统计局；以及基金组织工作人员的估计。

- 调整财政政策的构成，为经济从投资转向消费的再平衡调整提供支持，这将使更快的消费增长由提用居民储蓄而非增加债务来融资。

12. 在短期内，处置薄弱企业和减少投资的改革可能对产出和就业造成不利影响。尽管这种影响的程度不确定，工作人员估计，在积极改革情景下，如果不采取有关应对政策，短期增长率可能下降到5.5%。然而，中国具有推迟整顿的财政空间，能够在转型期间平滑经济增长所受影响。这种刺激措施应在预算内实施，并着眼于改善社会安全网。尽管这些改革将使中国的增长轨迹相对于基线预测改善，但总债务（包括公共和私人债务）与GDP之比在中期内仍会上升35个百分点，稳定在GDP的270%的高水平上（相比于基线情景的293%）。总体而言，应强调的是，积极改革情景下的增长路径是不确定的，取决于许多因素，包括改革的深度、推进速度和顺序，周期性波动，以及外部条件。政策的当务之急是，取消精确的数字增长目标，代之以能够实现最快可持续增长路径的改革承诺。

增长前景的下行风险增加
(百分比, 同比增长率)



来源: CEIC数据有限公司; 以及基金组织人员的估计和预测。

13. 经调整的基线情景——增长率更高、再平衡进程放慢、（相比于2016年第四条磋商报告的）资本账户更为收紧——会带来三个主要的近期溢出效应和一个重大的中期全球风险。首先，基线预测隐含着对全球大宗商品出口国的持续支持效应，它们得益于中国的强劲公共投资、房地产和重工业发展（这会影响到巴西、澳大利亚等国）。其次，中国的全球并购活动和海外房地产购置活动将会减少，因为居民获得外汇的渠道较之前已减少（这将影响到加拿大、英国、澳大利亚等国）。第三，中国将继续扩大其在亚洲供给链的上游市场的份额（影响到日本、韩国、马来西亚），但相比国内私人部门和外国直接投资具有更好投资环境的预测情景，中国扩大市场份额的步伐会稍慢一些。但这种经济增长快、债务大量积累的情景也使得中国需求出现破坏性调整的可能性增大，这会导致进口急剧下降，对全球经济产生收缩效应。从这方面说，中国当前向新的经济增长模式的转型是符合全球经济利益的，即使这种转型的道路可能崎岖不平。

当局的观点

14. 当局同意关于增长前景的评估，但对相关风险的判断持不同看法。当局认可2017年的增长可能会略高于6.5%的全年目标的判断。这意味着，增速在年内有所减缓，通胀压力继续得到抑制，经常账户大体保持不变。从中期看，尽管当局同意其设定的实际GDP到2020年相较2010年翻番的目标很可能会实现，但认为到目前为止的债务累积是可控的，并且，随着改革措施发挥效果，债务累积步伐会进一步放慢。他们还指出，其“预计增长目标”是预期性的，不是约束性的。他们强调，实现增长的质量目标比数量目标更为重要。当局认为，考虑到当前实行的改革，以及中国特有的一些优势（如国内储蓄水平高），金融部门杠杆程度高等一些国内问题是可控的。他们认为外部环境面临诸多不确定因素，如全球需求意外下降，或全球化进程出现倒退。

政策：转换增长引擎，维持强劲、包容性、绿色的增长

果断地实施改革能够极大地改善基线前景。为此，必须：（1）更快地从投资转向消费，从而降低经济增长对债务的依赖；（2）加强市场力量的作用，以改善资源配置；（3）进一步建立货币政策框架的“软基础设施”，以提高政策制定者管理现代中国经济的能力。中国具备在必要时支持增长的缓冲空间，但这种缓冲应被用于支持加快改革。

A. 改善资源配置，促进可持续增长

过高的储蓄

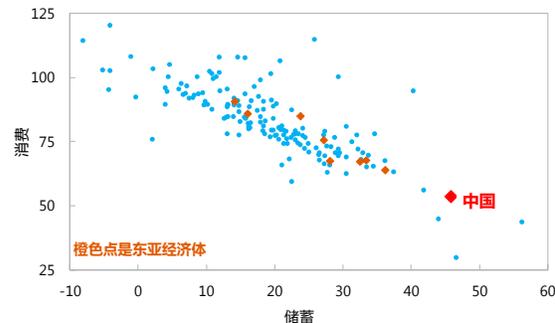
15. 低消费和高国民储蓄导致中国人的福利较低、投资和债务过高。中国的国民储蓄占 GDP 估计为 46%，高出全球平均水平 26 个百分点，这主要由家庭部门储蓄造成（参见“部分问题文件”）。中国经济的结构性特征能部分解释这一现象，而另一个原因则是政策因素（尤其是较弱的社会安全网）。过高的储蓄对福利和宏观经济稳定都不利：

- 消费在收入中的占比较小，这降低了当前的福利（如造成生活水平较低）。
- 由于存在本国偏好、资本账户限制及高增长目标，高储蓄被转变成为同样高企的国内投资，而这很难得到有效的吸收——风险在于，这种高投资的回报并不能相应地支持未来的增长和偿债的义务。
- 中国拥有如此大规模的储蓄，如果投资受到限制，则会使经常账户顺差扩大，导致全球失衡恶化，降低中国在全球需求中的贡献度，并损害多边贸易体系（几十年来，这一多边贸易体系使包括中国在内的世界各国普遍受益）。

16. 虽然储蓄将随人口变化逐渐减少，但有针对性的结构性改革（特别是财政改革）能帮助进一步提振消费并降低收入不平等。中国的老龄化十分迅速，老年人与工作人口的比例预计将从 2015 年的 15% 上升至 2050 年的 50%。模型模拟显示，老龄化将使 2030 年家庭储蓄率下降 GDP 的约 6 个百分点。这将是一个十分缓慢的过程，国内储蓄仍将保持在过高的水平上，且这几乎无助于降低不平等。因此需要开展进一步改革，其优先项包括：

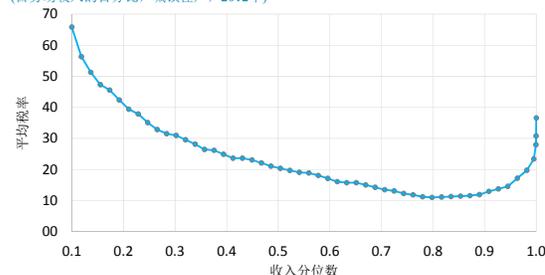
- **增加税收制度的累进性：**降低个人所得税的基本免税额（在目前的设定下，约 80% 的城市劳动者不需支付个人所得税），并废除社保缴款中使用的推算最低收入（其导致低收入工人的实际税率过高）。
- **进一步增加对贫困家庭的社会转移支付。**中国低收入家庭的储蓄率为正 20% 至 30%，而许多其它可比国家的该比率为负 20%。这一差别的主要原因在于中国的公共转移支付水平较低。中国的社会援助水平若能趋近于国际标准，将有助于降低

在储蓄和消费方面，中国情况与其他国家显著不同
(占GDP百分比, 155个国家)



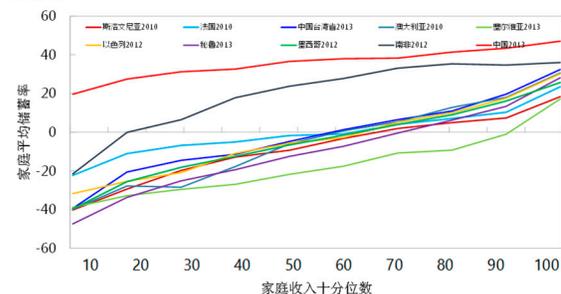
来源：《世界经济展望》；以及基金组织工作人员的估计。

劳动收入税收具有高度累退性
(占劳动收入的百分比, 城镇住户, 2012年)



注：劳动收入税包括对劳动收入征收的个人所得税以及雇员对退休金、医疗和失业保险的社保费。
来源：中国国家金融调查；以及基金组织工作人员的估计。

中国不同收入群体的储蓄率都很高
(百分比)



来源：中国国家收入调查 (CHIP)；以及卢森堡收入调查 (LIS)。

过度的预防性储蓄并减少收入不平等（由于政府近期的努力，中国的收入不平等有所缓和，但仍属世界最高之列）（参见“部分问题文件”）。

- **继续增加公共医疗、养老和教育支出。**较高的公共医疗和养老支出将降低家庭的预防性储蓄需求，从而直接增加政府消费，间接增加私人消费。需要大力推进户口改革，拓展社会服务的覆盖面（特别是欠发达地区），确保所有公民都能享受适当的社会安全网。
- **应增加国有企业向国家预算缴纳的利润。**据估计目前国有企业支付给国家预算的利润比例远低于政府 2020 年要达到的 30% 的目标。解决这一问题将有助于为较弱的国有企业建立适当的预算约束、减少投资浪费，并为所需的社会支出提供资金。

当局的意见

17. 当局同意工作人员的观点，认为中国的国民储

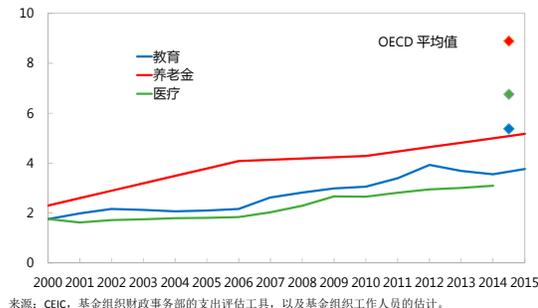
蓄水平仍然很高。当局指出，未来的人口变化因素将有助于降低储蓄水平，但也同意完善社会保障等政策措施将有助于进一步促进消费，使经济增长的结构更可持续。当局指出，近年来社会支出已经大幅上升，若要酌情进一步增加社会支出，就需要与其它基本支出压力（包括老龄化的相关支出）进行权衡。

国有企业改革和改善竞争

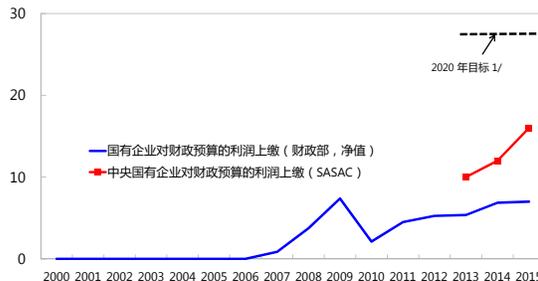
18. 国有企业相比私人部门存在结构性低效，这降低了整个经济体的生产率。国有企业的利润已经下降，并明显低于私人部门（参见“部分问题文件”）。国有企业过多参与产能过剩行业，这是其利润偏低的部分原因；但即使排除了行业因素，国有企业的生产率仍低于非国有企业四分之一，其部分原因是国有企业仍承担着重要的社会责任且其公司治理较为薄弱。再考虑到国有企业还获得了大量的隐性支持（如信贷、土地支持等，估计约占 GDP 的 3%），以及其他优势（如经营行业受到保护），国有企业的盈利能力之低下可见一斑（参见 Lam 和 Schipke，2017 年）。说明国有企业效率较低的另一种方法是：在工业部门，国有企业债务占到企业总债务的一半以上，占到工业资产的 40%，但其工业增加值还不到总量的 20%。

国有企业的生产率仍低于非国有企业四分之一，其部分原因是国有企业仍承担着重要的社会责任且其公司治理较为薄弱。再考虑到国有企业还获得了大量的隐性支持（如信贷、土地支持等，估计约占 GDP 的 3%），以及其他优势（如经营行业受到保护），国有企业的盈利能力之低下可见一斑（参见 Lam 和 Schipke，2017 年）。说明国有企业效率较低的另一种方法是：在工业部门，国有企业债务占到企业总债务的一半以上，占到工业资产的 40%，但其工业增加值还不到总量的 20%。

社会支出在增加，但大大低于经合组织水平
(占GDP百分比)

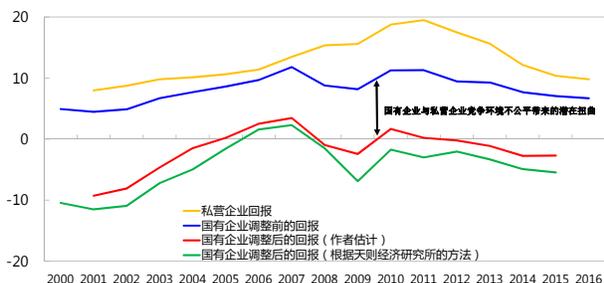


国有企业对财政预算的红利上缴水平低
(占国有企业总利润的百分比)



来源：财政部，天则经济研究所，以及基金组织工作人员的估计。
1/ 自2007年起要求国有企业利润上缴财政预算。2007年的数据不包括所有国有企业。三中全会改革要求国有企业到2020年将30%的利润上缴财政预算。

国有企业股本回报率低
(总所有者权益的净回报；百分比)



来源：统计年鉴（2015年）；天则经济研究所（2015年）；以及基金组织工作人员的估计。
1/ 基于工业国有企业名义利润，减去财政补贴、通过使用土地和自然资源得到的隐性支持以及较低的隐性融资成本。

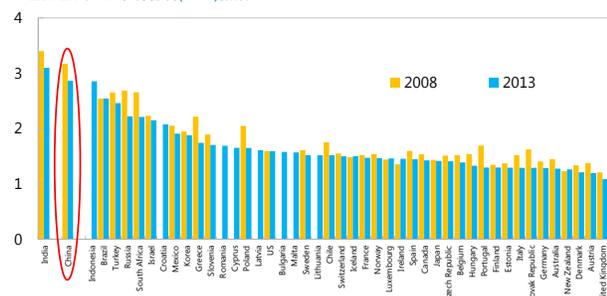
19. 尽管国有企业改革被认为是政府的首要任务且已取得了一定进展，但国有企业改革仍应加快推进。当局已将国有企业划分为两种类型（商业类和公益类），以明确国有企业管理者的任务，逐步取消了部分社会责任，并启动了国有企业治理和所有权改革。这是一项重要进展，但仍存在许多问题：

- 在历经多年裁员后，国有企业在全球金融危机后开始增长。自那以来，在企业债务占 GDP 比率的增长中，国有企业占到了四分之三（或 60 个百分点），目前国有企业资产已达到 GDP 的 200% 以上。根据目前的改革方案，国有企业的规模将进一步扩大，可能会挤占私人部门的发展空间。
- “混合所有制”改革（允许私人资本投资于政府经营的企业）等加强国有企业治理的举措仍处于起步阶段。私人部门对国有企业参与度的实际增幅仍很有限，政治影响力已经被制度化，且目前还不清楚混合所有制模式是否足以提高国有企业效率。此外，虽然部分陷入困境的国有企业已宣布了重组计划，但它们的侧重点更多在于并购与整合（而非经营重组）。
- 解决不可持续债务的工作正在进行中，但尚未完成。据报道，在已识别出的“僵尸”（不可持续经营的）央企中，已有 20% 得到处置；尽管如此，国有企业仍然占到未偿僵尸债务的 50%，这意味着还需要进一步开展大量工作。
- 虽然高层做出了若干声明（如限制外资投资的行业数量将从 93 个减少到 63 个），但在让国有企业面临更多竞争这一方面，目前的进展似乎很少，这是因为改革措施有限且实施缓慢。

20. 虽然严格地说，私有化并不是改善资源配置的必要条件，但“竞争中性”显然是必要的。

- 国有企业。**当局应加快实施现有的改革措施，促进实现竞争中性。这包括：将国有企业的社会功能转入预算，从而使企业能够专注于商业目标；提高“商业竞争性”国有企业的比例；开放更多受保护部门，增加私人人和外国投资的竞争；加速重组国有企业不良债务。此外，还应扩大国有企业的改革议程，包括：逐步取消要素投入方面的隐性补贴，在市场力量下迫使不可持续经营的企业违约及退出，从而强化国有企业的预算约束，同时对受影响的劳动者给予财政支持。在实践中，由于国有制下竞争中性可能难以实现，因此，若将更多国有资产转让给私人所有，将能辅助上述这些改革。
- 投资环境与贸易。**给予私人部门（包括外企）更多机会和公平的竞争环境，将促进竞争并吸引国外技术，从而提高经济增长。在此方面有两个关键性的优先工作。一是减少进入壁垒。经合组织的“产品市场监管指数”发现，中国服务业（金融、信息技术、运输、物流）较之经合组织国家及其他新兴市场而言高度封闭——尤其是，国有企业在服务业中占据主导地位。第二，应更加重视给予私人部门（包括外企）平等获取资源（土地、自然资源、信贷和政府补贴）的能力，确保其在监管、税收、政府采购和行政审批方面得到平等的待遇。这两者均可通过贯彻政府已宣布的扩大私人部门及外企市场准入及加强地方政府公平竞争审查的计划来推动。通过降低贸易壁垒（包括仍高于主要贸易伙伴的关税），中国仍有从贸易中获益的空间。

相比多数经合组织国家和可比新兴市场，中国的产品市场更为封闭
(经合组织产品市场管制(PMR)指数)



注：PMR指数评估政策在多大程度上促进产品市场的竞争。被评估的政策包括国家对商业企业的控制、创业面临的法律和行政壁垒，以及国际贸易和投资壁垒。

来源：经合组织产品市场管制统计，以及基金组织工作人员的计算。

上述领域的进展将有助于减少贸易紧张并取得积极结果（更高程度的开放、更多的贸易）而非消极结果（更多的壁垒、更少的贸易），并通过展示中国对开放和以规则为基础的贸易体系的承诺，鼓励贸易伙伴更多开放市场。

当局的意见

21. 当局认为，随着供给侧改革和混合所有制改革的深入，国有企业的生产率正在持续提高。当局还指出，国有企业的经营表现与私营企业相当，特别是在考虑到国有企业肩负的重要社会责任的情况下。当局指出，中国已在逐步淘汰过剩产能、去杠杆和国有企业治理等方面取得了重大进展，国有企业利润同比增长了 10%，杠杆率也已下降。当局并不认同工作人员关于国有企业获得了国家大量支持，特别是占 GDP 的 3%，的评估结论，认为国有企业是独立的市场主体，与其他市场主体所受待遇并无二致。银行选择给予国有企业优惠贷款体现了这些借款企业的资信能力。展望未来，当局强调已经完成将中央国有企业分类为商业类和公益类的工作，并加快了混合所有制改革，从而让国有企业从公共和私人视角都能获益。此外，当局还认为，在国有企业内部将党的领导制度化将有助于提升效率。

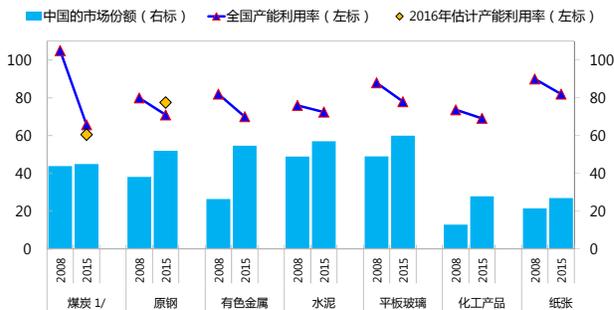
22. 当局强调将致力于提高对私人部门和国外部门的开放度。当局指出，近期中方宣布降低相关行业（如炼油、发电、天然气、电信、民用航空，以及信用评级等特定金融服务业）的私人投资准入门槛，缩减限制外商投资的负面清单，改善外资企业的经营环境，这些措施都十分重要。当局强调将致力于促进全球自由贸易和投资放开，反对各种形式的保护主义，寻求通过“双赢”合作来解决贸易争端（中方提到了近期与美方对话取得的进展）。

产能过剩

23. 虽与国有企业的角色有关，但产能过剩问题横跨了公共和私人部门，且具有国内和国际两个层面。中国的“产能过剩”被定义为产能利用率低且较大比例的企业出现亏损，其至少涉及煤、钢、水泥、电镀玻璃、铝、化工产品、纸张、太阳能发电、船舶建造、燃煤发电等十个行业。中国的产能过剩问题拖延较长，对这些产品的全球价格带来了下行压力，使中国企业的市场份额不断扩大，且与主要贸易伙伴出现了紧张局面。不仅如此，产能过剩问题也对中国不利，对中国的中期增长、自然环境和金融稳定造成了负面影响。

产能过剩：利用率下降和高全球份额

(占法定产能的百分比(左标)和全球产出的百分比(右标))



1/ 煤炭产能超过100%，因为早年煤矿产量超过法定产能水平。2016年煤炭产能利用率下降，因为相对于2015年煤炭产量的下降幅度大于煤炭产能削减幅度。

24. 中国已在削减过剩产能方面取得了初步进展。当局已经公布了 2016 年至 2020 年削减煤炭和钢铁行业产能和就业的目标。当局明确表示，这一目标是净值目标，因此任何旨在提高效率的新增产能都意味着将更多地削减现有的设施。据官方数据显示，2016 年削减产能的目标已超额完成，2017 年的目标也正按步实现，这部分得益于环保和监管标准的更严格执行。两个部门的就业总数也较 2013 年的水平下降了 25-30%（约 200 万人）。关键在于，一些报告指出，削减的产能中包括了关闭已闲置工厂的产能，且产能过剩企业未偿债务的重组工作的进展也十分有限。

削减过剩产能

	实际				目标		
	2013	2014	2015	2016	2016	2017	2018-20
原钢							
产能（百万吨） ^{1/}	1,082	1,160	1,200	1,144	1,155	1,104	1,097
就业（百万） ^{2/}	4.9	4.7	4.2	3.8	3.9	3.5	2.9
煤炭							
产能（百万吨） ^{1/}	-	-	5,700	5,410	5,450	5,370	5,160
就业（百万） ^{2/}	5.3	4.9	4.4	4.0	4.2	3.9	3.9

来源：CEIC数据有限公司；WIND；以及基金组织工作人员的估计。

1/

宣布的官方目标是相对于2015年水平的净变化。这些目标是工作人员对宣布的目标所隐含的产能目标水平的估计

2/

对于煤炭和钢铁行业，当局打算在2017年减少50万就业岗位（中期内总计180万工人）。根据2015年就业水平，这里假设2016年削减目标是总目标的五分之一。2016年之后是根据近期报告得出的预测数，不是目标。

25. 未来，应更多依靠市场力量扩大、深化改革。应重点在煤炭、钢铁行业设定更具雄心的净值目标，同时将削减产能的目标范围扩大到其他行业。在落实目标中，应避免过度依赖行政措施，如削减工作天数、并购、价格窗口指导等。改革还需努力解决产能过剩的根源问题，这包括：通过国家指导投资支出来实现的较高的GDP增长目标；允许亏损企业继续经营的软预算约束；以及对长期环境破坏的定价过低。事实上，在市场力量更全面地主导资源配置之前，很可能还会出现新的产能过剩行业，这可能包括高科技行业（政府在其产业政策中正优先予以发展）。从这方面来说，中国参加经合组织全球钢铁过剩产能论坛是值得欢迎的，工作人员鼓励当局在削减过剩产能方面进一步加强多边合作。

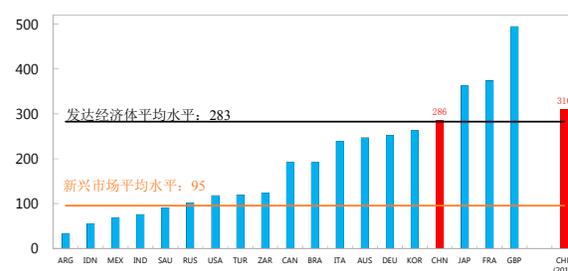
当局的意见

26. 当局感觉到，工作人员并没有充分认识到中方在削减煤炭和钢铁行业过剩产能方面取得的进展。主要得益于政府的供给侧改革，这些行业的主要经营指标都有了显著的改善（包括产能利用率、价格和企业利润），进而对全球的过剩产能削减做出了贡献。当局指出，这些成绩主要源自企业结构优化、产品质量提高、环境执法加强、制止违规兴建以及低效生产技术的强制淘汰等措施。这些进步也为其他行业的过剩产能削减工作提供了有益的经验指导。

B. 跟踪金融稳定风险

27. 目前，中国的银行业规模已经跻身世界最大之行列。中国银行业的规模已达到GDP的310%，高于发达经济体平均水平，是新兴市场平均水平的近三倍。近年来中国银行业的快速增长，既体现在对实体经济信贷的增长上，也反映了金融行业内部债务的增加。这些敞口的规模、复杂性和相互关联程度不断增加，使风险急剧上升。

银行部门的规模处于世界前列
(占GDP的百分比，2015年)



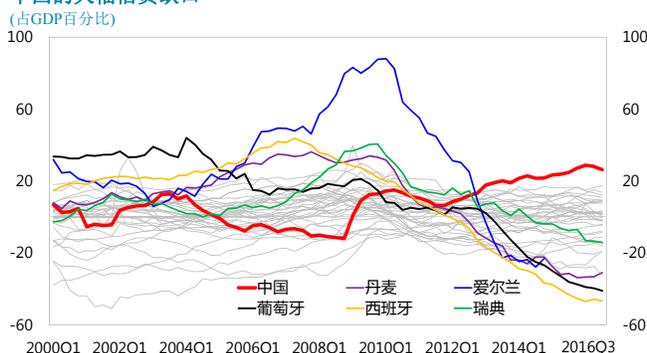
注：阿根廷、中国、印度、沙特阿拉伯和英国是非标准报表。所有其他国家按标准报表报告数据。

来源：国际清算银行，以及基金组织工作人员的估计。

非金融私人部门债务

28. 中国非金融部门债务的近期增长，引发了各方对中期宏观经济稳定性的担忧。2016年，中国私人部门贷款增长了16%，是名义GDP增速的两倍，这使信贷缺口达到了GDP的25%左右。2008年以来，私人部门债务占GDP的比重增长了80个百分点，达到约175%——从国际上看，信贷比重的这种大幅上升会造成国内经济增速的急剧放缓，且常常引发金融危机。工作人员估计，在其他条件不变的情况下，如果信贷增长被保持在可持续的水平，则2012年至2016年的实际GDP增速将为5.5%，而非7%（参见“部分问题文件”）。正如工作人员在先前的第四条磋商中所建议的，中国可通过促进再平衡的预算内财政刺激，来缓和信贷约束对经济增长的抑制作用；在中期，则可通过促进生产率提高的结构性改革（可使经济增长更为强劲和持续）来缓和上述抑制作用。

中国的大幅信贷缺口



注：基于对私人非金融部门信贷。
来源：国际清算银行；以及基金组织工作人员的估计。

29. 去年，当局已开始推出重要的初步措施，促进私人部门去杠杆。例如，当局出台了指导文件，扩展了企业债务重组的工具。另外，如第5段所述，当局还推出了一系列审慎措施和行政措施，旨在抑制金融部门的风险。

30. 鉴于经济增长势头较好，现在是大力实施去杠杆措施的时候了。

- **存量债务。**工作重点应放在仔细确认潜在的存量不良资产上。这需要减少隐性补贴（特别是国有企业补贴），监管机构也应更果断地采取行动。当下的重点工作是解决僵尸企业、产能过剩企业及经营不佳的国有企业的债务问题。
- **流量债务。**要实现私人部门去杠杆，最终需要信贷增速低于GDP增速。为实现这一点，最重要的优先工作仍是更多关注经济增长的质量及可持续性（而非定量目标）。为了减少信贷扩张放缓给经济增长带来的拖累影响，新增的信贷需要更为高效。在信贷需求方面的可用措施包括，硬化国有企业的预算约束，以及采取宏观审慎措施来遏制住房抵押贷款风险和更广泛的房地产风险。在信贷供给方面，应进一步收紧宏观审慎监管，要求金融体系积累更多的缓冲，并继续推动近期有关消除监管套利的工作。

