



中华人民共和国

部分问题

2021年1月

关于中华人民共和国的《部分问题》报告系由国际货币基金组织工作人员小组撰写。该报告以2020年12月3日报告完成时可获得的信息为基础。

公众可通过以下方式订购本报告副本：

International Monetary Fund • Publication Services

PO Box 92780 • Washington, D.C. 20090

电话：(202) 623-7430 • 传真：(202) 623-7201

电子邮件：publications@imf.org 网址：<http://www.imf.org>

价格：每份副本 18.00 美元

国际货币基金组织
华盛顿特区



中华人民共和国

部分问题

2020年12月2日

经亚太部批准

由 Helge Berger 领导的团队撰写。各章节的编写人包括：Fei Han、Cian Ruane、Emilia Jurzyk、Caroline Zhou（皆为亚太部人员）、Sonal Das（研究部）、Henry Hoyle（货币和资本市场部）、Phakawa Jeasakul（常驻香港特别行政区代表）、Wenting Song（夏季实习生）、和 Wei Guo（策略政策和审查部）。

目录

提升货币政策有效性和改善信贷分配的进一步举措	2
A. 利率指导政策的作用	2
B. 利率指导政策和信贷分配	3
C. 利率指导政策和货币政策传导	4
D. 利率指导政策改革的好处	5
中国国有企业、资源配置（错配）和生产率	7
A. 中国国有企业概览	7
B. 上市国有企业和私人企业之间的生产率差距	8
C. 信贷错配的作用	10
D. 中国国有企业改革政策	11
中国常规货币政策传导和政策协调	14
A. 不断演变的政策框架	14
B. 货币政策冲击	15
C. 货币财政协调	16
D. 实证模型的设定与结果	16
E. 政策影响	18
中国的政府间协调：有多少财政风险分担？能否改进？	21
A. 导言：疫情中地方政府的融资活动	21
B. 实证研究策略和结果	22
C. 关于改革的思考	25

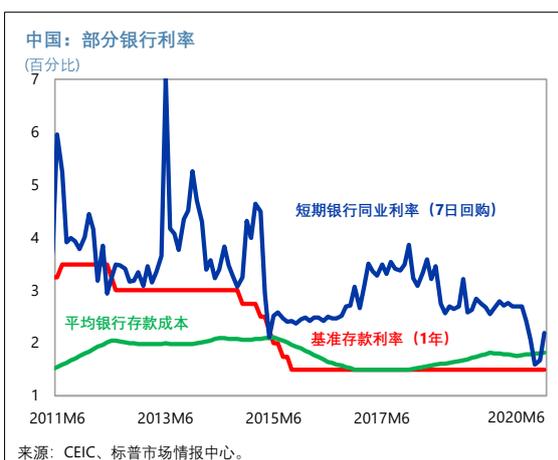
提升货币政策有效性和改善信贷分配的进一步举措¹

中国货币政策框架改革已经取得进展，但仍有进一步完善的重要空间。利率指导政策继续影响银行存款和贷款的定价，在考虑风险调整后的收益下使得贷款偏向低风险公司，从而造成扭曲限制政策利率对银行融资成本的传递。改革利率指导政策有望加强经济复苏，这将通过以下几点得以实现：加强基于市场的信贷分配以改善对高风险企业的信贷，提高以利率为基础的货币政策的实效，并提高家庭收入。

A. 利率指导政策的作用

1. **中国已经逐步实现了利率机制的改革。** 人民银行继数年来逐步放宽对银行大额融资利率的控制之后，已分别于 2013 年和 2015 年正式取消了对银行贷款利率下限和存款利率上限的规定。2015 年，当局非正式地采用 7 天回购利率作为短期政策利率，为建立一个以利率为目标的货币政策框架，旨在与以信贷增长为目标的传统政策并行运作。2019 年，人民银行引入贷款市场报价利率，又称贷款基础利率，（LPR）制度，将 LPR 定为人民银行 1 年期中期借贷便利（MLF）利率与基于一组银行报价的利差之和，并要求所有贷款最终参照两种 LPR 之一定价。

2. **但是，相关政策继续影响着存款利率。** 在 2015 年取消存款利率上限后，当局引入了一种存款定价自律机制。² 该机制实际上保留了与基准利率相关的存款利率上限，尽管其允许对小银行实施更高的存款上限，并进一步提高了某些大额存款和结构性存款的灵活性。银行披露的信息显示，在这一时期，银行的存款成本略有提高，这主要是由于存款转向定期存款和可提供更高收益的工具，但存款成本仍然相对接近先前的基准存款利率（图）。短期政策利率向银行存款利率的传导明显有限。



3. **对银行贷款利率的指导继续在政策工具中发挥重要作用。** 自从放开了银行贷款利率，当局维持了类似的银行贷款利率定价自我调节机制。2015 年，中国人民银行将“利率定价行为”纳入其宏观审慎评估（MPA）机制。自 2018 年以来，中国国务院还推出了一系列具有贷款利率要求特征的定向信贷政策，以支持小微企业（MSE）融资，其目的之一是抵消贷方在违约率上升情况下日益增加的避险行为。在这些政策中，很多政策都明确规定了大中型银行向小微企业贷款的平均贷款利率的目标，其利差仅比最优质客户利率高 1 到 2 个百分点。

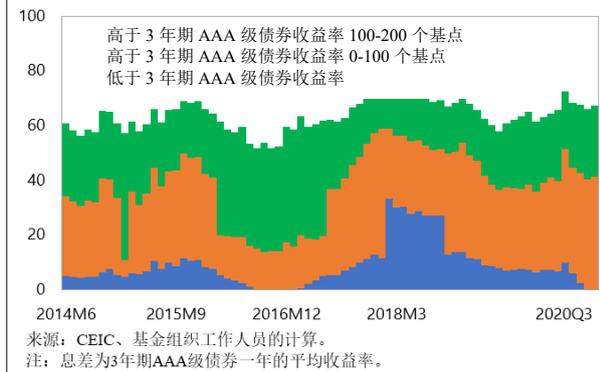
¹ 由 Henry Hoyle 和 Phakawa Jeasakul 撰写，Hong Xiao 为该项研究提供了宝贵协助。

² 该机制由国家银行间同业拆借中心在中国人民银行的指导和监督管理下管理。

B. 利率指导政策和信贷分配

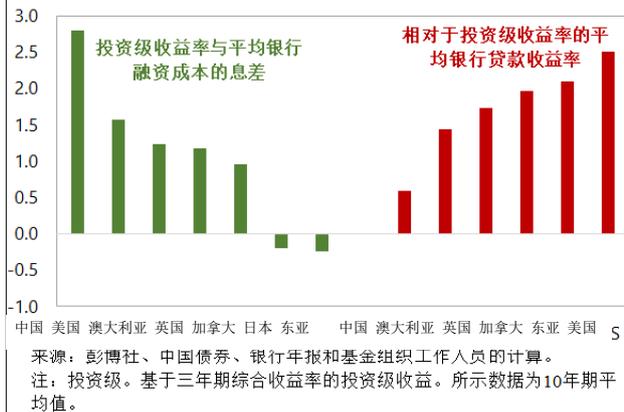
4. 中国的银行大多以接近最低风险企业债券收益率的利率放贷，这在国际上很罕见。数据显示，在中国，多数的银行的贷款利率都在高于3年期AAA级公司债券收益率的100-200个基点之内（图）。这种接近高评级债券收益率的做法在国际上颇为少见，中国的银行贷款利率与3年期投资级债券收益率之间的利差明显低于其他主要银行体系（图）。这表明，中国的银行要么向低风险借款人的贷款比例过高，要么在向高风险借款人放贷时，几乎没有获得其承担较高贷款风险的补偿。

中国的银行体系：按照利率与3年期AAA级公司债券收益率的利差估算的银行贷款份额(百分比)



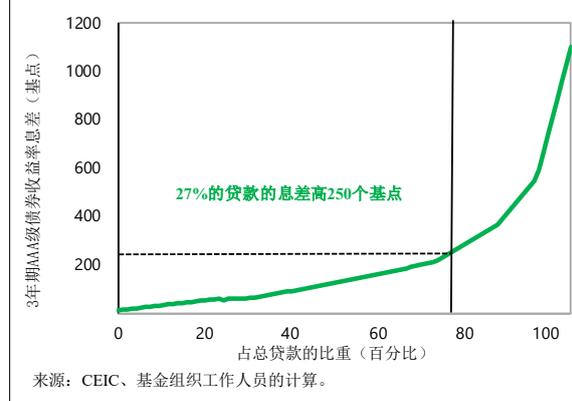
5. 银行贷款利率处于低位，部分反映了持续的存款利率指导。存款利率指导使银行融资成本与经济体中其他融资成本相比非常低，这使银行向低风险借款人放贷变得有利可图，而这些借款人本可以通过债券市场进行融资。中国投资级债券收益率和银行融资成本之间的平均利差是其他主要银行体系的两倍（图）。这种超额收益率可能同隐性担保一样，是促进银行向效率较低的，经常负债累累的国有企业贷款的重要因素。

银行：相对于本币投资级收益率的平均借贷息差（百分比）



6. 贷款利率指导工具可能是压低银行贷款利率的另一个重要因素。当局利用利率指导政策指导银行贷款定价，我们很难对此进行评估。但是，当局在2013年放开贷款利率监管之后，贷款利率的上行趋势减弱，这表明当局继续努力防止银行向借款人收取高利率。近来，当局更多地利用信贷政策并提供明确的贷款利率指导，这恰与银行贷款利率分布进一步压缩同时出现。自2019年实施LPR改革以来，银行贷款利率总体下降。银行贷款利率低也可能反映存在其他因素在促使贷款流向更优质借款人，例如银行对抵押品的偏好、对发放不良贷款的惩处，以及缺乏能力或银行网点向小企业发放贷款。

中国银行系统：按照利率与3年期AAA级债券收益率息差计算的贷款分布



7. 总体而言，中国的银行贷款利率低，表明向高风险借款人放贷的市场激励较弱。与低风险企业贷款相比，高风险企业贷款通常有很高的溢价，包括对风险中性违约概率，贷款人风险规避行为，和信息不对称性的补偿。但是，在中国的银行系统内，大部分的贷款利率太低、无法支持上述溢价。中国只有四分之一的银行贷款利率比3年期AAA级公司债券收益率高250个基点——这是在其他主要金融体系下高风险企业与最优投机级

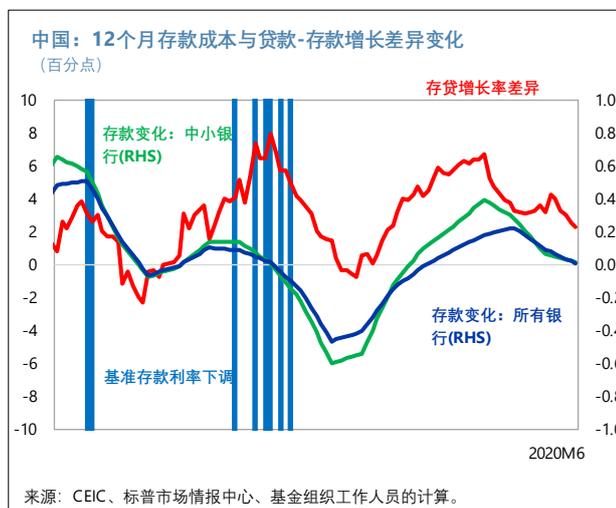
企业 3 年期债券收益率之间的平均利差（图）³。这表明，高风险企业贷款的低收益可能是推动中国众所周知的信贷配置偏向国有企业的一个被忽视的因素。

