



中华人民共和国

2021 年 1 月

2020 年第四条磋商—新闻发布稿；工作人员报告；工作人员声明以及中国执行董事陈述

根据国际货币基金组织《协定》第四条，国际货币基金组织通常每年与成员国举行双边讨论。在与中国进行 2020 年第四条磋商的背景下，发布下述文件，并纳入本文件包：

- **新闻发布稿**总结了执董会 2020 年 12 月 17 日举行的工作人员报告讨论过程中发表的意见，此讨论结束了此轮与中国的第四条磋商。
- **工作人员报告**由国际货币基金组织工作人员小组在 2020 年 11 月 4 日结束与中国官员关于经济发展和政策的讨论后撰写，供执董会 2020 年 12 月 17 日讨论。报告依据的是讨论时所能获得的信息，于 2020 年 12 月 3 日撰写完毕。
- **信息附录**由国际货币基金组织工作人员撰写。
- **中国执行董事的陈述。**

公众可通过以下方式订购本报告副本：

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

国际货币基金组织
华盛顿特区



新闻发布稿第 21/1 号

国际货币基金组织执董会结束与中华人民共和国的 2020 年第四条磋商

华盛顿特区 – 2021 年 1 月 8 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。

中国推出了有力的防疫措施，迅速开展政策行动缓解危机影响，以此支持经济从危机中持续复苏。中国的经济活动持续回归正常，国内疫情得到控制，预计 2020 年 GDP 增速为 1.9%，2021 年为 7.9%。核心通胀预计仍将维持低位，2020-2021 年 CPI 通胀将低于危机前约 3% 的目标。企业杠杆预计在 2020 年有所上升，升幅约为 GDP 的 10 个百分点。经常账户顺差预计将从 2019 年占 GDP 的 1.0% 扩大至 2020 年的 1.9%，此后在 2021 年收窄至 1% 以下。今年经常账户顺差短暂上升，原因在于大宗商品价格下跌、出境旅游的锐减、防疫物资及其他货物出口激增等因素，其中后者得益于中国较早恢复生产以及出口价格的上涨。

中国的宏观经济和金融政策为经济复苏提供了支撑。政策制定者推出了金融纾困和财政支持措施，以保护受影响最严重的企业，同时维护了金融稳定。这包括向银行体系提供流动性，扩大较小型企业的再贷款安排，延期贷款还本付息至 2021 年一季度等。当局还增加了失业保险的拨付额并扩大其覆盖面来帮助脆弱家庭，实施了税收减免，并允许企业暂缓缴纳社会保险。在这种背景下，广义政府赤字（包括估计的预算外投资支出）预计将从 2019 年占 GDP 的 12.6% 上升至 2020 年的 18.2%。

尽管暴发了疫情，但中国在结构性改革方面仍取得了进展，但在各个关键领域的进展程度不一。金融业开放取得进展，外商投资负面清单进一步缩减，境外机构投资者投资额度限制也已取消。户籍制度改革等劳动力市场改革提高了劳动力的流动性。专利法的修订加强了知识产权的保护并促进了创新。但同时，实体部门改革进展较慢，尤其是在国企改革、确保私企与国企竞争中性和方面。

执董会评估²

执董们指出新冠疫情危机给中国造成了重大的人员和经济损失，称赞当局采取了有效防控措施并迅速出台了宏观经济和金融政策支持来减轻疫情的经济影响。但执董们也指出，中国的经济增长仍不平衡，财政、货币、结构性政策应旨在加强私人部门需求，以实现更平衡的中期增长。

执董们呼吁中国继续采取适度支持性的财政和货币政策，直到经济复苏企稳为止。同时他们指出，从中期看，中国有必要开展财政整顿以确保债务可持续。执董们认为，为尽可能扩大政策空间，中国宜进一步完

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 讨论结束后，总裁兼执董会主席总结执董们的观点，并将该总结转交国家当局。总结中所用的任何修饰词的解释可参见以下网址：

<http://www.imf.org/external/np/sec/misc/qualifiers.htm>

善宏观财政框架，包括政府间协调和宏观经济数据；同时应推动货币政策框架现代化，以加强传统利率政策传导并增强金融中介作用。部分执董鼓励当局将重点放在更广泛意义的财政赤字概念上。执董们还呼吁加强社会保障体系以减少预防性储蓄——而这与提高税收体系累进性相结合，将有助于解决收入不平等问题。

执董们强调了积极主动应对金融脆弱性以维护金融稳定的重要性。随着经济复苏企稳，对金融部门的临时性支持措施应予以撤销，取而代之的是应出台政策解决问题贷款并加强监管框架。执董们指出，有必要根据国际最佳实践建立全面的银行重组框架，以使实力较弱的银行能有序退出。在数字货币的潜在益处方面，执董们同意当局的想法，但认为需要开展更多工作评估其风险。执董们也鼓励当局继续完善其反洗钱/反恐融资框架。

执董们欢迎中国在结构性改革方面持续取得进展，特别是在进一步推动金融业开放、开展户籍改革提高劳动力流动性方面的进展。他们强调需要进一步推进国企改革，包括确保国企与私企的竞争中性；部分执董呼吁消除对国企剩余的隐性担保。结构性改革将是提升潜在增长，减少外部失衡，建立更具韧性、更为绿色和更加包容的经济的关键。

执董们指出，虽然2020年经常账户顺差应暂时扩大，但在中期预计还将有所收窄，这反映出疫情临时性影响的减弱和经济增长的再平衡。执董们还强调，提升汇率弹性将帮助经济适应不断变化的外部环境。部分执董呼吁进一步提高外汇干预的透明度并逐步取消资本流动管理措施。

执董们欢迎中国当局对参与全球合作做出的承诺，指出中国及其伙伴可在支持基于规则的开放国际贸易体系中发挥重要作用。执董们还对中国希望多边合作中发挥重要作用以应对紧迫的全球性挑战表示欢迎，这包括让各国广泛获得在华研发并获批的疫苗、减缓气候变化等。他们指出，在二十国集团暂停偿债倡议和共同框架下为低收入国家提供债务减免方面，中国能发挥出关键作用，但指出进一步提高数据透明度对全球债务减免工作的成功是必要的。执董们还对中国宏大的减排计划和增加绿色投资表示欢迎。

中国：部分经济指标

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	预测										
	(年度百分比变化, 除非另有注明)										
国民账户											
实际GDP (基年=2015年)	6.9	6.8	6.9	6.7	6.1	1.9	7.9	5.7	5.6	5.5	5.4
国内总需求	7.3	7.9	6.8	7.4	5.5	1.5	8.7	5.8	5.6	5.6	5.4
消费	8.3	8.5	7.3	8.1	6.4	-0.8	11.3	6.4	6.5	6.2	6.1
投资	6.1	7.2	6.1	6.5	4.5	4.6	5.4	5.1	4.6	4.8	4.5
固定	7.9	7.3	5.9	7.1	5.1	4.3	6.3	4.9	4.6	4.8	4.5
库存 (贡献)	-0.6	0.0	0.1	-0.2	-0.2	0.2	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
净出口 (贡献)	-0.1	-0.8	0.3	-0.5	0.7	0.4	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
资本形成总额 (占GDP百分比)	43.0	42.7	43.2	44.0	43.1	43.1	41.8	41.2	40.4	39.6	38.8
国民储蓄总额 (占GDP百分比) 1/	45.8	44.5	44.8	44.1	44.1	45.0	42.7	42.0	41.1	40.2	39.4
劳动力市场											
失业率 (年度平均) 2/	5.0	5.0	5.0	4.9	5.2	5.4	...	...	...	...	...
就业	0.3	0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
价格											
消费者价格 (平均)	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.4	0.5	1.9	1.9	2.0	2.0
GDP 平减指数	0.1	0.9	3.9	3.5	2.4	2.1	1.6	2.1	2.1	2.2	2.2
金融											
7天回购利率 (百分比)	2.4	2.7	5.4	3.1	3.1	...	...	...	...	...	...
10年期政府债券利率 (百分比)	3.7	3.0	3.9	3.3	3.2	...	...	...	...	...	...
实际有效汇率 (平均)	9.8	-4.9	-2.9	1.4	-0.8	...	...	...	...	...	...
名义有效汇率 (平均)	9.7	-5.4	-2.5	1.5	-1.8	...	...	...	...	...	...
宏观金融											
社会融资总量	12.5	30.5	14.1	10.3	10.7	13.8	12.2	9.4	8.8	8.4	7.9
占GDP百分比	200	242	248	248	253	276	283	287	290	291	292
非金融部门债务总额 3/	14.5	16.8	14.3	10.8	10.7	13.9	12.4	9.8	9.2	8.7	8.2
占GDP百分比	222	241	248	248	253	277	284	289	293	295	297
对私人部门的国内信贷	15.9	12.6	11.6	8.3	9.2	12.0	11.0	7.9	7.5	7.1	6.5
占GDP百分比	161	168	169	166	167	179	182	182	181	180	178
房价 4/	9.1	11.3	5.7	12.3	8.6	7.0	6.5	6.2	5.9	5.8	5.7
家庭可支配收入 (占GDP百分比)	61.1	61.6	60.1	59.3	59.1	57.6	59.2	59.1	58.9	58.6	58.3
家庭储蓄 (占可支配收入百分比)	38.4	37.2	35.7	34.8	34.4	37.1	33.7	31.8	29.9	27.9	25.9
家庭债务 (占GDP百分比)	39.1	44.7	48.9	52.3	55.6	58.3	61.3	62.4	64.0	64.9	66.0
非金融企业国内债务 (占GDP百分比)	122	124	120	113	111	121	120	119	117	115	112
国际清算银行 (BIS) 估算的信贷/GDP率缺口 (占GDP百分比)	25.4	20.8	11.8	0.3	-2.2	...	...	...	...	...	...
预算内广义政府 (占GDP百分比)											
净贷款/借款 5/	-2.8	-3.7	-3.8	-4.7	-6.3	-11.9	-11.0	-10.1	-9.1	-8.3	-7.5
收入	28.8	28.2	27.8	28.3	27.7	24.5	25.0	25.3	25.8	26.5	27.1
从土地出让中获得的额外资金	1.9	2.0	2.5	2.8	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
支出	33.5	33.9	34.2	35.8	36.9	39.3	38.9	38.3	37.9	37.8	37.6
债务 6/	36.7	36.7	36.2	36.5	38.1	44.7	47.2	49.5	51.2	52.6	53.8
结构性余额	-2.5	-3.4	-3.6	-4.5	-6.0	-10.6	-10.3	-9.6	-8.8	-8.1	-7.5
国际收支 (占GDP百分比)											
经常账户差额	2.7	1.8	1.6	0.2	1.0	1.9	0.9	0.8	0.8	0.6	0.5
贸易差额	5.2	4.4	3.9	2.9	3.0	3.5	2.6	2.8	2.6	2.5	2.4
服务差额	-2.0	-2.1	-2.1	-2.1	-1.8	-1.1	-1.3	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7
净国际投资头寸	15.1	17.4	17.1	15.5	14.7	16.1	15.2	14.8	14.4	13.9	13.4
官方储备总额 (十亿美元)	3,406	3,098	3,236	3,168	3,223	3,579	3,842	4,127	4,427	4,734	5,056
备忘项											
名义GDP (十亿人民币) 7/	69,209	74,598	82,898	91,577	99,493	103,462	113,377	122,286	131,750	142,072	153,020
增扩概念的债务 (占GDP百分比) 8/	55.2	66.4	72.8	76.4	80.5	91.7	96.4	101.4	105.6	109.3	112.7
增扩概念的净贷款/借款 (占GDP百分比) 8/	-8.7	-15.9	-13.5	-11.8	-12.6	-18.2	-17.2	-16.3	-15.4	-14.6	-13.8

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

1/ 国际货币基金组织工作人员对2019年的估计。

2/ 调查失业率。

3/ 包括政府基金。

4/ 国际货币基金组织工作人员根据国家统计局公布的房屋销售价值和成交量估计的平均售价。

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、平准基金的调整以及社保基金。

6/ 2015年后的债务估计数据假设2015-2025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政府性基金、地方政府融资平台的预算外活动。



中华人民共和国

2020 年第四条磋商工作人员报告

2020 年 12 月 2 日

主要问题

背景。中国经济正在从当前的卫生和经济危机中快速复苏，这得益于中国当局出台的强有力的防疫措施和宏观经济金融政策支持，其减轻了新冠疫情危机的影响，推动了经济反弹。但经济增长依然不平衡，因为复苏在很大程度上依赖于公共支持，私人消费相对滞后。金融脆弱性不断上升，外部环境日益严峻，这些都给中国经济前景带来了风险。面对危机，中国仍然推进了一些重要改革，但是各个主要领域的改革进展程度不一。

政策。为保障经济复苏、重回平衡增长，中方需采取下述关键政策：

- 对旨在促进经济复苏的支持政策进行必要调整。随着私人部门需求的改善，中国应在 2021 年保持适度扩张的宏观经济政策。财政政策的重点应转向加强社会保障体系和促进绿色投资。鉴于通胀处于较低水平，货币政策应保持宽松。同时，随着经济复苏企稳，应逐步取消信贷增长目标和贷款利率指导等可能具有扭曲性的措施。
- 应提高政策支持的有效性，以最大限度增加政策空间。鉴于中国的公共债务水平较高且在不断上升，应完善宏观财政体制，并加强政府间财政协调，同时，利用数字技术向弱势群体提供支持，从而提升财政政策的有效性。还应进一步推动货币政策框架的现代化，加强传统利率政策的传导，从而改善信贷中介作用。
- 应主动遏制不断上升的金融风险。随着经济复苏企稳，相较于出台特殊的政策支持措施，当局更应积极主动地处置问题贷款并加强监管框架。重新加强金融监管将有助于降低影子银行风险。此外，还需要建立一个全面的银行重组制度框架，以降低系统性风险，持续推进去风险。
- 应实施结构性改革，加强私人部门的作用。同时，应实施若干关键改革——包括进一步开放国内市场、改革国有企业、确保国企与私企的竞争中性，以及促进绿色投资和加强社会保障体系——使经济复苏更有利于增加就业、且更为均衡，提高潜在经济增长率，减少外部失衡，建立一个更具韧性、更加绿色和更为包容的经济。
- 引领全球解决方案。中国应继续领导开展多边工作，应对全球性挑战。这些工作包括：在全球范围内扩大疫苗获取渠道、为低收入国家提供债务减免、为全球基础设施投资提供可持续融资，以及应对气候变化。中国与其贸易伙伴应共同努力，建立一个更加开放、稳定、透明、以规则为基础的国际贸易体系。

批准人
Kenneth Kang 和
Sanjaya Panth

磋商讨论于 2020 年 10 月 26 日至 11 月 4 日以视频会议方式进行。磋商团队由以下人员组成：H. Berger（团长）、D. Cerdeiro、W. Chen、F. Han、S. Jahan、J. Kang、C. Ruane（均来自亚太部）、J. Ralyea（财政事务部）、H. Hoyle（货币与资本市场部）、F. Zhang（研究部）、H. Lin（战略、政策及检查部）以及 S. Barnett、P. Jeasakul 和 X. Li（常驻代表）。K. Kang（亚太部）参加了总结性会谈。金中夏、张正鑫和刘云（均来自执行董事办公室）参加了官方会谈。A. Balestieri、J. Li、Q. Shan 和 C. Zhou 为代表团访问提供了支持。

目录

新冠疫情危机和日益紧张的外部形势	4
迄今为止，复苏仍不均衡	5
逐步转向私人需求	11
保障经济复苏、重回平衡增长的政策	15
A. 支持经济增长，确保金融稳定	15
B. 改善政策传导，实现政策空间最大化	20
C. 根据经济复苏的步伐调整宏观经济政策	22
包容、绿色和高质量的经济增长	23
A. 重新加快改革以支持平衡增长	23
B. 帮助解决全球性危机	26
工作人员的评估	27
专栏	
1. 中国走出新冠肺炎疫情的退出战略	29
2. 中国货币和信贷政策在新冠肺炎疫情期间的影响	30
3. 中国经济活动的跟踪指标	32
4. 封锁措施下通过贸易产生的溢出效应	33
5. 在结构性改革方面取得的进展	34
6. 技术脱钩的影响	35
7. 在中期重建中国的财政空间	36
8. 中国央行数字货币的发展	37
9. 中国“十四五”规划建议的主要内容概要	38
图	
1. 近期形势 — V 形复苏	39
2. 再平衡 — 危机后的倒退	40
3. 外部 — 增加的经常账户盈余和不稳定的资本流动	41
4. 财政 — 大流行应对措施强化了现有趋势	42

5. 货币政策 — 政策宽松但通货膨胀率仍然较低	43
6. 信贷 — 信贷增长加速，债务水平上升	44
7. 金融市场 — 融资条件在最初的宽松之后开始收紧	45
8. 银行业 — 在盈利压力不断上升的情况下，银行业不断扩张	46

表

1. 部分经济指标	47
2. 国际收支	48
3. 外部脆弱性指标	49
4. 货币和信贷走势	50
5. 广义政府财政数据	51
6. 非金融部门债务	52
7. 中国再平衡计分卡	53
8. 国有企业绩效	54

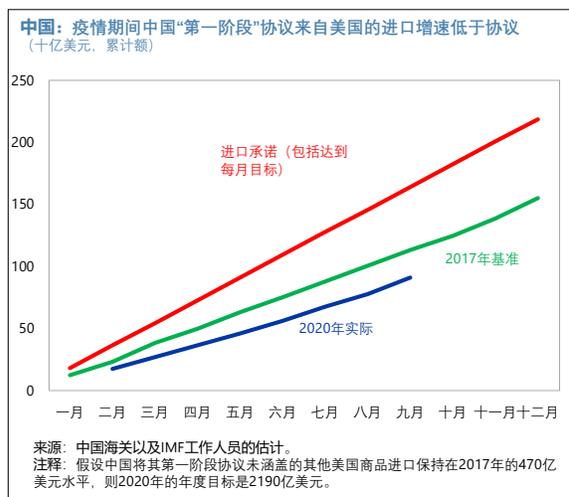
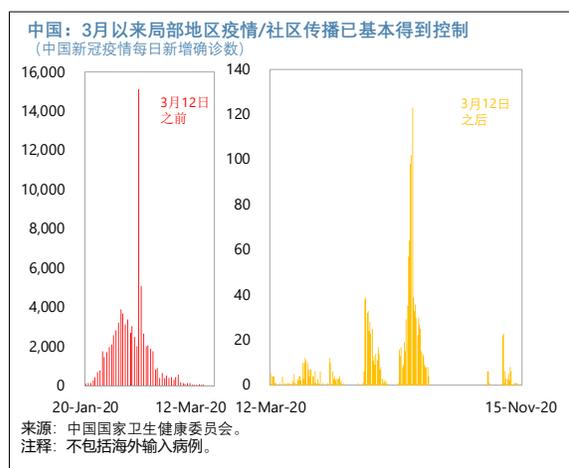
附录

1. 对外部门评估	55
2. 风险评估矩阵	57
3. 债务可持续性分析	58
4. 2019年第四条磋商的主要建议落实情况	70
5. 2017年中国 FSAP 主要建议落实情况	75

新冠疫情危机和日益紧张的外部形势

1. 新冠疫情危机给中国造成了巨大的生命和经济损失，但强有力的防疫措施使疫情得到了控制。

- 新冠疫情危机在第一季度造成的生命和经济损失最大。中国是第一个遭受新冠疫情的国家，在这场疫情中失去了4600多个生命。但全国春节假期的延长、出行限制、对湖北省（疫情最严重地区）的封锁以及其他措施遏止了病毒在中国的传播（即使是在全球疫情肆虐的情况下）。经济活动突然停止，导致第一季度GDP同比收缩了6.8%，这是40多年来的第一次。
- 在有效精准的抗疫措施的作用下，经济得以重新运转。中国根据具体的风险评估情况，对不同地区的防疫措施进行了调整，优先重启了低风险地区和重要部门的经济活动。随着病毒在全国范围内的消散，政府成功地采取了一种专门针对局部疫情暴发的精准防控策略，其综合采用了集中检测、有效的接触者追踪和局部人员流动限制等措施（专栏1）。与此同时，在政策支持作用下，检测能力迅速提高，医疗和防护用品的生产快速扩大，同时，政府还利用大数据和人工智能等数字技术来更好地追踪接触者以及执行必要的旅行和其他限制。



2. 本次疫情正值中国面临的外部环境日益严峻之时。中美摩擦已经从贸易领域扩展至技术获取和金融市场领域。¹中美两国仍承诺实施“第一阶段”协议，但根据今年前十个月的贸易数据，中国必须大幅加快货物采购，才能兑现采购承诺。全球其他地方也出现了一些贸易争端，对全球供应链可靠性造成了普遍担忧，促使一些国家将生产转移回国内或者减少对中国等任何单一贸易伙伴的依赖，同时，入境方向的外国直接投资（FDI）的相关规定也正在逐步收紧。欧盟正在研究外国补贴是否扭曲了欧盟内部市场，由此形成的监管方面的调整可能会对在海外经营的中国企业产生不利影响。

3. 改革仍在继续，但在提高经济韧性方面仍有很大的空间。尽管暴发了危机，但中国还是取得了一些重要的改革进展，例如在金融部门开放方面。不过，在国有企业（SOE）和竞争中性方

¹美国收紧了对中国部分技术公司的出口限制，颁布法律授权可对在香港特别行政区运营的外国金融机构实施制裁，将一些不符合美国会计准则的中国企业从美国证券交易所退市，以及强制将中国企业出售给美国，等等。

面，改革一直滞后，促使生产率和经济增长率的下滑。虽然中国对外部需求的依赖大幅下降，但由于缺乏完善的社会保障体系，家庭储蓄率仍然过高。金融监管力度有所加强，但金融脆弱性依旧严重。这些问题在危机暴发前没有得到充分解决，导致中国经济的风险抵御能力未能达到应有水平，当前，如果能积极推进改革，将有助于保障经济复苏，促使经济更快回归到平衡增长路径上，并有助于降低全球失衡程度。

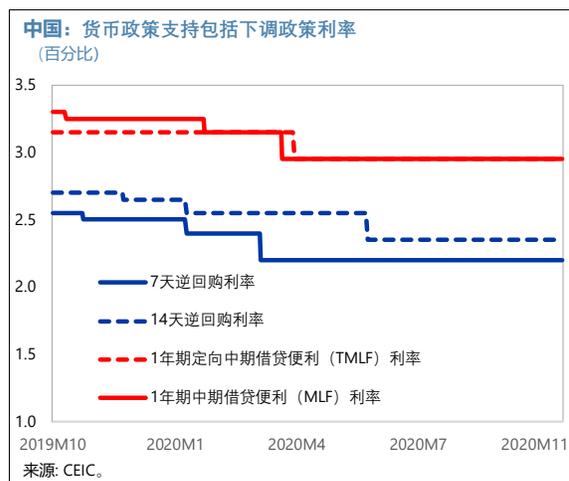
迄今为止，复苏仍不均衡

4. 中国迅速出台了强有力的政策措施，降低了危机对经济造成的影响，为复苏奠定了基础。政策制定者通过资金救济和财政支持向受影响最大的企业提供了保护，同时，当局还向银行系统提供流动性，以维护金融市场稳定。中国人民银行扩大了再贷款安排，为医疗用品和日用品生产商以及中小微企业提供定向支持。当局允许银行不将受疫情冲击的中小微企业的问题贷款计入不良贷款，对受疫情影响严重的地区和行业的不良贷款上升情况保持容忍，并将大多数中小微企业和其他符合条件企业的延期还本付息时限延长至 2021 年初。对于家庭部门，当局加快了失业保险的赔付，同时将其覆盖范围扩大到部分进城务工人员，并将其申请和福利期限延长了 6 个月，达到 18 至 30 个月。当局还提供了各种税收减免措施，并免除了用人单位的部分社会保障缴费，以保护就业。此外，政府增加了在疫情防控以及国家公共卫生应急管理系统方面的支出。

5. 在成功重启经济之后，财政政策已转向需求支持。基金组织工作人员估计，2020 年，相机决策的财政措施规模已达到 GDP 的 4.7% 左右（其重点为增加基础设施投资），预计将拉动 GDP 2.2 个百分点。由于自动稳定机制将进一步提高政府支出和降低财政收入，预计在 2020 年，广义的增扩政府赤字与 GDP 之比预计将上升 5.6 个百分点，达到 18.2%。²增扩债务与 GDP 之比预计将达到 92%，远高于新兴市场的平均水平——约 64%，并且在中期内还将继续上升。虽然债务居高不下，但中国目前的增长率-利率差较为有利，而且占 GDP 43% 左右的国内储蓄也多在国内进行投资，这些对公共财政都是积极的因素。

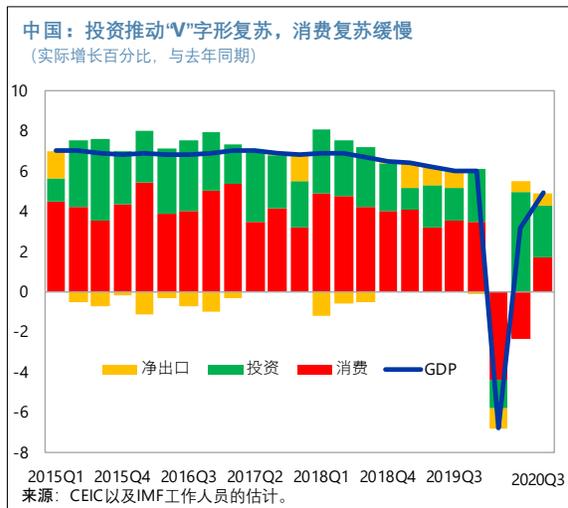
6. 央行始终维持了支持性的货币政策，但主要依赖了非利率工具。

- 中国人民银行降低了各种政策利率，特别是将 7 天和 14 天短期逆回购利率降低了 30 个基点，将 1 年期中期借贷便利（MLF）利率降低了 30 个基点，从而带动贷款利率、特别是企业贷款利率进一步下降。不过，存款利率调整较慢，加上较小银行的资本金存在短缺，这限制了银行向私人部门提供新贷款的能力。



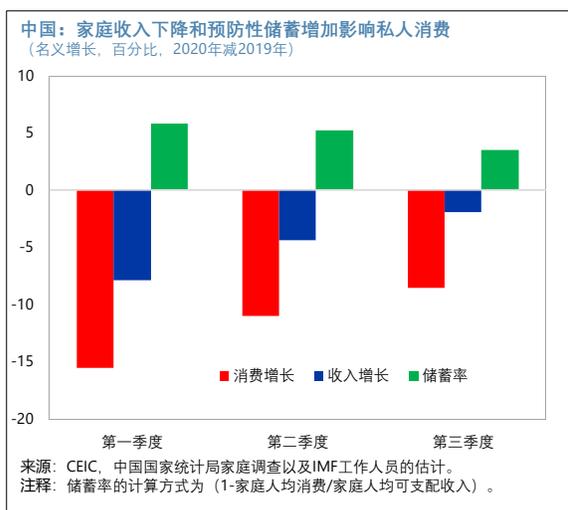
² 2020 年，一般预算赤字和债务与 GDP 之比将分别上升至 3.7% 和 44.7%。

- 中国人民银行与其他主管部门合作，广泛部署了一系列非利率工具，为（特别是对小型企业）提供更多支持，包括进一步扩大再贷款安排（含贷款利率指引）、定向降准、提高银行信贷目标、扩大政策性银行的信贷支持、推出普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划等。这些措施加上旨在引导信贷流向受到疫情重创部门的窗口指引，对银行贷款以及企业和政府债券发行产生了巨大的积极影响，促使信贷快速扩张，至10月，社会融资总量（TSF）同比增速加快至13.7%，高于2019年底的水平（10.7%）（专栏2）。



7. 在第二季度快速反弹之后，第三季度经济继续快速复苏，但经济增长仍不平衡。

- 迄今为止，复苏在很大程度上依赖于政府支持，私人消费仍然疲软。实际GDP增速继第二季度回升至3.2%之后，在第三季度达到了4.9%（同比）（专栏3）。政府大幅增加支出、加大投资力度以及解除封锁时优先开放生产设施等措施共同推动了经济的快速反弹。到了夏季，房地产投资恢复正增长，住房项目开工数量增长开始超过销售。制造业复苏的同时，私人投资也在走强。相比之下，私人消费的复苏则缓慢得多，主要原因包括接触密集型服务业方面仍然要求保持社交距离，以及，由于劳动力市场低迷、预防性储蓄增加（部分是因为社会保障体系仍然非常有限），家庭平均收入增长大幅下降。实际零售额仍低于危机前的水平，失业率仍处于偏高水平。³

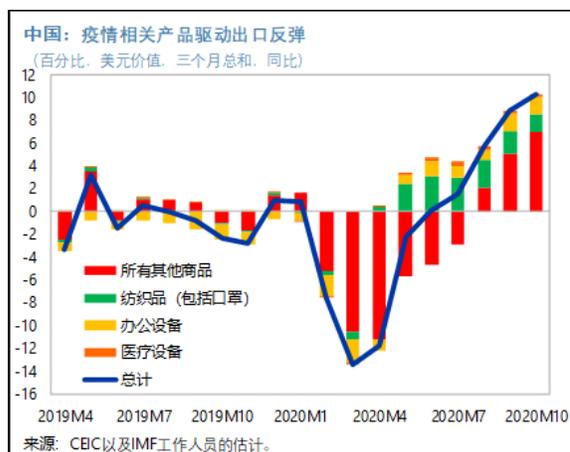


- 尽管外部环境更加艰难，但出口保持了良好势头。虽然疫情和封锁措施明显压缩了全球贸易总量（专栏4），但中国企业（也是得益于生产恢复较早）迎来了对医疗和防护设备以及居家办公相关电子产品的强劲需求（最近，外需已扩大到疫情相关以外的产品）。前十个月的商品出口额同比增长了0.5%（以美元计），不过，出口量估计下降了3%。另一方面，同期商品进口额同比下降了2.3%（以美元计）——这主要反映了商品价格下降，因为进口量估计增加了

³ 官方调查得出的城镇失业率在2月为6.2%，到9月下降到5.4%。不过，这一统计数字可能低估了危机的剩余影响，因为统计不含进城务工人员。截至8月，今年新增城镇就业岗位仍比2019年同期的新增城镇就业岗位少20%左右。

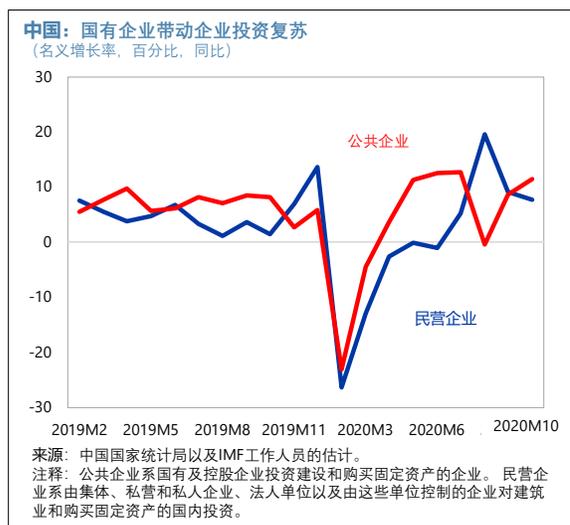
4%。自第二季度以来相对强劲的国内复苏、全球风险情绪的转好以及持续的金融开放吸引了大量证券投资的流入。⁴

8. 核心通胀一直较低，食品价格通胀已经稳定下来。由于产出仍有很大的缺口（估计 2020 年平均价值约为潜在 GDP 的-3.5%），10 月核心消费者价格指数通胀（是需求状况的滞后反映指标）仍然保持在 0.5%（同比），此前，由于非洲猪瘟以及夏季暴雨和洪灾的持续影响，食品价格通胀一直保持高位，最近也已经稳定下来，这导致 10 月的总体通胀降至 0.5%，低于中国人民银行设置的今年 3.5% 的目标。生产者价格通胀随着经济活动反弹而逐渐上升，但仍保持在-2.1%（同比），处于通缩区间。



9. 这种信贷驱动的、投资密集型的复苏可能会逆转近期在经济再平衡方面取得的进展。

- 公共投资一直是国内经济增长的主要驱动力。疫情导致收入下降，由此削弱了总体私人消费，较为脆弱的家庭尤其如此，而较为富裕的家庭则增加了预防性储蓄。⁵与此同时，公共投资大幅增加，有可能逆转在过去五年在实现更为平衡的增长方面取得的进展。而且，中国的公共资本存量（不包括国有企业）相当于GDP的150%以上，与新兴经济体和发达经济体相比已经非常庞大，这表明在传统基础设施方面的进一步投资的回报正在下降。⁶此外，国有企业也在第二季度大幅增加了固定资产投资，时间上早于私人企业（POE）投资的复苏，后者近期才有所恢复。



- 实现“绿色”增长方面的进展不一。中国在可再生能源和推广电动汽车方面仍处于世界领先地位。空气质量也在继续改善，尽管这在一定程度上是由于封锁措施的实施。不过，几年来一直处于下降趋势的煤电产能在 2019 年开始再次扩张，因为几个新的大型电厂的投产速度超过了老旧低效电厂的淘汰速度。

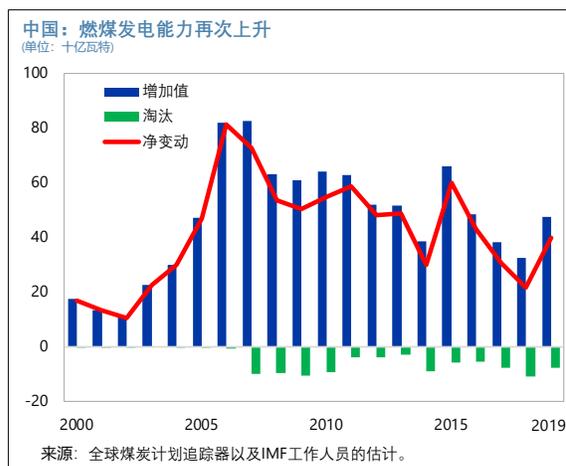
⁴ 在第一季度资本外流压力下，当局将宏观审慎评估框架下的跨境融资上限提高 25%，放宽了对金融机构和企业外部借款的限制；同时在 2019 年 9 月还取消了对外国机构投资者投资额度的限制（两者均为资本流动管理措施（CFM））。

⁵ 虽然到目前为止没有关于 2020 年整体收入分配的数据，但截至第三季度的家庭可支配收入的平均数与中位数的比率显著上升，达到 2013 年以来的最高水平——1.16。

⁶ 虽然传统的公共基础设施投资有很多明显的好处，但随着公共资本存量的增加，其对长期增长的边际影响可能会减弱。关于长期大规模扩大公共投资对长期增长的好处的学术证据喜忧参半（“从全球储蓄过剩到基础设施融资”，[Arezki 等人, 2017 年](#)；“公共投资成为增长引擎”，[Warner, 2014 年](#)）。

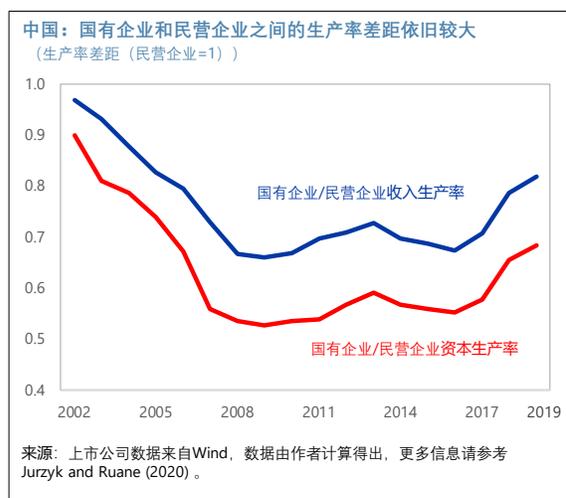
- 疫情似乎暂时阻碍了外部再平衡（¶7）。尽管今年的经常账户顺差预计会有所扩大，但这一扩大在很大程度上反映了与疫情相关的出口激增、大宗商品价格下跌以及全球危机的其他影响。

10. 疫情使危机前就已存在、彼此相互关联的金融脆弱性问题进一步加剧。虽然特殊的金融支持措施避免了潜在的信贷紧缩（¶4），但也导致了原本就很高的企业债务的进一步增加，并且，这些措施延长了不可持续经营且生产率低下的企业（包括国有企业）的经济寿命，从而加剧了现有的结构性问题，特别是产能过剩的资本密集型部门的结构问题。与此同时，虽然被不良贷款认定标准放宽所暂时掩盖，但疫情降低了高杠杆企业和家庭的偿债能力，从而增加了银行业的脆弱性。⁷由于资管行业改革的实施被推迟一年到 2021 年底，杠杆率上升也增加了部分资管行业的脆弱性。这些情况带来了巨大的金融风险（见后文）。



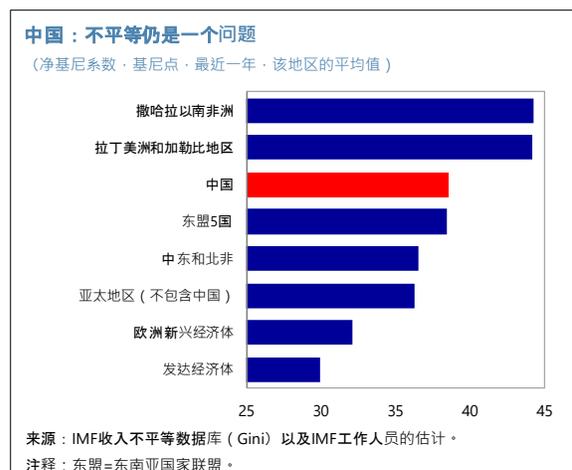
11. 虽然结构性改革取得了进展，但各关键领域的进展不一（专栏 5）。

- 金融部门对外开放继续推进。全国和自由贸易试验区的外商投资准入负面清单进一步缩短，证券、基金、期货和人寿保险公司的外资持股上限被取消，一家外国企业获得了人民币交易网络清算许可。对外国机构投资者投资额度的限制也已取消。商用车行业的外资持股上限被取消，部分农产品行业的外资持股上限得以提高。国内机构投资者获得了新的海外投资额度许可。
- 劳动力市场改革改善了资源配置。进城务工人员占总就业人数中的比例正在上升，因为改革使其更容易在很多大城市获得户口。不过，进城务工人员获得公共服务的渠道仍然有限，尤其是在子女就近就读公立学校方面。另外，在城市地区定居的进城务工人员可能会面临失去（或可能需要放弃）农村土地权利的风险，而农村地区缺乏有效的土地市场意味着他们可能得不到充分的补偿。这些因素使很多进城务工人员不愿意获得城市居住权，因而无法参加城市地区的社会保障体系。
- 在加强市场竞争方面取得了进展。当局对专利法进行了修订，其目的是加强知识产权保护和促进创新。政府还进一步加大了对垄断行为的监管力度，促进公平竞争（包括在线商业平台的公平竞争）。



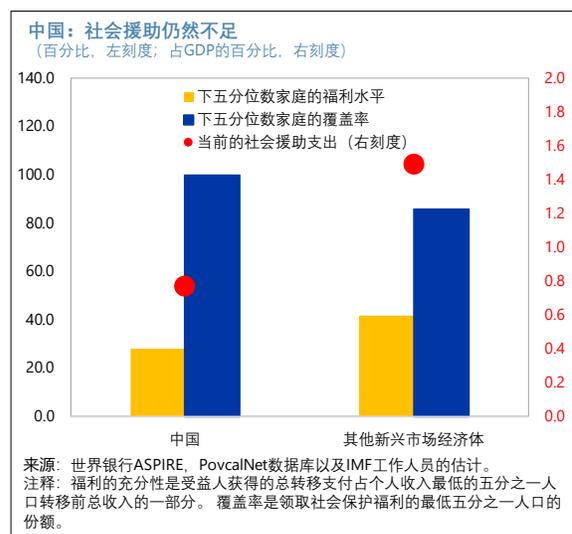
⁷高家庭杠杆率带来的宏观金融风险，见“[中国家庭债务的宏观金融风险](#)”（Han 等人，2019年）。

- 不过，实体部门改革进展缓慢，尤其是在国有企业改革和竞争中性领域。在国有企业去杠杆方面的进展出现了倒退，因为在危机期间，以占GDP的比例衡量的杠杆率进一步上升，而盈利能力却下降了（这在一定程度上也反映了国有企业在稳定宏观经济方面的贡献）。另外，一些亟需的国有企业改革几乎没有取得实质性进展。例如，上市国有企业仍然在获得信贷和其他资源方面享有优势，但其生产率显著低于同一部门的私人企业——截至2019年，以全要素收入生产率衡量（即单位资本和劳动力实现的增加值）比后者约低20%，这在很大程度上是由于国有企业的资本生产率低。考虑到国有企业部门的整体规模很大，这会严重影响中国全要素生产率的提高。



12. 疫情也使中国面临的不平等问题再次加重。过去几十年的快速经济增长已使数百万人脱贫。但与此同时，收入不平等大幅加剧，使中国的不平等状况比同一区域的其他国家更加严重。虽然家庭储蓄率高，但主要集中在高收入和中等收入家庭，低收入家庭几乎没有什么缓冲资金。⁸ 尽管就业领域出现了向服务业转移的结构性变化，但劳动力参与率和工资方面的性别差距有所扩大。⁹ 虽然很难全面衡量疫情危机的影响，但收入和财富不平等可能会扩大，因为低收入家庭面临失业和减薪，且难以实现居家办公。这一态势可能导致私人消费复苏缓慢，因为低收入家庭的消费倾向更高。这表明制度上还存在一些弱点：