无生存力的僵尸企业再度扩张

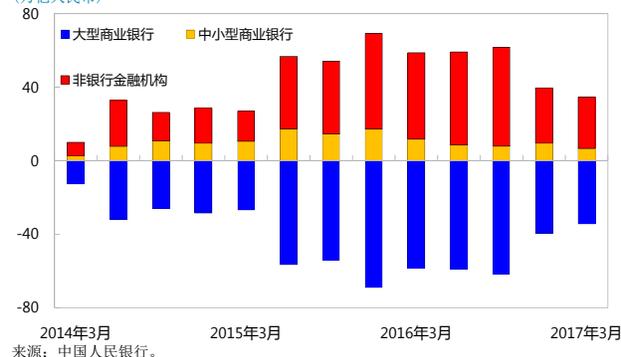


来源：国家统计局工业企业调查，以及工作人员的估计。
1/2010年数据缺失，按2009年和2011年平均值计算。估计值按两种僵尸企业定义（国务院及Fukurama和Nakamura（2001年））取平均值。

金融体系内部信贷的规模及复杂性

31. 金融部门内部的巨大信贷存量给金融稳定持续带来了重大风险。金融部门内部信贷是机构增加杠杆、提升利润并规避监管（如银行贷款的资本和拨备要求）的一种方式。主要的渠道有：（1）在批发融资市场上（主要为有抵押的短期融资），大型银行向小型银行和非银行金融机构提供贷款；（2）银行或非银行金融机构投资于其他银行的理财产品和同业存单；（3）银行和非银行金融机构投资于其他非银行金融机构发行的影子银行产品。这些风险敞口存在如下问题：

大银行在批发市场上向小银行和非银行金融机构提供资金
(万亿人民币)



- **资本。**当银行购买投资产品时，即使其标的资产为贷款类，其风险权重也可能低于正常贷款。此外，由于人们认为理财产品存在担保，其损失最终可能由发行银行吸收。
- **流动性。**虽然金融部门内部的贷款通常是短期和有抵押的，但在实践中要赎回这些产品可能并不容易。非银行金融机构也无法获得人民银行的资金。此外，当流动性压力大规模出现时，标的资产的价格可能会下降，这将放大冲击。
- **复杂性。**由于存在多步加杠杆现象，银行、监管机构和投资者要“看透”标的资产难上加难。

32. 因此，近期收紧监管的做法至关重要。即便这意味着会带来一定程度上的金融紧张及增长放缓，也应该继续下去。这种收紧监管的做法是有必要的，但考虑到累积失衡的规模，其必将带来一些难题，存在过大风险敞口的企业会发生违约，相关行业的经济活动将受到影响。为避免这种紧张局势导致监管被迫放宽，从而出现“监管收紧-监管放松”的循环，监管机构应：（1）开展有效协作，确保金融条件不至于过度收紧；（2）确保所有具有偿付能力的、具有必要的抵押品的银行能平等地使用人民银行的常备借贷便利；（3）让无偿付能力的金融机构退市。

33. 目前正开展的金融部门评估规划将提供工作人员有关金融部门框架、风险及建议的全面评估。工作人员的本篇报告一直努力与金融部门评估规划工作协调一致，但金融部门评估规划的工作仍将继续推进，预计执董会将在11月前后进行讨论，因此应将以上的分析及建议视为初步观点。

当局的观点

34. 当局并不认同不良资产的存量存在低估。当局指出，问题企业目前面临的预算约束已经大幅收紧，因为金融机构面临着降低对产能过剩行业和房地产业授信的压力。更广泛而言，当局虽然强调去杠杆仍是首要任务，但较之工作人员所建议的去杠杆节奏，当局认为应采取更为渐进的方式来去杠杆，这样更为合适、更可持续。当局指出，企业贷款增速已在放缓，企业贷款占GDP的比重将在中期稳定下来。

35. 当局已认识到金融业规模及复杂程度的上升带来了风险，但认为这一问题可控的。当局指出，近期监管力度有所加强，金融业杠杆增加随之放缓，这是当局履行承诺的体现。当局认识到，市场利率上升可能会带来一些紧张局面，但强调近期已加大了政策协调力度，人民银行将维持充足的流

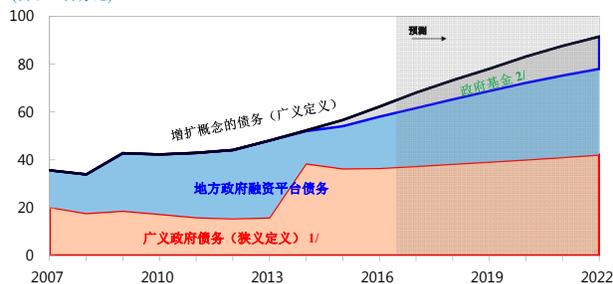
动性供应，以避免出现无序调整和系统性风险。当局强调，所有银行在提供所需抵押品后，都可使用中国人民银行的常备借贷便利，但当局并不认同工作人员提出的“不对宏观审慎评分较低的银行使用惩罚性利率”的建议。当局对金融部门评估规划提出的最终建议表示期待。

C. 更可持续的宏观政策组合应在转型中发挥出关键作用

财政政策立场

36. 中国拥有一定的财政空间，但空间的大小取决于是否将预算外投资的负债考虑在内。2016年中国广义政府净借款和债务分别为GDP的3.75%和37%。鉴于基本余额预计将大体维持稳定，且中国的经济增长率与利率之差较为有利，官方政府债务预计将缓步上升并在长期稳定下来。但若将地方政府融资平台和政府指导性基金等实体的债务考虑在内，估计2016年“增扩”债务已达到GDP的62%，预计在2022年将上升至92%。使用“增扩”概念的原因在于，这些由债务支持的支出似乎主要是非市场性支出，收益不确定，且其主体大多为政府控制实体；因而使用“增扩”概念可能会更准确地估计出财政刺激和公共财政的潜在债务负担。事实上，2014年，三分之二的地方政府融资平台债务（占GDP的22%）被认定为政府债务。另一方面，鉴于近期推出的改革，特别是2014年预算法以及随后的相关法规（它们从法律上消除了政府对这种债务的责任），关于有多少“增扩”债务最终会成为公共财政负担的不确定性有所上升（参见“部分问题文件”）。至于地方政府融资平台在多大程度上能够完全商业化运作，能获得稳健收益，以及债务前景可控，相关的分析还需要企业层面的更具体数据。

增扩概念的债务不断上升
(占GDP百分比)



来源：基金组织工作人员的估计。
1/ 2015年及之前是实际数据，2016年是估计数，2017年是预测数。2014年的大幅上升是由于地方政府融资平台债务的22%得到官方确认。
2/ 政府指导性基金(GGF)和专项建设基金(SCF)。仅包括社会资本部分。

37. 未来的财政政策应以支持再平衡为目的，促进向新增长模式的过渡。鉴于中国具备一些缓解因素（例如中国较高的国民储蓄和巨大的政府资产存量使市场相对可控），因而拥有一定的财政空间。因此，财政整顿虽很重要，但改善财政政策的构成更为迫切。首选的做法包括：

- **能加快再平衡进程的财政改革。**财政政策的构成应有利于再平衡，应增加医疗、教育和社保支出，减少基础设施投资。应对财政收入进行调整，降低土地出让和社保缴款的比重，提高个人所得、财产和环境税，增加国有企业利润上缴。应大幅提高化石燃料税和污染税（如碳税和燃煤税），这不仅能增加收入，还可以减少排放，提高能源效率，在2030年前避免近400万人的过早死亡（参见WP/16/148）。
- **逐渐降低“增扩”赤字。**应逐步减少“增扩”赤字，使其下降至能稳定债务的水平。若每年削减约GDP 0.5%的“增扩”赤字，便可在财政可持续与不拖累增长之间取得平衡。如果预算外整顿的速度较快，则可维持甚至扩大预算内赤字。
- **降低经济转型在中短期的成本。**如果加快推进改革会对经济增长产生影响并带来调整过度的风险，中国仍可运用相当的财政空间来控制转型成本，例如增强受转型影响劳动者的社会安全网就是一个理想措施。因此，在必要时，可以放缓甚至临时反转财政整顿。

当局的观点

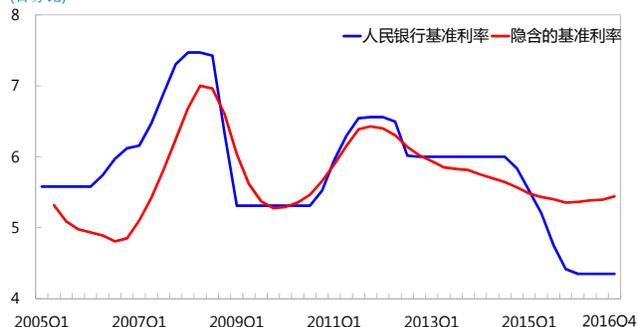
38. 当局继续对工作人员使用的“增扩”债务和赤字的概念持异议。当局认为，2014年预算法以及随后的法规已经明确：地方政府融资平台是标准类型的企业，其新增借款不属于政府部门。地方政府的所有债务已经在官方的公共债务统计数据中得到明确认定，今后，地方政府不会承担任何融资平台、政府指导性基金或专项建设基金的法定偿还责任。当局还指出，许多地方政府融资平台的项目都是商业性的，且有实物资产支持。当局还认为，工作人员应仅使用中国官方的预算赤字和债务数据，分别为GDP的3%和37%（截至2016年底）。

货币政策立场

39. 如果核心通胀继续上涨，逐渐取消宽松的货币政策将具有合理性。目前的货币政策立场依然宽松。基准贷款利率为4.35%，处于历史最低水平；中国人民银行的7天回购利率（是新出台的利率走廊做法的关键政策工具）为2.45%，其实际利率仅略高于零。此外，GDP和信贷的增长强劲，劳动力市场旺盛，核心通胀由去年的1.5%升至2%。目前的利率远低于泰勒规则所对应的水平。同时，近期的监管措施使金融环境大为收紧，再加上其他因素，可能会抑制核心通胀压力。因此，虽然人民银行应逐步调高7天回购利率，但其节奏应由数据决定，并应重点关注近期的核心通胀和经济活动状况。小幅加息也将会帮助减少过度的杠杆并缓解汇率压力，但这些考虑是次要的，因为利率不应成为解决金融稳定问题或稳定汇率的主要手段（参见“部分问题文件”）。

当前的利率低于泰勒规则显示的水平

(百分比)



注：泰勒规则假设通胀目标为3%，中性基准贷款利率为6%。
来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

当局的观点

40. 工作人员认为货币政策是宽松的，而当局对此并不认同。当局认为，经过近期的银行系统流动性及利率调整后，目前货币政策是中性的（当局同意近年来货币政策是宽松的），并希望不要对未来利率变动抱有倾向性。尽管近几个月来食品价格变动使总体通胀急剧下降，但当局认为基本的通胀形势仍与其合意的2%至3%的区间大体一致。当局还认为，从汇率和金融稳定目标来看，当前的货币政策立场也是适宜的。

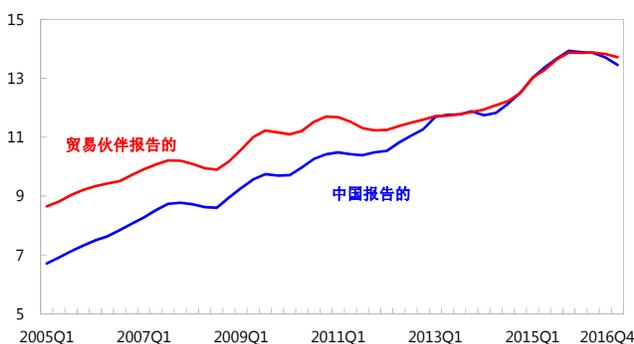
汇率管理

41. 自2015年以来，当局已经采取了若干措施，使中国（即使是近期）在增加汇率弹性方面准备更为充分。

- 确立了参考篮子。虽然中国外汇交易中心的货币篮子还没有完全取代美元作为人民币汇率的参考，但当局已在降低人民币与

中国仍具有较高的出口市场份额

(百分比)



来源：Haver Analytics；以及基金工作人员的估计。

美元联系以及提高市场对名义有效汇率的重视方面取得了进展。

- **减少了干预。**更严格的执行资本流动管理，更好的经济增长前景，再加上美元走弱，这些都帮助减少了外汇干预，降低了资本大幅流出的短期风险。
- **汇率大体符合预期。**工作人员评估认为，实际有效汇率与经济基本面大体一致，与 2015 年的评估相比变化不大。
- **抑制了贬值预期。**当局通过对外发声及采取措施，明确反对“当局将通过贬值来提振经济、提高竞争力”的市场观点，稳定了预期。

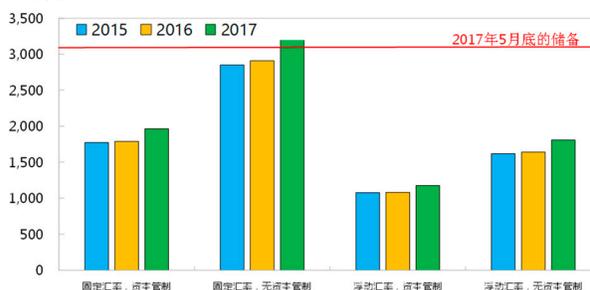
42. 然而，过去一年中针对外汇流动和汇率的行政管制措施有所增多，应继续努力促进汇率的市场化形成机制和提高汇率灵活性。除了强化资本流动管理措施的实施以外，近期引入的指导银行报价的“逆周期”因子倾向于更多管制，削弱了市场力量和外汇干预在日常汇率管理中的作用。虽然这仍为未来的显著灵活性留有空间，但这一改变应得到更好的解释，并且，正如许多市场参与者/观察人士所认为的那样，这似乎是一种倒退，它使人民币与美元的联系反而更加紧密。此外，如果潜在的压力得不到解决，这一措施也不太可能持续地降低外汇干预需求。因此，在进一步完善汇率政策并改善政策沟通方面，仍有很大空间。

43. 在这一背景下，去年第四条磋商提出的政策框架建议仍然是适当的。当局应围绕均衡有效汇率设定一个隐含的、幅度扩大的波动区间，即期汇率可遵循市场力量在此区间变化。如果均衡汇率的评估发生变化，该区间的中点可予调整。该框架的实施可以通过外汇干预和公共沟通来实现。

44. 中国拥有 3 万亿美元的外汇储备，这远远超出了继续缓步转向浮动汇率制这一进程的所需水平。在使用基金组织的复合指标来评估中国外汇储备的充足度时，有两个关键因素：

- 首先，鉴于中国的资本账户既非全面开放、也非完全封闭，且汇率接近（但非完全）固定，所以应使用哪个权重并不明确。如果算作含有资本管制的浮动汇率制，基金组织复合指标所隐含的 1 万亿美元的门槛过低，而如果算作资本账户开放下的固定汇率制，复合指标所隐含的 2.9 万亿美元门槛又过高。总的来说，较适宜的预防性储备规模应介于二者之间。
- 第二，从设计上看，复合指标的作用是在正常时期指导各国积累适当规模的储备，以便在资本账户危机爆发时起到缓冲作用。它并不是在资本流出压力的所有阶段都必须维持的最低储备水平。

储备远远超过相关充足性尺度
(十亿美元)



来源：基金组织工作人员的估计。

45. 虽然进一步推进资本账户开放在中期是可取的，但应谨慎确定其顺序。近期中国收紧资本流动管理的做法与基金组织关于资本流动的机构观点基本一致：必要的支持性改革（有效的货币政策框架、稳健的金融体系以及汇率灵活性）还没有跟上资本流动开放的实际步伐（参见“部分问题文件”）。尽管如此，有几个问题需要考虑。首先，更严格实施资本流动管理，正在对经营环境产生不利影响，部分原因在于其实施的方式不透明，且不同时间、不同省份的执行情况并不平均。第二，开展资本流

动管理有延迟改革及增加国内资产泡沫的风险。第三，随着投资者发现漏洞及投资组合流动的增加，资本流动管理的有效性可能会下降。考虑到这些问题，目前有两项关键的优先工作：

- 需要加快推进必要的支持性改革，以支持开放进程。在短期内，应只考虑那些精心定位的开放措施，如增加服务业的外商直接投资、降低在岸对冲操作的准备金要求等。
- 在实施现有的资本流动管理时，应做到一致和透明。此外，根据中国对基金组织的义务，这些措施不应限制经常性的国际支付与转移。

46. “一带一路”倡议可增进多国在贸易、投资和金融方面的合作，为该地区带来亟需的基础设施和互联互通。要从这一倡议中充分获益，就需要提高项目治理水平，以确保项目在财务上可行且项目接收国具有足够的制度及宏观经济管理能力。

当局的观点

47. 当局认为，自 2017 年初以来，资本流动压力已经逐渐平稳下来。然而，当局仍认为市场力量中存在着一些非理性、自我强化的动态趋势。例如，当局认为 2017 年一季度人民币对美元保持稳定（当时全球美元指数下跌，官方几乎未开展外汇干预，中国的经济基本面也在改善）就是一个持续的不理性市场行为的例子；当局认为，人民币在这段时期应该走强。为了打破这些期望，当局考虑了适当政策措施以形成适当的双向期望，特别是在美元再度走强之前。有时，这些措施可通过干预手段来实现（卖出外汇，使汇率逆着市场预期的方向而动），而且，当局相信目前的外汇储备是充足的。关于每日定盘价，当局解释，先前的形成机制有时会造成自我强化的市场预期，某一天的市场压力会直接影响次日早盘价（而早盘价往往体现政策意图）。鉴于外汇市场上的非理性和自我强化的压力，当局引入了“逆周期因子”以更好地反映宏观经济基本面和基本市场力量。

48. 当局指出，更严格地执行现有的监管措施帮助降低了资本的过度外流。当局强调，合法的交易不应该被延迟，并且，当局表示将提高行政管理能力，确保今后合法交易得以顺利完成。当局还强调，将根据对基金组织的义务，继续承诺不会限制经常性国际支付和转移。此外，当局将继续致力于进一步逐步放开资本项目，且并不认为关键改革领域的进展不足以推动资本账户的进一步开放。相反，当局认为这种开放将对改革有利。当局还认为，“一带一路”倡议是一个开放性和包容性的区域经济合作框架，将使所有相关国家受益。

D. 推进政策框架的现代化²

财政框架

49. 应深入推进当前的财政框架改革，以支持消费、减少不平等并确保中期债务可持续。在制定新的地方政府债务指引和政府间财政关系改革蓝图方面，中方已推出了一系列重要举措（参见“部分问题文件”）。随着这些改革的不断推进，一些问题有待研究：

- **目标明确的收入和支出规模。**当局应考虑税收和支出的水平与结构是否符合中国的发展目标。中国的税收收入相对较低，为 GDP 的 20%（经合组织的平均水平为 34%），主要原因是个人所得税

² 参见基金组织的近期著作《中国现代化——制度建设投资》。

提高货币政策的有效性。此外，人民银行应具有实现目标（如政府设定的中期通胀目标）的明确职责和必要的操作独立性。

- **主要政策工具。** 货币政策操作越来越趋近标准的以利率为基础的框架（以 7 天逆回购利率为基础）。要完善这一框架，可以：（1）正式确认这一框架；（2）放弃使用货币总量目标及发布基准贷款利率；（3）逐步降低扭曲性的较高准备金要求（必要时通过公开市场操作来抵消）；（4）基于明确的抵押品规则（而非监管标准），决定能否使用人民银行的贷款便利及其价格；（5）让贷款工具与人民银行的货币政策目标更为紧密。

人民银行提高短期利率



来源：Bloomberg LP；CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

- **政策沟通。** 人民银行的政策沟通已有所改善，但在以下方面仍有大的提升空间：（1）明确货币政策目标以及政策工具如何与这些目标相关；（2）与金融机构开展透明的沟通；（3）鉴于中国金融市场在全球重要性不断上升，应同时以中英文发布政策沟通。

当局的观点

52. 人民银行明确表示，价格稳定是货币政策的一个主要目标，但不是唯一的目标。 当局指出，按照中国人民银行法，货币政策的目的是保持币值稳定并促进经济增长。鉴于中国经济仍然在转型中，这意味着价格稳定在货币政策制定中居于最高的位置，但其他的目标也须予以考虑，包括就业、国际收支和金融部门稳定等。在实施货币政策方面，当局同意他们已经在迈向市场化体系方面更进一步，让价格和利率工具较数量型工具发挥出了更大作用。但当局认为目前放弃货币总量目标还为时过早，不认为现有的准备金水平会造成扭曲，且担心降低准备金要求会被当作释放宽松货币政策的信号。当局还认为，目前明确提出将 7 天回购利率作为参考指标的做法还不成熟，认为应继续使用基准利率来指导市场定价。

数据框架

53. 虽取得了一定进展，但重要的数据缺口仍然存在，这对政策制定和政策信誉、基金组织的监督工作以及中国对二十国集团的承诺造成了不利影响。

- **覆盖面。** 一些关键性的数据仍然缺失，包括按照支出（如消费、投资、出口及进口的季度数据）和供给（如对“其他服务”和“工业”进行分解）划分的实际 GDP 的完整细分数据。
- **完整性。** 当局已出台重大举措来提高数据的完整性，包括近期出台的《中国统计法》实施条例。持续贯彻这些法规十分重要。
- **准财政行为。** 对所有类型的公共投资（如地方政府融资平台、公私合营模式、政府指导性基金）开展密切监测十分必要，这既是为了避免公共债务可能出现的突然上升（如 2014 年），也是为了评估公共政策对总需求的影响。
- **政策沟通。** 在发布数据的同时开展更为详细的政策沟通，将提高透明度和信誉。

当局的观点

54. 当局同意应扩大宏观经济数据的发布范围。但对于工作人员所指出的具体数据缺口，当局认为还需要开展更多的技术工作，且认为近期发布这些数据并不现实。当局指出，没有必要大幅加强对地方政府融资平台新增债务的监测，因为近期的改革已经大大消除了这种债务转入政府资产负债表的风险。当局还强调了为提高数据完整性所采取的若干措施，包括对各省开展更频繁的巡视、加大数据造假的处罚力度等。

工作人员的评估

55. 中国正在继续向更可持续的发展道路转型，很多领域的改革都取得了进展。中国采取了重要的监管措施以遏制金融部门风险，企业债务增速放缓，地方政府借贷框架也正在完善。

56. 短期的增长前景较为稳定，但代价是中期风险有所上升。政策上的支持、外部需求回升以及改革取得进展，都帮助维持了强劲的增长。考虑到经济增长势头强劲，且预计当局将尽力实现中期增长目标，工作人员提高了中期的基线增长预测。但基线情景的风险也有所上升。增长前景更加强劲，其代价是公共和私人债务进一步大幅增加。从国际上看，债务的这种大幅增加会导致经济增长急剧放缓，且常常会引发金融危机。因此，工作人员建议不再使用精确的增长目标数字，而是承诺推进那些能实现最快可持续增长路径的改革。

57. 在中期，中国有保持安全、强劲增长的潜力。但是，正如各方已广泛认识到的（政府改革计划中也已经明确提出），这需要深入改革、转变当前的增长模式，不再过度依靠信贷拉动的投资和债务。由于目前经济增长依然强劲，缓冲空间仍然充裕，因此现在必须加快推进改革，使转型过程更为顺利一些。

58. 中国需要进一步提振消费，确保实现可持续和包容性的经济增长。在医疗、养老金、教育方面持续增加公共支出以及提高对贫困家庭的转移支付，将能降低过高的预防性储蓄；若再加上提高税收制度的累进性，以及使其更立足于环保，则不仅能促进经济增长，还能降低中国较高的收入不平等程度并减少污染。

59. 为了增加市场力量的作用，应加速推进并拓展现有的国有企业改革议程，同时还应进一步开放贸易和投资。应消除国家隐性支持，并按照市场力量的要求迫使亏损企业违约并退出，使国有企业面临更严格的预算约束。在最近公布的措施的基础上，还应消除行业进入壁垒（在高度封闭的服务业尤应如此）。削减过剩产能的工作应树立更有雄心的目标，更多依赖市场力量，并对不良债务予以更多关注。通过减少贸易壁垒以及在应对贸易摩擦时寻求“双赢”合作的解决方案，将使贸易带来更多的利益。这些举措也可向外界展示中国对开放和以规则为基础的贸易体系的承诺，从而鼓励贸易伙伴更多开放。

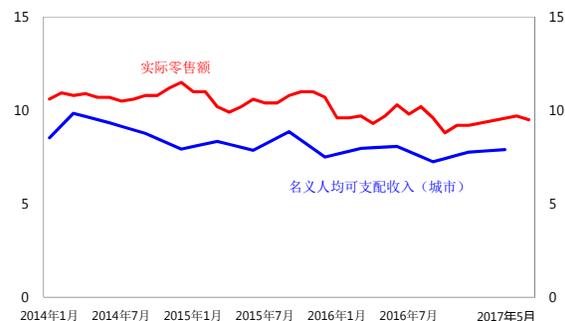
60. 更可持续的宏观政策组合应更多关注增长的质量和可持续性，而不是定量的目标。财政政策立场应逐步收紧，并降低货币政策的宽松度。为了减少非金融部门债务，应将重点放在加强损失确认方面（特别是业绩不佳的国有企业和僵尸企业的损失）。为减少新增债务流量并提高债务使用效率，应削减预算外公共投资并对国有企业实施更严格的预算约束。

- 61.** 近期当局将应对金融部门风险作为工作重点，这的确十分重要，并应继续推进下去，即使这么做会带来一定的金融紧张及增速放缓。目前正开展的金融部门评估规划将提供工作人员有关金融部门框架、风险及建议的全面评估。
- 62.** 应继续加强货币政策框架。这包括逐步停用一些货币目标、重启向灵活性汇率的过渡、改善政策沟通等。尽管中国的外部状况要稍稍强于其中期基本面所对应的水平，但评估认为人民币汇率与基本面大体保持一致。资本流动管理应做到更加透明、一致。进一步开放资本项目，应谨慎确定开放的次序并推出必要的配套性改革，包括建立有效的货币政策框架、稳健的金融体系和汇率灵活性。
- 63.** 我们欢迎中国政府发布的一系列有关中央与地方财政关系的指导意见。诸如社保等支出责任应予以集中，而地方政府应被赋予更多权力来获得收入，同时应给予地方政府足够的债务额度，从而降低其对预算外借款及土地出让的依赖。
- 64.** 中国还需要解决既有的数据缺口问题，以进一步完善政策制定工作并兑现二十国集团承诺。
- 65.** 建议与中国的下一次第四条磋商按标准的 12 个月周期进行。

图 1. 经济活动：高频指标依然坚实

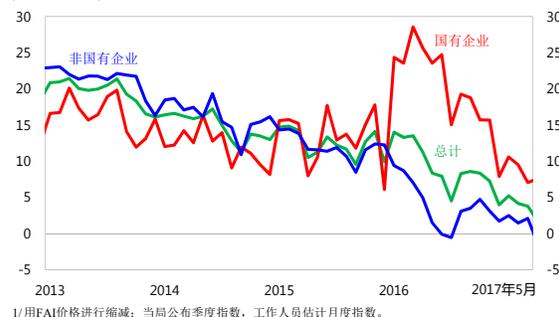
消费支出保持强劲...