8. 含有高风险信贷增长要求的信贷政策也可能引起信贷市场扭曲，收效有限。自从当局在 2018 年对小微企业引入贷款要求以来，对这些企业的贷款迅速增长。但是这些要求可能使得银行可能通过要求客户提供担保、收取费用、缩短贷款期限等方式来收紧贷款条件，或只向符合信贷政策条件的最优质借款人放贷，从而降低其风险敞口。银行也可能通过降低其他业务的风险偏好来抵消对未来的资产质量的影响。强制要求银行增加对某些借款人群体的信贷，会增加信贷流入非生产性活动（如房地产投机）的可能。与此同时，私有企业和评级较低的企业发行的公司债券的比重持续下降，表明定向贷款可能无法广泛改善高风险企业的融资环境。

9. 新冠肺炎疫情危机可能加剧了利率和信贷政策对信贷分配的不利影响。中国政府在疫情期间增加了对贷款利率指导政策的使用，扩大了针对性的信贷要求，并对中国人民银行再贷款资金的使用提出了类似要求，进一步限制了基于风险定价的空间。在中国乃至全世界，新冠肺炎疫情造成的封锁对小型企业造成的影响尤为严重，从而增加了这些企业的违约风险。在中国，这意味着对这些企业的经风险调整后的贷款收益的下降幅度更大，进一步降低了银行相对于低风险贷款的预期获利能力。

C. 利率指导政策和货币政策传导

10. 在新冠肺炎疫情危机期间，存款指导政策导致的市场扭曲可能限制了下调短期政策利率向银行融资成本的传导。自 2019 年底至 2020 年中，尽管政策利率下降，但银行存款的平均利率大体上保持不变。占总存款 80% 以上的银行报告称，在这一期间，由于存款构成发生变化，存款融资成本实际上略有提高。虽然存款指导政策的目的是限制存款利率上升，但它造成的市场扭曲，特别是受监管存款的收益率与市场利率之间的巨大利差，也限制了存款收益率下调。具体而言，存款指导政策限制了银行提高利率，使其无法与各种高收益率的存款替代工具开展竞争，这不仅导致存款不断流失，也使得特别是小银行不愿降低存款利率。从历史看，当贷款增速和存款增速之间的差异最大时，银行存款平均成本的上升最多（图）。这种现象也恰与存款替代产品收益率最高的时期相吻合。



11. 与此同时，其它信贷政策已经可能干扰了货币政策向银行融资成本的传导。在新冠肺炎疫情危机期间，由于总信贷增长目标上调和大量政府债的发行，银行融资需求急剧增加，这加剧了政策驱动的对银行存款供给的限制。⁴随着银行竞相增加融资，它们推出的存款替

³ 这一比例可能被高估了，因为很多利率较高的贷款可能是消费信贷或抵押贷款，其平均利率高于公司贷款利率。

⁴ 当局继续通过中国人民银行的宏观审慎评估工具指导各银行服从信贷增长的总体目标。

代产品发行量激增，这类产品收益率上升。结果，短期政策利率向存款替代产品收益率的传导也受到限制。

12. 银行的融资成本缺乏灵活性，可能会限制中国人民银行长期利率工具的有效性。在存款利率具有粘性的情况下，中国人民银行通过中期借贷便利（MLF）利率对 LPR 所作的调整将立竿见影地缩小银行贷款息差和盈利能力，降低银行维持信贷增长和建立缓冲以吸收未来损失的能力。从国际经验来看，在政策利率宽松周期中，银行净息差受到一定程度的压缩是很常见的，但在中国，由于风险调整的贷款收益率受到异常影响，这对信贷分配的影响可能为中国所特有。通过 LPR 参考利率机制统一下调银行贷款利率，将导致高风险企业贷款的风险调整收益率下降，使贷款人对低风险企业的偏好上升。

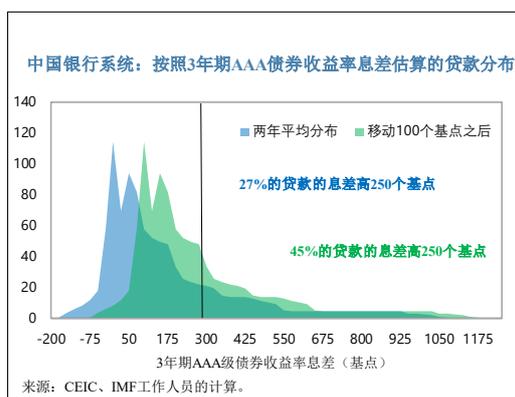
D. 利率指导政策改革的好处

13. 逐步取消利率指导政策将为提升效率带来许多好处，其中包括加强基于市场的信贷分配以改善对较小的高风险企业的信贷。当市场上存在银行存款的供给压力时，放松存款利率指导有可能导致银行融资成本上升，从而使总体融资环境收紧。但是，银行融资成本上升将压缩银行向优质公司贷款的息差，这会推动这类企业转向市场融资。如果贷款指导利率也被逐渐取消，这可能有助于提高整个金融中介活动的效率，这将要求银行增加专业能力，对小企业的信用风险开展评估和监测。这将缓解较小的高风险企业的信贷约束，并提供比小型非银行贷款人相比更廉价的融资和更好的风险监测。

14. 放开存款利率限制将为家庭部门带来立竿见影的好处，并提高政府支持经济复苏的能力。更高的存款利率将提高家庭收入和支出能力，特别是以银行储蓄为主的低收入人群，并减少预防性储蓄和投资性的住房需求。取消存款利率指导政策之后，短期政策利率将对银行存款利率和其他货币市场收益率产生更大影响，从而改善货币政策的传导。由于银行将不再需要通过存款替代工具进行激烈竞争来吸引资金，因此进行金融和监管套利的动机（例如，公司以较低的成本发行债券，并将所得款项用于投资结构性存款）将比较有限。

15. 以下是一个简单的例子，用于说明取消存款利率指导政策将如何帮助高风险借款人获得银行信贷。在这一情景中，假设取消存款利率指导将增加银行融资成本。在这种情况下，假定评级在投资级别的公司债券收益率保持不变，因为银行融资成本的上升对无风险利率没有影响，而对风险中性违约概率的影响很小。另一个假设是信贷市场具有竞争性，这意味着低风险公司可以在银行融资和债券融资之间转换，并且所有贷款的定价都可以准确反映信贷和其他风险。

- 低风险公司迁移到债券市场，而中风险公司的银行信贷额没有变化。较高的银行融资成本降低了低利率贷款的盈利能力，收紧了向低风险公司的银行贷款供应，并促使这些公司将借款转向债券发行。应对低风险客户的减少，银行增加对中风险公司的贷款，这样抵消了以较低利润率向低风险客户贷款造成的盈利能力的下降。由于信贷市场竞争，每种公司类型的信贷价格保持不变。
- 由于银行能以更高的利率放贷，高风险公司看到银行贷款的供应增加。由于取消了贷款利率指导缓解了供应限制，对低风险借款人的贷款减少释放了贷款能力，并且



银行寻求更高的贷款利率以维持稳定的净利息收入，这些高风险公司的总体银行信贷增加了。该部门的银行贷款利率平均上升，这主要由于对以前无法获得银行贷款的新借款人的贷款。

- 净影响可以通过银行贷款利率分布的变化来说明。为简单起见，假设银行保持贷款分配比例并以恒定的净利息收入为目标，那么融资成本每增加 100 个基点，就会使现有的贷款利率分配相对于公司债券收益率增加相等的数量。在这个典型的例子中，对高风险公司的贷款份额——由利率高于 AAA 级债券收益率至少 250 个基点的贷款比重来衡量——将从 27% 上升到 45%。

16. 取消利率指导政策需要仔细规划，以应对过渡期的不确定性。 信贷市场的摩擦最初可能会限制企业转向债券融资或获得有竞争力的贷款定价。鉴于银行在政府债市场中的重要作用，债券收益率可能会暂时上升。但是，长远来看，更高的债券收益率将会吸引外国投资者的资金流入政府债市场，特别是考虑到发达经济体金融体系利率偏低的情况下尤为如此。在此期间，中国人民银行可能需要采取额外的措施放宽货币政策，以抵消借贷成本的暂时上升。清晰的政策沟通也很关键，因为过去的一些政策行动曾导致市场剧烈波动。

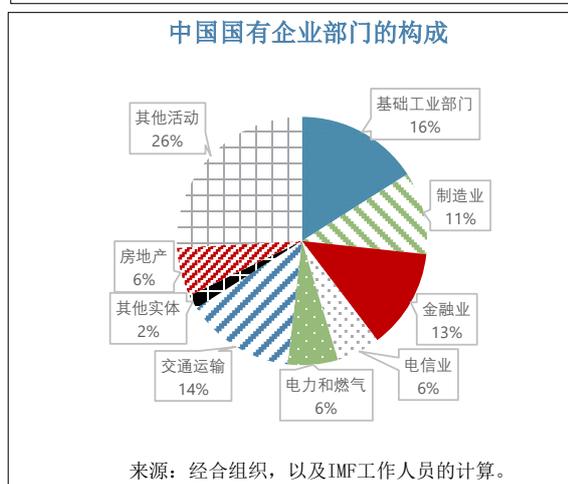
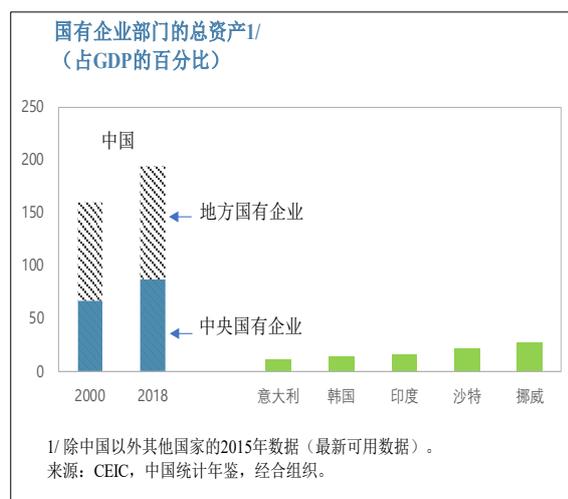
17. 需要采取其他政策措施，以确保宏观金融稳定。 向更高风险贷款的转变将减少隐性担保支持的贷款份额，从而提高银行业的整体风险状况。这将需要加强审慎监管和监督，并提高健全的治理和信用风险管理的重要。为了充分解决信贷配置问题，有必要进一步实行改革，以确保在私有企业和国有企业之间的竞争中性。随着信贷政策逐步取消，当局还可以考虑采取其他措施，支持中小型企业以合理成本获得信贷，例如通过建立公共信贷担保计划。

