

国际货币基金组织

中华人民共和国

2010年第四条磋商工作人员报告

由与中华人民共和国进行2010年第四条磋商的工作人员代表撰写

经 Anoop Singh 和 Tamim Bayoumi 批准

2010年7月9日

代表团。 由 N. Chalk（团长）、A. Ahuja、S. Barnett、P. N'Diaye、N. Porter、M. Syed（均来自亚太部）、R. Dutttagupta（战略、政策与检查部）、I. Lee 和 T. Feyzioglu（驻华代表）组成的工作人员代表团于2010年6月17日至7月1日访问了北京、兰州和上海。执董办的何先生和张先生参加了讨论，筱原尚之先生和辛格先生参加了高层政策会谈。本代表团的访问与货币与资本市场部和世界银行联合代表团（负责金融部门评估项目）的访问部分重叠。

前景。 复苏已立稳脚跟，今年经济将实现两位数的增长。除非发生进一步的食物供给冲击，通货膨胀将在年中达到峰值，随后缓慢下降。经常账户顺差继续缩小，目前约相当于2007年高峰水平的一半。然而，从中期看，随着政策刺激取消，全球经济复苏，可能再次出现庞大的经常账户顺差。

风险。 中国经济的主要风险包括，全球复苏再次减弱，信贷质量恶化（主要是由于对地方政府的贷款扩张），或政府对房地产价格上涨采取了错误的对策。

再平衡。 需要采取一系列政策，确保经济增长持久地转向私人消费，实现再平衡。这些政策包括，采取措施改革和放开金融体系，对住户消费提供财政支持，扩大社会安全网，实施政策充分利用目前的城市化进程，发展服务业，进行结构调整以降低企业储蓄，以及人民币升值。已经在其中很多领域取得了进展，但仍有大量工作有待完成。

过去的建议。 当局基本同意基金组织在转向国内增长来源而实现再平衡的必要性上提出的建议，但对于一些改革的适当步伐，存在不同意见。

概要.....	3
I. 中国如何应对了全球金融危机?	4
II. 危机应对措施是否加剧了现有的脆弱性?	9
A. 政策刺激是否造成了过热风险?	9
B. 房地产业正在形成什么风险?	10
C. 地方政府财政状况存在哪些脆弱性?	15
D. 信贷扩张如何对银行产生影响?.....	16
III. 中国经济的长期走向?.....	16
A. 经常账户顺差的下降会持续吗?.....	16
B. 如何维持近期的消费增长升势?.....	20
IV. 工作人员评价	24
专栏	
专栏 1. 进一步改革人民币汇率机制.....	5
专栏 2. 中国的居民住房市场.....	13
专栏 3. 从日本近期历史中吸取的主要教训.....	14
专栏 4. 经常账户顺差的前景.....	17
专栏 5. 汇率变化对各省经济的影响.....	21
图	
图 1. 强劲的复苏.....	6
图 2. 宏观经济政策.....	7
图 3. 居民住房市场.....	12
图 4. 经常账户顺差的下降.....	18
表	
表 1. 中国: 若干经济指标.....	29
表 2. 中国: 国际收支.....	30
表 3. 中国: 外部脆弱性指标.....	31
表 4. 中国: 货币变化情况.....	32
表 5. 中国: 广义政府预算操作.....	33
表 6. 中国: 说明性的中期预测方案.....	34
表 7. 中国: 公共部门债务可持续性框架.....	35

概要

强有力的财政应对措施和扩张性的货币政策使中国引领全球复苏。同时，在许多结构性领域里取得了重要进展，这将促进经济的再平衡。当前的挑战是，维持这一强劲的增长表现，同时果断地促使经济转向由国内消费拉动。虽然已经取得大量进展，但鉴于所面临任务的复杂性，今后还有大量工作要做，包括：

- 在 2010 年内维持财政刺激，同时尽可能进一步调整，采取能够促进消费的财政措施。如果复苏取得预期进展，则在 2011 年应开始逐步取消财政刺激，同时在近期继续扩大对消费的财政支持。
- 继续取消货币刺激，使信贷增长回到更为正常的水平上。在此过程中，应当让利率、公开市场操作和存款准备金率发挥更大作用。
- 保持监管警惕性，对去年信贷扩张可能带来的信贷质量的任何恶化予以识别和处理。
- 提高地方政府融资工具的信息透明度和可得性。严格执行禁止地方政府提供债务担保的现有规定。
- 继续采取审慎措施，抑制房地产价格的不合理增长。征收物业税，并随时间推移提高资本成本，减轻产生房地产价格泡沫的倾向。
- 利用现行汇率机制的灵活性，允许人民币实际有效汇率升值。
- 放开金融体系，最终逐步取消存款利率上限和对信贷增长的直接限制。
- 发展更广泛的金融市场和投资产品，以提高住户资本收入，向住户提供替代投资和保险产品，减少其对实物资产（如住房）作为价值储藏手段的需求。
- 保持最近在建立中国社会安全网上取得的进展速度，特别是在医疗保健、教育和养老金方面。
- 充分利用城市化作为增长和再平衡的力量。这包括降低劳动力市场刚性、投资城市基础设施、农村土地政策改革，以及消除服务经济的竞争壁垒。
- 提高要素投入（包括资本）的成本，扩大企业所有权结构，提高股息支付，增强国内市场的竞争，从而解决企业储蓄高的问题。

I. 中国如何应对了全球金融危机？

1. **针对危机采取的应对措施。** 中国受到全球金融危机的严重打击，主要是通过贸易渠道。政策应对措施是迅速、坚决、有效的，包括以下三大方面：

- **重大财政刺激。** 公共刺激集中于基础设施支出，利用了政府在亚洲金融危机期间将资本支出作为反周期工具的成功经验。但政府确实也将约相当于 GDP2-3% 的资金专门用于提高社会支出和实行激励机制（主要是在税收方面），以支持私人消费。
- **特别信贷扩张。** 中国的各家银行在 2009 年发放了相当于 GDP31% 的新贷款。这一结果主要是由于当局取消了对信贷增长的限制，同时放松了对房地产贷款的限制，并降低了利率和存款准备金率。
- **人民币重新钉住美元。** 2005 年 7 月，中央银行开始允许人民币对美元升值，幅度最高达到每月升值约 1%。然而，在世界经济和全球金融市场波动性增大的情况下，中央银行在 2008 年 7 月重新将人民币钉住美元。

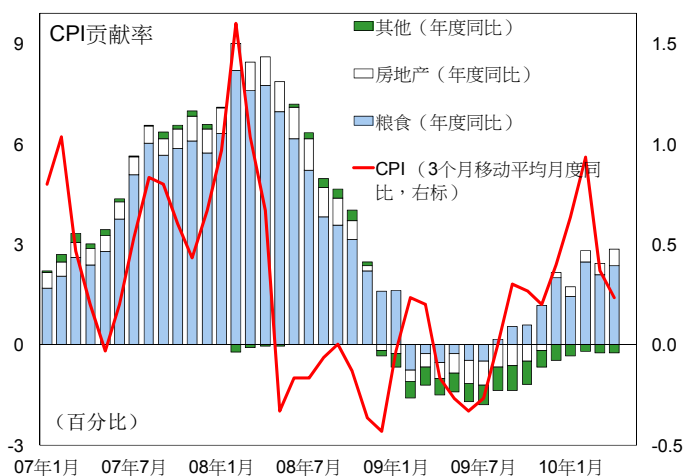
2. **结果。** 这种政策组合帮助缓解了外部需求冲击的影响，并遏制了经济活动和信心的下滑势头（图 1）。

- 2009 年第二季度，**经济增长开始回升**，当年平均增长率为 9.1%，估计其中约一半贡献来自公共支出。

- **通货膨胀在 2009 年大部分时间里是负值**，但后来略有上升。通货膨胀在很大程度上是直接由食品价格上涨造成的。

- **国际收支出现了前所未有的急剧变化。** 随着出口量下降和进口激增，经常账户差额迅速下降。贸易条件的变化也对中国不利，加剧了贸易顺差的下降。在资本账户方面，外国直接投资减少，与全球趋势相一致。

2009 年末以来，通货膨胀再度抬头



- 尽管经常账户差额缩小，外国直接投资流入下降，但**储备积累**仍然速度很快，在截至今年3月的一年中每月积累数额达到400亿美元。
3. **溢出效应。**中国的复苏给本地区和全球经济带来显著的正面贸易溢出效应，最初是通过对商品的需求增加（促使全球商品价格上涨），后来是通过资本货物进口增加（主要是从日本、韩国、德国和中国台湾省进口）。
 4. **退出。**政府已开始取消许多危机应对措施（图2）。信贷增长正在减速；与房地产贷款有关的审慎要求愈加严格；政府宣布将恢复2005年7月至2008年7月实行的有管理的浮动汇率制度。