实际零售额和人均可支配收入



...而实际投资已经减速。

实际固定资产投资增长 I/
(百分比, 同比)



投资保持强劲的一个关键因素仍是房地产，房地产市场对房价上涨作出了反应。

住房市场的增长



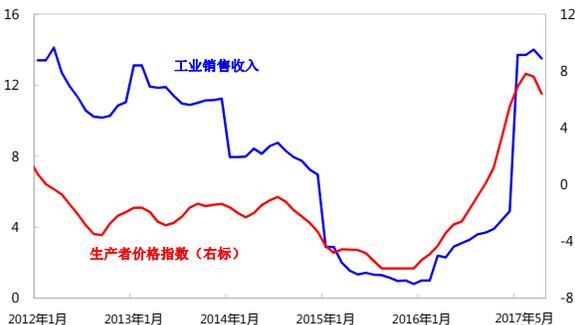
在国内需求强劲、外部需求恢复的情况下，进口也已回升。

贸易量



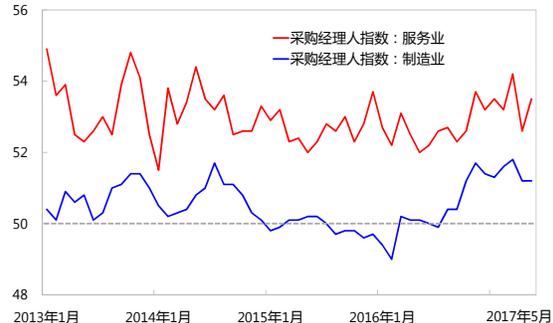
由于生产者价格指数上升，工业收入强劲恢复。

生产者价格指数和工业销售收入



调查指标显示近期将继续扩张。

采购经理人指数和消费者调查



来源：CEIC 数据有限公司；Haver Analytics；以及基金组织工作人员估计。

图 2. 再平衡：继续逐步取得进展（第一部分）

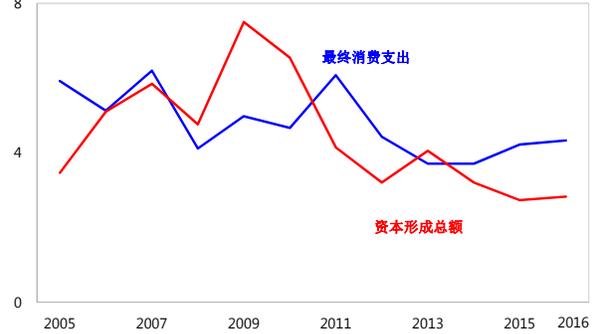
国民储蓄的下降速度比投资快一些，因此，对外再平衡取得进展。

投资和储蓄
(占GDP百分比)



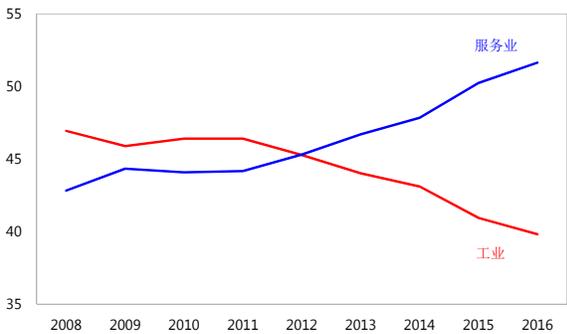
同时，由于消费保持强劲，国内再平衡也继续推进。

对增长的贡献
(百分比，同比贡献)



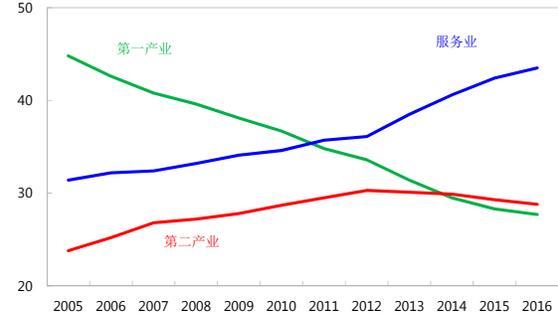
从供给方面看，服务业的 GDP 占比继续上升...

按生产衡量的GDP
(占名义GDP的百分比)



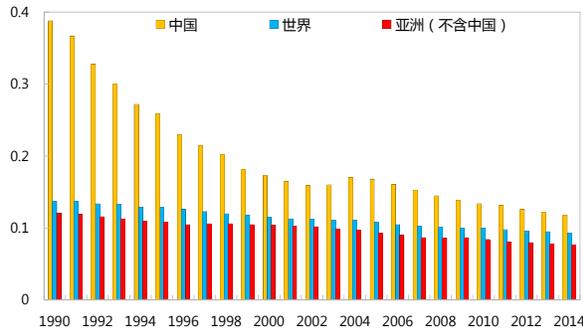
...劳动力从农业和工业转到服务业。

各部门的就业



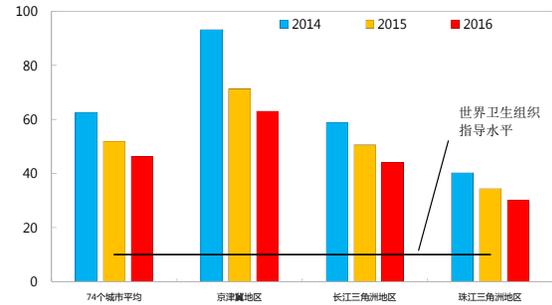
环境再平衡取得了一些进展，能源密集度逐渐下降...

最终能源消耗总量相对于GDP的水平
(每一千2010年美元购买力平价GDP的油当量吨数)



空气污染也已减轻，但按国际标准衡量依然过高。

PM2.5浓度
(微克/立方米)



来源：CEIC 数据有限公司；国际能源署；Haver Analytics；以及基金组织工作人员的估计。

图 2. 再平衡：持续稳步进展（第二部分）

	单位	2015	2016	
			实际结果	第四条磋商预测
1. 外部再平衡				
净出口对GDP增长的贡献	百分比	-0.1	-0.5	-0.5
经常账户差额	GDP百分比	2.7	1.7	2.4
外汇储备覆盖水平	进口月数	18.2	18.6	18.7
国民储蓄率 ^{1/}	GDP百分比	47.5	45.9	46.3
2. 内部再平衡				
需求方面				
消费相对于投资对增长的贡献	百分比	1.4	1.5	1.3
私人消费比例（名义）	GDP百分比	38.0	39.2	39.1
投资比例（名义）	GDP百分比	44.7	44.2	43.9
供给方面				
第三产业相对于第二产业的实际增长率	百分比	1.3	1.3	1.3
第三产业的GDP占比（名义）	GDP百分比	50.2	51.6	51.9
第三产业的总就业占比	百分比	42.4	43.5	44.1
信贷方面				
私人信贷	GDP百分比	158	172	169
信贷集中度		3.7	4.0	4.1
国有企业的信贷存量占比	百分比	57.6	...	...
资产回报的差异	百分比	...	...	...
3. 环境再平衡				
产出的能源密集度	每单位产出	92	92	89
碳排放密集度	每单位产出排放二氧化碳千克数	...	...	...
PM 2.5	每立方米微克数	55.0	53.1	...
4. 收入分布				
基尼	指数	0.46	...	...
住户可支配收入 ^{2/}	GDP百分比	...	...	...
城乡收入差距	收入比率	2.9	2.9	...

注：绿色表示显著进展，黄色表示一定进展，红色表示缺乏进展。
 详见基金组织工作文章16/183。
 1/ 基金组织工作人员的估计。
 2/ 基于资金流量数据，具备直到2014年的数据。

图 3. 财政：继续放松

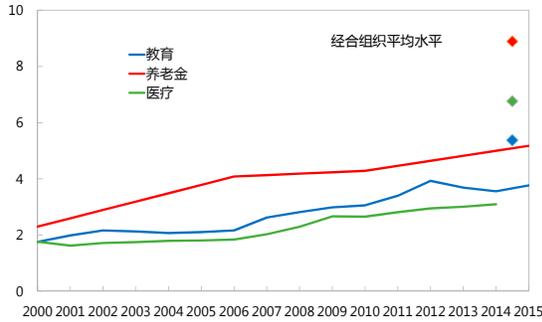
2016 年赤字进一步扩大...

不同定义下的政府余额
(财政余额, 占GDP百分比)



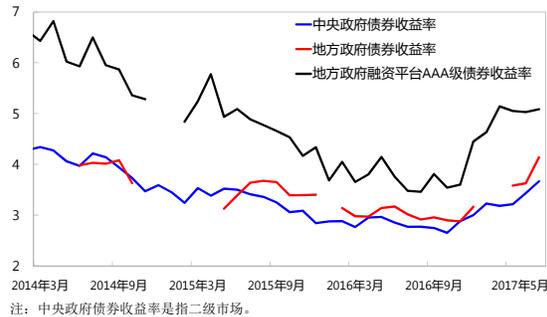
尽管总支出增加，但社会支出仍滞后于国际可比水平。

社会支出增加，但远低于经合组织水平
(占GDP百分比)



...利率目前在上升，特别是地方政府融资平台支付的利率...

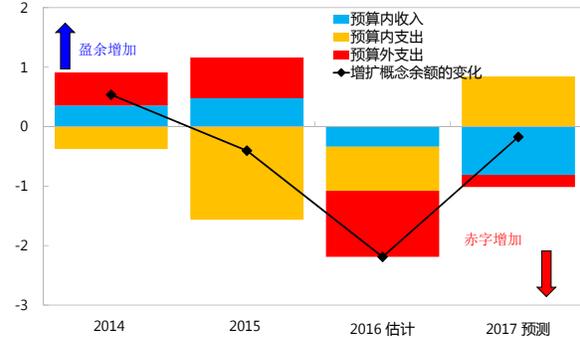
一级市场债券收益率
(五年期收益率, 百分点)



来源：CBONDS；CEIC 数据有限公司；国际金融统计；香港金融管理局；Haver Analytics；WIND；以及基金组织工作人员的估计。

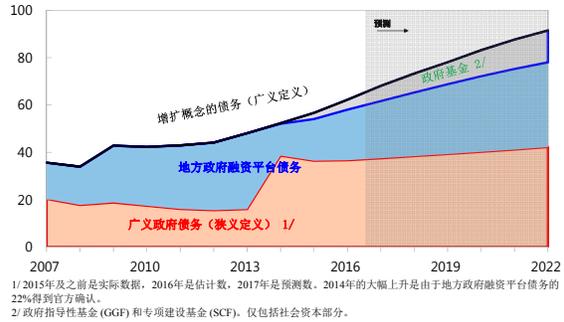
...原因是预算内和预算外支出增加。

分解增扩概念余额的变化



在庞大赤字下，增扩概念的债务迅速扩大...

增扩概念的债务不断上升
(占GDP百分比)



当局已完成地方政府融资平台债务的计划承担工作的一半以上。

在置换计划下发行的地方政府债券的未偿存量
(十亿人民币)

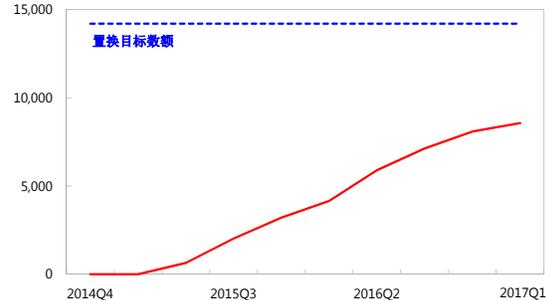
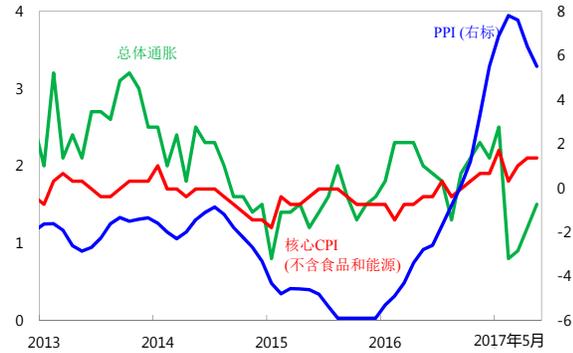


图 4. 货币：价格压力上升

在较长一段时期的低通胀之后，价格压力已经上升，特别是生产者价格。

通胀

(百分比，同比)



人民银行已开始逐步提高利率，允许融资条件收紧。

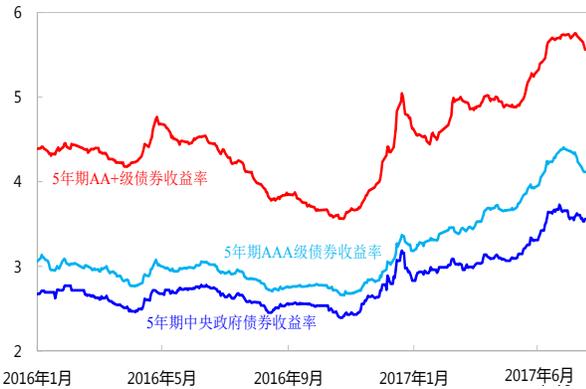
人民银行提高短期利率



债券收益率也因此上扬。

债券市场利率

(百分比)



来源：Bloomberg；CEIC 数据有限公司；Haver Analytics；以及基金组织工作人员的估计。

同时，通胀预期到目前为止仍基本得到有效锚定。

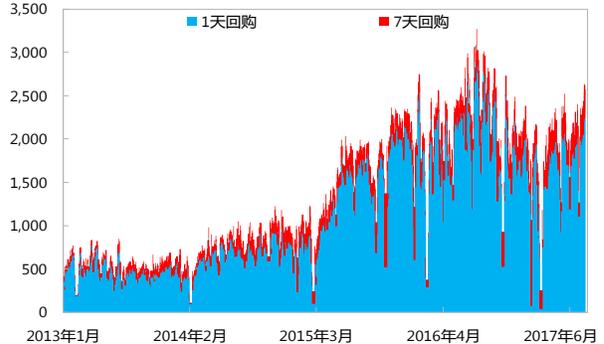
通胀和未来价格预期



这导致回购量下降，因为短期融资和杠杆操作成本上升。

回购量

(十亿)



但到目前为止，对实体经济的信贷继续快速增长。

信贷：很高，且在不断上升

(百分比，同比增长)

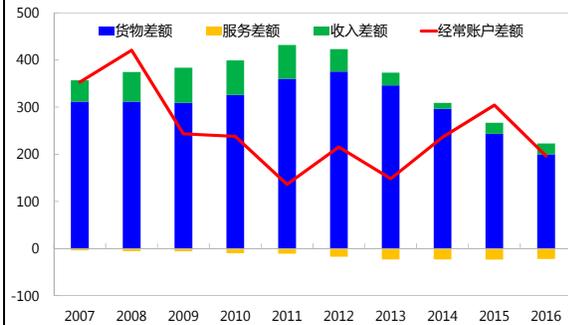


图 5. 对外：资本外流开始放缓

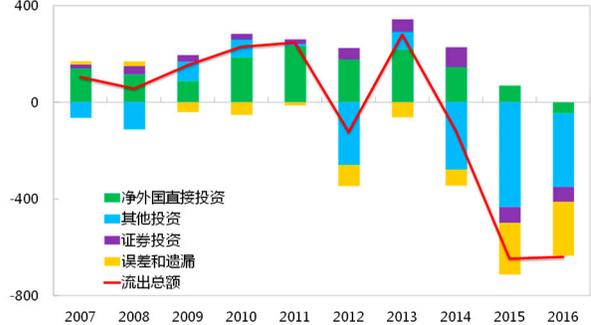
由于实际进口上升、出境旅游进一步增加，经常账户顺差下降。

同时，资本外流仍接近 2015 年的创记录水平。

经常账户



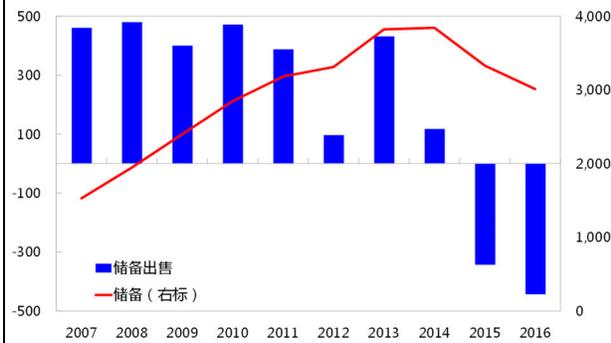
资本流动



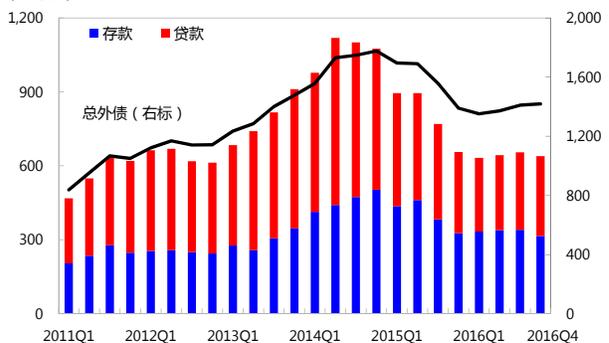
结果是，储备出售进一步增加，2016 年达到 4440 亿美元。

然而，最近几个季度，金融账户已经改善，一定程度上是由于对外借款再度增加...

储备外流



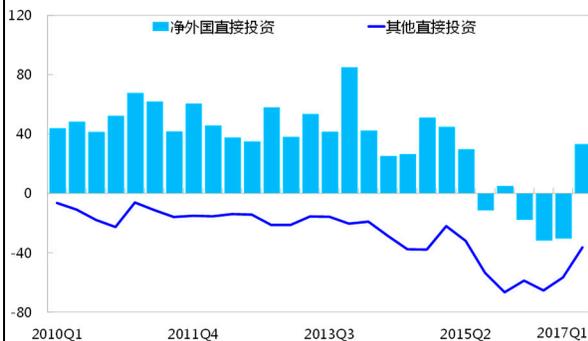
外债



...一定程度上也是由于外向直接投资事实上的资本管制措施收紧所带来的影响。

在这一背景下，自 2016 年中期以来，人民币汇率相对于货币篮子非常稳定。

直接投资



每日汇率

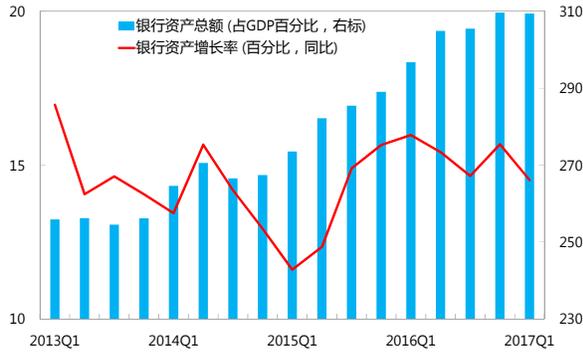


来源：Bloomberg；CEIC 数据有限公司；香港金融管理局；国家外汇管理局；以及基金组织工作人员的估计。

图 6. 银行业：持续迅速扩张

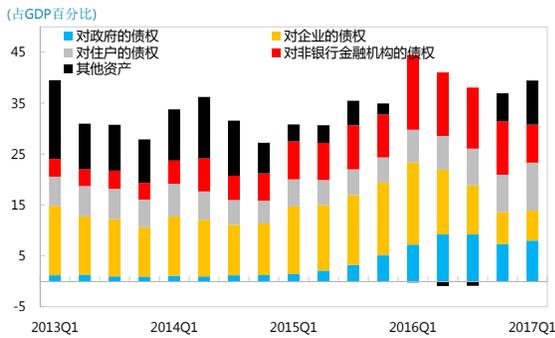
银行资产总额在 2016 年同比增长了 16%。

银行资产和增长率



...银行资产的扩张由对政府和非银行金融机构债权驱动。

银行资产的增加



对资产质量的担心依然存在...

资产质量指标

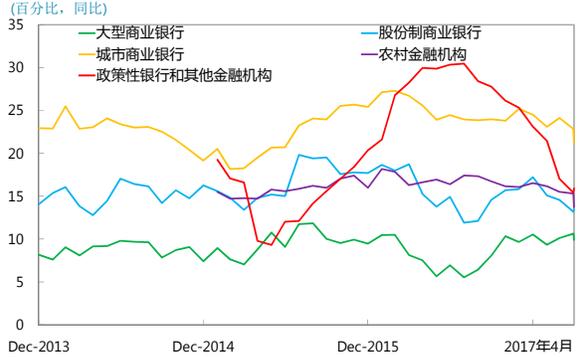


注：NPL + SML比率衡量不良贷款和关注类贷款在银行总贷款中所占比例。在险债务比率定义为利息覆盖率低于1的上市公司借款与全部上市公司借款的比率（方法见2016年4月全球金融稳定报告）。

来源：CEIC 数据有限公司；香港金融管理局；Haver Analytics；WIND；基金组织全球金融稳定报告；以及基金组织工作人员的估计。

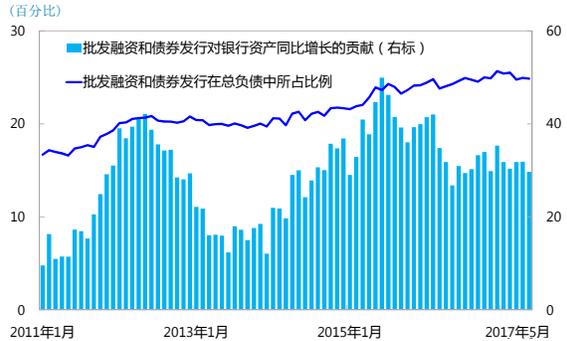
小型、非上市和政策性银行增长最快...

银行资产增长率



依赖批发市场为这种资产扩张提供融资的趋势自 2010 年以来稳步增强。

银行批发融资



...相对于不良贷款和关注类贷款，损失准备金已经下降。

所有商业银行比率

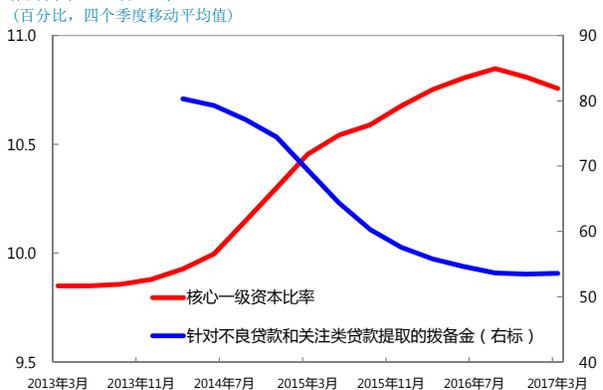
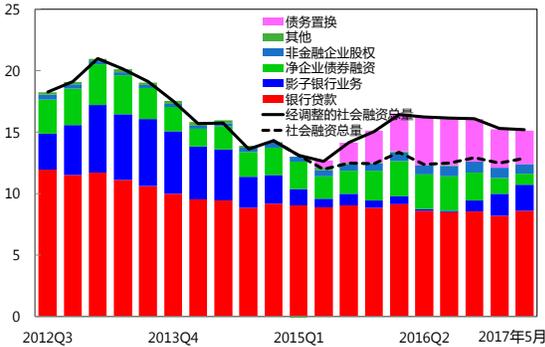


图 7. 信贷：家庭借款增加

对实体经济的信贷继续快速增长...

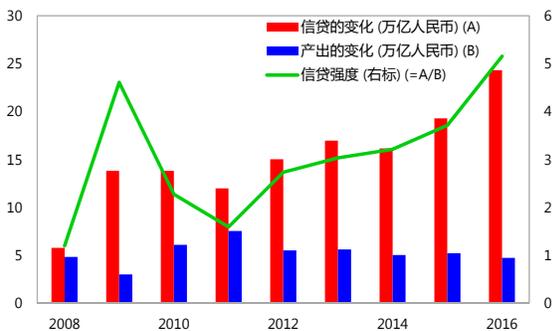
对社会融资总量存量增长的贡献

(百分比, 同比增长, 经地方政府债务置换调整)



这导致信贷效率进一步下降。

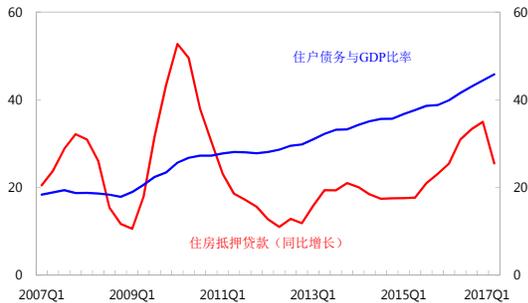
信贷强度



...对家庭的信贷在 2016 年迅速增加...

住户债务不再处于低水平

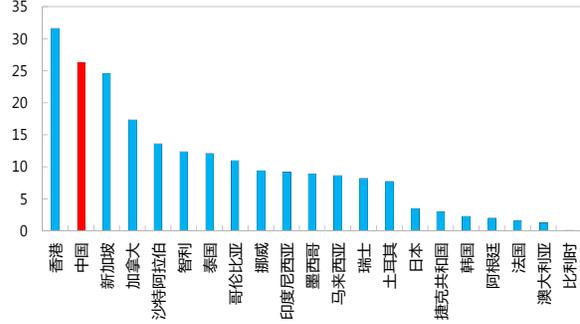
(百分比)



...信贷与 GDP 比率相比其历史趋势高出 GDP 的 25% 以上。

信贷与 GDP 比率的缺口 1/

(占GDP百分比)

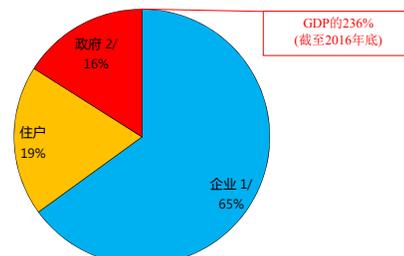


1/ 国际清算银行的定义。仅包括信贷与GDP比率存在正缺口的国家（2016年第三季度）。

尽管企业在对非金融部门总信贷中占三分之二左右，...

国内非金融部门债务

(百分比)

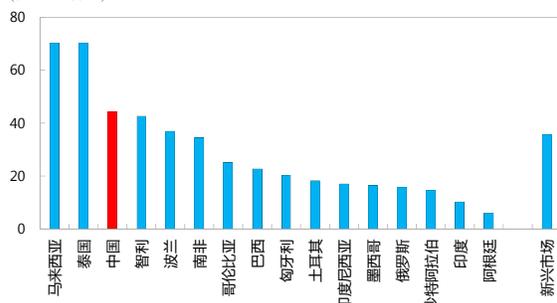


1/ 包括未被确认为地方政府债务的对地方政府融资平台信贷。
2/ 包括已被确认为地方政府债务的对地方政府融资平台信贷。

...家庭债务与 GDP 比率目前高于新兴市场经济体平均水平。

对住户的信贷 1/

(占GDP百分比)



1/ 2016年第四季度。

来源：国际清算银行；CEIC 数据有限公司；WIND 数据库；当局的网站；以及基金组织工作人员的估计。

图 8. 金融市场

快速的信贷增长引起了一系列资产价格高涨，包括债券、股票和住房。

股票市场自 2015 年调整以来保持稳定，而首次公开募股的步伐加快。

金融周期

(与中位数之差除以标准差)



企业债券发行量自 2015 年激增之后已大幅下降..