中国国有企业、资源配置（错配）和生产率¹

很多国家的国有企业都在经济活动中占据很大比重，但在中国国企发挥的作用尤其巨大（IMF《[财政监测报告](#)》）。继续推进国有企业改革可以在中期大幅提升中国的总体生产率增速，并有助于遏制因新冠肺炎疫情危机而加剧的总体生产率下行趋势。与先前研究一致的是，数据显示，上市国有企业与私人企业之间存在巨大的收入生产率差距，这表明存在严重的资源错配问题。信贷错配在造成这种错配中扮演着重要角色，扭曲了国有企业相对于私人企业的资本密集度。促使国有企业和私人企业公平竞争的改革有助于在疫情恢复期提高潜在产出增长。由于中国国有企业也承担着很多社会和非经济职能，因此，配套改革也很重要，以确保改革的成果被广泛分享，且工人的利益不会受损。

A. 中国国有企业概览

1. 国有企业在中国经济中占据很大比重。2018年（最新数据），中国国有企业总资产占GDP的比重为194%，高于21世纪初期的水平，比其他任何国家都高出几个数量级（IMF《[财政监测报告](#)》）。中国国有企业还在所有经济部门开展业务，而在其他国家，它们的业务通常集中在少数部门（大多集中在运输、公用事业和金融领域）。自20世纪90年代以来，经过连续几轮改革之后，中国国有企业的数量大幅减少（仅工业企业就减少了三分之二），国有企业在城市职工中的比例也大幅减少。留存下来的一些国有企业已经成长为行业领导者，其中很多已成长为世界上最大的企业（IMF《[财政监测报告](#)》）。但是，尽管近年来有所改善，但国有企业的表现仍然弱于私人企业。截至2019年底，国有工业企业（有可用数据）的利润率仍低于私人企业，且国企中亏损企业的比例更高。与此同时，国有企业继续获得更大份额的银行融资，并享受较低的贷款利率，这可能是由于存在隐性政府担保的缘故（Lam 等人，2017年；Gatley，2018年，2018年8月；[Zhang 和 Wu，2019年](#)）。



2. 国有企业承担着很多社会和其他非经济职能，致使改革进程更为复杂。传统上，纠正市场缺陷为国企的存在提供了合理性——这种缺陷导致无法向民众提供有效服务，或是无法生产基本产品或工业投入品（经合组织，2018年）。政府还利用国有企业实施产业政策、稳定就业或维护国家安全（经合组织，2018年）。其中的一些也符合中国的情况：在经济衰退期间（包括最近的新冠肺炎疫情危机），中国国有企业在支持经济和就业方面发挥了作用，并向民众提供了医疗和养老服务（《[财政监测报告](#)》）。如果国有企业不能适当收回它们被

¹ 由 Wei Guo、Fei Han、Sarwat Jahan、Emilia Jurzyk（联合牵头）和 Cian Ruane（联合牵头）撰写。

要求履行的非经济职能的成本，则其表现和盈利能力可能会受到影响。因此，有必要采取全面的改革措施，包括要求国有企业履行的广泛职能。例如，虽然经常要求国有企业维持就业稳定，但完善社会保障体系将在减轻国有企业负担的同时为工人提供就业之外的保护。

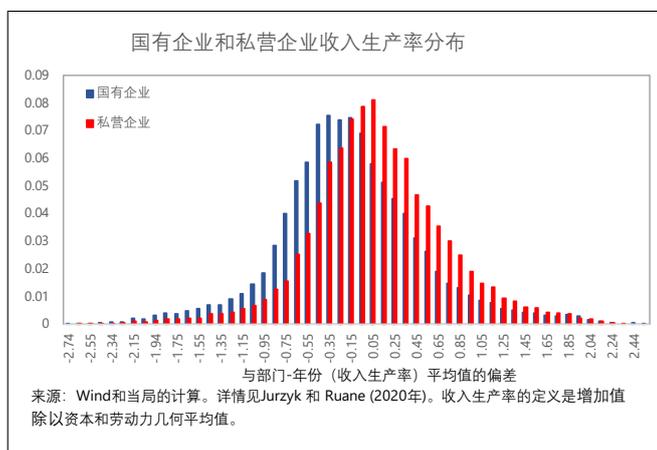
B. 上市国有企业和私人企业之间的生产率差距

3. 我们利用万得（wind）上市公司数据库来分析 2002 年至 2019 年上市国有企业和私人企业的相关表现。² 数据库涵盖自 2002 年至 2019 年在深圳和上海证券交易所上市的 3700 多个上市公司。利用万得数据库的主要优势在于数据库涵盖最近时间段并广泛涵盖各个部门。³ 我们根据企业主要股东的性质来界定国有企业，并另行界定了“中央”和“地方”国有企业（其分别归中央和地方政府所有）。虽然上市公司仅占全部注册企业的一小部分，但它们在中国的经济活动中占很大比重：2019 年占 GDP 的 6% 和制造业增加值的 10%。在上市公司中，国有企业在所有行业的产出中占有很大比重，尽管这一比重随着时间的推移已经有所下降。2019 年，国有企业占上市公司数量的 29%，占上市公司增加值的 57%，不同行业存在很大的差异。国有企业往往比私人企业大得多，典型的国有企业雇用的工人数量是典型私人企业的两倍以上（更多细节见 Jurzyk 和 Ruane，2020 年）。

4. 我们采用收入生产率（revenue productivity）指标来比较上市国有企业和私人企业的表现，并推断资源错配程度。我们将收入生产率定义为资本和劳动力的平均产值（即单位资本和劳动力的增加值）。即使在同一个两位数的行业和年份内，上市公司的收入生产率也有很大的差异；处在第 90 个百分位的公司收入生产率是处在第 10 个百分位的企业收入生产率的四倍以上。这些收入生产率平均值的差异未必反映出企业在技术或产品质量上的差异，而是可能反映了企业的要素价格差异（例如利率），加价差异或其他税收和补贴方面的差异。这种长期差异意味着企业之间的资源错配，而这种错配降低了总体生产率。⁴ 因此，实施改革以实现资源的更有效配置，缩小企业之间的边际产值差距，可以极大地加快全要素生产率（TFP）的增长。

5. 我们发现，国有企业的收入生产率大大低于同行业私人企业，这些生产率的巨大差距长期存在。

- 国有企业和私人企业的收入生产率分散程度很高，且其分布有在很大程度上存在重叠（见图）。很多国有企业即使与私人企业相比，也显然具有很高的盈利能力和生产力。



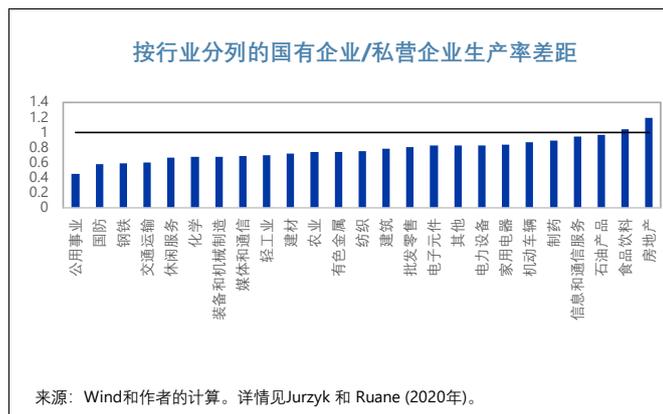
² 详情见即将发表的工作论文“中国上市企业的资源错配：国有企业不断演变的职能”（Jurzyk 和 Ruane，2020 年）。

³ 常用的中国行业调查仅有 2013 年之前的数据可供使用，并且仅涵盖工业部门的企业。

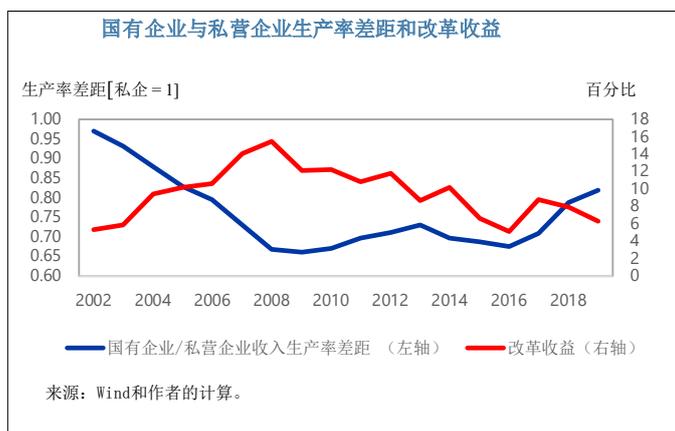
⁴ 据 David 和 Venkateswaran（2019 年）估算，由于调整成本和信息摩擦而产生的资本生产率短暂差异（因此不太可能与政策扭曲有关）仅占中国企业资本生产率分散现象中的一小部分——90% 的资本生产率分散是企业永久性要素或与企业生产率相关的要素造成的。同样，Wu（2018 年）发现，70% 的资本生产率分散是由于扭曲而非由于金融摩擦造成的。

- 然而，国有企业和私人企业的平均生产率之间存在具有统计学意义的巨大差距，其在全球金融危机期间扩大到 30%，但在 2019 年降至 20%。
- 中央和地方国有企业的收入生产率差距相似，这表明它们并非由中央政府对中央国有企业的特定要求造成的。
- 同时，几乎每个行业都显示出这种差异（见图）。它们在公用事业、交通运输和钢铁制造等行业的差距尤为巨大，而在信息技术服务、制药和医疗设备等更多高科技行业则差距相对较小。此外，收入生产率差距较大的行业也是国有企业在产出和投入方面占较大份额的行业，这就放大了这些差距的扭曲效应。

- 证据表明，国有企业的生产率低下体现了资本的平均产值特别低：国有企业的单位固定资产投资增加值几乎比私人企业低 40%，而国有企业的单位劳动力增加值与私人企业相近（更多细节见 Jurzyk 和 Ruane, 2020 年）。因此，国有企业的收入生产率低，在很大程度上可归因于国有企业资本密集度高却效率低下。



6. 研究错配的定量模型显示，缩小国有企业与私人企业收入生产率差距，可以使上市公司的生产率提高约 6%。国有企业和私人企业之间巨大的生产率差距表明，资源错配严重拖累总体生产率。我们利用一个关于资源错配的宏观经济定量模型估算这些收益（Hsieh 和 Klenow, 2009 年）。虽然我们仅有上市公司的数据，但它们是中国经济中规模最大的企业，因而对宏观经济最为重要。我们发现，一项旨在缩小各行业国有企业与私人企业收入生产率差距的政策可以使上市公司的总生产率提高 5%到 6%。⁵一项旨在缩小平均生产率差距和国有企业扭曲的资本密集度的更富雄心的政策，可能会使上述效应达到 6%以上。这表明，平衡国有企业和私人企业之间竞争环境的措施，尤其是平衡资本的有效租赁率，是一个重要的潜在增长来源。