专栏 1: 进一步改革人民币汇率机制

- 2010年6月19日，中国人民银行宣布恢复有管理的浮动汇率制度，允许汇率根据市场供求并参照一篮子货币变动。
- 在这一制度下，人民币对美元即期汇率一天内可以在中间价（由开盘前主要做市商报价经截取的加权平均值来确定，由中国外汇交易中心宣布） $\pm 0.5\%$ 的幅度内波动。中间价本身的日波动幅度不曾超过 $\pm 0.5\%$ 。
- 在宣布改革后的三周里，人民币对美元升值了0.75%，名义有效汇率升值了0.25%。

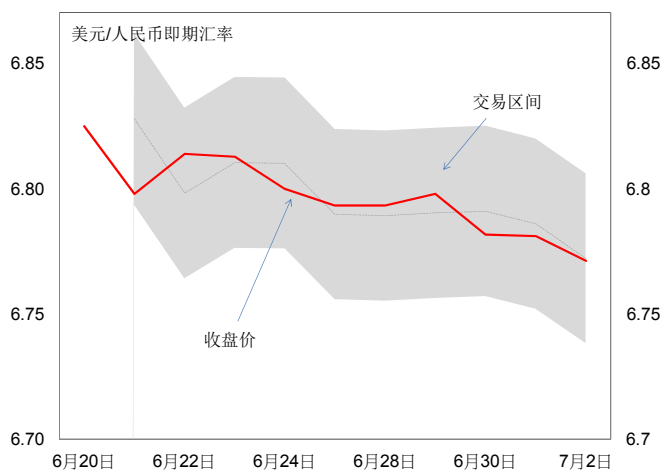
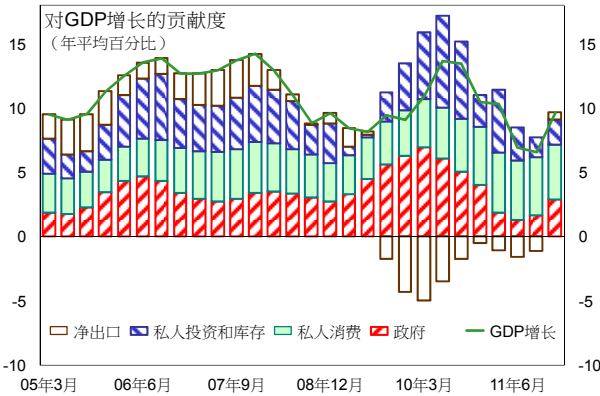


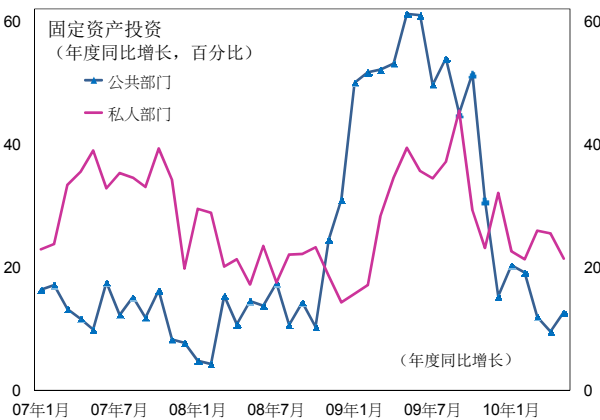
图 1. 强劲的复苏

主要信息： 复苏已立稳脚跟，有越来越多的迹象表明正在从公共刺激转向私人部门带动的增长。

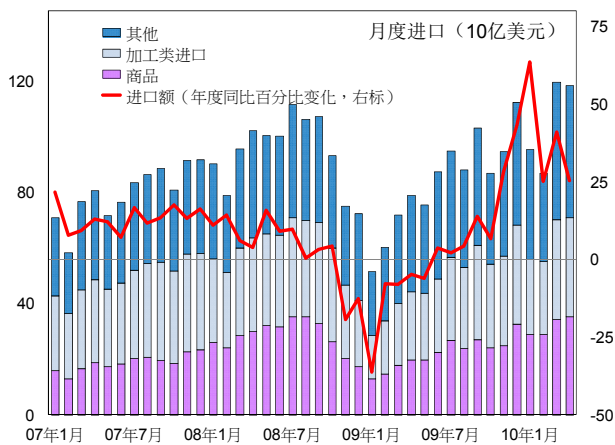
经济复苏开始得很早，并且进展步伐迅速。



...而投资出现了非同寻常的大幅增长。

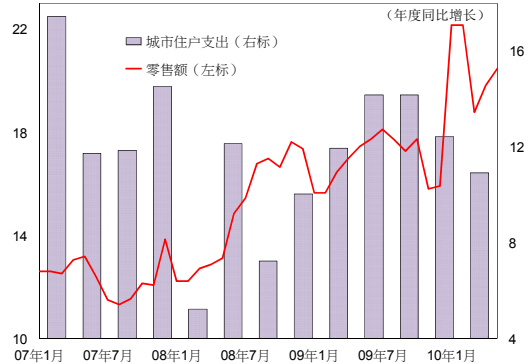


然而，进口需求超过了出口的反弹。

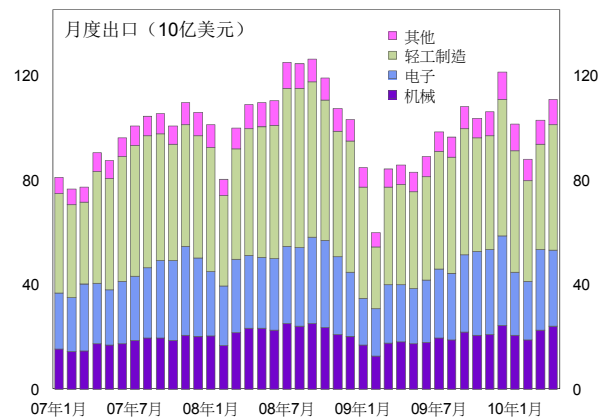


来源：Bloomberg、CEIC 数据有限公司以及工作人员的估计。

消费增长强劲，这得益于强健的劳动力市场和政府政策...



出口高于危机前水平，电子产品和轻工制造业出口尤为强劲。



前瞻性指标显示继续存在增长势头，但最近几个月有所放慢。

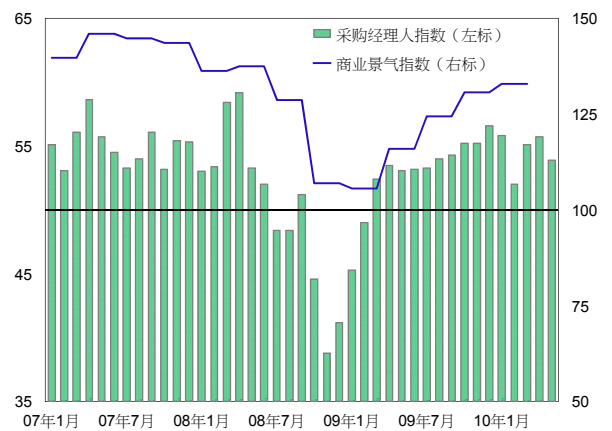
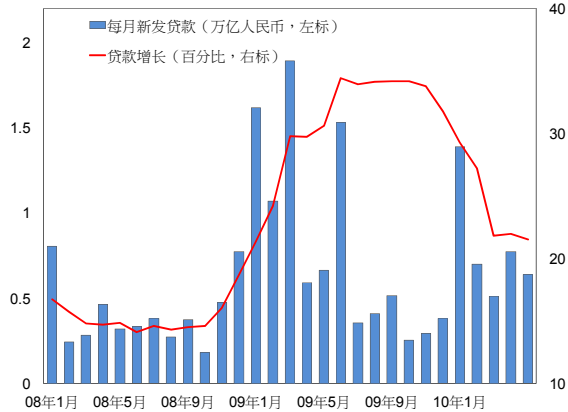


图 2. 宏观经济政策

主要信息：当前的政策挑战是校准全球金融危机期间向经济提供的特别支持的退出步伐和顺序。

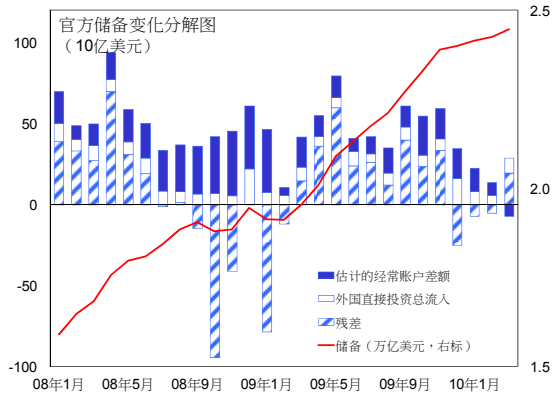
2008 年后期，取消了对贷款增长的限制，使财政刺激能够得到银行信贷资金的支持。



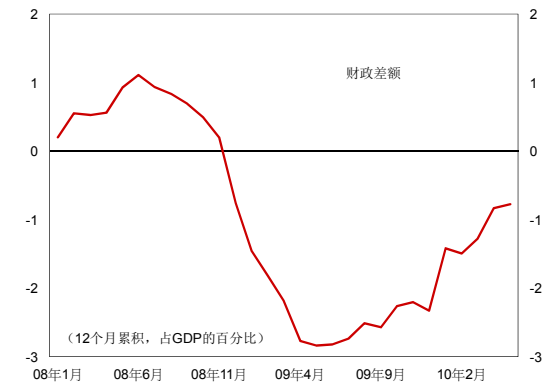
人民币再次钉住美元...