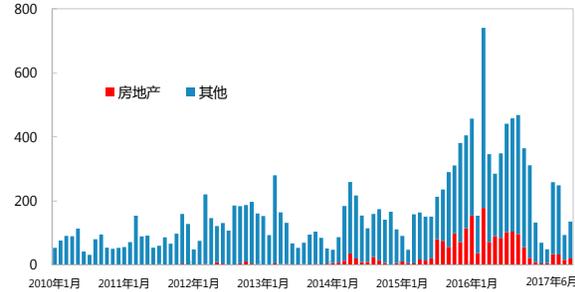
股票市场指数和首次公开募股



...原因是债券收益率上升、信用利差扩大..

非金融企业信用债券发行总量

(十亿人民币)

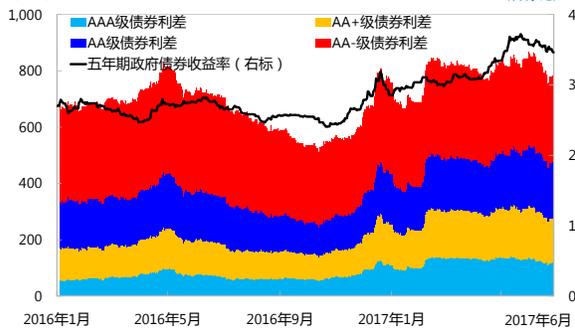


注：信用债券包括中票、公司债券和企业债券。

市场价格继续反映人民币对美元进一步贬值的预期...

相对于五年期政府债券的利差

(基点)



...但离岸人民币压力总体上已经缓解。

人民币隐含1年贬值/升值幅度



离岸人民币同业利率

(基点)



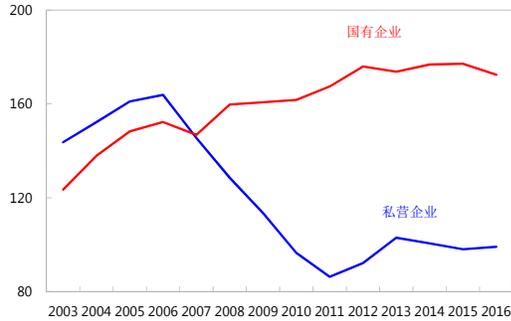
来源：Bloomberg；CEIC 数据有限公司；TMA；WIND 数据库；当局的网站；以及基金组织工作人员的估计。

图 9. 企业部门：脆弱性依然很高

企业债务脆弱性依然很高，特别是国有企业。

平均杠杆率很高

(上市公司总负债占所有者权益总额的百分比)



然而，随价格上涨，利润率已经回升。

工业利润率

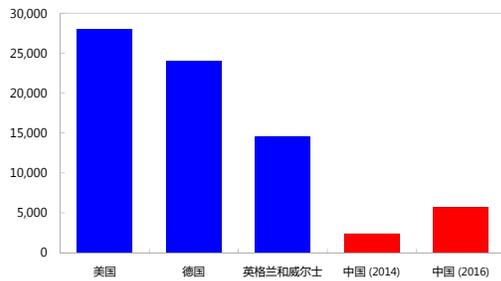
(百分比，同比，12个月移动平均值)



债务重组也已取得进展，包括更多采用破产程序。

破产框架

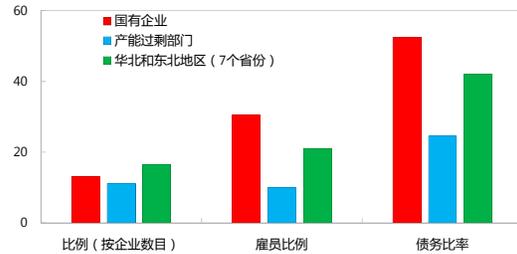
(法院破产案例数目，2014年)



债务脆弱性高度集中，僵尸企业、产能过剩企业和国有企业之间有相当大的重叠。

薄弱企业在企业债务脆弱性方面存在相当程度的重叠

(占僵尸企业总数的百分比)

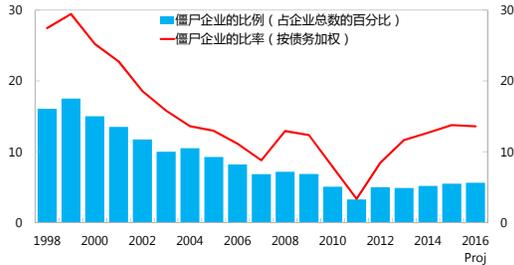


1/ 产能过剩部门包括煤炭、钢铁、铝、平板玻璃和水泥。
2/ 包括河北、黑龙江、内蒙古、吉林、辽宁、山西和陕西。

僵尸企业在扩大，特别是按它们在企业债务中所占比例来衡量。

无生存力的僵尸企业再度扩张

(占工业企业总数的百分比，按企业数目和总负债加权)

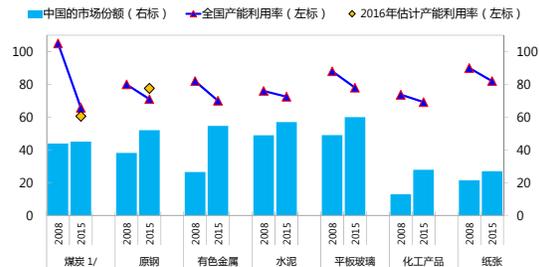


1/ 2010年数据缺失，按2009年和2011年平均值得计算。估计值按两种僵尸企业定义（国务院及Fukurama和Nakamura (2001年））取平均值。

尽管削减过剩产能的目标得以实现，许多部门仍面临生产过度和债务积压问题。

产能过剩：利用率下降和高全球份额

(占法定产能的百分比 (左标) 和全球产出的百分比 (右标))



1/ 煤炭产能超过100%，因为早年煤矿产量超过法定产能水平。2016年煤炭产能利用率下降，因为相对于2015年煤炭产量的下降幅度大于煤炭产能削减幅度。

来源：中国法院；CEIC 数据有限公司；Credireform；Euler Hermes；欧盟商会；Goldman Sachs；国家统计局工业企业调查；Sinotrust；英国破产服务局；美国信托办公室；WIND 数据库；当局的网站；以及基金组织工作人员的估计。

表 1. 中国：部分经济指标

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	预测										
	(年度百分比变化, 除非另有注明)										
国民账户 (2015为基年)											
实际GDP	7.9	7.8	7.3	6.9	6.7	6.7	6.4	6.4	6.3	6.0	5.8
国内总需求	7.9	8.1	7.2	7.2	7.4	7.0	6.9	6.8	6.6	6.2	5.9
消费	8.7	7.2	7.2	8.3	8.4	8.6	8.0	7.4	7.1	6.6	6.2
投资	7.1	9.1	7.1	6.1	6.3	5.2	5.5	6.0	6.0	5.8	5.6
固定	9.0	9.3	6.8	6.7	6.7	5.2	5.6	6.1	6.2	6.0	5.8
库存 (贡献)	-0.6	0.1	0.2	-0.2	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净出口 (贡献)	0.3	0.1	0.4	-0.1	-0.5	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1
资本形成总额 (占GDP百分比)	47.2	47.3	46.8	44.7	44.2	43.7	42.9	42.4	42.0	41.7	41.4
国民储蓄总额 (占GDP百分比) 1/	49.7	48.8	49.0	47.5	45.9	45.1	44.3	43.6	42.9	42.3	41.8
劳动力市场											
失业率 (年度平均) 2/	...	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
工资	33.1	12.9	10.0	9.5	7.1	7.0	6.8	6.7	6.6	6.5	6.5
价格											
消费者价格 (平均)	2.6	2.6	2.0	1.4	2.0	2.0	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6
GDP缩减指数	3.2	2.4	1.0	1.1	0.0	2.1	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
金融											
7天回购利率 (百分比)	4.6	5.4	5.1	2.5	2.6	3.0	...	...	...	...	...
10年期政府债券利率 (百分比)	3.6	4.6	3.7	2.9	3.1	3.5	...	...	...	...	...
实际有效汇率 (平均)	5.6	6.3	3.2	10.2	-5.6	...	...	...	...	...	...
名义有效汇率 (平均)	5.0	5.3	3.1	9.5	-6.5	...	...	...	...	...	...
宏观金融											
社会融资总量 3/	19.1	17.5	14.3	12.4	12.9	13.1	11.0	12.2	11.4	10.8	9.9
占GDP百分比	169.0	180.0	189.8	197.6	209.0	216.9	221.6	229.1	235.3	240.9	245.5
非金融部门国内债务总额	18.4	17.5	14.3	16.1	17.0	15.7	13.4	12.6	12.2	11.4	10.5
占GDP的百分比	178.7	190.3	200.7	215.8	236.4	251.0	262.1	272.0	281.3	289.6	296.7
对私人部门的国内信贷	19.8	16.6	13.1	14.7	16.7	16.0	12.1	11.5	10.8	10.2	9.6
占GDP百分比	134.6	142.3	148.5	157.6	172.3	183.3	189.2	194.3	198.4	202.1	205.3
房价 4/	8.7	7.7	1.4	9.1	11.3	10.4	8.6	8.3	7.9	7.2	6.8
家庭可支配收入 (占GDP百分比)	59.4	60.0	60.7	61.0	61.4	61.7	62.0	62.0	62.1	62.2	62.5
家庭储蓄 (占可支配收入百分比)	40.8	38.5	38.0	37.6	35.9	35.3	34.1	33.0	32.0	31.3	31.0
家庭债务 (占GDP百分比)	29.6	33.0	35.4	38.2	44.2	46.3	48.7	51.3	54.0	57.1	60.5
非金融企业国内债务 (占GDP百分比)	105.0	109.3	113.0	119.4	128.1	134.9	138.5	141.1	142.7	143.5	143.3
广义政府 (占GDP百分比)											
净贷款/借款 5/	-0.3	-0.8	-0.9	-2.8	-3.7	-3.7	-3.7	-3.9	-4.0	-4.1	-4.2
收入	27.8	27.7	28.1	28.5	28.2	27.4	27.3	27.2	26.9	26.8	26.7
支出	28.1	28.5	29.0	31.3	31.9	31.1	31.1	31.1	30.9	30.9	30.8
债券 6/	15.5	16.0	38.6	36.4	36.6	37.5	38.4	39.3	40.2	41.2	42.2
结构性余额	-0.1	-0.5	-0.5	-2.5	-3.6	-3.7	-3.7	-3.9	-4.0	-4.1	-4.2
国际收支 (占GDP百分比)											
经常账户差额	2.5	1.5	2.2	2.7	1.7	1.4	1.3	1.2	0.9	0.7	0.4
贸易差额	3.6	3.7	4.1	5.1	4.4	4.1	3.9	3.7	3.4	3.2	3.0
服务差额	-0.9	-1.3	-2.0	-1.9	-2.2	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.4	-2.5
净国际投资头寸	21.8	20.7	15.2	14.9	16.0	16.7	16.7	16.6	16.2	15.6	14.9
官方储备总额 (十亿美元)	3,388	3,880	3,899	3,406	3,098	2,934	2,902	2,881	2,848	2,792	2,714
备忘项											
名义GDP (十亿人民币) 7/	54,099	59,696	64,718	69,911	74,631	81,344	88,364	95,919	104,067	112,608	121,482
增扩概念的债务 (占GDP百分比) 8/	44.1	48.1	52.3	58.2	62.2	68.1	73.2	78.1	83.1	87.6	91.5
增扩概念的净贷款/借款 (占GDP百分比) 8/	-5.1	-7.6	-7.2	-8.4	-10.4	-10.6	-10.8	-11.1	-11.2	-11.0	-10.7
增扩概念的财政余额 (占GDP百分比) 9/	-7.8	-10.3	-9.8	-10.2	-12.4	-12.6	-12.6	-12.6	-12.6	-12.3	-11.9

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

1/ 2015 和 2016 为基金组织工作人员的估计。

2/ 失业率调查数据。

3/ 未经地方政府债务置换调整。

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

5/ 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、平准基金和社保基金的调整。

6/

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

7/ 支出侧名义GDP。

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

9/ “增扩概念的财政余额” = “增扩概念的净贷款/借款” - “净土地出售收入”（占GDP百分比），即净土地出售收入视为融资。

表 2. 中国：国际收支
(占 GDP 的百分比，除非另有注明)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	预测										
经常账户差额	2.5	1.5	2.2	2.7	1.7	1.4	1.3	1.2	0.9	0.7	0.4
贸易差额	3.6	3.7	4.1	5.1	4.4	4.1	3.9	3.7	3.4	3.2	3.0
出口	23.0	22.3	21.3	19.1	17.7	18.3	17.6	16.9	16.2	15.6	15.0
进口	19.4	18.6	17.2	14.0	13.3	14.2	13.7	13.3	12.8	12.4	12.0
服务差额	-0.9	-1.3	-2.0	-1.9	-2.2	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.4	-2.5
收入差额	-0.2	-0.8	0.1	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.0
经常性转移	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
资本和金融账户差额	-0.4	3.6	-0.5	-3.8	-3.7	-2.8	-1.6	-1.3	-1.1	-1.0	-0.9
资本账户	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
金融账户	-0.4	3.6	-0.5	-3.9	-3.7	-2.8	-1.6	-1.3	-1.2	-1.0	-0.9
净外国直接投资	2.1	2.3	1.4	0.6	-0.4	-0.8	-1.1	-1.1	-0.9	-0.7	-0.6
证券投资	0.6	0.5	0.8	-0.6	-0.6	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3
其他投资	-3.0	0.7	-2.6	-3.9	-2.7	-1.7	-0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
误差与遗漏 ^{1/}	-1.0	-0.7	-0.6	-1.9	-2.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总体差额	1.1	4.5	1.1	-3.1	-3.9	-1.4	-0.3	-0.1	-0.2	-0.3	-0.4
储备资产	-1.1	-4.5	-1.1	3.1	3.9	1.4	0.3	0.1	0.2	0.3	0.4
国际投资头寸											
资产	60.8	62.1	61.1	54.8	57.6	58.4	57.2	56.2	55.0	53.8	52.6
直接投资	6.2	6.9	8.4	9.8	11.7	13.2	14.3	15.2	15.7	16.0	16.2
证券投资	2.8	2.7	2.5	2.3	3.3	4.1	4.8	5.5	6.1	6.7	7.3
其他投资	12.3	12.3	13.2	12.4	15.0	16.4	15.8	15.3	14.9	14.6	14.3
储备资产	39.5	40.3	37.0	30.3	27.6	24.7	22.3	20.3	18.3	16.6	14.9
负债	39.0	41.4	45.9	39.9	41.5	41.8	40.8	40.0	39.2	38.6	38.1
直接投资	24.1	24.2	24.7	24.0	25.5	25.6	24.6	23.5	22.4	21.5	20.6
证券投资	3.9	4.0	7.6	7.3	7.2	7.5	7.5	7.6	7.6	7.8	8.0
其他投资	11.0	13.2	13.7	8.6	8.8	8.8	8.7	8.9	9.1	9.3	9.5
净国际投资头寸	21.8	20.7	15.2	14.9	16.0	16.5	16.4	16.2	15.8	15.2	14.6
备忘项											
出口增长 (按价值计)	9.2	8.9	4.4	-4.5	-7.2	8.4	4.8	4.5	4.1	4.3	3.9
进口增长 (按价值计)	5.2	7.7	1.1	-13.4	-4.5	12.1	5.0	5.1	4.9	5.2	4.7
外国对华直接投资	2.8	3.0	2.5	2.2	1.5	1.3	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
外债 (十亿美元)	1,162.8	1,532.8	1,788.1	1,383.0	1,420.7	1,511.7	1,637.8	1,808.8	2,015.9	2,233.9	2,463.0
占GDP百分比	13.6	15.9	17.0	12.3	12.6	12.8	12.8	13.0	13.3	13.6	13.8
短期外债 (十亿美元, 剩余期限)	853.5	1,201.5	1,311.3	920.6	870.9	898.2	972.6	1,073.5	1,189.5	1,311.6	1,439.8
总储备 (十亿美元) ^{2/}	3,387.9	3,880.4	3,899.3	3,406.1	3,097.8	2,934.1	2,901.7	2,880.8	2,848.0	2,792.3	2,714.3
相当于短期债务 (按剩余期限计) 的百分比	397.0	323.0	297.4	370.0	355.7	326.7	298.3	268.4	239.4	212.9	188.5
贸易条件 (百分比变化)	2.8	1.2	1.7	7.6	7.7	-2.8	0.9	0.7	0.5	0.3	0.1
实际有效汇率 (2010年 = 100)	108.5	115.4	119.0	131.1	123.8	...	...	...	...	...	...
名义GDP (十亿美元)	8,570.3	9,635.0	10,534.5	11,226.2	11,232.1	11,808.6	12,841.4	13,944.4	15,179.9	16,458.1	17,805.4

来源：CEIC数据有限公司；基金组织信息通告系统；以及基金组织工作人员的估计和计算。

1/ 包括估值调整的对应交易。

2/ 包括外汇储备以及特别提款权和黄金等其他储备资产。

表 3. 中国:外部脆弱性指标

	2012	2013	2014	2015	2016
货币与金融指标					
广义政府债务 (相当于GDP的百分比) 1/	15.5	16.0	38.6	36.4	36.6
广义货币 (M2:年度百分比变化)	14.4	13.6	11.0	13.3	11.3
外币存款与广义货币之比 (百分比)	2.6	2.4	2.9	2.9	3.2
对经济的本币贷款 (年度百分比变化)	15.0	14.1	13.6	14.3	13.5
外币贷款与国内银行贷款之比 (百分比)	5.3	5.1	4.7	4.0	3.4
股市指数 (期末, 1990年12月19日 = 100) 2/					
股市市值 (相当于GDP的百分比)	53.5	51.6	70.3	94.3	91.9
上市公司数 (A股)	2,472	2,468	2,592	2,808	3,034
国际收支指标					
出口 (年度百分比变化,美元)	9.2	8.9	4.4	-4.5	-7.2
进口 (年度百分比变化,美元)	5.2	7.7	1.1	-13.4	-4.5
经常账户差额 (相当于GDP的百分比)	2.5	1.5	2.2	2.7	1.7
资本和金融账户差额 (相当于GDP的百分比)	-0.4	3.6	-0.5	-3.8	-3.7
其中: 外国直接投资流入总额	2.8	3.0	2.5	2.2	1.5
储备指标					
总储备 (十亿美元) 3/	3,388	3,880	3,899	3,406	3,098
总储备与货物和服务进口之比 (月数)	22.3	24.0	22.1	18.2	18.6
总储备与广义货币 (M2) 之比 (百分比)	22.0	21.7	19.5	15.2	13.3
总储备与按剩余期限计的短期外债之比 (百分比)	397.0	323.0	297.4	383.8	355.7
外债与资产负债表指标					
全部外债 (相当于GDP的百分比)	13.6	15.9	17.0	12.3	12.6
全部外债(10亿美元)	1,162.8	1,532.8	1,788.1	1,383.0	1,420.7
按原始期限计的短期外债(十亿美元)	853.5	1,201.5	1,311.3	887.4	870.9
银行部门的外国净资产(十亿美元)	300.4	177.3	189.4	443.8	539.8
全部债务与货物和服务出口之比 (百分比)					
全部债务偿还额与货物和服务出口之比(百分比)	53.5	65.1	72.6	58.6	64.6
其中: 利息支付与货物和服务出口之比(百分比)	25.1	28.9	52.9	37.8	39.9
	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
外币长期主权债券评级 (期末)					
穆迪	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3
标准普尔	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
备忘项:					
国际投资头寸(十亿美元)	1,866.5	1,996.0	1,602.8	1,672.8	1,800.5
名义GDP(十亿美元)	8,570	9,635	10,535	11,226	11,232
货物与服务出口(十亿美元)	2,175	2,356	2,463	2,360	2,198
实际有效汇率(年度百分比变化)	5.6	6.3	3.2	10.2	-5.6

来源: CEIC数据有限公司; 彭博社; 基金组织, 信息通告系统; 基金组织工作人员的估计。

1/2015年之前的债务估计数包括中央政府债务和显性地方政府债务 (财政部和人民代表大会2015年9月确定的)。广义政府债务2014年的大幅增加反映了当局对地方政府过去预算外债务的确认。2015年的债务估计数假设2015年预算外借款为零。

2/ 上海证券交易所, A股。

3/ 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

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
货币概览						
	(年度百分比变化)					
国外净资产	11.3	2.9	8.6	2.6	-2.7	-5.9
货币当局 (贡献)	9.1	1.9	11.7	2.4	-8.6	-9.1
存款类机构 (贡献)	2.3	1.0	-3.1	0.3	5.9	3.1
国内信贷	17.1	17.1	15.1	16.2	23.7	20.1
对政府的净债权 (贡献)	1.3	1.2	-0.2	0.6	4.0	4.8
对非金融部门的债权 (贡献)	13.4	13.6	12.7	11.4	13.8	8.6
对其他金融部门的债权 (贡献)	2.4	2.3	2.6	4.1	5.9	6.6
广义货币 (M2)	17.3	14.4	13.6	11.0	13.3	11.3
M1 (贡献)	3.2	2.2	2.9	1.0	4.3	6.1
准货币 (贡献)	14.1	12.2	10.7	10.0	9.0	5.2
储备货币	21.2	12.3	7.4	8.5	-6.0	11.8
社会融资总量						
	(年度百分比变化)					
社会融资总量 1/	18.1	19.1	17.5	14.3	15.0	16.1
银行贷款 (贡献)	12.1	11.5	10.0	9.2	8.8	8.5
影子银行 (贡献)	3.1	4.0	5.1	2.3	0.6	0.9
企业债券净融资 (贡献)	2.1	3.0	2.0	2.2	2.4	2.3
非金融企业股权 (贡献)	0.7	0.3	0.2	0.4	0.6	0.9
地方政府债务置换	0.0	0.0	0.0	0.0	2.6	3.5
其他 (贡献)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0
	(占GDP百分比)					
社会融资总量 1/	157.9	169.0	180.0	189.5	202.9	218.4
银行贷款	117.3	121.8	125.7	130.9	137.5	143.5
影子银行	23.0	26.4	31.7	33.1	31.8	31.2
企业债券净融资	10.7	13.8	15.6	18.0	21.0	23.9
非金融企业股权	6.0	5.8	5.6	5.9	6.5	7.7
地方政府债务置换	0.0	0.0	0.0	0.0	4.5	10.8
其他	0.9	1.1	1.4	1.6	1.5	1.4
备忘项						
	(百分比)					
不良贷款率	1.0	1.0	1.0	1.3	1.7	1.7
贷款损失准备金覆盖率 (贷款损失准备金/不良贷款)	278.1	295.5	282.7	232.1	181.2	176.4
流动比率 (流动资产/流动负债)	43.2	45.8	44.0	46.4	48.0	47.6
贷存比	64.9	65.3	66.1	65.1	67.2	67.6
资产回报率	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
股本回报率	20.4	19.9	19.2	17.6	15.0	13.4
资本充足率	...	...	12.2	13.2	13.5	13.3
一级资本充足率	...	...	10.0	10.8	11.3	11.3
核心一级资本充足率	...	...	10.0	10.6	10.9	10.8
净外汇敞口头寸 (占资本百分比)	4.6	3.9	3.7	3.5	3.7	3.5
来源：Haver Analytics和基金组织工作人员的估计						
1/ 经地方政府债务置换调整。						

表 5. 中国：广义政府财政数据

	十亿人民币	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
余额：一般公共预算（当局的定义）											
(1)	收入（包括调整）(1a)+(1b)	13036	14137	16032	16682	17106	18691	20378	22005	23860	25755
(1a)	总收入	12921	14037	15227	15955	16863	18455	20118	21718	23545	25409
(1b)	调整 1/	115	100	806	727	243	237	260	286	315	346
(2)	支出（包括调整）(2a)+(2b)	14276	15497	17658	18862	19486	21347	23236	25105	27260	29438
(2a)	总支出	14021	15179	17588	18784	19436	21292	23175	25038	27187	29358
(2b)	调整 2/	255	319	70	78	50	55	61	67	73	81
(3)	财政余额（当局）(1)-(2)	-1240	-1360	-1626	-2180	-2380	-2656	-2857	-3100	-3400	-3683
	占GDP百分比 3/	-2.1	-2.1	-2.3	-2.9	-2.9	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
余额：广义政府（工作人员的估计）											
(4)	广义政府收入 (1a)+(4b)+(4c)	16538	18158	19949	21043	22276	24150	26110	28025	30182	32395
(1a)	一般公共预算总收入	12921	14037	15227	15955	16863	18455	20118	21718	23545	25409
(4b)	社保收入	3452	3919	4466	4827	5179	5438	5709	5995	6295	6609
(4c)	国企基金收入 4/	165	202	256	260	234	257	283	311	342	377
(5)	广义政府支出 (2a)+(5b)+(5c)+(5d)	18651	20463	23199	25316	26908	28955	31293	33627	36199	38818
(2a)	一般公共预算总支出	14021	15179	17588	18784	19436	21292	23175	25038	27187	29358
(5b)	社保支出	2862	3367	3936	4392	4845	5136	5444	5771	6117	6484
(5c)	国企基金支出 4/	151	200	208	217	196	216	237	261	287	316
(5d)	由土地出让、债券发行或结转提供资金的管理基金支出 5/	1617	1717	1467	1923	2431	2311	2437	2557	2608	2661
(5e)	其中：由土地出让提供资金的净支出	1617	1717	1302	1498	1591	1511	1487	1457	1408	1361
(6)	财政余额（工作人员的估计）(4)-(5)	-2113	-2305	-3250	-4274	-4633	-4805	-5183	-5602	-6016	-6423
	占GDP百分比	-3.5	-3.6	-4.6	-5.7	-5.7	-5.4	-5.4	-5.4	-5.3	-5.3
	广义政府净借款/贷款 (4)-(5)+(5e)	-497	-587	-1948	-2775	-3042	-3294	-3696	-4145	-4609	-5062
	占GDP百分比	-0.8	-0.9	-2.8	-3.7	-3.7	-3.7	-3.9	-4.0	-4.1	-4.2
余额：增扩概念（工作人员的估计）											
(6)	总体财政余额	-2113	-2305	-3250	-4274	-4633	-4805	-5183	-5602	-6016	-6423
(6a)	由地方政府融资平台债券提供资金的额外基础设施支出	4061	4072	3421	3417	3772	4238	4572	5006	5020	4981
(6b)	专项建设基金和政府指导基金的额外支出	0	-29	469	1566	1825	2049	2367	2459	2764	3004
(7)	增扩概念的余额 (6) - (6a) - (6b)	-6175	-6348	-7140	-9256	-10230	-11092	-12122	-13066	-13800	-14407
	占GDP百分比	-10.3	-9.8	-10.2	-12.4	-12.6	-12.6	-12.6	-12.6	-12.3	-11.9
(8)	增扩概念的净贷款/借款 (7)+(5e) 6/	-4558	-4630	-5838	-7758	-8639	-9581	-10635	-11609	-12393	-13047
	占GDP百分比	-7.6	-7.2	-8.4	-10.4	-10.6	-10.8	-11.1	-11.2	-11.0	-10.7
债务：广义政府，增扩概念（工作人员的估计）											
(9)	中央政府债务 7/	8675	9566	10660	12007	13770	15285	17147	19397	22042	25064
(10)	显性政府债务 8/	862	15400	14800	15316	16705	18605	20505	22405	24305	26205
	占GDP百分比	33.5	37.2	38.8	41.9	44.7	47.9	50.8	53.5	55.6	57.4
(10a)	非置换地方政府债券	862	1162	1626	2552	3941	5841	7741	9641	11541	13441
(10b)	其他确认的地方政府债券	0	14238	13174	12764	12764	12764	12764	12764	12764	12764
(11)	广义政府债务（狭义定义）(9)+(10)	9536	24966	25460	27323	30475	33890	37652	41802	46347	51269
	占GDP百分比	16.0	38.6	36.4	36.6	37.5	38.4	39.3	40.2	41.2	42.2
(12)	有可能被确认为广义政府债务的额外债务 9/	12549	870	3293	5729	8171	10918	13924	17259	20650	24066
(13)	广义政府债务（工作人员的估计）(11)+(12)	22086	25835	28753	33052	38647	44808	51575	59061	66997	75334
	占GDP百分比	37.0	39.9	41.1	44.3	47.5	50.7	53.8	56.8	59.5	62.0
(13a)	未包括在工作人员估计的广义政府债务中的额外地方政府融资平台债务	6605	7828	9038	10254	11473	12844	14345	16010	17703	19409
(13b)	与专项建设基金和政府指导基金相关的额外债务 10/	0	174	1806	3118	5248	7071	8956	11453	13968	16406
(14)	增扩概念的债务（广义定义）(13)+(13a)+(13b)	28691	33837	39597	46424	53688	61779	70476	80513	90965	101740
	占GDP百分比	48.1	52.3	56.6	62.2	68.1	73.2	78.1	83.1	87.6	91.5