- 尽管近期进行了调整，但社会保障体系仍然严重不足。特别是，失业保险制度的覆盖范围仍然非常有限——仅覆盖了三分之一的城市劳动力和不到五分之一的进城务工人员，而在农村地区的覆盖范围更小。在第一季度，2300万失业者中只有10%的人领取了保险金。
- 社会援助和公共卫生保健支出较低。即使考虑到国家公共卫生应急管理体系的支出预算增加了1470亿元人民币（占GDP的0.14%），中国的福利和卫生支出总额仍仅占GDP的3.5%左右，远低于其他新兴市场经济体的平均水平——6%以上。

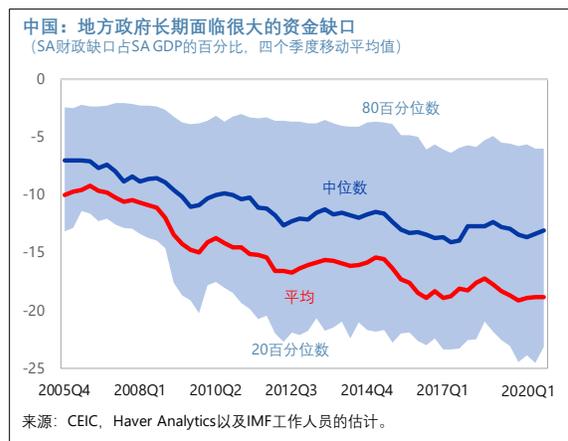


⁸ 中国人民银行2019年的一项调查显示，排名前10%的家庭持有全国总资产的48%、金融资产的58%，而最底层40%的家庭仅持有总资产的9%、金融资产的5%。

⁹ 更多细节见“中国再平衡：性别视角”（Brussevich、Dabla-Norris和Li，即将发表的基金组织工作论文）。

- 与很多其他国家相比，税收制度缺乏累进性。对货物和服务征收的增值税和其他税收约占中国税收收入的 65%，而新兴市场经济体的这一比例约为 50%。相比之下，个人所得税（PIT）收入仅占总税收收入的 5%左右，约为新兴市场平均水平（10%）的一半。此外，由于最低社会保障缴费设置较高，最低收入人群的劳动所得税楔子非常高。¹⁰2018 年个人所得税改革提高了个人所得税免税门槛，并引入了一大批抵扣项目，进一步缩小了税基，降低了税制的累进性。经常性财产税的缺失也导致了累进性的不足。

13. 地方政府的财政失衡限制了其应对疫情的能力。中国地方政府的支出责任占比高于很多其他国家，在疫情之前，地方政府自身收入与支出之间就已经存在巨大缺口，且这个缺口还在不断扩大——这些缺口是通过中央政府的转移支付和其他融资来源填补的。¹¹随着危机的发生，经济活动的减弱和各种临时的税费减免措施加剧了资金压力，并限制了很多地方政府的危机应对能力，从而限制了总体财政应对措施的有效性。



当局观点

14. 当局同意，强有力的政策行动帮助减轻了卫生危机的影响，并支持了复苏。他们指出，成功控制各地零星的疫情对经济复苏至关重要。他们强调财政支持的重要性,包括对地方政府的转移支付，用以帮助弱势企业和家庭,减免税费,以及增加公共投资，其中部分融资来源于额外发行的地方政府债券，及中央政府自 2009 年全球金融危机以来首次发行的特别国债。当局估计财政支持总额大于 IMF 工作人员估计的相机财政支持。当局认为，非利率货币和金融政策措施，如普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划，在支持最脆弱的小微企业和就业方面特别有效，同时避免了潜在的政策漏洞。

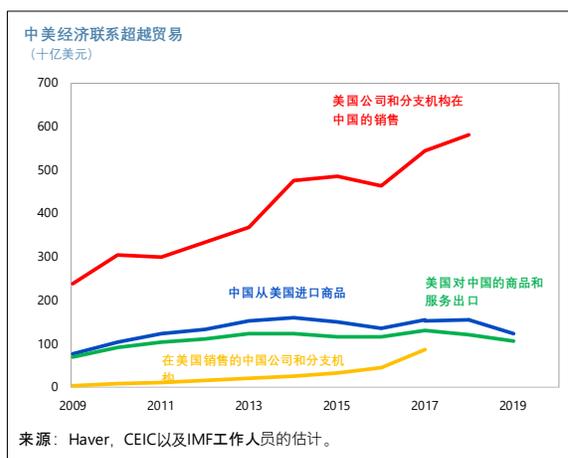
15. 当局指出，经济复苏速度很快，但仍有些不平衡。他们指出，自第一季度末以来，经济增长一直在加速。投资和出口是主要驱动因素，均在前三季度实现同比增长。当局强调，居民消费在 8 月份开始明显回升，首次实现同比正增长。私人消费复苏的缓慢主要是由于必要限制措施放松得比较缓慢。旅游、体育和娱乐活动在 10 月份国庆假期期间强劲反弹。

¹⁰ 员工工资适用名义上的统一费率计算缴费额，但实际上需要根据收入的估算值确定最低缴费额。因为约有 30% 的城市劳动力的收入低于这一数值（Cai、Du 和 Wang，2011 年，中国社会科学院人口与劳动经济研究所），最低收入人群的平均有效税率高得令人吃惊。

¹¹ 见“中国的政府间财政改革”（[Wingender, 2018 年](#)）。

逐步转向私人需求

16. 2020年中国的GDP增长率预计为1.9%，2021年为7.9%。在这一基线情景预测下，经济活动预计将继续回归常态。随着收入持续恢复，私人消费和企业投资动力将逐渐增强。今年，房地产投资为经济复苏提供了支持，但预计未来其增速将有所放缓，部分原因是后续可能将推出相关审慎措施。与此同时，全球经济复苏提振了外部需求，出口的构成进一步丰富，防疫物资以外的货物出口将逐渐增加。2021年，中国预计将大致维持中性的财政政策，并继续保持支持性的货币政策，不过力度预计不如2020年。到2021年底，社会融资总额增速将从13.7%（2020年10月）放缓至12.2%（同比）。继2020年第二季度强劲反弹之后，同比增速将从2020年下半年开始放缓，然后到2021年下半年恢复到疫情前的趋势水平。

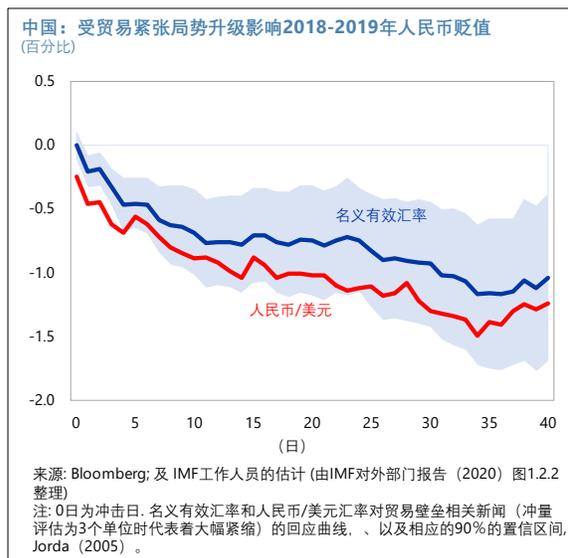


17. 以上基线情景是建立在风险得到遏制的较强假设之上的。

- 疫情将长期存在，但不会阻碍经济复苏。该预测情景假设在2021年中国不会再次暴发全国性疫情和实施全国性封锁，并且将逐步推出有效的疫苗和治疗方法。在2021年底之前，防疫措施和自愿保持社交距离的行为将会继续抑制接触密集型服务活动。
- 外部紧张局势不会升级。尽管中美摩擦预计将会持续存在（包括维持很高的双边关税，以及技术限制），但基线情景仅将摩擦的进一步升级视为一种风险因素。

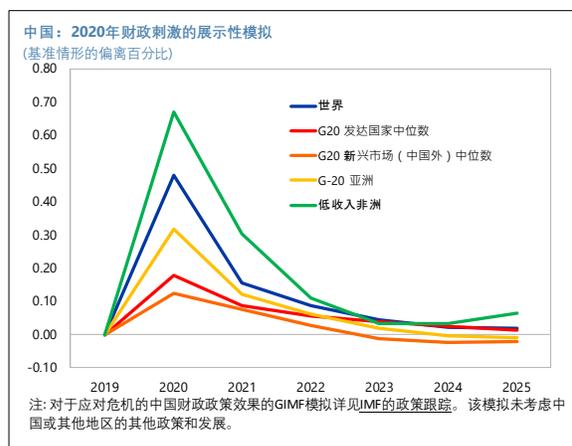
18. 今年经常账户顺差预计将进一步扩大，这主要是因为受到了疫情的影响。

- 评估显示，2019年中国的外部头寸基本符合中期基本面和理想政策下的隐含水平（附录一）。由于国内需求疲软和贸易流动（特别是库存周期）变化——反映了预期的和既有的美国关税的上调的影响——经常账户顺差从0.2%（2018年）扩大到1%（2019年）。汇率的弹性有所增加，2018-2019年人民币的贬值很大程度上反映了与美国之间贸易摩擦的升级。
- 经常账户顺差预计在2020年将扩大到GDP的1.9%，然后在2021年缩小到GDP的1%以下。今年出现的暂时顺差扩大反映了大宗商品价格的下降、出境旅游流动的锐减以及

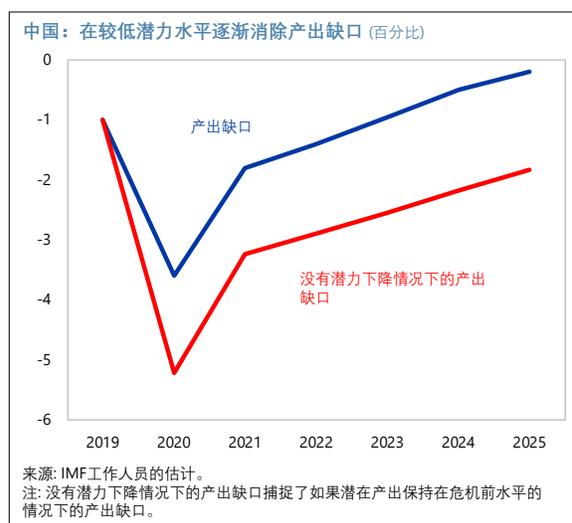


防疫物资及其他出口的暂时性激增——由于中国较早恢复生产，且出口价格出现了大幅上涨（¶7）。¹²与此同时，人民币的实际有效汇率和与美元的双边汇率均走强（截至10月，两者较2019年平均水平分别上升了3.9%和3%），这反映了中国较早的经济复苏以及强劲的证券投资流入和出口表现。外汇储备基本保持稳定，今年前十个月增加了200亿美元，而外汇干预似乎并不多。初步来看，在根据暂时性因素进行调整后，近期形势显示，与2019年相比，2020年总体外部头寸基本不变。不过，鉴于缺少2020年全年数据以及新冠疫情危机的相关数据，这一评估的不确定性很高。¹³

19. 总体而言，预计国内经济的复苏将提振贸易流动和大宗商品价格，为全球经济带来积极的溢出效应。工作人员使用基金组织二十国集团模型进行的模拟分析表明，中国2020年的财政刺激将在2020年和2021年累计促进全球GDP增长约0.6个百分点，其中约四分之一（0.15个百分点）来自于对外溢出效应。鉴于亚洲地区的区域一体化程度很高，亚洲地区的这种溢出效应将尤其巨大，不过低收入非洲国家，特别是大宗商品出口国也将受益。



20. 中国经济正在向“疫情常态”调整，但在中期内，经济预计仍将在产能以下运行。技术和数字服务在中国经济适应疫情方面发挥着重要作用，特别是在零售和食品服务、医疗保健、教育和娱乐部门。不过，就业损失造成的劳动力市场的损伤、投资偏向生产率较低的公共投资所造成的经济失衡情况、工作场所安全和卫生措施的额外成本造成的生产率增速下滑，以及跨部门资源再分配所需的较长时间，都可能对潜在GDP水平产生永久影响，使其低于危机前水平。与此同时，由于人口老龄化和总体生产率增速放缓，中长期潜在产出的增长率将继续下降。不过，即使考虑到了潜在GDP水平的下降，2021年仍然将出现约-1.8%的显著负产出缺口，该缺口在中期内逐步缩小，这主要反映了国内私人需求的缓慢复苏。在此背景下，中国的核心通胀预计将维持低位，使得2021年CPI通胀低于危机前的目标（约3%）。

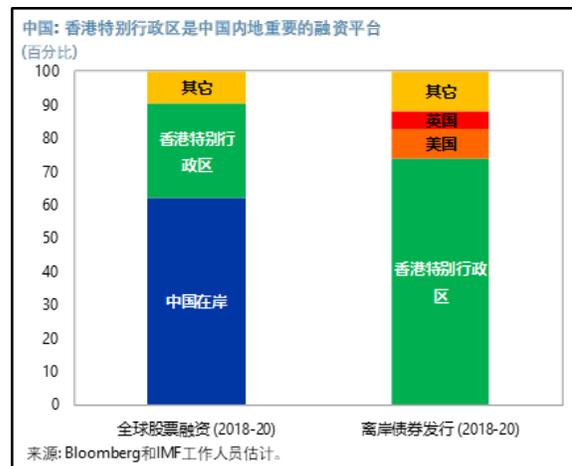


¹² 今年前九个月，出境旅游的相关资金流动下降了920亿美元，预计2020年贸易条件将改善8%。

¹³ 2021年《对外部门报告》将提供完整的分析。

21. 增长前景的风险仍偏向下行（附录二）。医学进步（例如，较预期更快研发和分配有效的疫苗和治疗方法）将有助于提振信心，使国内和全球的经济复苏快于基线预测。不过，目前存在一些重大的下行风险，其中包括：

- 从近期来看，公共需求向私人需求的转换可能会出现困难——例如，由于新冠疫情再次暴发或融资环境突然收紧。存在一些可能重叠的风险情景，其中包括：(i)国内再次暴发大规模疫情，导致再次大规模实施流动限制；(ii)由于劳动力市场依然低迷，且国有企业和其他改革停滞不前限制了私人企业的发展，再加上疫情威胁挥之不去，消费者和企业的信心将无法提振；(iii)融资环境突然收紧（如特殊的金融支持措施突然撤销）加上私人部门杠杆率高企，将导致家庭和企业支出受到进一步抑制。
- 外部环境可能在多方面变得愈加不利。例如，中国与美国的经济关系可能进一步恶化，导致双边关税和其他贸易障碍进一步增加。从中期来看，对中国获取国际先进技术的限制（无论是因为新的贸易限制、外国直接投资限制，还是其他限制）以及由此导致的跨境知识扩散的减少，都可能导致“技术脱钩”和生产率增长放缓（专栏6）。与此同时，如果限制那些通过在香港特别行政区运营的中国金融机构实现的资金流动，也可能对中国产生不利影响，因为香港特别行政区是中国企业的重要融资和投资平台，约占其股权融资总额的三分之一、离岸债券发行总额的三分之二以及对内和对外直接投资总额的60%。



- 气候变化可能引起更多极端天气事件。洪涝灾害是中国最频发的自然灾害之一，而气候变化引起的降水和温度变化可能会导致洪涝灾害的频率和严重程度显著上升。如果温室气体排放量继续以当前的速度增长，那么每年因极端高温和潮湿而减少的室外工作时间的平均占比将会上升，从而对GDP的增长产生负面影响。虽然近年来地方空气污染状况有所缓解，但其依然对民众健康产生了不利影响，并由于对劳动生产率的负面影响而拖累了GDP的增长。

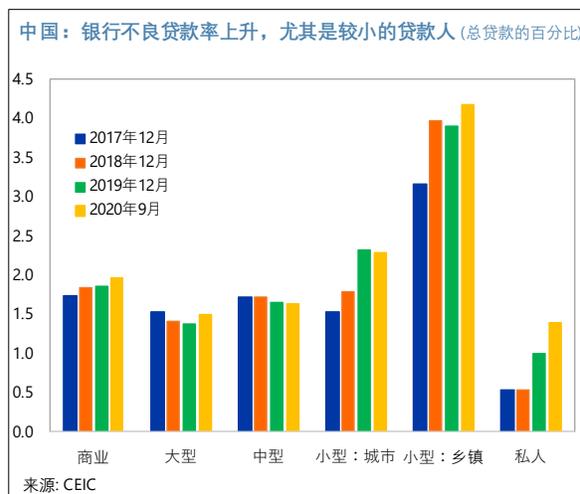
22. 此外，金融稳定风险在危机期间有所上升。这既反映了非金融企业、住房和银行业部门金融脆弱性的上升，也反映了金融去风险化工作近期出现的延迟。

- 在私人部门，尤其是企业部门，债务大幅增加。预计企业债务将在2020年上升约10个百分点（基本与过去三年实现的降幅差不多），达到GDP的127%。家庭债务预计将小幅上升2个百分点。
- 在延期还本付息和不良贷款认定标准放宽的情况下，信贷质量可能会恶化，较小银



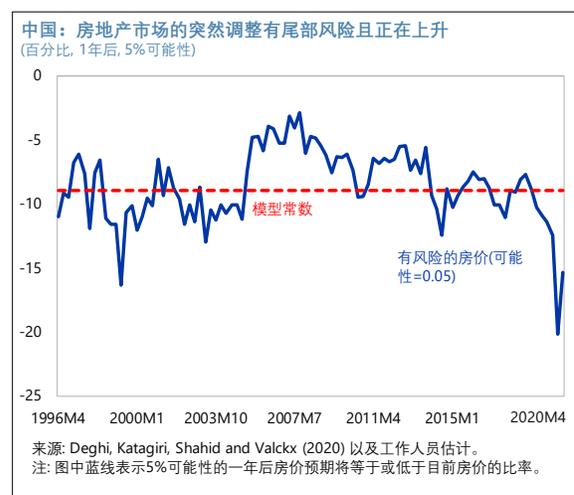
行尤其如此。今年上半年，中国所有银行报告的不良贷款和损失拨备分别增加了约 18% 和 34%（同比），而利润则下降了约 9%。¹⁴ 尽管银行股价普遍上涨，但银行的权益估值已跌至历史低点，反映出市场对资产质量恶化的担忧。人们对消费信贷和小企业贷款的担忧尤为明显，特别是考虑到金融支持措施到期后的情况。财务状况较弱的国有企业的违约增加也可能增加银行资产负债表的压力。

- 小银行面临的压力已经加剧，可能影响企业贷款。在危机之前，小银行的弱点就已经显现，融资条件也在收紧，政府对 2019 年年中以来面临严重偿付能力问题的三家银行开展干预。¹⁵ 鉴于小银行对最脆弱企业部门和中小微企业的风险敞口增大，疫情危机无疑会进一步加大压力。这进而又会促使脆弱的银行减少对虚弱的非金融企业的贷款，从而引发恶性循环。



- 一些地方政府的财政压力正在向企业和银行业部门溢出。地方政府的官方债务正在迅速增加，到 2020 年底预计将达到 GDP 的 25%，而财政收入增长正在放缓。这些债务负担似乎正在影响偿债能力薄弱的地方企业和地方政府融资平台（它们可能依赖地方当局的支持）的融资环境。相对于其他省份的企业而言，地方政府财力较弱的省份的企业信贷利差明显扩大。地方政府已获授权通过发行新债向地方银行注资 2000 亿元人民币，但这将使地方政府、银行和企业之间的金融联系进一步加深。

- 房地产市场的价格调整或高杠杆房地产部门的融资压力可能引发金融稳定风险。私人需求的不足可能导致房价调整，并可能加速螺旋式下降。房地产开发商的杠杆率在疫情开始时就已然很高——2019 年底其占企业债务总额的 12%。房企多在离岸市场发行美元债券，因而其在外币债务中也占有相当比重。一旦经营状况走弱或融资环境突然收紧，一些杠杆率高的开发商将面临严峻的融资压力，可能导致房地产市场价格的进一步调整，从而拖累经济复苏，损害银行资产负债表。



¹⁴ 中国人民银行的压力测试表明，30 家大中型银行不良贷款率可能从 1.5%（2020 年第一季度）上升到 4.9%（2020 年第四季度）和 5.5%（2021 年第四季度），而 2020 年和 2021 年的经济增长率分别为 1.6% 和 7.8%。更多细节见中国人民银行的《中国金融稳定报告（2020）》。

¹⁵ 2019 年 5 月，中国人民银行和中国保监会接管包商银行，这是一家资产总额达 5500 亿元人民币的中型商业银行，这也是当局 20 年来首次接管商业银行。包商银行于 2019 年 10 月开始重组，2020 年 11 月获批进入破产程序。

当局观点

23. **当局对增长前景的看法基本一致。**他们预计，随着消费者信心和就业形势进一步恢复，私人消费将继续逐步回升，同时私人投资将强劲增长。他们预计，产出缺口将在 2021 年缩小，从而支撑通胀，而在食品价格的牵制下，总体通胀将保持低位。当局认为，2020 年经常账户顺差的扩大受到一些暂时性因素的影响，包括国内统筹疫情防控和企业复工复产取得积极成效，外部对疫情相关商品的强劲需求，以及出境游的大幅减少等。预计 2021 年对外头寸将继续与中期经济基本面和可取政策所对应的水平大致相符。

24. **当局最关心的是外部风险。**他们认为，疫情是 2021 年增长前景面临的¹最大风险，强调了全球合作的必要性。他们认为，技术脱钩可能损害全球供应链和高科技产业，对生产率产生潜在的负面影响。当局预计，各个行业的整体杠杆水平在经历了 2020 年的短暂上升后，将在 2021 年企稳；同时，他们认为金融风险是可控的，尽管他们预计银行体系的不良资产在特殊金融支持措施逐步退出时将小幅增加。他们认为，有必要解决房地产企业负债过高的问题，并指出了他们采取的积极措施以遏制与开发商相关的风险。

保障经济复苏、重回平衡增长的政策

25. **为确保经济复苏，应继续提供政策支持，并调整政策组合以增强私人部门需求和处理金融脆弱性问题。**该战略的关键要素是：

- 支持私人需求，促进经济再平衡。财政政策应从基础设施支出转向支持家庭部门和加强社会保障体系，而货币政策立场应保持宽松，使通胀可以持续地回到目标水平，同时防止金融条件过度收紧。
- 提高政策支持的有效性。应进一步推进货币政策框架现代化以实现利率市场化，同时改善宏观财政框架，并加强政府间财政协调，以上改革都有助于宏观经济政策的有效传导。
- 抑制金融稳定风险。随着经济复苏步入正轨，当局应通过更为积极地处置问题贷款以及加强监管框架妥善管理金融脆弱性来取代特殊的金融和货币措施。

A. 支持经济增长，确保金融稳定

26. **由于经济仍然较为低迷，财政政策在 2021 年应保持适度扩张。此后，应进行财政整顿以维护财政空间。**

- 促进向私人部门需求的转换。在 2020 年推出强有力的财政支持措施后，2021 年实施适度扩张的财政政策能起到较好的过渡作用——相比目前工作人员的预测，2021 年需要更多一些财政支持。具体而言，当局可以出台适度的刺激措施，以抵消掉周期性财政收入的逐渐增加，从而

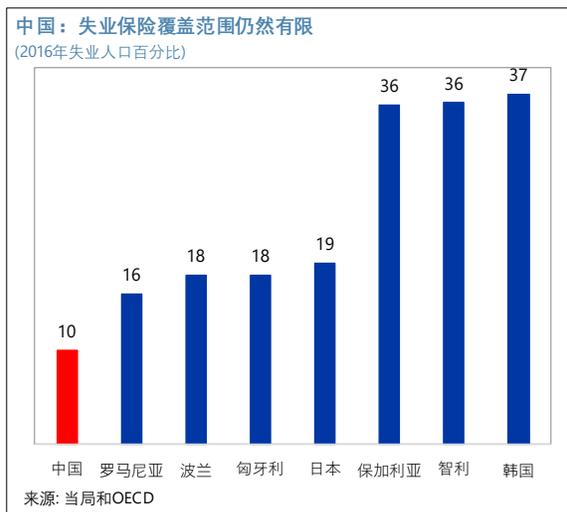
保持增扩总体赤字不变。¹⁶这一政策符合工作人员的评估结果，即中国有一定的财政空间，可以通过更快缩小产出缺口来有效防范下行风险，并实现从公共需求向私人部门需求的转换。

- 在经济完全复苏后实施财政整顿。从 2022 年开始应实施财政整顿。这也是目前工作人员预测情景的假设，并会导致增扩总体赤字从 2020 年占 GDP 的 18.2% 下降到 2025 年占 GDP 约 13.75%。¹⁷财政整顿的方法可包括削减预算外地方政府投资和税收改革以扩大税基等。这将有助于在长期稳定债务，同时在短期内保护经济复苏（专栏 7，附录三）。

27. 从基础设施投资转向支持家庭将使财政政策更加有效，并有利于经济再平衡。中国的传统公共基础设施的存量已经很大，追加投资的长期增长回报可能会显著低于过去；而建立一个可靠有效的社会保障体系在经济衰退期间向低收入家庭提供转移支付，将为经济复苏提供强有力的支持。在中期内，它还将降低居高不下的家庭储蓄率，并使得经济向私人消费方向进行再平衡，从而使增长更具韧性。

28. 将永久加强社会保障体系的改革与扩大税基和提高累进性的改革结合起来，将为家庭部门提供有效支持。这包括：

- 显著扩大失业保险的覆盖范围，尤其是针对进城务工人员。疫情期间向失业的进城务工人员提供更多资金保障的临时措施可以持续到 2020 年以后。此外，可以大大减化有关失业保险的转移接续规则，以提高劳动力市场的流动性。如果辅之以用工补贴以及为失业劳动者提供再培训的项目，这些政策将会更加有效。
- 应增加对低收入家庭的定向转移支付。地方政府扩大了旨在保障最低生活水平的“低保”计划的范围和福利水平，将社会援助计划扩大到受危机影响并陷入贫困的家庭，并临时增加了每月失业救济支付额。然而，还可以进一步增加向脆弱的低收入家庭的转移支付。可以根据家计调查结果（或是根据某种分类方法），有针对性地向没有失业保险救济的失业人员提供转移支付。还可以对照



¹⁶ 根据工作人员的计算，这要求 2021 年经过周期调整的增扩基本赤字 (CAAPD) 占潜在 GDP 的比例在目前的预测水平上 (CAAPD 大致不变)，再增加 0.75 个百分点。在其他条件相同的情况下，这可能会使 2021 年的 GDP 增长率提高约 0.3 个百分点。

¹⁷ 这要求经过周期调整的增扩基本赤字在 2022-2025 年期间平均每年下降 0.75 个百分点。

当局有关加强社会援助计划的中期目标，进一步扩大低保计划的福利水平和范围，特别是在低收入地区。

- 进一步加强公共医疗保健体系。持续扩大医疗保健服务能力（尤其是在社区基本医疗领域）将增强未来遭遇疫情时的抵御能力。
- 提高税收制度的累进性和效率。税收改革有助于提高税收制度的累进性，并满足永久性扩大社会保障体系的额外融资需求。中国应降低社会保障缴费费率和低薪劳动者的最低缴纳额，因为它们使得最低收入者的实际税率很高。与此同时，可以降低免税门槛以扩大税基。¹⁸此外，降低低效的生产税（例如，营业税费）和全额退还增值税超额抵免将减少税收扭曲。应加快当前的改革措施，将国家拥有的国有企业股权分配给社会保障基金，以解决一些地方社会保障基金资金不足的问题。



29. 侧重于传统利率措施的宽松货币政策将支持经济复苏，并为财政政策提供支持。

中国应维持支持性的货币政策立场，直到有明确迹象显示私人需求已经加强，且CPI通胀已经可持续地回升至目标水平。为此，中国人民银行应重点关注传统利率工具（7天逆回购和1年期中期借贷便利），并通过注入足够的流动性或降准等方法，确保短期银行间利率保持在政策利率水平附近。¹⁹当金融市场的正常运行受到威胁时，央行的非利率工具（如扩大再贷款规模、提高银行对某些部门的贷款目标等）帮助了向脆弱部门提供亟需的信贷。不过，随着经济复苏推进和金融市场趋于稳定，应谨慎地退出贷款目标和窗口指导等可能具有扭曲性的措施；这些措施如果长期实施，可能会加剧信贷错配和定价错误等问题。

30. 弹性汇率对促进经济适应新的外部环境仍至关重要。

当局近期颁布了一系列受欢迎的举措，包括将远期售汇业务外汇风险准备金率（一种资本流动管理措施²⁰）从20%降至零，并退出在每日人民币汇率中间价的形成中使用逆周期调节因子。未来，进一步放宽证券投资的流入和流出将会加强市场在决定汇率方面的作用。资本流动管理措施不应被用作积极管理资本流动周期的工具，也不应替代必要的宏观经济调整和汇率弹性。在中期内，随着汇率弹性的提高以及其他配套改革

¹⁸ 对于低收入劳动者来说，降低起征点带来的任何额外税收负担都将被更低的社会保险缴费所抵消，这意味着税收累进性的提高。

¹⁹ 7天逆回购利率和1年期中期借贷便利利率是两种主要政策利率，它们自5月以来一直保持不变，分别为2.2%和2.95%，而短期银行间利率已在5-10月期间上升了大约100个基点。大、中、小型银行的存款准备金率分别为11%、9%和6%。

²⁰ 中国现有资本流动管理措施清单见2019年基金组织《资本流动管理措施分类》。

的到位，应逐步取消资本流动管理措施的使用。公布外汇干预信息将提高政策框架的透明度和可信度，并加强政策沟通。

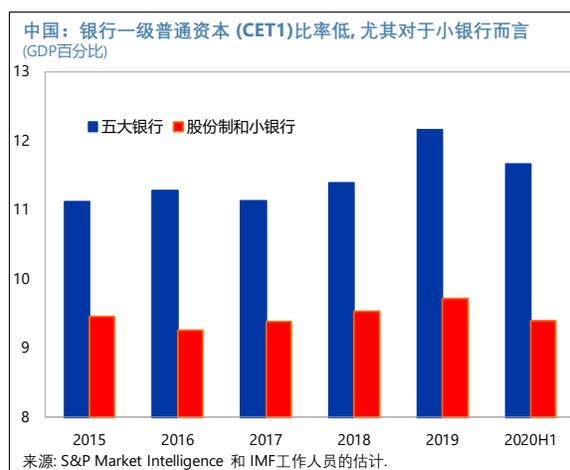
31. 当局亟需采取措施抑制金融稳定风险。

- 随着经济稳步复苏，可以逐步退出特殊的金融支持措施。不良贷款认定标准的放宽和延期还本付息为企业和银行提供了支持，避免了潜在信贷紧缩的出现。随着经济复苏企稳，这些措施应逐步退出，因为它们有可能会增加道德风险并破坏近期在加强银行透明度和治理方面取得的进展。应要求银行披露关于贷款的重新分类和重组的信息，以维持公众对其财务报表的信心。作为补充，可以迅速采纳一些监管建议以加强对不良贷款的认定，这会扩大金融资产的覆盖范围，并扩展不良资产的分類。
- 加强监管框架。值得关注的一些领域包括：(i)《中国人民银行法（修订草案）》旨在加强宏观审慎政策框架，统筹系统重要性金融机构监管；(ii)近期旨在加强对网络贷款和金融控股公司的监管，有助于抑制由金融科技企业带来的商业模式快速变化相关的金融稳定风险；(iii)即刻实施计划中的资产管理改革、提高监管部门监测整个金融系统风险的能力、加强审慎政策以解决金融机构的治理问题和关联方敞口风险，将会维护金融稳定。在这方面，最近宣布的针对开发商有息负债过快增长的审慎措施，能帮助遏制房地产市场的宏观金融风险；(iv)在抑制过度投机（特别是在小盘股中）的基础上，还有空间进一步增加股权融资，包括增强和扩大注册制IPO。这些方面的进展也有助于防范因进一步开放金融部门和资本账户可能出现的风险。
- 当局应继续改进反洗钱/反恐融资框架的薄弱环节。金融行动工作组（FATF）在其第一份强化后续报告（2020年10月）中指出了中国在技术合规方面取得的进展。当局需进一步提高在中国经营的法律实体的受益所有人的透明度（这也是一项反腐措施），引入旨在实施联合国定向金融制裁要求的全面法律框架，并加强金融部门的监督和预防措施（例如，客户尽职调查以及政治敏感人物的有关措施）。

32. 当局须采取全面的银行重组方法来加强银行体系，并提高其支持经济复苏的能力。随着特殊政策支持的退出，必须采取全面的解决方案来清理脆弱银行，同时应对道德风险问题，这对于解决银行部门的脆弱性问题至关重要。当局在《商业银行法（修订草案）》中加入关于银行处置框架的规定是一项令人欢迎的举措。银行重组需要考虑的主要因素包括：

- 确保充足的资本和流动性缓冲。监管机构应要求银行在延期还本付息期限届满后，妥善识别出历史问题贷款和新的问题贷款，并拥有足够的资本和流动性缓冲；无法做到这一点的银行需提交可信的恢复计划。还应改善银行治理和风险管理能力，这有助于银行从市场上筹集资本。
- 在银行资本中应优先考虑普通股。当局应迅速解决小银行存在的普通股一级资本（CET1）水平较低的问题——这限制了其提供贷款的能力。除了资本金方面的措施（包括注资，见下文），还可提供税收激励（“公司股本补贴”），以及消除阻碍银行以低于账面价值发行股票的治理约束。相比那些强调其他类型资本的做法而言（其只在严重压力情景下能够吸收损失），以上做法更为可取。例如，一种计划是地方政府发债为银行注资，可能不得直接投资普通股一级资本。另一种做法是利用永续债增加银行资本，但由于永续债通常由机构投资者（如保险公司和资产管理公司）持有，会增加金融关联性和压力时期的传染风险。同样的担忧也存在于跨银行资本支持措施，例如强制合并。

- 建立符合国际标准的全国性银行处置制度。这将提高当局进行损失认定和迅速清算破产银行的能力，同时也能保护银行的关键职能，将优良资产转移到过渡银行或健康机构，从而保护投保的储户，并将金融稳定风险降至最低。不可持续经营的银行应该退出市场，股东和债权人应按明确规定的求偿权顺序承担损失。应在保险范围内使用存款保险来保护存款人的利益。
- 设立临时处置基金。作为处置制度的一部分，关闭破产银行、强制股东和债权人承担损失，应是继续依靠公共资金的一项先决条件。处置制度建立后，还可设立一项有财政支持的临时性集中处置基金，以辅助存款保险机制，并（随着银行债权人隐性担保的逐步取消）支持无法持续经营的银行有序退出。通过设置充分的保障措施以最大程度减少道德风险和避免继续开展不可持续的业务，以及设计一个能够逐渐回收行业损失的机制，该基金能够支持银行的有序处置，包括通过为资产和负债转移提供资源和向过桥银行注入资本。
- 利用公共资金进行注资应是最后的手段，仅在金融稳定受到严重威胁时才予使用，并且要遵从严格的条件和重组要求，以加强市场纪律，保护纳税人。
- 建立有效运转的不良债务市场。鉴于受困企业和银行系统不良资产正在增加，鼓励银行及时确认和处置不良资产有助于进一步扩大不良债务市场。建立活跃的市场，让银行能够出售转换后的股权，将有助于激励银行增加对债转股的使用。



33. 当局应逐步推出有助于企业重组和可持续经营企业重新分配劳动力和资本的政策，以取代企业支持措施。

- 市场化的企业重组框架将有利于去杠杆以及让不可持续经营的企业退出。该框架应是一个全面的一般企业破产框架，应包含破产企业的分类、损失认定和责任共担等内容。同时，完善法定破产和债务强制执行框架将有助于解决债权人协调、合同不完全和信息不对称等问题，从而有序地减少过度负债。公共信贷担保可以帮助可持续经营的企业为其营运资本进行融资；更广泛而言，其也能增加对私人企业的信贷供应。
- 应采取更加市场化的方式为中小企业提供融资支持。使用财政资金为近期扩大的国家信贷担保基金或中小企业贷款证券化提供资金，将有利于中小企业的信贷供给，且能最大程度地减少对信贷配置和风险定价的扭曲。为了支持可持续经营的中小企业，同时保持公共资金获得正收益，政府可以，例如，为企业提供赠款，并在未来临时性提高企业税率。通过消除对股本收入的税收歧视以及简化对初创企业的管理要求来为现有企业和初创企业获得风险资本投资提供便利，也将有助于加快资源向成长型部门的重新配置。²¹

²¹ 更多细节见《Flattening the Insolvency Curve: Promoting Corporate Restructuring in Asia and the Pacific in the Post-C19 Recovery》(Bauer 等人，即将发表的基金组织工作论文)。

当局观点

34. 当局强调了财政政策可持续性的重要性，应在增加公共债务带来的财政风险与支持增长需要之间进行平衡。2021 年公共投资和政策将继续支持就业和新企业，同时，由于减税降费政策到期，总体收入将有所改善。他们一致认为，有必要进一步改善公共医疗体系和加强社会保障网，以抑制过度的预防性储蓄和刺激更多的私人消费。特别是，他们计划就 1999 年建立的失业系统进行改革，以更好地满足中国经济发展的需要，包括加强中央和省级政府之间的协调、提高福利的可转移性、简化申请程序和技能培训。当局仍不同意工作人员提出的“增扩概念”，指出根据 2014 年《预算法》，地方政府依法不承担市场主体（如国有企业）的偿债责任。当局强调，财政风险仍处于低位，因为一般公共预算债务远低于新兴市场经济体的平均水平，地方政府的债务承受能力仍高于全球公认的水平。他们认为经济增长是降低债务风险的关键。

35. 当局仍致力于实施稳健的货币政策，以平衡对复苏的支持和对金融稳定风险的担忧。货币政策将使用传统工具，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为政府债券发行营造适宜的流动性环境。当局将逐步取消一些非利率政策，同时维持和改善对较小企业的支持措施，以便为可持续经营的企业和就业提供有针对性的支持。当局强调了将银行利润率保持在合理区间的同时，下调贷款利率以降低公司借贷成本的重要性。当局认为，在资本补充和减少派息的支持下，增加的拨备将有助于银行处置预期明年将出现的、更高的不良资产。当局同意继续努力改善金融部门治理和影子银行监管的重要性。当局重申将致力于提高汇率弹性。他们认为，外汇远期存款准备金率是防止汇率过度波动的宏观审慎措施，并强调中国人民银行已停止定期外汇干预。如 IMF 年度观察报告所示，中国对外汇干预数据的披露符合 IMF 的 SDDS 标准。

36. 当局正寻求在应对实力薄弱的金融机构方面取得初步成就的基础上再接再厉。当局强调，近年来他们已经解决了一些高风险机构的问题，并将继续遵循基于市场原则和法治的方法来解决其他薄弱银行的问题。他们担心，为处置方案融资建立临时性的财政支撑，可能会放大大道德风险。他们指出，在股东承担损失后，能够维持市场化运作的金融机构将优先进行资本补充，而不可持续的机构将退出市场。

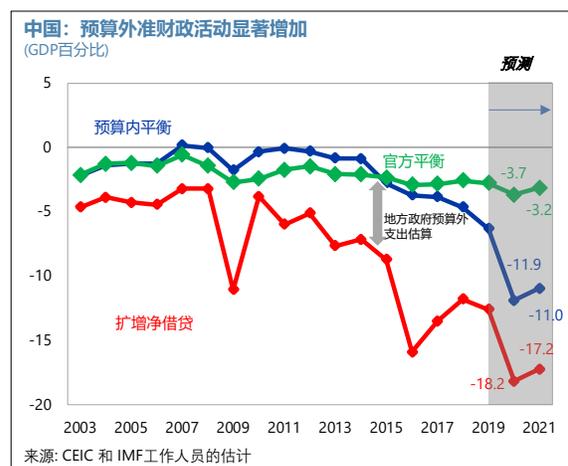
B. 改善政策传导，实现政策空间最大化

37. 当局可以进一步推进货币政策框架的现代化，提高利率传导的有效性。中国人民银行已经对贷款市场报价利率（LPR）框架进行了改革，按照 1 年期中期借贷便利利率重新设定 LPR 的基准，并将所有新的和现有的贷款利率与 LPR 挂钩，其目的是使银行贷款利率能够更灵敏地对政策利率变化作出反应。其他改革措施，如逐步取消存款和普惠贷款的利率指导等，将减少监管扭曲，加强定价机制的市场化。这些措施将强化从政策利率下调到银行融资成本的传导，从而支持银行提供新贷款的能力。这些改革措施还将扩大对风险较高的借款人（如规模较小的私人企业）的信贷供应，减少对具有潜在扭曲性的定向贷款政策的需求，并降低金融稳定风险。此外，进一步发展债券和外汇衍生品市场可以增强货币政策向更长期的债券收益率的传导，并提供适当的外汇风险对冲工具以帮助提高汇率弹性。²²