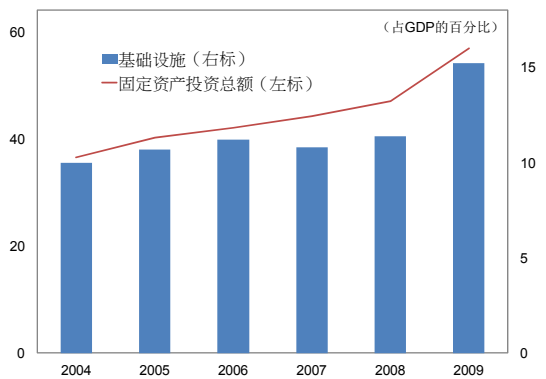
..得到外汇干预的支持。



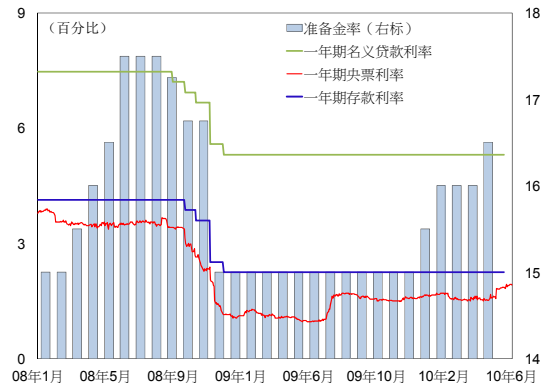
迅速实施了大规模财政刺激...



...由更高的资本支出带动，其中很大一部分是在地方政府一级进行的。



目前正在稳步收回货币扩张，主要是通过重新规定对信贷增长的限制。



来源：Bloomberg、CEIC 数据有限公司以及工作人员的估计。

5. **货币政策。**中央银行为应对全球金融危机放松了货币政策，支持了经济增长，并为投资高涨提供了必要资金。然而，信贷的迅速扩张导致信贷质量恶化的风险增大。随着中国的经济复苏现已立稳脚跟，对货币支持的需要已经大大下降。因此，中央银行制定了目标，使广义货币 M2 增长率从 2009 年底的 28% 下降到 2010 年底的 17%。这意味着，整个一年的新增贷款约为 7.5 万亿人民币。为了实现这一目标，中央银行今年三次上调存款准备金率（对于大型商业银行，从 15.5% 上调到 17%）。此外，通过增发中央银行债券收紧了国内流动性。然而，基准利率尚未上调，政府继续依靠数量限制放慢信贷增长。放慢信贷增长步伐的目标是完全适当的。不过，工作人员认为，应采用更广泛的手段，更多依赖利率、公开市场操作和存款准备金率。中央银行官员表示，他们将充分努力使用更多间接货币政策工具。但他们指出，在温和的通货膨胀前景下，目前不太需要提高名义利率。另外他们担心提高利率会刺激资本流入，这也是一个原因。

6. **财政政策。**2010 年预算目标是财政赤字占 GDP3%，这应能支持私人需求的稳定恢复。这一财政刺激是通过基础设施支出、减轻税收负担以及鼓励增加购买耐用消费品和汽车等各种措施的组合来实现的。此外，养老金、社会转移、医疗保健和教育支出都已增加，目的是支持住户收入和改善居民生活。除了广义政府赤字上升所体现的财政刺激外，地方政府融资工具和国有企业的资本支出也为经济提供了相当的支持。取得的共识是，应寻求进一步建立有关机制，在现有预算范围内，将支出调整到能够提高住户收入和消费的措施上。工作人员注意到，2010 年上半年的财政收入表现强劲，这应能提供相当充裕的空间，在采取进一步措施鼓励消费的同时，仍将全年赤字保持在目标之内。对于 2011 年，当局表示他们尚未确定财政政策态势，但指出刺激措施的最终取消将是慎重而渐进的。另一方面，如果全球复苏动摇，中国应再次依靠财政工具抵消由此产生的外部需求冲击，各界对此存有共识。从更长期来看，当局希望恢复预算平衡，因为正是中国在全球危机之前强劲的财政状况才使其有余地对外部需求冲击采取强有力的回应措施。工作人员同意，今后几年在财政政策上采取的这种方法是完全适当的。

提高住户收入和促进消费的措施

- 提高基本养老金、社会转移和失业救济金。
- 对购买汽车、摩托车和家电用品提供消费补贴。
- 鼓励用旧的汽车和摩托车折价换取更节能的型号
- 降低购置小型车的税率。
- 购买低面积首套住房免缴印花税。
- 推迟社保缴款的支付。
- 向失业人员和进城务工人员提供技术培训。
- 为农村大学生提供学费补贴。

7. **汇率。**当局表示，为克服全球金融危机造成的改革进程中断，他们做出了努力，恢复实行有管理的浮动汇率这一决定是上述努力的一部分。他们强调了在有管理的浮动汇率制度下，汇率由市场决定这一性质，并表示他们做好准备允许汇率在更大程度上对供求力量作出反应。工作人员同意，恢复危机前实行的制度将使中央银行具

有相当大的灵活性和更大的货币政策独立性。今后，重要的是允许汇率变动支持货币状况目前的收紧过程。

8. **外部风险。** 中国经济复苏在近期内面临的主要风险是全球经济可能再次下滑，对此存在广泛共识。当局表示，欧洲的事件使中国更加担心全球复苏的可持续性，使政府在退出危机应对措施的步伐上更加谨慎。从更长期来看，他们还担心欧洲、日本和美国的财政整顿过程可能使全球增长下降，对中国产生更持久的负面溢出效应。当局表示他们正在密切关注形势发展，希望有关国家采取果断行动应对不可持续的主权债务趋势，并表示他们也支持尽早公布欧洲的银行压力测试结果。最后，他们表示充分支持 20 国集团的相互评估过程以及基金组织在其中发挥的重要作用，认为评估过程是加强全球经济政策协调的一大途径。

II. 危机应对措施是否加剧了现有的脆弱性？

A. 政策刺激是否造成了过热风险？

9. **背景。** 货币总量以非常快的速度增长。同时，经济增长的反弹很迅速。一些分析人士由此担心中国的产出缺口可能正在闭合，通货膨胀压力今后可能增大。的确，在 2009 年经历了一段时间的通货紧缩后，价格水平已经进入上升通道，通货膨胀目前约为 3%。

10. **中国通货膨胀的驱动因素是什么？** 除了食品价格引起的周期性通货膨胀外，中国的物价自上世纪 90 年代后期高通胀期结束以来一直非常稳定，尽管这一期间的经济增长和货币增长非常迅速。经验研究显示，产出缺口不是中国通货膨胀的主要预测指标。¹ 对于几种不同的产出缺口衡量尺度，这一结论都成立。工作人员认为，这一结果表明，在过去十年中的大部分时间里，中国处在通货膨胀-产出关系曲线的较为平缓的部分，经济的运行偏离潜在产出。然而，经验研究表明，国外需求和商品价格上涨确实对非食品价格膨胀产生影响。具体而言，如果国外需求增加 1%，或世界商品价格上涨 20%，非食品价格水平则上涨约 0.5%。另一方面，食品价格膨胀的变动似乎主要是由农业供给冲击导致的。

11. **工资如何？** 中国最近发生了一些倍受瞩目的劳动纠纷，并以大幅提高名义工资解决了这些纠纷。同时，有报道称一些沿海地区劳动力短缺。与私人部门的讨论显示，尽管名义工资增长了 10%至 15%，但这与往年相比具有类似的特征，即更多地是代表较高的生产率增长水平，而不是劳动力市场的紧张状况。的确，从历史上看，工

¹ 见 N. Porter, “中国的通货膨胀动态”，基金组织工作论文（即将发表）。

资上升对国内通货膨胀的传导效应相对较小，成本要么通过生产率的增长被吸收，要么是在公司现有利润内吸收。此外，得益于目前对基础设施的投资，就业继续转移到工资较低的内陆地区。在今后一段时间内，这将是一种结构性力量，对平均劳动力成本会造成下行压力。当局同意，劳动力市场状况是稳定的，对于中国整体而言，仍存在劳动力供给过剩（这将抑制工资压力）。一个广泛共识是，实际工资稳步上升是一种健康的发展，最终将提高住户收入并促进消费，促使经济更加平衡。