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

1/ 包括中央和地方政府从各种基金和通过结转对一般公共预算的转移。

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

3/ 本表中的GDP指按支出计算的名义GDP。

4/ 仅包括当年的收入/支出，不包括对一般公共预算的转移和结转。

5/ 包括计算收入的结转、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）。

6/ 净贷款/借款总额包括土地出让净收入，作为线上项目非金融资产的减项。

7/ 仅包括财政部债务，不包括为银行注册和资产管理公司发行的债券。

8/ 包括地方政府债券和显性债务。

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

10/ 社会资本对专项建设基金和政府指导基金的出资总额。

表 6. 中国：非金融部门债务

	(十亿人民币)			(占GDP百分比)			覆盖范围
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
总计	134	155	180	207	222	242	
中央政府	9.6	11	12	15	15	16	
地方政府							
常规融资	1.2	2	3	2	2	3	
地方政府融资平台的过去债务 1/	14	13	13	22	19	17	
地方政府融资平台(LGFV)							
“有可能”确认的							
根据2014年审计	1	1	1	1	1	1	
2015年新的借款 (工作人员估计) 2/ 3/	0	2	5	0	3	7	
“不太可能”确认的							
根据2014年审计	8	8	8	12	11	10	
2015年新的借款 (工作人员估计) 2/ 3/	0	1	3	0	2	3	
政府基金 4/	0	2	3	0	3	4	
住户	23	27	33	35	38	44	
企业(不包括地方政府融资平台)							
国内	73	85	97	113	121	129	
国外	4	4	4	6	6	6	
备忘项：							
企业(包括地方政府融资平台)	86	101	117	133	145	157	
其中：地方政府融资平台	9	12	16	13	17	22	
住户	23	27	33	35	38	44	
广义政府(财政部定义)	25	25	27	39	36	37	
政府基金 4/	0	2	3	0	3	4	
名义GDP	65	70	75				

来源：CEIC数据有限公司；财政部和基金组织工作人员的估计。
1/ 截至2014年，确认为地方政府债务的地方政府融资平台债务（根据2014年审计）。
2/ 对2015-2016年地方政府融资平台新借款的估计是基于基础设施固定资产投资数据。
3/ “有可能”确认的地方政府融资平台新借款的相对比例是基于历史确认比率。
4/ 政府指导基金和专项建设基金。仅包括社会资本部分。

中国	
国外资产和负债的头寸及变化轨迹	<p>背景：净国际投资头寸（NIIP）尽管仍然为正值，但在 2016 年底下降到 GDP 的 16%（2007 年达到的峰值为 GDP 的 33%）。其原因是经常账户顺差大幅下降、计价变化以及 GDP 持续快速增长。国外总资产（2016 年底为 GDP 的 58%）主要由外汇储备构成，而总负债（GDP 的 42%）主要是外商对华直接投资，主要原因是直接投资是资本账户最开放的部分。储备资产从 2015 年底的 3.3 万亿美元（约为 2015 年 GDP 的 29%）下降到 2016 年底的 3.0 万亿美元（约为 2016 年 GDP 的 27%），原因是储备资产的净出售和计价变化。</p> <p>评估：在中期，净国际投资头寸与 GDP 之比预计将大体保持在现有水平，与预测的经常账户顺差相一致。考虑到外汇储备规模庞大、负债主要是外商直接投资，目前净国际投资头寸并非主要风险来源。然而，在私人部门积累国外资产的速度快于非居民积累国内资产速度的情况下，资本外流压力可能持续存在，外汇储备可能进一步下降。</p>
经常账户	<p>背景：2016 年，经常账户顺差下降到 GDP 的 1.7%（经周期调整后为 GDP 的 1.8%），较 2015 年降幅为 GDP 的 1.0% 左右。经常账户顺差下降的主要原因是贸易差额缩小（由于进口量快速增长），尽管实际有效汇率出现了贬值。从更长期看，经常账户顺差已较 2007 年相当于 GDP 约 10% 的峰值显著下降，反映出投资增长势头强劲、实际有效汇率升值、主要发达经济体需求疲软以及近期出现的服务逆差扩大的趋势。</p> <p>评估：根据外部均衡评估方法估计的经常账户缺口从 2015 年 GDP 的 2.4% 缩小到 2016 年的 1.5% 左右，主要原因是实际经常账户差额下降。总缺口的其余部分主要由残项解释，反映了外部均衡评估模型识别的政策缺口之外的其他因素，包括引起过度储蓄的扭曲因素。识别出的政策缺口所起作用总体而言相互抵消，宽松的财政政策和信贷过度增长使经常账户缺口缩小，而医疗支出不足和资本管制使经常账户缺口扩大，基本抵消了前者的作用。中国的周期性状况有很大不确定性，经常账户有可能被低估（出境旅游数字可能有所高估）。此外，鉴于中国经济目前的再平衡调整（降低对投资的依赖），并且储蓄在短期内可能居高不下，经常账户的下降趋势可能会逆转。总体而言，工作人员估计，与基本面和理想政策所对应的水平相比，经常账户仍偏强，超出幅度为 GDP 的 0.5% 至 2.5%。</p>
实际汇率	<p>背景：2016 年的平均实际有效汇率较 2015 年水平贬值了约 5.1%，主要由名义有效汇率贬值（6.5%）导致，并在一定程度上反映了美元的走强。截至 2017 年 5 月，实际有效汇率较 2016 年平均水平贬值了 2.8%。</p> <p>评估：外部均衡评估模型的实际有效汇率指数回归分析估计，与基本面和理想政策所对应的水平相比，2016 年中国的实际有效汇率偏弱，幅度为 2.7%。相比之下，2015 年的实际有效汇率偏强，幅度为 3.9%。1/ 小幅负缺口反映了 2016 年的实际有效汇率贬值。但这一评估存在相当大的不确定性，取决于经济前景和资产配置偏好。2/ 总体而言，工作人员评估认为，实际有效汇率与基本面和理想政策所对应的水平大体一致，缺口在 -10% 至 +10% 之间。</p>
资本账户和金融账户：流量和政策措施	<p>背景：在经历了资本的长期净流入后，金融账户在 2015 年出现了 6474 亿美元的净流出，2016 年的净流出数额为 6397 亿美元。直接投资净流入下降，因为 2016 年外商对华直接投资增长减缓，而中国对外直接投资激增。误差和遗漏项下的较大负值（GDP 的 2.0%）计入资本流出，因为其很可能是未被记录的资本交易而非经常账户交易。尽管中国在 2016 年采取了一些新的放开资本流入的措施，但资本账户在法律意义上仍相对封闭，并且，当局显著加大了现有措施的执行力度，以缓解资本外流压力。在 2016 年第四季度采取的措施之后，近几个月资本外流减缓。</p> <p>评估：中期内，与汇率灵活性步调相一致，有步骤地放松资本管制，在这一过程中，应谨慎考虑国内金融稳定问题。进一步放开资本账户可能出现大规模的双向流动。调整的路径较难预测，为了使资产负债表调整与市场情绪变动达到均衡，相对于进一步显著放开资本账户，需要将重心放在转向有效浮动汇率（同时有限度地使用外汇储备，平滑过度波动），并加强国内金融稳定。应加大力度鼓励外商对华直接投资，通过输入外国技术和提高公司治理标准对经济增长产生有利的溢出效应。</p>
外汇干预和储备水平	<p>背景：在长期的储备累积之后，外汇储备在 2015 年和 2016 年分别下降了 5130 亿美元和 3200 亿美元，其中外汇干预约占 3420 亿美元和 4480 亿美元。</p> <p>评估：2016 年底，如不考虑资本管制因素，储备为基金组织复合指标的 105%（低于 2015 年的 118%）；如考虑到资本管制因素，储备为 171%（低于 2015 年的 190%）。导致比率下降的因素不仅包括储备减少，而且包括广义货币（M2）增长加快从而推升了指标。鉴于最近收紧资本账户的措施在一定程度上逆转了过去在放开资本账户方面取得的进展，资本账户被视作部分开放。因此，根据考虑资本管制和不考虑资本管制的指标所显示的范围，储备都是充足的。总体而言，工作人员评估认为储备现有水平是充足的。</p>
<p>总体评估： 与中期基本面和理想政策所对应的水平相比，中国 2016 年的外部头寸偏强。人民币虽更接近与总体评估相一致的水平，仍然大体符合基本面和理想政策。此外，尽管评估认为人民币符合基本面，外部头寸仍偏强，反映了影响储蓄投资平衡关系的扭曲因素和政策缺口依然存在（如社会支出不足），同时，这也是由于汇率对短期市场情绪做出的反应太快，对消除经常账户缺口没有起到迅速的作用。今后存在着与主要贸易伙伴保护主义政策有关的潜在风险。</p> <p>可能的应对政策 全球金融危机以来，外部失衡已经显著减轻。为了实现外部头寸的持久平衡，需要在消除依然存在的国内政策缺口方面不断取得进展。成功完成这项任务，将推动经济进入更可持续的增长轨道，促进消费和降低总体储蓄水平。为实现这一目标，需要顺利落实当局的改革议程，并实施协调一致的宏观经济政策。优先任务包括：改善社会安全网；改革国有企业，放开市场竞争；建立更加市场化的、强健的金融体系；采取措施吸引更多外商直接投资，包括确保外国投资者获得与国内投资者同等的待遇；实现灵活的、市场化的汇率，改善沟通策略。继续推进实施更加市场化和透明的货币政策框架，是确保向有效浮动汇率有序过渡的关键因素，这可能需要使用外汇储备来平滑汇率的过度波动。</p>	

<p>技术背景注释</p>	<p>1/ 外部均衡评估的实际有效汇率水平模型估计，总实际有效汇率缺口为 6.3%，识别出的政策缺口为 3.4%。然而，外部均衡评估的实际有效汇率水平模型的拟合程度对中国来说很差。</p> <p>2/ 货币和汇率政策预期的变化，政府改革议程的再评估，或是居民希望持有国外资产、实现资产多元化的意愿，这些都可能引起资本流动和汇率压力的大幅变化，即使外部均衡评估所反映的基本面没有显著变化。</p>	
----------------------	---	--

附录 II. 债务可持续性分析

由于广义政府的范围存在不确定性，债务可持续性分析使用狭义和广义定义评估政府债务情况。狭义定义的政府债务仍然较低但略呈上升趋势，然而，“增扩概念”的债务（广义定义）较高且显著扩大。之所以出现这种结果，是因为在整个预测期向上修正赤字后，债务走势相比去年的债务可持续性分析出现了恶化。债务压力的风险从根本上取决于削减公共投资的意愿。

中国的公共债务可持续性分析基于以下假设：

- **公共债务的覆盖范围。** 使用两个定义。主要差别是地方政府债务的覆盖范围。
 - 狭义覆盖范围情景包括中央政府债务和当局确认的“预算内”地方政府债务。2004年至2013年，广义政府债务包括中央政府债务和地方政府债券（由中央政府发行）。2014年起，广义政府债务包括中央政府债务和地方政府显性债务（包括地方政府债券和2014年底产生的已确认的其他预算外负债）。2014年定义的变化主要由官方数据覆盖范围的变化导致，即三分之二的地方政府融资平台债务被明确认定为政府负债。
 - 广义覆盖范围情景使用“增扩概念”债务。其加入了其他类型的地方政府借款，包括由基金组织工作人员估算的地方政府融资平台通过银行贷款、债券、信托贷款和其他融资渠道举借的（显性/或有）预算外负债。另外，还包括政府指导性基金和专项建设基金的债务，其活动被视作具有准财政性质，是本次第四条磋商新增的内容。增扩概念的赤字是对应增扩债务的流量概念。增扩数据是广义政府数据的补充。鉴于数据局限性，一些非政府活动可能被包括在内，一些地方政府融资平台和基金可能会创造大量收入。但也有这样一种可能性，即某些政府活动还没有包括在增扩定义中，如公私合营（PPP）项目（其中很多不包括私人合作伙伴，完全由政府供资——2016年底，经批准的PPP项目存量为3.2万亿元，相当于GDP的4.3%）。由于数据局限性，PPP没有包括在“增扩概念”的估计值中，但今后可能会被包括在内。
- **宏观经济假设：**

做出预测时，假设实际GDP的增长率逐步放缓，到2022年降至5.75%，并假设GDP平减指数为2.25%左右。广义政府债务和增扩债务情景中的财政假设不同。

- **狭义覆盖范围情景中的财政余额。** 这一情景假设所有支出都是在预算范围内进行的，因此，新预算法得到严格执行，预算外公共投资大幅缩减。在这一情景下，假设基本财政赤字从2016年占GDP的5%下降到2022年的4%，主要是由于假设由土地出让提供融资的管理基金的支出逐步下降，而其他预算内基本余额保持不变。
- **广义覆盖范围情景中的财政余额。** 假设地方政府预算外支出继续保持在高水平，仅略有下降（而不是狭义覆盖范围情景中的立刻停止）。增扩概念的基本赤字（包括预算内财政赤字以及地方政府融资平台债务和政府基金提供融资的预算外支出）预计从2016年占GDP的约9.5%下降至2022年的7.5%左右。利息支出显著增加，其占GDP比例将从约3%升至4.25%，反映了增扩概念债务的迅速扩大。增扩概念的支出与GDP之比预计将下降：原因包括：（i）由净土地出让收入提供融资的支出下降；（ii）当局实施的限制地方政府借款的改革。
- **地方政府融资。** 过去，很多地方政府依靠出让土地获得的净收入和地方政府融资平台借款作为其

投资的资金来源，但债务可持续性分析假定，未来的融资需求将越来越多地通过发行债券来满足，这与当局在未来三年内将全部地方政府债务置换为债券的计划相一致。

- **利率和债务摊还。**假设中央政府和地方政府债券的利率约为 3% 至 4%（与历史平均值一致）。假设预算外借款的利率（仅在增扩情景下）约为 6% 至 7%（根据主权债与地方政府融资平台的银行借款和其他短期工具的收益率之差计算）。由于我们假设所有到期债务都可展期，因此还款安排不是本次分析的核心问题，但我们注意到，由于目前地方政府融资平台的遗留贷款被置换为地方政府债券，再融资呈现出明显的前倾性。

在狭义覆盖范围的情景中，广义政府债务略呈上升趋势。

- 狭义覆盖范围下的广义政府债务在 2016 年底为 GDP 的 37%，此后将缓慢上升，如果 2016 年的基本余额保持不变，那么狭义的广义政府债务仅在非常长的时期内才会稳定在占 GDP 82% 的水平（见下面专栏的图）。这里还没有考虑经济增长率与利率之差的有利因素。假设地方政府预算外支出会在 2015 年新预算法实施后立刻停止（这很可能意味着，经济增长相比基线预测将显著减弱，但这一因素未被考虑在内）。

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

- 增扩概念的债务将从 2016 年 GDP 的 62% 左右迅速上升至 2022 年 GDP 的 92% 左右。这是因为广义覆盖范围的情景假设地方政府预算外支出在 2015 年后继续存在（尽管预期在中期略有下降）。债务走势是，如果 2016 年的基本余额保持不变，债务会在非常高的水平上才稳定下来（约为 GDP 的 300%，见下面专栏的图）。

中国面临的债务可持续性风险相对较低，但容易受或有负债冲击的影响。

- 在狭义覆盖范围的情景下，在除了或有负债冲击情景外的所有标准压力测试中，广义政府债务均相对较低，且稳定在仍较为合理的水平。若 2018 年出现或有负债冲击，广义政府债务将从 2016 年 GDP 的 37% 左右大幅上升至 2019 年 GDP 的 67% 左右。³ 虽然这种债务水平仍在可控范围内，但当局可能需要应对总融资需求增加的情况，其容易受到市场融资条件的影响。从中期来看，如不采取额外的财政整顿措施，在出现或有负债冲击的情况下，债务与 GDP 之比将保持在 70% 左右。

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

- 根据狭义覆盖范围下的债务走势预测，特别是考虑到融资渠道主要在国内，中国的债务状况依然可控。
- 但是债务状况关键依赖于新预算法的实施情况（从而依赖于公共投资规模），因为这决定了债务走势是更接近于狭义还是广义覆盖范围情景。如果新预算法得以严格执行，且未来地方政府融资平台完全以商业为基础进行借款，则债务与 GDP 之比仅会缓慢上升，并在非常长的时期内稳定在 GDP 的

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

82%左右，而无需实施财政整顿。然而，如果地方政府仍然发生预算外负债，则债务状况将更接近于广义覆盖范围情景，债务与 GDP 之比将在中期持续上升，在非常高的水平上才会稳定下来，因此，在这种情景下，需要实施财政整顿。

中国具备多大的财政空间？

尽管中国 2016 年债务与新兴市场经济体的债务水平相当...

取决于对政府的定义，中国 2016 年债务在 GDP 的 37% 至 62% 之间，前一比率略高于新兴市场经济体的第 25 百分位数，后一比率则接近新兴市场经济体的第 75 百分位数。

债务数值的下限是指狭义界定的广义政府债务，仅包括财政部确认的显性债务，而上限还包括预算外债务（“增扩概念”的债务）。

...在狭义政府定义下有一些财政空间...

虽然经济增长率与利率之差是有利的，但中国的基本余额依然过高，难以使债务稳定下来。根据狭义政府定义，2016 年基本余额在长期内将使债务稳定在约为 GDP 82% 的水平，显著高于目前新兴市场经济体的第 75 百分位数（见图）。

但有理由相信中国能够承受比几乎所有新兴市场经济体都高得多的政府债务水平，原因包括：中国的储蓄率非常高，外部头寸强，实施资本管制，国内替代资产有限，国家控制程度高，信心充足，等等。

然而，即使债务稳定在发达经济体债务水平的第 75 百分位数（约为 GDP 的 100%），基本赤字与 GDP 之比也只能比 2016 年水平扩大 0.9 个百分点（见图）。

重要的是，暂时的财政支持应当是为了支持改革进程或平滑严重冲击，而不是为了实现增长目标。

...但在更广义的政府定义下，财政空间更为有限。

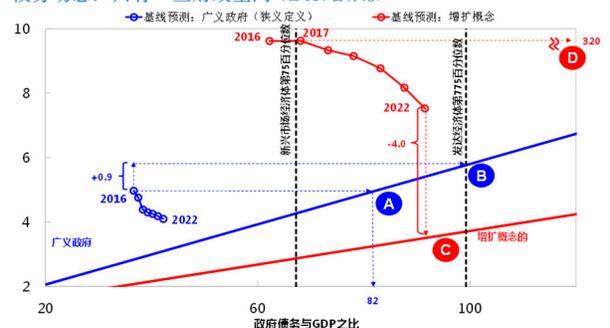
增扩概念的债务在 2017 年预计将高于新兴经济体的第 75 百分位数（见图）。基金组织工作人员的基线预测假设实施规模相当于 GDP 2 个百分点左右的小幅财政整顿，但这仍不足以稳定债务，因此，财政整顿必须持续进行到 2022 年之后的更长时期。

因此，在“增扩”定义下，持久性财政扩张的空间有限，暂时扩张的窗口也很快就要关闭。鉴于即将出现的人口结构变化带来的支出压力，这些问题变得更为棘手。

解释债务走势图

- 该图显示债务（x 轴）和基本赤字（y 轴）的组合。
- 蓝色和红色小气泡分别是广义政府的和增扩概念的债务和赤字的预测。
- 蓝色和红色实线代表每个政府定义下能够稳定债务的基本赤字和债务。
- 点 A 显示，如果 2016 年广义政府赤字无限期维持下去，债务将稳定在 82%。
- 点 B 显示，如果广义政府赤字扩大 GDP 的 0.9%，债务将稳定在发达经济体的第 75 百分位数。
- 点 C 显示，预测的 2022 年基本余额与 GDP 之比仍高于稳定债务的水平 4 个百分点。点 D 显示，如果 2016 年增扩概念的赤字无限期维持下去，债务将稳定在 320%。

债务动态：只有一些财政空间（占 GDP 百分比）



注：计算考虑到土地出让提供的融资，并假设稳定状态实际增长率为 5.75%，广义政府和增扩概念政府支付的实际利率分别为 0.8% 和 3%。

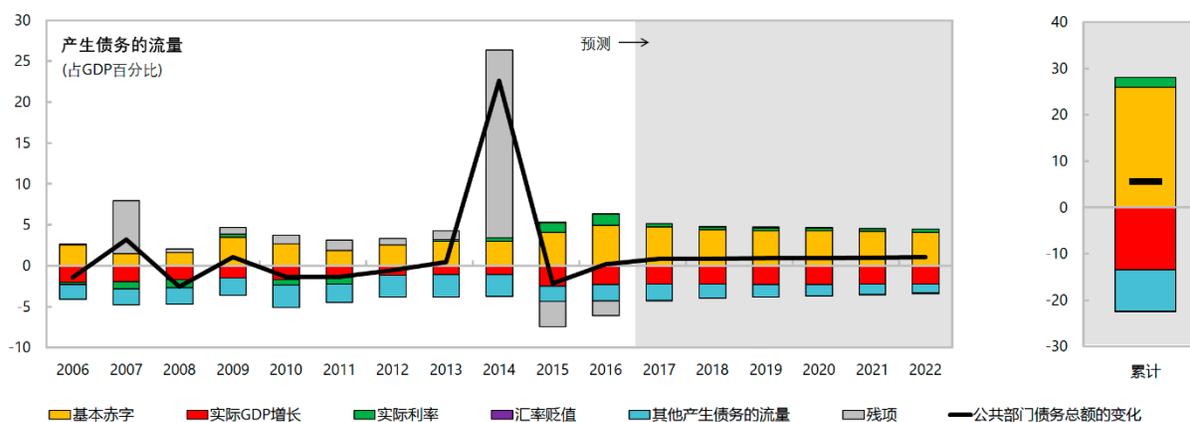
中国：公共部门债务可持续性分析（狭义覆盖范围内的广义政府债务）

债务、经济和市场指标 1/

	实际			预测						截至2017年3月16日	
	2006-2014 ^{2/}	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	主权利率 EMBIG (基点) 3/	107
名义公共债务总额	19.7	36.4	36.6	37.5	38.3	39.2	40.2	41.2	42.2		
公共融资需求总额	5.1	11.9	15.3	12.1	10.9	8.9	9.3	10.5	9.5	5年信用违约掉期 (基点)	89
实际GDP增长 (百分比)	9.9	6.9	6.7	6.7	6.4	6.4	6.3	6.0	5.8	评级	外国 本国
通胀 (GDP缩减指数, 百分比)	4.4	1.1	0.0	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0	Moody's	Aa3 Aa3
名义GDP增长 (百分比)	14.7	8.0	6.8	9.0	8.6	8.5	8.5	8.2	7.9	S&Ps	AA- AA-
有效利率 (百分比) ^{4/}	3.1	4.5	3.9	3.5	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1	Fitch	A+ A+

公共债务变化的贡献因素

	实际			预测						累计	稳定债务 的 基本余额 ^{9/}
	2006-2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
公共部门债务总额的变化	2.2	-2.2	0.2	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	5.6	
确认的产生债务的流量	-1.7	1.0	2.0	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0	1.2	5.7	
基本赤字	2.5	4.1	5.0	4.8	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	26.0	-2.9
基本 (非利息) 收入和赠款	24.0	28.5	28.2	27.4	27.3	27.2	26.9	26.8	26.7	162.3	
基本 (非利息) 支出	26.5	32.6	33.2	32.1	31.7	31.5	31.2	31.0	30.8	188.3	
自动债务动态 ^{5/}	-1.8	-1.2	-0.9	-1.9	-1.9	-1.9	-2.0	-1.9	-1.8	-11.3	
利率/增长率差异 ^{6/}	-1.8	-1.2	-1.0	-1.9	-1.9	-1.9	-2.0	-1.9	-1.8	-11.3	
其中：实际利率	-0.3	1.2	1.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	2.1	
其中：实际GDP增长率	-1.5	-2.5	-2.3	-2.2	-2.2	-2.3	-2.2	-2.2	-2.2	-13.4	
汇率贬值 ^{7/}	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...	...
其他确认的产生债务的流量	-2.3	-1.9	-2.0	-2.0	-1.7	-1.6	-1.4	-1.3	-1.1	-9.0	
私有化净收入 (十亿人民币) (负值)	-2.3	-1.9	-2.0	-2.0	-1.7	-1.6	-1.4	-1.3	-1.1	-9.0	
残项, 包括资产变化 ^{8/}	3.9	-3.1	-1.8	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	