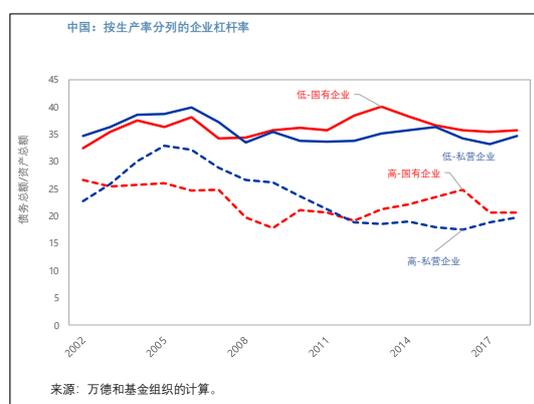
7. 将以上研究结果推及更广泛的中国经济，我们的结论是，国有企业改革可能在五年内让全要素生产率增速提高一倍。现有文献还发现，在 2012 年之前的一个更大的工业企业样本中，国有企业和私人企业之间存在巨大的资本生产率差距（见 Hsieh 和 Klenow, 2009 年；Hsieh 和 Song, 2015 年；或 Wu, 2018 年）。此外，David 和 Venkateswaran (2019 年) 还

⁵这些收益是 2019 年的，但我们从历史的角度发现了更大的收益。我们专注于弥合生产率分布图左侧的国有企业生产率差距，因为这些似乎得益于隐性补贴。详情见 Jurzyk 和 Ruane (2020 年)。

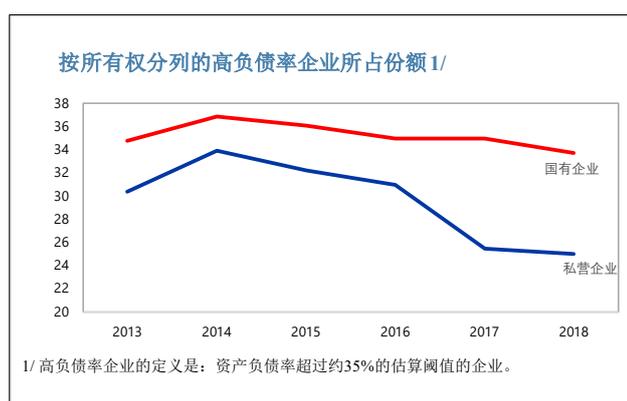
记录了中国上市公司与一个更大的工业企业样本的资本生产率的分散程度类似。⁶因此，我们假定我们关于上市公司中的国有企业与私人企业错配问题的估计值，同样也适用于非上市公司；但由于国有企业在整个经济体中的资产比重小于上市公司，我们将估计值下调到 4% 左右。⁷我们发现，重新分配所产生的收益大约是 4%，这与 Hsieh 和 Klenow（2009 年）的结论相近，Hsieh 和 Klenow 发现，在 1998 年至 2005 年期间，通过缩小国有企业和私人企业之间的平均收入生产率差距，平均可创造 5.3% 的收益。⁸这些收益略小于 Brandt 等人（2013 年）得出的 10% 的收益估计值——Brandt 等人对国有与非国有资本再分配进行了估计，但他们估计了行业间的资本错配，而我们专注于行业内的错配。将国有企业资本密集度方面的这种跨行业差异考虑在内，则意味着收益会更大。鉴于 2012 年至 2017 年期间全要素生产率的总体平均增速为 0.6%（Penn World Tables），我们的计算结果表明，国有企业改革可能会在五年内使全要素生产率的增速提高一倍以上；若将行业之间的资源重新配置也考虑在内，则增幅可能会更大。

C. 信贷错配的作用⁹

8. 收入生产率低的企业杠杆率更高，这表明信贷错配发挥了重要作用。我们发现，企业生产率与其杠杆率（以负债-资产比率来衡量）之间存在负相关，这说明信贷被分配给了经济体中效益最低的企业。这可能反映了由隐性担保引起的扭曲，其使国有企业信用更高（IMF《第 19/274 号国别报告》）。实际上，数据显示国有企业的平均杠杆率高于私人企业（见图）。而且，自 2016 年以来，生产率低的国有企业和私人企业都实施了去杠杆，但前者仍然是杠杆率最高的。事实上，低生产率国有企业的杠杆率仍然比高生产率私人企业高 5 个百分点以上，表明可以更好地引导信贷进入生产率更高的企业。此外，国有企业之间似乎也存在信贷错配问题。2016 年底，高生产率国有企业的杠杆率比低生产率国有企业低 10 个百分点，但此后这一差距有所缩小。



9. 信贷从高杠杆率国有企业向私人企业的再分配可以增加总投资并提高总生产率。利用阈值效应模型（Hansen, 2002 年），我们发现杠杆率和投资之间存在一种非线性相关。尤其是，如果杠杆率超过大约 35% 的阈值，企业杠杆率提高 1 个百分点对投资的影响，将由 0.1 个百分点下降到 0.01 个百分点。国有企业和私人企业有相似的杠杆率阈值，杠杆率变化



⁶ 虽然他们没有估算过国有企业和私营企业的生产率，但他们发现中国上市企业和《工业生产年鉴》中制造业企业的资本生产率离散分解情况类似。

⁷ 最新数据是工业企业数据，其中国有企业的资产份额大约比上市工业企业小三分之一。

⁸ 他们发现，这些收益随着时间推移而下降，从 1998 年的 8.2% 降至 2005 年的 2.4%。

⁹ 本节参考了即将发表的工作论文“新冠肺炎疫情之后：实现中国更强劲复苏的更好的去杠杆战略”（Zhou、Jahan 和 Han, 2020 年）。

对投资的影响大小相近。因为高负债的国有企业比例高于私人企业（见图），国有企业去杠杆有明显的好处，不会对投资造成很大影响。从这类国有企业释放的资源或信贷可以分配给负债率较低的私人企业，以促进生产性投资。模拟分析发现，从高杠杆率国有企业向私人企业进行信贷再分配可以增加总投资，因为有更多信贷被分配给一般来说生产率更高的私人企业，从而提高总生产率并促进增长。如果高负债的国有企业杠杆率下降 2 个百分点，并将释放出来的信贷投向私人企业，经济年增速将提高 0.3 至 0.4 个百分点。

D. 中国国有企业改革政策

10. 应继续识别出不可持续经营的国有企业并开放非战略性部门，让私人资本/外资参与竞争，改善企业之间的市场竞争，同时推进社保体系改革以减轻国有企业的社会职能。应当允许不可持续经营的企业违约并退出市场，而不是与盈利/效率更高的国有企业合并。这将保护表现良好的企业并促进市场竞争。关键行业中生产率较低的国有企业可能会成为供应链的瓶颈，特别是如果它们处于供应中间产品的上游行业时尤其如此。这种扭曲性的瓶颈可能对总生产率产生巨大影响（Jones, 2011 年）。社保体系改革应当与减轻国有企业承担的稳定就业和向工人提供社会保障福利的职能齐头并进，从而将这些义务移交给国家。这还将使生产率更高的私人企业能够雇用工人。考虑到最近的户口制度改革，这一点尤为重要，户口制度改革可能使城市地区的就业需求显著增长。

11. 确保私人企业平等获得信贷和资本，允许国有企业去杠杆。这需要承认和取消隐性政府担保，这种担保使国有企业能够以较低利率从银行和金融市场融资。为确保金融部门为取消隐性担保做好准备，可能需要要求银行加大国有企业贷款的风险权重，建立流动性缓冲，减少对短期融资的依赖并增加资本。因为高杠杆企业投资较少，下调高负债国有企业的杠杆率可以减轻对投资的影响，同时改善信贷配置。此外，还需要各方协调开展工作，确保实施基于市场的政策，让信贷流向最具生产力的用途。先前的研究讨论了一些政策选项，包括在企业间维持竞争中性和（Jahan 和 Kang, 2019 年）。加强信贷文化也有助于完善贷款决策，且应实行改革完善信用评级，加强征信记录，确保银行资本充足，推行基于风险的贷款而非基于抵押的贷款（Jahan 等人, 2019 年）。

12. 完善国有企业治理。大多数非金融国有企业都是由国有资产监督管理委员会（国资委）直接控股的大型企业集团。根据现行政策和做法，现职党政领导干部不得在企业兼职；但国资委和中央国有企业有每年交换管理层的传统，一些全国性的国有企业的某些最高管理层在一些重要党组织担任职务（Milhaupt, 2019 年），这样就模糊了企业与其监管者之间的界限。在其他地方，公司董事会是企业的一个标准特征。2013 年，中国共产党三中全会建议推行这一制度，但很多中小型国有企业仍未设立董事会。因此，允许任命拥有国际/私人部门工作经验的公司管理人员，提高国有企业集团结构和活动的透明度，明确党在企业经营决策中的作用都很重要。

参考文献

- Brandt, L., Tombe, T. and X. Zhu, 2013. “Factor market distortions across time, space and sectors in China.” *Review of Economic Dynamics*, 16, 39-58.
- David, J. and Venkateswaran V., 2019. “The Sources of Capital Misallocation”. *American Economic Review*, 109, 2531-67.
- Gatley, T., August 2018. “The True Value of SOE Interest Rate Subsidies.” *GavekalDragonomics*.
- Hsieh, C.T. and P. Klenow, 2009. “Misallocation and Manufacturing TFP in China and India.” *Quarterly Journal of Economics*, 124 (4), 1403-1448.
- Hsieh, C.T. and Z. Song, 2015. “Grasp the Large, Let Go of the Small: The Transformation of the State Sector in China.” *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, pp. 295-346.
- Jahan, S., M. Catalan, E. Jurzyk, S. Paroutzoglou, and L. Zhang, 2019. “Improving the Allocation of Corporate Credit in China”, IMF Country Report No. 19/274, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Jahan, S. and K. Kang, 2019. “Applying Competitive Neutrality in Corporate Financing in China, in *Opening Up and Competitive Neutrality: The International Experience and Insights for China*.”
- Jurzyk, E. and C. Ruane, 2020. “Resource Misallocation Among Listed Firms in China: The Evolving Role of State-Owned Enterprises”, forthcoming IMF Working Paper.
- Jones, C. 2011. “Intermediate Goods and Weak Links in the Theory of Economic Development”. *American Economic Journal: Macroeconomics*. Vol. 3 (2), pp. 1-28.
- Lam, W. R, and A. Schipke, 2017. “State-owned Enterprise Reform, Chapter 11 in *Modernizing China: Investing in Soft Infrastructure*.” Washington, DC: International Monetary Fund.
- Lardy, N.R., 2019. “The State Strikes Back: The End of Economic Reform in China?”, Washington D.C., Peterson Institute for International Economics.
- Milhaupt, C. J., 2018, “The Governance Ecology of China’s State-Owned Enterprises”, *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, 2018.
- Organisation for Economic Co-operation and Development, 2018. “Ownership and Governance of State-Owned Enterprises: A Compendium of National Practices.” Paris: OECD.
- Wu, G.L., 2018. “Capital misallocation in China: Financial frictions or policy distortions?”. *Journal of Development Economics*, 130, 203-223.

Zhang, L and Y. Wu, 2019. “Credit Bonds, Chapter 4 in The Future of China’s Bond Market”. Washington, DC: International Monetary Fund.

Zhou, Y., Jahan S., and F. Han, 2020, “After COVID-19: A Better Deleveraging Strategy for a Stronger Recovery in China”, forthcoming IMF Working Paper.