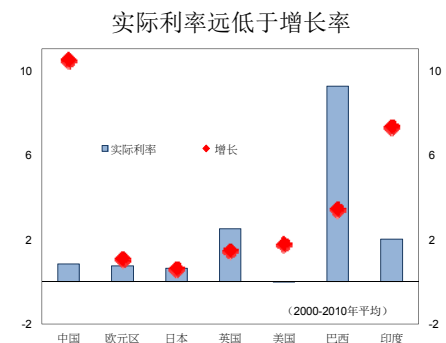
12. **前景。**展望未来，2008 年末以来实行的大规模投资计划、持续大量投资以及生产率大幅增长在近期内将继续缓解需求压力。工作人员预测，通货膨胀不久将达到峰值，并在今后几年内趋于约 2%至 3%的水平，这还是考虑到了更强劲的外部需求以及基金组织对全球商品价格的预测。然而，值得注意的是，由于消费者价格指数中的住房部分与租金和实际抵押贷款成本挂钩，非食品价格膨胀不能完全反映与住房成本上升有关的生活成本。

B. 房地产业正在形成什么风险？

13. **背景。**政府取消了对居民住房贷款的限制并降低了房产交易税，有效地促进了建筑业和房地产价格的回升（图 3）。然而，人们的注意力目前转向这一政策是否导致房价上升快于基本面所示的合理水平。住房负担能力也日益成为突出的社会问题。

14. **有泡沫风险吗？**银行存款的实际收益低，并且缺少替代投资工具，这意味着居民住房吸引了中国大量国内储蓄。不过，从全国层面看，房地产价格似乎并未显著超过基本面（专栏 2）。但一些大城市正开始形成房地产泡沫，并且，对房地产部门的信贷增加。因此，应当预先采取行动。

15. **政策影响。**中国当局非常清楚地意识到资产价格膨胀的潜在风险，特别是从日本上世纪 80 年代经历中吸取的教训（专栏 3）。因此，政府已采用一系列监管手段控制资产市场的不合理膨胀。这些手段包括，提高交易税，对贷款实行更严格的监管控制（包括对第二套和第三套住房实行较低的贷款-房屋价值比率），并提高第二套和第三套住房的抵押贷款利率。工作人员同意，尽管最近采取的措施在缓解症状，但没有解决房地产价格膨胀的根本原因。这与资本低成本、资本升值前景（与城市化和更广泛的经济增长有关）以及缺乏其他储蓄工具等因素存在解不开的联系。当局表示，4 月份为减少房地产市场投机活动而采取的措施是有效的，使交易量下降，并使价格稳定。此外，政府在今后几年内将扩大对低收入住房的投资。他们还指出，中国的存款利率仍大大高于很多其他工业国

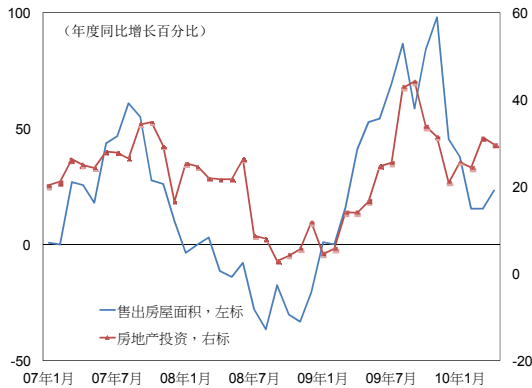


家的存款利率。不过，随时间推移，政府将评估这些措施的影响，并在必要时进一步强化这些措施，以确保住房市场的稳定。他们表示，尽管目前尚未制定实行物业税的时间表，但正在研究这一问题。

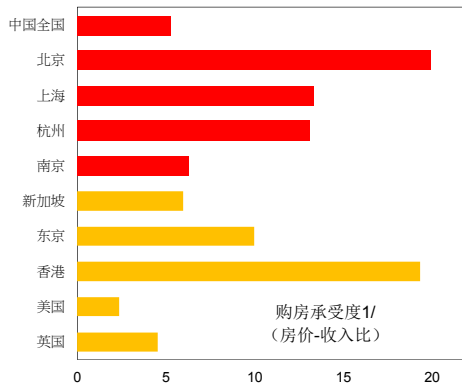
图 3. 居民住房市场

主要信息：一些城市的房地产泡沫正开始增大，但当局预先采取行动，防止形成资产价格大起大落周期。

房地产投资已恢复先前的增长率。



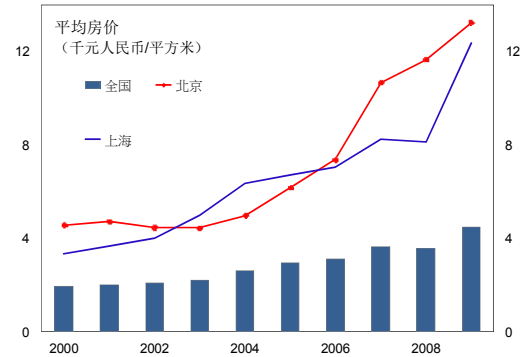
房价与住户收入之比已经很高，在一些城市引起了对住房负担能力的担忧。



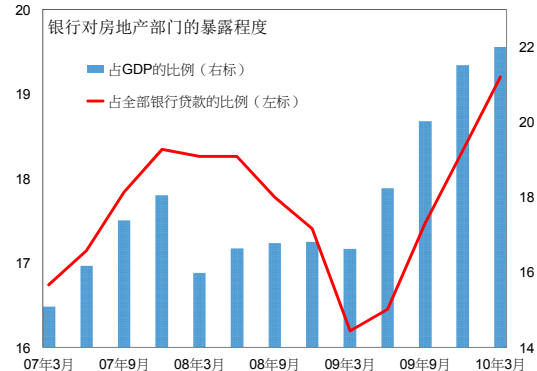
为此，政府逐步收紧了监管要求。

2010年3月	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 对建设经济适用房的房地产开发商实行 20% 的资本比率要求
2010年4月	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 面积大于 90 平方米的住房的首付款提高到 30% ◆ 第二套住房的首付款最低为 50% ◆ 对第二套或第三套房的抵押贷款收取更高的利率 ◆ 抑制发放第三套房贷款，特别是在部分高价地区 ◆ 对于土地空置或对土地投机的房地产开发商，限制银行贷款和股票发行 ◆ 要求核心业务不是房地产的国有企业退出市场

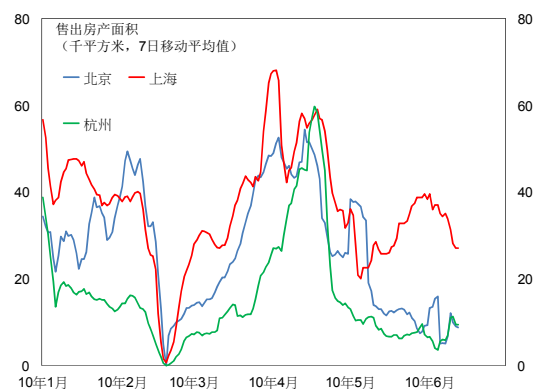
但房地产价格膨胀的水平（特别是在大城市）引起了对资产价格泡沫的担忧。



对房地产部门的贷款已回升，但在银行贷款中所占比例仍然较小。



促使交易量下降，抑制了房价进一步快速增长的预期。



1/ 对于中国、东京、香港特区和新加坡，70 平方米住宅的价格相当于住户可支配年收入的倍数。对于英国和美国，中位房价相当于住户个人可支配年收入的倍数。

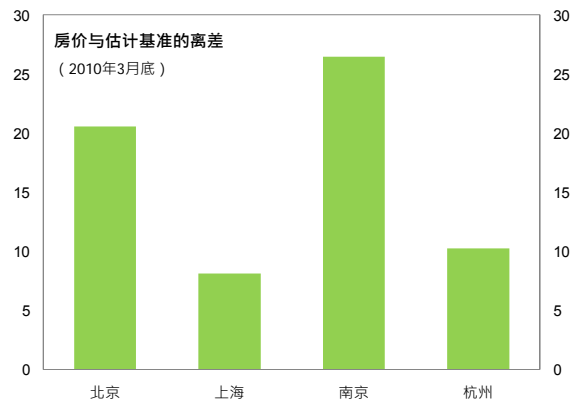
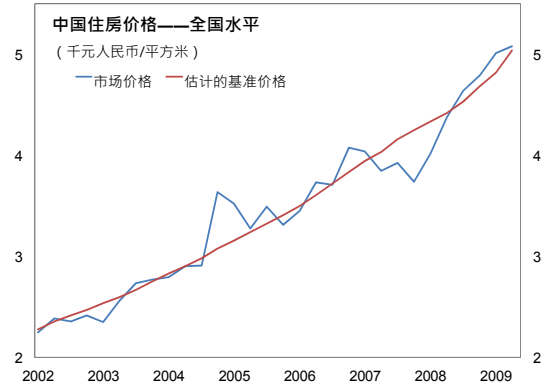
来源：Bloomberg、CEIC 数据有限公司以及工作人员的估计。

专栏 2: 中国的居民住房市场¹

用经验模型将房价（包括中国和一组作为对比的国家）与一组主要基本因素联系起来。然后推导出基准房价估计值。基本解释变量包括租金、实际利率、物业税、抵押贷款的税收扣减程度、维护成本、代表预期资本收益的变量，以及买房和租房之间的风险溢价。

估计显示，对中国整体而言，当前价格与基本面之间的偏离程度相对较小。然而，同一模型确实显示，对于样本中那些在全球金融危机爆发前具有显著房价泡沫的国家，房价显著偏离基本面。