来源：基金组织工作人员。

1/ 公共部门定义为当局界定的广义政府。

2/ 基于可得数据。

3/ 相对于美国债券的长期债券利率差。

4/ 定义为上一年年末的利率支付额除以债务存量 (不含担保)。

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

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

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

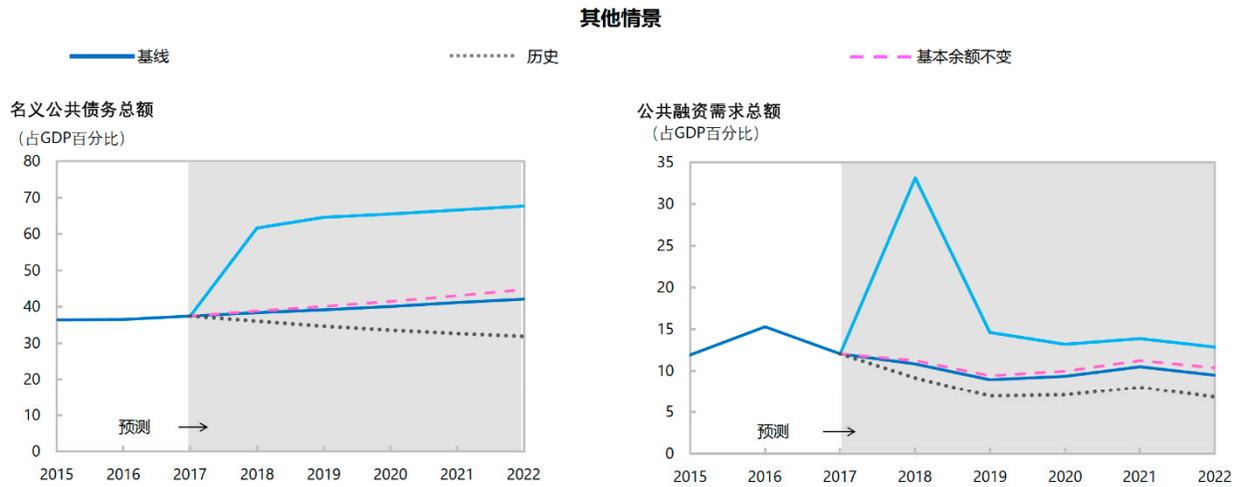
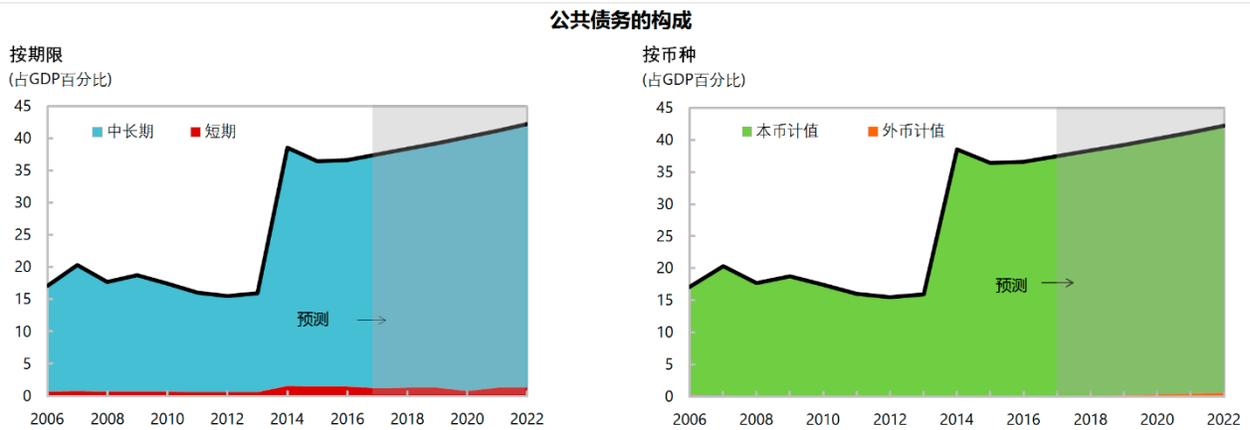
7/ 汇率的贡献由脚注5的分子得出, 为 $ae(1+r)$ 。

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

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

(占GDP百分比, 除非另有说明)

中国：公共债务可持续性分析——广义政府（狭义定义）的构成和其他情景



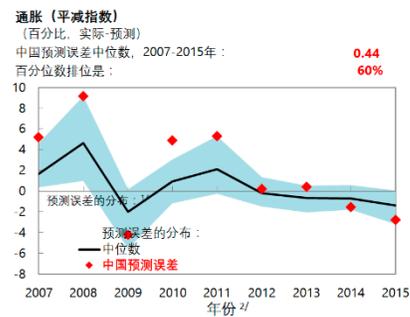
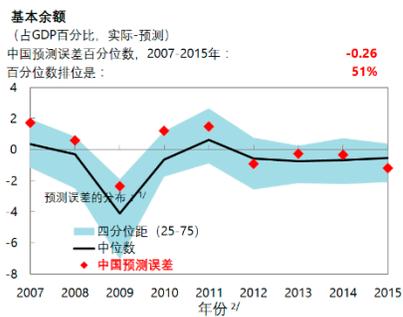
基础假设 (百分比)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
基线情景						
实际GDP增长	6.7	6.4	6.4	6.3	6.0	5.8
通胀	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
基本余额	-4.8	-4.4	-4.3	-4.3	-4.2	-4.1
有效利率	3.5	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1
基本余额不变情景						
实际GDP增长	6.7	6.4	6.4	6.3	6.0	5.8
通胀	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
基本余额	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8	-4.8
有效利率	3.5	3.3	3.1	3.1	3.1	3.2
历史情景						
实际GDP增长	6.7	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
通胀	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
基本余额	-4.8	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8
有效利率	3.5	3.3	2.8	2.6	2.4	2.3

1/ 或有负债情景还假设10%的银行资产转换为政府负债。

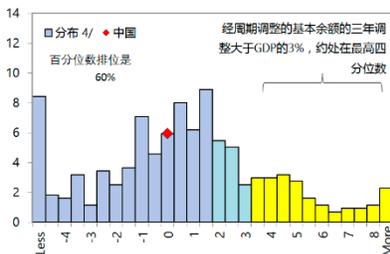
中国：公共债务可持续性分析（狭义定义）——基线假设的现实性

预测实绩，相对于所有国家

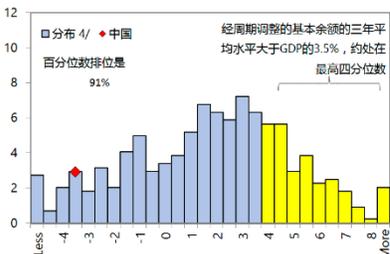


评估财政调整预测值的现实性

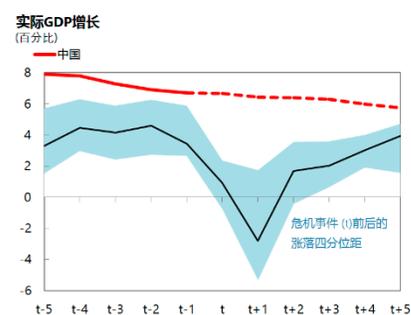
经周期调整的基本余额的三年调整
(占GDP百分比)



经周期调整的基本余额的三年平均水平
(占GDP百分比)



周期涨落分析^{3/}



来源：基金组织工作人员。

1/ 分布图包括所有国家，百分位数排名是指所有国家。

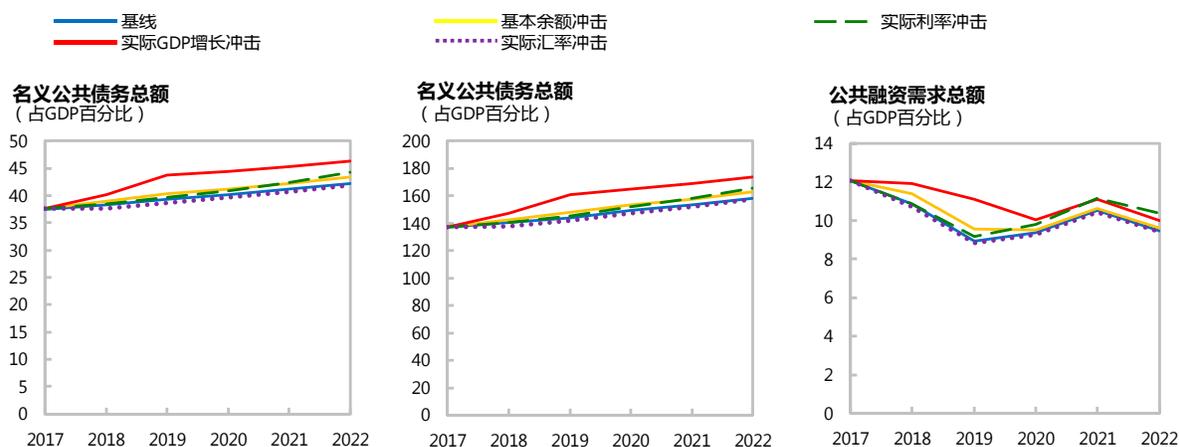
2/ 上一年春季《世界经济展望》的预测。

3/ 中国2013-2016年私人部门信贷累计增加了GDP的45%。对中国而言，t 对应于2017年；对分布而言，t 对应于危机第一年。

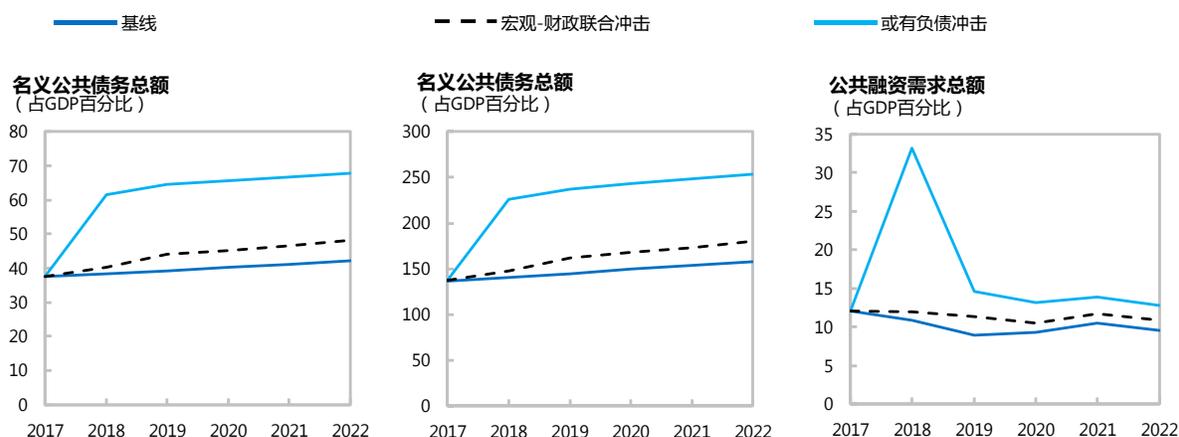
4/ 数据包括债务高于GDP 60%的发达和新兴经济体1990-2011年的年度观测值。纵轴是样本百分比。

中国：公共债务可持续性分析（狭义定义）——压力测试

宏观-财政压力测试



进一步的压力测试



基础假设 (百分比)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022		2017	2018	2019	2020	2021	2022
基本余额冲击							实际GDP增长冲击						
实际GDP增长	6.7	6.4	6.4	6.3	6.0	5.8	实际GDP增长	6.7	4.2	4.2	6.3	6.0	5.8
通胀	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0	通胀	2.2	1.5	1.5	2.1	2.1	2.0
基本余额	-4.8	-4.9	-4.8	-4.3	-4.2	-4.1	基本余额	-4.8	-5.3	-6.0	-4.3	-4.2	-4.1
有效利率	3.5	3.3	3.2	3.2	3.1	3.2	有效利率	3.5	3.3	3.2	3.3	3.2	3.2
实际利率冲击							实际汇率冲击						
实际GDP增长	6.7	6.4	6.4	6.3	6.0	5.8	实际GDP增长	6.7	6.4	6.4	6.3	6.0	5.8
通胀	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0	通胀	2.2	4.5	2.0	2.1	2.1	2.0
基本余额	-4.8	-4.4	-4.3	-4.3	-4.2	-4.1	基本余额	-4.8	-4.4	-4.3	-4.3	-4.2	-4.1
有效利率	3.5	3.3	3.8	4.2	4.5	5.0	有效利率	3.5	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1
联合冲击							或有负债冲击						
实际GDP增长	6.7	4.2	4.2	6.3	6.0	5.8	实际GDP增长	6.7	4.2	4.2	6.3	6.0	5.8
通胀	2.2	1.5	1.5	2.1	2.1	2.0	通胀	2.2	1.5	1.5	2.1	2.1	2.0
基本余额	-4.8	-5.3	-6.0	-4.3	-4.2	-4.1	基本余额	-4.8	-26.3	-4.3	-4.3	-4.2	-4.1
有效利率	3.5	3.3	3.8	4.3	4.6	5.0	有效利率	3.5	3.7	6.1	5.4	5.1	4.9

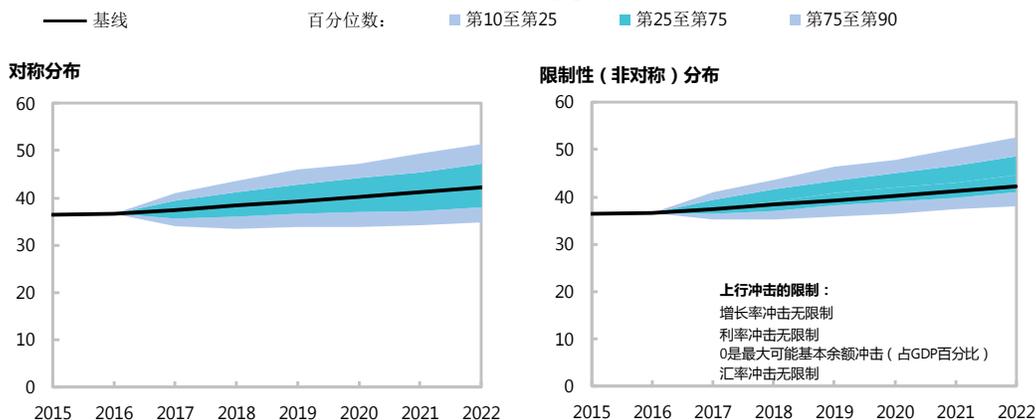
来源：基金组织工作人员。

中国：公共债务可持续性分析（狭义定义）——风险评估 热图

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

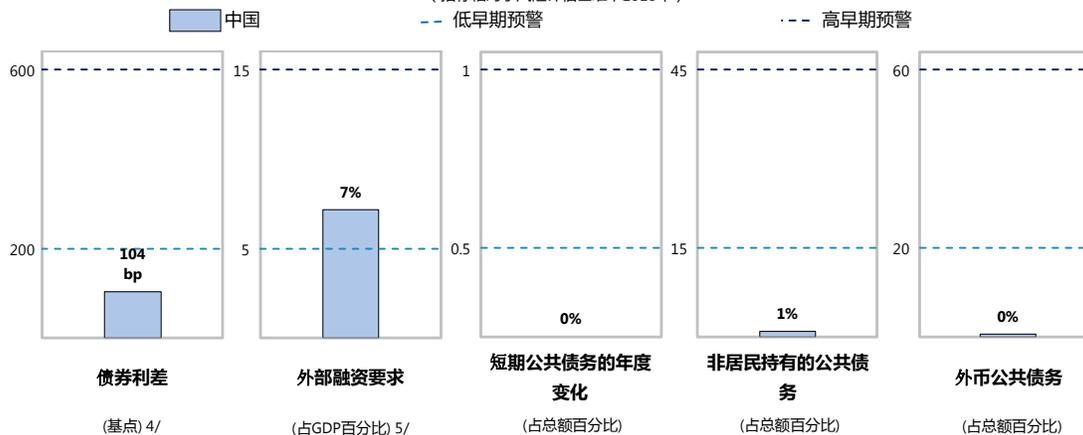
名义公共债务总额预测密度的变化

(占GDP百分比)



债券状况脆弱性

(指标相对于风险评估基准, 2016年)



来源：基金组织工作人员。

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

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

3/

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

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

4/ 长期债券利差，相对于美国债券，过去三个月的平均值，2016年12月16日至2017年3月16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。

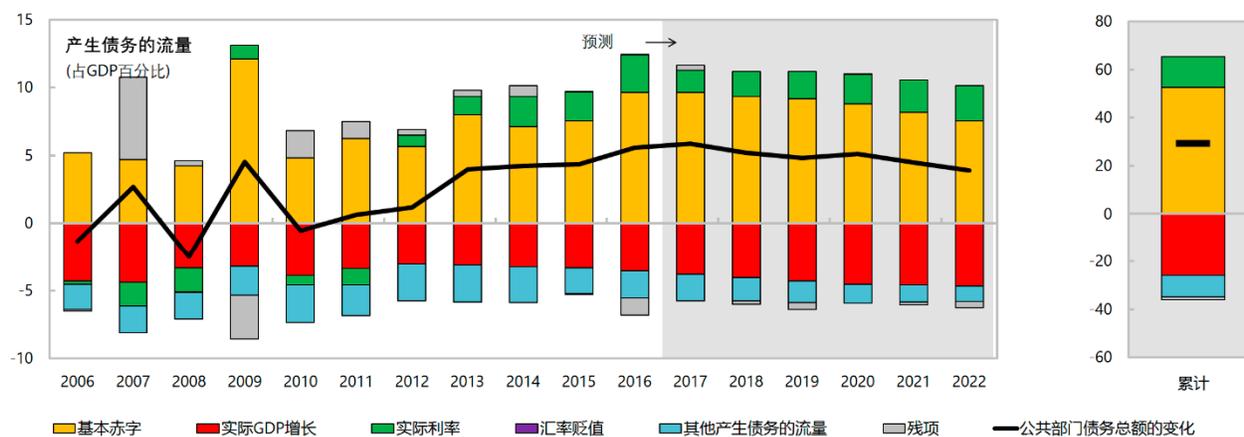
中国：公共部门债务可持续性分析（广义定义） （占 GDP 百分比，除非另有注明）

债务、经济和市场指标 1/

	实际			预测						截至2017年3月16日	
	2006-2014 ^{2/}	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
名义公共债务总额	43.3	56.6	62.2	68.1	73.2	78.1	83.2	87.6	91.5	主权利率 EMBIG (基点) 3/	107
公共融资需求总额	18.5	19.0	25.2	23.4	23.5	22.6	23.7	25.4	24.7	5年信用违约掉期 (基点)	89
实际GDP增长 (百分比)	9.9	6.9	6.7	6.7	6.4	6.4	6.3	6.0	5.8	评级	外国 本国
通胀 (GDP缩减指数, 百分比)	4.4	1.1	0.0	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0	Moody's	Aa3 Aa3
名义GDP增长 (百分比)	14.7	8.0	6.8	9.0	8.6	8.5	8.5	8.2	7.9	S&P's	AA- AA-
有效利率 (百分比) ^{4/}	4.5	5.5	5.2	5.2	5.1	5.2	5.3	5.3	5.3	Fitch	A+ A+

公共债务变化的贡献因素

	实际			预测						累计	稳定债务 的基本余额 ^{9/}
	2006-2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
公共部门债务总额的变化	1.4	4.4	5.6	5.9	5.2	4.8	5.1	4.5	3.9	29.3	
确认的产生债务的流量	0.5	4.5	6.8	5.5	5.4	5.3	5.1	4.7	4.4	30.3	
基本赤字	6.4	7.5	9.6	9.6	9.3	9.2	8.8	8.2	7.5	52.6	
基本 (非利息) 收入和赠款	24.0	28.5	28.2	27.4	27.3	27.2	26.9	26.8	26.7	162.3	
基本 (非利息) 支出	30.5	36.1	37.8	37.0	36.7	36.4	35.7	35.0	34.2	214.9	
自动债务动态 ^{5/}	-3.6	-1.2	-0.8	-2.2	-2.2	-2.3	-2.3	-2.2	-2.1	-13.3	
利率/增长率差异 ^{6/}	-3.6	-1.2	-0.8	-2.2	-2.2	-2.3	-2.3	-2.2	-2.1	-13.3	
其中：实际利率	0.0	2.1	2.8	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6	12.7	
其中：实际GDP增长率	-3.5	-3.3	-3.6	-3.8	-4.0	-4.3	-4.5	-4.6	-4.7	-26.0	
汇率贬值 ^{7/}	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...	...
其他确认的产生债务的流量	-2.3	-1.9	-2.0	-2.0	-1.7	-1.6	-1.4	-1.3	-1.1	-9.0	
私有化净收入 (十亿人民币) (负值)	-2.3	-1.9	-2.0	-2.0	-1.7	-1.6	-1.4	-1.3	-1.1	-9.0	
残项, 包括资产变化 ^{8/}	0.9	-0.1	-1.3	0.4	-0.3	-0.5	0.0	-0.2	-0.5	-1.0	



来源：基金组织工作人员。

1/ 公共部门定义为当局界定的广义政府。

2/ 基于可得数据。

3/ 相对于美国债券的长期债券利差。

4/ 定义为上一年年末的利率支付总额除以债务存量 (不含担保)。

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

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

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

7/ 汇率的贡献由脚注5的分子得出, 为 $ae(1+r)$ 。

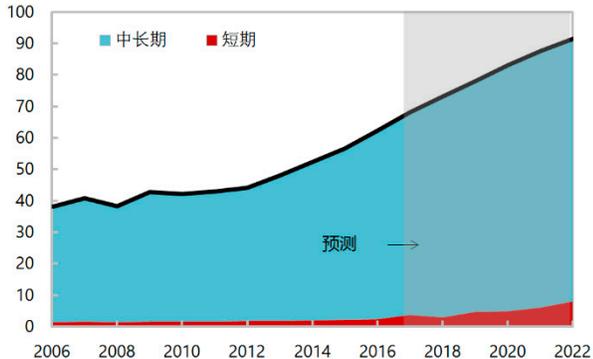
8/ 包括资产变化和利息收入 (如有)。对于预测, 包括预测期间的汇率变化。

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

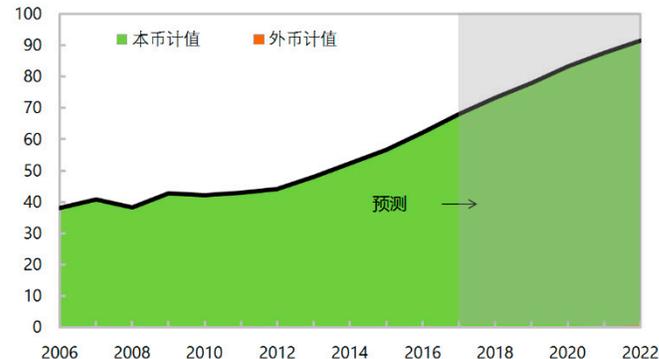
中国：公共债务可持续性分析——广义政府（广义定义）的构成和其他情景

公共债务的构成

按期限
(占GDP百分比)



按币种
(占GDP百分比)

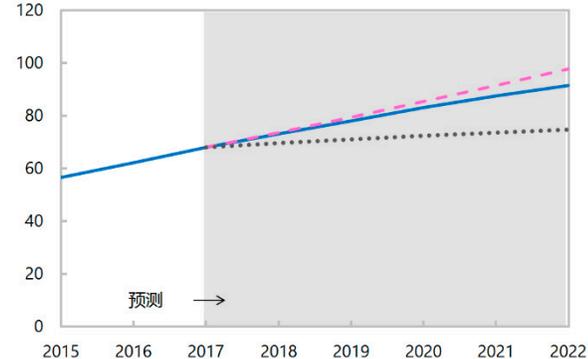


其他情景

— 基线 历史 - - - - 基本余额不变

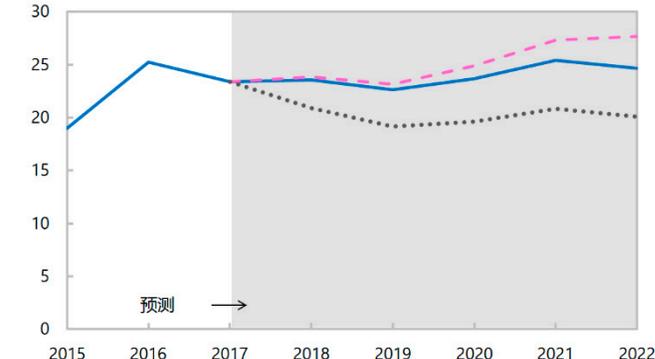
名义公共债务总额

(占GDP百分比)



公共融资需求总额

(占GDP百分比)



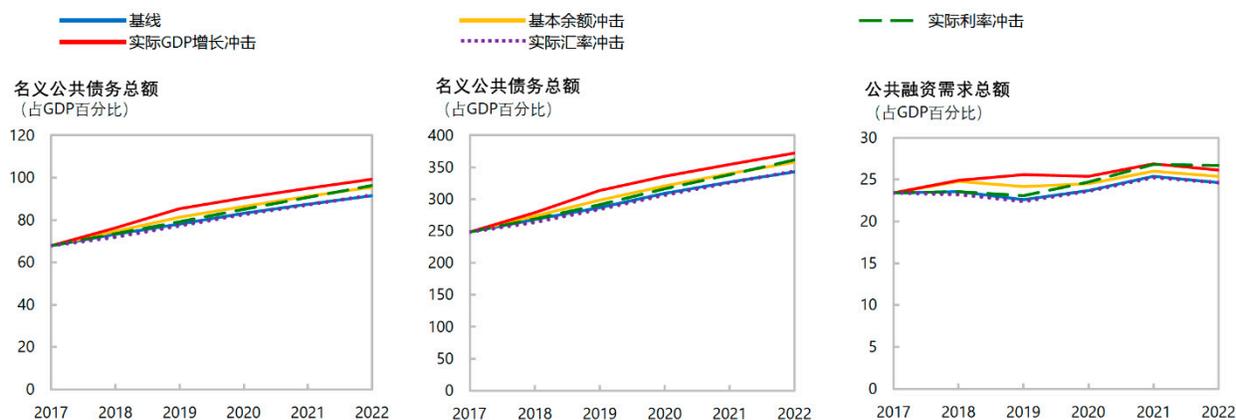
基础假设
(百分比)

基线情景	2017	2018	2019	2020	2021	2022
实际GDP增长	6.7	6.4	6.4	6.3	6.0	5.8
通胀	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
基本余额	-9.6	-9.3	-9.2	-8.8	-8.2	-7.5
有效利率	5.2	5.1	5.2	5.3	5.3	5.3
基本余额不变情景						
实际GDP增长	6.7	6.4	6.4	6.3	6.0	5.8
通胀	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
基本余额	-9.6	-9.6	-9.6	-9.6	-9.6	-9.6
有效利率	5.2	5.1	5.2	5.3	5.3	5.4

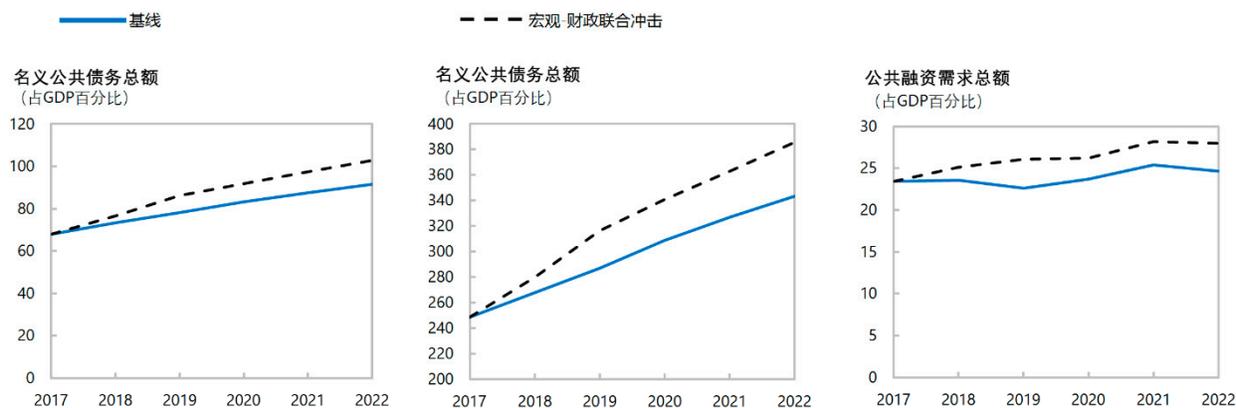
历史情景	2017	2018	2019	2020	2021	2022
实际GDP增长	6.7	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
通胀	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0
基本余额	-9.6	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
有效利率	5.2	5.1	4.6	4.3	4.1	3.9