中国常规货币政策传导和政策协调¹

中国在近期实施的货币政策框架改革，可以证实货币政策传导中的利率渠道是有效的。但是，利率工具在金融市场上效果各异，并且当货币政策与财政政策不协调时，政策收效甚微。该结果表明，有必要以制定明确通胀目标、并赋予人民银行操作（工具）独立性、明确单一政策利率的货币政策框架为目标，进行下一步改革。

A. 不断演变的政策框架

1. 中国的货币政策框架继续向市场化转型。随着放开利率的工作大体完成（2015 年取消了存款利率上限）和利率浮动区间的形成，中国正在向以基准利率为基础的政策框架迈进。虽然金融系统仍然非常依赖银行业，政府也频繁推出举措，推进金融市场发展，包括开放中国债券市场等。

2. 越来越多的文献资料显示，中国货币政策传导正日益接近发达国家。例如，多项研究显示，目前政策利率对经济活动的影响大于货币总量的影响（例如 Fernald 等人，2014 年；Harjes，2016 年；Kamber 和 Mohanty，2018 年；Kim 和 Chen，2019 年）。



3. 但货币政策框架仍然很复杂。虽然政策沟通已经得到改善（McMahon 等人，2018 年），但框架的若干部分，尤其是关于名义锚（中介目标）的部分尚不明晰。从前的官方中介目标 M2 已不再是重点，但尚未被新的中介目标所取代。相反，很多政策工具似乎瞄准了多个中介目标（见 Jones 和 Bowman，2019 年）。此外，2019 年中启用的贷款市场报价利率（LPR）安排日臻完善，已经提升了中期贷款便利（MLF）的地位，使其成为实际上的中期政策利率；而在此之前，人民银行的 7 日逆回购利率被视作（当基础贷款利率逐步淡出后）的关键政策利率。

4. 中国制定宏观经济政策的制度安排与发达国家截然不同，货币和财政政策高度协调。²在国务院作为决策机构的前提下，人民银行尚不具备完全的操作独立性。虽然国务院在进行关键货币政策问题考量时，对人民银行的建议给予重大权重，但关键的货币政策任然在统筹政策考量的大背景下采用集体决策机制决定。

5. 多种货币政策工具的并存并与财政政策的协调程度，是否会影响中国货币政策的有效性？为了回答这一问题，我们将开展以下分析：(i)根据最新研究货币传导的实证文献，利用货币政策预期的市场指标，构建一系列货币冲击（例如见 Nakamura 和 Steinsson，2018 年）；

¹ 依据由 S. Das 和 W. Song 撰写并即将发表的工作论文“中国的货币政策传导和政策协调”。

² 中国第十三届国务院由 35 名成员构成：总理、副总理、25 名部长和中国人民银行行长。国务院常务会议有 10 名成员，不包括大多数部长和中国人民银行行长。国务院全体会议每半年举行一次或按照特别安排举行，而常务会议每周举行一次。

(ii)利用国务院网站的文本检索，将其与货币财政协调的措施相结合；(iii)在一系列回归模型中提供关于货币政策影响的实证证据。³

B. 货币政策冲击

6. 货币政策工具。为了识别货币政策的变化，我们记录了人民银行自 2008 年以来主要政策工具变化的公布时间。它们是：

- (i) 存款准备金率（RRR）。这是银行向人民银行缴存存款准备金的比例。无论是针对全部银行的调整，还是定向调整，均被记录下来。
- (ii) 人民银行的 7 天逆回购利率。这是处于利率浮动区间中心的政策利率，介于超额准备金利率（下限）和人民银行 7 日常备借贷便利利率（上限）之间。
- (iii) 基准存款和贷款利率。这些利率自 2015 年以来没有变化，但我们在分析样本的早期部分时使用了这些利率。在使用这些利率时，对其进行了同向和相似幅度的调整。
- (iv) 人民银行中期贷款便利（MLF）利率。自 2019 年中 LPR 与该政策利率挂钩以来，中期贷款便利利率已成为影响银行贷款利率的主要政策工具。

7. 衡量货币政策冲击的日常指标。

我们使用 Kamber 和 Mohanty(2018 年)的方法，使用市场指标——即使用基于同业银行 7 天回购利率的 1 年期利率掉期(IRS)在政策公布前后的每日尾盘变化，来衡量货币政策工具变化的意外成分。这种指标的主要优势是：(i)直接获得政策公布内容中的“意外”成分；(ii)提供一种在货币政策工具之间可比的指标。右侧表格显示了货币冲击每日指标值的汇总统计数据：在没有政策事件的时候，IRS 利率的标准差是 5 个基点，而有公布政策时，标准差增大为 10 个基点。我们还使用一个较短的高频数据样本，对上述每日冲击指标进行了验证。

8. 冲击数据显示，人民银行的货币政策通常是逆周期性的。图中的灰线是 IMF 人员编制的周期性经济活动指标（见工作人员报告中专栏 3 和 Zhang 等人的工作论文，待发布）。深蓝色线是利用 1 年 IRS 利率编制的货币政策对 7 天回购利率的一系列冲击。

	平均值 Δ 利率掉期 (基点)	Δ 利率掉期标准偏差 (%)
法定准备金率	7.3	11.9
中国人民银行7日逆回购利率	10.9	15.6
基准贷款和存款利率	5.5	6.8
中期贷款便利利率	4.3	3.2
所有政策活动	6.9	10.4
非活动日	3.1	5.0

来源：作者的计算。



³ 详细的经验策略和结果，见由 S. Das 和 W. Song 撰写、即将发表的工作论文。

C. 货币财政协调

9. 我们在国务院网站上进行文本搜索，以确定货币政策措施是否与财政政策协调。⁴我们从国务院英文版网站上摘取新闻稿，然后检索其中的财政货币政策协调的关键词，并将货币政策冲击按季度分为“经过协调”和“未经协调”两类。⁵网站自2013年5月开始发布新闻稿，因此，样本时间范围为2013年5月至2020年4月。国务院的新闻稿中出现了两大类货币政策协调：(i)针对小微企业的联合措施；(ii)为实施财政刺激提供支持条件的宽松货币政策。

D. 实证模型的设定与结果

10. 为了研究货币政策冲击在一段时间内的影响，我们对局部投影（Jordà, 2005年）进行了估计：

$$\Delta_h y_{t+h,t-1} = \alpha_h + \beta_h v_t + \Gamma'_h Z_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

$h = 0, 1, 2, \dots$ ，其中：

- 因变量 $\Delta_h y_{t-1,t+h}$ 的衡量方式是计算它从冲击前一天到冲击之后 h 天的变化。所研究的因变量是对应不同期限的银行间同业拆借率、主权债券收益率和信用债券（非金融企业发行的债券）⁶利差。
- α_h 是常数， v_t 是每日货币冲击指标，而控制变量 Z_t 是对周期性经济活动（IMF 工作人员编制，见专栏 3）和通货膨胀的月度指标。
- 利息的系数是 β_h ，其追踪因变量对货币政策冲击的累积响应。

11. 接下来，为了衡量政策协调对货币政策传导的影响，分别对未经协调的货币政策冲击和经过协调的货币政策冲击的局部投影进行了估计。变量如等式（1）所示，不同之处在于，控制变量的向量现在还包括两个交互项：(i)产出缺口与货币政策冲击的交互项；(ii)通货膨胀和货币政策冲击的交互项，目的是体现货币政策在经济衰退期产生不同影响的可能性。这十分重要，因为其可确保所发现的“经协调”和“未经协调”的货币冲击之间的任何潜在差异不是经济周期所造成的。

⁴ 使用的另一种衡量货币政策协调情况的指标是货币政策的力度。具体来说，在两周内使用多种货币工具时使用。这种货币行动更有可能与财政政策进行协调，并对基于文本的协调措施进行交叉核对。结果与下文所述基于文本的措施相似。

⁵ 货币政策的关键词是：货币、货币供给、信贷供给、存款准备金率、利率、再贷款、再贴现、政府支持的融资担保费；财政政策的关键词是：财政、赤字/GDP 比、地方政府（专项）债券、补贴、税收豁免、税收减免、社会福利、社会保障、社会救助、债券限额、增值税、降费。

⁶ 中国的信用债券市场具有独特性，反映了其发展状况以及金融部门持续不断的发展和自由化浪潮（见 Schipke 等人，2019 年）。企业债券于 1982 年开始发行，几乎为国有企业所独有。它们约占债券市场的 8%，80% 的企业债券由地方政府融资平台发行。公司债券自 2007 年开始发行，占市场 5% 的份额。公司还通过中期票据（占市场的 7%）和商业票据（2%）进行融资。

12. 货币政策冲击对主权债收益率和国有企业债券利差产生直接影响，但对公司债券利差和其他信用债利差的影响较小。通过估计式 (1) 的特殊情况 ($h=0$)，文中表格给出了货币冲击的同日效应。每一个估计值都来自不同的回归，因变量是特定的到期收益率或利差。

- 扩张性货币政策冲击推动主权债收益率的期限结构下行。首先，对于主权债收益率，1-10 年期债券的系数估计值为正且统计显著。造成 IRS 利率下行 100 个基点的冲击与主权债收益率下降大约 20-30 个基点存在相关性。
- 扩张性的货币政策冲击还影响所有企业债券的利差。对于企业债券，1-10 年期债券利差的系数估计值为正且统计显著。同样的货币政策冲击与利差下降大约 15-20 基点存在相关性。
- 但是这种冲击似乎不会影响公司和其他信用债券的利差。对于公司和其他信用债券利差而言，其系数估值为正，但数值较小，且普遍不统计显著。

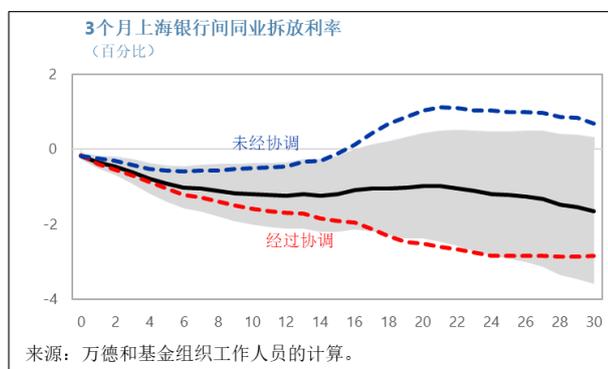
表. 货币政策对利率的影响

期限	主权债券收益率	企业债券利差	公司债券利差	其他信贷债券利差 ^{1/}
3个月	0.02 (0.12)	--	--	--
6个月	0.13 (0.08)	--	--	--
1年	0.20*** (0.07)	0.16* (0.08)	0.20* (0.12)	0.02 (0.09)
3年	0.19*** (0.07)	0.17** (0.08)	0.14 (0.10)	0.06 (0.09)
5年	0.28*** (0.07)	0.22** (0.10)	0.00 (0.11)	--
10年	0.27*** (0.07)	0.21** (0.07)	0.01 (0.09)	--
N	46	46	38	46
宏观控制	Y	Y	Y	Y

注：如等式 (1) 所示，本表展示了货币政策意外对主权债券收益率和信贷债券利差的影响。括号内是标准误差。^{1/}其他信贷债券为1年期商业票据和3年期AAA级中期票据。