然而，中国不同城市的情况存在很大差别。特别是，一些（但非所有）一线城市的房价与基准水平的偏离幅度较大。有趣的是，尽管上海房价迅速上涨，但当前房价与基准水平的偏离程度较小。这主要是由于相比中国其他城市，上海的房屋租金更加紧密地跟上了房价变化。

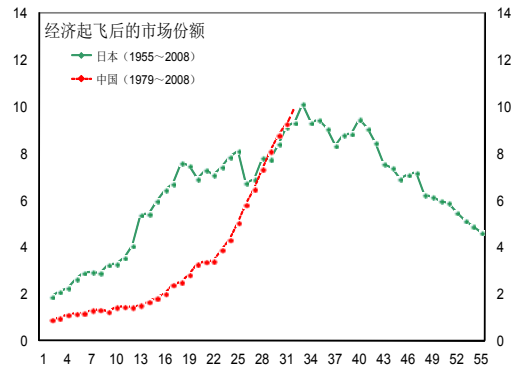


¹见 A. Ahuja 和 N. Porter, “中国房价是否上涨过快”, 基金组织工作论文 (即将发表)。

专栏 3: 从日本近期历史中吸取的主要教训¹

中国经济当前面临着将增长源从出口转向私人消费的艰巨任务。这与日本上世纪 80 年代面临的挑战类似。在那一期间，日本在全球出口市场中不断增长的份额激起了保护主义情绪，最终导致广场协定和卢浮宫协定的签订。作为这些协定的一部分，日本同意让日元升值，实施财政政策支持国内需求，促进私人部门发展，并在顾及汇率的同时灵活实施货币政策。对这段历史的分析得出以下经验教训：

- **出口导向的增长是有限度的。**日本在全球出口中的份额最高曾达 10%。到 80 年代中期，日本开始发现进一步提高在全球市场的份额越来越难。
- **一套不完整的措施无法实现持久再平衡。**为了在更大程度上依赖服务业，需要实际汇率升值、支持性的宏观经济政策，以及发展非贸易部门的结构改革。日本的经历显示，如果不协同实施所有措施，有可能出现不彻底的再平衡调整，造成经济停滞。



- **汇率升值对经济增长和就业的影响可以通过支持性的宏观经济政策来缓解。**日元在广场协定后的升值导致经济增长放慢和失业增加。然而，更加宽松的货币政策和支持性的财政措施随后扭转了这些趋势。
- **然而，这种支持性的宏观经济政策如果实施过长时间，会导致资产泡沫。**在日本，宽松货币政策的实施时间过长，加上对消费信贷和抵押贷款采取鼓励措施，导致房地产价格迅速上涨。随后，货物和资产市场出现长期调整，住户、银行和非银行公司的资产负债表发生去杠杆化，导致日本经历了通货紧缩、公共债务积累和经济停滞的“失去的十年”。
- **必须谨慎地管理金融放开。**在流动性过剩的银行体系中放开利率有可能导致存款利率大幅下降，促使形成资产价格膨胀。尽早在更大程度上利用间接货币工具有助于在实行金融放开后维持对货币总量的控制，但即使如此，仍需正确地调整货币政策态势。

¹ 见 P. N'Diaye, “日本 20 世纪 80 年代的经历带给中国的经验教训”，基金组织工作论文（即将发表）。关于经常账户顺差逆转经验教训的更广泛探讨，见 2010 年 4 月期《世界经济展望》，“恢复平衡：改变持续的经常账户顺差”。

C. 地方政府财政状况存在哪些脆弱性？

16. **背景。**尽管法律规定禁止地方政府借款，但多年来地方政府的普通做法是，设立企业融资工具（出资方式为资金、土地、股票或其他政府资产的转移），然后用于借款。除了它们获得的公共资本，这些融资平台定期得到地方政府对其借款的明确或隐含担保。2008-2009 年间，随着对信贷增长限制的取消，中央政府积极鼓励基建投资，以抵消外部需求冲击，地方政府显著增加了对这类融资工具的依赖。

17. **风险。**关于这些实体的活动（以及它们的基本财务状况）的信息不多，致使极难评估它们对银行体系的潜在风险。事实上，官员们表示，他们现在才制订出各种制度，以确定和衡量这些融资安排的使用水平。在这些扩张的准财政贷款中，一部分将最终成为不良贷款，对地方政府财政和银行资产负债表产生负面影响，并有可能对中央财政产生负面影响。正在进行的金融部门评估项目（FSAP）将会仔细评估与这类贷款有关的脆弱性。

18. **政策。**人们普遍认为，地方一级进行的很多投资是必要的，并投向了那些最终会改善人民生活的项目。不过，为了降低此类贷款的潜在风险，需要更多地了解地方政府融资平台的运作情况；政府内部收集此类数据的工作已经展开。官员们强调，他们决心更加严格地执行现有的禁止地方政府直接借款和禁止利用地方政府的明确（或隐含）担保的规定。他们特别提到，国务院最近重申地方政府不得直接借债或提供债务担保，如果它们提供这种担保，将被视为无效。为了控制信贷风险，中国银行业监督管理委员会（银监会）已指示银行重新评估对地方政府融资工具发放的所有贷款，如有必要，重新要求借款人额外提供支持这些贷款的抵押品，特别是那些相关现金流疲软或不足的项目。工作人员认为，也可以考虑规范地方政府融资（比如，通过设立地方债券市场），同时实施适当的审慎控制。但是，任何这样的变化将需要仔细权衡政府间财政关系和今后财政稳定方面的更广泛后果。此外，工作人员指出，实行物业税将有利于地方政府财政，并减少地方政府对出售土地作为收入来源的依赖。

D. 信贷扩张如何对银行产生影响？

19. **背景。** 信贷扩张的规模前所未有。中外经验都表明，平均信贷质量很快可能出现恶化。政府已经意识到了这个风险，并通过增加准备金（提高不良贷款拨备水平），更严格的资本充足标准，设定银行对公司债券担保的限制，以及收紧流动性和严控集中度比率，加强审慎监管。此外，大力鼓励银行筹集新资本，而事实上，很多银行已在最近几个月完成了这一过程。

银行体系指标(百分比)	
流动资产/流动负债 1/	41.1
不良贷款(占总贷款比重) 1/	1.4
拨备(占不良贷款比重) 1/	170.2
资本充足率 2/	11.4
一级资本 2/	8.6
股本回报率 3/	24.6
资产收益率 3/	1.4

1/ 2010年3月。

2/ 风险加权资产比重，2009年12月。

3/ 2009年12月。

20. **影响。** 正在进行的金融部门评估项目将会提供详细的风险评估。当前，银行体系看上去完全可以经受信贷质量的显著恶化。盈利能力强劲，大多数银行符合资本充足率的监管要求，大型银行面临附加资本要求，且准备金水平正在提高。当局指出，除了采取主动的监管对策之外，贷款利率下限和存款利率上限——以及由此产生的存贷利差——今后也将对银行体系提供一些保护。不过，他们将继续仔细检查银行的风险管理做法，并随着国际标准的发展，调整中国的监管框架。

III. 中国经济的长期走向？

A. 经常账户顺差的下降会持续吗？

21. **前景。** 在过去的两年中，随着全球需求的崩溃以及中国对商品和资本货物的进口需求的回升，经常账户顺差几乎减半。事实上，在一年多时间里，进口增长超过了出口增长，经常账户顺差仍在下降（图 4）。但是，随着外部需求复苏，财政状况返回预算平衡（并假设现行政策和实际汇率保持不变），经常账户有可能再次出现庞大顺差（专栏 4）。国外净资产的积累也将通过影响收入流量而对经常账户产生上行压力，特别是随着全球利率回到更为正常的水平。当局并不认同这一评估。相反地，他们预计，经常账户顺差在中期内将稳定在占 GDP 的 4% 左右。正在进行的结构改革、工资上涨和最近的货币升值，将共同刺激消费。与此同时，持续的快速增长将缩小经常账户顺差占 GDP 的比例。他们强调在降低经常账户失衡方面已经取得重要进展，承认 2007 年出现的庞大贸易顺差根本不可持续，并预期将继续校正相关政策，以确保不再出现庞大顺差。

专栏 4：经常账户顺差的前景

时间序列法。 工作人员采用 Bayesian Vector 自回归模型（BVAR）按季度数据估计所进行的模拟表明，最近的经常账户顺差下降可能在未来几年出现部分逆转。该模型拟合历史数据，在预测时假设：

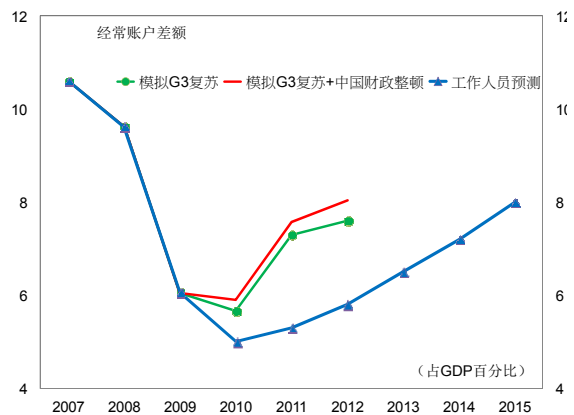
- 中国稳步实施财政整顿；
- 全球经济沿着当前《世界经济展望》预测的路径复苏；
- 实际汇率保持不变。