中国：公共债务可持续性分析（广义定义）——压力测试

宏观-财政压力测试



进一步的压力测试



基础假设 (百分比)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022		2017	2018	2019	2020	2021	2022
基本余额冲击							实际GDP增长冲击						
实际GDP增长	6.7	6.4	6.4	6.3	6.0	5.8	实际GDP增长	6.7	4.2	4.2	6.3	6.0	5.8
通胀	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0	通胀	2.2	1.5	1.5	2.1	2.1	2.0
基本余额	-9.6	-10.6	-10.4	-8.8	-8.2	-7.5	基本余额	-9.6	-10.3	-11.2	-8.8	-8.2	-7.5
有效利率	5.2	5.1	5.3	5.5	5.4	5.5	有效利率	5.2	5.1	5.3	5.5	5.5	5.5
实际利率冲击							实际汇率冲击						
实际GDP增长	6.7	6.4	6.4	6.3	6.0	5.8	实际GDP增长	6.7	6.4	6.4	6.3	6.0	5.8
通胀	2.2	2.1	2.0	2.1	2.1	2.0	通胀	2.2	4.5	2.0	2.1	2.1	2.0
基本余额	-9.6	-9.3	-9.2	-8.8	-8.2	-7.5	基本余额	-9.6	-9.3	-9.2	-8.8	-8.2	-7.5
有效利率	5.2	5.1	5.8	6.3	6.6	6.9	有效利率	5.2	5.1	5.2	5.3	5.3	5.4
联合冲击													
实际GDP增长	6.7	4.2	4.2	6.3	6.0	5.8							
通胀	2.2	1.5	1.5	2.1	2.1	2.0							
基本余额	-9.6	-10.6	-11.2	-8.8	-8.2	-7.5							
有效利率	5.2	5.1	5.8	6.4	6.7	6.9							

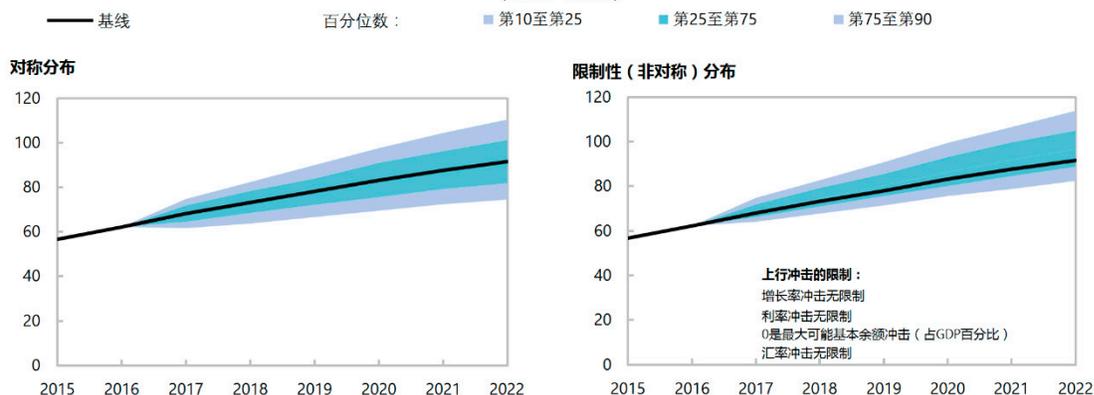
中国：公共债务可持续性分析（广义定义）——风险评估

热图

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

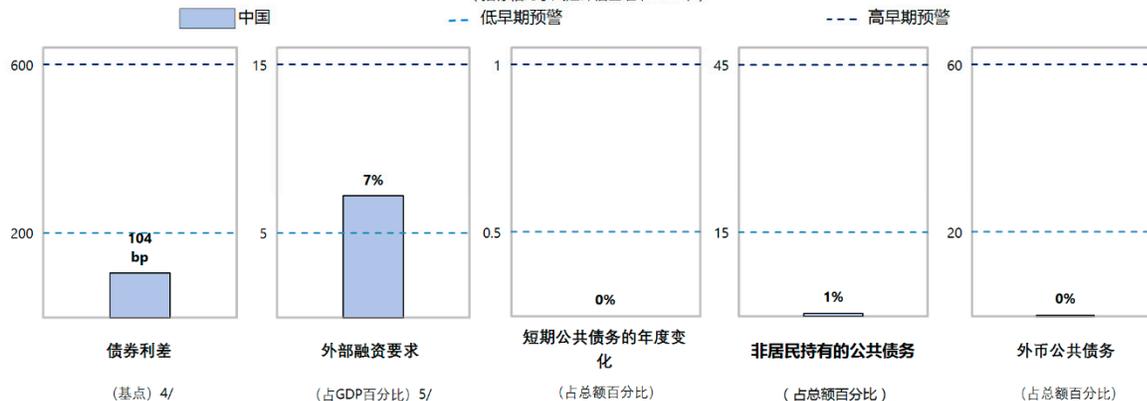
名义公共债务总额预测密度的变化

(占GDP百分比)



债券状况脆弱性

(指标相对于风险评估基准, 2016年)



来源：基金组织工作人员。

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

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

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

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

4/ 长期债券利差，相对于美国债券，过去三个月的平均值，2016年12月16日至2017年3月16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。

可能性	影响	政策应对
上行风险		
中	<p style="text-align: center;">高</p> <p>1. 改革执行的速度快于预期。更快执行改革，特别是对私人 and 外资部门开放服务业、企业债务重组、国有企业治理和消除隐性担保等，将有助于解决脆弱性问题，提高生产率，推动经济再平衡，实现更可持续的经济增长。</p>	
中	<p style="text-align: center;">中</p> <p>2. 近期的刺激强于预期。近期的刺激措施可能对经济产生更大、更持久的影响，例如房地产投资的强劲增长。这将改善近期的增长前景（但可能会降低中期的增长前景并增加脆弱性）。</p>	
中	<p style="text-align: center;">中</p>	
下行风险		
高	<p style="text-align: center;">中</p> <p>1. 跨境一体化倒退。如果对全球化益处的共识下降，将引发保护主义和经济孤立主义，导致全球和区域政策合作下降，对贸易、资本及劳动力流动、市场信心、经济增长带来消极后果。跨境一体化的倒退可能会拖累中国的出口增长。</p>	<ul style="list-style-type: none"> 支持多边主义，确保世贸组织贸易规则得到执行 抵御金融风险，加强危机防范，实施可持续的宏观政策（特别是信贷政策）。如果有增速下降过快，可使用有利消费的预算内的财政刺激措施。 向有效浮动汇率制灵活迈进，但通过干预来避免出现无序的市场情况。 加大改革力度，转变增长动力，从投资拉动/国家主导转向消费拉动/私人部门主导。
高	<p>2. 美元汇率进一步大幅走强和/或美元加息。如果投资者对政策基本面进行重新评估，期限溢价回升，或是美联储加速回归常态，则高杠杆企业、低评级主权国家以及未对冲美元风险敞口的主体可能会承受压力。这可能引发中国资本流出的压力，导致外汇储备持续出现大量损失，最终导致汇率无序贬值。</p>	
高/中	<p>3. 主要发达经济体和新兴经济体的经济增速出现结构性放缓：发达经济体的生产率增长缓慢，未能充分解决危机遗留问题并开展结构性改革，加之通胀持续低迷，这些因素都损害了中期的经济增长。新兴市场存在的资源错配和政策失误（包括不充分的改革）使生产率增速下滑更为严重。主要发达经济体和新兴经济体的增长疲弱可能会拖累中国的出口增长。</p>	
中	<p style="text-align: center;">高</p> <p>1. 短期风险：流动性突然收紧或是投资者信心急剧下降可能造成违约，这可能导致批发融资市场出现融资冲击（小银行和非银行金融机构在此市场上借款来扩张资产负债表），或是非银行金融机构发行的短期理财产品出现挤兑（或是为其提供资金的理财产品出现挤兑）。如果资本流出压力和汇率压力再度出现，将使上述问题加剧。</p>	
中	<p>2. 中期风险：如果改革进展缓慢且继续依靠政策刺激和不可持续的信贷增长，将增加脆弱性、加剧资源错配并导致经济增速长期放缓。</p>	
<p>1/ 风险评估矩阵（RAM）展示了可能实质性改变基线情景（基金组织工作人员认为最有可能出现的情景）的事件。相对可能性是工作人员对基线情景所面临风险的主观评估（“低”是指概率低于 10%， “中”指概率介于 10%和 30%之间，“高”指概率介于 30%和 50%之间）。风险评估矩阵反映了工作人员在与当局讨论时对风险来源和总体关注水平的看法。非互斥风险可能相互作用、同时变为现实。“短期”和“中期”则分别指风险可能在 1 年及 3 年内出现。</p>		

附录 IV. 先前改革建议的进展情况

2016年第四条磋商工作人员报告建议的改革记分卡	
A. 应对企业债务问题 <ul style="list-style-type: none"> • 主动确认损失及损失分摊 • 强化预算约束 • 削减过剩产能 • 降低职工下岗的社会成本 	
B. 接受较低的经济增速 <ul style="list-style-type: none"> • 可持续的较低增长目标 • 控制地方政府借款 • 结构性财政改革 	
C. 防范金融风险 <ul style="list-style-type: none"> • 加强对影子金融的监管 • 应对房地产部门风险 	
D. 迈向有效浮动汇率 <ul style="list-style-type: none"> • 在中期实现有效浮动汇率 • 采用更为市场化的货币框架 • 谨慎确定资本账户开放的改革次序 	
E. 提高透明度，改善政策沟通	
F. 国企改革	
来源：中国当局及工作人员估计。	
图例 <ul style="list-style-type: none"> 取得重大进展 取得一定进展 取得有限进展 	

近期的改革措施及 2016 年第四条磋商报告中工作人员的建议

2016年第四条报告工作人员的建议	2016年7月以来宣布的改革措施	日期
A. 解决企业债务问题		
<ul style="list-style-type: none"> • 高层做出决策，所有相关部门协调行动，应对债务脆弱性问题。 • 通过消除隐性担保和改善风险定价，强化预算约束。 • 对债务进行分类，通过处理资产或资产清算对问题企业进行重组。更多使用市场化重组机制而非依靠强制合并。 • 损失确认和成本分摊。 	<ul style="list-style-type: none"> • 成立了由发改委牵头的部际协调会，对去杠杆进行监督协调。 • 允许少数国企启动破产程序。 • 重点关注企业层面去杠杆（包括发改委降低炼钢行业负债率的中期目标）。2017年，信贷增长的指示性目标降至12%（下调1个百分点）。在被确认的僵尸央企中，约20%得到了处置。 • 私人处理的资产有所增加，银行成立了12800个债权人委员会来处置负债（占银行贷款的7%），并启动了30个债转股项目。更多使用了破产框架（2016年超过5600件，其在两年内翻了一番）。 • 2016年超额完成削减产能任务，将削减产能扩大至煤电及建筑材料。 	<ul style="list-style-type: none"> 2016年10月 2016年7月 2016年12月及2017年3月 2017年1月
<ul style="list-style-type: none"> • 解决产能过剩问题，作为应对企业债务问题的一项举措。 	<ul style="list-style-type: none"> • 使用1000亿元人民币的重组基金对70万受影响职工提供帮助。国资委也承诺将国企股权转让给社保基金以解决遗留问题。 	<ul style="list-style-type: none"> 2016年11月；2017年3月
<ul style="list-style-type: none"> • 为下岗工人提供社会安全网；增加国企上缴利润比例至30%的目标。 	<ul style="list-style-type: none"> • 政府承诺将强化产权，进一步对外资和私人投资开放服务业。 	<ul style="list-style-type: none"> 2017年3月 2017年1月、2月
<ul style="list-style-type: none"> • 促进市场进入（尤其是国企主导服务业的市场准入）。 		
B. 接受较低的经济增速		
<ul style="list-style-type: none"> • 让宏观政策与改革保持一致，包括减少对经济增长目标的关注，将目标设定在更广的范围内和更可持续的水平上（2017年为6%左右）；大幅降低信贷增速。 	<ul style="list-style-type: none"> • GDP增速目标被设定为6.5%左右或实践中可取得的更高水平；政府有意逐步去杠杆，防止产生负反馈循环。 	<ul style="list-style-type: none"> 2017年3月
财政改革		
<ul style="list-style-type: none"> • 采用多年度预算框架，适当减少增扩赤字，增加有益改革的预算内支出。 	<ul style="list-style-type: none"> • 推出了2017年至2018年地方政府公开预算的大体时间表。 	<ul style="list-style-type: none"> 2016年11月
<ul style="list-style-type: none"> • 实施修订后的预算法及其他指导文件，控制地方政府借款，增加借款透明度；解决政府间的结构失衡问题。 	<ul style="list-style-type: none"> • 宣布了2020年前调整政府间关系的指导方针；加强对地方政府举债违规行为的监督和惩处。新成立政府和社会资本合作中心以加强项目的管理。 	<ul style="list-style-type: none"> 2016年8月、10月至11月；2017年2月
<ul style="list-style-type: none"> • 推动财政改革，实现税收制度的现代化；扩展社保覆盖面，提高社保可转移性；放开户籍限制。 	<ul style="list-style-type: none"> • 开展增值税改革，废除了多个税种；2017在全国推行户籍身份证，将提高社会福利的便携性；降低了企业对职工保险的缴费率。 	<ul style="list-style-type: none"> 2017年1月、3月
<ul style="list-style-type: none"> • 提高化石燃料税和污染税，解决环境外部性问题。 	<ul style="list-style-type: none"> • 财政部扩大了可再生能源汽车补贴的范围，为高科技及创新部门提供了税收优惠。削减过剩产能将落实环境标准，同时扩大至高污染火电及资源密集型建筑材料。 	<ul style="list-style-type: none"> 2016年12月；2017年3月

近期的改革措施及 2016 年第四条磋商报告中工作人员的建议（续）

2016年第四条报告工作人员的建议	2016年7月以来宣布的改革措施	日期
C. 防范金融风险		
•积极确认潜在损失，强化资本比率。	•平均来看，上市银行的核心一级资本比率较为稳定，在2016年为11.1%（2015年为11.2%）。9家银行公布了增资计划。	2017年3月
•加强监管，重点关注流动性问题和快速扩张的影子金融及同业拆借。	•实施宏观审慎评估框架来加强金融体系监管（包含理财产品业务）；出台了互联网金融的总体指导文件。 •银监会出台了若干文件，以加强银行业监管执法力度、强化风险管理并消除套利渠道。	2016年7月、12月；2017年1月 2017年3月至4月
•抑制房地产市场的资产价格泡沫	•地方政府出台多项措施（如限购、提高首付比和按揭利率）来抑制资产泡沫。	2016年9月至2017年3月
•升级监管合作与协调框架，做好危机防范	•监管机构颁布了互联网金融（包括P2P贷款）的监管法规。监管机构计划推出更为全面的监管框架，以加强资管产品的监管。	2016年8月；2017年1月
D. 迈向有效浮动汇率制度		
•在未来几年实现有效浮动汇率。	•人民银行更多参考了货币篮子，包括在计算中增加了更多币种，并修改了人民币中间价的定盘方法。	2017年1月至2月
•采用更加市场化的货币框架。	•人民银行增加了短期同业拆借利率的政策沟通，通过利率走廊更好引导市场的流动性。	2016年12月和2017年3月
•小心确定资本项目开放的改革次序。	•通过要求对外直接投资提供更多材料，更严格地执行（实际上是收紧了）资本流动管理。 •允许外国机构投资者在岸对冲外汇风险。 •取消了QFII和RQFII的资产配置限制；启动深港通；计划于2017年启动沪港债市通。	2016年8月至2017年1月 2017年2月 2016年9月；2017年3月
	•加大国内非金融机构开展在岸人民币贷款有关法规的执行力度，要求银行严格审查：1）海外借款人的经营业务规模是否与贷款额度相符；2）使用对外贷款的真实性和合理性。	
E. 提高透明度，改善政策沟通		
•为宏观经济监测解决数据缺口问题。	•统计局公布了一些省份的数据造假行为，并对有关人进行了惩处。统计局还发布了服务业活动的新指标。	2017年1月至2月
•加强政策目标沟通并调整预期。	•定期召开新闻发布会，对外发布政策方向；政府机构（包括人民银行）。	2017年3月
F. 其他结构性改革		
国企改革		
•加快国企改革（包括消除其非市场责任）。	•建立3500亿元人民币的国企改革基金以推动重组。 •国资委于2017年计划加快混合所有制改革，包括在上海推行员工持股试点。国资委还鼓励煤炭、钢铁、电力行业的国企进行合并。	2016年9月 2017年3月
	•政府宣布，到2018年实现国企社会功能（提供公用事业和财产管理服务）的分离。	2016年7月；2017年3月
•开展补充性改革，提高劳动力市场的灵活性并促进国企改革。	•目前正对能源部门、公用事业部门和部分农产品开展价格改革。 •到2020年，让1亿农村居民在城市定居。 •出台措施强化农村土地产权（包括出台农村土地抵押的相关指导文件）。	2017年2月至3月 2016年10月 2016年10月至12月；2017年1月

来源：2017年政府工作计划、中国当局以及媒体新闻。



中华人民共和国

2017年第四条磋商工作人员报告——相关信息附录

2017年7月13日

撰写

亚洲与太平洋部
(经与其他部门磋商)

目录

与基金组织的关系	2
世界银行与基金组织的协作	4
与亚洲开发银行的关系	7
统计问题	9
能力建设和技术援助	11

与基金组织的关系

（截至 2017 年 6 月 29 日）

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

普通资金账户：

	百万SDR	占份额的%
份额	30,482.90	100.00
基金组织持有的货币	25,784.15	84.59
在基金组织的储备头寸	4,698.79	15.41
向基金组织提供的贷款		
新借款安排	2,372.16	

特别提款权账户：

	百万SDR	占分配额的%
净累计分配额	6,989.67	100.00
持有额	7194.36	102.93

购买和贷款余额：无

资金安排：

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

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

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

汇兑安排：

2016年8月24日以来，中国的实际汇率制度被归类为相对中国外汇交易中心 CFETS 指数中的一篮子货币保持稳定。在此之前，其被分类为类似爬行的安排。法定汇率安排是有管理的浮动汇率制度，目标是根据市场供求并参考一篮子货币，保持人民币汇率在合理均衡水平上的稳定，以维护中国经济和金融市场的稳定。银行间外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度为 2%，即每日人民币兑美元的市場交易价可在中國外匯交易中心對外公布的當日人民幣兌美元中間價上下 2%的幅度內浮動。人民銀行

宣布，人民币汇率的浮动区间将根据外汇市场、经济及金融形势的变化有序变动。在交易范围内，银行可以根据市场的供求关系确定其客户的人民币与美元汇率，不受差价限制（银发[2014]188号）。2015年8月11日，中国人民银行决定进一步提高人民币对美元汇率中间报价机制的灵活性，从而提高人民币汇率的市场化程度，让市场供求在汇率形成上发挥更大的作用。

除根据国际清算银行（BIS）的货币篮子和特别提款权货币篮子公布人民币汇率指数之外，中国外汇交易中心也发布人民币汇率指数（该指数篮子2017年1月1日之后由24种货币构成，此前为13种货币）。

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

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

进一步严格执行资本流动管理措施（CFM），包括：2017年1月，加强对海外直接投资（ODI）的管理，要求企业向银行解释其与ODI相关的资金汇出；2016年11月，加强对国内非金融机构提供离岸人民币贷款的管理，要求银行对流往境外的贷款进行更严格的审查。另一项加强CFM的措施是，自2016年1月起，在保持银联卡境外人民币每天1万元的提款限额的同时，增加了每年10万元的提款限额。

第四条磋商：

与中国的第四条磋商按标准的12个月周期进行。2016年第四条磋商访问于2016年5月27日结束，工作人员报告于2016年8月12日公布。

技术援助：

附录V概括了2001年至2017年6月期间提供的技术援助。

常驻代表：

驻华代表处于1991年10月在北京开设。Alfred Schipke先生任首席代表，Waikie Raphael Lam先生任副代表。

世界银行与基金组织的协作

（截至 2017 年 6 月 21 日，草稿）

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

2. 两小组一致认为，中国改革的重点应该是，依据“十三五”规划和三中全会的改革蓝图，使经济增长转向更加平衡和可持续的道路。改革应着眼于防止信贷快速增长、金融部门内部债权债务关系复杂化以及准财政支出的快速增长所造成的风险的进一步积累，让经济走上更具包容性、更环保和更加可持续的增长道路。让市场更好地发挥决定性作用、消除扭曲因素，以及实现政策框架的现代化，将使资源利用更加有效，加快生产力增长，并提高所有收入阶层的生活水平。

3. 基于以上评估意见，两小组提出了下列具有宏观重要性的改革领域：

- **金融部门改革。**继续推进金融部门改革这一中心任务，以促进资源的更有效分配，进而更好地管控风险和促进增长。普遍存在的隐性担保做法扭曲了风险定价，导致信贷错配和投资效率低下。金融部门内部信贷规模增大且愈加复杂，给金融稳定带来了风险。这方面的主要措施包括硬化预算约束、加大债务重组力度以消化不良贷款、强化对金融体系的监管等。特别是，近期对影子银行部门的监管强化措施将能继续谨慎地消除监管套利机会。另外，鉴于不断上升的脆弱性，需更新监管架构，以提升监管合作和协调。
- **财政改革。**地方政府所有实体在基础设施建设和其他领域的预算外支出导致了债务激增。新的预算法旨在将这些项目纳入预算，并加强对公共财政的管理，但是，政策落实至关重要。中央政府需要释放连贯一致的信号，明确落实预算改革的重要性，此改革会造成地方融资的公共投资的增速放缓。改善财政框架是中期内的工作重点，包括强化预算程序、提高数据透明度、加强地方政府财政、严格中期预算规划等。税收改革应继续推进，以促进现有税收体制的现代化，提高其累进性（例如，更多地依靠直接税）。一个关键工作是调整中央和地方政府财政关系——使地方政府收入与支出责任相一致。
- **社会保障体系改革。**应进一步加强养老金和医疗保险体系（包括改善其充足性和扩大覆盖面），这能带来一些宏观性的益处（例如减少住户的预防性储蓄），但是相关工作的推进需十分谨慎，要确保财政的可持续性。必须努力提高福利的省内和省际以及跨经济部门的可携带性。这些改革在推进过程中应确保社会保障体系的可持续性，方法包括参数变化（如提高退休年龄、指数化等）、对养老金制度进行结构性改革（如引入 NDC 办法，进一步推进公务员和事业单位养老金制度与城市职工养老金制度的并轨，提高统筹层次，制定中长期融资策略，包括筹资解决那些养老金体系之外的遗留成本），以及加强社会保障基金的预算过程和管理。
- **国有企业改革。**鉴于国有企业在企业债务脆弱性和部门行业产能过剩等问题中处于核心位置，因此，推进债务重组是一项重要改革事项。硬化预算约束有助于对资金和其他要素投入进行合理定价，这可以通过向预算支付足够红利和逐步取消国有企业的社会功能来实现。开放目前专属国有企业的服务部门，引入充分和公平的竞争，对于提高生产率、进而提升经济增长动力至关重要。

- **治理和监管改革。**需要出台进一步的措施，调整治理和监管机构的协调机制和行动目标，增强市场在支持可持续增长方面的能力，这些措施涉及：企业进入/退出、竞争政策、处置破产机构、保护知识产权（IPR）以及调整公共部门的干部业绩考核系统。
 - **绿色增长。**空气污染、水质下降和供水匮乏、土壤污染，以及荒漠化、草原退化、对煤炭和能源消耗型增长路径的依赖等，都会对社会、人民身体健康和经济产生重大影响。对能源定价过低和对污染的处罚不力导致这些影响的进一步恶化，同时加剧了中国对工业的依赖。提高这些要素的成本，使其反映外部性成本（例如征收碳税，以及投资可再生能源），将使经济增长更加可持续和更具包容性。需要调动民间资本和利用资本市场来支持绿色投资。
 - **基础设施。**对基础设施投资一直是中国经济发展的主要驱动力，尤其是在全球金融危机前后的经济放缓期间。然而，在有些情况下，快速的投资步伐忽略了社区建设，甚至导致对一些社会或资金回报较低的项目投资过度。填补社会项目的投资缺口将提高增长的包容性，同时提高基础设施投资的整体社会和资金效率。可出台措施改善新基建项目的审批过程，确保投资重点放在社会回报最高的领域。
4. 两小组就以下分工达成一致意见。
- **金融部门改革。**世界银行和基金组织联合进行 2017 年的金融部门评估规划，评估金融部门风险并就所需改革提出建议。基金组织还将继续视需要向中国当局提供技术援助。
 - **财政改革。**世界银行将继续与财政部合作，在既有的财政技术援助投资项目的框架下，帮助实施公共财政领域中的关键改革措施。基金组织将继续推进其在财政框架和预算编制领域的技术合作，包括加强中期宏观和财政框架、加强对地方政府借款的监测，以及对会计和财务管理工作进行升级改造。基金组织将继续讨论研究中国的财政空间、政策选择对整体经济的影响，以及潜在的全球溢出效应等课题。
 - **社会保障体系。**世行将继续与中国当局合作，探索旨在提高社会保障体系的公平性、可持续性和可携带性的相关改革。这包括帮助省级政府制定更加一体化的社会保障信息系统。世行还将与财政部合作，就整体改革方案以及统筹和筹资策略等提供技术支持，并通过政策对话和参与，优化与社会保障责任有关的财务风险管理工作。基金组织将着手研究如何将不同的社会保险计划（包括养老金和医疗保健）纳入中期财政和宏观经济政策框架等问题。基金组织还将审查不同收入来源（包括社会缴款和其他收入）的给付和筹资之间的平衡。世界银行和基金组织将继续鼓励当局对社会保险责任进行定期和可靠的精算模型分析。
 - **绿色增长。**基于气候变化、可再生能源以及污染防治等主要关注目标，世行将继续将重点放在探索最先进的绿色技术，加大节能力度和增加对提高能源效率项目的投资，倡导绿色交通，推进绿色建筑政策（提高建筑的采暖和能源使用效率）等方面。气候变化方面的重点工作包括扩大天然气发电覆盖、研究碳捕获和储存潜力，以及发展绿色金融（包括建立碳交易市场）。基金组织将继续讨论如何通过使用财政政策（例如更好地调整消费税和引入碳交易税）来反映污染造成的外部性成本。基金组织愿意在改革能源定价和征税做法方面，以及分析这些改革措施对经济增长和财政的影响方面提供援助。

- **增长的新动力。**世行正在与国务院发展研究中心（DRC）合作撰写一份旗舰报告，探索如何确定和培育使中国得以维持增长并进入高收入行列的新增长来源。其关注重点是那些旨在提高生产率的政策和改革上，即通过消除经济扭曲因素（Distortion）、放大加速扩散效应（Diffusion）、鼓励发现和创新（Discovery）（三个“D”）来加速生产率增长。相关领域的专题报告正在分头撰写，未来，这些报告将纳入单一的整合文件。