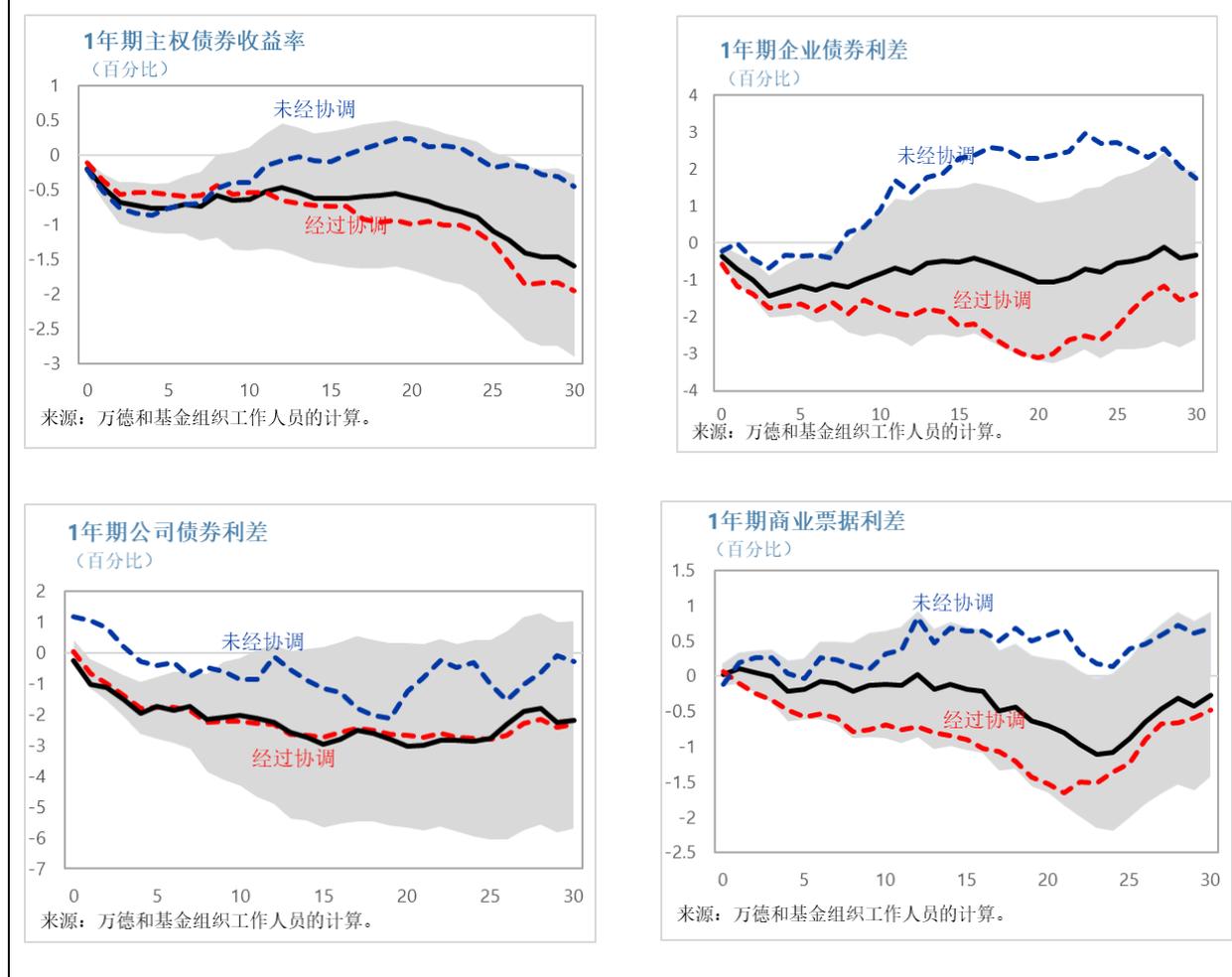
13. 累积脉冲响应函数显示，货币政策实现了向各种利率的传导。图中，黑色实线显示对扩张性货币政策作出的累积脉冲响应，政策使 IRS 利率在受冲击时下降 1 个百分点（等式 (1) 中 h 取所有值时的估计结果）。阴影区代表 90% 的置信区间。红色虚线显示对于货币财政协调冲击的脉冲响应，蓝色虚线显示对未经协调的冲击的脉冲响应。

- 货币政策传导至同业银行市场。银行的主要资金来源是存款，但也发行结构性存款，其定价低于 3 个月期上海银行间同业拆放利率。1 个百分点的宽松货币政策冲击导致受冲击的 3 个月期上海银行间同业拆放利率下降 35 个基点。
- 货币政策还影响主权债收益率和信用债利差。下图显示了 1 年期主权债收益率和信用债利差的脉冲响应。一次使 IRS 利率下降 1 个百分点的扩张性货币政策冲击在 3 日后导致主权债收益率下降 0.7 个百分点，而一周之后，这种影响似乎逐渐减弱（不再统计显著）。同样的冲击在 3 日后导致企业债利差下降 1.3 个百分点（这是响应的峰值），并导致公司债利差下降 1.7 个百分点。对商业票据的影响在任何时间段都不具有统计显著性。



14. 不过，当货币政策与财政政策相协调时，其影响会显著增强。在大多数情况下，经过协调的货币政策更有效。实际上，只有 1 年期主权债收益率因未经协调和经过协调的货币政策冲击而受到显著影响。但是，对信用债利差而言，货币政策冲击是否受到显著影响，取决于财政政策是否与货币政策同向。例如，经过协调的冲击在发生 20 天后，企业债利差将下降 3.3 个百分点。3 年期和 5 年期主权和信用债的结果与之类似（未绘图）。

货币政策对利率的影响：累积脉冲响应



15. 财政政策对货币政策的放大效应是积极的，但上述结果表明，货币政策传导仍然存在困难。鉴于中国在宏观经济政策上采用集体决策机制，货币与财政政策协力对抗经济冲击在意料之中。虽然政策协调在特定情况下大有裨益，但货币政策对经济事件做出快速、独立响应的能力同样不可或缺。然而市场对未经协调的货币政策的响应较弱，这就削弱了货币当局利用其工具影响经济的能力，特别是通过利率渠道影响经济的能力。

E. 政策影响

16. 有必要通过继续实行改革，加强基于利率的政策框架。这包括：

- 应制定明确的通胀目标并赋予人民银行操作（工具）独立性。在集体决策体系框架内，由国务院设定货币政策的总目标（但不是具体利率目标），并责成人民银行达成目标。这一重要前提是为了避免多个利益相关方在不同时期将政策导向不同目标，⁷并在非危机时期抑制财政主导货币现象的出现（即大幅增加赤字并施加压力推动信用扩张）。
- 应简化和明确货币政策框架，关注单一关键政策利率。人民银行应当以最明确的方式指导短期银行间利率，并让市场决定长期利率，以反映央行对未来政策利率和未来通胀的预期及其他因素。政策框架越明确，市场越容易形成收益率曲线。

⁷ 例如 Ma（即将发表）指出，长期以来，“很多政府机构和利益攸关方企图通过国务院朝着有利于自己的方向引导货币政策，常常导致过度货币扩张的压力和提高经济体中的杠杆率。”

- 应实施改革进一步改善利率传导，包括继续推进贷款基础利率改革并逐步取消基准存款利率（见 SIP 1）。
- 应采取措施，提高银行系统的金融稳健性，应对短期利率波动。这些措施包括：(i)提高银行资本；(ii)进一步发展利率对冲工具。

参考文献

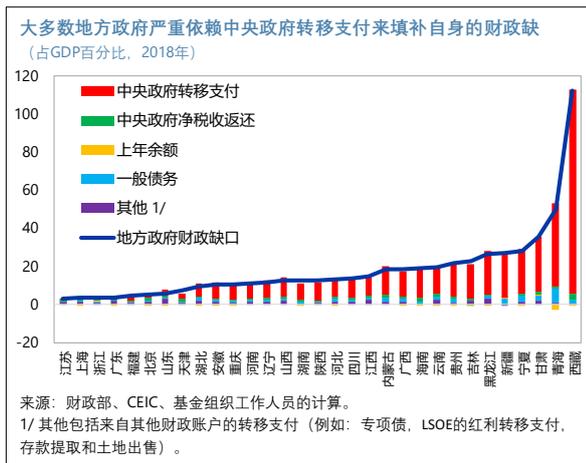
- Fernald, J. G., M. M. Spiegel, and E. T. Swanson (2014). Monetary policy effectiveness in China: Evidence from a FAVAR model. *Journal of International Money and Finance* 49, 83-103.
- Harjes T (2017), ‘A Market-Based Monetary Policy Approach for China’, in ‘People’s Republic of China: Selected Issues’, IMF Country Report No 17/248, pp 34–40.
- Jordà, Ò. (2005). Estimation and inference of impulse responses by local projections. *American Economic Review*, 95(1), 161-182.
- Kamber, G., & Mohanty, M. S. (2018). Do interest rates play a major role in monetary policy transmission in China? *BIS Working Paper*.
- Kim S and H Chen (2019), ‘From a Quantity to an Interest Rate-Based Framework: Multiple Monetary Policy Instruments and their Effects in China’, Hong Kong Institute of Monetary Research Working Paper No 01/2019.
- Ma J (forthcoming), ‘China’s Interest Rate Liberalization’, in M Amstad, G Sun and W Xiong (eds), *The Handbook of China’s Financial System*, Princeton University Press, Princeton
- Nakamura, Emi and Jón Steinsson (2018), ‘High-Frequency Identification of Monetary Non-Neutrality: The Information Effect’, *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 133, Issue 3, August 2018, Pages 1283–1330, <https://doi.org/10.1093/qje/qjy004>
- Schipke, Alfred., Markus Rodlauer, and ZHANG Longmei, ‘China’s Bond Market: Characteristics, Prospects, and Reforms,’ in Alfred Schipke, Markus Rodlauer, and ZHANG Longmei, eds., *The Future of China’s Bond Market*, Washington, D.C. (IMF) 2019.