²² 见《中国债券市场的未来》（[Schipke, 2019年](#)）。

38. 建立宏观财政框架可以进一步改善财政政策传导。该框架将有助于评估财政政策在短期经济复苏中的有效性，巩固市场对公共财政在中期保持可持续性的信心。

- 中期宏观财政框架应具有全面性。它应包括：(i)与财政可持续和宏观经济稳定目标保持一致的财政政策目标；(ii)自上而下的中期宏观经济和财政预测；(iii)自下而上的“基线”支出预测方法；(iv)预算过程中决定如何使用现有财政空间的战略决策阶段。财政框架应将整个广义政府纳入考量，并每月公布广义政府运行报告（包括收入、支出和融资）。最近，当局开始要求各省和各部委提交三年预算计划，同时制定了政府财务报告编制框架并在2020年试点实施，这些都是非常积极的举措。此外，当局还应继续加强宏观财政协调，包括通过财政部的财政政策部门。



- 进一步提高财政行动的透明度将会提振市场信心，提高公共投资的效率，并能支持反腐工作。这要求：控制、跟踪和审计政策措施的执行情况，通过公布广义政府账目和资产负债表向公众提供充分的信息，提供国有企业的准财政业务信息和预算外资金的信息，编制财政风险报表，以及完善非税收财政收入（特别是与土地出售有关的收入）的制度框架。²³就这方面而言，新的《预算法》实施条例为预算编制和财务报告提供了更多规范要求。应进一步扩大其适用范围，将准财政活动纳入其中，以确保有效利用宝贵的公共资源。

39. 当局可以加强政府间协调框架，以提高财政政策的有效性，加强各省之间的财政风险分担。向受影响最严重的地区提供更多财政支持有助于分摊经济冲击，并在全国层面最大限度地发挥财政政策对经济增长的作用——因为在产出缺口最大的地方，财政乘数往往更大。需要考虑的主要改革措施包括：(i)为各省的总体转移支付建立一个自动、非累退的财政转移支付机制；(ii)减少中央与地方财政责任的长期错位；(iii)消除地方保护主义（其尤其表现为禁止某些货物和服务在区域间的流通、指定服务供应商等）以及户口方面的剩余限制，以帮助企业和家庭应对未来的特定冲击。

40. 数字技术有助于进一步加强政策支持向脆弱家庭和企业的传导。

- 当局可以进一步利用数字技术更有效地提供政府支持。近期，当局通过金融科技平台发放了消费券（截至6月底，共计600亿元人民币），还开通了在线申请失业救济金服务，这些举措显示了数字技术在提高消费支持和社会援助计划有效性方面的巨大潜力。数字技术还可以提高政策执行的透明度。
- 可以更积极地运用金融科技为小企业提供定向支持，提高经济复苏的包容性。相关支持政策可以通过金融科技贷款平台和网上银行更好实现精准施策，因为这些平台能运用其独特优势为小

²³ 关于这一问题的更详细讨论，见 [2019年《第四条磋商工作人员报告》](#)，专栏4。

微借款人提供支持。依靠行为大数据，金融科技企业可以根据商业周期更平稳地调整贷款条款，从而更好保护贷款人和借款人免受由意外负面冲击而导致的抵押品减值的影响。²⁴有证据表明，金融科技推动了各地区和各收入群体实现更具包容性的收入增长，这表明在疫情过后，使用金融科技平台的政策支持可能有助于解决收入不平等的问题。²⁵加强监管框架可以帮助应对金融科技的潜在风险（包括给金融稳定风险和诚信风险）以及数据治理方面的挑战。

- 中国人民银行的央行数字货币（即 e-CNY）可促进普惠金融，提高支付效率。目前，数字人民币正在几个地区和电子支付平台上进行测试（专栏 8）。它的使用将可能通过促进普惠金融增强货币政策传导，帮助提供定向财政支持，并提高公共财政的透明度。中国人民银行需要密切监测和评估潜在的中断和网络攻击带来的操作风险。

当局观点

41. 当局强调政策传导自 LPR 改革以来已经加强，并基本赞同 e-CNY 的潜在利益和风险。他们强调，LPR 改革不仅确保了政策利率更直接地传递到贷款利率，增加了较小企业的可用信贷，而且还使得一些大型银行降低了存款利率。当局不认为存款利率自律机制会阻止银行降低存款利率，并指出存款基准利率防止了对存款的无序竞争。当局还强调了 E-CNY 的国内用途，指出在未来可能的跨境使用之前，国际间的协调很重要。

42. 当局指出，近期的改革提高了财政政策的有效性，并澄清现有的政府间财政转移支付体系已具有一些自动和非累退的特点。他们指出，中央政府对城市政府的转移支付周期大幅缩短，以及通过网上经办服务平台在线申请失业保险金和稳岗返还，有助于在疫情期间为困难家庭和企业提供更加及时的资金支持。当局强调，中央政府向地方政府转移支付中的一部分会自动将更多的资源转移到财力较弱的地区。他们认为，一旦将共享税中的地方分享收入、税收返还和财政转移支付考虑在内，地方政府的支出责任将与财力基本匹配。此外，当局同意应进一步消除地方保护主义，包括通过加强反垄断法和现有相关法规的执法力度，促进形成统一的国内产品市场。

C. 根据经济复苏的步伐调整宏观经济政策

43. 如果经济复苏弱于当前基线预测，当局应加大宏观经济政策的力度。更严重、更持久的经济衰退将会对低收入家庭造成更大的伤害，这表明，更多政策支持应主要侧重于增加社会援助支出和其它措施以保护最脆弱的群体。加快深化结构性改革，如加强市场的基础性作用、增加竞争和促进开放等，将进一步支持经济增长，并提高宏观经济政策措施的有效性（见下一节）。

- 额外的财政扩张应在预算内实施，采用集中融资的方式，且应侧重于低收入家庭、公共卫生和社会保障体系。财政收入端的措施可包括：(i)取消低收入劳动者的最低社会保障缴费；(ii)进一步削减费用；(iii)延长税收减免，免除社会保障缴款。暂缓缴存住房公积金。财政支出端的

²⁴ 见“中小企业金融科技信用风险评估：来自中国的证据”（Huang 等人，2020 年）。

²⁵ 见“中国的数字金融和收入趋同”（Han 等人，即将发表的基金组织工作论文）。

措施包括：(i)临时上调失业保险福利；(ii)考虑为社会保障体系之外的进城务工人员提供工资补贴。²⁶

- 进一步放宽货币政策应侧重下调政策利率。快速实施存贷款利率改革并处置受困银行，将放大进一步降息的政策效果。在较严重的情景下，如果经济复苏被推迟、通胀显著低于基线水平、出现伴随大规模财政赤字的金融条件收紧，中国人民银行可以在充分沟通的基础上，按市场化方式出台政策，综合使用多种非扭曲性的措施（例如，降息、公开市场操作、前瞻性指引）。如果确有必要采取更多的特殊金融支持措施，则可以鼓励银行与经营良好的借款人开展双边贷款重组，充分利用资本和流动性缓冲，同时以市场化方式为中小企业提供信贷支持（¶33）。应制定应急计划，在香港特别行政区运营的金融机构受到外部制裁时，减少其负面影响。
- 应维持汇率弹性。在持续的外汇市场压力导致羊群效应和金融系统压力的情况下，应在必要时使用外汇干预来应对无序的市场状况。同时，作为稳定经济和市场的更广泛的政策组合的一部分，暂时、并透明的收紧现有的资本流动管理措施（并与基金组织的机构观点一致）也是合适的。

44. 另一方面，如果经济活动复苏快于预期，当局可以减小政策支持力度。这将包括加快实施财政整顿，例如，如果实施额外的整顿措施使增扩赤字与 GDP 之比自 2022 年起平均每年降低 1 个百分点，则增扩债务与 GDP 之比在 2025 年前后就能稳定下来。减少预算外地方政府基础设施支出和加快税收改革（例如，降低个人所得税免税门槛和实施全国性的经常性房地产税）也能实现这一目标。货币政策需要根据经济复苏步伐和通胀态势保持现状或适度收紧，同时应避免金融条件突然收紧。当局应加快重启金融监管改革，包括加速落实资产管理改革，以支持去杠杆和金融去风险。

当局观点

45. 当局同意，宏观经济政策应根据经济复苏的步伐进行调整。如果经济复苏低于预期，货币支持将确保流动性合理充裕和有利的金融环境。同时，财政政策应结合经济形势等合理确定，加大逆周期调节力度，发挥稳定经济的关键作用。如经济复苏强于预期，则需要加速恢复金融监管改革，货币政策将出于对通胀和金融稳定的考虑进行调整。

包容、绿色和高质量的经济增长

A. 重新加快改革以支持平衡增长

46. 同时实施多项重大改革，将对宏观刺激措施起到补充作用，并有助于促进有益就业的平衡的经济复苏。

- 同步实施多项重大改革（例如，进一步开放国内市场、加强社会保障体系和推进国有企业改革，同时，应确保竞争中性和促进绿色投资）有助于在近期内支持实现有益就业的均衡经济复苏。这些改革中很多是相辅相成的，同步实施将会最大限度地发挥其作用，并降低其短期不利影响。

²⁶ 这些政策建议类似于 2020 年 10 月基金组织《财政监测报告》（[基金组织，2020 年](#)）中提出的政策，在新冠疫情的最初封锁阶段，这些措施避免了更糟糕的结果。

鉴于目前劳动力市场面临压力，在加强社会保障体系的同时加快开放国内产品市场（特别是在服务业部门）将有助于保护劳动者，同时还能提供新的就业机会。这些改革能够吸收企业重组和国有企业改革可能带来的就业损失，从而提高生产率，促进未来增长。这也有助于减少外部失衡，提高政策应对冲击的有效性。通过碳定价政策或其他缓解气候变化的措施所获得的额外财政收入（见下文），可用于永久性地扩大社会保障体系。

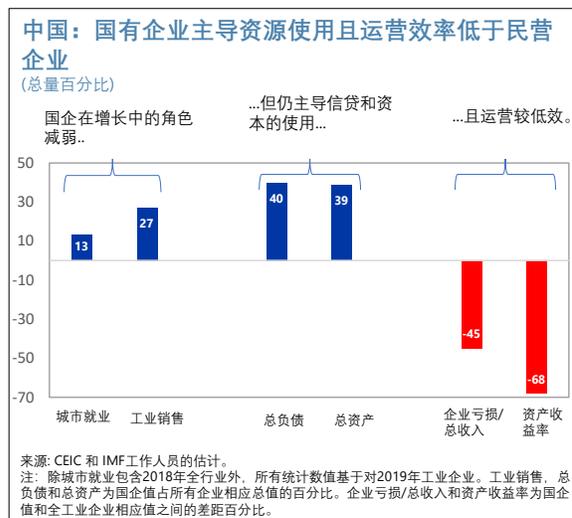
- 从长远来看，这些改革将为国内增长奠定基础，有助于建设更具韧性、更加绿色和更为包容的经济，符合当局加强经济“双循环”的发展目标（专栏9）。²⁷

增强社会保障体系和户口制度改革

47. 增强社会保障体系以及加快户口和土地政策改革将提高劳动力市场的流动性，有助于适应疫情及其造成的影响。城市化已经为进城务工人员提供了在经济活跃地区的就业机会，而这些地区的家庭收入是农村地区家庭收入的两倍。实施更全面的改革以进一步完善户口制度，保留进城务工人员的土地所有权，提高农村土地市场的效率，增加公共服务和社会保障体系支出，将有助于提高劳动力市场流动性和提振经济增长。

市场和国有企业改革

48. 应让市场发挥更大作用，放宽新企业的市场准入，进一步缩小与全球前沿水平的生产率差距。中国在过去几十年里实现了显著的经济增长，但部门生产率平均约为全球前沿水平的三分之一，还有充足的增长空间。服务业的生产率差距尤其大，例如，商业服务行业的生产率仅为全球前沿水平的17%，部分原因是准入壁垒高。²⁸ 缩小这些差距的改革措施包括：进一步开放服务业部门等非战略部门，允许新的国内外私人企业进入。消除地区监管壁垒也将促进各部门的企业进入和跨区域流动，从而促进竞争和改善要素配置。这些改革将带来很大的益处，能促进国内创新和技术升级，从而更好应对疫情带来的经济变化。



49. 国有企业改革将显著提高生产率和经济增速。企业层面的表现差异源自各种企业特征，其中一个重要特征是所有制。尽管很多国有企业表现良好，但私人企业的生产率普遍高于国有企业，甚至在上市公司中，中国各部门国有企业和私人企业的平均生产率也存在20%左右的差距。考虑到国有企业在资源使用中的主导地位，这些生产率差距对GDP水平具有重要影响。工作人员

²⁷ 该战略旨在加强国内私人需求，实现自我可持续增长（内部流通），同时提高经济体的竞争力，以在疫情后全球持久经济复苏时期获得惠益（外部流通）。

²⁸ 经合组织服务贸易限制指数（2018年）。

分析表明，缩小各部门中国有企业与私人企业之间生产率差距的改革措施可能会在中长期内将产出水平提高 4% 左右。国有企业改革的关键内容包括：

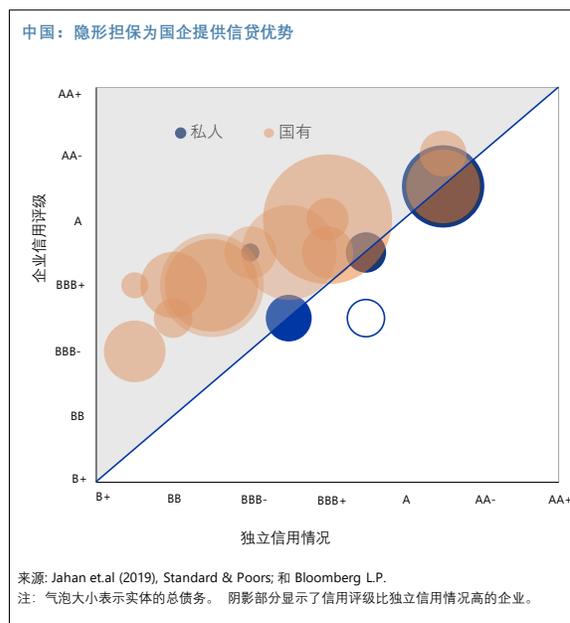
- 应取消隐性担保，确保国有企业与私人企业在融资方面的竞争中性。这方面的改革需要全面规划、有序推进，包括根据国家发展改革委员会的计划（2019 年 7 月），要在市场力量的作用下，允许更多国有企业和地方政府融资平台债券发生违约。²⁹
- 应进一步完善国有企业治理。应加快国有企业改革步伐，确保治理薄弱和管理不善引发的潜在经济和财政成本（例如，或有负债、资源配置不当和市场竞争扭曲）不超过国有企业所带来的社会、政治和战略利益。应根据 2015 年经合组织国有企业公司治理准则，加强国有企业治理，提高其透明度。

个人破产制度改革

50. 建立个人破产制度将有助于解决小企业家和家庭过度负债问题，并为疫情结束后的经济调整提供支持。如果能通过精心设计尽量减少道德风险，那么个人破产制度将为诚信但不幸的债务人（包括由于新冠疫情冲击等自身无法控制的外部状况而失去偿付能力的债务人）提供第二次机会。在特定情况下免除债务将有助于过度负债的个人重返经济，促进创业。

促进创新和绿色投资

51. 如果能谨慎实施以限制对市场的干扰，那么政府对基础研发和创新的支持将有助于促进创新和提高生产率。市场力量在通常情况下能够更有效地促进技术进步和经济增长，但在某些情况下，针对基础研发和技术创新的补贴以及其他形式的政府支持可以解决研发领域投资过低的市场失灵问题——例如知识溢出效应较大。为了尽可能减小政府支持的扭曲效应，当局应设法促进竞争，维持企业之间的公平竞争环境，并为初创企业和生产率较高的企业提供成长空间。这些政策应保持透明（应研究其对现有补贴制度的影响），纳入强有力的治理机制，并应设有时限约束，避免出现产能过剩和“僵尸”企业。相比之下，当局应避免采用产业政策（例如为公用事业和土地收购提供补贴），因为这些政策通常具有扭曲效应，并且，如果这些政策有利于国有企业，则可能会扩大国有企业与私人部门之间的生产率差距。



52. 绿色投资以及有序的气候变化缓解战略既能支持经济复苏，又能带来巨大的环境、卫生和经济效益。

²⁹ 见基金组织第 19/266 号国别报告随附的部分问题文件《改善中国的企业信贷配置》（[Jahan 等人，2019 年](#)）。

- 绿色投资将支持经济复苏。利用公共资金开展投资，建设能够抵御气候风险的基础设施，推动向低碳经济（例如，清洁交通）转型，这既能创造就业，又同时能提高经济和环境的韧性。在经济复苏期间开展植树造林、水土保持和防洪等公共工程（包括在今年夏天受洪灾影响的省份）将有利于绿色就业，并能促进减贫。应延续对低排放车辆的税收减免和财政激励。
- 当局须采取强有力的政策措施来实现中国的长期宏伟目标。习主席最近宣布，中国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，并将在 2060 年前实现碳中和，这是向减缓全球变暖迈出的重要一步。同时，这也意味着必须对现有绿色政策进行重大调整和加强。当局已经开始制定详细的计划，包括设定碳排放强度目标、积极倡导和促进绿色消费、推出碳捕获和封存方案，以及建设现代环境治理体系。低油价也为进一步提高碳定价提供了一个很好的机会，可以激励企业和家庭转向低碳的经济活动和能源。应尽快——最好是按计划在今年年底前——在电力部门实施全国排放交易制度，后续还应该提高能效标准并逐步提高碳价，以进一步加强这一制度。³⁰当局还应为那些尚未纳入排放管理的部门制定新的碳定价政策。大部分碳收入可用于为社会保障体系提供资金以及削减扭曲性的税收。这项工作应以公平的方式开展，以抵消能源价格上涨对宏观经济和分配产生的负面影响。

当局观点

53. 当局同意，进一步的国企和市场改革可以提高生产力，并强调户籍改革的进展。他们强调，尽管存在疫情，但危机前将国有企业杠杆率(负债与资产比率)降低 2 个百分点的目标仍将在 2020 年底前实现。他们将国有企业和民营企业之间盈利能力和生产率的差异归因于市场结果以及国有企业遗留的社会责任，认为它们之间存在公平竞争环境。他们仍致力于进一步推进混合所有制改革，通过公司董事会改善国有企业治理。当局指出，户口改革在很大程度上已经完成，尽管仍有进一步减少壁垒和扩大农民工福利的空间。

54. 当局重申了习主席宣布的气候目标，但强调了全球合作的必要性。中国政府认识到，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和，将面临巨大挑战，同时已开始制定具体计划，有效减少二氧化碳排放。他们正在建设全国碳排放权交易市场，并将在未来扩大覆盖范围。与此同时，当局强调了国际合作的必要性，以实现减缓全球变暖的共同目标。

B. 帮助解决全球性危机

55. 中国可以在寻求全球卫生和经济危机的解决方案中发挥领导作用。中国可以通过快速生产和公平分配新冠疫苗，极大帮助国际社会战胜这次卫生危机。我们欢迎中国参与二十国集团针对低收入国家的纾困工作，例如，中国官方债权人参与了对《暂停偿债倡议》（DSSI）的延期，并参与制定了《缓债倡议后续债务处理共同框架》。这一共同框架旨在及时和全面地解决债务问题，同时以公平方式促进风险分担，且将私人债权人纳入其中。与此同时，中国还可以通过加强债务可持续性监测和提高透明度来加强对外贷款框架，确保伙伴国从基础设施投资中获得最大利益。

³⁰ 最近的工作人员模拟表明，目前 8 个试点项目的碳价——34 元人民币（约 5 美元）需要每年提高 5% 至 7% 才能在 2050 年实现二氧化碳减排 80% 的目标。更多细节见 2020 年 10 月基金组织《世界经济展望》第三章（[基金组织，2020 年](#)）。

56. 一个更加开放、稳定、透明、以规则为基础的国际贸易体系将使中国和全球经济共同受益。如果能长久解决贸易和技术摩擦背后的经济问题，则可以降低不确定性，促进全球贸易。中国及其贸易伙伴应开展建设性的合作，在数字领域、服务贸易和投资便利等方面持续调整全球贸易和投资体系，使其适应不断变化的全球经济。中国应继续努力，就加入世贸组织的《政府采购协定》达成协议。“区域全面经济伙伴关系”（RCEP）协定刚刚达成，其成功实施将促进地区贸易。

当局观点

57. 当局强调了他们对全球合作的承诺，包括加速结束危机。在疫情给全球前景蒙上阴影的情况下，当局指出全球合作的迫切需要，并重申承诺让所有国家都能广泛获得中国开发的任何已获批准的疫苗。他们同意，数据透明有助于债务可持续性评估并可能有助于吸引外国投资者，并指出他们进一步升级海外贷款项目环境标准的意向。当局同意，在地缘政治紧张局势和经贸摩擦不断加剧之际，一个更加开放、稳定、透明、基于规则的国际贸易投资环境尤为重要，而一个运作良好的多边体制将为这些问题提供更好的解决方案。他们认为，技术脱钩对各方都是代价高昂的，而取消对高科技产品的贸易限制有助于促进贸易和减少外部失衡。

工作人员的评估

58. 中国经济正在从卫生和经济危机中快速复苏。强有力的防疫措施以及宏观经济金融政策支持缓和了危机的影响，促进了经济的反弹。但经济增长依然不平衡，因为复苏在很大程度上依赖于公共支持，私人消费的复苏则相对滞后。疫情也使得中国的不平等挑战凸显，另外，之前既有的很多彼此相互关联的金融脆弱性也因疫情而加剧。

59. 尽管暴发了疫情，但重要的结构性改革还是取得了进展。户口制度改革和金融部门开放取得了进展，例如，针对外国投资的负面清单进一步缩短，证券、基金、期货和人寿保险公司的外资持股比例上限已经取消，外国机构投资者投资额限制也已取消。当局对专利法进行了修订，旨在改善知识产权保护。不过，实体部门改革进展缓慢，尤其是在国有企业和竞争中性领域。

60. 经济前景的风险仍偏向下行。如果有效治疗新冠肺炎的疫苗和疗法比预期更快普及，则不仅可以提振信心，而且能促使中国和全球以快于基线预测水平的速度实现复苏。但目前存在一些重大的下行风险，包括：(i) 比如新冠疫情再度加剧或金融条件突然收紧，将无法实现从公共需求向私人需求的转换；(ii) 多方面的外部压力可能进一步上升，如中国在获得国际先进技术方面面临障碍，在香港特别行政区运营的中国金融机构的资金流动被限制等。

61. 2021年，中国应保持适度扩张的宏观政策，同时调整政策组合以支持经济更平衡增长。适度扩张的财政政策立场（从基础设施支出转向加强社会保障体系和促进绿色投资）有助于确保平衡的经济复苏。考虑到通胀处于较低水平，货币政策应保持宽松（这也将为财政政策提供支持），同时，随着经济稳步复苏，应逐步取消贷款目标和贷款利率指导等可能具有扭曲性的措施。汇率弹性对促进经济调整并适应新的外部环境仍然至关重要。

62. 提高财政和货币政策的有效性将使政策空间最大化。鉴于中国的公共债务已经很高并且在不断上升，当局应提升财政政策的有效性，通过包括完善宏观财政框架，改善政府间协调机制，

并利用数字技术为弱势群体提供支持。进一步推动货币政策框架的现代化以加强传统利率政策的传导，将有助于改善信贷中介作用。

63. 必须主动化解金融风险。如果经济复苏已经企稳，那么，相比于此前为避免信贷紧缩而采取的特殊金融支持措施（例如，放宽不良贷款的认定标准、延期还本付息），当局应代之以主动解决问题贷款并加强监管框架。重新加强金融监管将有助于抑制企业杠杆水平，降低影子银行风险。此外，当局还需要建立一个全面的银行重组框架来降低系统性风险，并持续推进去风险。

64. 目前还有很大空间来增强经济韧性并让私人部门发挥更大作用。同时实施多项重大改革有助于实现有益就业的均衡经济复苏，这些改革包括：进一步开放国内市场、推进国有企业改革、确保国企与私人企业之间的竞争中性，同时，还应促进绿色投资和加强社会保障体系建设。这些改革还将有助于提升潜在增长率，减少外部失衡，实现一个更具韧性、更加绿色和更为包容的经济。

65. 中国应继续引领多边合作，应对全球性挑战。这包括：支持国际努力扩大新冠疫苗分配、为低收入国家提供债务减免、为全球基础设施投资提供可持续融资、应对气候变化等。中国及其贸易伙伴应共同努力，建立一个更加开放、稳定、透明、以规则为基础的国际贸易体系。

66. 中国应立即着手解决宏观经济数据缺口问题，以进一步提高数据可信度并改善政策制定工作。

67. 建议下一次与中国的第四条款磋商按标准的 12 个月周期进行。

专栏 1. 中国走出新冠肺炎疫情的退出战略¹

中国已经成功遏制疫情并重新开放经济。可见迅速而精准封锁措施、有序的重新开放政策、大范围检测、以及利用技术和大数据加强追踪能力的综合措施，在此过程中共同发挥了积极作用。

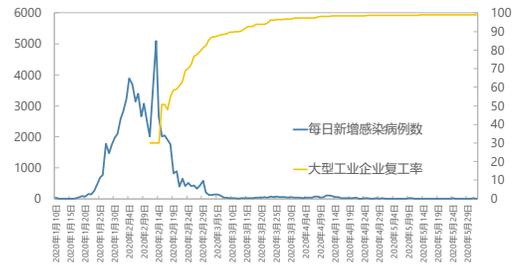
精准的疫情管控有助于遏制疫情。自2月全国封锁使疫情得到有效控制以来，零星暴发的区域性疫情也在中央政府的支持下，通过高度精准的封锁措施、密集检测和精确追踪等措施得到了有效控制。这些精准防控措施在遏制病毒传播的同时，最大限度地减少了疫情对经济活动的干扰。

政策制定者一直通过对各地区、各部门实行的差别化复工复产政策，在经济正常化和防控疫情间取得平衡。中国首先开放了低风险地区和关键部门，并根据定期更新的风险评估，逐步解除地区的封锁措施，直至最终重新开放疫情“震中”武汉。在各部门中，工业和交通运输等重要部门得到优先开放，学校和公共场所则较缓慢地逐步开放。²

中国大幅提高了病毒检测能力。到8月份，其核酸检测试剂盒的生产能力达到4,600万份每周，同时微信和电商平台普遍提供在线检测预约服务。检测范围也不断扩大，从有症状感染者扩大到了无症状患者。为了促进重新开放，中国对医务工作者、教师和学生、公共服务人员等高风险人群进行了强制性检测。最近，为遏制局部地区疫情，中国已在武汉、北京、大连和新疆进行了全面检测。此外，中国对国际入境旅客也进行强制性检测，以防止出现输入性病例。

政府利用了数字基础设施和大数据。手机健康二维码被广泛用于评估个人感染风险、管理流动限制和对出入公共场所进行监控。使用大数据对公共交通使用者进行追踪也提高了疫情防控措施的效率。此外，数字化还有助于在疫情期间恢复业务，特别是在医疗保健、教育、零售和餐饮服务、娱乐和物流领域。

生产随着疫情缓和和恢复



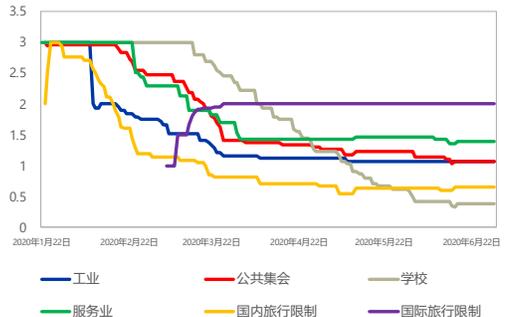
来源：国家卫生健康委员会；国家发展和改革委员会。
注：由于统计调整，未显示2月20日的每日新增感染病例。

地区防控措施的等级



来源：地方政府和卫生部门的公告。

防控措施下的部门重新开放



来源：地方政府和卫生部门的公告。

¹ 由 Longmei Zhang 和 Fan Zhang 撰写。

² 此“政府响应严厉指数”旨在追踪地方当局为应对新冠肺炎疫情而实施的政策的严格程度。这些政策响应应分为 12 个行业，按生效时间的先后，将对各行业的政策严厉度分为从“无限制”（0）到“完全关闭”（3）四个等级。然后，将各行业的省级指数整合成相关国家指数。

专栏 2. 中国货币和信贷政策在新冠肺炎疫情期间的影响¹

使用包括常规利率政策和非利率信贷政策的动态随机一般均衡模型进行的模拟表明，在新冠肺炎疫情暴发期间，中国人民银行的信贷政策在支持信贷增长方面起到了重要作用，包括防止信用利差显著扩大。

自新冠肺炎疫情暴发以来，对中国私人部门的信贷增长迅速，有助于缓解危机的影响。逆周期的信贷变化是最近危机时期的重要特征之一（专栏图，小图 1）。在新冠肺炎疫情期间，这可能反映了很多行业对流动性需求的增加——来自于人员流动限制造成的企业现金流中断。

信贷政策在支持信贷供给和金融条件方面起到的作用并不是很明显。一方面，人民银行实施“常规性”货币政策（也即下调政策利率），带动贷款利率下行，并扩大使用非利率信贷政策（也即再贷款政策），为银行提供专门用于对特定部门（小微企业、制造业、农业部门）贷款的低成本资金。另一方面，标准的实证模型通常只侧重于常规的货币政策，例如 [Cheng 和 Kang（2018 年）](#)，故难以解释危机期间中国信贷增长的强劲势头（专栏图，小图 2）。²

[Gertler 和 Karadi（2011 年）](#) 的模型（下文简称 GK）——改动后的模型以捕捉中国经济和疫情的相关特征——为定量分析人民银行下调政策利率和扩张信贷政策的影响提供了一个方便的框架。该模型的模拟将新冠疫情危机视为负资本质量和负需求冲击的结合，而常规的降息政策及信贷政策对此起到了抵消作用，决定这些政策的反应函数被校准以与疫情暴发后《世界经济展望》对产出和投资的预测相匹配（专栏图，小图 3）。常规的政策利率的反应被限制，以与观察到的中国短期利率下降相匹配；且根据最初的 GK 分析，允许信贷政策对信贷利差的变化有不同的反应（积极、适度或无反应）。重要的是，由于该模型假设所有信贷均用于投资，因此，其结果取决于中国信贷中投资相关部分的估计值，该估计值低于 2020 年 1 月的《世界经济展望》对 2020 年上半年的基线预测（专栏图，小图 3）。

模型模拟表明，人民银行的信贷政策可以有效地遏制风险溢价的上升并促进信贷增长。模拟结果表明，适度的干预可以将信贷的降幅限制在 1 个百分点左右，而积极干预的效果是前者的两倍。在这种情景下，央行与投资有关的信贷中介活动规模可以高达 GDP 的 5%，同时降息也进一步扩张了信贷。模拟发现，信贷干预可以加快经济复苏，这证明了这类政策的有效性（专栏图，小图 4）。信贷政策还有助于限制资产价格下跌，防止 5 年期信用利差上升（专栏图，小图 5），并使信贷规模提高了约 1 至 2 个百分点（专栏图，小图 6）。³

然而，政策制定者应留意信贷政策可能带来的效率损失和金融稳定风险。人民银行提供的这些贷款应继续保留在银行的资产负债表上，这是因为央行直接作为信用中介可能导致道德风险——由于银行可能忽视风险的控制和监测。此外，再贷款政策所伴随的贷款利率指导和贷款增长目标可能带来不被模型所捕捉到的信贷错配风险。最后，模拟结果表明，信贷政策导致私人信贷的持续累积，可能会增加中国私人部门业已高企的杠杆率，加剧未被 GK 模型充分捕捉到的金融稳定风险。

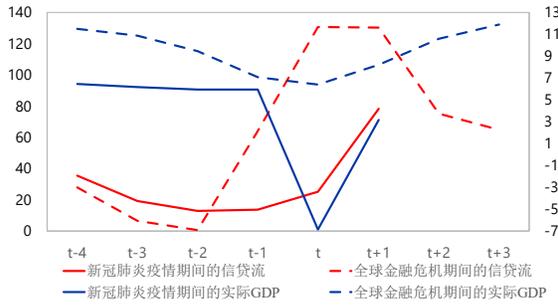
¹ 由 Fei Han（APD）和 Pawel Zabczyk（MCM）撰写，Roland Meeks（MCM）提供了有用的支持。

² 尽管不是此处讨论的重点，但宽松的金融政策（例如贷款目标和宽容）也可能导致出现较大的残差。

³ 可以说，这样的政策不太可能在一夜之间被撤销，因此，它们的效果最终可能会比我们的基准模拟更加强大，也即，预期的政策持久性可能会对当期的需求产生更大的影响。

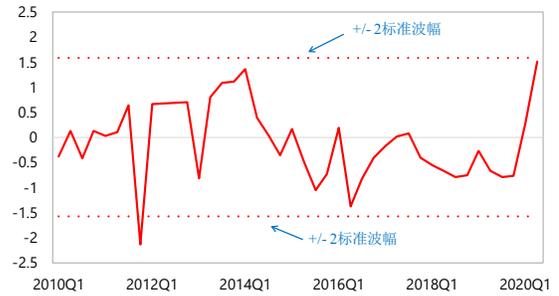
专栏 2. 中国货币和信贷政策在新冠肺炎疫情期间的影

信贷流量与实际GDP
(同比百分比变化)



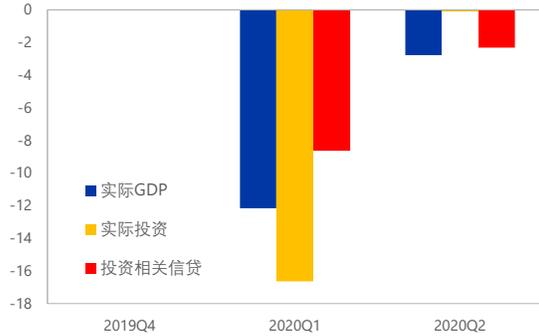
来源: CEIC; Haver Analytics; 以及基金组织工作人员的计算。
注: 全球金融危机=2009Q1; 新冠疫情=2020Q1。信贷流量是指调整后的社会融资总额 (TSF), 不包括政府债券、股权融资和其他融资。

实际信贷增长和模型预测信贷增长之间的差距
(百分点; 按季度调整的环比增长)



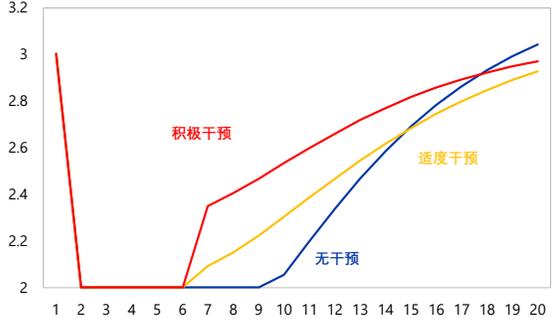
来源: CEIC; Haver Analytics; 和基金组织工作人员的计算。
注: 信贷增长模型基于Chen和Kang (2018年), 其中调整后的社会融资总额为因变量。采用不同模型设定的模型预测值的平均值。

中国: GDP、投资和投资相关信贷
(与2020年1月《世界经济展望》基准的偏差百分比)



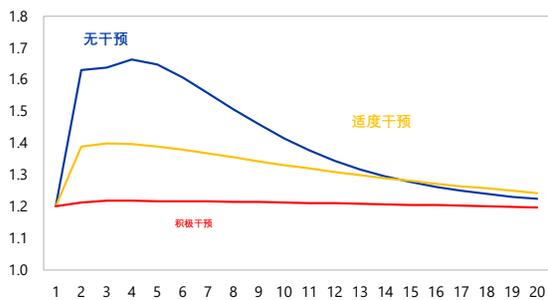
来源: CEIC; Haver Analytics; 《世界经济展望数据库》, 基金组织; 和基金组织工作人员的计算。
1/ 投资相关信贷通过信贷增长与实际投资增长率之间的简单回归模型估算。

利率响应 1/
(水平: 百分比)



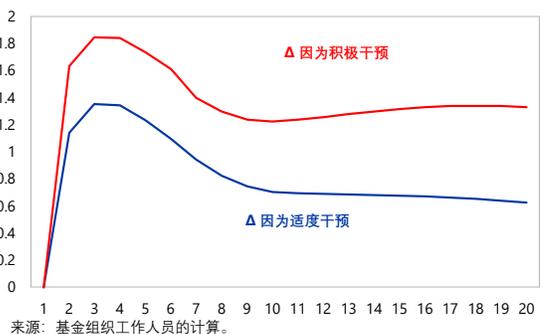
来源: 基金组织工作人员的计算。
1/ 调整了名义利率路径, 以反映模型中的稳态通胀与中国历史上的长期通胀之间的差距。

5年期信贷利差的响应
(水平: 百分比)



来源: 基金组织工作人员的计算。

央行信贷政策对信贷的影响
(与无干预的偏差百分比)



来源: 基金组织工作人员的计算。

专栏 3. 中国经济活动的跟踪指标¹

本专栏基于高频数据，提供经济活动相对于趋势的最新估计。虽然我们在研究中只考虑了经济活动中不太极端的变化，但对中国经济活动的跟踪指标（C-TEA）表明，疫情危机造成的影响比全球金融危机的影响更为深重。

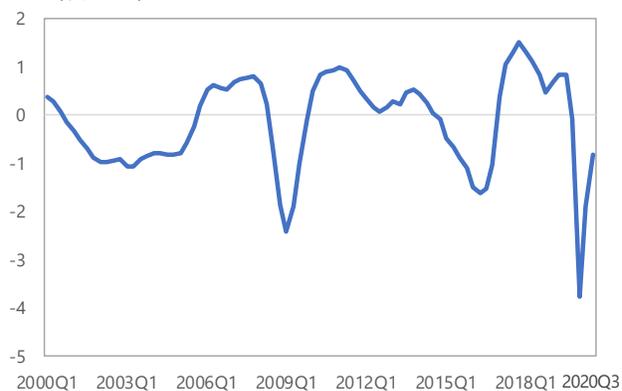
本跟踪指标的基础是一个因子模型，其将不可观测的每月或每季经济活动指标与可观测的指标联系起来。² 经济活动由时变趋势部分和周期部分组成： $U_t = UT_t + UC_t$ 。所有其他可观测到的经济指标 $X_{i,t}$ 及其趋势、周期性和高频部分均被用来提取有关经济活动 U_t 的信号。对于许多可用变量，在周期频率下存在强劲而稳定的联动，以反映未观测到的总体经济活动。

实际进口量是经济指标中的关键变量。虽然不是最及时的指标，但其优点之一是许多国家的产出和进口的周期部分之间存在强劲而稳定的联动。我们使用发达经济体进口与 GDP 之间的联系的中位数估计值，对将经济活动和进口周期联系起来（ $\hat{M}_t = \alpha_M \times \hat{UC}_t + \varepsilon_{M,t}$ ）的参数 α_M 进行校准。进口数据的另一个优点是它们与中国的贸易伙伴对中国出口的统计数据存在概念上的联系。后者也被列为实际进口的干扰变量。

其他宏观经济指标有助于实时估计和预测经济活动。它们包括电力生产、工业增加值、PMI 指标、产能利用率和营商环境调查指标。它们的作用是提供对经济活动的更及时的估计并降低估计的不确定性。

估计值说明了新冠肺炎疫情危机期间经济活动的疲软程度。尽管 2020 年一季度冲击过后经济活动强劲反弹，但由于其尚未完全恢复到疫情前水平（文本图），第二季度的缺口仍然很大。需要谨慎解读这些估计值：基于 C-TEA 指标估计的 2020 年上半年经济活动，可能低估了其收缩程度和之后的恢复程度，因为跟踪指标的初衷并非发现活动中非常剧烈和突然的波动。展望未来，随着可用数据的增加和模型结构的完善，基于 C-TEA 指标估计的经济活动可能会发生变化。

经济活动 —— 缺口
(百分比)



来源：IMF工作人员的估计。

¹ 由 Michal Andrle、Rafael Antonio Portillo 和 Fan Zhang 撰写。

² 详情请参阅即将发表的基金组织工作论文“跟踪中国经济活动”。

专栏 4. 封锁措施下通过贸易产生的溢出效应¹

对全球每日贸易数据进行的溢出效应实证估计表明，因封锁而导致的供给扰动，使 2020 年 2 月至 3 月全球海运进口量减少了约 10%。其中，中国的封锁贡献了约 4 个百分点。这种溢出效应虽然很大，但也是短暂的。

海运是世界贸易的核心，且可以实时跟踪。 货船配有定期发射无线电信号的设备。各种机器学习技术可有助于将这些数据转化为贸易量估计值，而且能和官方统计达到不错的切合（WP 20/57）。

每日双边海运贸易估计值可用于跟踪封锁措施的供应溢出效应。 疫情期间，一国的进口可能会受到供应这些商品的伙伴国所采取封锁政策的严格程度的影响。船舶运输这些货物需要时间，因此，封锁产生的这种影响存在因地理距离而导致的滞后。例如，亚洲 1 月和 2 月的封锁措施大约在实施两周后影响到美国西海岸的港口。随着这些封锁的涟漪效应的到达，美国西海岸的进口增速显著下降。

证据表明，封锁造成了巨大但短暂的供给扰动。 基于外国封锁风险敞口的每日海运进口增长模型表明，封锁会产生巨大的溢出效应。该模型使用各国的贸易风险敞口以及危机早期封锁产生的巨大影响的估计值计算表明，由于中国的封锁限制，2 月至 3 月世界海运贸易量下降了约 4%，其他国家的封锁导致的降幅约为 10%。然而，在危机后期，各国封锁对贸易伙伴进口的影响变得微不足道。尽管冲击规模前所未有的，但这种供给扰动是短暂的，从而继续支持了基于效率和多元化优点的支持全球化生产的现有论点（例如，见 Bonadio 等人，2020 年）。