根据此样本外模拟，从 2009 年底开始，在两年期间，经常账户顺差上升至约占 GDP 的 8.5%。大部分的影响来自全球经济的复苏步伐，而明显来自财政态势变化的影响很小。

结构性模型法。 采用基金组织全球综合货币和财政模型（GIMF）进行的模拟表明，在全球需求增强和财政赤字下降的共同作用下，经常账户顺差将增至约占 GDP 的 8%至 9%。然而，相对于 BVAR 模拟结果，基于这个校正的全球结构模型的模拟显示财政整顿有更大影响，而来自全球产出增强的影响不大。

工作人员对经常账户作出的预测参考了这些结果，但假设经常账户顺差的增加幅度小于仅仅采用模型模拟所预测的结果。这是在考虑到 2009-2010 年采取的政策的影响后，作出的一定程度的调整判断。

BVAR 模型



GIMF 模型

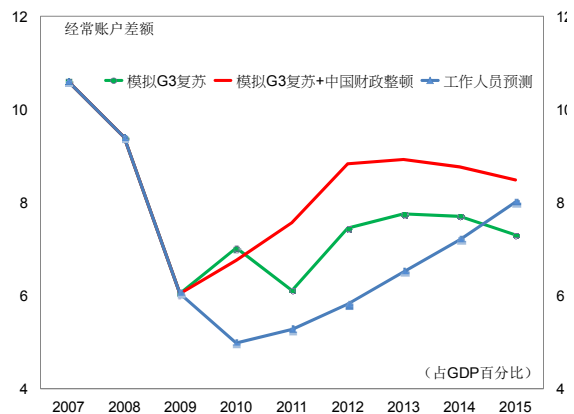
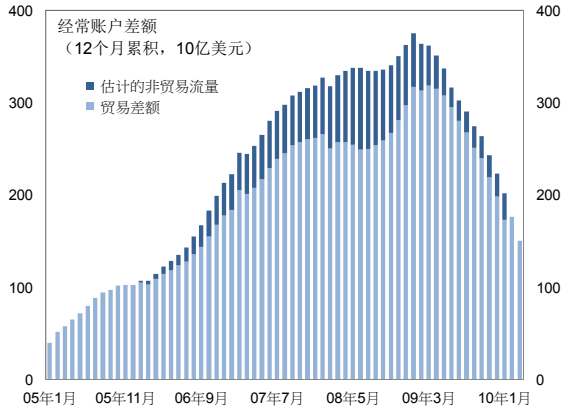


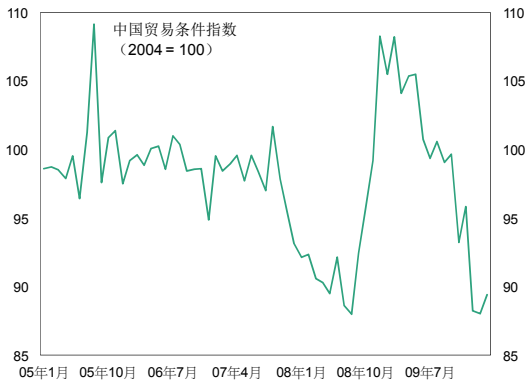
图 4. 经常账户顺差的下降

主要信息： 尽管减少失衡方面有所进展，但最近经常账户的下滑态势可能具有暂时性和周期性的特征。

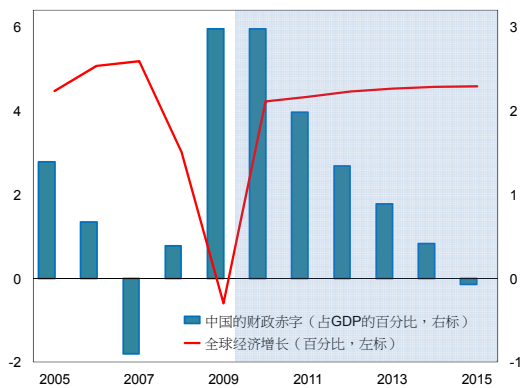
在过去两年中，经常账户顺差已几乎减少了一半...



贸易条件也开始不利于中国。

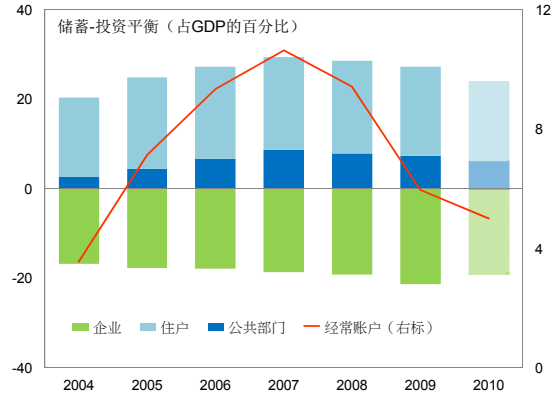


随着世界经济的复苏和中国财政刺激措施的退出...

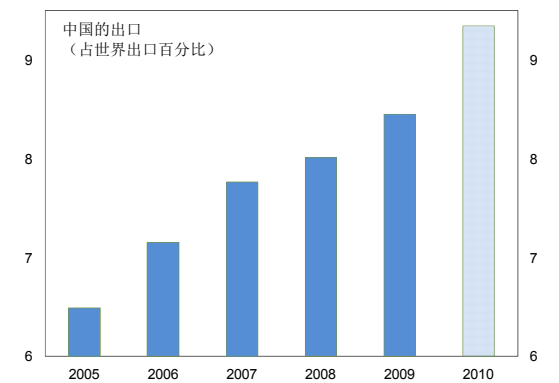


1/ 基于学术预测。

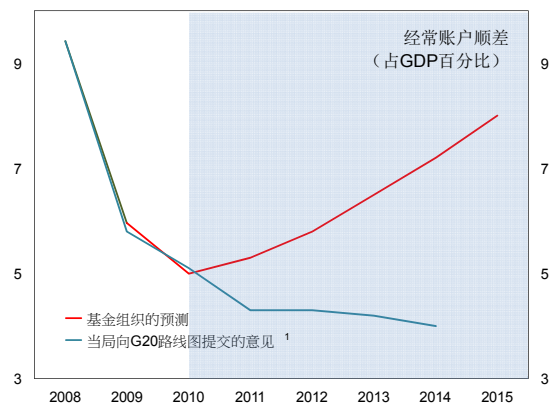
...反映出向财政赤字的转移、住户消费的增强和投资的激增。



不过，即使在全球经济下滑期间，中国能够继续扩大出口市场的份额。



...工作人员认为经常账户顺差有可能恢复。但是，当局确信顺差下降是可以持续的结构性突变。



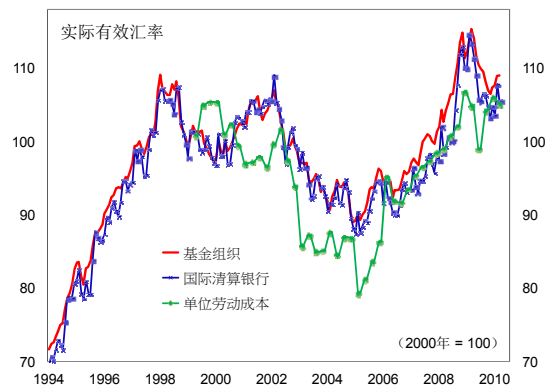
来源：Bloomberg、CEIC 数据有限公司以及工作人员的估计。

22. **这对汇率意味着什么？** 工作人员认为，人民币汇率仍然大大低于与中期基本面一致的水平。这一评估是基于三大理由：

- **国际储备继续迅速积累。** 当局并不认为这是证明货币低估的有力证据。特别是，他们认为，最近的国际储备积累更多是前所未有的全球流动性扩张的后果，而这些流动性是大型工业经济体的货币政策决策所造成的。

- **当前的实际汇率水平接近 90 年代末的水平，但是在这一期间中国的生产率显著高于其贸易伙伴。** 当局认为，通过参考一个特定时点（在这一时点上，汇率可能处于均衡或不均衡水平）来评判汇率的当前水平是武断的做法。他们特别指出，与 1994 年汇率并轨时相比，当前的货币已经升值超过 50%，与最近的 2005 年最低点相比，也已升值 22% 以上。他们还提出了更加广泛的观点，即在过去十年中，实际汇率一直非常灵活，大幅双向变动。工作人员同意，与任何一个时点进行比较确实可能具有误导性。但是，当前的实际汇率又退回到 1999-2003 年的平均水平，当时似乎并不存在任何决定性的对外账户失衡。在这一期间，累计生产率差异很大。