中国的政府间协调：有多少财政风险分担？能否改进？¹

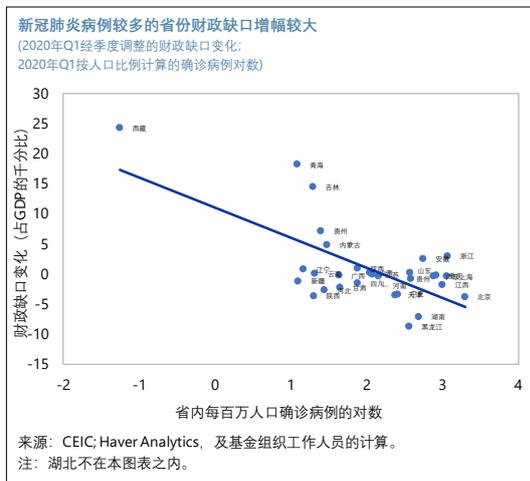
新冠肺炎疫情危机削弱了地方政府，特别是疫情最严重地区的财政健康状况，这就需要各省加强财政风险分担。现行转移支付制度是从中央政府向地方政府输送资源，具有明显的地区间风险分担特征。但还可通过为从中央向各省份的总体转移支付建立一种自动和非累退性的机制加强风险分担，该机制将在地方政府面临巨大的特质性冲击时给予支持。也有证据表明，可以改进地方国有企业的转移支付制度，从而提高地方财政政策的有效性。

A. 导言：疫情中地方政府的融资活动

1. 早在新冠肺炎疫情暴发之前，中国地方政府就严重依赖中央政府的转移支付来填补其自身巨大的财政收支缺口。大多数省份必须依赖地方税收和非税收入以外的资金来源，来填补地方政府有限收入与巨大支出责任之间长期失调造成的地方收支缺口（下文称财政缺口）。²中央政府的转移支付一直是这类资金的主要来源，对财政缺口较大的省份而言尤其如此（文中图）。其他重要融资来源包括来自中央和地方政府共享税的税收返还、在中央政府分配额度内发行的地方政府债、地方国有企业（LSOE）的红利转移、地方政府存款提取和土地出让金。



2. 虽然财政转移支付和地方政府债发行量有所增加，但疫情仍限制了省一级政府支持经济增长的能力。2020年地方政府专项债发行上限与去年相比提高了74%（约合1.6万亿人民币）。同时中央政府发行了1万亿人民币的抗疫特别国债，并将所筹资金分配给地方政府。但是，2020年1月至4月，在31个省（直辖市、自治区）中，有24个省的地方政府财政支出仍然出现了下降（平均同比下降了4%），与此同时30个省的财政收入出现了下降（平均同比下降了12%）。³疫情最严重的省份财政缺口的增幅更大（图）。大多数省份财政缺口扩大，从而限制了地方政府支持增长的能力。



3. 当局可以改进财政框架内的财政转移支付制度，以加强财政风险分担并帮助减缓危机对各地区造成的冲击。虽然地方政府可通过不受限制的借贷实现自我保险、提升其缩小结

¹ 由 Fei Han、Chenqi Zhou 和 Grace Li 撰写。

² 财政缺口定义为地方政府的来自地方的收入和支出之差。如果把来自中央政府的转移支付和税收返还也计算在内，地方政府的收入和支出责任则是大体上平衡的。

³ 增加的转移支付使得包含中央政府转移支付的地方政府总收入在此期间大体上是上升的。

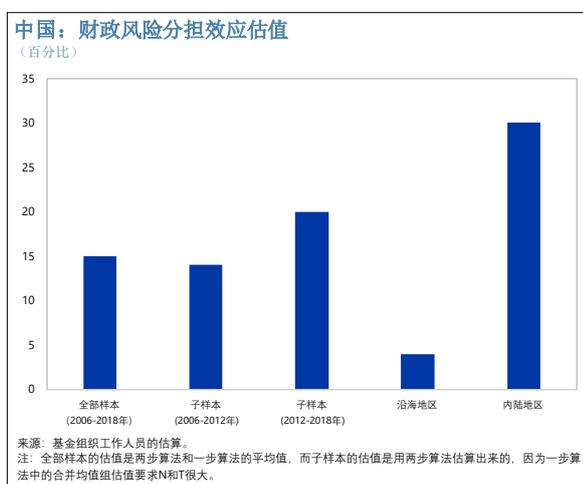
构性融资缺口的能力，但在存在“李嘉图式”的家庭且较弱地方政府风险溢价可能上升的情况下，这种债务融资的效果差于以转移支付为基础的互助保险制度（Farhi 和 Werning, 2017 年；Berger 等人, 2019 年）。中国目前的转移支付包括一般和专项转移支付，主要是为了减少省份间的财力不平衡（Wingender, 2018）。⁴虽然一般转移支付是由一个自动和透明的、同时考虑省级政府的标准化收入和支出的规则来决定的，但是该规缺乏一个从风险分担角度对区域性经济周期的明确的、充足的考量。同时，专项转移支付并不是由一个明确定义的规则来决定的，而是在一定程度上依赖于难以预测的、事后的转移支付。⁵这意味着需要想办法改进现行中央政府的转移支付制度。

B. 实证研究策略和结果⁶

4. 为了描述当前中国基于中央政府转移支付的财政风险分担制度，我们采用了标准实证文献中的做法。来自中央政府的财政转移支付有两个目的：(i) 防范地区性的宏观经济冲击，或以短期资金转移支付来缓解各地区特有冲击的影响（分担风险）；(ii) 再分配，或者通过中央政府预算实现从较富裕到较贫穷地区的永久性资金转移支付，帮助各地生活水平与全国平均水平趋同。为区分风险分担效应与再分配效应，我们采用了 Von Hagen（1992 年）以及 Bayoumi 和 Masson（1995 年）的两步估计法。这种方法的特点是分别进行两次回归：关于地区变量平均水平的横截面回归（用于估计再分配效应）和关于地区变量变化的面板数据回归（用于估算风险分担效应）。为稳妥起见，我们还采用了 Poghosyan 等人（2016 年）提出的一步估计法，利用 Pesaran 等人（2016 年）提出的合并均值组（PMG）估值，一步估计出再分配和风险分担效应。

5. 结果表明，在中国，中央政府转移支付具有显著的风险分担和再分配效应。回归数据集包含 2006 年至 2018 年省级财政和宏观经济数据。⁷

- 系统性财政风险分担效应的估计值大约为 15%。按照两步和一步估计法，风险分担效应的系数估计值分别是 0.87 和 0.82（均统计显著），平均值为 0.85，表明风险分担效应的平均值为 15%（图）。这意味着，若某省总收入相对于全国平均数暂时下降 1 元，则其转移支付后的可支配收入将下降大约 0.85 元。剩余的 0.15 元由中央政府转移支付抹平。这些估计值略高于关于中国财政风险分担问题的早期文献（如 Du 等人, 2011 年）



⁴ 一般转移支付逐年增加，到 2019 年，由于一些专项转移支付被划转为一般转移支付，一般转移支付占全国总体转移支付的比例增加至 90%。

⁵ 尽管如此，今年 10 月生效的修改后的预算法试图增加转移支付的可预测性，包括通过要求上级政府提前告知下级政府下一年度一般转移支付的 90% 和专项转移支付的 70%。

⁶ 详细的实证研究战略和结果，请参见即将发表的工作论文，Han 等人（2020 年）。

⁷ 回归估计中的主要变量是中央政府净转移、转移前的省内总收入以及转移后的省内可支配收入。根据 Du 等人（2011 年）的计算方式，转移前的省内总收入是按照家庭可支配收入总额（不包括私人公共来源的转移收入）、地方政府收入、地方政府预算外收入和中央政府退税的总和计算的。转移后的省内可支配收入是按照转移前的省内总收入和中央政府净转移的总和计算的。回归算法中的所有变量都是人均实际值。中央政府转移的省级数据只到 2018 年。

给出的估计值。Du 等人发现，财政风险分担效应的估计值大约为 9%。这可能是由于本文中使用的更近期的数据样本（2006-2018 年）采用了可支配收入的新指标。地方国有企业红利转移的风险分担效应不统计显著，表明此类转移无助于缓解各个地方政府的特质性冲击。

- 再分配效应更大。利用两步和一步法估计出的再分配效应系数均为 0.67 左右（均具有统计显著性），表明再分配效应的大小约为 33%。这意味着，若某省总收入长期比全国平均值低 1 元（由持久冲击导致），则其可支配收入将仅比全国平均值低 0.67 元，剩余 0.33 元由中央政府转移抵消。

6. 财政风险分担随着时间推移而增加，在欠发达的内陆省份较高。为研究风险分担效应在时间和区域方面的变化，数据样本被细分为：(i)观察次数相同的两个子样本时段（2006-2012 年和 2012-2018 年）；(ii)沿海地区和（欠发达）内陆地区。⁸

- 风险分担效应随时间推移而增加。估计结果表明，风险分担效应从 2006-2012 年的 14% 提高到了 2012-2018 年的 21%。这一结果反映了地方政府对中央政府转移支付的依赖度有所提高（文中图）。
- 地区变化表明内陆地区的风险分担效应更高。估计结果表明，财政风险分担效应（约为 20%）明显高于沿海省份（约为 12%）。这表明，在中国，中央政府转移支付制度对欠发达省份发挥了更好的冲击缓解作用。



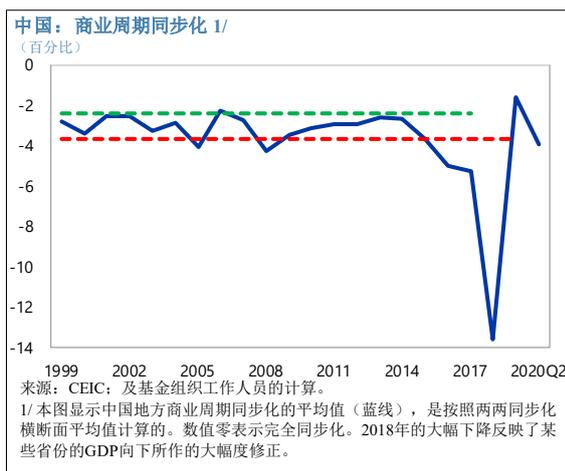
7. 财政分担效应似乎与文献中对发达经济体的估计值（变化范围很大）大致相当。文中表将中国的风险分担和再分配效应的估计值与文献中主要发达经济体的估计值作了对比。中国 15% 的风险分担效应似乎在美国或英国的估计值范围之内，但中国 33% 的再分配效应处于高位（文中表）。不过，随着时间的推移，发达经济体的这种效应普遍下降，这可能是由于区域经济周期更加一致和区域间金融市场更好地发挥了作用（Poghosyan 等人，2016 年）；而与之相反，中国的这一效应有所增强，反映了中央政府转移支付对缓解地方冲击变得更加重要。

国家	样本期	风险分担效应	再分配效应
中国	2006-17	16%	34%
（两步和一步方法的平均值）			
中国：Du 等人（2011 年）	1980-2007	9%	—
美国：Bayoumi 和 Masson（1995 年）	1989-86	30%	22%
美国：Athanasoulis 和 Wincoop（2001 年）	1963-90	10-20%	—
美国：Melitz 和 Zumer（2002 年）	1977-92	20%	16%
美国：Poghosyan 等人（2016 年）	1998-2010	8%	21%
（两步和一步方法的平均值）			
美国：Furceri 等人（2020 年）	1998-2017	4%	—
加拿大：Bayoumi 和 Masson（1995 年）	1965-88	17%	39%
加拿大：Obstfeld 和 Peri（1998 年）	1971-95	13%	53%
加拿大：Melitz 和 Zumer（2002 年）	1965-88	10-15%	16%
加拿大：Poghosyan 等人（2016 年）	1992-2009	6%	25%
（两步和一步方法的平均值）			
英国：Goodhart 和 Smith（1993 年）	1966-88	21%	21%
英国：Melitz 和 Zumer（2002 年）	1971-93	20%	26%

来源：作者（根据文献检索）。

⁸ 沿海地区包括 11 个省和直辖市（北京、福建、广东、海南、河北、江苏、辽宁、山东、上海、天津和浙江），内陆地区包括其余 20 个省和直辖市。沿海和内陆地区的回归估计中均使用全国平均值。

8. 但是，鉴于中国经济周期的同步化程度比美国低，中国更需要缓解各地存在的特质性冲击。根据 Furceri 等人(2020 年)和 Giannone 等人(2010 年)的方法，中国地方经济周期的同步化均值是对横截面上两两省份的同步性指标取平均值来计算的，而该同步性指标被计算为两省 GDP 增速的绝对差异的负值。结果表明，中国 GDP 增速的平均同步化水平低于美国（文中图）。