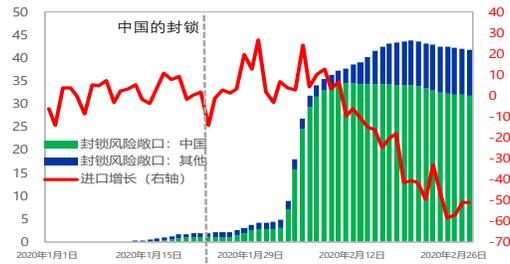
¹ 由 D. Cerdeiro 和 A. Komaromi 根据 WP 20/57 和即将发表的工作论文“疫情期间的供给溢出效应：来自高频运输数据的证据”撰写。

集装箱化出口估计数

出口量，与 2017-2019 年平均值的比率

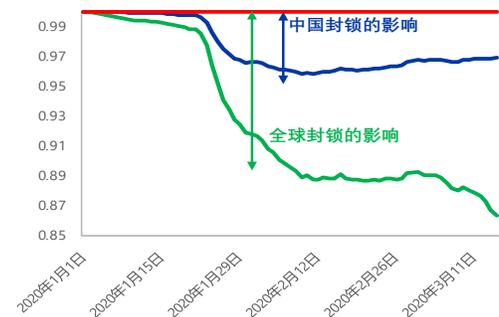


封锁风险敞口 (LE) 与进口 (美国西海岸)



来源：Cerdeiro and Komaromi (forthcoming)。

实际世界贸易与未发生的世界贸易的比率 (在未中断供应的情况下未发生的世界贸易)



来源：Cerdeiro and Komaromi (forthcoming)。

注：4 月的封锁风险敞口系数变得微不足道。

专栏 5. 在结构性改革方面取得的进展¹

改革在不断推进，但在提升韧性和加强私人部门作用方面仍有很大空间。在金融市场开放、户籍改革和知识产权保护方面持续取得进展。同时，在国企改革和强化市场作用方面，改革依然有很大空间。沿着这些方向推动进一步改革，将有助于稳定国内增长，减少外部失衡，并建设一个更具韧性、绿色和包容性的经济。

开放：取得重大进展。尽管面临危机，改革仍在推进。政府通过了新的《外商投资法》，精简了外商投资准入负面清单，加速开放金融市场，取消了对部分领域外资持股的限制，且多次下调关税。但是，中国服务业的市场准入仍然受限，《外商投资法》的有效性取决于其是否得到妥善实施。中国可与贸易伙伴一道，共同推动世贸组织改革，以反映包括电子商务和服务业在内的全球经济变化。

劳动力和产品市场：部分进展。政府在简政放权、放松户籍限制和发展资本市场方面做出的努力值得称赞。但在通过消除地方保护形成统一产品市场、通过全面的户籍制度改革提高劳动力市场的灵活性和流动性方面，仍有进一步改革的空间。市场改革还将鼓励外国投资者利用逐步开放的金融市场。

国有企业：进展有限。政府采取了多项措施，但进一步改革的空间依然很大。央企僵尸企业的处置已基本完成，但主要是采取由其它国企并购的方式，这导致国企数量下降，但规模上升。更根本的改革应包括消除隐性担保和收紧国企预算约束。国有企业去杠杆已经暂停，在一定程度上反映出疫情危机和各部门支持经济增长的努力。旨在减少政府对国企干预的新规定已经起草，但国家在国企治理中的作用得到加强。

再平衡：部分进展。疫情期间，家庭储蓄的增加、社交距离对服务业的影响、以及政府对投资的重点支持，使得再平衡的步伐因疫情而中断。虽然政府为解决污染问题做出了巨大努力，但气候政策仍是一个挑战。政府为减贫做出了巨大努力，但收入不平等现象依然严重，疫情危机突显了进一步加强社保体系的紧迫性。

金融部门：进展有限。虽然金融监管在史无前例的疫情期间还是得到了广泛加强，推动进一步改革仍然具有较大空间。在疫情暴发期间，中国政府采取了特殊的金融支持措施，放宽了不良贷款的确认标准，要求银行增加对高风险借款人的低成本贷款，并延期实施资产管理新规。这些措施可能会破坏近期在加强银行透明度和治理方面取得的进展，因此可在经济复苏后逐步取消这些措施。近期出台的《商业银行法》（修改建议稿）有望强化当局的银行重组工具，但仍迫切需要建立一个充分发挥作用的处置框架，让无持续经营能力的银行能够有序退出。

政策框架：部分进展。当局在资本市场改革方面取得了良好进展，并开展了贷款基础利率（LPR）改革，这些措施是否成功取决于框架的实施和持续推进政策框架现代化。可以通过进一步迈向以利率为基础的货币政策框架和逐步取消存款利率指导政策，来加强货币政策的传导。加快制定全面的中期财政框架将使财政政策从中受益。

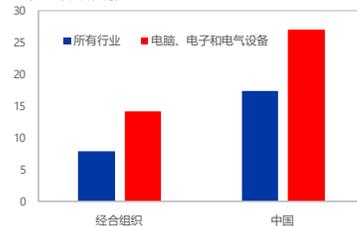
¹ 由 Sarwat Jahan 和 Longmei Zhang 撰写。

专栏 6. 技术脱钩的影响

一种兼顾行业错配、知识传播受阻和宏观经济调整成本等因素影响的研究方法，发现技术脱钩将带来巨大的潜在损失，这其中也包括全球技术中心。如果第三国与其贸易最多的全球技术中心结盟，则损失甚至会更大。

全球高科技产品的跨国多样化程度很高。技术脱钩对全球经济尤其有害，因为高科技生产严重依赖跨境贸易。例如，无论是对中国，还是对经合组织国家，外国增加值在电子产品出口总值中所占的比例远远高于所有行业的总体情况。

外国增加值在出口总值中的占比
(2015年，百分比)

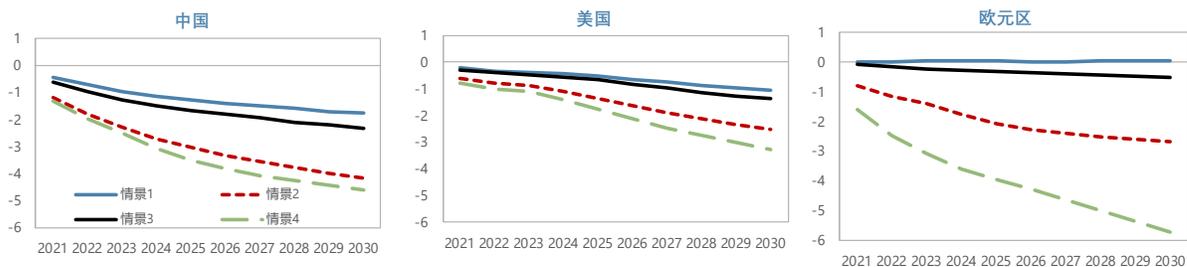


来源：经合组织增加值贸易。

对脱钩的评估基于一个多层模型。第一层反映行业错配，是基于一般均衡贸易模型得到的结果。在这个模型中，高科技行业非关税壁垒的提高足以消除相互脱钩国家之间的贸易。第二层反映破坏全球知识共享对劳动生产率的影响，因为现有贸易和投资关系被切断，各国不能再从彼此的进步中受益。基金组织的宏观经济模型将这两个层面纳入后，还考虑了过渡性失业以及与名义和实际刚性有关的其他中短期成本（详情见 Cerdeiro、Eugster、Mano、Muir 和 Peiris，即将发表）。

模型考虑了多个脱钩的情景。我们在模型中探索中美双边脱钩以及三级技术世界的可能性。仅用于举例，中国、美国和德国（作为欧洲国家的例子）寻求相互脱钩。第三国要么与每个中心自由贸易，要么只与其贸易最多的中心结盟（称为“优先依附”）。

大多数国家会因脱钩而遭受损失，全球技术中心也未能幸免。在中美脱钩但其他国家避免选择优先依附的情景中，中国的长期实际 GDP 水平将下降 1.8%，而且损失随着时间的推移越积越多。在这种情况下，美国也将遭受损失，其长期实际 GDP 下降 1.1%。在多极技术世界中，潜在损失要大得多，因为大多数国家与多个技术中心开展贸易。并且，在两种情况下，如果第三国选择优先依附，损失都会增加。



备注：方案 1：中美之间脱钩而没有优先依附。方案 2：中美之间脱钩并具有优先依附。方案 3：美中德脱钩而没有优先依附关系。方案 4：美中德脱钩并具有优先依附。

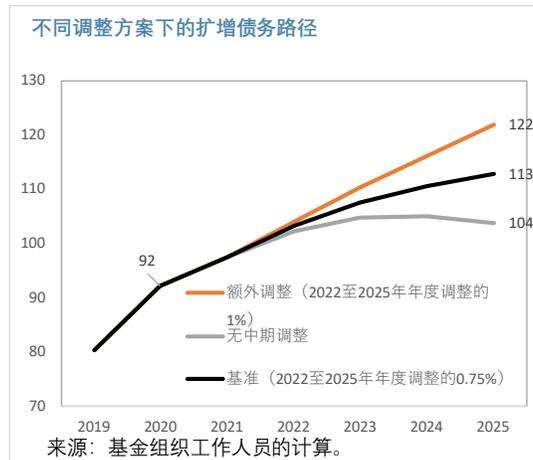
¹ 由 Diego Cerdeiro 和 Huidan Lin 撰写。

专栏 7. 在中期重建中国的财政空间¹

中国尚有财政空间，但其已经收窄——增扩债务已超过 GDP 的 90%，人口正在老龄化，到 2060 年达到碳中和可能会对财政产生影响，预算外政府债务继续增加。因此，坚持进行中期财政调整以使增扩赤字走上稳定的轨道显得更加重要。侧重于拥有较高乘数的支出和提高税收制度累进性的财政政策，将降低调整对增长的拖累。

中国尚有一些财政空间，可以采取临时刺激措施，但不足以支持赤字的长期增加。扩增后的广义政府债务水平偏高且正在上升。²疫情期间的财政支持将使 2020 年的增扩债务增加到 GDP 的 92%，而 2019 和 2008 年的值估计分别为 GDP 的 81% 和 34%。预计 2020 年的总融资需求为 GDP 的 30%。据此计算，公共债务和融资需求给国内融资体系带来了沉重的负担。不过从短期来看，广义政府的金融净值为正（2017 年估计为 GDP 的 10.5%），实际借贷成本较低，加之封闭的资本账户，给财政提供了一些回旋的余地。³

债务在预测期内并未完全企稳，融资需求仍然很大。基线情景假设，2021 年财政立场将保持中性。此后，由于开展年度财政调整且考虑到经济增长恢复，赤字占 GDP 的比例将从 2021 年的 17.2% 下降至 2025 年的 13.8%。基线预测显示，即使从 2022 年开始进行财政调整，产出缺口也将在 2025 年基本归零。财政整顿将减缓政府债务的增长，年融资总额将下降，但到 2025 年，扩增债务水平仍将达到 GDP 的 113%（图 1）。如果选择一条更激进的路径，将 2021 年后假定的年均财政整顿力度增加一倍以上，那么，2025 年的总体赤字将下降到 GDP 的 10%，从而到 2025 年使债务与 GDP 之比完全企稳。⁴如果不进行调整，债务负担将继续大幅攀升，到 2025 年将超过 GDP 的 120%。



中国债务的变化情况，突显出急需开展基线情景中假设的财政整顿。

这就需要力争达到一个平衡：一方面要保护疫情后的经济复苏，另一方面还要扭转 10 年内赤字不断上升的趋势，并使债务与 GDP 之比在第 10 年末稳定下来。这将为政府提供一些额外的财政空间，以应对人口老龄化带来的养老金和医疗支出压力。它还将为应对财政风险的出现提供保险，例如吸收预算外的政府债务。

更有效的财政政策可以降低财政调整对经济增长的影响。相对而言，完善税收福利制度，向不太富裕但消费倾向相对较高的个人转移资源，这样可以减少调整对增长的拖累。重新调整优先次序，将社保体系支出排在基础设施投资的前面，可激励家庭降低其偏高的储蓄率，重新推动经济向私人消费的再平衡，从而使经济增长更具韧性。此外，制定全面的中期财政框架，将减少在可能刺激私人投资的财政政策方向上的不确定性。

¹ 由 John Ralyea 撰写。

² 广义政府债务加上地方政府融资平台的预算外负债、政府指导资金和专项建设资金。

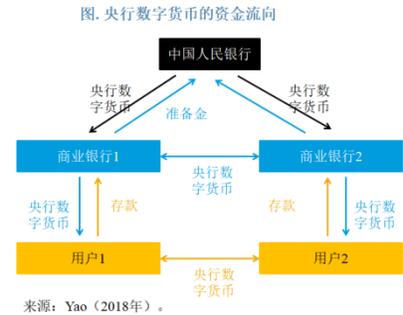
³ 基线假设整个预测期限内的有效平均利率为 3.3%。这意味着实际借贷成本为 1% 或以下。

⁴ 基线设想，周期性调整后的基本收支平衡 (CAPB) 的平均年度调整幅度为 GDP 的 3/4 个百分点。在更激进的方案中，CAPB 的平均年度调整幅度为 GDP 的 1/4 个百分点。

专栏 8. 中国央行数字货币的发展¹

中国正在研发央行数字货币（CBDC），命名为 e-CNY，并已开始大规模测试。央行数字货币将在当前阶段只用于国内交易，是一种不计息的现金替代品，由人民银行发行并通过银行系统在双层体系下进行投放。目前的设计可能会提高普惠金融和支付效率，但需要密切监测大规模发行时面临的操作风险。

中国央行数字货币的研发工作在最近几个月有所提速。2014 年，中国成为了首个开始探索央行数字货币的主要国家之一。与私人第三方支付服务提供商（如支付宝和微信支付）相比，中国的央行数字货币有可能实现更高的匿名性、更高的跨支付平台的兼容性、以及离线使用，覆盖缺少金融服务的居民。央行数字货币在初始阶段将用于国内交易，但将来可能被扩展至跨境支付。最近，人民银行已与包括部分银行和电商平台在内的 20 多家公司开展合作，在四个城市测试央行数字货币，并计划在 2022 年北京冬季奥运会上进行测试——这一测试将包含奥运游客和选手使用央行数字货币的场景。



该央行数字货币是一个在双层体系下发行的现金替代品。中国的央行数字货币将是一个结合了数字货币和电子支付特征的法偿性货币。它将成为现金的替代品（M0），通过商业银行在双层体系中进行投放（见文本图）。在用户层面，小额交易是匿名的，但人民银行可以出于监管目的检索交易历史，并实行“有管理的匿名”。集中管理和“松耦合”的设计将会使在没有银行账户的情况下进行支付和转账成为可能。

央行数字货币可以促进普惠金融并提高支付效率。

- **普惠金融。**央行数字货币可以将支付服务的范围扩大到未能享受银行服务的居民，降低住户和小企业的交易成本，提高效率。这可以改善它们获得融资的机会，进一步促进普惠金融。
- **货币政策。**当前的设计不太可能对现有的货币政策框架构成挑战，因为双层体系不太可能改变现有的货币供应体系，而且不付息的设计将有助于限制数字货币与银行存款之间形成竞争。同时，普惠金融的提升可以增强货币政策的传导。此外，相比现金，央行数字货币与付息资产之间的兑换会更容易，这可能导致住户和企业部门增持付息资产，因而增加他们对于利率变化的敏感性。
- **金融稳定。**央行数字货币具有法偿性，因而比第三方支付服务提供商具备更低的交易对手方风险。可以设想金融服务将在一定程度上出现去中介化，但这种风险可在不付息的设计下以及通过对央行数字货币和银行存款间的转换施加限额得到缓解。在反洗钱和反恐融资措施到位的情况下，“有管理的匿名”有助于在精简某些合规流程的同时保护一些隐私。

央行数字货币的金融风险需要密切监控和评估。如果央行数字货币得以大规模发行，人民银行有可能要应对来自于网络破坏和攻击的操作风险，以及用户数据的集中收集和存储对隐私保护的挑战。尽管央行数字货币相对于现金可能促进人民银行分配流动性的流程，它也同时可能提高银行的融资成本并增加压力时期的银行挤兑风险，尤其是较小的银行。²在考虑未来可能的跨境使用上，当局应该权衡其带来的效率提升及其对现存的汇率政策和资本账户框架的影响。

¹ 由 Fei Han、Alfred Schipke 和 Longmei Zhang 撰写。

² 请参阅 IMF 的职员讨论报告“[阐述中央银行数字货币](#)”（2018年）。

专栏 9. 中国“十四五”规划建议的主要内容概要

中国共产党十九届五中全会通过了中国“十四五”规划建议（2021-2025）。规划提出坚持科技自立自强，实施可持续发展战略，形成强大国内市场，深入实施现有发展战略。公报未明确 GDP 增长的具体目标，但提出到二〇三五年人均国内生产总值达到中等发达国家水平，科技实力大幅跃升。更为详细的“十四五”规划《纲要》全文将在 2021 年 3 月的全国人大会议上审查通过后发布。

科技自立自强是重大主题，强调面对错综复杂的国际形势，注重以科技自主创新驱动可持续增长。2035 远景规划提出到 2035 年实现关键核心技术的重大突破。

实施“双循环”战略并不代表对外开放的倒退。更准确的理解是一项长期战略，通过强化国内经济以提高中国经济发展韧性。将继续促进国际贸易，扩大中国市场和海外投资开放水平。公报同时强调，中美完全“脱钩”并不现实，将对两国和世界造成损失。

2021-2025 年，中国将注重更高质量增长，以实现经济持续健康发展。规划提出实现更加充分更高质量就业的措施，包括改善对重点群体的就业支持、建设高质量教育体系、改善老年人护理和社会保障体系等。

公报重申习主席提出的气候目标。“十四五”规划提出生产生活方式绿色转型将取得显著成效。将努力提高能源资源利用效率，持续减少主要污染物排放总量。此外，加快农业农村现代化，保障国家粮食安全，提高农业质量效益和竞争力。

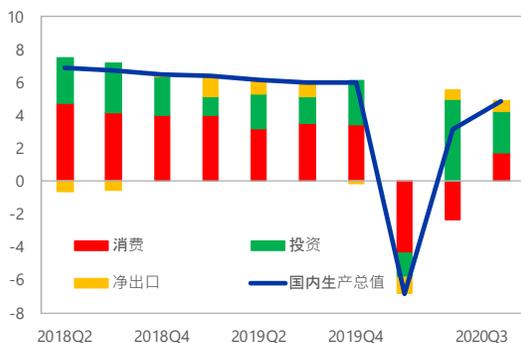
¹ 由 Wenjie Chen 和 Xin Li 撰写。

图 1. 中国: 近期形势 — “V” 型复苏

增长在二季度出现反弹…

… 工业生产迅速好转…

对实际国内生产总值 (GDP) 的贡献份额: 需求侧
(实际增长百分比, 同比)



来源: CEIC.

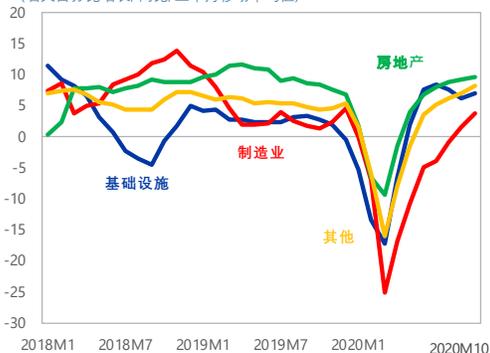
制造业采购经理人指数 (PMI) 与实际工业产值
(百分比, 同比)



来源: Haver.

…基础设施和房地产带动投资复苏。

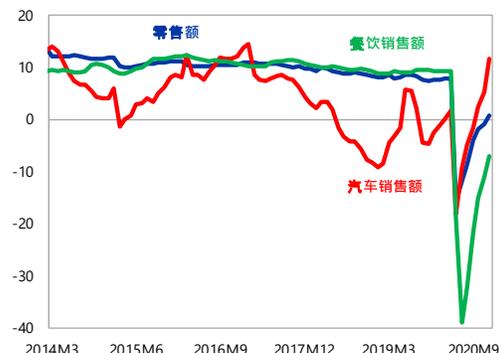
分行业固定资产投资变化
(名义百分比增长, 同比, 三个月移动平均值)



来源: CEIC.

同时, 消费仍然疲软, 尤其是在接触密集型行业…

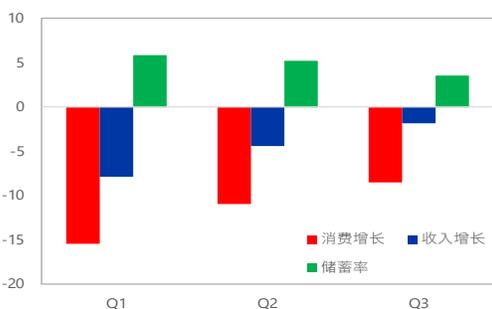
零售额、汽车销售额与城市可支配收入
(百分比, 同比, 3个月移动平均值)



来源: CEIC 和 IMF 工作人员的估计。

…由于整体家庭消费的复苏滞后…

与2019年相比, 2020年家庭消费增长、可支配收入增长和储蓄的变化
(名义百分比增长, 2020年减2019年)



来源: CEIC / 国家统计局家庭调查和IMF工作人员的估计。
注: 储蓄率根据(1-家庭人均消费/家庭人均可支配收入)。

…需求疲软也反映在消费者和生产者价格的较低通胀上。

消费者物价指数(CPI)和生产者物价指数(PPI)通胀
(百分比, 同比)



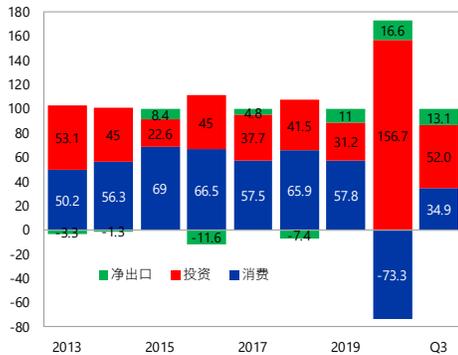
来源: CEIC.

图 2. 中国: 再平衡 — 危机后的倒退

随着公共投资推动 2020 年经济复苏, 转向依赖消费的再平衡出现倒退...

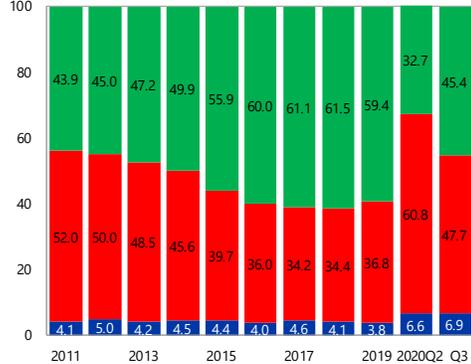
一季度关闭后的复工复产更利于工业活动。

对实际国内生产总值(GDP)增长的贡献份额: 需求侧 (百分比)



来源: CEIC.

对实际GDP增长的贡献份额: 供应侧 (百分比)



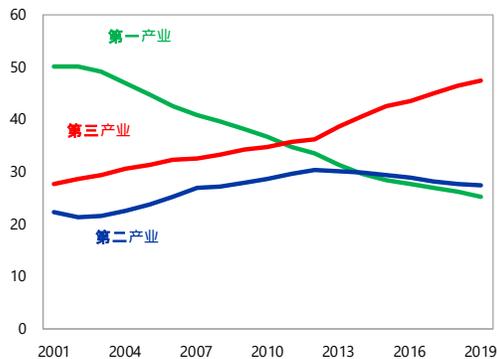
来源: CEIC.

从农业和工业到服务业的劳动力再分配持续至 2019 年...

...但是农民工所占比例的上升和农民工相对工资的下降加剧了户籍制度改革的必要性。

部门就业

(占总就业的百分比)



来源: CEIC 和IMF工作人员的估计。

尽管消费不平等继续下降, 但城乡收入不平等在 2020 年基本维持不变。

流动务工人员就业份额与工资

(百分比)



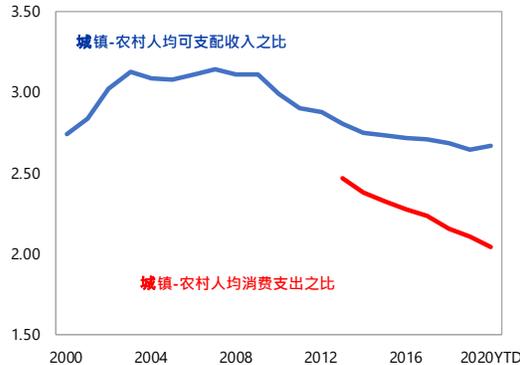
来源: CEIC.

注: 农村进城务工人员是指拥有农村户籍而在城市务工的人员, 本地流动务工人员是指拥有农村户籍并留在本地但从事非农业工作的务工人员。

空气污染持续下降, 尽管在 2020 年这部分是由于封锁。

城镇-农村可支配收入与消费之比

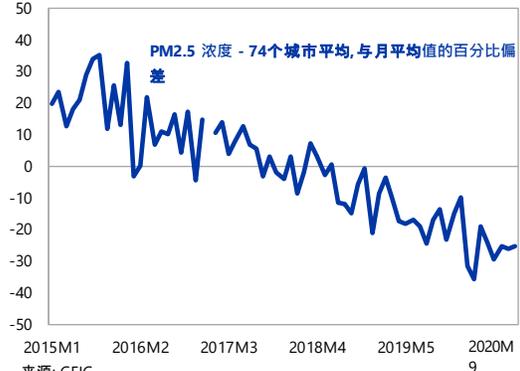
(比值, 城镇/农村)



来源: Haver Analytics.

74个城市PM2.5浓度平均水平随时间的变化

(百分比)



来源: CEIC.

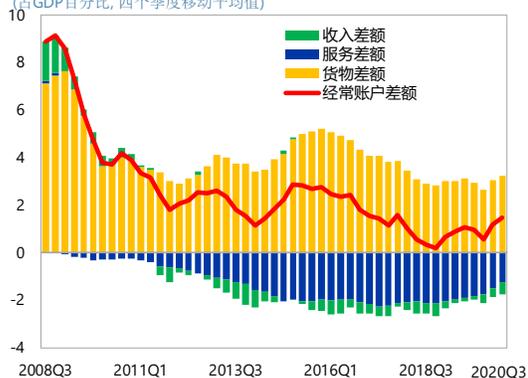
图 3. 中国: 外部 — 增加的经常账户盈余和不稳定的资本流动

继第一季度初步收窄之后, 在第三季度前的四个季度中 (含第三季度), 中国经常账户顺差再次扩大至 GDP 的 1.5%, 反映出更强劲的贸易平衡和出境旅游的锐减。

由于对个人保护设备和电子消费产品的需求激增以及价格优惠, 出口保持出人意外的强劲。

经常账户

(占GDP百分比, 四个季度移动平均值)



来源: CEIC.

由于居民对海外其他投资资产的积累增加, 以及净误差和净遗漏, 导致第二季度资本外流加速...

中国: 疫情相关商品带动出口反弹

(百分比, 美元计价, 三个月加总, 同比)

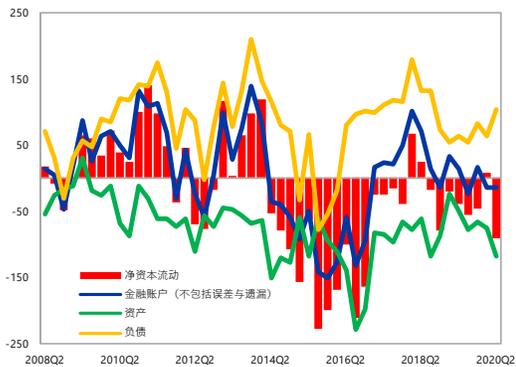


来源: CEIC和IMF工作人员估计。

...同时在强劲的债务流入带动下, 证券投资又转为净流入。

金融账户

(十亿美元)

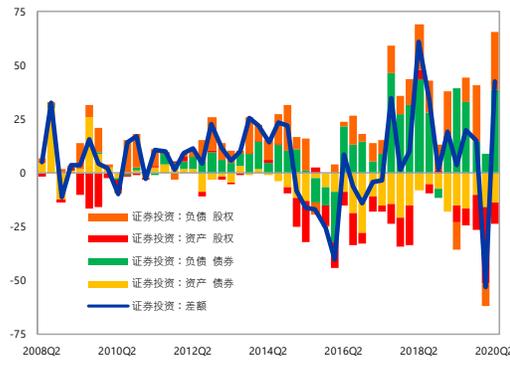


来源: CEIC.

自夏天以来的汇率升值主要反映了中国强劲的复苏和出口表现、利差以及持续的金融开放。

金融账户: 证券投资

(十亿美元)



来源: CEIC.

外汇储备保持充足和稳定, 自 2017 年初以来, 没有迹象表明存在大规模外汇交易。

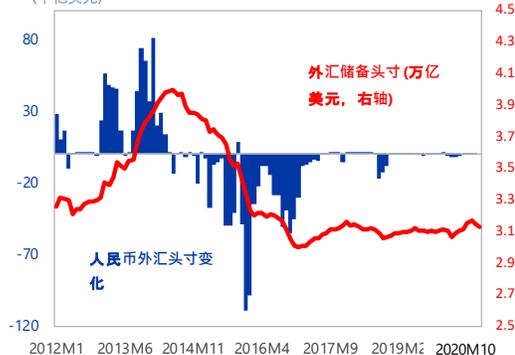
人民币兑美元汇率与CFETS指数



来源: Bloomberg, IMF 工作人员估计。

外汇储备

(十亿美元)



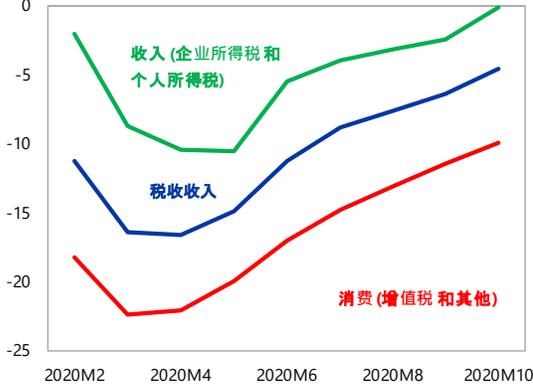
来源: Haver Analytics.

图 4. 中国: 财政 — 大流行应对措施强化了现有趋势

第一季度税收收入大幅下降, 但随着经济复苏有所回升...

... 应对大流行的措施着重于政府投资。

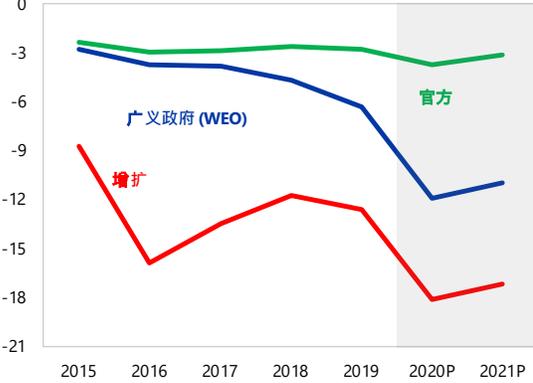
税收收入
(百分比, 同比)



来源: CEIC, IMF工作人员的估计。

财政收支状况将进一步扩大 2020 年预算赤字...

政府收支平衡 1/
(占GDP比重)

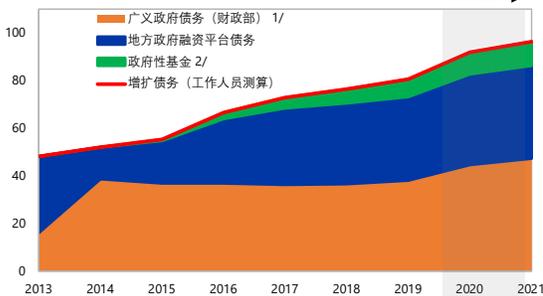


1/ 见员工报告中表5对平衡的定义

来源: 政府, IMF员工的估计

尽管如此, 预计今年政府债务的上升趋势仍将加速...

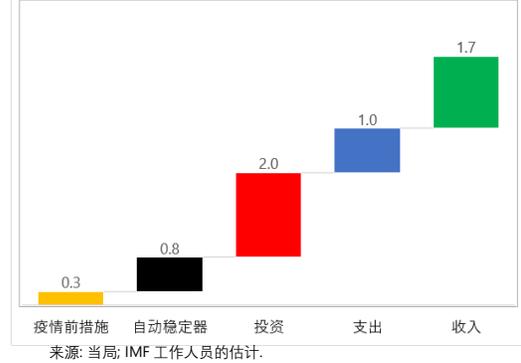
增扩债务
(占GDP比重)



来源: 财政部

备注: 1/ 2019, 2020数据计算得出, 2021 为预测值. 2014年数据的大幅增长反映了官方指出地方政府融资平台债务占GDP的22% 2/ 政府指导基金 (GGF) 和特殊建设基金 (SCF)。仅社会资本部分。

应对疫情财政措施
(占GDP比重)



来源: 当局; IMF工作人员的估计。

... 预计三分之一的赤字将通过出售资产进行弥补。

增扩赤字融资
(占GDP比重)

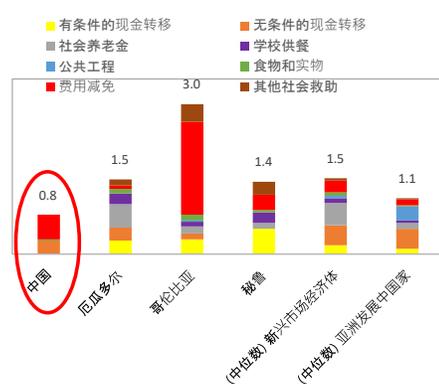


1/ 地方政府融资平台与其他政府资金

来源: 政府; CEIC; IMF工作人员的估计。

... 但社会支出仍低于其他新兴经济体和发展中国家。

社会救助支出
(占GDP比重, 最新)



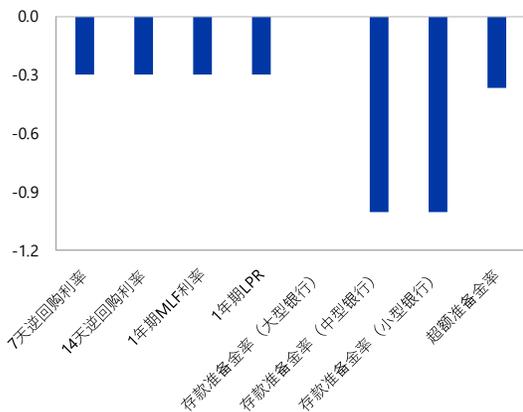
来源: ASPIRE (世界银行)

图 5. 中国: 货币政策 — 政策宽松但通货膨胀率仍然较低

除其他特殊措施外，中国人民银行还下调了政策利率，注入了流动性。

…利率处于下行通道。

新冠肺炎疫情后的政策利率变化
(百分比)



来源: CEIC, Haver Analytics, 和IMF工作人员的估计。

中国人民银行的再贷款安排等非利率政策增加了对小微企业贷款。

对小微企业的贷款
(百分比, 同比)



来源: CEIC, IMF工作人员的估计。

核心通胀受到抑制，食品通胀最近趋于稳定。

消费者价格指数 (CPI) 通胀
(百分比, 同比)



来源: CEIC

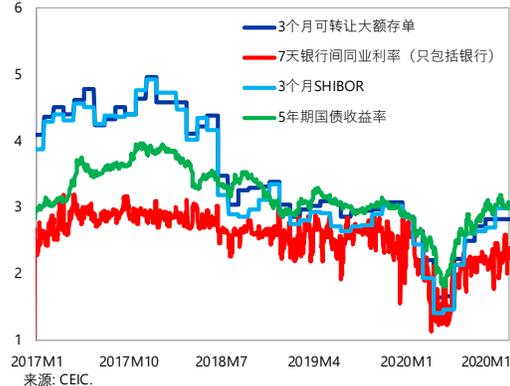
利率走廊
(百分比)



来源: CEIC.

市场利率随之下降，但由于对进一步宽松政策的预期减弱，近期有所上升。

主要市场利率
(百分比)



来源: CEIC.