5. 两小组要求对方提供以下信息：

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

下表列出 2017 年 6 月至 2018 年 6 月期间两小组独立和联合的工作计划。

中国：世界银行和基金组织在具有宏观重要性的结构改革领域计划开展的活动

产品	预计交付日期
世界银行的工作计划 <ul style="list-style-type: none"> ● 关于建立现代化财政制度的技术援助项目，旨在支持中央政府的公共财政改革的落实。 ● 中国经济改革实施项目（总括技术援助项目，包括与财政部、人民银行和省级财政厅之间开展的各个分项目）。 ● 关于增长新动力的报告 ● 中国经济最新情况 ● 向财政部提供“适时”政策说明 ● 地方级政府间财政关系 ● 市政项目融资和地方债管理 ● 普惠金融 ● 金融消费者保护和消费者教育 ● 深化中国的医疗改革——建立高质量和以价值为基础的服务交付 ● 加强中国的社会保障和就业制度 ● 关于一些省份的污染防控和创新绿色金融的分析工作和项目 ● 食品安全项目和工作 	<ul style="list-style-type: none"> ● 进行中 ● 进行中 ● 进行中 ● 进行中 ● 已按要求交付 ● 进行中
基金组织的工作计划 <ul style="list-style-type: none"> ● 2017 年第四条磋商 ● 1 月份的工作人员访问 ● 财政改革合作计划（财政事务部） ● 金融改革合作计划（货币与资本市场部） 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2017 年 5 月/6 月 ● 2018 年 1 月 ● 进行中 ● 进行中
联合工作计划 <ul style="list-style-type: none"> ● 金融部门评估规划 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2017 年 11 月

与亚洲开发银行的关系¹

1. 自中华人民共和国于 1986 年 3 月加入亚洲开发银行（亚行）以来，双方间的伙伴关系在很多方面都有发展。在地区性成员中，中国是第二大股东，在所有成员中，中国排名第三，同时中国还是一个重要的中等收入客户国。截至 2016 年底，中国累计从亚行借款 320 亿美元，238 笔贷款用于公共部门项目。在公共部门贷款中，52.6%用于交通和信息与通信技术部门，然后是能源（15.1%）、供水和其他城市基础设施服务（12.8%）、农业和自然资源（12.8%）、工业和贸易（2.4%）、金融（1.8%）、多部门项目（1.6%）、教育（1.0%）和医疗卫生（0.2%）。在过去 28 年里，亚洲开发银行为中国私人部门项目提供了总额达 33 亿美元的融资。这包括：28 亿美元的直接贷款，4.04 亿美元的股权投资，以及 1.07 亿美元的部分信贷担保便利。亚洲开发银行还为中国获得技术援助提供资金。截至 2016 年底，亚洲开发银行为 831 个技术援助项目提供了 4.836 亿美元，其中，1.529 亿美元用于项目筹备，3.307 亿美元用于政策咨询和能力建设。
2. 总体而言，中国具有较强的项目实施能力。良好的执行结果反映出参与项目设计、实施和管理的有关单位的较好的自我主动性，同时也反映出对开发项目的筛选程序比较严格，特别是那些拟议接受外部融资的项目。贷款拨付和合同授予工作推进良好。
3. 中国为亚洲开发基金缴款，建立了一项总额为 2000 万美元的中国减贫与地区合作基金（PRC 基金），后又为该基金第一次补充了 2000 万美元的资金，之后又补充了 5000 万美元，这显示出中国与亚洲开发银行牢固的伙伴关系。该基金是亚洲开发银行下首个由发展中国家设立的基金，提供技术援助项目，支持次区域的合作倡议，尤其是中亚地区经济合作（CAREC）和大湄公河次区域（GMS）项目。
4. 2016 年 2 月，亚洲开发银行董事会批准了亚洲开发银行 2016-2020 年的国家伙伴战略（CPS）。2016-2020 年 CPS 与中国“十三五”规划（2016-2020）的优先事项、亚洲开发银行 2020 年长期战略的“中期检查”，以及亚洲开发银行支持中等偏上收入国家的方法保持步调一致。为支持政府的改革议程，CPS 将重点支持以下战略重点：应对气候变化和环境问题、促进地区合作和一体化、支持针对剩余贫困人口的包容性经济增长战略、促进知识合作，以及支持机构和治理改革。亚洲开发银行的主权和非主权业务将支持上述战略重点领域内的活动。
5. 预计 2016-2018 年的公共部门贷款总额将达约 45.6 亿美元，其中 30%将支持农业、自然资源和农村发展；6%将支持教育；8%支持能源产业；5%将支持医疗卫生产业；29%将支持运输产业，22%将支持供水和其他城市基础设施和服务部门。90%以上的项目将在西部、中部和东北部地区，体现了国家伙伴战略对促进包容性增长和环境可持续性增长目标的侧重。
6. 相对于其贷款项目，亚洲开发银行的技术援助将继续起到补充作用，以支持改善部门政策环境、支持治理和能力建设，并加强贷款业务的知识基础和创新功能。

¹ 由亚洲开发银行工作人员起草。

统计问题

(截至 2017 年 6 月 26 日)

I. 评估监督用数据的充足性
<p>概况：虽然数据大致能满足监督工作的需要，但是有些勉强。由于在加强统计系统和提高数据透明性方面的努力，中国于 2015 年 10 月加入 SDDS。尽管如此，中国统计数据仍存在缺口，对监督工作造成妨碍。主要问题涉及国民账户数据和政府财政统计。</p>
<p>国民账户：国家统计局编制和公布基于现行价格的按经济活动和支出分类的年度 GDP、基于不变价格的按经济活动分类的年度 GDP（2010 年），以及按活动统计的季度 GDP 估算数据。国家统计局正处于从 1993 年 SNA 转向 2008 年 SNA 的过渡期。2008 年 SNA 已经在某些行业采用，例如间接测算的金融中介服务的计算以及研发支出的资本化。GDP 数量测算的技术并不完善，需予以改善。按支出法统计的年度 GDP 按不变价格编制，但不予公布。不具备 GDP 支出组成部分的季度数据。国家统计局已对国民账户数据的范围和质量做出一系列改进，最重要的改善是提高了按经济活动分类估算 GDP 的完整性。还计划对年度和季度 GDP 账户作出进一步的改善；但是，这些改进工作没有既定的时间表。与其他国家的情况一样，经济的快速变化（包括私人部门扩张）给数据采集和编制带来了新问题。由于使用的是非集中的统计体系，改变数据采集方式的能力有限。</p> <p>月度工业生产、零售和固定投资指数作为与上一年相应月份的比率予以公布，但未编制链式时间序列。修正数据时往往不公布完整的经修正的数据序列。</p>
<p>价格统计：消费者价格指数采样覆盖全国各地约 500 个地区，其中包括约 200 个县和 300 个市。目前的消费者价格指数是一个链式拉氏价格指数，2001 年以来持续编制和公布。权重来自每五年进行一次的城镇和农村居民调查。目前的权重是 2008-2010 年的。基期权重按照价格每月更新。生产者价格指数调查范围涵盖工业营业总额的 40%，包括 31 个省、430 多个城市的 60000 家企业。价格采样覆盖 1702 产品组（基本子类别）。目前使用的基年是 2010 年。生产者价格指数定义与《生产者价格指数手册（2010 年）》的国际标准定义一致。生产者价格指数不经季节调整。</p>
<p>政府财政统计：严重的缺陷继续妨碍财政分析。仅提供社保资金和预算外资金的年度数据，且时滞很长。支出分类仍需得到改善，主要是因为不公布按经济类型的支出数据。当局已表示打算开始采集这些数据，并在中期内按权责发生制衡量财政表现，同时加强基于现金收付制的政府财政统计的编制。中国已经根据“二十国集团的数据缺口倡议”承诺编制季度广义政府数据，但没有公布具体的时间表。</p>
<p>货币与金融统计：近年来，在货币和金融统计方面取得一些进展。然而，货币和银行调查缺少银行对政府债权的详细数据，这影响了从融资方面估计财政赤字的能力。所报告的人民银行净国外资产头寸不包括币值变动因素，也不包括外汇储备的利息收入。另外，由于财政部不再区分中央政府和其他级别政府的存款账户，自 2005 年 4 月起，人民银行不再单独在其资产负债表中报告有关中央政府存款的数据。这种变化引起基础货币和货币总量数据序列的间断。</p> <p>2015 年 3 月的货币与金融统计代表团就改善货币数据编制提出一些建议，旨在促推中国人民银行实施标准化报告格式（SRF）。目前，人民银行在技术上有能力按基金组织推荐的标准报表格式编制和报送货币统计数据（至少是中央银行和其他存款机构的数据）。尽管如此，尚未开始标准报表格式的报告，仍需等待内部审查和批准程序的完成。</p>
<p>金融部门监督：中国向基金组织报送金融稳健指标，并在基金组织网站上发布。除 12 个核心金融稳健指标之外，2015 年初，当局在其定期报送的数据中加入两个存款接受机构的鼓励类金融稳健指标。报送数据的频率也在 2015 年 5 月由每年一次提高到每半年一次。</p>
<p>对外部门统计：历史数据序列（国际收支始自 2005 年的数据，国际投资头寸始自 2004 年的数据）基本上依照《国际收支手册》第六版编制调整，并在《国际金融统计》中公布。当局继续努力改善国际收支和国际投资头寸统计的覆盖面，这些统计数据的编制正在取得进展。鉴于国际交易报告系统是中国国际收支数据的主要来源，因此，建议对外管局省分局的工作人员进行定期培训，以保证该系统的平稳运作。</p> <p>中国在改善对外部门统计的覆盖面方面做出了巨大努力，包括：（1）2011 年开始参加协调的直接投资调查（CDIS），不过目前只记录“内向”直接投资头寸；（2）2015 年年底，中国开始向协调的证券投资调查（CPIS）报送数据；（3）自 2015 年以来向外汇储备的货币组成（COFER）报送数据；（4）自 2015 年 9 月开始编制和公布国际储备和外汇流动性模板。</p>

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

II. 数据标准和质量

2015 年 10 月，中国开始接受数据公布特殊标准。

没有进行数据 ROSC。

中国：监督工作常用指标一览
(截至 2017 年 6 月 26 日)

	最近观察日期	收到日期	数据频率 ⁹	报送频率 ⁹	公布频率 ⁹
汇率	02/17	03/17	D	M ⁹	D
货币当局的国际储备资产和国际储备负债 ¹	05/17	06/17	M	M	M
储备/基础货币	05/17	06/17	Q, M	Q, M	Q, M
广义货币	05/17	06/17	M	M	M
中央银行资产负债表	05/17	06/17	M	M	M
银行体系合并资产负债表	05/17	06/17	M	M	M
利率 ²	02/17	03/17	¹⁰	¹⁰	¹⁰
消费者价格指数 ³	05/17	06/17	M	M	M
收入、支出、差额和融资构成 ⁴ —广义政府 ⁵	2013	03/14	A	A	A
收入、支出、差额和融资构成 ⁴ —中央政府	04/14	05/14	M	M	M
中央政府债务和中央政府担保债务的存量 ⁶	Q4/13	03/14	Q	Q	Q
对外经常账户差额	Q4/16	05/17	Q	A, Q	A, Q
货物和服务进出口 ⁷	02/17	01/17	M	M	M
GDP/GNP ⁸	Q4/16	01/17	A, Q (累计)	A, Q (累计)	A, Q (累计)
总外债	Q4/13	03/14	A, Q	A, Q	A, Q
国际投资头寸	Q4/16	05/17	A, Q	A, Q	A, Q

¹任何抵押或质押的储备资产应予单独说明。此外，数据还应包括与某种外币相挂钩、但以其他方式结清的短期负债，以及支付和接收外币的金融衍生工具的名义价值。

²包括基于市场的利率和政府决定的利率，如贴现率、货币市场利率以及短中长期政府债券利率。

³只报送 12 个月的增长率（没有价格指数）。

⁴没有关于融资（来自国外和国内银行以及国内非银行）的数据。

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

⁶包括货币和期限构成。

⁷货物贸易数据按月提供。服务贸易数据随经常账户数据同时公布。

⁸关于实际 GDP 数据，只有年度水平数据（增长率数据有季度累计数据）。

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

¹⁰利率变化不频繁；这类变化公开宣布。

能力建设和技术援助

中国：能力建设和技术援助一览表，2011–17年 1/

部门	目的	日期
税制改革		
财政事务部	税收缺口分析代表团	2011年9月
财政事务部	微观模拟建模	2013年12月
财政事务部	税收政策对宏观经济影响的分析	2015年3月
财政事务部	改革个人所得税	2015年10月
财政事务部	增值税的未来设计	2016年9月
税收征管改革		
财政事务部	税收政策和征管	2011年9月
财政事务部	税收征管（专家巡回访问，第四次，共五次）	2011年10月
财政事务部	税收征管（专家巡回访问，第五次，共五次）	2011年10月
财政事务部	纳税大户依法纳税问题	2011年10月
财政事务部	税收官员实用税收分析研讨会	2012年12月
财政事务部	针对纳税大户的征管工作	2013年1月
财政事务部	税收征管后续	2014年4月
财政事务部	税收征管法修订	2014年5月
财政事务部	税收征管法修订	2015年7月
法律部	改革税收征管法代表团	2015年7月
财政事务部	改革个人所得税	2015年10月
财政事务部	改善中国企业在对外直接投资方面的税务合规	2016年10月
公共财政管理		
财政事务部	关于公共财政管理机构的高级对话	2011年6月
财政事务部	中期支出框架研讨会	2011年11月
财政事务部	中期预算收入管理计划和政策讨论	2012年6月
财政事务部	关于公共财政管理机构的高级对话	2012年11月
财政事务部	引入先进国库体系改革代表团	2013年2月
财政事务部	财政改革高级别研讨会	2014年1月
财政事务部	政府会计现代化代表团	2014年4月
财政事务部	中期支出框架代表团	2014年7月
财政事务部	国库管理专家访问（会计）	2014年9月
财政事务部	改善会计科目表专家访问	2015年3月
财政事务部	国库管理专家访问（现金管理）	2015年3月
财政事务部	加强地方政府借款改革代表团	2015年4月
财政事务部	会计现代化代表团	2015年11月
财政事务部	中期支出框架研讨班	2016年4月
财政事务部	地方政府借款和债券市场发展研讨会和案例分析	2016年4月
财政事务部	关于国库与央行协调的高级对话	2016年6月
财政事务部	中期支出框架研讨会	2017年4月
统计		
统计部	数据公布特殊标准讲习班	2011年4月
统计部	政府财务统计	2011年5月
统计部	数据工作：为 OFC/FSI 数据报送而编制标准化报告格式数据	2012年4月
统计部	季度国民账户统计	2013年11月
统计部	社会融资总量指标/货币和金融统计	2014年3月

统计部	数据公布特殊标准评估	2014年8月
统计部	数据工作：以标准化报告格式报送货币数据	2014年9月
统计部	数据公布特殊标准评估	2014年12月
统计部	标准化报告格式报送的社会融资/货币数据	2015年3月
统计部	多部门代表团：SDDS 诠释数据的编制和专题技术援助	2015年6月
货币政策、银行监管和反洗钱和反恐融资		
法律部	反洗钱/反恐融资法起草	2011年3月
法律部	银行处置	2012年5月
培训		
法律部	反洗钱/反恐融资立法起草代表团	2011年3月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2011年3月
基金学院	宏观经济预测课程	2011年4月
基金学院	联合培训项目举办的政府财政统计课程	2011年5月
统计部	政府财政统计课程	2011年5月
统计部	政府财政统计课程	2011年6月
基金学院	联合培训项目举办的 BOP 和 IIP 课程	2011年6月
统计部	国际收支统计课程	2011年10月
基金学院	联合培训项目举办的货币与金融统计课程	2011年11月
统计部	参加 OECD-NBS 举办的国民账户研讨班	2012年3月
基金学院	联合培训项目举办的 FSI 课程	2012年9月
货币与资本市场部	中期债务管理研讨班	2012年11月
基金学院	联合培训项目举办的 BOP/IIP 课程	2013年4月
货币与资本市场部	关于资本账户可兑换和汇率政策的研讨班	2013年6月
统计部	数据公布特殊标准研讨会	2013年7月
基金学院	联合培训项目举办的货币与金融统计初级课程	2013年9月
统计部	国家统计局组织的季度国民账户研讨会	2013年11月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题	2014年1月
货币与资本市场部	金融统计	2014年3月
货币与资本市场部	金融监管研讨班	2014年3月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题	2014年3月
能力建设学院	宏观经济诊断课程	2014年9月
基金学院	联合培训项目举办的金融稳健指标课程	2014年9月
统计部	在总部为外汇局官员举办的关于采用 BOPM6 挑战和经验的研讨会	2014年9月
能力建设学院	宏观经济预测	2014年10月
统计部	OECD/NBS 举办的部门账户研讨班（统计部参加）	2014年12月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题	2015年3月
货币与资本市场部/ 统计部	社会融资总量指标	2015年3月
统计部	会谈：ECB 会见中国债务证券和数据问题代表团	2015年4月
统计部	会谈：BIS 会见中国债务证券和数据问题代表团	2015年4月
货币与资本市场部	SDR 检查/操作问题	2015年6月
能力建设学院	宏观经济预测	2015年6/7月
基金学院	联合培训项目举办的货币与金融统计高级课程	2015年8月
统计部	SAFE-国际收支统计编纂课程	2015年9月
能力建设学院	宏观经济诊断课程（计划的）	2015年9月

统计部	国际收支统计	2015年9月
能力建设学院/财政事务部	财政分析和预测	2015年11月
财政事务部/能力建设学院	财政分析与预测课程	2015年12月
统计部	债务证券统计	2016年3月
统计部	经合组织/国家统计局举办的国民账户讲习班（统计部参与）	2016年3月
货币与资本市场部	地方债务市场动态	2016年4月
货币与资本市场部	证券监督研讨班	2016年4月
统计部	关于跨境头寸统计以及新数据倡议实施挑战的研讨会	2016年6月
能力建设学院	宏观经济预测	2016年6/7月
能力建设学院	宏观经济预测——高级班	2016年7月
能力建设学院	金融部门监督	2016年6/7月
货币与资本市场部	政策执行和市场监督研讨班	2016年9月
能力建设学院	动态随机一般均衡建模	2016年11月
能力建设学院	动态随机一般均衡建模 – 中国	2016年11月
能力建设学院	金融部门监督（计划的）	2017年6月
能力建设学院	宏观经济预测– 高级课程	2017年6月
能力建设学院	用 DSGE 模型进行货币和财政政策分析（计划的）	2017年8–9月
能力建设学院	动态随机一般均衡建模 – 中国（计划的）	2017年9月

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

基金组织工作人员代表的声明
2017年7月28日

1. 本声明包含了在工作人员报告提交之后可获得的信息。这些信息不改变工作人员评估的核心内容。
2. 近期公布的数据大致与工作人员的预测相符，同时也显示 2017 年全年 GDP 增速存在一定的上行风险：
 - 二季度 GDP 同比增速为 6.9%，与一季度持平。消费对 GDP 的贡献最大，不过投资的贡献度有所上升，净出口依然为正。服务业实际增速继续领先工业增速，但工业的名义增速更快。
 - 6 月的高频指标显示经济增长势头依然强劲。实际零售额持续强劲增长，同比增速为 10.0%；工业增加值同比增速提高到 7.6%。服务业和制造业 PMI 均有所上升。
 - 与 5 月相比，6 月的贸易顺差略有上升，同比出口增速（按美元计）上升至 9.1%。外汇储备增加 30 亿美元，达到 30570 亿美元。
 - 信贷增速有所回落，6 月份的社会融资规模同比增长 12.9%。在对地方政府债券置换进行调整后，6 月份的社会融资规模的同比增速回落至 14.5%。6 月银行资产同比增速回落至 10.8%。
 - 6 月总体 CPI 通胀继续保持在 1.5%（同比）的低水平，核心 CPI 增速略微上升至 2.2%（同比）。PPI 通胀维持在 5.5%（同比）。
3. 五年一次的全国金融工作会议于 7 月 14 日至 15 日召开。会上，习近平主席宣布成立国务院“金融稳定发展委员会”。他还表示将强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范的职责。

中华人民共和国执行董事金中夏、副执行董事孙平、高级顾问陈劲的陈述
2017年7月28日

中国经济的增长势头稳中向好。经济增速自2016年底以来逐步回升，至2017年上半年达到6.9%，通胀稳定在1.4%，新增就业达735万，去产能、去杠杆、去库存的结构改革开始发挥作用。2017年上半年，消费对GDP增长的贡献为63.4%，服务业增速继续超出制造业，占GDP比重达到54.1%。供给侧结构性改革取得积极进展：工业部门产能利用率上升3.4个百分点至76.4%，工业企业资产负债率同比下降0.7个百分点至56.1%，房屋库存同比下降9.6%。经济总体效率持续改善，2017年前5个月工业企业利润增长22.7%，比去年同期提高16.3个百分点。

增长前景

中国继续强调经济增长的质量和可持续性，并不一味追求高增长。中国早已摒弃单纯追求GDP增速的做法，而是追求以质量和可持续性为重的新型发展模式，坚持创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念。我们也绝不会放过任何发挥潜力的机会。2017年以来经济形势的改善不仅仅是政策刺激的结果，更是经济再平衡和结构性调整效果的体现，也是全球经济复苏的背景下中国经济周期性回升的反映。2017年上半年，中国外贸同比增长19.6%，进口增速比出口高出10个百分点。

展望未来，我们有信心保持增长势头，增速突然放缓的可能性很小。工作人员所设想的中国经济突然放缓的几种情景在我们看来都不太可能，中国政府目前所开展的工作能降低经济的下行风险。具体而言：

- 近期闭幕的全国金融工作会议所宣布的监管体系改革将解决银行间融资和资产管理业务中潜在的脆弱性。此外，中央银行的职能有所加强，具有足够的政策工具和手段来缓解市场上任何流动性冲击。
- 通过包括“一带一路”倡议在内的双边、多边倡议，更积极地倡导自由和开放的贸易，将在很大程度上抵消部分贸易伙伴采取内向型政策导致贸易冲突所可能造成的风险。

- 与市场基本面相一致的更灵活的汇率，参照一篮子货币而非单一货币，将成为避免破坏性波动的重要缓冲，必要时还将得到资本账户审慎管理和资本流动管理措施的支持。

去杠杆

企业部门去杠杆取得显著进展。工作人员关于缓解金融风险和去杠杆的建议与当局的政策目标一致。中国当局向来极为重视预防和降低金融风险，去年下半年以来尤其如此。降低企业部门高杠杆的工作已有成效。与去年同期相比，2016年经济整体杠杆率的增速下降了7个百分点，企业部门杠杆率的增速下降了9.2个百分点。值得注意的是，2016年三季度，企业杠杆率出现了2011年以来的首次下降，并在四季度稳定下来。若将直接融资和间接融资加总与GDP相比计算总融资率，中国与主要经济体相比并不突出。中国杠杆率相对较高是一个结构性问题，因为中国80%的融资需求都是通过银行满足的。过去几年杠杆率的上升也应被视为逆周期的，因而也有一定的必然性。还应进一步详细分析杠杆的结构，中国家庭部门和公共部门的杠杆率均远低于全球平均水平。

货币政策

货币政策保持稳健中性，货币市场利率上升，货币供应增速放缓。近期闭幕的全国金融工作会议强调，应维持稳健的货币政策，处理好促增长、调结构和控总量的关系。截至6月底，M2增速同比下降2.4个百分点，回落至个位数，为9.4%；M1增速更是下降了9.6个百分点，为15%。中国还将深入推进市场化汇率改革，更多依靠市场力量决定人民币汇率。

政府债务

从工作人员的角度来看，使用“增扩”债务和赤字的概念并进行估算可能是较为谨慎的做法；但在中国的情况下，这种做法争议很大。中国已经通过并严格实施新预算法，在全国范围内清理了地方政府经地方融资平台举借的隐性债务，规范了地方政府举债融资行为，确定了地方政府举债上限。这些工作明确了公共债务的规模，加强了地方公共债务的管理，强化了地方政府的

预算约束。近期全国金融工作会议已经明确，将对地方政府举债的决策者实行“终身”问责。

我们对工作人员报告中的“增扩”概念有不同看法。这种概念倾向于根据借款目的和假定的政府支持而非实际上和法律上的偿付责任来定义政府债务。工作人员的债务分析方法虽有助于从另一个角度让我们对与“增扩债务”相关的潜在风险保持警惕，但若忽视和低估中国独特的体制，将会误导对财政状况的评估，夸大财政的脆弱性并低估经济的长期增长潜力。

一国与他国相比若债务结构和储蓄率不同，即使债务规模占 GDP 比率一样，债务可持续性也会有所不同。在中国，地方政府债务大多用于为基础设施建设提供资金，这将转化为有形资产和收益。与许多其他国家举债用于经常性支出相比，中国的这些支出是生产性的，因而也是可以自我维持的。进一步看，基础设施投资通常跨越不同地区，财务上的回报也可能不多，但在中长期内的经济回报和给整个经济体带来的正向外部效应很大。中国的地方政府作为公共产品的提供者，牵头推动基础设施投资，这已被证明是一种行之有效的策略，能够克服市场失灵造成的私人投资者缺乏激励的问题。这是中国经济发展的一个宝贵经验，也是利用充裕的国民储蓄应对老龄化挑战的理性选择，既有必要，也与扩大内需、缩小储蓄/投资缺口并进而实现外部平衡相一致。考虑到中国的巨额公共资产，公共债务的净值远远低于名义值。如果对这种生产性的债务仅作片面的解读，就可能在对中国经济的评估中出现偏差或错误。

金融监管

中国将全面收紧并强化金融监管。近期闭幕的全国金融工作会议重申，要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，完善金融安全防线和风险应急处置机制。会议为金融业更好服务实体经济、防范金融风险以及深化金融改革绘制了蓝图，成立了金融稳定发展委员会，中央银行的宏观审慎管理和系统性风险防范职能得到加强。金融稳定发展委员会将在中央银行设立协调办公室。对监管**当局**的问责也将有所加强。会议还强调了金融监管的专业性、统一性和穿透性，旨在全面覆盖所有金融业务；将强化功能监管，更

多开展行为监管，及时发现和消除风险。鉴于中国拥有较高的储蓄率和充裕的外汇储备，银行部门资本与拨备充足，再加上近期成立的存款保险制度的支持，我们相信金融风险是可控的。

国有企业

国企一向是我们的改革重点。中国八成以上的中央国企是上市控股公司，遵循商业原则进行经营。银行根据商业原则独立做出向国企贷款的决定。完善国企治理、提高国企效率已取得进展。国企一直与经济同步发展，在支持增长与经济发展中起到了重要作用。2003 年以来，中央国企的收入及利润都呈两位数增长，有 50 家跻身“财富世界 500 强”，其中有 3 家位居前 5。但国企业绩良好并不一定意味着无处不在，因为私人部门现已成为中国经济更加活跃的增长动力，提供了 80% 以上的就业，60% 的 GDP，50% 的税收收入和 89% 的出口。

仅以财务回报来衡量国企的价值和效率过于简单，认为国企资源消耗大、效率低下也并不一定公平。实际上，应合理考虑国企所承担的社会责任和政策使命；国企从银行业获得的借款较多，既说明它们更多依靠债务融资而非股权融资，也意味着国企为银行业提供了大量稳定的利息支付。很多国企在税收和社会稳定方面的贡献也很显著。

展望未来，中国政府将更加重视抑制部分国企过高的杠杆水平，防止和减少不当垄断。全国金融工作会议把降低国企杠杆率和处置“僵尸企业”作为重中之重。国企改革将会加速推进，经济的总体效率将会不断提高。