9. 另一种自动和非累退性中央政府转移机制能够以更低的成本实现更高层次的

财政风险分担。Furceri 和 Zdzienicka (2015 年)为欧元区构想了一种基于非累退性自动转移支付规则的超国家财政风险分担机制，我们按照相似的规则，通过在样本时段内重新分配中央政府转移支付的总额 (T_t^{Total}) 来模拟反事实的财政风险分担效应：

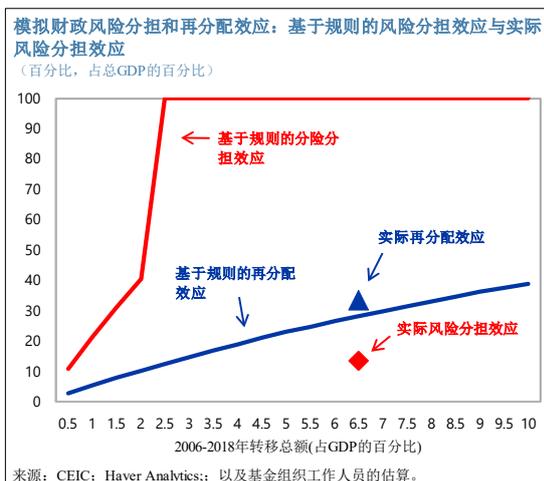
$$T_{it} = 0, \quad \text{若 } \varepsilon_{it} \geq 0$$

$$T_{it} = |\varepsilon_{it}| * \frac{GDP_{it}}{\sum_i GDP_{it}} * \tau * T_t^{Total}, \quad \text{若 } \varepsilon_{it} < 0$$

其中， ε_{it} 是 i 省在 t 年度所受的冲击。在 t 年度向 i 省的转移支付 (T_{it}) 是如下变量的函数：(i)省级冲击的规模，(ii)省经济的相对规模（另外我们也使用了转移支付后的收入而非 GDP 来确保稳健性），(iii)转移支付的总额大小，(iv)一个常值参数 (τ)，用来衡量这一替代性转移支付的总体规模。⁹根据 Furceri 和 Zdzienicka (2015 年)的做法，省级冲击来自下述简单回归，逐省进行估计：

$$\Delta \log(GDP_{it}) = \alpha_i + \sum_{j=1}^2 \beta_{ij} \Delta \log(GDP_{i,t-j}) + \varepsilon_{it}$$

利用基于规则的转移支付所作的模拟表明，当参数 τ 高于一个特定阈值（约等于 4）时，所有特质性冲击都可以缓解。更重要的是，基于规则的转移支付可以实现更高的风险分担，比已经实现的风险分担高大约 15%，同时又保持再分配效应与 33% 的既有水平相近（文中图）。



⁹ 替代性转移支付的总体规模被限制在少于或等于 2006-2018 年样本期间实际转移的总体规模。这里一个隐形假设是中央政府可以在这些年里跨期借款。

C. 关于改革的思考

10. 应当依据国际最佳做法进一步改革中国的政府间框架，以解决地方政府长期存在的自我收支失调问题。结构性的融资不足削弱了地方政府应对其特有冲击的能力，增加了地方政府对中央政府转移支付的依赖。解决中央-地方的财政失调问题也可以减少地方政府对财政风险分担的需要。在支出方面，在做出向适当层级的政府分配支出的决定时（在国务院改革计划中列出），应评估其经济规模、公平问题和外部效应。还应当考虑集中实施养老金和失业保险制度。在收入方面，推行税收改革，在某些税率和税基方面（例如个人所得税和财产税）扩大地方政府的权力，可以加强地方政府的财政责任（Wingender, 2018; Ahmad, 2011）。同时，极为重要的一点是应使地方政府的借贷额度与其支出责任相匹配并限制预算外投资，包括确保建立现实的地方政府融资安排，认真评估并取消对剩余预算外投资的隐性担保（如允许其违约），并将非商业性投资列入预算。

11. 实证研究结果表明，在当前新冠肺炎疫情危机期间，中国有提高财政转移支付效率以增加财政政策作为稳定工具的有效性和加强风险分担的空间。现行中央政府转移支付制度已经产生了显著的风险分担和再分配效应，包括在欠发达的内陆地区的效应较大。不过，新冠肺炎疫情危机进一步扩大了地方政府的财政缺口，限制了地方政府应对冲击的能力，增加了地方政府对中央政府转移支付的依赖。因此，应当考虑采取措施，进一步加强中央政府转移支付产生的财政风险分担效应：

- 一种自动和非累退性中央政府转移支付机制有助于增加风险分担效应，同时使再分配效应大体保持相同水平。一种得到充分理解的透明转移支付机制将让家庭和投资者相信，即便需要临时借款，地方政府也可以获得必要的财政资源，以抵消地方冲击的影响并避免金融状况急剧紧缩。
- 共同借贷——例如以中央政府发行债券形式——是地方政府从中央政府获取资金受限时的次优选项，这将降低风险分担的程度，因为债务最终由所有的人承担。但是与现行转移支付制度相比，这一机制可实现更为定向的转移支付，并在地方政府自我保险问题上打破政府财政健康状况越差、借贷成本越高的恶性循环（IMF, 2020年b）。

12. 降低地方政府-地方国有企业-银行之间的联系，可能有助于抑制因加强财政风险分担导致的更多道德风险。加强财政风险分担也有可能增加地方国有企业与地方银行的道德风险，因为地方政府财政健康状况的预期改善降低了地方国有企业的借贷成本，并鼓励多的风险承担行为（IMF, 2020年b）。取消对地方国有企业的显性和隐性政府担保，有助于切断这种联系并抑制道德风险的增加。这还需要采取更有力的治理规则来指导地方政府的财政决策，包括防止地方政府利用转移支付来保护经营状况不佳的地方国有企业。

13. 在经济衰退时期提高地方国有企业向地方政府的红利转移，可以提高地方政府缓解冲击的能力。在经济衰退时期，一般而言，通过直接的和透明的财政政策比通过国有企业来支持就业（后者的效率通常比前者低）更有效、更有助于稳定宏观经济。这表明，一种逆周期的红利转移支付规则（例如，一种在经济衰退时期采取相机决策式的调整，以提高转移支付比例的规则）可能有助于缩小财政缺口和降低分担风险的需要。¹⁰

14. 逐步消除地方保护主义、减少地方政府对产品和要素市场的干预，从而提高地区间生产要素的流动性，这可能有助于在地方遭遇特定冲击时做出适当调整，从而降低对财政风

¹⁰ 在经济衰退时期，由于地方国有企业可能存在的顺周期性，他们向地方政府的红利转移的重要性会低于中央政府的转移支付。

险分担的需要。在 1994 年实施分税制改革之后，地方政府为实现社会经济稳定和财政收入最大化目标，广泛采取了地方保护主义的做法，包括为资本、劳动力、商品和服务设置壁垒（Zhao 和 Ni, 2018 年；Poncet, 2005 年；Zhu, 2004 年）。促进国内市场一体化的经济改革可能会提高生产要素（资本和劳动力）的流动性，这可能会增加家庭和私人企业通过市场和金融渠道缓解本地特定冲击的能力，并最大限度地降低对财政风险分担的需要。¹¹

¹¹ 更多讨论见即将发表的工作论文，Han 等人（2020 年）。

参考文献

- Ahmad, E., 2011, “Should China Revisit the 1994 Fiscal Reforms?” Asia Research Centre Working Paper 52, London School of Economics & Political Science, London, U.K.
- Athanasoulis, S., and Wincoop, E. v., 2001, “Risk Sharing Within the United States: What Have Financial Markets and Fiscal Federalism Accomplished?” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 83, No. 4, pp. 688–98.
- Bayoumi, T., and Masson, P., 1995, “Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons from Monetary Union in Europe,” *European Economic Review*, 39: pp. 253–74.
- Berger, H., Dell’Ariccia, G., and Obstfeld, M., 2019, “Revisiting the Economic Case for Fiscal Union in the Euro Area,” *IMF Economic Review*, Vol. 67, pp. 657–683.
- Du, J., He, Q., and O. M. Rui, 2011, “Channels of Interprovincial Risk Sharing in China,” *Journal of Comparative Economics*, 39, pp. 383–405.
- Farhi, E., and Werning, I., 2017, “Fiscal Unions,” *American Economic Review*, Vol. 107, No. 12, pp. 3788–3834.
- Furceri, D., and Zdzienicka, A., 2015, “The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism,” *Open Economies Review*, Vol. 26, No. 4, pp. 683–710.
- Furceri, D., Loungani, P., and Pizzuto P., 2020, “Moving Closer? Comparing Regional Adjustments to Shocks in EMU and the United States,” *Journal of International Money and Finance*, 102282.
- Han, F., Li, G., and Zhou, C., “Intergovernmental Coordination in China: How To Enhance Fiscal Risk-Sharing?” IMF Working Paper (*forthcoming*).
- International Monetary Fund (IMF), 2020a, “*Fiscal Monitor*,” April Issue.
- IMF, 2020b, “*Global Financial Stability Report*,” October Issue.
- Lardy, N.R., 2019, “*The state strikes back: The end of economic reform in China?*” Peterson Institute for International Economics.
- Martinez, J., Qian, B., Wang, S., Zhang, L., and Zhou, H., 2014, “An Essay on Public Finance in China,” *Annals of Economics and Finance*, Vol. 15, No. 1, pp. 289–405.
- Melitz, J., and Zumer, F., 2002, “Regional Redistribution and Stabilization by the Centre in Canada, France, the U.K. and the U.S.: A Reassessment and New Tests,” *Journal of Public Economics*, 86 (2): pp. 263–84.
- Obstfeld, M., and Peri, G., 1998, “Regional Non-Adjustment and Fiscal Policy,” *Economic Policy*, 26: pp. 205–69.
- Orlik, T., 2020, “*China: The Bubble that Never Pops*,” Oxford University Press, USA.
- Pesaran, H., Shin, Y., and Smith, R., 1999, “Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels,” *Journal of the American Statistical Association*, 94: pp. 621–34.
- Poghosyan, T., Senhadji, A., and Cottarelli, C., 2016, “The Role of Fiscal Transfers in Smoothing Regional Shocks: Evidence from Existing Federations,” IMF Working Paper 16/141.

- Poncet, S., 2005, “A fragmented China: Measure and determinants of Chinese domestic market disintegration,” *Review of international Economics*, Vol. 13, No. 3, pp. 409–430.
- Von Hagen, J., 1992, “Fiscal Arrangements in a Monetary Union: Evidence from the US”, In *Fiscal Policy, Taxes, and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe*, ed. Don Fair and Christian de Boissieux, (Kluwer, London).
- Wingender, P., 2018, “Intergovernmental Fiscal Reform in China,” IMF Working Paper 18/88.
- Zhao, Y., and Ni, J., 2018, “The border effects of domestic trade in transitional China: local Governments’ preference and protectionism,” *The Chinese Economy*, Vol. 51, No. 5, pp. 413–431.
- Zhu, H., 2004, “The Effects of Interregional Competition and Fiscal Incentives on Privatization in China,” *Economic Research Journal*, Vol. 2, pp. 24–34 (in Chinese).