PPI 逐渐上升，但仍处于通缩区间。

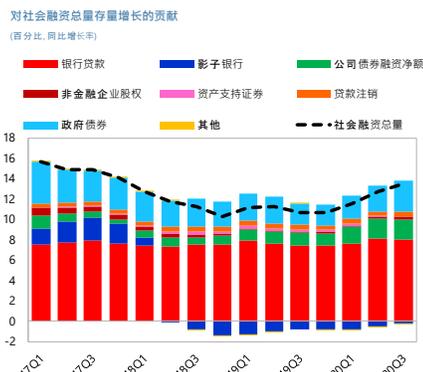
生产者价格指数
(百分比, 同比)



来源: CEIC

图 6. 中国: 信贷 — 信贷增长加速, 债务水平上升

自新冠疫情暴发以来, 社会融资总量的增长有所加快…



来源: Haver; IMF工作人员的估计。
 注释: 自2017年1月起, 包括资产支持证券、贷款注销和地方政府专项债券。
 自2019年12月起, 地方政府专项债券扩展至2017年以来的政府债券
 (包括所有中央和地方政府债券)。

2020 年上半年银行贷款加速增长, 第三季度略有放缓, 这主要由向企业提供的贷款推动…

银行贷款增长率, 按借款人划分



来源: Haver; IMF工作人员的估计。

由于短期消费贷款增长大幅下滑, 部分被经营贷款的较快增长所抵消, 居民贷款增长放缓。

家庭贷款增长, 按类型划分

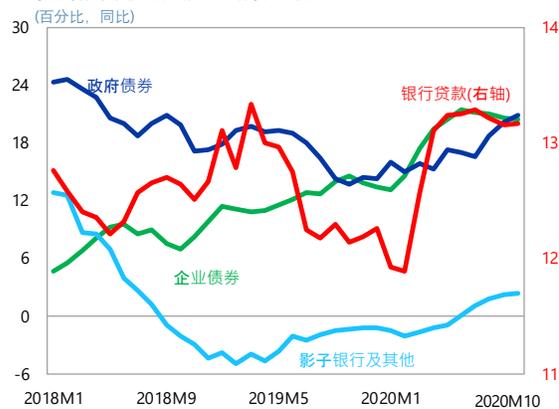


来源: Haver; IMF工作人员的估计。

注释: 2020年1月短期消费贷款和中长期消费贷款存量数据出现结构性缺口。为修正结构性缺口, 利用短期和中长期人民币家庭贷款的流量数据对各组成部分进行估计。

…主要受银行贷款增长和公司及政府债券发行的推动。

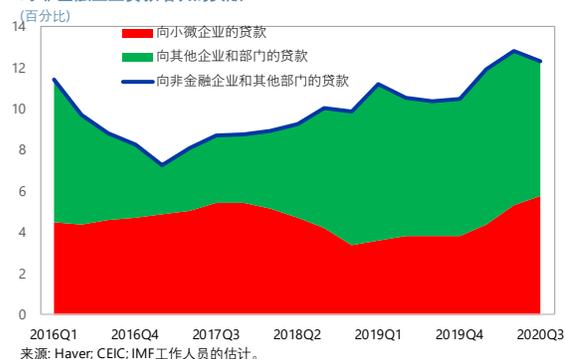
社会融资总量, 按组成部分划分



来源: Haver; IMF工作人员的估计。

…在政府对小企业的的支持措施下, 向小企业提供的贷款增长更快。

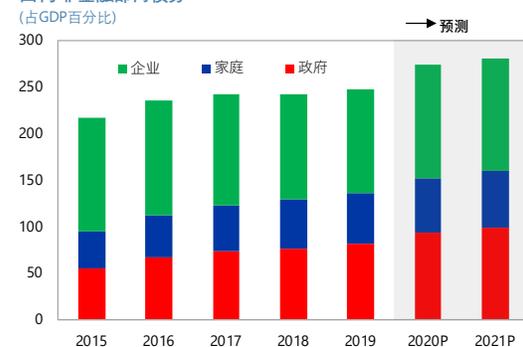
对非金融企业贷款增长的贡献



来源: Haver; CEIC; IMF工作人员的估计。

私人部门和公共部门的债务占 GDP 的比例预计均会增加。

国内非金融部门债务



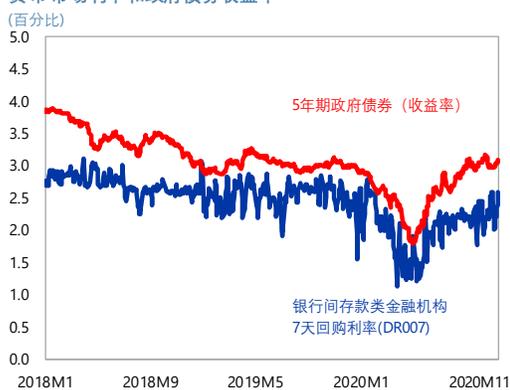
来源: CEIC; Haver; IMF工作人员的估计。

注释: 政府债务包括中央和地方的政府债务、政府性基金及地方政府融资平台。

图 7. 中国: 金融市场 — 融资条件在最初的宽松之后开始收紧

2020 上半年, 短期市场利率和长期政府债券收益率大幅下降, 但在中国人民银行降低进一步降息的预期后, 出现反弹。

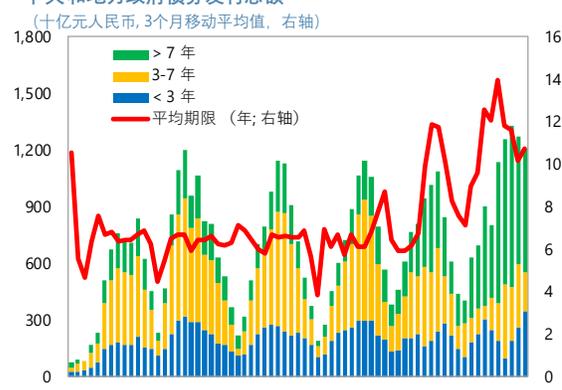
货币市场利率和政府债券收益率



来源: WIND database; IMF工作人员的估计。

政府债券供应压力, 尤其是长期债券供应压力, 在推高收益率方面发挥了作用。

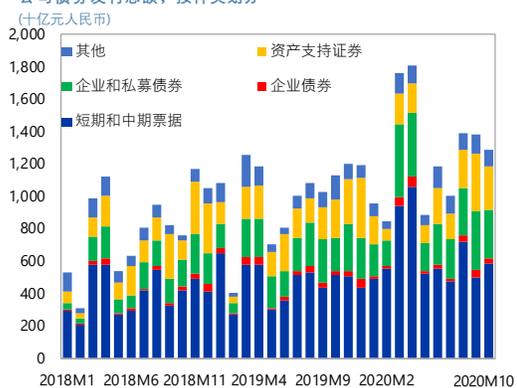
中央和地方政府债券发行总额



来源: Bloomberg; IMF工作人员的估计。

公司债券发行从 8 月份开始回升。

公司债券发行总额, 按种类划分



来源: WIND database; IMF工作人员的估计。

企业信贷利差上升, 突显出维持支持性金融环境的挑战。

企业和地方政府融资平台债券发行人的信贷利差



来源: WIND database; IMF工作人员的估计。

随着市场杠杆率反弹, 股市上涨。

股票市场保证金贷款和价格指数



来源: CEIC; IMF工作人员的估计。

境外投资者对中国债券和股票市场的参与度继续提高。

投资组合流入



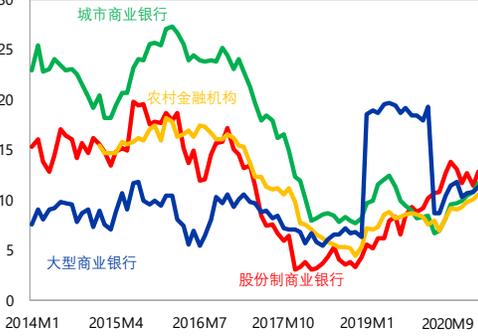
来源: CEIC; WIND database; IMF工作人员的估计。

图 8. 中国: 银行业 — 在盈利压力不断上升的情况下, 银行业不断扩张

在大中型银行的带动下, 银行资产增速在一季度停滞后又出现反弹。

尽管政策利率下降, 银行融资成本仍保持稳定。

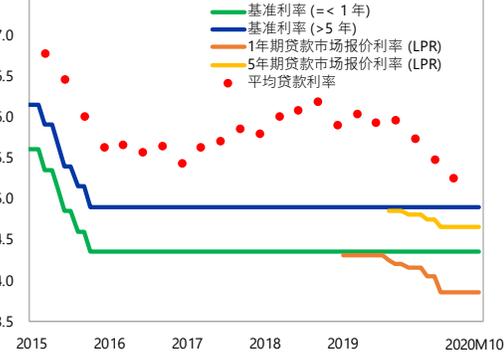
银行资产增长率
(百分比, 同比)



来源: CEIC; IMF工作人员的估计。
注释: 就银行资产数据而言, 自2019年1月以来, 中国邮政储蓄银行被列为大型商业银行。

由于中国人民银行下调了贷款市场报价利率(LPR), 并指导银行降低贷款利率, 挤压了银行的利润空间, 贷款收益率下降。

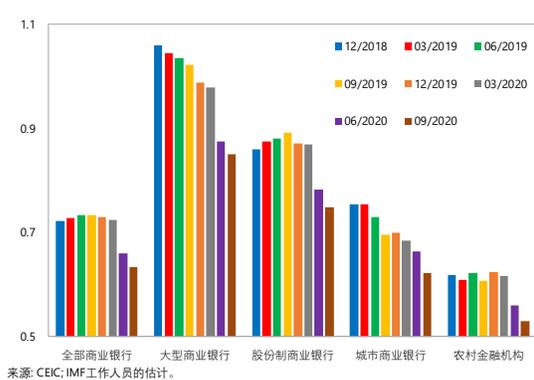
银行贷款利率
(百分比)



来源: CEIC; Haver; IMF工作人员的估计。

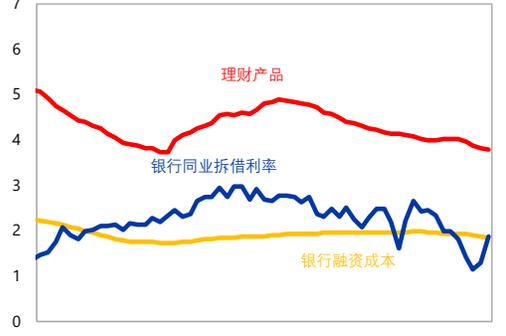
其结果是, 银行的盈利能力全面下降。

商业银行净利润
(占总资产的百分比, 4个季度移动平均值)



来源: CEIC; IMF工作人员的估计。

银行融资成本
(百分比)



来源: CEIC; SNL Financial; IMF工作人员的估计。

减值支出也有所上升。

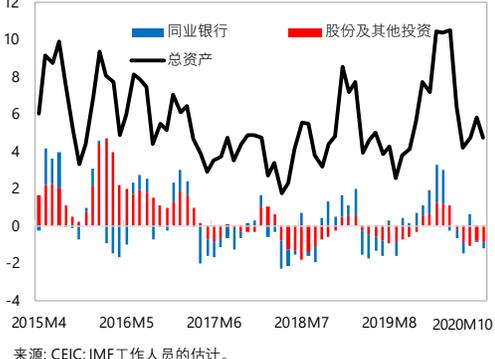
商业银行减值准备
(占总资产的百分比)



来源: SNL Financial; IMF工作人员的估计。

银行间和非标准银行资产出现反弹, 原因是资产管理新规的实施进一步推迟。

中资银行: 选定部分的资产增长
(3个月变化, 万亿人民币)



来源: CEIC; IMF工作人员的估计。

表 1. 中国：部分经济指标

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	预测										
	(年度百分比变化, 除非另有注明)										
国民账户											
实际GDP (基年=2015年)	6.9	6.8	6.9	6.7	6.1	1.9	7.9	5.7	5.6	5.5	5.4
国内总需求	7.3	7.9	6.8	7.4	5.5	1.5	8.7	5.8	5.6	5.6	5.4
消费	8.3	8.5	7.3	8.1	6.4	-0.8	11.3	6.4	6.5	6.2	6.1
投资	6.1	7.2	6.1	6.5	4.5	4.6	5.4	5.1	4.6	4.8	4.5
固定	7.9	7.3	5.9	7.1	5.1	4.3	6.3	4.9	4.6	4.8	4.5
库存(贡献)	-0.6	0.0	0.1	-0.2	-0.2	0.2	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
净出口(贡献)	-0.1	-0.8	0.3	-0.5	0.7	0.4	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
资本形成总额 (占GDP百分比)	43.0	42.7	43.2	44.0	43.1	43.1	41.8	41.2	40.4	39.6	38.8
国民储蓄总额 (占GDP百分比) 1/	45.8	44.5	44.8	44.1	44.1	45.0	42.7	42.0	41.1	40.2	39.4
劳动力市场											
失业率 (年度平均) 2/	5.0	5.0	5.0	4.9	5.2	5.4	...	...	...	...	...
就业	0.3	0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
价格											
消费者价格 (平均)	1.4	2.0	1.6	2.1	2.9	2.4	0.5	1.9	1.9	2.0	2.0
GDP 平减指数	0.1	0.9	3.9	3.5	2.4	2.1	1.6	2.1	2.1	2.2	2.2
金融											
7天回购利率 (百分比)	2.4	2.7	5.4	3.1	3.1	...	...	...	...	...	...
10年期政府债券利率 (百分比)	3.7	3.0	3.9	3.3	3.2	...	...	...	...	...	...
实际有效汇率 (平均)	9.8	-4.9	-2.9	1.4	-0.8	...	...	...	...	...	...
名义有效汇率 (平均)	9.7	-5.4	-2.5	1.5	-1.8	...	...	...	...	...	...
宏观-金融											
社会融资总量	12.5	30.5	14.1	10.3	10.7	13.8	12.2	9.4	8.8	8.4	7.9
占GDP百分比	200	242	248	248	253	276	283	287	290	291	292
非金融部门债务总额 3/	14.5	16.8	14.3	10.8	10.7	13.9	12.4	9.8	9.2	8.7	8.2
占GDP百分比	222	241	248	248	253	277	284	289	293	295	297
对私人部门的国内信贷	15.9	12.6	11.6	8.3	9.2	12.0	11.0	7.9	7.5	7.1	6.5
占GDP百分比	161	168	169	166	167	179	182	182	181	180	178
房价 4/	9.1	11.3	5.7	12.3	8.6	7.0	6.5	6.2	5.9	5.8	5.7
家庭可支配收入 (占GDP百分比)	61.1	61.6	60.1	59.3	59.1	57.6	59.2	59.1	58.9	58.6	58.3
家庭储蓄 (占可支配收入百分比)	38.4	37.2	35.7	34.8	34.4	37.1	33.7	31.8	29.9	27.9	25.9
家庭债务 (占GDP百分比)	39.1	44.7	48.9	52.3	55.6	58.3	61.3	62.4	64.0	64.9	66.0
非金融企业国内债务 (占GDP百分比)	122	124	120	113	111	121	120	119	117	115	112
国际清算银行 (BIS) 估算的信贷/GDP率缺口 (占GDP百分比)	25.4	20.8	11.8	0.3	-2.2	...	...	...	...	...	...
预算内广义政府 (占GDP百分比)											
净贷款/借款 5/	-2.8	-3.7	-3.8	-4.7	-6.3	-11.9	-11.0	-10.1	-9.1	-8.3	-7.5
收入	28.8	28.2	27.8	28.3	27.7	24.5	25.0	25.3	25.8	26.5	27.1
从土地出让中获得的额外资金	1.9	2.0	2.5	2.8	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
支出	33.5	33.9	34.2	35.8	36.9	39.3	38.9	38.3	37.9	37.8	37.6
债务 6/	36.7	36.7	36.2	36.5	38.1	44.7	47.2	49.5	51.2	52.6	53.8
结构性余额	-2.5	-3.4	-3.6	-4.5	-6.0	-10.6	-10.3	-9.6	-8.8	-8.1	-7.5
国际收支 (占GDP百分比)											
经常账户差额	2.7	1.8	1.6	0.2	1.0	1.9	0.9	0.8	0.8	0.6	0.5
贸易差额	5.2	4.4	3.9	2.9	3.0	3.5	2.6	2.8	2.6	2.5	2.4
服务差额	-2.0	-2.1	-2.1	-2.1	-1.8	-1.1	-1.3	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7
净国际投资头寸	15.1	17.4	17.1	15.5	14.7	16.1	15.2	14.8	14.4	13.9	13.4
官方储备总额 (十亿美元)	3,406	3,098	3,236	3,168	3,223	3,579	3,842	4,127	4,427	4,734	5,056
备忘项											
名义GDP (十亿人民币) 7/	69,209	74,598	82,898	91,577	99,493	103,462	113,377	122,286	131,750	142,072	153,020
增扩概念的债务 (占GDP百分比) 8/	55.2	66.4	72.8	76.4	80.5	91.7	96.4	101.4	105.6	109.3	112.7
增扩概念的净贷款/借款 (占GDP百分比) 8/	-8.7	-15.9	-13.5	-11.8	-12.6	-18.2	-17.2	-16.3	-15.4	-14.6	-13.8

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

1/ 国际货币基金组织工作人员对2019年的估计。

2/ 调查失业率。

3/ 包括政府基金。

4/ 国际货币基金组织工作人员根据国家统计局公布的房屋销售价值和成交量估计的平均售价。

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、平准基金的调整以及社保基金。

6/ 2015年后的债务估计数据设2015-2025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政府性基金、地方政府融资平台的预算外活动。

表 2. 中国：国际收支

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
								预测			
								(占GDP百分比, 除非另有注明)			
经常账户差额	2.7	1.8	1.6	0.2	1.0	1.9	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
贸易差额	5.2	4.4	3.9	2.9	3.0	3.5	2.6	2.8	2.6	2.5	2.4
出口	19.3	17.7	18.1	17.5	16.7	16.7	15.7	15.3	14.7	14.4	14.1
进口	14.1	13.4	14.2	14.6	13.7	13.2	13.1	12.5	12.1	11.9	11.6
服务差额	-2.0	-2.1	-2.1	-2.1	-1.8	-1.1	-1.3	-1.7	-1.7	-1.7	-1.7
收入差额	-0.4	-0.4	-0.1	-0.5	-0.2	-0.6	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2
经常性转移	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
资本和金融账户差额	-3.9	-3.7	0.9	1.3	0.3	0.5	0.8	0.8	0.8	0.9	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	-3.9	-3.7	0.9	1.3	0.3	0.5	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
净外国直接投资	0.6	-0.4	0.2	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
外国在华直接投资	2.2	1.6	1.4	1.7	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
中国对外直接投资	-1.6	-1.9	-1.1	-1.0	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
证券投资	-0.6	-0.5	0.2	0.8	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
其他投资	-3.9	-2.8	0.4	-0.1	-0.5	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
误差与遗漏 1/	-1.9	-2.0	-1.7	-1.3	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总体差额	-3.1	-4.0	0.7	0.1	-0.1	2.4	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4
储备资产	3.1	4.0	-0.7	-0.1	0.1	-2.4	-1.6	-1.6	-1.5	-1.4	-1.4
国际投资头寸											
资产	55.4	58.0	58.3	53.5	53.6	55.0	52.0	50.7	49.4	48.2	47.1
直接投资	9.9	12.1	14.7	14.3	14.5	14.7	13.8	13.4	12.9	12.6	12.2
证券投资	2.4	3.3	4.0	3.6	4.5	5.0	5.1	5.4	5.6	5.7	5.8
其他投资	12.5	15.0	13.1	12.6	12.1	12.0	11.1	10.6	10.3	10.0	9.8
储备资产	30.6	27.6	26.4	22.9	22.4	23.3	22.0	21.3	20.6	19.9	19.3
负债	40.3	40.6	41.2	38.0	38.8	39.5	37.5	36.6	35.9	35.1	34.5
直接投资	24.3	24.5	22.2	20.4	20.3	20.6	19.4	18.7	18.1	17.6	17.0
证券投资	7.4	7.2	9.0	7.9	9.5	10.2	10.2	10.4	10.7	11.0	11.3
其他投资	8.7	8.8	9.9	9.6	9.0	8.8	8.0	7.5	7.0	6.6	6.2
净国际投资头寸	15.1	17.4	17.1	15.5	14.7	15.5	14.5	14.0	13.6	13.1	12.6
备忘项											
出口增长 (按价值计·百分比变化)	-4.5	-7.2	11.4	9.1	-0.8	4.0	4.8	5.7	4.4	5.7	5.5
进口增长 (按价值计·百分比变化)	-13.4	-4.2	16.0	16.2	-2.4	0.0	10.9	3.2	5.3	5.8	5.7
外国对华直接投资 (十亿美元)	242	175	166	235	156	155	164	168	173	178	183
外债 (十亿美元)	1,383	1,416	1,758	1,983	2,057	2,290	2,536	2,797	3,073	3,366	3,678
占GDP百分比	12.4	12.6	14.3	14.3	14.3	15.3	15.2	15.5	15.7	15.9	16.1
短期外债 (剩余期限·十亿美元)	887	866	1,145	1,280	1,320	1,450	1,588	1,734	1,888	2,053	2,228
总储备 (十亿美元) 2/	3,406	3,098	3,236	3,168	3,223	3,579	3,842	4,127	4,427	4,733	5,055
相当于短期债务 (按剩余期限计) 的百分比	384	358	283	247	244	247	242	238	234	231	227
贸易条件 (百分比变化)	12.1	0.9	-5.1	-2.7	4.6	8.3	-2.2	-0.3	-0.3	0.0	0.0
实际有效汇率 (2010年 = 100)	130	124	120	122	121	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
名义GDP (十亿美元)	11,114	11,227	12,265	13,842	14,402	14,947	16,681	18,085	19,578	21,183	22,889

来源：CEIC；国际货币基金组织信息通告系统；以及国际货币基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 包括价值调整的对流交易。

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

	2015	2016	2017	2018	2019
货币与金融指标					
广义政府债务 (相当于GDP的百分比, 狭义定义)	36.7	36.7	36.2	36.5	38.1
广义货币 (M2: 年度百分比变化)	13.3	11.3	9.0	8.1	8.7
外币存款与广义货币之比 (百分比)	2.9	3.2	3.1	2.7	2.7
对经济的本币贷款 (年度百分比变化)	14.3	13.5	12.7	13.5	12.3
外币贷款与银行国内信贷之比 (百分比)	4.0	3.4	3.1	2.8	2.5
股市指数 (期末, 1990年12月19日 = 100) 1/	3,704	3,250	3,463	2,611	3,196
股市市值 (相当于GDP的百分比)	94.3	91.6	94.7	77.8	92.7
上市公司数 (A股)	2,808	3,034	3,467	3,567	3,690
国际收支指标					
出口 (年度百分比变化,美元)	-4.5	-7.2	11.4	9.1	-0.8
进口 (年度百分比变化,美元)	-13.4	-4.2	16.0	16.2	-2.4
经常账户差额 (相当于GDP的百分比)	2.7	1.8	1.6	0.2	1.0
资本和金融账户差额 (相当于GDP的百分比)	-3.9	-3.7	0.9	1.3	0.3
其中: 外国直接投资流入总额	2.2	1.6	1.4	1.7	1.1
外汇储备					
以十亿美元为单位 2/	3,406	3,098	3,236	3,168	3,223
按以下指标衡量的覆盖水平:					
进口 (月数)	21.0	16.8	15.2	15.3	16.4
广义货币 (百分比)	15.2	13.3	12.9	11.5	11.2
按剩余期限计的短期外债 (百分比)	384	358	283	247	244
评估储备充足性 (ARA) (范围) 3/	120-317	106-285	94-246	89-229	85-220
外债与资产负债表指标					
全部外债 (相当于GDP的百分比)	12.4	12.6	14.3	14.3	14.3
全部外债 (10亿美元)	1,383	1,416	1,758	1,983	2,057
按原始期限计的短期外债 (十亿美元)	887	866	1,145	1,280	1,320
银行部门的国外净资产 (十亿美元)	444	540	500	570	666
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)	58.6	64.4	72.4	74.8	77.8
其中: 利息支付与货物和服务出口之比(百分比)	37.8	39.6	47.4	48.8	45.8
其中: 利息支付与货物和服务出口之比(百分比)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
外币长期主权债券评级 (期末)					
穆迪	Aa3	Aa3	Aa3	A1	A1
标准普尔	AA-	AA-	AA-	AA-	A+

来源: CEIC; Bloomberg; 国际货币基金组织信息通告系统; 以及国际货币基金组织工作人员的估计。

1/ 上海证券交易所, A股。

2/ 包括外汇储备以及特别提款权和黄金等其他储备资产。

3/ 关于汇率制度和资本管制的不同假设下的评估储备充足性 (ARA) 指标的范围。

表 4. 中国：货币和信贷走势

	2015	2016	2017	2018	2019
货币概览					
	(年度百分比变化)				
国外净资产	-2.7	-5.9	-4.0	1.0	3.5
货币当局 (贡献)	-8.6	-9.1	-2.4	-1.5	0.5
存款类机构 (贡献)	5.9	3.1	-1.6	2.5	3.0
国内信贷	23.7	20.1	11.3	10.4	10.6
对政府的净债权 (贡献)	4.0	4.8	2.7	2.6	2.0
对非金融部门的债权 (贡献)	13.8	8.6	7.7	9.1	9.2
对其他金融部门的债权 (贡献)	5.9	6.6	0.9	-1.3	-0.6
广义货币 (M2)	13.3	11.3	9.0	8.1	8.7
M1 (贡献)	4.3	6.1	3.7	0.5	1.3
准货币 (贡献)	9.0	5.2	5.4	7.6	7.4
储备货币	-6.0	11.8	4.2	2.8	-2.0
社会融资总量					
	(百分比)				
社会融资总量 1/	15.1	16.0	14.1	10.3	10.7
银行贷款 (贡献)	8.8	8.5	7.6	7.5	7.4
影子银行 (贡献)	0.7	0.8	2.0	-1.4	-0.8
企业债券净融资 (贡献)	2.4	2.3	0.4	0.9	1.2
非金融企业股权 (贡献)	0.6	0.9	0.5	0.2	0.2
政府债券 (贡献)	...	...	3.1	2.4	2.1
其他 (贡献) 2/	2.5	3.5	0.6	0.8	0.6
	(占GDP百分比)				
社会融资总量 1/	204.4	219.9	248.4	247.9	252.6
银行贷款	138.4	144.5	146.6	149.5	154.5
影子银行	32.2	31.4	32.4	26.2	22.3
企业债券净融资	21.1	24.0	22.7	22.6	23.6
非金融企业股权	6.5	7.7	8.0	7.7	7.4
政府债券	...	30.3	34.0	36.0	37.9
其他 2/	6.1	14.6	4.6	5.9	6.9
备忘项					
	(百分比)				
不良贷款率	1.7	1.7	1.7	1.8	1.9
贷款损失准备金覆盖率 (贷款损失准备金/不良贷款)	181	176	181	186	186
流动比率 (流动资产/流动负债)	48.0	47.6	50.0	55.3	58.5
贷存比	67.2	67.6	70.6	74.3	75.4
资产回报率	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
股本回报率	15.0	13.4	12.6	11.7	11.0
资本充足率	13.5	13.3	13.7	14.2	14.6
一级资本充足率	11.3	11.3	11.4	11.6	12.0
核心一级资本充足率	10.9	10.8	10.8	11.0	10.9
净外汇敞口头寸 (占资本百分比)	3.7	3.5	2.5	2.4	2.7

来源：Haver Analytics；中国人民银行；以及国际货币基金组织工作人员的估计。

1/2015年至2016年的社会融资总量是根据不含政府债券的旧社会融资总额计算的，并进行了调整，以包括地方政府债务置换。自2017年起，社会融资总额为新社会融资总额（中国人民银行于2019年12月修订），其中包括所有政府债券。

2/其他包括2015-2016年的地方政府债务置换和其他组成部分，以及2017年以后的资产抵押证券、贷款注销和其他组成部分。

表 5. 中国：广义政府财政数据

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	预测											
	(十亿元人民币)											
余额：一般预算 (官方数据)												
(1) 收入 (包括调整) (1a)+(1b)	16032	16688	18273	19813	21255	21310	24274	26380	28433	30623	32963	35564
(1a) 总收入	15227	15960	17259	18336	19039	18312	20481	22531	24924	27852	30873	34440
(1b) 调整 1/	806	727	1014	1477	2216	2998	3793	3850	3509	2771	2090	1124
(2) 支出 (包括调整) (2a)+(2b)	17658	18854	20626	22192	24013	25113	27847	30026	32339	34863	37540	40408
(2a) 总支出	17588	18776	20309	22091	23886	24986	27720	29899	32212	34736	37413	40281
(2b) 调整 2/	70	78	318	102	127	127	127	127	127	127	127	127
(3) 财政余额 (官方数据) (1)-(2)	-1626	-2166	-2353	-2379	-2758	-3803	-3573	-3645	-3906	-4240	-4577	-4844
余额：预算内广义政府 (基金组织的定义)												
(4) 收入 (1a)+(4a)+(4b)	19942	21048	23055	25891	27519	25349	28329	30995	34044	37686	41465	45844
(1a) 一般预算总收入	15227	15960	17259	18336	19039	18312	20481	22531	24924	27852	30873	34440
(4a) 社保收入	4466	4827	5538	7265	8084	6525	7387	7967	8584	9256	9970	10734
(4b) 国企基金收入 3/	249	260	258	290	396	512	461	497	536	578	622	670
(5) 支出 (2a)+(5a)+(5b)+(5c)	23176	25309	28317	32758	36703	40666	44064	46876	49924	53635	57469	61874
(5a) 社保支出	3936	4392	4895	6459	7499	7633	8874	9571	10312	11120	11977	12895
(5b) 国企基金支出 3/	185	217	201	216	229	238	411	443	477	515	554	597
(5c) 由土地出让、债券发行或结转提供资金的政府性基金支出 4/	1467	1924	2912	3992	5089	7810	7059	6963	6922	7264	7524	8101
(5d) 其中：由土地出让提供资金的净支出	1302	1498	2082	2604	2903	3019	3309	3569	3845	4146	4465	4808
(6) 净借款/贷款 (基金组织的定义) (4)-(5)+(5d)	-1932	-2762	-3179	-4263	-6280	-12298	-12427	-12313	-12036	-11804	-11538	-11223
余额：增广概念 (工作人员对广义政府的估计)												
(7a) 由地方政府融资平台债务提供资金的额外基础设施支出	3641	7529	6168	4807	4368	4542	4977	5368	5784	6237	6718	7233
(7b) 专项建设基金和政府指导基金的额外支出	469	1566	1825	1713	1873	1948	2133	2300	2477	2670	2874	3094
(8) 增广概念的净贷款/借款 5/	-6043	-11857	-11172	-10783	-12521	-18788	-19537	-19981	-20296	-20710	-21130	-21549
债务：广义政府												
(9) 预算内广义政府债务 (官方数据) (10)+(11)	25417	27362	29987	33423	37925	46245	53518	60504	67429	74725	82294	90358
(10) 中央政府债务 6/	10660	12007	13477	14961	16804	20424	22997	25638	28536	31763	35323	39144
(11) 显性地方政府债务 7/	14757	15356	16510	18462	21121	25821	30521	34866	38893	42962	46971	51214
(11a) 非置换地方政府债券	1624	2550	3904	5466	8516	13216	17916	22260	26288	30356	34365	38608
(11b) 其他确认的地方政府债券	13133	12806	12606	12996	12606	12606	12606	12606	12606	12606	12606	12606
(12) 有可能被确认的地方政府融资平台额外债务 8/	12331	20187	26556	30972	34748	39290	44267	49636	55419	61656	68374	75607
(13) 与专项建设基金和政府指导基金相关的额外债务 9/	440	2006	3831	5544	7417	9365	11498	13798	16274	18944	21818	24912
(14) 增广概念的债务 (9)+(12)+(13)	38188	49556	60373	69939	80090	94900	109284	123937	139123	155326	172486	190876
备注项：												
(15) 不包括“有可能被确认的”增广概念债务” 10/	28714	35900	42772	49154	56174	67524	78117	88684	99467	110923	122972	135860
(占GDP百分比) 11/												
余额：一般预算 (官方数据)												
(1) 收入 (包括调整) (1a)+(1b)	23.2	22.4	22.0	21.6	21.4	20.6	21.4	21.6	21.6	21.6	21.5	21.6
(1a) 总收入	22.0	21.4	20.8	20.0	19.1	17.7	18.1	18.4	18.9	19.6	20.2	20.9
(1b) 调整 1/	1.2	1.0	1.2	1.6	2.2	2.9	3.3	3.1	2.7	2.0	1.4	0.7
(2) 支出 (包括调整) (2a)+(2b)	25.5	25.3	24.9	24.2	24.1	24.3	24.6	24.6	24.5	24.5	24.5	24.5
(2a) 总支出	25.4	25.2	24.5	24.1	24.0	24.1	24.4	24.4	24.4	24.4	24.4	24.4
(2b) 调整 2/	0.1	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
(3) 财政余额 (官方数据) (1)-(2)	-2.3	-2.9	-2.8	-2.6	-2.8	-3.7	-3.2	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-2.9
余额：预算内广义政府 (基金组织的定义)												
(4) 收入 (1a)+(4a)+(4b)	28.8	28.2	27.8	28.3	27.7	24.5	25.0	25.3	25.8	26.5	27.1	27.8
(1a) 一般预算总收入	6.5	6.5	6.7	7.9	8.1	6.3	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
(4a) 社保收入	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
(4b) 国企基金收入 3/	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
(5) 支出 (2a)+(5a)+(5b)+(5c)	33.5	33.9	34.2	35.8	36.9	39.3	38.9	38.3	37.9	37.8	37.6	37.6
(5a) 社保支出	5.7	5.9	5.9	7.1	7.5	7.4	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
(5b) 国企基金支出 3/	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
(5c) 由土地出让、债券发行或结转提供资金的政府性基金支出 4/	2.1	2.6	3.5	4.4	5.1	7.5	6.2	5.7	5.3	5.1	4.9	4.9
(5d) 其中：由土地出让提供资金的净支出	1.9	2.0	2.5	2.8	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
(6) 净借款/贷款 (基金组织的定义) (4)-(5)+(5d)	-2.8	-3.7	-3.8	-4.7	-6.3	-11.9	-11.0	-10.1	-9.1	-8.3	-7.5	-6.8
余额：增广概念 (工作人员对广义政府的估计)												
(7a) 由地方政府融资平台债务提供资金的额外基础设施支出	5.3	10.1	7.4	5.2	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4	4.4
(7b) 专项建设基金和政府指导基金的额外支出	0.7	2.1	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
(8) 增广概念的净贷款/借款 (6)-(7a)-(7b) 5/	-8.7	-15.9	-13.5	-11.8	-12.6	-18.2	-17.2	-16.3	-15.4	-14.6	-13.8	-13.1
债务：广义政府												
(9) 预算内广义政府债务 (官方数据) (10)+(11)	36.7	36.7	36.2	36.5	38.1	44.7	47.2	49.5	51.2	52.6	53.8	54.8
(10) 中央政府债务 6/	15.4	16.1	16.3	16.3	16.9	19.7	20.3	21.0	21.7	22.4	23.1	23.8
(11) 显性地方政府债务 7/	21.3	20.6	19.9	20.2	21.2	25.0	26.9	28.5	29.5	30.2	30.7	31.1
(11a) 非置换地方政府债券	2.3	3.4	4.7	6.0	8.6	12.8	15.8	18.2	20.0	21.4	22.5	23.4
(11b) 其他确认的地方政府债券	19.0	17.2	15.2	14.2	12.7	12.2	11.1	10.3	9.6	8.9	8.2	7.7
(12) 有可能被确认的地方政府融资平台额外债务 8/	17.8	27.1	32.0	33.8	34.9	38.0	39.0	40.6	42.1	43.4	44.7	45.9
(13) 与专项建设基金和政府指导基金相关的额外债务 9/	0.6	2.7	4.6	6.1	7.5	9.1	10.1	11.3	12.4	13.3	14.3	15.1
(14) 增广概念的债务 (9)+(12)+(13)	55.2	66.4	72.8	76.4	80.5	91.7	96.4	101.4	105.6	109.3	112.7	115.9
备注项：												
(15) 不包括“有可能被确认的”增广概念债务” 10/	41.5	48.1	51.6	53.7	56.5	65.3	68.9	72.5	75.5	78.1	80.4	82.5

来源：CEIC；中国财政部；国家审计署；以及国际货币基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 包括中央和地方政府从各种基金和通过结转对一般预算的转移。

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

3/ 仅包括当年的收入/支出，不包括对一般预算的转移和结转。

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

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

6/ 仅包括财政部债务，不包括银行注资和资产管理公司发行的债券。

7/ 包括地方政府债券和显性债务。

8/ 2014年政府或有债务的10%。2014年或有债务的估计方法是，地方政府融资平台总债务减去15.4万亿元的显性地方政府债务。之后，假设三分之二的新或有债务被确认为广义政府债务。

9/ 社会资本对专项建设基金和政府指导基金的出资总额。

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

11/ 本表中的GDP指按支出计算的名义GDP。

表 6. 非金融部门债务

	(万亿人民币)						(占GDP百分比)						覆盖范围		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2017	2018	2019	2020	2021	2022			
非金融部门债务总额	205	227	252	287	322	353	248	248	253	277	284	289	官方政府债务	工作人员对广义政府债务的估计 ("增扩")	
中央政府	13	15	17	20	23	26	16	16	17	20	20	21			私营部门债务
地方政府 ^{1/}	17	18	21	26	31	35	20	20	21	25	27	29			
地方政府融资平台	27	31	35	39	44	50	32	34	35	38	39	41			
“可能”被确认的															
根据2014年审计得出的债务	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			
新借款(工作人员估计) 2/	12	15	17	20	24	27	14	16	17	20	21	22			
可能被确认的其他债务															
根据2014年审计得出的债务	8	8	8	8	8	8	9	9	8	8	7	6			
新借款(工作人员估计) 2/	6	7	9	10	12	14	7	8	9	10	10	11			
政府基金 3/	4	6	7	9	11	14	5	6	7	9	10	11			
家庭	41	48	55	60	70	76	49	52	56	58	61	62			
企业(不包括地方政府融资平台)	104	110	116	131	143	153	126	120	117	127	126	125			
国内 4/	100	104	110	125	137	146	120	113	111	121	120	119			
国外	5	5.6	5.8	6.0	6.6	7.1	6	6.2	5.8	5.8	5.8	5.8			
备忘项:															
国内非金融部门债务总额	200	221	246	280	315	346	242	242	247	271	278	283			
企业(包括地方政府融资平台)	131	140	151	171	187	203	158	153	152	165	165	166			
其中: 地方政府融资平台	27	31	35	39	44	50	32	34	35	38	39	41			
家庭	41	48	55	60	70	76	49	52	56	58	61	62			
广义政府(官方定义)	30	33	38	46	54	61	36	36	38	45	47	49			
政府基金 3/	4	6	7	9	11	14	5	6	7	9	10	11			
名义GDP	83	92	99	103	113	122									

来源: CEIC; Bloomberg; 中国财政部; 以及基金组织工作人员的估计。

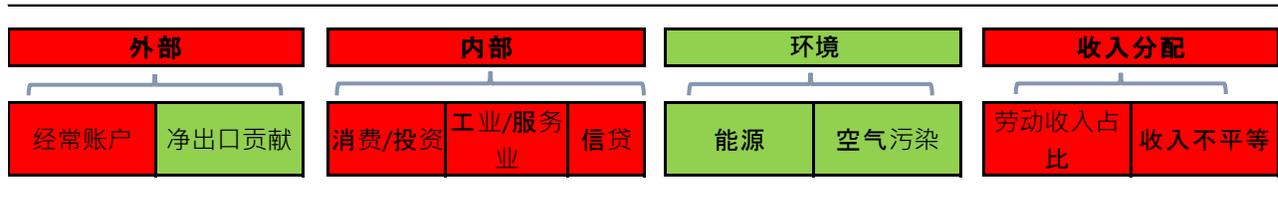
1/ 截至2014年, 确认为地方政府债务的地方政府融资平台债务(根据2014年审计)。

2/ 根据使用Bloomberg的公司数据, 基于各地方政府融资平台的债务总额, 从2016年起重新估算了新的地方政府融资平台借款估算。之前的地方政府融资平台借款是根据基础设施固定资产投资数据估算的。假设三分之二的新的地方政府融资平台借款“被确认”, 三分之一被假定“可能被确认”。

3/ 政府指导基金和专项建设基金。仅包括社会资本部分。

4/ 因新的地方政府融资平台借款估算和2019年12月的社会融资总额数据修订, 2017-18年国内公司债务(不包括地方政府融资平台)相对于2019年第四条员工报告发生了变化。

表 7. 中国再平衡计分卡



	单位	2016	2017	2018	2019	2020 预测 / 累计
1. 外部再平衡						
净出口对GDP增长的贡献	百分比	-0.8	0.3	-0.5	0.7	0.4
经常账户差额	占GDP百分比	1.8	1.6	0.2	1.0	1.9
外汇储备覆盖率	进口月数	16.8	15.2	15.3	16.4	16.3
全国储蓄率	占GDP百分比	44.5	44.8	44.1	44.1	45.0
2. 内部再平衡						
需求侧						
消费相对于投资对增长的贡献	百分比	1.5	1.5	1.6	1.9	-0.2
私人消费比例 (名义)	占GDP百分比	38.7	38.7	38.7	38.8	36.2
投资比例 (名义)	占GDP百分比	42.7	43.2	44.0	43.1	43.1
供给侧						
第三产业相对于第二产业对增长的贡献 1/	百分比	1.7	1.8	1.8	1.6	0.6
服务业比例 (名义) 1/ 2/	占GDP百分比	52.4	52.7	53.3	53.9	55.4
服务业在总就业中的比例	百分比	43.5	44.9	46.6	48.1	...
信贷侧						
国内私人信贷	占GDP百分比	168	169	166	167	179
信贷密度		4.1	2.5	1.9	2.2	6.2
资产回报率: 国有企业 - 私营企业 1/ 2/		-7.7	-5.6	-2.9	-3.1	-1.7
3. 环境再平衡						
产出的能源密集度 1/	每单位产出	82.9	80.5	79.6	78	71
PM 2.5 (以常住人口加权) 1/	微克/立方米	49.8	48.0	44.6	40.7	36.3
4. 收入分配						
基尼系数	指数	0.465	0.467	0.468	0.470	...
劳动收入	占GDP百分比	61.6	60.1	59.1	59.1	57.6
城/乡收入差距 1/ 2/	收入比率	2.72	2.71	2.69	2.64	2.67
实际可支配收入增长: 中值-均值 1/	百分比	-0.1	-1.7	-0.1	0.1	-0.8

注释: 颜色标记是基于2017年至2018年每项指标的变化。颜色标记: 如果变化与再平衡方向相反, 为红色; 如果观察到取得了一些进展, 为黄色; 如果再平衡进展显著, 为绿色。对于以比率表示的指标,

变化以简单差衡量, 如果大于0.5个百分点, 则视为显著。对于以指数表示的指标以及信贷指标, 变化以年度百分比变化衡量, 如果大于5%, 则视为显著。有关该框架的内容, 见Zhang, L (2016年), “中国的再平衡——进展和前景”, 国际货币基金组织工作论文第16/183号。

1/ 2020年的报告值为2020年年初至今 (至第三季度), 而不是全年预测值。此外, 到目前为止, 环境指标受到2020年以来的封锁的显著影响。

2/ 考虑到季节性对该指标的重要性, 得分根据该份额相对于2019年第三季度 (年初至今) 的差异计算得出。

表 8. 国有企业绩效

维度	指标	2015	2016	2017	2018	2019	趋势
		(百分比, 除非另有注明)					
盈利能力	国有企业的资产回报率 1/	1.8	1.6	1.9	1.9	0.9	
	国有工业企业的资产回报率	2.9	3.0	3.9	4.2	3.5	
	私营工业企业的资产回报率	8.7	8.9	8.5	7.4	6.3	
效率	国有企业单位收入的成本	97.3	94.8	97.1	97.1	97.4	
杠杆率	国有企业的债务与股本比率 2/	192	190	192	183	182	
	-中央	213	217	213	210	209	
	-地方	175	171	174	165	165	
	国有企业的债务与资产比率	65.7	65.5	65.7	64.7	63.9	
	-中央	68.1	68.4	68.0	67.7	67.0	
	-地方	63.7	63.1	63.5	62.2	61.6	
	债务与资产比率-规模以上工业企业	56.6	55.9	56.0	56.7	56.6	
	国有控股工业企业的债务与资产比率	61.9	61.6	60.5	58.7	57.8	
	私营工业企业的债务与资产比率	51.8	50.7	52.6	56.5	57.4	
	僵尸企业数量 3/		2041	841	141	102	
破产数量	3568	5665	9542	18823	...		
公司治理	设有董事会的中央国有企业	85.0	85.0	87.0	94.0	97.0	
	中央国有企业数量 4/	106.0	102.0	98.0	96.0	97.0	
	向预算上缴的红利	11.9	10.1	7.6	7.4	7.6	
国有企业在经济中所占比例	就业规模	15.4	14.9	14.3	13.2	...	
	规模以上工业销售额	21.8	20.6	23.4	27.5	27.0	
	资产 (国有控股工业企业/全部规模以上工业企业)	38.8	38.5	39.2	39.6	38.9	
	负债 (国有控股工业企业/全部规模以上工业企业)	42.5	42.4	42.4	41.1	39.9	