实际汇率水平目前接近 10 年前的水平



生产率差异（2000-2008 年）

	平均生产率		累计差异
	中国	贸易伙伴	
全要素生产率增长	2.8	1.2	14.9
劳动生产率			
贸易部门	9.3	2.3	62.7
非贸易部门	4.7	0.6	36.4
实际有效汇率			2.8

- **中国的经常账户在未来几年将会回到庞大顺差的状况。** 当局对此观点加以反驳，认为过去数年实施的改革——包括实际汇率升值，改善医疗保健、教育和退休制度以及其他措施——已经导致中国的储蓄与投资行为产生了结构性变化。他们认为，当前的人民币汇率水平比以往任何时候都更加接近于均衡。此外，他们认为，中国处于这样一个发展阶段：即展望未来，进口在国内需求中的比重很可能会成为一个日益重要的因素。此外，城市化进程趋势、人口变化以及农村改革，都将对降低经常账户顺差产生作用。因此，当局认为，在未来几个月，经常账户顺差将继续温和下降，到 2010 年底稳定在约占 GDP 的 4% 的水平，这一水平被

为过去数年实施的改革——包括实际汇率升值，改善医疗保健、教育和退休制度以及其他措施——已经导致中国的储蓄与投资行为产生了结构性变化。他们认为，当前的人民币汇率水平比以往任何时候都更加接近于均衡。此外，他们认为，中国处于这样一个发展阶段：即展望未来，进口在国内需求中的比重很可能会成为一个日益重要的因素。此外，城市化进程趋势、人口变化以及农村改革，都将对降低经常账户顺差产生作用。因此，当局认为，在未来几个月，经常账户顺差将继续温和下降，到 2010 年底稳定在约占 GDP 的 4% 的水平，这一水平被

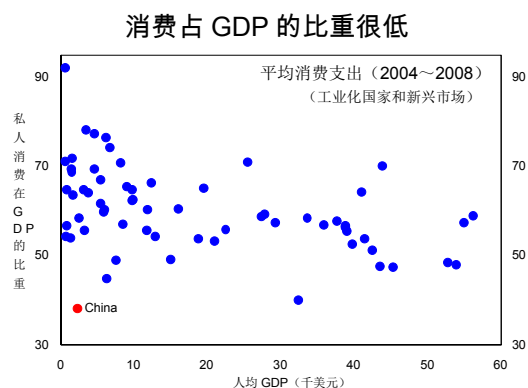
认为对中国来说是适当的。如果事态发展确如这个预测，所产生的汇率低估（按标准方法计算）将是无关紧要的。

B. 如何维持近期的消费增长升势？

23. **背景。**在过去十多年里，中国政府一直强调促进消费。在此期间，中国确实是世界上消费增长最快的国家之一（每年平均超过 8%）。尽管如此，由于预防性储蓄率的上升以及住户收入增长速度落后于 GDP 的增长速度，中国的消费—产出比率仍然持续下滑。这一趋势从去年开始得到扭转，目前的挑战是保持和加强这一动力。

24. **这对于政策来说意味着什么？**为了实现经济的持久再平衡，需要在一系列领域继续取得进展：

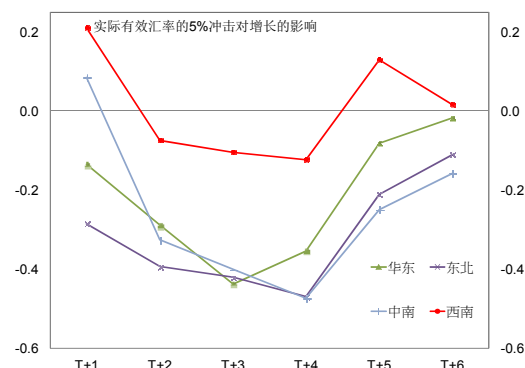
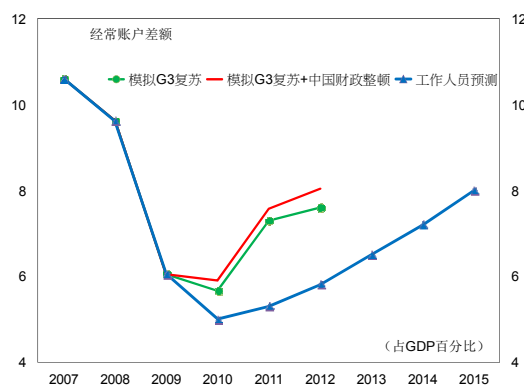
- **货币升值。**实际汇率升值需要成为政府提高私人消费、实现经济再平衡的中期战略的重要组成部分。目前的汇率低估起反作用，阻碍私人消费的增强。货币升值将有助于提高住户购买力，提高劳动收入比重，并使投资转向那些服务于国内市场的部门。经济增长和就业在短期内可能会受到一些负面影响（专栏 5），但是随着时间的推移，服务部门就业机会的增加应能够抵消贸易部门的损失。当局指出，自 2005 年以来，在增强货币币值方面已经取得重大进展。他们认为，正在发生的结构性变化以及继续实施旨在转变经济增长模式的改革将实现从外部需求向内部需求的永久性转变。



专栏 5：汇率变化对各省经济的影响¹

我们用中国各省的数据组来分析汇率变动的影响。该数据库提供了大量关于各省在经济增长、实际汇率变动（由于各省之间存在通胀差异）以及结构性因素等方面呈现的经济多样性的信息。这种异质性不仅使我们能够分析汇率变化对各地区的不同影响，而且也提供了关于整体经济在增长和就业方面所受影响的有益信息。

- 实际有效汇率的升值对经济增长具有影响。具体而言，如果汇率升值 5%，总体增长将累计下降 1 个百分点。这种影响持续约 2-3 年，然后随着时间的推移而逐渐减弱。那些具有更高升值幅度的省份，在所有其他条件相同的情况下，将会经历略低的增长结果。
- 实际汇率变动对经济增长的影响存在着相当大的地域差异。例如，与沿海省份相比，西部省份受汇率变动的影响要小得多。这在一定程度上反映出，与其他地区相比，西部省份对贸易品的依赖程度相对较低。更一般而言，那些服务业规模较大或劳动力市场更为灵活的省份，受货币升值的影响似乎更小。
- 实际升值也对就业产生影响，5%的升值使就业增长降低约 0.75%。
- 针对汇率变化进行的调整大部分由第一产业和制造业承担；服务业所受影响相对较小。
- 不足为奇的是，更为强劲的外部环境有助于抵消汇率变动对增长的影响。



¹ 见 R. Duttagupta, “中国各省对货币升值做好准备了吗？”, 基金组织工作论文（即将发表）。类似研究可见 R. Chen 和 M. Dao 撰写的“中国的实际汇率与就业”, 基金组织工作论文（即将发表）。

- **金融放开。**近年来，中国在发展更加以市场为基础的金融体系方面已经取得了重要进展。许多固定收益市场已经放开，包括银行间交易、中央银行票据、回购工具的利率放开。此外，已经建立了上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）的参考收益曲线，企业票据和债券市场进一步扩大。尽管如此，中国仍然采用一些非市场手段，以保持宏观经济稳定和执行政策。这些措施包括规定存款利率上限，并直接限制银行新增贷款数量。这导致中国金融体系的资金成本相对较低，信贷分配有时取决于非价格因素，市场价格有可能与基本面脱节。逐步转向一种市场在确定利率和决定贷款增长速度方面发挥更大作用的体系，将会提高资本分配效率，鼓励在生产手段上更多使用劳动力而非资本，增加住户收入，并减小形成资产价格泡沫的可能性。但是，这样做的同时，需要银行不断改善风险管理系统，并实施强有力的监管。
- **金融发展。**各方广泛同意，为了实现经济的重新平衡，继续推进股票市场和企业债券市场发展将是一个重要因素。近年来已经朝着这个方向做出了相当大的努力，包括引入卖空和保证金交易，创造了可交易的指数期货，以及进一步扩大了小型公司的上市市场（去年 10 月设立创业板）。各方共同指出，还需采取进一步措施，包括推进更广泛的股权，简化不同市场的监管，以及建立有关机制增加各类市场的流动性。此外，提供更多金融产品（包括共同基金、交易所买卖基金、年金和其他保险产品）将是有益的。
- **对消费的财政支持。**当局强调，为了刺激消费，他们已经启用了多种财政工具。工作人员认为，这些措施已经对经济产生重大影响，并鼓励当局采取进一步行动。例如，降低增值税税率并扩大税基，将有助于提高对消费的边际鼓励效应。减轻其他消费税负担，或进一步扩大鼓励消费和为消费提供补贴的制度，也可以取得类似效果。
- **增加住户收入。**工作人员认为，减少对劳动收入征税也有很大的余地。这样做的结果必然意味着社会保障缴纳金的减少（因为个人所得税的覆盖面有限）。工作人员指出，社会保障缴纳金很高（超过基本工资的 40%）且为累进制。降低缴纳金水平将增加住户的可支配收入、减少不平等并促进就业增长。但是，为了确保持续对社会支出提供资金，还需要更多地依赖其他收入来源。另外，还可考虑进一步增加对低收入群体和失业人员的转移支付。
- **医疗。**过去几年，中国已取得了重大进展，在城市地区实现了几乎全面覆盖的医疗保险，对农村居民的覆盖面也大大扩大。政府增加了对医疗保险费的补贴，投入大量资源兴建医院和社区医疗中心，并制定计划，通过培训和其他项目扩大医护人员数目。最后，政府还对核心基本药物的获用予以保障。2009-2011 年，通