来源: CEIC, 国家统计局, 财政部。

1/ 最新观察结果为2019年6月。

2/ 自2019年6月以来, 中国政府只披露了国有企业的负债与资产比率, 而没有披露具体的资产、债务和负债数量。

3/ “僵尸”企业数量指中央国有企业法人实体。根据国资委3年工作计划, 所有僵尸企业将于2020年底清理完成。最新观察结果为2019年6月。

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

附录一. 对外部门评估

<p>总体评估: 2019年, 对外头寸与中期基本面及可取政策所对应的水平大致相符。经常账户顺差预计会在2020年由于疫情的影响暂时扩大, 而中期下行趋势与再平衡一致。初步分析并考虑临时因素后, 最近对外部门的发展表明, 2020年总体外部头寸与2019年相比基本没有变化。但是, 由于缺乏全年数据和 COVID-19 危机的影响, 该评估面临非常大的不确定性。2021年基金组织对外部门报告将提供完整的分析。</p> <p>可采取的对策: 目前政策反应做到了按照适当的轻重缓急, 为受影响最严重的家庭、工人和企业提供支持, 更加侧重于进一步支持需求复苏。中国拥有在必要情况下提供更多政策支持的空间, 包括在绿色投资和加强公共卫生体系及社会保障体系方面提供更多的政策支持。如果在新冠肺炎疫情暴发之前已经存在的不平衡在中期继续存在, 则为了实现对外头寸持久平衡, 需要实施渐进的财政紧缩, 并顺利执行当局旨在减少扭曲、促进再平衡的改革计划。改革的重点包括完善社会保障体系、实施国有企业改革和开放市场以促进竞争、吸引更多外国直接投资、创建一种更加市场化的稳健金融体系、向更有弹性的汇率制度迈进并建立一个更加市场化、更透明的货币政策框架。</p>							
<p>国外资产和负债头寸及变化轨迹</p>		<p>背景. 自2008年达到30.4%的峰值以后, 国际投资净头寸 (NIIP) 从2018年占GDP的15.5%下降到2019年的14.7%。这种下降反映出提供国外的贷款减少, 而在GDP强劲增长期间获得的证券投资增多, 尽管经常账户顺差增加。NIIP在2020年第二季度末小幅上升至15.7%。</p> <p>评估. NIIP与GDP的比率预计保持正值, 中期内可能会出现温和下降。在这一点上, NIIP不是主要风险源, 因为资产保持高位——反映了外汇储备数额巨大 (3.2万亿美元; 占GDP的22.4%)——而负债大多与外商对华直接投资有关。</p>					
<p>2019年 (占GDP的百分比)</p>		<p>国际投资净头寸: 14.7</p>	<p>总资产: 53.6</p>	<p>储备资产: 22.4</p>	<p>总负债: 38.8</p>	<p>债务负债: 14.3</p>	
<p>经常账户</p>		<p>背景. 2019年, 经常账户顺差有所扩大, 占GDP的1%, 反映了持续加强金融监管和中美贸易紧张关系造成的经济放缓。2018-2019年, 贸易流量 (特别是与库存周期有关的贸易流量) 因预期和实际关税上调而改变, 促进了2018年的贸易差额下降和2019年差额上升。此外, 用于出口的外国进口投入有所减少, 这可能是加速实现“本国生产”和全球价值链调整的较早迹象, 但这对经常账户余额的长期影响尚不明朗。商品和半导体进口价格下降也推高了贸易差额, 而继海外旅行增速明显放缓和旅游支出下降之后, 出境旅游总支出随之下降 (降幅为GDP的0.25%)。从较长期看, 经常账户顺差从2007年达到占GDP的10%的峰值之后, 一直处于下行趋势, 反映了强劲的投资增长、实际有效汇率上升、外部需求疲弱和再平衡方面的进展。2020年, 经常账户顺差预计占GDP的1.9%, 反映了 (i) 出境旅游支出下降; (ii) 在全球需求疲软的情况下进口商品价格下降; 以及 (iii) 与 COVID-19 危机有关的商品和其它产品的出口激增, 这得益于中国的生产恢复较快和出口价格的大幅上涨。这些暂时性的因素预计随着全球卫生危机的消退而消失, 而经常账户余额将预计在中期收敛到占GDP的0.5%左右, 与持续再平衡相一致。</p> <p>评估. 按照基金组织外部均衡评估法 (EBA) 的经常账户评估, 2019年经周期调整的经常账户余额比基准值高约1.2%的GDP。考虑到贸易流量对关税上调的反应和加速实现“本国生产”的迹象使经常账户顺差临时增加约为GDP的0.25%, 基金组织工作人员估计经常账户缺口区间在GDP的-0.5%到2.5%之间, 中位数是1%。这些临时性因素的持续时间长短是不确定的, 因而工作人员的评估受此不确定因素的影响。基金组织外部均衡评估法能确认的政策缺口, 总的来讲接近于零, 这体现了较为宽松的财政政策的影响抵消了 (在法律意义上) 相对封闭的资本账户的影响, 而之前的负信贷缺口在信贷温和增长之后已经消除。总缺口主要由残差项造成, 其反映了其他因素, 包括鼓励过度储蓄的各种扭曲现象。</p>					
<p>2019年 (占GDP的百分比)</p>		<p>实际经常账户: 1.0</p>	<p>经周期调整的经常账户: 0.8</p>	<p>EBA经常账户基准值: -0.4</p>	<p>EBA经常账户缺口: 1.2</p>	<p>工作人员调整: -0.2</p>	<p>工作人员估计经常账户缺口: 1.0</p>
<p>实际汇率</p>		<p>背景. 2019年, 实际有效汇率比2018年平均值下降0.8%。以更大力度使用逆周期调整因子 (CCAF) 所产生的信号传递效应可能有助于抵消贸易紧张关系加剧带来的贬值压力, 导致名义有效汇率温和贬值 (1.8%)。CCAF在2020年10月已停止使用, 同月实际有效汇率比2019年平均值升值3.9%。</p> <p>评估. 按照按照基金组织外部均衡评估法 (EBA) 的实际有效汇率指数回归估计, 2019年实际有效汇率缺口为-1.1%, 而从基金组织工作人员估计的经常账户差额 (使用0.23的弹性) 得出的实际有效汇率缺口为-4.4%。总体上讲, 工作人员评估认为实际有效汇率缺口在-12%到8%之间, 中位数是-2%, 并同时指出, 人民币贬值主要是由贸易紧张关系升级推动的。在此情况下, 这项评估的不确定性特别大。</p>					
<p>资本与金融账户: 流量与政策措施</p>		<p>背景. 2019年, 资本外流 (含净误差与遗漏项) 从2018年的60亿美元增至1600亿美元左右。部分受益于继续开放, 尽管面临外部压力和国内增长乏力, 这一数额仍然大大低于2015-2016年大约6500亿美元的年度外流金额。远期售汇业务外汇风险准备金率 (资本流动管理措施, CFM) 在2020年10月从20%下调至零。2020年, 当局还放宽了另外两项资本流动管理措施以吸引资本流入或缓解资本外流难度: 宏观审慎评估框架下的跨境融资上限提高了25%, 并取消了对外国机构投资者 (合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者) 的投资额度限制, 同时授予国内机构投资者新的额度 (127亿美元)。2020年上半年净资本外流为820亿美元左右。</p> <p>评估. 当前没有资本外流压力, 但是, 当私营部门寻求积累国外资产的速度高于非居民积累中国资产的速度时, 巨大的净流出压力可能会再度出现。从中期来看, 随着汇率弹性的提高而依次放宽资本管制的过程中, 必须谨慎考虑国内的金融稳定性。特别值得指出的是, 进一步开放资本账户可能会大幅提高双向的资本流量。因此, 相关的资产负债表调整及市场情绪转变要求优先向有效浮动制度过渡 (期间使用外汇干预来应对无序的市场状况), 并在实施实质性的进一步开放之前加强国内金融稳定性。另外, 还应加大力度鼓励外商对华直接投资, 以支持增</p>					

	<p>长，并完善公司治理。不应利用资本流动管理措施主动管理资本流动周期，也不应替代必要的宏观经济调整和汇率弹性。</p>
<p>外汇干预和储备水平</p>	<p>背景。在 2018 年出现 670 亿美元的下降之后，外汇储备在 2019 年增长了 350 亿美元，这主要体现了估值效应、利息收入和远期头寸净额的调整，没有出现大规模外汇干预的迹象。2020 年，截至 10 月份，外汇储备增加了 200 亿美元。</p> <p>评估。经评估，外汇储备充足。2019 年底，相对于未剔除资本管制影响的基金组织标准符合指标，外汇储备为指标的 85%（2018 年为 89%）；相对于剔除资本管制影响的指标，外汇储备为指标的 136%（2018 年为 142%）。该比率下滑反映了推高指标的广义货币、外债和其他负债的增长。</p>

附录二. 风险评估矩阵^{1,2}

可能性	风险的性质和识别	影响和对策
联结风险		
高	<p>在新冠肺炎疫情期间出现意外消极变化。事实证明，这种疾病难以消除（例如，疫苗研发与推广难度大），为使疫情得到控制，需付出加倍努力；疫情还改变了经济运行方式（如成本高昂的资源再分配），并因此对经济活动产生了直接或间接的影响。由于政策空间的日益狭窄和对债务可持续性的担忧，导致货币和财政对策不足。金融市场重新评估实体经济风险，导致风险资产的重新定价，暴露了与债务有关的脆弱性，银行和非银行金融中介因此被迫减少信贷（同时使经济增长进一步承压）。融资困难波及弱势主权国家，导致一连串的债务违约，资本外流、贬值压力，并在某些情况下导致通货膨胀。因疫情而引起的保护主义行为（例如出口管制）再次出现，扰乱了贸易和全球价值链。</p>	<p>高。如果未能达到复工复产的目标，宏观经济政策应当加快步伐。额外实施的财政扩张应当保持在预算之内、集中融资，并且应侧重于再平衡和对增长影响大的领域，例如针对低收入家庭、公共卫生和社会保障体系的支出。更有力的货币宽松措施应当侧重于下调政策利率。汇率应当保持弹性。</p>
低	<p>新冠肺炎疫情期间出现意外积极变化。由于发现了有效且可广泛供应的疫苗，和/或由于针对病毒作出比预期更快的行为调整，市场信心和经济活动得到积极影响，使疫情后的复工复产比预期更快。</p>	<p>高。应当减少政策支持。加快实施财政紧缩，同时，货币政策应当保持不变或适度收紧，与复工复产和通胀走势保持一致。应当尽快重启金融监管改革。</p>
高	<p>加速的去全球化。地缘政治竞争和对全球化好处的脆弱共识导致进一步的分裂。产业链转移和贸易减少将降低潜在增长率。</p>	<p>高。中国对国际先进技术获取能力的受限以及由此导致的跨境知识扩散减少可引发生产率增速的下降。资金流动限制同样可能对中国产生严重影响。中国应与贸易伙伴共同解决全球贸易和投资体系的缺陷。加快市场化改革步伐，增加竞争，促进开放并应对气候变化。</p>
中	<p>私人需求没有得到充分提振。长期预防性高储蓄率和关于全球前景的持续不确定性抑制了私人消费和投资。</p>	<p>中。财政政策应当转向对家庭部门的支持，以促进消费增长和再平衡。</p>
中	<p>房地产市场下滑。房价的突然回调有可能对金融部门的稳定性和实体经济产生重大的不利影响。</p>	<p>高。对房地产市场采取的宏观审慎政策可以抑制过度冒险，并应当在急剧下滑时放宽这些政策。</p>
结构性风险		
中	<p>对关键性全球基础设施、机构和金融系统的网络攻击触发系统性金融不稳定，或广泛扰乱社会经济活动和远程工作安排。</p>	<p>高。建立足够强大的防火墙并充分采取安全措施。针对网络攻击提高危机防范能力。</p>
低	<p>与气候变化有关的自然灾害更加频繁和严重。大型经济体发生的一系列严重事件降低了全球 GDP，并促使人们重新考虑风险和增长前景。若灾害破坏基础设施或干扰贸易，将提高商品价格和波动性。</p>	<p>中。推动绿色投资举措与有条不紊的气候变化缓解措施相结合，将促进近期的复工复产，从长期看，有可能带来环境、卫生、财政和经济上的巨大收益。</p>
中	<p>综合改革计划。改革提高市场的作用，再辅之以扩大开放，可以显著提高生产率和潜在增长率。</p>	<p>高。立足于以市场为导向的政策，实施一揽子高质量全面改革计划。</p>

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

² 向上的绿色箭头和向下的红色箭头分别表示风险上升和下降。

附录三. 债务可持续性分析¹

债务可持续性分析 (DSA) 根据一般“预算 (官方)”和工作人员估算的一般政府“扩增”定义评估政府债务。为支持经济体渡过疫情并早日恢复而采取的扩张性财政政策以及 2019 年税收改革的遗留在 2020 年大幅度扩大了预算赤字。虽然一般“预算 (官方)”债务仍然可控,但“扩增”债务和相关的融资总需求数额很大,两种定义之下的债务不断攀高。中期财政调整有望在长期之内稳定官方预算债务和扩增债务。外部债务占 GDP 的 0.2% 并被认为是可持续的。

1. 中国的公共债务可持续性分析 (DSA) 基于以下假设:

- **公共债务覆盖面。** 采用了两种债务定义。主要区别是对地方政府债务的覆盖。
 - 一般预算 (官方) 覆盖情景包括当局确认的中央政府债务和地方政府“预算”债务。2004-2013 年, 一般政府债务包括中央政府债务和地方政府债券 (由中央政府发行)。自 2014 年起, 一般政府债务包括中央政府债务和显性地方政府债务 (包括地方政府债券和 2014 年底之前发生的其他得到承认的预算外负债)。定义在 2014 年发生改变, 主要是因为官方数据覆盖面发生了改变, 当时三分之二的地方政府融资平台 (LGFV) 债务被明确承认为政府负债。
 - “扩增”债务用于广泛覆盖的情景。它增加了工作人员估算的其他类型的地方政府借款, 包括地方政府融资平台通过银行贷款、债券、信托贷款和其他融资来源借入的预算外负债。² 它还涵盖被视为准财政活动的政府引导基金和特别建设基金。扩增赤字是扩增债务的对等流量。扩增数据是工作人员对一般政府数据的最准确估算。数据局限性意味着某些非政府活动可能被包括在内, 而且某些地方政府融资平台和基金可能有大量收入。某些一般政府活动也有可能发生在工作人员的扩增定义之外 (例如私人和公共部门合作伙伴关系)。
- **宏观经济假设:** 预测显示实际 GDP 增长预计从 2020 年的 1.9% 反弹到 2021 年的 7.9%, 随后逐渐下降到 2025 年的 5.2%。同期 GDP 平减指数平均增长 2% 左右。在政府预算债务和扩增债务两种情况下, 财政假设有所不同。
 - 一般预算 (官方) 覆盖情景下的财政平衡。这种情景假定所有支出都是在预算范围内完成的, 因此, 预算外公共投资急剧减少。在这种情景下, 假设基本赤字 (不包括土地出让净收入) 主要受到在封锁期间保护生命和生计以及支持刚开始的复工复产的各项措施 (临时性减税, 增加社会支出, 扩大公共投资) 推动下, 从 2019 年占 GDP 的 8.4% 提高到 2020 年的 13.8%, 随后逐渐下降, 到 2025 年占 9.3%。当局将地方政府专项债券额度从 2019 年的 21,500 亿元人民币增加到 2020 年的 37,500 亿元人民币, 增幅占 GDP 的 1.6%。债券发行收入主要为地方政府投资项目融资。此外, 当局还发行了 1 万亿元人民币的中央政府抗疫特别债券 (占 GDP 的 1%)。此次发行的大部分收入转移至地方政府, 以帮助弥补地方公共卫生支出和其他基础设施建设以及与抗疫有关的支出。

¹ 由 J. Ralyea 编写。

² 2016-2019 年的 LGFV 债务存量被向上修正, 修正额根据各年情况介于 4.2 万亿元人民币和 6.7 万亿元人民币之间。这一修正依据的是新的 LGFV 债务估算方法, 该方法根据企业级数据将单个 LGFV 的债务加总。

- 扩增情景下的财政平衡。预算外地方政府支出（包括利息支付）在预测期保持不变，占 GDP 的 6.3%，低于 8.2% 的 5 年期平均值。扩增基本赤字包括预算赤字和由地方政府融资平台债务及政府金融融资的预算外支出，预计将从 2019 年占 GDP 的 12.6% 增至 2020 年的 17.8%，然后逐渐减少，到 2025 年降至 13.4%。
- 资产出售和提取。自 2016 年以来，政府日益依赖土地出让和资产回收的净收入（例如使用平准基金余额）为赤字支出和减税融资。2020 年，土地出让和资产提取净收益估计占 GDP 的 7.1%。债务可持续性分析假定资产性融资占 GDP 的比重在 2022 年升至顶点后由于预期的中期财政整顿降低融资需求而在预测期内逐渐下降。
- 利率和摊销。中央政府和地方政府债券的有效利率预计将在中期略有下降，2025 年降至 2.2%，反映对全球和国内利率比过去有所下降的预期。假设预算外借款的利率（只有在扩增的情景下）为 3% 左右（基于主权债券和地方政府融资平台银行贷款以及其他短期工具之间的收益率差异计算）。工作人员假定所有到期债务都将会展期。

2. 在两种覆盖的情景下，债务继续增长，但是在预测期之内，相对于 GDP 的年度增长有所放慢。有利的增长率-利率差对这一结果有所贡献。在一般预算（官方）覆盖情景中，政府债务从 2019 年占 GDP 的 38% 增加至 2025 年占 GDP 的 54%。³ 扩增债务从 2019 年占 GDP 的 81% 增加值 2025 年占 GDP 的 113%。在中期内，稳定债务的扩增基本余额估计占 GDP 的 -4.4%，这比其 2025 年的预测水平高出 9 个百分点。尽管如此，如果基线假设的逐渐调整的路径得到长期保持，将会稳定债务和扩增债务占 GDP 的比重。

3. 虽然中国在一般预算（官方）债务范围内的债务可持续性面临的风险相对较低，但扩增债务的债务动态不断恶化，给债务可持续性带来很大风险。

- 在狭窄覆盖情境下，预算内政府债务在预测期末接近 GDP 的 80%，在所有标准压力测试中都是如此，除了在含有或有负债冲击的测试中，债务在 GDP 中的占比接近 100%。⁴ 在压力测试中，当局将面临融资需求总额增加的情况，这些融资需求可能对市场融资条件很敏感，还可能造成展期风险。中国大量的国内储蓄可以在某种程度上减轻上述风险。
- 在广泛覆盖情景下，在各种压力测试中，2025 年扩增债务水平约占 GDP 的 140%，或者更多。

4. 中国的债务稳定性取决于能否落实基线内设想的财政调整以及由预期减少的公共投资和预期扩大的社会保障体系产生的促进增长效应。

- 在狭窄覆盖情景下，对债务动态所作的预测假定在 2022-2025 年经周期调整的基本余额中，年度财政调整约占 GDP 的 0.75 个百分点。基于此，中国的债务状况仍然可控，尤其是考虑到其大多融资都是国内融资。

³ 地方政府融资平台和国有企业持有政府债务，使得政府净债务更低。

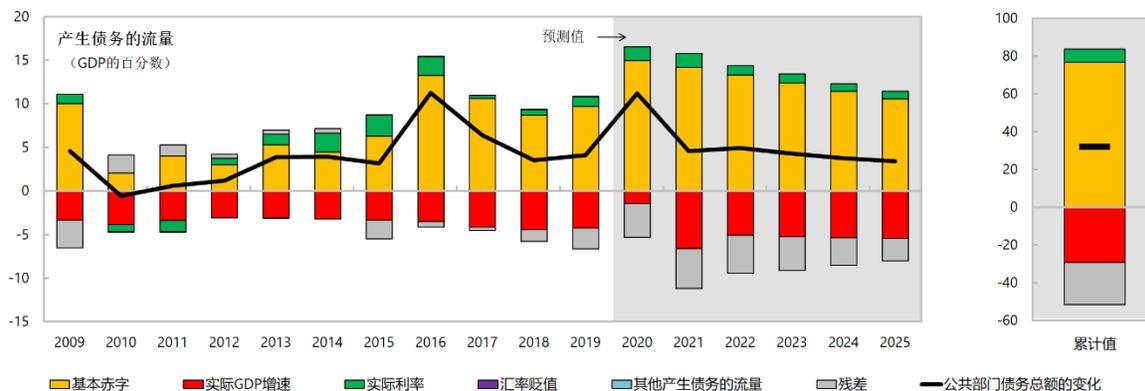
⁴ 从技术上说，标准或有负债冲击在基金组织的债务可持续性分析工具中假定非政府银行系统资产的 10% 将变成政府负债。2016 年，非政府银行系统资产约占 GDP 的 220%。它还假定 2019 年和 2020 年的实际 GDP 增长下降 2-2.5%（一个标准差冲击）。

- 更广泛的债务动态关键取决于公共投资的变化，特别是预算外投资。预算外投资在何种程度上严格按照商业做法实施，决定着公共债务存量的实际规模是更接近狭窄覆盖情景，还是更接近广泛覆盖情景。如果地方政府继续产生预算外负债，广泛覆盖情景可以为财政政策提供更好的指导。
- 5. 在进行中期财政调整时，如果债务负担稳定而且较轻，也将为处理财政风险提供更大的余地。**
- 新的借款途径已经出现，例如监管较松的私人 and 公共部门合作伙伴关系。而且，由于国有企业总体盈利能力仍然很弱，大约三分之一的国有企业继续亏损，国有企业债务造成的财政风险在上升，特别是考虑到国有企业资产可能不具有流动性。除了积极监督、主动缓解和有效管理这些风险之外，审慎的做法是确保公共债务水平留有余地，以应付这些可能实现的风险，而不导致融资市场承受过渡的压力或财政政策发生突变。

图 1. 中国：公共部门债务可持续性分析（扩增债务：广泛覆盖）
（占 GDP 的百分比，除非另有说明）

	债务、经济及市场指标 ^{1/}										截至2020年11月13日		
	实际值			预测值							主权利差	EMBIG (基点) 3/	
	2009-2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025		5年信用违约掉期 (基点)		
名义公共债务总额	51.9	76.4	80.5	91.7	96.3	101.2	105.5	109.3	112.7		239		
公共部门总融资需求	26.9	23.5	23.6	29.7	28.7	28.2	27.7	27.2	27.0		32		
实际GDP增速 (百分数)	8.1	6.7	6.1	1.9	7.9	5.7	5.6	5.5	5.4	评级	外币	本市	
通胀 (GDP平减指数, 百分数)	2.9	3.5	2.4	2.1	1.6	2.1	2.1	2.2	2.2	穆迪	A1	A1	
名义GDP增速 (百分数)	11.3	10.5	8.6	4.0	9.6	7.9	7.7	7.8	7.7	标普	A+	A+	
有效利率 (百分数) ^{4/}	5.1	4.7	4.2	4.2	3.5	3.4	3.3	3.3	3.2	惠誉	A+	A+	

	各因素对公共债务变化的贡献										实现债务稳定的 财政基本余额 ^{5/}
	实际值			预测值							
	2009-2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	累计值	
公共部门债务总额的变化	3.8	3.5	4.1	11.2	4.6	4.9	4.3	3.7	3.4	32.2	
已识别的产生债务的流量	4.0	4.9	6.5	15.1	9.1	9.3	8.2	6.9	6.0	54.6	
基本赤字	6.5	8.7	9.6	14.9	14.2	13.3	12.3	11.4	10.5	76.7	
基本 (非利息) 收入与赠款	27.1	28.3	27.7	24.5	25.0	25.3	25.8	26.5	27.1	154.3	
基本 (非利息) 支出	33.7	36.9	37.3	39.4	39.2	38.6	38.2	37.9	37.6	231.0	
自动债务动态 ^{6/}	-2.5	-3.8	-3.1	0.1	-5.1	-4.0	-4.2	-4.5	-4.5	-22.1	-4.5
利率/增速之差 ^{6/}	-2.5	-3.8	-3.1	0.1	-5.1	-4.0	-4.2	-4.5	-4.5	-22.1	
其中：实际利率	0.9	0.7	1.2	1.6	1.5	1.1	1.1	0.9	0.9	7.1	
其中：实际GDP增速	-3.4	-4.4	-4.3	-1.5	-6.6	-5.1	-5.2	-5.4	-5.4	-29.2	
汇率贬值 ^{7/}	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...	...
其他已识别的产生债务的流量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
财政：广义政府：收入：私有化净收入 (十亿人民币) (负数)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
或有负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
请详细说明 (2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
残差, 包括资产变动 ^{8/}	-0.2	-1.3	-2.4	-3.9	-4.5	-4.4	-3.9	-3.2	-2.6	-22.4	



来源：IMF工作人员。

1/ 公共部门被定义为广义政府。

2/ 以可得数据为基础。

3/ 对美国债券的长期利差。

4/ 定义为利息支付除以债务存量 (不包括担保)，按上一年年末值计算。

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

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

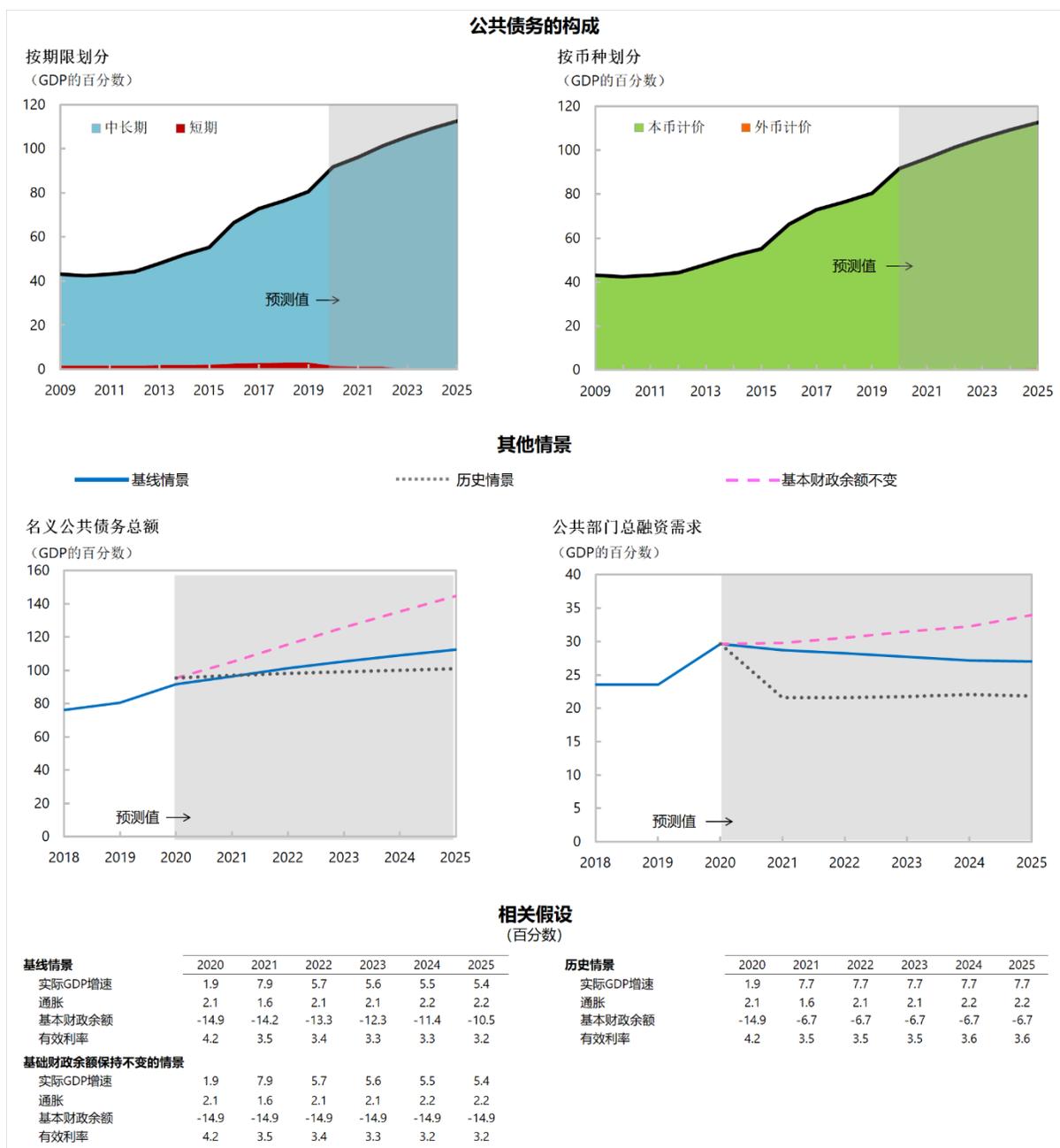
6/ 实际利率的贡献由注释5中的分子推导而来，为 $r - \pi(1+g)$ ；实际GDP增长的贡献为 $as - g$ 。

7/ 汇率的贡献从注释5中的分子推导而来，为 $ae(1+r)$ 。

8/ 包括资产变动和利息收入 (如有)。预测值包括了预测期的汇率变动。

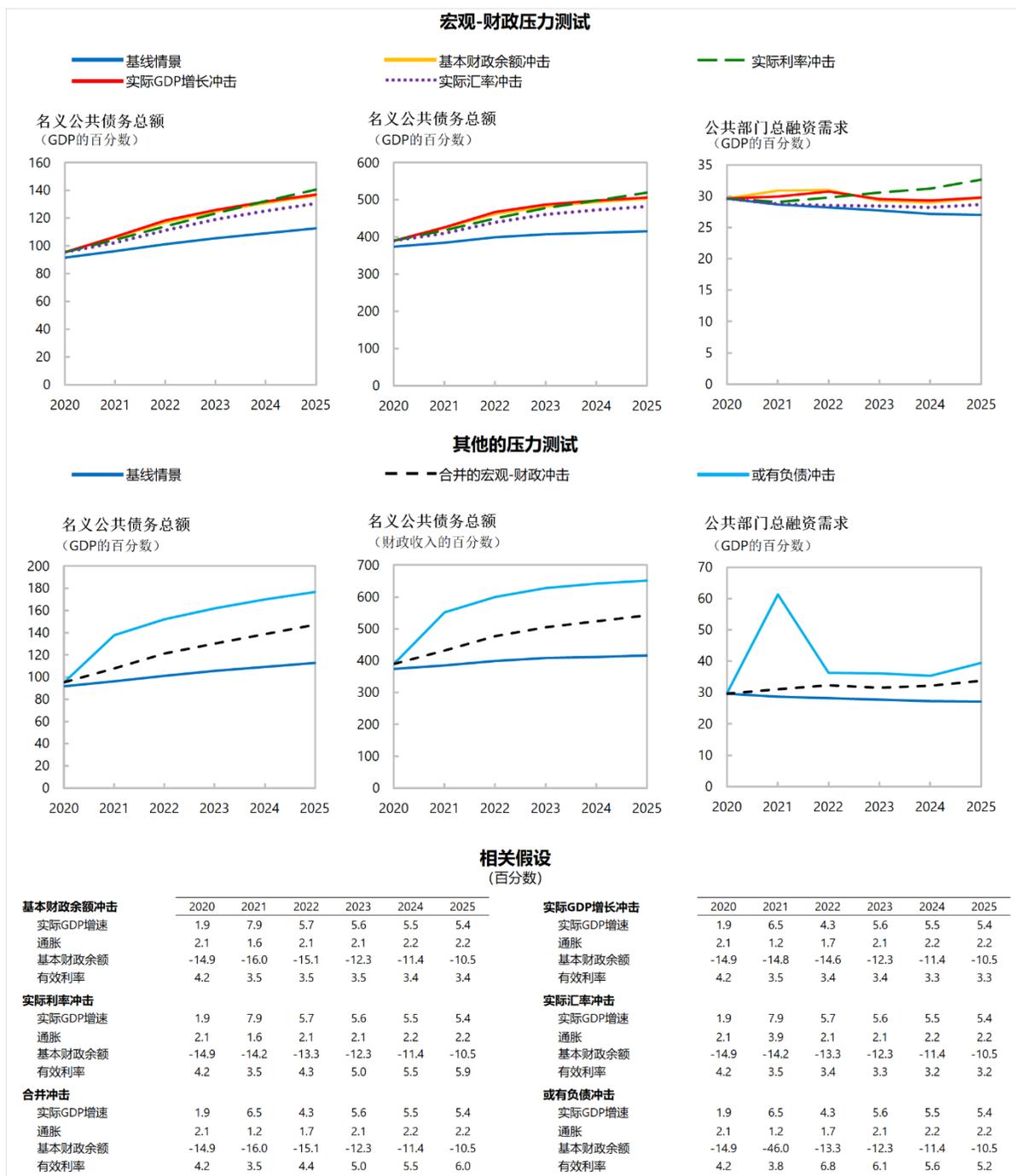
9/ 假设关键变量 (实际GDP增速、实际利率、其他识别出的产生债务的流量) 维持在上一个预测年的水平。

图 2. 中国：公共债务可持续性分析——扩增债务的构成（广泛覆盖）和替代情景



来源：IMF工作人员。

图 3.中国：公共债务可持续性分析（扩增债务：广泛覆盖）——压力测试



来源：IMF工作人员。

图 4. 中国：公共债务可持续性分析（扩增债务：广泛覆盖）——风险评估

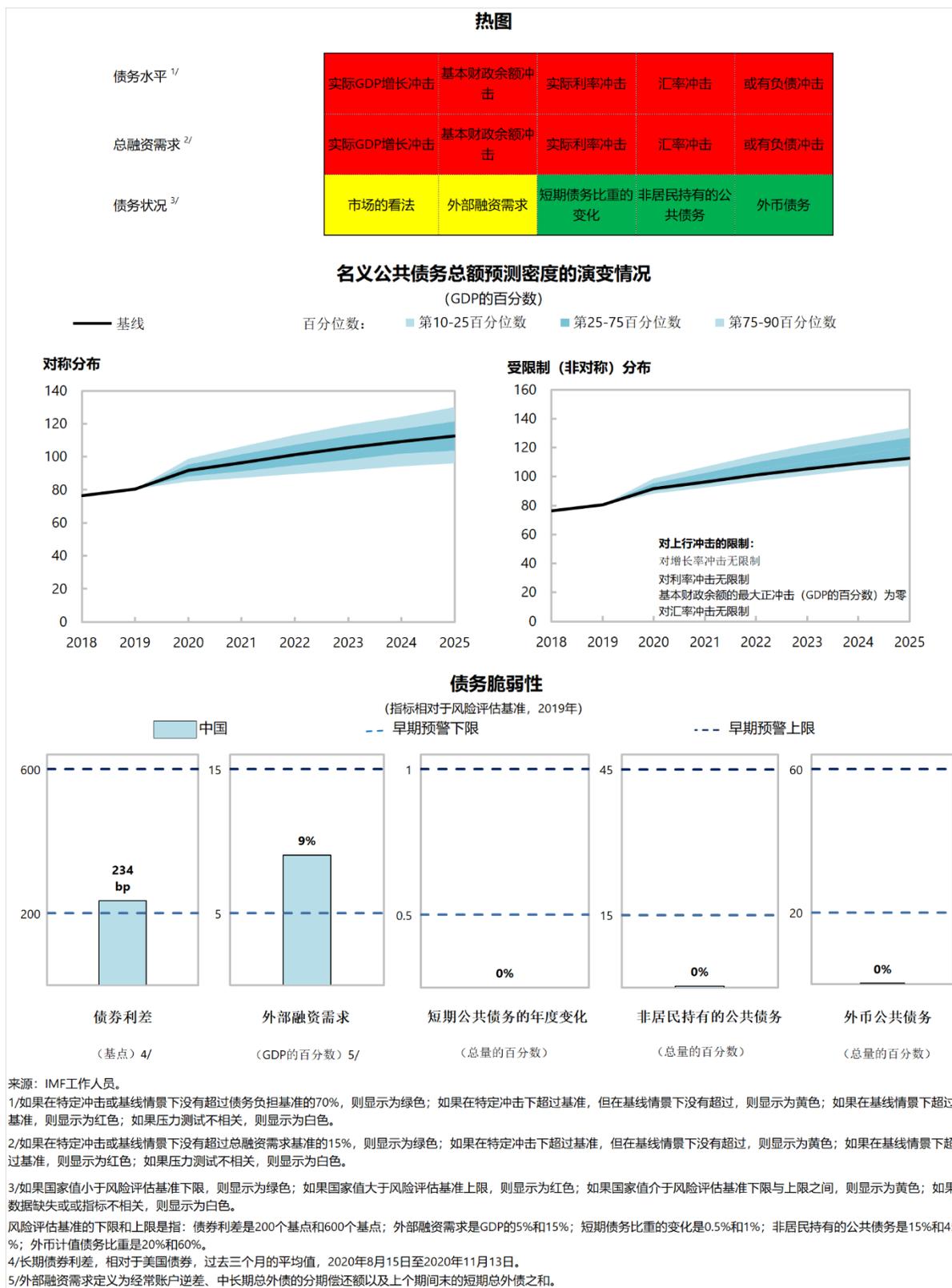
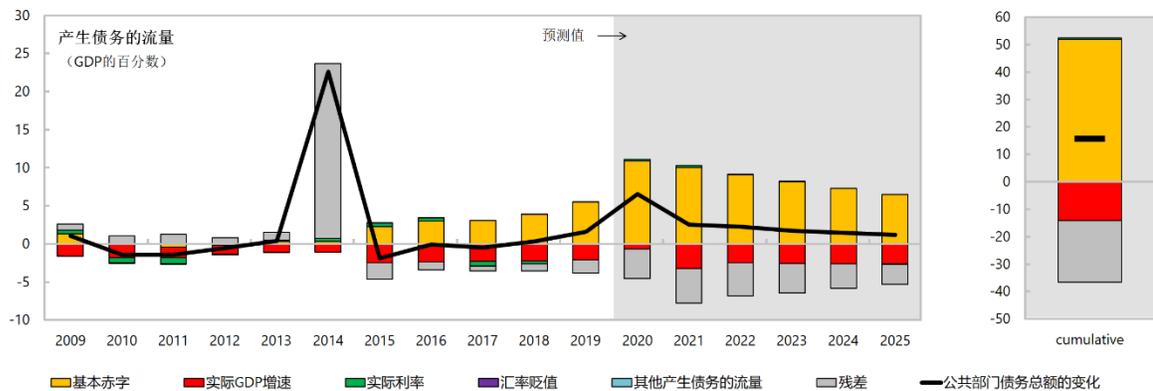


图 5. 中国：公共部门债务可持续性分析（一般预算（官方）债务）
（占 GDP 的百分比，除非另有说明）

	债务、经济及市场指标 ^{1/}										截至2020年11月13日				
	实际值			预测值											
	2009-2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	主权利差	EMBIG (基点) 3/	5年信用违约掉期 (基点)	评级	外币	本币
名义公共债务总额	25.8	36.5	38.1	44.7	47.2	49.5	51.2	52.6	53.8						
公共部门总融资需求	11.5	9.8	9.9	16.5	15.4	14.7	14.1	13.6	12.9						
实际GDP增速 (百分数)	8.1	6.7	6.1	1.9	7.9	5.7	5.6	5.5	5.4						
通胀 (GDP平减指数, 百分数)	2.9	3.5	2.4	2.1	1.6	2.1	2.1	2.2	2.2						
名义GDP增速 (百分数)	11.3	10.5	8.6	4.0	9.6	7.9	7.7	7.8	7.7						
有效利率 (百分数) ^{4/}	2.8	2.5	2.5	2.6	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3						

	各因素对公共债务变化的贡献										累计值	实现债务稳定的 财政基本余额 ^{9/}
	实际值			预测值								
	2009-2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025			
公共债务总额的变化	2.0	0.3	1.6	6.6	2.5	2.3	1.7	1.4	1.2	15.7		
已识别的产生债务的流量	-0.6	1.2	3.4	10.4	7.1	6.6	5.6	4.6	3.8	38.1		
基本赤字	1.1	3.8	5.5	10.9	10.0	9.1	8.1	7.3	6.5	51.9		
基本 (非利息) 收入与赠款	27.1	28.3	27.7	24.5	25.0	25.3	25.8	26.5	27.1	154.3		
基本 (非利息) 支出	28.2	32.1	33.1	35.4	35.0	34.4	34.0	33.8	33.6	206.2		
自动债务动态 ^{5/}	-1.7	-2.6	-2.1	-0.5	-3.0	-2.5	-2.5	-2.7	-2.7	-13.8		
利率/增速之差 ^{6/}	-1.7	-2.6	-2.1	-0.5	-3.0	-2.5	-2.5	-2.7	-2.7	-13.8		
其中: 实际利率	0.0	-0.4	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4		
其中: 实际GDP增速	-1.7	-2.2	-2.1	-0.7	-3.2	-2.5	-2.6	-2.6	-2.6	-14.2		
汇率贬值 ^{7/}	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...	...
其他已识别的产生债务的流量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
财政: 广义政府: 收入: 私有化净收入 (十亿人民币) (负数)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
或有负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
请详细说明 (2)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
残差, 包括资产变动 ^{8/}	2.7	-0.9	-1.8	-3.9	-4.6	-4.4	-3.9	-3.2	-2.6	-22.4		



来源: IMF工作人员。

1/ 公共部门被定义为广义政府。

2/ 以可得数据为基础。

3/ 对美国债券的长期利率。

4/ 定义为利息支付除以债务存量 (不包括担保), 按上一年年末值计算。

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

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

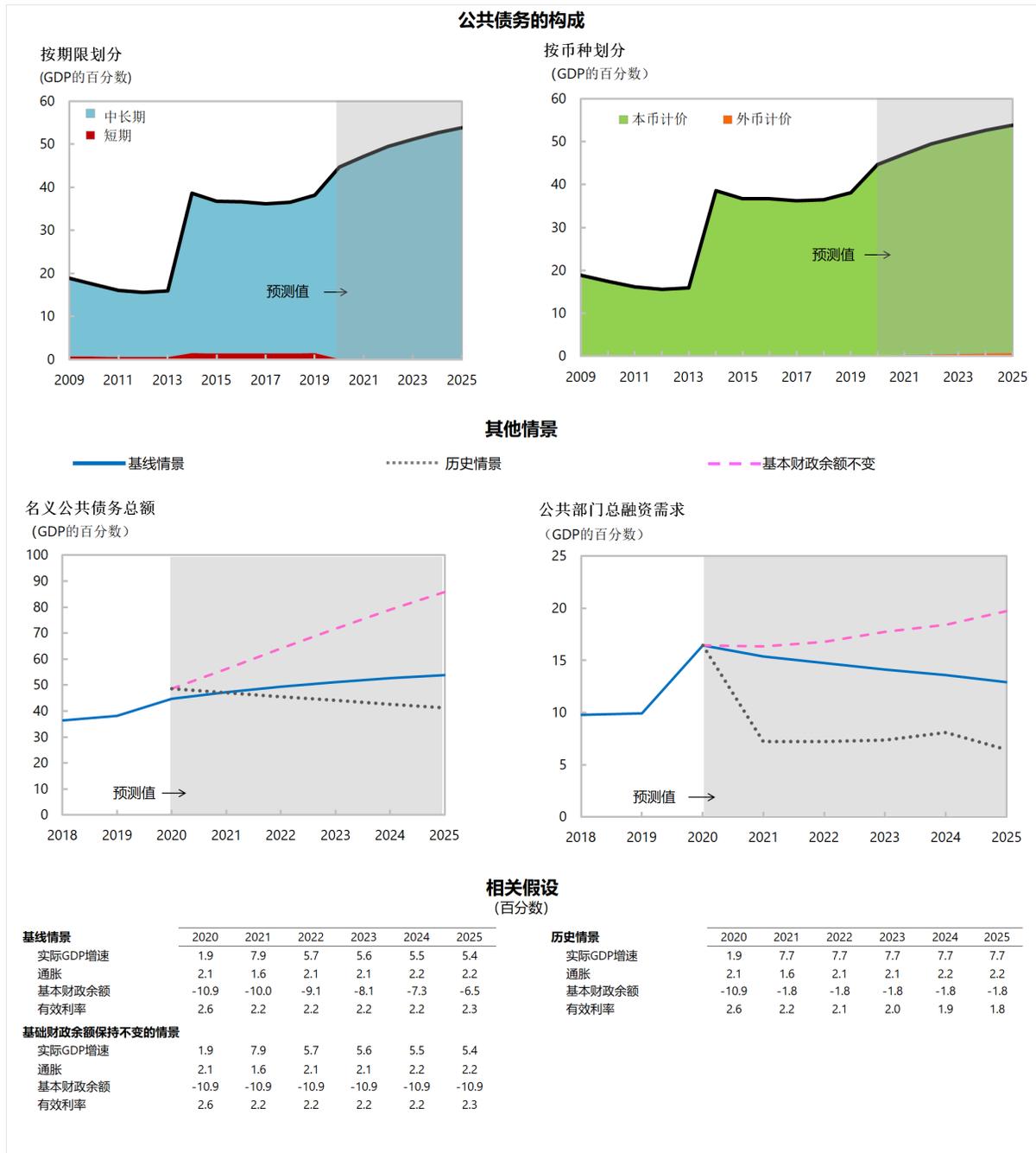
6/ 实际利率的贡献由注释5中的分子推导而来, 为 $r - \pi(1+g)$; 实际GDP增长的贡献为 $as - g$ 。

7/ 汇率的贡献从注释5的分子中推导而来, 为 $ae(1+n)$ 。

8/ 包括资产变动和利息收入 (如有)。预测值包括了预测期的汇率变动。

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

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



来源：IMF工作人员。

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

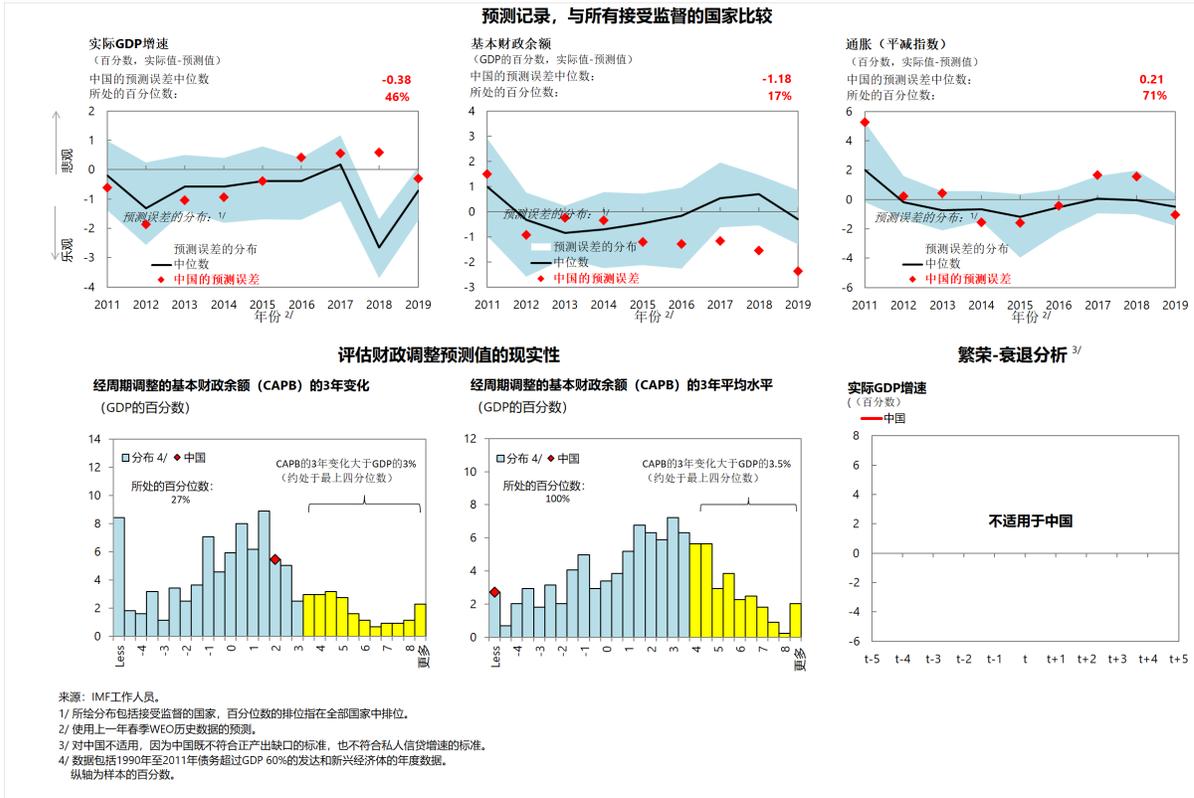
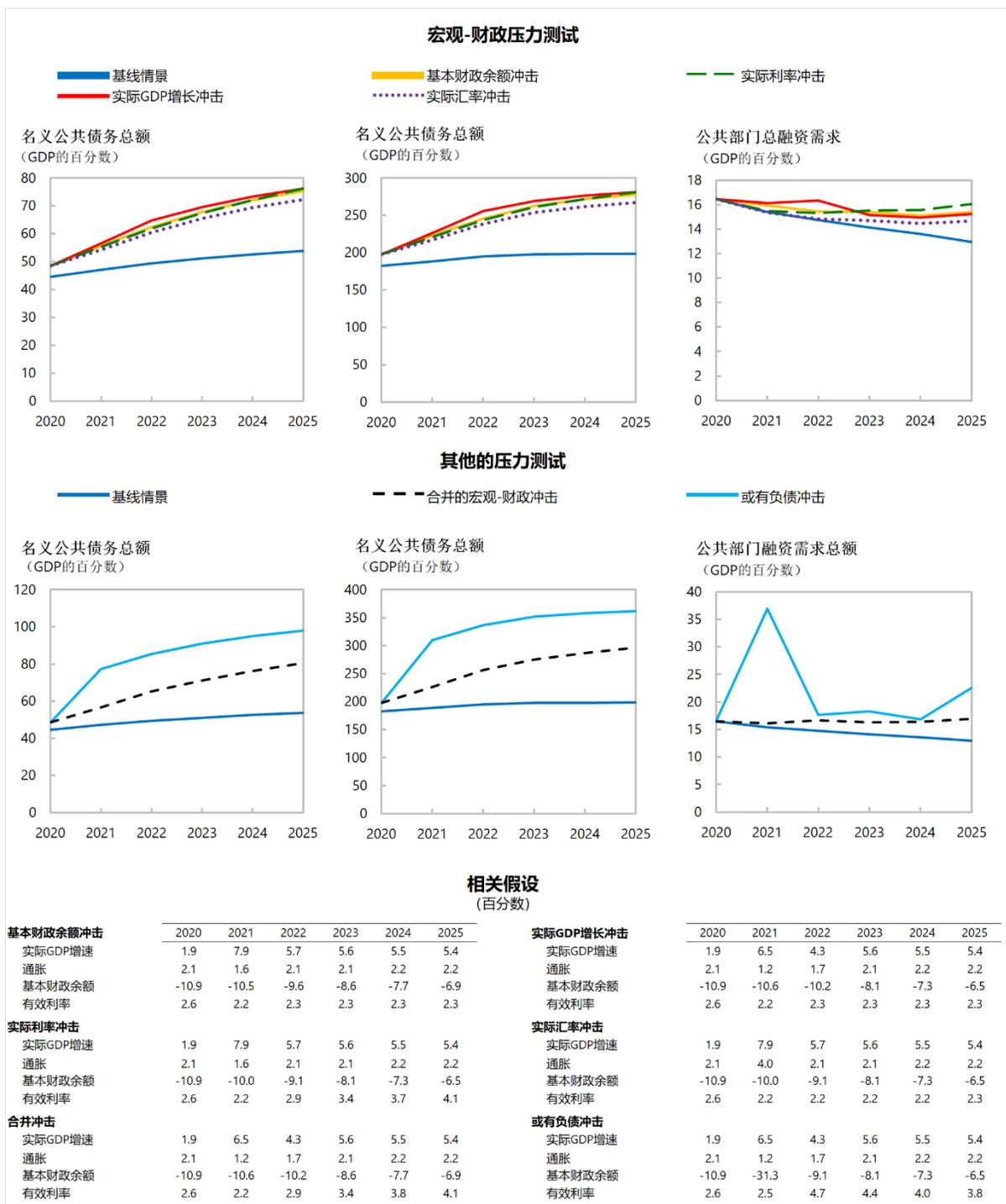


图 8. 中国：公共债务可持续性分析（一般预算（官方）债务）——压力测试



来源：IMF工作人员。

图 9. 中国：公共债务可持续性分析（一般预算（官方）债务）——风险评估



来源：IMF工作人员。

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

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

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

风险评估基准的下限和上限是指：债券利差是200个基点和600个基点；外部融资需求是GDP的5%和15%；短期债务比重的变化是0.5%和1%；非居民持有的公共债务是15%和45%；外币计值债务比重是20%和60%。

4/长期债券利差，相对于美国债券，过去三个月的平均值，2020年8月15日至2020年11月13日。

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

附录四. 2019年第四条磋商的主要建议落实情况

自 2019 年 6 月以来宣布的改革措施	日期	备注
继续控制信贷增长		
公司去杠杆化		
• 2019 年，国家发改委公布关于去杠杆工作的指导原则，以债转股为重点，允许债权人将债权转为股权。	2019 年 7 月	债转股工作已经加速
处理地方政府债务		
• 财政部设立了政府债务研究和评估中心，承担政府债务统计分析、风险评估、政府债券发行和资金使用合规性监督工作，并定期公布政府债务信息。	2019 年 11 月	
采取更整体性的金融监管方法		
• 中国人民银行发布了关于金融控股公司的条例	2020 年 9 月	2020 年 11 月 1 日实施
• 中国人民银行公布了一项 3 年期金融科技发展计划，通过制订健全的金融科技监管基本条例加强金融科技监管。	2019 年 8 月	正在实施
• 银保监会公布了保险公司关联交易管理办法，目的是制止将保险公司当作“自动提款机”的做法并防范风险。	2019 年 8 月	已经实施
• 银保监会发布《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》，要求银行理财子公司的净资本不得低于 5 亿元人民币或等值自由兑换货币，不得低于净资产的 40%，同时不得低于风险资本的 100%	2019 年 11 月	自 2020 年 3 月 1 日起施行
• 中国人民银行、银保监会、证监会和国家外汇管理局联合公布《标准化债权类资产认定规则》，自 8 月 3 日起施行。	2020 年 6 月	正在实施
• 鉴于疫情影响，中国人民银行会同有关部门将资管新规的过渡期延长 1 年，至 2021 年底。	2020 年 7 月	正在实施
压减过剩产能/“僵尸企业”退出		
• 发改委和其他 12 个部委共同提出建议，完善市场实体的退出机制	2019 年 6 月	正在实施
加快再平衡工作		
促进对小企业和私营企业的贷款		
• 财政部和其他部委宣布在试点城市对私营企业和中小企业实施财政扶持措施。在 2019 年至 2022 年期间，财政部每年向约 60 个试点城市提供 20 亿元人民币。这笔资金用于减轻银行信贷风险，或为政府担保计划补充资金。	2019 年 7 月	正在实施
• 中国人民银行发布了《标准化票据管理办法》，以改善中小企业融资和供应链融资发展。	2020 年 6 月	正在实施
• 银保监会发布《商业银行小微企业金融服务监管评价办法（试行）》，每年对商业银行小微企业信贷投放情况、体制机制建设情况、重点监管政策落实情况、产品及服务创新情况、监督检查情况等五个方面进行综合评价，引导商业银行持续提升服务小微企业的质效。	2020 年 6 月	正在实施
• 国务院金融稳定发展委员会出台了关于深化中小银行改革和补充资本的工作文件，以加速其资本补充。	2020 年 6 月	有待实施
促进消费		

• 商务部发布了促进消费的指导办法，呼吁将复工复产与扩大国内需求和消费紧密结合起来。	2020年4月	正在实施
• 国务院印发了帮助出口企业开拓国内市场的措施。	2020年6月	正在实施
减贫		
• 发改委印发了旨在促进消费助力脱贫的2020年行动计划，并将与其他27个部门联合采取30项具体行动。	2020年3月	
• 民政部和国务院扶贫开发领导小组办公室印发了旨在为弱势群体提供基本生活安全网的行动计划。	2020年3月	
• 财政部公布了关于进一步加强财政扶贫资金监管工作的指导意见。	2020年6月	正在实施
缩小城乡差距		
• 当局公布各项计划，通过消除城乡土地市场差距，完善大城市市住户登记政策，放宽对城市居住权的限制，完善生产要素市场化配置。	2020年4月	正在实施
促进城市化		
• 国务院宣布采取措施（i）取消常住人口300万以下城市的户口限制；（ii）放宽对常住人口300万至500万城市的户口限制，以及（iii）简化常住人口500万以上城市的户口限制。	2019年12月	正在实施
治理污染		
• 生态环境部建立和实施环境影响评估审批正面清单以及监督执法正面清单，对企业实行分类监督。	2020年3月	已经实施
• 财政部、生态环境部和上海市联合启动“国家绿色发展基金”，注册资本885亿元人民币。这是中国在生态环境领域内的第一个国家级投资基金。	2020年7月	已经实施
医疗改革		
• 中共中央和国务院宣布采取措施，深化医保制度改革并完善商业健康保险，实施集中药品采购和推广仿制药。	2020年3月	正在实施
扩大开放		
• 金融委员会公布了11项新的金融开放措施。	2019年7月	正在实施
• 国家外汇管理局推出了12项跨境贸易和投资便利措施。	2019年10月	已经实施
• 取消了对国内期货公司外资持股比例的限制。	2020年1月	已经实施
• 当局公布《海南自由贸易港建设总体方案》。	2020年6月	正在实施
• 发改委和商务部公布2020年版《外商投资准入负面清单》。	2020年6月	自7月23日起实施
• 证监会和银保监会联合发布规定，允许符合条件的在华外资银行申请证券投资基金托管业务资格。	2020年7月	已经实施
• 商务部修订出台《外商投资企业投诉工作办法》。	2020年8月	已经实施
• 北京市建立国家服务业扩大开放综合示范区。	2020年9月	已经实施
取消人身险公司外资股比限制。	2019年7月	自2020年1月1日实施

资本账户自由化		
• 沪伦通正式启动，允许上市公司根据当地规则和法规在对方交易所发行全球存托凭证。	2019年6月	已经实施
• 国家外汇管理局取消了合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者的投资限额。	2019年8月	已经实施
降低关税		
• 中国降低了 298 种信息技术产品的最惠国关税。	2019年7月	自7月1日起实施
• 从 2020 年 1 月 1 日开始降低了 850 种产品的进口关税，从 2020 年 7 月 1 日开始降低了 176 种信息技术产品的进口关税。	2019年12月	已经实施
增加市场力量的作用		
外汇市场改革		
• 中国外汇交易中心宣布，参与确定人民币交易中间价每日操作的银行，已逐步停止使用于 2017 年 5 月引入公式的逆周期因子。	2020年10月	已经实施
• 中国人民银行宣布将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调为 0。	2020年10月	已经实施
国有企业改革		
• 当局印发了旨在加速混合所有制改革以优化国有资本的指导原则。	2020年5月	有待实施
• 中央深化全面深化改革委员会批准了《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》。	6月30日	有待实施
营商环境		
• 当局发布了旨在加快完善新时代中国特色社会主义市场经济的指导方针，并强调了生产要素的市场化配置问题	2020年5月	正在实施
• 国务院公布《保障中小企业款项支付条例》。	2020年7月	已经实施
• 国务院印发了《关于进一步优化营商环境更好服务市场主体的实施意见》	2020年7月	正在实施
• 国家市场监督管理总局发出了关于进一步优化企业开办服务的通知。	2020年8月	正在实施
• 中国人民银行会同发展改革委和证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，自 2020 年 8 月 1 日起施行。	2020年7月	正在实施
• 银保监会放宽了对保险公司股权投资的限制。	2020年7月	正在实施
• 证监会发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引》。	2020年8月	正在实施
• 证监会建议取消针对公司债券发行实施的强制信用评级要求。	2020年8月	有待实施
革新政策框架		
货币政策		
• 中国人民银行宣布改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，要求银行主要参考 LPR 对贷款定价。	2019年8月	已经实施
• 中国人民银行要求金融机构自 2020 年 1 月 1 日起不得签订参考贷款基准利率定价的浮动利率贷款合同。2020 年 3 月 1	2019年12月	已经实施

日起，将存量浮动利率贷款定价基准转换为 LPR，或转为固定利率。截至 2020 年 8 月末，超过 92% 的存量浮动利率贷款完成转换。		
• 中国人民银行组织利率自律机制提出自律倡议，将结构性存款的保底收益率纳入自律约定。	2019 年 12 月	已经实施
财政政策		
• 国务院印发了关于中央与地方政府在（1）教育；（2）交通运输；（3）税收收入分配；（4）公共文化和（5）自然灾害方面的责任划分的指导意见。	(1) 2019 年 6 月 (2) 2019 年 7 月 (3) 2019 年 10 月 (4) 2020 年 6 月 (5) 2020 年 6 月	正在实施
• 财政部印发了《中央财政预算执行动态监控管理办法》，以加强对中央预算执行情况的管理和监督。	2020 年 1 月	正在实施
• 财政部鼓励政策性融资担保机构支持中小企业。	2020 年 4 月	正在实施
• 财政部建立特殊转移支付机制，以确保资金直接惠及企业和人民。	2020 年 6 月	正在实施
• 财政部和国家税务总局联合发布了《关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》和《关于海南自由贸易港高端紧缺人才个人所得税政策的通知》。	2020 年 6 月	2020 年 1 月至 2024 年 12 月施行
• 财政部、工业和信息化部、科技部和发改委联合发出了《关于调整完善新能源汽车补贴政策的通知》。	2020 年 4 月	立即实施
• 国务院公布了《修订后的预算法实施条例》，从 2020 年 10 月 1 日开始实施。	2020 年 8 月	自 2020 年 10 月 1 日起施行
• 当局采取了一系列削减税费政策如下：（1）社区家庭服务优惠政策；（2）对涉企违规收费现象加强管理；（3）关税和税收政策；（4）减免临时性收费和免除社会保障费；（5）降低中小企业和个体企业租金。	(1) 2019 年 6 月 (2) 2019 年 8 月 (3) 2020 年 2 月 (4) 2020 年 2 月 (5) 2020 年 5 月	正在实施
资本市场		
• 全国人民代表大会常务委员会批准了新的《证券法》，实行政权公开发行注册制，从 2020 年 3 月起生效。	2019 年 12 月	有待实施
• 证监会放宽再融资规定。	2020 年 2 月	已经实施
• 证监会和发改委联合发出了《关于开始实行企业/公司债券发行注册制的通知》。	2020 年 3 月	已经实施
• 证监会发布了多项法规以推动创业板市场改革，向注册制过渡。	2020 年 6 月	正在实施

<ul style="list-style-type: none"> • 证监会允许合格的全国中小企业股份转让系统（新三板）上市公司转至科创板或创业板上市。 	2020年6月	正在实施
<ul style="list-style-type: none"> • 中国人民银行和证监会发布银行间债券市场与交易所债券市场互联互通的联合公告。 	2020年7月	正在实施
提高数据质量和透明度		
<ul style="list-style-type: none"> • 国家统计局散发了一份关于惩处数据造假行为的法律草案，包括预防和惩处县市级政府在统计数据方面的不法行为。 	2019年10月	有待实施

附录五. 2017年中国 FSAP 主要建议落实情况¹ (截至 2020 年 9 月 30 日)

建议	优先程度	时间要求	已采取措施
宏观经济建议			
弱化全国性规划中较高的 GDP 增长预测，这种较高预测将激发地方层面设定高增长目标。	最高	近期措施	2020 年《政府工作报告》中提出的发展目标是“优先稳就业保民生，坚决打赢脱贫攻坚战，努力实现全面建成小康社会目标任务”，没有提出全年经济增速的具体目标，引导各方面扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务。
系统性风险、宏观审慎政策和强化监管			
新设立一个金融稳定子委员会，并赋予其维护金融稳定的单一职能。	最高	近期措施	2018 年，新一届国务院金融稳定发展委员会（以下简称金融委）成立，金融委办公室设在人民银行，围绕金融服务实体经济、金融改革开放、防范化解金融风险加强统筹协调，推进各项工作。 截至 2020 年 9 月 11 日，金融委共召开 40 次全体会议和十余次专题会议。其中，在防范化解金融风险方面，采取了一系列政策措施：稳住宏观杠杆率、治理影子银行风险；按照“建制度、零干预、零容忍”，深化资本市场改革；处置高风险中小银行，推进中小银行改革；维护金融市场稳健运行，应对外部冲击风险。通过上述措施，打好防范化解重大金融风险攻坚战，坚决守住不发生系统性风险的底线。
在国内和国外的金融安全网参与者之间建立强有力的合作、协调、信息交流机制，包括详细财务数据的共享。	最高	近期措施	建立跨部门跨领域联动机制。 在国务院金融委领导下，金融管理部门已就跨部门、跨领域重大问题建立多项联动工作机制，增强政策协同，发挥政策合力，有序推进工作。 建立地方协调机制。 2020 年 1 月，金融委办公室印发《关于建立地方协调机制的意见》，在各省（区、市）建立金融委办公室地方协调机制。该机制的一项重要职责是“推动金融信息共享，建立地区金融数据共享机制和金融业重大事项、突发事件的及时沟通交流机制”。 关于与国外金融安全网参与者之间的信息交流机制。 银保监会组织召开四家全球系统重要性银行核心监管联席会议，与国内相关监管部门及境外相关监管当局开展多边、双边磋商，截至 2020 年 8 月末，银保监会已与 83 个国家和地区的金融监管机构签署了 122 份双边监管合作谅解备忘录或监管合作协议，持续深化跨境监管信息交流、协调与合作，提高跨境监管水平。证监会定期向 FSB 报送监管范围内非银金融中介业务数据及相关情况。
触发逆周期资本缓冲，评估银行的资本要求，有针对性地（在有些情况下是大幅地）增加资本。	最高	近期措施	人民银行、银保监会于 2020 年 9 月联合发布《关于建立逆周期资本缓冲机制的通知》，明确建立逆周期资本缓冲机制，同时设置银行业金融机构初始逆周期资本缓冲比率为 0。 未来，人民银行、银保监会将综合考虑宏观经济金融形势、宏观杠杆率水平、银行体系稳健性及系统性金融风险表现等因素适时评估和调整逆周期资本缓冲比率。

¹ 信息由当局报送。

修订主要法律，以加强人民银行和监管部门的操作和预算自主权，并增加其资源。	最高	中期措施	监管部门采取多种措施强化队伍建设，增加监管资源。 银保监会、证监会积极加强与相关部门的沟通协调，推动落实中央关于加强基层监管部门力量的要求，争取更充分的预算保障。
解决制约系统性风险监测和有效金融规制和监管的数据缺口问题。	最高	中期措施	人民银行加快建设国家金融基础数据库 ，采集金融基础数据，为监测系统性风险提供数据信息支持。 银保监会持续对非现场监管报表的框架和内容进行完善 ，近期对表内投资、同业业务、理财业务、股票质押融资等相关业务报表进行细化更新，便于更好加强监测系统性金融风险。 证监会建设并持续完善其中央数据库，集中基础数据 ，覆盖股票、债券、期货市场的开户、委托、交易数据，以及上市公司、证券期货基金机构及从业人员基本信息、投资者盈亏以及国际国内宏观经济数据等。
评估人民银行宏观审慎评估的目标和结构并对其进行简化，仅将其作为金融稳定子委员会及其下设的监察手段。	中等		银行体系是中国货币政策传导的核心中枢，宏观审慎评估（MPA）的主要目标是根据经济形势变化，引导银行等存款类金融机构的广义信贷增速合理增长，促进货币供应量和社会融资规模合理增长，是重要的货币政策工具，也有助于防范系统性金融风险，维护金融稳定。近年来，人民银行根据宏观调控要求，不断完善 MPA 框架，有效发挥其激励约束作用，促进货币政策的精准性和有效性不断提升。
银行的规制和监管			
强化金融控股集团风险监管，提升监管银行及其关联金融集团及其所有权结构的能力，包括识别最终受益所有者。	最高	中期措施	2020 年 9 月，出台《金融控股公司监督管理试行办法》 ，强调按照“实质重于形式”原则，在并表基础上，对金融控股集团进行全面、持续、穿透监管。一是严格股东资质监管，要求股权结构简单、清晰、可穿透。二是强化资本来源真实性和资金运用合规性监管，要求以合法自有资金投资，对金融控股公司的资本合规性实施穿透管理。三是建立整体的资本充足率监管制度，严格控制债务风险。四是健全公司治理结构，强化关联交易和整体风险管控，完善风险“防火墙”制度。
停止在贷款分类中考虑抵押品的作用，约束银行向非中小企业借款人的信贷展期，将逾期 90 天以上的所有贷款划入不良贷款。	最高	中期措施	银保监会正在起草《商业银行金融资产风险分类暂行办法》。
强化“穿透”原则的执行。	中等		继续发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）配套细则。 2020 年 2 月 25 日，银保监会发布《保险资产管理产品管理暂行办法》，已于 2020 年 5 月 1 日实施。办法在打破刚性兑付、消除多层嵌套、去通道、禁止资金池业务、限制期限错配等方面作出严格规范，并与资管新规保持一致。 强化对信托业的“穿透”监管。 结合资管新规，银保监会研究制定了《信托公司资金信托管理暂行办法》，目前已公开征求意见，充分体现“穿透”原则。定期开展信托公司风险排查工作，对信托业务逐一进行双向“穿透”式排查，摸清风险底数。在信托业非现场监管

			<p>中，强调信托产品合规监管、穿透监管和风险监测，要求信托业务参与主体、资金来源、资金投向可见、可控。</p> <p>通过科技赋能检查逐步实现“穿透”监管的目标。银保监会搭建了具有宏观视野和微观解析能力的智能检查大数据平台，开发并试点运行资金流向辅助分析工具，着力破解利用资金池掩盖资金流向、实际控制人识别等“穿透”监管的难点问题。</p> <p>强化“穿透”原则在监管部门重点领域现场检查中的运用。银保监会自 2017 年以来，已连续四年开展金融市场乱象整治专项工作，历年的乱象整治工作均突出强调在股权管理和公司治理、影子银行高风险资产压降和交叉金融领域的现场检查中，严格执行“穿透”监管原则。</p>
提高流动性覆盖率对同业产品和表外理财产品的要求。	中等		无更新。
提高监管报告要求，收集更为详细的监管数据，包括银行投资情况以及对应的拨备。	中等		<p>不断完善细化非现场报表制度，强化数据质量要求。目前，银保监会正在修订非现场报表制度，拟在 2021 年报表制度中进一步细化对表内外各项投资及拨备的相关统计。银保监会于 2018 年发布《银行业金融机构数据治理指引》，系统性地对银行业机构数据治理提出了相关监管要求，并于 2020 年开展监管数据质量专项治理工作，覆盖各类银行保险机构，要求机构对照数据治理指引相关要求开展自查，同时对自查情况进行检查、评估等，督促机构不断提升监管数据报送质量。</p>
银监会应加强前瞻性全面风险分析，以识别脆弱性、质疑银行、促进事前干预。	中等		<p>持续推动预警系统建设。持续对银行风险早期预警系统（REASS）信息进行更新，对系统进行全面升级开发，加入更多反映银行业务和风险变化的指标，优化页面展示，以全面反映银行的风险情况及脆弱性。</p> <p>定期开展压力测试和资本充足水平内部评估（ICAAP）工作，对脆弱性较强的银行实施“一行一策”差异化监管指导。利用压力测试方法，测算疫情等不利冲击对银行业风险水平和稳健性的影响。</p> <p>加强市场分析和趋势研判，研究潜在风险，做好风险提示，及时提出有效应对措施，督促机构审慎开展金融市场业务。撰写风险分析快报，开展专项调研等方式，研究潜在风险，及时提出有效应对措施。</p> <p>加强公司治理监管，从源头管控风险。引导银行机构健全现代金融企业制度，完善各项公司治理体制机制，提升治理水平和执行效能，加快高质量发展转型，消弭因治理缺陷导致重大风险的土壤。</p> <p>加强审慎监管，维护银行安全稳健运行和可持续经营。持续收集并综合分析银行机构经营情况、各类风险信息和审慎监管指标，评估研判银行机构整体风险水平和发展趋势，有效识别重点机构、重点区域、重点业务、重点领域风险，及时发现并处置重大审慎风险苗头，维护银行机构安全稳健运行和可持续经营。完善对银行机构的创新业务监管，前移关口，加强业务运行持续跟踪和风险综合评估，及时叫停不合规或“踩线”产品，及时消除重大风险隐患等。</p>

			<p>加强合规监管，纠正违法违规行为。依据法律法规对银行经营活动、内部控制、业务及员工行为、银行产品等实施监管，及时纠正违法违规行为和内控管理缺陷，维护市场良好秩序，遏制道德风险及操作风险，坚持抓早、抓小、抓根本，防范重大金融案件的发生，有效保护消费者合法权益等。</p>
压力测试			
<p>为更好开展压力测试和系统性风险评估，要大幅提升“一行三会”间的数据和信息共享并将其系统化。在压力测试中使用更加详细的监管数据。</p>	最高	中期措施	<p>目前，金融管理部门已共享社会融资规模、货币信贷、银行业经营和风险、证券期货市场统计数据等，数据共享的广度和深度均有改进。</p> <p>人民银行继续开展压力测试，考察银行在宏观经济下行、重点领域风险状况恶化、流动性压力增加、同业交易对手违约、受新冠肺炎疫情影响较大领域状况恶化等压力情景下抵御风险的能力。测试使用银行提交的内部数据和监管数据，并逐步在不良资产历史趋势、生息资产付息负债分类、债券投资类别、资本充足水平计量等方面提高数据颗粒度。</p> <p>银保监会已在银行业压力测试中使用更加细化、穿透的数据。例如，传染性风险压力测试中使用的机构间同业往来数据涵盖同业融资、同业投资以及衍生品等详细数据。</p> <p>证监会在证券投资基金领域，建立资本市场重要性机构风险压力测试常态化机制，选取重要性机构实施差异化压力测试安排，扩大测试数据范围，进一步提升压力测试有效性。在期货领域，积极推动与人民银行、银保监会共享相关数据和信息，加强跨部门协调，指导中国期货市场监控中心向中证数据有限责任公司报送客户开户、成交、持仓、资金等数据，实现跨市场的大数据汇集，提高压力测试团队的分析能力。</p>
<p>在系统性风险评估中大幅扩大非银行机构和关联性的覆盖范围，开发并整合对集合投资计划的压力测试。</p>	中等		<p>人民银行方面，在 2020 年银行业压力测试中，采用网络分析模型评估银行与银行间、银行与非银机构之间的业务关联性及风险传染性。宏观情景压力测试、敏感性压力测试考虑了非标准化债权投资、表外业务、以摊余成本计量的债券等对银行资本充足水平的影响，流动性风险压力测试考虑了理财产品赎回对银行流动性水平的影响。</p> <p>银保监会方面，一是研究将银行、保险、大中型信托机构纳入同一框架，协同开展压力测试；基于三类机构的同业业务数据，测算机构关联性风险。二是将信托公司流动性风险压力测试和信用风险压力测试纳入信托业全面风险排查工作范围，推动压力测试工作常态化，提前预判、防控行业风险。三是定期开展金融资产管理公司压力测试工作。2019 年，进一步完善了压力测试的情景设置、假设条件等关键因素，指导资产公司优化压力测试方法，提升压力测试的科学性。</p>
<p>加强跨部门协调和压力测试团队的分析能力。</p>	中等		<p>人民银行加强内部各部门间的沟通协作，如在宏观压力情景的设计参考人民银行研究局开发的宏观经济计量模型。成立由人民银行总行、分支行和商业银行业务骨干组成的压力测试小组，形成工作合力，定期就压力测试技术展开研讨交流，提升压力测试技术水平和分析能力。同时，人民银行在压力测试过程中，与银保监会就压力测试</p>

			<p>的测试范围、情景假设、关键方法、测试结果等保持密切交流与沟通。</p> <p>银保监会在监管压力测试开展过程中，协调各机构监管部门和银保监局充分参与方案设计、监管审核等重点环节工作，加强会内交流协作。定期组织开展压力测试培训和业内交流，提升压力测试团队的技术水平和分析能力。</p> <p>证监会定期开展统一情景压力测试工作并持续研究完善情景指标。证监会与人民银行、银保监会建立了相关数据的合作共享机制，后期证监会将持续推进跨部门合作，进一步扩大数据共享范围。</p>
影子银行和隐性担保			
修改法律或监管规定，在管理人或托管人破产的情况下，确保集合投资计划（包括理财产品）的破产隔离。	最高	中期措施	<p>金融管理部门先后制定了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》和《商业银行理财业务监督管理办法》《保险资产管理产品管理暂行办法》《信托公司资金信托管理暂行办法》（目前已公开征求意见）等相关法规制度，在强化风险隔离、打破刚性兑付、充分信息披露和揭示风险等方面作出了相关规定。</p>
在取消隐性担保的前提下，逐步取消对某些行业的信贷限制。	中等		<p>引导金融机构加快加强支持高技术制造业和传统产业转型升级领域的人才储备、知识储备，提高对应行业分析能力和风险评估能力，持续加大对产业基础能力和产业水平提升领域的支持力度。</p>
对资产市场（包括房地产市场和股票市场）的干预措施，应仅限于应对系统性风险。	中等		<p>证监会高度重视资本市场系统性风险应对，坚持“建制度、不干预、零容忍”原则，及时制定并动态更新应对资本市场大幅波动预案。总的应对原则是，一方面，尊重市场规律，提高对市场波动的容忍度，一般情况下不干预；另一方面，坚持底线思维，在出现系统性风险等极端情形时果断采取应对措施。</p>
证券市场的规制和监管			
改进集合投资计划的信息披露，禁止在理财产品说明书中列明预期收益率。	最高	近期措施	无更新。
引入功能监管，确保不同金融机构发行的相似产品受到相似监管。	最高	中期措施	<p>一是人民银行会同有关部门充分考虑今年以来疫情影响的实际情况，在坚持资管新规政策框架和监管要求的前提下，于2020年7月决定延长资管新规过渡期至2021年底，同时建立健全激励约束机制，完善配套政策安排，平稳有序推进资管行业规范发展。二是在推动银行理财、理财子公司、证券基金期货、信托和保险等行业细则出台过程中，人民银行与银保监会、证监会保持密切沟通，确保行业细则与资管新规明确的功能监管理念落实到位，实现对各类金融机构开展资管业务的平等准入和统一规制。三是银保监会积极完善资管新规相关配套政策文件，督导信托公司落实资管新规要求；加快《信托公司资金信托管理暂行办法》（已公开征求意见）研究制定工作，按照统一监管标准的原则，参照资管新规在资金信托控制期限错配、限制嵌套投资、控制杠杆和集中度风险、加强投资者适当性管理、强化合规销售等方面提出相关监管要求。</p>
严格把控回购抵押品的资质，并改进折扣率计算方法。	中等		<p>证监会指导中国证券登记结算有限责任公司持续加强质押券风险监测与动态管理机制建设，加强债券信用内部评级及市场隐含评级的</p>

		<p>应用，做好风险质押券回购资格与折扣系数的动态调整。根据质押券信用风险、流动性风险等情况及时动态调整折扣系数或取消回购资格，微观上有效防范个券信用风险，宏观上持续促进改善质押券总体资质水平。</p> <p>中国证券登记结算有限责任公司继续完善审慎的标准券折算率计算方法，注重逆周期调节，逐步将符合中央对手方风险管理需要的自主风险调整估值应用于标准券折算率计算。</p>
<p>强化系统性风险监测机制，以确保从整体的视角审视证券市场之间以及和其他金融部门的关联性。</p>	<p>中等</p>	<p>人民银行加强债券市场违约风险监测，完善全市场违约率监测框架，按月计算不同口径下的债券市场违约率。</p> <p>证监会建立健全风险综合应对机制。成立股市风险监测及应对领导小组，统筹协调股市风险监测与应对工作，建立常态化的会议机制，定期不定期评估风险形势，及时沟通信息，统筹部署风险监测应对工作。</p> <p>证监会持续加强股市、债市风险监测。综合考虑经济基本面、市场结构、市场情绪、市场趋势、风险传递等因素，构建股市风险监测模型。定期评估债市整体信用风险水平，加强对高风险债券个案的预警分析。</p> <p>证监会加强重点领域风险监测。从存量规模、质押率、质押比例、场内违约规模、预计到期规模等指标入手，持续分析股票质押业务整体风险状况。从私募证券投资基金基本情况、持有人、基金运行、持仓、交易等方面，梳理拟定监测指标，完善私募基金风险监测指标体系。在动态掌握证券期货基金经营机构数据基础上，定期开展压力测试。</p> <p>证监会加强交叉性、系统性风险监测体系建设。持续推进证券期货业中央监管信息平台建设，加强对交叉性资管产品的监测。汇总积累宏观、中观、微观数据，从整体性和传染性两个维度，筛选股市、债市、股指期货、外汇市场、股债汇跨市场联动、境内外股市跨境联动等指标，构建系统性风险综合指数模型，定期监测系统性风险情况。</p>
<p>保险的规制和监管</p>		
<p>制定基于风险的监管规划，将每家保险公司的所有问题和行为（包括市场行为）纳入其中。</p>	<p>中等</p>	<p>修订《保险公司偿付能力管理规定》，强化风险导向的偿付能力监管，已于2020年7月公开向社会征求意见。</p> <p>启动偿二代二期工程建设工作，对各项监管规则进行全面修订，以进一步提升偿付能力制度体系的风险针对性、提升风险计量的科学性和风险管理的有效性。</p> <p>积极推进《保险集团公司管理办法》修订工作，结合境内外有关金融控股公司监管规则制定情况，对市场准入与退出、资金运用、风险管理、信息披露等监管重点领域的制度规则进行修订完善。加强并表监管，建立健全并表监管指标体系。开展公司治理评估和现场检查，落实集团公司主体责任，强化并表及非保险子公司监管，防范资金运用和股权质押等重点领域风险。</p> <p>出台《中国银保监会办公厅关于完善人身保险业责任准备金评估利率形成机制及调整责任准备金评估利率有关事项的通知》，优化人</p>

			<p>身保险业责任准备金评估利率形成机制，防范人身保险业利差损风险。对每家人身保险公司建立监管档案，每年对公司进行监管评价，督促公司及时整改。进一步加强人身保险市场风险监测工作，向人身保险公司发送《关于进一步强化人身保险市场风险监测工作的通知》，对风险监测与报告工作提出进一步要求。</p> <p>研究制定《保险公司非现场监管暂行办法》，进一步建立健全保险公司非现场监管体系，通过持续监测、分析保险公司的各类风险因素，进一步提高保险公司非现场监管的工作质量和效率。</p> <p>按照《中国银保监会办公厅关于加强保险公司中介渠道业务管理的通知》要求，开展相关培训以及市场秩序规范工作等。</p>
制定规划，逐步采用更为市场化的方式进行估值。	中等		无更新。
金融市场基础设施的监管			
中国证券登记结算有限公司应充分采用券款对付。	最高	近期措施	<p>证监会高度重视完善券款对付（DVP）安排的建议，已将“完善登记结算制度，启动 A 股 DVP 结算模式改革”纳入重点工作任务。2018 年以来，证监会组织中国结算认真借鉴 FSAP 评估建议，充分考虑中国证券市场实际情况及改革市场影响，研究制定 DVP 改革方案。中国结算多次通过市场机构沟通会和走访调研等形式，听取和探讨市场各方意见，对改革方案形成了基本共识。</p>
通过充分实施国际支付结算体系委员会与国际证监会组织的原则以及强化法律框架，来增加金融市场基础设施的韧性。	最高	中期措施	<p>人民银行方面，一是会同有关部门于 2020 年 2 月联合印发《统筹监管金融基础设施工作方案》，明确将金融资产登记托管系统、清算结算系统（包括开展集中清算业务的中央对手方）、交易设施、交易报告库、重要支付系统、基础征信系统等六类设施及其运营机构纳入我国金融基础设施统筹监管范围，并提出统一监管标准，健全准入管理，优化设施布局，健全治理结构，推动形成布局合理、治理有效、先进可靠、富有弹性的金融基础设施体系。二是根据 PFMI，于 2020 年 1 月完成对上海黄金交易所合格中央对手方（QCCP）评估，进一步夯实中国金融市场基础设施的风险防控能力。</p> <p>证监会方面，一是贯彻落实新《证券法》，推进修订《证券登记结算管理办法》，夯实证券登记结算业务法律基础，支持证券登记结算业务改革发展。二是继续推动修订《期货交易所管理办法》，在部门规章层面进一步明确《金融市场基础设施原则》相关要求。</p>
将中央银行的服务延伸至所有系统重要性中央对手。	中等		<p>目前，人民银行只向中央国债登记结算有限公司、上海清算所和上海黄金交易所提供结算服务，正在考虑将央行的结算服务延伸至中国结算和 4 家期货交易所。使用央行货币结算能够降低这些机构的信用风险，并且大额支付系统可以为其提供便捷、高效的资金结算服务。但是需要统筹考虑这 5 家中央对手方直接接入大额支付系统可能带来的问题：一是这意味着这些机构可以获得央行的流动性安排，可能导致这些机构及其参与者漠视市场风险，从而引致道德风险甚至金融市场系统性风险。为此，需要落实人民银行对这些机构的审慎管理职能。同时，需要督促这些机构切实加强风险管理。二是这些机构需完成相关系统改造，并调整业务逻辑，需要一定工期。</p>
反洗钱和反恐怖融资			

基于风险对国内政治公众人物采取强化客户尽职调查措施。	中等		中国正在研究修订《反洗钱法》和规章，考虑基于风险对国内政治公众人物采取客户尽职调查措施。
确保对自洗钱行为进行更有效的调查，并将其独立定罪进行起诉。	中等		中国正在修订《刑法》考虑将自洗钱行为独立定罪。
危机管理			
对政府主导的危机应对的触发条件应有更为清晰的界定，并仅限于需动用公共资源的系统性事件。	最高	近期措施	证监会在国务院金融委统一指挥协调下，认真落实“建制度、不干预、零容忍”方针，制定应对资本市场大幅波动的预案，丰富危机应对政策工具。相关应对预案有比较明确、清晰的触发条件。总的应对原则是，一方面，尊重市场规律，提高对市场波动的容忍度，一般情况下不干预，另一方面，坚持底线思维，在出现系统性风险等极端情形时果断采取应对措施。证监会根据市场发展情况和具体国情，界定尽可能清晰的危机应对触发条件，制定相应的风险应对机制。
为银行和系统重要性保险公司制定特别处置机制。	最高	中期措施	<p>人民银行、银保监会于 2020 年 9 月 30 日就《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法（征求意见稿）》公开征求社会意见。该办法对在中国境内设立的全球系统重要性银行提出总损失吸收能力要求，对总损失吸收能力比率、构成以及监管检查、信息披露等提出明确要求，以确保全球系统重要性银行进入处置阶段时具有充足的损失吸收和资本重组能力。</p> <p>人民银行起草《存款保险早期纠正操作指引（试行）》，通过案例等形式指导分支行针对投保机构具体风险情形，提出切实有效的风险化解措施和改进要求，推动各方面落实责任，共同化解风险。人民银行与银保监会建立风险处置“共商共研”的工作机制，及时通报重点风险情况及风险化解工作进展。</p> <p>召开 2019 年度工、农、中、建四行跨境危机管理工作组全体会议，审阅四行恢复和处置计划更新情况，并要求四行持续完善压力测试，完善预警体系，加强恢复计划的可操作性，强化并表管理，密切跟进贷款市场报价利率改革等金融政策对恢复与处置计划可能带来的影响。</p>
人民银行应制定一个正式的紧急流动性救助框架。	最高，	中期措施	无更新。
提升各类保护基金的制度设计，以限制道德风险。	中等		<p>存款保险基金方面，继续做好保费归集、基金管理等基础工作，完善风险差别费率机制。按季监测投保机构风险状况，加大核查力度，会同相关部门发挥风险警示、早期纠正的风险校正作用，推动风险早处置。</p> <p>信托业保障基金方面，在全面评估现行信托业保障机制的基础上，积极研究完善信托业保障基金相关制度。</p> <p>保险保障基金方面，研究探索风险费率机制，形成了风险费率筹集制度（建议稿），可以防范保险公司的道德风险和逆向选择。深入开展保单救济范围和标准研究，提出保单救济范围和标准修订的基本思路和初步建议。</p>
普惠金融			

<p>提升金融科技的法律、规制和监管框架。</p>	<p>中等</p>	<p>人民银行坚持发展与监管“两手抓”，在推动《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021年）》落地实施的同时，加强金融科技监管顶层设计，加快完善以创新监管工具为基础、以监管规则为核心、以数字化监管为手段的金融科技监管框架。一是积极探索设计包容审慎、富有弹性的创新试错容错机制，着力打造符合中国国情、与国际接轨的金融科技创新监管工具。目前已在北京、上海、重庆、成都、深圳、广州、雄安、杭州、苏州等9地开展试点工作。二是加强数字化监管能力建设。充分发挥数据、技术等生产要素的重要作用，采用自然语言处理、知识图谱、深度学习等人工智能手段实现监管规则形式化、数字化和程序化，强化监管渗透的深度和广度，加快金融科技监管的数据加持、科技武装。</p> <p>银保监会积极加强对金融科技的研究，正在对银行保险机构应用金融科技情况开展调研，梳理情况、积累素材，将适时制定人工智能、区块链、生物识别等在金融领域应用的监管基本规则，制定出台促进银行保险业金融科技健康发展的指导意见，健全金融科技监管规则体系。</p> <p>证监会高度重视金融科技监管工作，不断完善金融科技监管制度和框架，成立了科技监管工作委员会和科技监管局，形成科技监管局、信息中心、中证数据、中证技术有限责任公司四位一体的科技监管工作体系。正在进行和已开展的工作包括：一是依据《证券服务机构从事证券服务业务备案管理规定》，完善证券、基金信息技术服务机构备案管理规则，依法开展备案管理工作，将提供金融科技服务的信息技术服务商纳入管理。二是印发了《关于做好证券期货经营机构移动应用软件备案工作的通知》，要求证券期货经营机构做好移动APP的备案工作。三是在《关于促进行业金融科技健康发展的指导意见》的基础上，组织交易所等行业机构探索开展资本市场金融科技创新试点工作。四是制定并发布金融科技相关技术标准。</p>
---------------------------	-----------	---



中华人民共和国

2020年第四条磋商工作人员报告——相关信息附录

2020年12月2日

撰写

亚洲及太平洋部
(经与其他部门磋商)

目录

与基金组织的关系	2
与其他国际金融机构的关系	3
统计问题	4
能力建设和技术援助	7

与基金组织的关系

（截至 2020 年 10 月 31 日）

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

普通资金账户：

	百万SDR	占份额的百分比
份额	30,482.90	100.00
基金组织持有的货币	24,287.99	79.68
在基金组织的储备头寸	6194.95	20.32
向基金组织提供的贷款		
新借款安排	679.66	

特别提款权账户：

	百万SDR	占分配额的百分比
净累计分配额	6,989.67	100.00
持有额	7937.72	113.56

购买和贷款余额： 无

资金安排：

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

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

	即将发生				
	2020	2021	2022	2023	2024
本金		0.00	0.00	0.00	0.00
收费/利息		0.09	0.09	0.09	0.09
总计		0.09	0.09	0.09	0.09

汇兑安排：

2018年6月22日以来，中国事实上的汇率制度被划为其他有管理的安排。2017年6月1日以来，归为参照中国外汇交易中心（CFETS）指数中货币篮子的类似爬行安排。法定汇率安排是有管理的浮动汇率制度，目标是根据市场供求并参考一篮子货币，保持人民币汇率在合理均衡水平上的稳定，以维护中国经济和金融市场的稳定。银行间外汇市场人民币兑美元交易价浮动区间为 2%，即每日人民币兑美元的市场交易价可在中国外汇交易中心对外公布的当日人民币兑美元中间价上下 2% 的区间内浮动。人民银行宣布，人民币汇率的浮动区间将根据外汇市场、经济及金融形势的变化有序扩大。在交

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

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

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

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

与其他国际金融机构的关系

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

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

统计问题

(截至 2020 年 11 月 20 日)

I. 评估用于监督的数据充足性

概况: 虽然数据大致能满足监督工作的需要,但是有些勉强。由于在加强统计系统和提高数据透明性方面的努力,中国于 2015 年 10 月加入“数据公布特殊标准(SDDS)”。尽管如此,中国统计数据仍存在缺口,对监督工作造成妨碍。主要问题涉及国民账户数据和政府财政统计。中国已经认可并正在实施二十国集团的数据缺口倡议建议。

国民账户: 国家统计局编制和公布基于现行价格的按经济活动和支出分类的年度 GDP、基于不变价格的按经济活动分类的年度 GDP (2015 年),以及基于现行和不变价格的按经济活动分类的季度 GDP 估算数据。国家统计局正处于从 1993 年 SNA 转向 2008 年 SNA 的过渡期。2008 年 SNA 已经在某些行业采用,例如间接测算的金融中介服务的计算以及研发支出的资本化。衡量一些 GDP 组成部分的数量指标的技术并不完善,需予以改善。按支出法统计的年度和季度 GDP 按不变价格编制,但不予公布。GDP 季度估计是累计的。各支出项对 GDP 贡献的季度数据不够详实。国家统计局已对国民账户数据的范围和质量做出一系列改进,最重要的是提高了按经济活动分类估算 GDP 的完整性。还计划对年度和季度 GDP 账户作出进一步的改进;但是,这些改进工作没有既定的时间表。与其他国家的情况一样,经济的快速变化(包括私人部门扩张)给数据采集和编制带来了新问题。由于使用的是非集中性质的统计体系,改变数据采集方式的能力有限。

月度服务业生产和固定投资指数作为与上一年相应月份的比率予以公布,但未编制链式时间序列。修正数据时往往不公布完整的经修正的数据序列。

价格统计: 消费者价格指数采样覆盖全国各地约 500 个地区,其中包括约 200 个县和 300 个市。目前的消费者价格指数是一个链式拉氏价格指数,2001 年以来持续编制和公布。该指数使用取自 2015 年住户支出的权重编制。但是,权重未公布。生产者价格指数系根据 2015 年的经济结构汇总;如果能扩大统计口径,纳入服务活动,结果会更好。

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

政府财政统计: 严重的数据缺陷继续妨碍财政分析。仅提供社保资金和预算外资金的年度综合数据,且时滞很长。中国目前报告广义政府的政府财政统计,不按经济类型分列支出细目(除了利息外),但包括政府财政统计年鉴中政府职能分类项下的数据。支出分类仍需改善,主要是因为不公布按经济类型分列的支出数据。当局已表示打算开始采集这些数据,并在中期内按权责发生制衡量财政表现,同时加强基于现金收付制的政府财政统计的编制。中国已经根据“二十国集团的数据缺口倡议”承诺编制季度广义政府数据,但没有公布具体的时间表。广义政府范围不包括地方政府融资平台(LGFV)的运营,这部分业务规模相当大。

货币和金融统计:

近年来,中国在货币和金融统计方面取得较少的进展。货币和银行调查缺少银行对政府债权的详细数据,这影响了从融资方面对财政赤字的估计。所报告的中国人民银行净国外资产头寸不包括汇率估值影响,也不包括外汇储备的利息收入。另外,由于财政部不再区分中央政府和其他级别政府的存款账户,自 2005 年 4 月起,人民银行停止单独在其资产负债表中报告有关中央政府存款的数据。

2015 年 3 月,货币与金融统计代表团就改善货币数据编制提出一些建议,旨在促推中国人民银行实施标准化报告格式(SRF)。目前,人民银行在技术上有能力按基金组织推荐的标准报表格式编制和报送货币统计数据(至少是中央银行和其他存款机构的数据)。尽管如此,尚未开始以标准报表格式报送数据,仍需等待内部审查和批准程序的完成。中国报告了金融服务可得性调查(FAS)的一些关键序列和指标的数据,包括联合国为监测可持续发展目标(SDG)的目标 8.10 采用的两个指标。

金融部门监督: 中国向基金组织报送金融稳健性指标,并在基金组织网站上发布。除 12 个核心金融稳健性指标之外,2015 年初,当局在其定期报送的数据中加入两个存款接受机构的鼓励类金融稳健性指标。报送数据的频率也在 2015 年 5 月由每年一次提高到每半年一次。

对外部门统计数据：历史数据序列（2005 年第一季度开始的国际收支平衡；自 2011 年第一季度开始的国际投资头寸（IIP））（以美元计）主要根据第六版《国际收支和国际投资头寸手册（BPM6）》编制，并在《国际金融统计》中公布。国家外汇局(SAFE)网站上也有类似的信息。当局继续改进国际收支和国际投资头寸统计数据的覆盖面工作，并在这些方面取得进展。然而，在向《国际收支和国际投资头寸手册》第六版过渡过程中，国际收支统计在与工人侨汇、转手买卖和原始收入（证券投资收入）有关的数据序列方面仍然存在缺口。为缩小数据缺口，建议对外管局省分局的工作人员进行定期培训，以提高初次和二次收入账户的精细度。

中国已经在改善对外部门统计的覆盖面方面做出了巨大努力，包括：（1）2011 年开始参加协调的直接投资调查（CDIS），不过目前只记录“内向”直接投资头寸；对股权和债务工具没有进行细分；（2）2015 年年底，中国开始向协调的证券投资调查（CPIIS）报送数据；（3）自 2015 年以来向外汇储备的货币组成（COFER）报送数据；（4）自 2015 年开始编制和公布国际储备和外汇流动性模板。后者不包括至少每年公布一次的有关按货币组别分类的储备货币构成的覆盖信息。

仍需加强对外债的监测和数据编制，包括为 CDIS 发布精细数据。2010 年，中国开始向“季度外债统计（QEDS）”数据库报送总外债和公共外债数据，这是一个重要进展。

II. 数据标准和质量

2015 年 10 月，中国开始接受数据公布特殊标准。

没有开展数据版 ROSC 的编制工作。

表 1. 中国：监督工作所要求的常用指标一览表
(截至 2020 年 11 月 20 日)

	最近的 观察日期	收到日期	数据 频率 ⁹	报送 频率 ⁹	公布频率 ⁹
汇率	10/2020	11/2020	M	M	M
货币当局的国际储备资产和国际储备负债 ¹	09/2020	10/2020	M	M	M
储备/基础货币	09/2020	10/2020	M	M	M
广义货币	09/2020	10/2020	M	M	M
中央银行资产负债表	09/2020	10/2020	M	M	M
银行体系合并资产负债表	00/2020	10/2020	M	M	M
利率 ²	09/2020	10/2020	M	M	M
消费者价格指数 ³	10/2020	11/2020	M	M	M
收入、支出、差额和融资构成 ⁴ —广义政府 ⁵	2019	05/2020	A	A	A
收入、支出、差额和融资构成 ⁴ —中央政府	10/2020	11/2020	M	M	M
中央政府债务及中央政府担保债务的存量 ⁶	Q2/2020	09/2020	Q	Q	Q
对外经常账户差额	Q3/2020	11/2020	Q	A, Q	A, Q
货物和服务的进出口 ⁷	09/2020	10/2020	M	M	M
GDP/GNP ⁸	Q3/2020	10/2020	A, Q	A, Q	A, Q
总外债	Q2/2020	09/2020	A, Q	A, Q	A, Q
国际投资头寸	Q2/2020	09/2020	A, Q	A, Q	A, Q
<p>¹ 任何抵押或质押的储备资产应予单独说明。此外，数据还应包括与某种外币相挂钩、但以其他方式结清的短期负债，以及支付和接收外币的金融衍生品的名义价值，包括那些与某种外币挂钩但以其他方式结算的金融衍生品名义价值。</p> <p>² 包括基于市场的利率和官方决定的利率，如贴现率、货币市场利率以及短中长期政府债券利率。</p> <p>³ 只报送 12 个月的增长率（不具备价格指数）。</p> <p>⁴ 没有关于融资（来自国外和国内银行以及国内非银行）的数据以及支出的经济分类。</p> <p>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。</p> <p>⁶ 包括货币和期限构成。</p> <p>⁷ 货物和服务贸易数据均按月提供。其中服务贸易数据发布略有滞后。。</p> <p>⁸ 关于 GNP 数据，只有年度水平数据。</p> <p>⁹ 天 (D)、周 (W)、月 (M)、季 (Q)、年 (A)；不定期 (I)；不可获得 (NA)。</p>					

能力建设和技术援助

表 2. 中国：能力建设和技术援助一览表，2011-2020 年 1/

部门	目的	日期
税制改革		
财政部	税收缺口分析代表团	2011 年 9 月
财政部	微观模拟模型	2013 年 12 月
财政部	税收政策的宏观经济影响分析	2015 年 3 月
财政部	改革个人所得税	2015 年 10 月
财政部	增值税的未来设计	2016 年 9 月
财政部	促进创业和就业的税收政策	2017 年 9 月
财政部	社会保障缴款	2018 年 3 月
财政部	增值税政策	2018 年 9 月
税收征管改革		
财政部	税收政策和征管	2011 年 9 月
财政部	税收征管（专家巡回访问，第四次，共五次）	2011 年 10 月
财政部	税收征管（专家巡回访问，第五次，共五次）	2011 年 10 月
财政部	纳税大户依法纳税	2011 年 10 月
财政部	税收官员实用税收分析研讨会	2012 年 12 月
财政部	针对纳税大户的税收征管工作	2013 年 1 月
财政部	税收征管跟进	2014 年 4 月
财政部	税收征管法修订	2014 年 5 月
财政部	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
财政部	改革个人所得税	2015 年 10 月
财政部	提高中国企业在对外投资方面的税务合规	2016 年 10 月
财政部	税收征管—对外投资和纳税人服务	2017 年 10 月
财政部	评估多年期税收征管现代化的实施情况	2018 年 1 月
财政部	税收征管—绩效衡量	2018 年 3 月
财政部	税收征管—个人所得税	2018 年 11 月
财政部	关于税收建模和分析的研讨会和报告	2019 年 4 月
公共财政管理		
财政部	关于公共财政管理机构的高层对话	2011 年 6 月
财政部	中期开支框架研讨会	2011 年 11 月
财政部	中期预算收入管理计划和政策讨论	2012 年 6 月
财政部	关于公共财政管理机构的高层对话	2012 年 11 月
财政部	引入先进国库体系改革代表团	2013 年 2 月
财政部	财政改革高级别研讨会	2014 年 1 月
财政部	政府会计现代化代表团	2014 年 4 月
财政部	中期支出框架代表团	2014 年 7 月
财政部	国库管理专家访问（会计）	2014 年 9 月
财政部	改善会计科目表专家访问	2015 年 3 月
财政部	国库管理专家访问（现金管理）	2015 年 3 月
财政部	加强地方政府借款改革代表团	2015 年 4 月

表 2. 中国：能力建设和技术援助一览表，2011-2020 年
(续)

财政事务部	会计现代化代表团	2015 年 11 月
财政事务部	中期支出框架研讨班	2016 年 4 月
财政事务部	地方政府借款和债券市场发展研讨会和案例分析	2016 年 4 月
财政事务部	关于国库与央行协调专家访问	2016 年 6 月
财政事务部	中期支出框架研讨会	2017 年 4 月
财政事务部	政府核算和财务报告	2018 年 4 月
财政事务部	绩效预算	2019 年 4 月
统计		
统计部	数据公布特殊标准研讨班	2011 年 4 月
统计部	政府财政统计	2011 年 5 月
统计部	数据工作：为 OFC/FSI 数据报送而编制标准化报告格式数据	2012 年 4 月
统计部	季度国民账户	2013 年 11 月
统计部	社会融资总额指标/货币和金融统计	2014 年 3 月
统计部	数据公布特殊标准评估	2014 年 8 月
统计部	数据工作：以标准化报告格式报送货币数据	2014 年 9 月
统计部	数据公布特殊标准评估	2014 年 12 月
统计部	标准化报告格式报送的社会融资总额/货币数据	2015 年 3 月
统计部	多部门代表团：SDDS 诠释数据的编制和专题技术援助	2015 年 6 月
统计部	季度国民账户	2019 年 3 月
货币政策、银行监管和反洗钱/反恐融资		
法律部	反洗钱/反恐融资法起草	2011 年 3 月
法律部	银行的破产处置	2012 年 5 月
货币与资本市场部	关于基金组织协定第八条的研讨会	2017 年 7 月
货币与资本市场部	证券市场监管研讨会	2017 年 9 月
货币与资本市场部	证券市场监管代表团	2018 年 3 月
货币与资本市场部	监管和审慎框架	2018 年 8 月
货币与资本市场部	金融部门技术援助	2018 年 9 月
货币与资本市场部	金融部门技术援助	2018 年 11 月
货币与资本市场部	货币政策实施和操作	2019 年 1 月
货币与资本市场部	金融部门技术援助	2019 年 1 月
货币与资本市场部	金融部门技术援助	2019 年 4 月
货币与资本市场部	主权债券期货市场研讨会	2019 年 4 月
货币与资本市场部	基于指标的系统风险监测框架	2019 年 5 月
培训		
法律部	反洗钱/反恐融资立法起草代表团	2011 年 3 月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2011 年 3 月
基金学院	宏观经济预测课程	2011 年 4 月
基金学院培训	联合培训项目举办的政府财政统计课程	2011 年 5 月
统计部	政府财政统计课程	2011 年 5 月
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
表 2. 中国：能力建设和技术援助一览表，2011-2020 年		
(续)		
基金学院	联合培训项目举办的 FSI 课程	2012 年 9 月
货币与资本市场部	中期债务管理研讨班	2012 年 11 月
基金学院	联合培训项目举办的 BOP 和 IIP 课程	2013 年 4 月
货币与资本市场部	关于资本账户可兑换和汇率政策的研讨班	2013 年 6 月
统计部	数据公布特殊标准研讨会	2013 年 7 月
基金学院	联合培训项目举办的货币与金融统计初级课程	2013 年 9 月
统计部	国家统计局组织的季度国民账户研讨会	2013 年 11 月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题	2014 年 1 月
货币与资本市场部	金融统计	2014 年 3 月
货币与资本市场部	金融监管研讨班	2014 年 3 月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题	2014 年 3 月
货币与资本市场部	对外和系统性金融风险课程	2017 年 7 月
能力建设学院	宏观经济诊断	2014 年 9 月
基金学院	联合培训项目举办的金融稳健指标课程	2014 年 9 月
统计部	在总部为外汇管理局官员举办的关于采用 BPM6 的挑战和经验的研讨会	2014 年 9 月
能力建设学院	宏观经济预测	2014 年 10 月
统计部	OECD/NBS 举办的部门账户研讨班（统计部参加）	2014 年 12 月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2015 年 3 月
货币与资本市场部 / 统计部	社会融资总量指标	2015 年 3 月
统计部	会谈：ECB 会见中国债务证券和数据问题代表团	2015 年 4 月
统计部	会谈：BIS 会见中国债务证券和数据问题代表团	2015 年 4 月
货币与资本市场部	SDR 检查/操作问题	2015 年 6 月
能力建设学院	宏观经济预测	2015 年 6/7 月
基金学院	联合培训项目举办的货币与金融统计高级课程	2015 年 8 月
统计部	国家外汇管理局- 国际收支统计汇编课程	2015 年 9 月
能力建设学院	宏观经济诊断	2015 年 9 月
统计部	国际收支统计	2015 年 9 月
能力建设学院/财政事务部	财政分析与预测课程	2015 年 11 月
财政事务部/能力建设学院	财政分析与预测课程	2015 年 12 月
统计部	债务证券统计	2016 年 3 月
统计部	经合组织/国家统计局举办的国民账户讲习班（统计部参与）	2016 年 3 月
货币与资本市场部	地方债务市场动态	2016 年 4 月
货币与资本市场部	证券监督研讨班	2016 年 4 月
统计部	关于跨境头寸统计以及新数据倡议实施挑战的研讨会	2016 年 6 月
能力建设学院	宏观经济预测	2016 年 6/7 月
能力建设学院	宏观经济预测——高级班	2016 年 7 月
能力建设学院	金融部门监督	2016 年 6/7 月
货币与资本市场部	政策执行和市场监督研讨班	2016 年 9 月
能力建设学院	动态随机一般均衡建模	2016 年 11 月
能力建设学院	动态随机一般均衡建模 - 中国	2016 年 11 月
能力建设学院	金融部门监督	2017 年 6 月
能力建设学院	宏观经济预测- 高级课程	2017 年 6 月
能力建设学院	用 DSGE 模型进行货币和财政政策分析	2017 年 8-9 月
能力建设学院	动态随机一般均衡建模 - 中国	2017 年 9 月
统计部	跨境头寸统计	2017 年 9 月
能力建设学院	管理资本流动	2018 年 3 月
能力建设学院	宏观经济计量预测和分析	2018 年 5-6 月
能力建设学院	财政政策分析	2018 年 6 月
能力建设学院	金融部门监督	2018 年 6 月

能力建设学院	金融发展与普惠金融	2018年6-7月
能力建设学院	使用动态随机一般均衡（DSGE）模型分析货币和财政政策	2018年8月
能力建设学院	使用动态随机一般均衡（DSGE）模型分析货币和财政政策（高级）	2018年8月
货币与资本市场部	压力测试和系统风险 I	2018年10月
能力建设学院	金融规划和政策（FPP）	2018年10月
能力建设学院	包容性增长	2018年12月
货币与资本市场部/能力建设学院	金融监管适应新的金融科技	2019年1月
战略、政策与检查部	低收入国家的债务可持续性框架和基金组织政策	2019年2-3月
货币与资本市场部	压力测试和系统风险 II	2019年3月
能力建设学院/货币与资本市场部	金融市场和金融工具（FMI）	2019年4月
能力建设学院	金融部门政策	2019年4月
能力建设学院	宏观经济诊断	2019年5月
货币与资本市场部/能力建设学院/法律部	管理资本流动	2019年5月
能力建设学院	金融部门监督	2019年6月
统计部	债务证券统计	2019年6月
能力建设学院	用DSGE模型进行货币和财政政策分析-高级研讨会	2019年9月
能力建设学院	财政可持续性	2019年9月
法律部	税法设计中的当前国际问题	2019年9月
货币与资本市场部	银行重组与处置	2019年9月
能力建设学院	宏观经济诊断	2019年10-11月
统计部	跨境头寸培训	2019年11月
能力建设学院	金融规划与政策（FPP）	2019年12月
战略、政策与检查部	债务可持续性分析和基金组织政策网络研讨班	2020年7月
货币与资本市场部	压力测试和系统性风险网络课程	2020年9月
能力建设学院	宏观经济诊断网络课程	2020年10月

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

中华人民共和国执行董事金中夏、副执行董事张正鑫
和高级顾问刘云的陈述

2020年12月17日

我们感谢基金组织工作人员及管理层在中国第四条磋商期间所开展的富有建设性的政策对话。我们非常重视工作人员及时且重点突出的分析，尤其是在当前充满挑战的时期。特别是在特殊疫情下，我们感谢工作人员的专业精神和辛勤工作。总体上我们认为工作人员的评估是稳健的。伴随中国经济继续从新冠疫情冲击中稳步复苏，未来当局将继续实行审慎政策，促进经济可持续、高质量增长。

一、危机应对

新冠疫情给中国经济带来前所未有的冲击。面对疫情，当局迅速、果断采取了全面、严格、透明的疫情防控措施，重点做到及时发现、精准管控、彻底跟踪和有效救治，并采取了一系列强有力措施缓解疫情造成的经济和社会影响。具体包括：

提供大规模、强有力的财政支持措施抵消新冠疫情造成的不利影响。今年拟增加1万亿元预算赤字，预算赤字率将提高至GDP的3.6%以上。全年新增减税降费规模约2.5万亿元，预计将降低企业经营成本，特别向制造业和小企业提供支持。发行1万亿元抗疫特别国债，同时地方政府增发专项债券3.75万亿元用于地方基建和抗疫支出。今年前三季度，与疫情防控直接相关的公共卫生支出增长66.1%。

财政支持主要通过增加转移支付、提高失业救济金以及加强社保体系等措施重点加大对最脆弱群体和企业的帮扶。今年前三

季度，社会保障和就业支出增长 8.2%。当局出台了失业津贴并上调了失业保险金。预算安排优先保障民生并加强对资金使用的监管。

人民银行及时采取行动应对疫情，支持高质量经济发展。稳健的货币政策更加灵活适度，人民银行已推出的支持性政策措施约占 GDP 的 9%。今年以来，人民银行三次降准向银行体系释放流动性 1.75 万亿元，提供再贷款再贴现资金 1.8 万亿元。6 月末，新发放企业贷款加权平均利率为 4.64%，较 2019 年末下降 48 个基点，货币市场、债券市场主要利率也明显低于上年。同时，当局还采取了一系列金融支持措施助力实体经济，并重点帮助受疫情影响严重的中小微企业。

二、最新进展

由于当局采取了强有力的应对措施，疫情得到有效控制，为恢复生产、工作及经济稳步复苏奠定了基础。今年前三季度，中国 GDP 实现正的 0.7% 的增长。近期数据表明，中国经济增长势头全面好转，包括工业生产和服务业。10 月份，社会消费品零售同比增长 4.3%，国内旅游明显反弹。制造业 PMI 连续 9 个月位于 50 以上。其它指标也均显示经济稳步复苏：居民消费价格和就业率基本稳定，外商直接投资继续稳定增长。今年 1 至 10 月，货物进出口总额同比增长 1.1%，其中，出口增长 2.4%，进口下降 0.5%。中国经济稳步复苏为全球复苏做出了重要贡献。

中国经济面临的外部不确定性和风险加大，包括疫情反复、全球需求疲软以及地缘政治紧张加剧等。然而，我们相信中国经济依然增长潜力大、韧性足。鉴于快速变化的外部环境和国内巨

大的消费增长潜力，中国政府构建了“双循环（内部和外部）”发展格局，更多依靠内需拉动增长，同时扩大中国市场和国际经济交流。中国政府一手抓抗击疫情，一手抓经济发展，预计全年经济有望实现 2% 的正增长，为全球复苏做出贡献。2021 年是“十四五”规划的开局之年，我们有信心中国经济将在今年较低增长的基础上加快步伐。

财政政策：受新冠疫情及经济放缓影响，今年前 10 个月，中国财政收入同比下降 5.5%，但 10 月份税收收入同比增长 11.2%，实现今年以来最大单月增幅。伴随中国经济稳步复苏，预计明年财政收入将继续改善。未来，当局将继续实施积极的财政政策，注重实效，努力防范和化解潜在地方政府债务风险。

我们对于工作人员有关增扩赤字和增扩债务的概念有不同的看法，因为在某些重要方面，它无法准确反映中国公共债务和赤字。双方产生分歧的主要原因在于对 2014 年之后由地方政府融资平台（LGFV）发行债务的处理方式不同。特别是 2014 年之后由 LGFV 发行的债务应由其自己承担，中国政府在法律上不承认这些债务。因此，这部分 LGFV 债务应被看作是公司债务而不是公共债务。

货币政策：中国货币政策仍有空间，稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，平衡好稳增长与防风险的关系。人民银行将综合运用多种货币政策工具确保流动性合理充裕，不搞“大水漫灌”。有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策直达性。同时，继续实行支持小微及私营企业、稳定就业和促进绿色发展的政策措施，支持“双循环”发展模式。

人民币购买力基本保持稳定，人民币汇率以市场供求为基础双向浮动，弹性增强。近年来，人民银行已很少干预外汇市场。未来，人民银行将继续保持人民币汇率弹性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。中国已全面履行人民币加入 SDR 时的有关数据承诺。我们将继续按照基金组织的规则提高数据报告的质量。

管理金融部门风险：中国金融体系总体运行平稳、有韧性。新冠疫情前，宏观杠杆率的过度增长已得到有效控制。今年，为应对疫情，宏观杠杆率在逆周期政策刺激下有所上升，但伴随经济稳步复苏，宏观杠杆率会逐步稳定并趋于下降。当局对问题银行分类施策，有序化解了重大风险，强化了市场纪律。近期压力测试表明，银行部门能够抵御严重冲击，大多数中小银行风险可控，银行部门总体吸收损失能力强劲。截至今年三季度末，中国银行业资本充足率和不良贷款率分别为 14.41%和 1.96%。人民银行和银保监会近期要求商业银行采取多种措施提高拨备，加大不良贷款处置力度。

当局进一步强化了金融监管框架的制度和法律建设。人民银行最近发布了《中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》，强化人民银行监管金融部门的职责和操作权力，并为发行数字货币提供了法律依据。修订后将强化宏观审慎管理、健全系统重要性金融机构和金融控股公司的统筹监管制度。

今年 10 月还发布了《商业银行法（修改建议稿）》，修订后将进一步改善治理，强化董事会和独立董事的核心责任，加强宏观审慎与风险管理要求，加大商业银行违法处罚力度。同时，健全风险处置与市场退出机制，建立风险评级和预警、早期纠正、

重组、接管、破产等有序处置和退出机制以解决薄弱银行问题。修订稿还对金融消费者权益保护提出新的要求。

近期，金融监管部门还进一步优化了金融科技的监管框架并加强了监管协调。市场监管总局近期发布了旨在预防和制止平台经济领域垄断行为的《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，确保公平竞争，加强反垄断法执法力度。在新的监管框架下，所有从事金融业务的公司都必须接受金融监管。当局还强化了互联网融资和非法融资风险防范的相关措施。

应当看到，应对新冠肺炎的政策措施难免付出一定的代价。政府和公司部门债务水平上升，银行业不良贷款比率也有可能上升。中国政府已经意识到了这些风险并正在妥善应对，包括采取提高拨备要求，加强不良贷款处置，提高一些地方银行的资本金以及建立银行处置机制等措施。

工作人员建议中国建立临时性的、由中央财政支持的问题银行处置基金，这类基金可能不利于建立市场化的激励约束机制，且从其他国家实践来看，这类基金并未取得良好效果。

国企改革：在今年抗击疫情的同时，中国国企改革进一步取得进展，按照竞争中性原则强化了现代化公司治理体系，并通过建立职业经理人制度和改善激励机制构建了市场化运作体系。目前，央企层面僵尸企业处置已完成任务 95%，没有活力的企业正在或即将按市场化方式清盘退出。同时，有活力的国有企业将进一步提升效率和盈利能力，抵御下行压力。中国国有企业在今年抗击疫情、经济重启和稳定就业市场方面发挥了重要作用。

工作人员在专栏 5 中指出，更根本的改革应包括消除隐性担保。我们认为应慎重使用基于主观判断的“隐性担保”概念。近期一些国有企业发生的债券违约事件再次对隐性担保的假设和主观判断提出质疑，在市场上投资者也已对风险重新进行了定价。今年 10 月新发行的国有企业债券的平均票面利率已达到 5.7%，高于前三季度一个百分点。与实行极低利率甚至负利率的主要发达国家相比，包括国企在内的中国企业融资成本高于这些国家同类企业。

报告专栏 5 中指出中国金融部门和国有企业结构性改革受疫情影响而进度有限。结构性改革在全球范围内都属于中长期政策目标，近期政策目标是妥善应对疫情，两种政策目标间应把握好平衡。为了应对疫情，许多国家都实施了支持企业的信贷措施并灵活调整了监管政策，且此类措施是有期限的，应更加客观地评价中国结构性改革取得的进展。

数字人民币：人民银行正在认真设计和测试数字人民币并审慎推进相关工作，特别注意保护个人隐私，避免可能的负面影响。我们将积极参与关于数字货币最佳做法的国际交流与讨论。

缓债倡议：中方高度重视缓债倡议落实工作，目前总的缓债金额已达 25 亿美元，中国因此是 G20 成员中落实缓债金额最多的国家，我们还会在这方面继续做出努力。当前面临的挑战是，双边官方债权人加起来仅占低收入国家债务总量的三分之一。

助困扶贫：报告中“疫情使中国面临的不平等问题再次加重”的说法不准确。疫情发生以来，中国加大对困难群体的民生保障力度，在稳就业、保增收、助脱贫等方面出台了一系列帮扶

政策，有效缓解了困难群体生活压力。中国政府致力于在 2020 年底消除绝对贫困，一个都不能落下。今年 11 月，全国 832 个贫困县全部脱贫摘帽。今年前三季度，农村居民人均收入实际增速快于城镇居民 1.9 个百分点，城乡居民收入比由上年同期的 2.75 缩小至 2.67。减贫也取得显著进展，贫困人口从 2012 年的 9899 万人减少到 2019 年底的 551 万人。中国在成功控制新冠疫情过程中，低收入和脆弱群体通过降低或避免失业以及免费住院治疗获益最大。

对外贸易：今年以来，新冠疫情和美国对华出口管制采取的不公平限制措施，对一些商品和服务的进口无疑产生了一定影响。双方应共同努力，加强合作，共克时艰。应停止对中国企业的限制措施和歧视性做法，为落实《第一阶段经贸协议》创造条件。各国应增进互信，加强信息分享，消除贸易壁垒，采取强有力的措施维护全球供应链的正常运转。最近签署的《区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）》是全球经济一体化进程中一个新的里程碑。疫情危机也进一步凸显了维护开放的多边贸易体系和加强国际合作的重要性，应以互利共赢的方式真诚地致力于 WTO 改革。我们同意工作人员提出的，中国及其贸易伙伴应共同努力，建立一个更加开放、稳定、透明、以规则为基础的国际贸易体系。

“双循环”发展战略是对内外环境变化和不确定性的回应。中国是世界上少数几个最大的单一国家市场之一，在深化劳动分工和完善供应链方面潜力很大，这也是我们增长的基础和底线。一些人主张技术脱钩，这是针对一个人口占全球五分之一的国家所采取的违背历史潮流的政策。中国将继续扩大全球经济联系与合作，提高经济效率和抗风险能力。签署《区域全面经济伙伴关

系协定（RCEP）》，与欧盟双边投资协定的谈判，继续努力推进世贸组织改革，以及与美国谈判并落实《第一阶段经贸协议》，等等，都是中国努力的一部分。

工作人员的观察认为，今年经常账户顺差预计暂时会有所扩大，我们也持同样看法，这主要反映了与疫情相关的出口激增、出境旅游减少以及大宗商品价格下跌。

开放：当局承诺继续扩大开放，与其他国家分享发展机遇。《外商投资法》于今年初实施，旨在提供更加可信、友好的营商环境。尽管受到疫情影响，今年中国扩大开放的步伐仍在加快。中国正在转向全面实施准入前国民待遇加负面清单管理制度，外商投资准入负面清单由40条减至33条。所有在中国注册的企业，包括外资企业均可平等享受疫情期间出台的一系列支持企业发展的优惠政策。中国坚定不移地推动金融业对外开放，营造市场化、法治化、国际化的金融展业环境。今年前9个月，外资累计增持中国银行间债券市场债券7191亿元。未来，中国将继续加强知识产权保护，保障外国投资者法律权利和利益，并为其提供更高质量的服务和更优化的营商环境。

气候变化：当局承诺建设低碳、安全高效的现代能源体系。最近，习近平主席宣布，中国二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，并努力争取在2060年前实现碳中和。截至2019年底，中国碳强度较2005年降低约48.1%，清洁能源消费占比提高至23.4%，2018年为22.1%。2019年单位GDP碳排放较2005年下降50%。中国已建立碳交易市场，涵盖重要排放行业。今年8月底，碳市场累计成交额约93亿元。中国建立了世界上最发达的

绿色债券市场之一，中央银行最近发布了全面的政策指导意见，进一步在银行体系和资本市场落实绿色融资议程。

未来，中国将积极支持绿色复苏，发挥绿色金融的作用，加强绿色金融产品创新，以市场化原则引导更多资金投入绿色产业，推动经济向低碳环保的发展模式转型。同时，缓解气候变化需要全球行动。中国将继续推动构建公平合理、合作共赢的全球气候治理体系，承担与中国发展水平相适应的国际责任，为建设美好、清洁家园做出贡献。

此外，虽然我们在多数问题上认同员工的评估，但也认为报告对某些问题存在高估或低估。一方面，许多政府主导项目(如基础设施投资)的正面影响和外部性被低估了。与开发性银行不同，基金组织通常计算投资的财务回报率，而不是涵盖积极外部性的经济回报率。这种方式忽视了政府投资使增长潜能提升，仅仅将其视为进一步增长的负担。另一方面，当工作人员说“中国可以引领全球解决方案，应对全球危机”时，我们觉得这是一种高估，当然也可理解为这反映了国际社会目前缺乏具有包容性领头国家的现实，可理解为是对加强多边合作的一种呼吁。当然，只要有必要，中国会提出自己的倡议，为国际社会共同应对全球性危机做出贡献。

在基金组织这一经济平台上，我尽量克制对个别执董就中国维护香港特区和新疆维吾尔自治区主权和社会稳定政策的指责做出回应。这些问题基本上属于殖民主义的遗留问题，或者是反极端主义和反恐相关问题。

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