过预算投资 8500 亿元（约占年度 GDP 的 2.25%），政府的目标是实现基本医疗服务的全面覆盖，并减少病人承担的费用。这些措施非常重要，但当局表示，在各地区之间，特别是农村和城市之间，提供的服务质量和资金仍不平衡。他们指出，为了缩小各地区之间在福利和服务质量方面的差距，需要进一步增加财政资源，特别是投向贫困地区的资源。展望未来，大家普遍认为，重点工作应是通过增加对基本医疗和社区医疗设施的投资而改善医疗体系，继续推行全民医疗保险（特别是农民和进城务工人员），并通过提高报销比率降低自担的费用。其他目标是降低医疗体系收入对药品销售和使用费的过度依赖，措施包括降低基本药物的成本。工作人员还建议将福利覆盖面扩大到重大疾病和慢性疾病。

- **养老金。**2009 年，政府启动实行新的农村养老金制度的计划，由地方和中央政府出资，先在 10% 的农村县（市）开展试点。预计到 2010 年底将有 23% 的农村县（市）得到覆盖，到 2020 年实现全面覆盖。对于城镇职工，已经采取有益的措施，提高养老金的区域统筹，统一在省级确定关键的政策参数，并提高城市养老金的可携带性。然而，养老金制度仍然分散于多个职业体系，与全国农村和城镇养老金制度形成重叠。这种复杂性会对增强劳动力市场的活力形成限制。当局认为，改革重点需要放在继续扩大新的农村养老金体系以及城镇职工基本养老金体系的覆盖面，提高养老金政策的统一性，并建立行之有效的省份间转移机制，促进提高可携带性。工作人员表示，还必须意识到（并处理）目前的养老保险制度带来的遗留成本，并提高国家一级的风险统筹。
- **教育。**尽管对教育的公共支出水平相对较低，中国已经实现了基本普及初中及以下教育，同时教育资金全部由公共资金提供。工作人员认为，下一步可侧重于确保政府出资的普及教育扩大到高中，提高教育质量并增加接受教育的机会（尤其是对于贫困地区和进城务工人员的子女）。
- **城市化。**在中国，每年有 1800 万人迁移到城市地区。城市地区不到全国人口的一半，但创造了超过四分之三的消费。城市化进程稳步扩大了对住房、服务和高生产率工作的需求。中国政府已经认识到，持续的城市化进程将给经济再平衡、发展服务业以及维持中国经济赖以取得惊人增长速度的高生产率带来重大希望。当局表示，今后面临的挑战将是创造足够的城市就业机会以满足新进城工人的需要，提供负担得起的住房，并在一系列领域（卫生、交通等）提供公共基础设施，解决因城镇人口增加带来的环境和能源利用方面的障碍。他们强调，有必要仔细进行城市规划，并采取平衡方式对城市基础设施加以优化和投资。工作人员主张采取更大努力，促进劳动力流动，这包括改进户籍制度。各方广泛认同，扩大福利的可携带性并提高社会保障计划的全国统一性，也将有助于劳动力流动。

- **解决企业储蓄高的问题。** 中国的企业储蓄较高。这是近年来经常账户存在巨额顺差的一个关键因素。导致这一现状的原因是多方面的。在某种程度上，它们与各种要素投入（包括资本、能源和污染）的低成本有关。这种情况尤其有利于贸易部门中、资本和能源高度密集的行业。市场结构也很重要，一些企业在国内市场享有寡头垄断地位。对于一些规模较小的公司，对未来融资的不确定性促使它们进行预防性储蓄，以确保有资金投资于盈利项目。最后，与其他体系不同，企业并不存在所有权竞争性的问题。这可能会使企业不愿以红利方式分配利润，从而导致较高的企业储蓄。

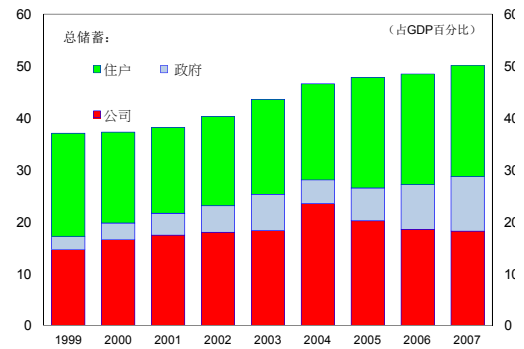
25. **当局观点。** 当局基本同意工作人员所列的结构性议题的主要部分。他们强调，工作人员也认同，过去数年在其中很多领域发生了巨大的变化。官员们强调了政府的充分承诺，即中国将减少对出口的依赖并推动私人消费。他们指出，这是一个动态的改革过程，当然并非所有的改革已经得到全面的部署，不过，进一步的措施正在仔细研究之中。当局还指出，在衡量中国的表现时应该考虑到国际环境。他们认为，在最近几年，与其他经济体相比，中国迈向强劲、持续和均衡增长的步伐要快得多，在一定程度上是因为许多工业国家面临着短期的经济和社会困境。

IV. 工作人员评价

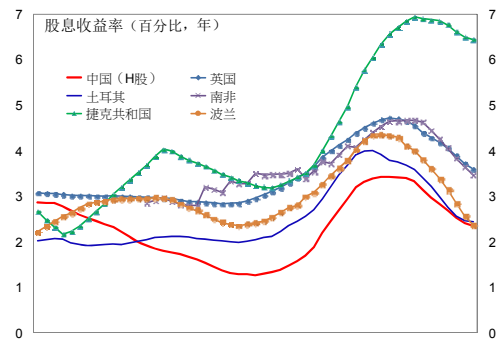
26. **增长。** 为应对全球金融危机，当局采取了积极主动、迅速和果断的政策措施。尽管净外部需求下降对经济造成相当于 GDP4%以上的拖累，2009 年仍取得 9% 以上的不凡增长结果，从此可以看出，政府所采取的政策无疑是成功的。恢复已经稳固，目前正在逐步从公共部门刺激转向私人部门引导的增长。工作人员预计，今年将实现两位数的增长率；随着财政和货币政策刺激的逐步撤销，2011 年的增速将适度减缓。这些成就进一步巩固了中国作为全球增长主要驱动力的地位。

27. **通货膨胀。** 在恢复的现阶段，几乎没有证据表明通货膨胀上扬来自产能限制约束、广义货币总量迅速上升或需求压力。除非食品价格遭遇无法预料的供给冲击，否则，消费物价通胀率将在 2010 年年中达到峰值，之后，在下半年开始下降。

企业、住户和政府储蓄均增加



在中国，虽然公司利润较高，但平均股息收益率较低



28. **货币政策。**当局今年的广义货币增长目标较好地平衡了以下两者之间的关系：一方面，继续为经济提供支持；另一方面，确保银行资产负债表是健康的。为实现撤回货币刺激的既定目标，基准利率本可以提得更高一些，可以发行更多的中央银行票据和通过债券回购业务来吸收流动性，而且还可以进一步提高准备金率。更灵活的汇率也将有助于支持撤销货币刺激。在较长的时间里，政府应考虑转向全面使用间接的货币政策工具，逐步取消对新贷款实行直接限制。

29. **财政政策。**2008 年出台的一揽子刺激措施为经济提供了重要支持。在近期内，应保持国家预算提供的财政刺激，但需进一步调整，尽可能减少资本投资，转向支持提高住户收入、减少收入不平等、改善社会安全网和促进消费的措施。尽管这些措施可能不会立竿见影，也不会有基础设施开支那么大的乘数效应，但是，它们可以提供更持久的社会和经济效益，有助于促进实现向私人消费过渡的再平衡。2011 年，假设经济将保持目前的发展轨迹，可以逐步取消财政刺激，并减少资本项目支出（包括预算支出和通过地方政府融资平台的支出）。

30. **汇率。**中央银行最近决定恢复全球金融危机发生前实行的有管理的浮动汇率制度，此举非常值得欢迎。此决定为央行通过汇率升值收紧银根提供了相当大的灵活性。展望未来，央行需避免根据美元的相对坚挺或疲软来决定实际有效汇率的变化，考虑到两个经济体在经济周期方面存在的明显差异，更是如此。此外，与 2005 年相比，目前全球金融体系中的流动性要多得多。随着人民币开始升值，中国将面对大量以逃避资本管制为目的的资本流入。宏观经济和审慎政策需保持警惕，确保这些资本流动不会导致主要资产市场价格迅速上升，或破坏过去几年在改善金融系统健康状况方面所取得的稳步进展。

处理近期风险

31. **全球背景。**中国面临的主要短期风险将来自全球经济再度下滑。如果这种下行风险成为现实，中国具备恢复扩张性财政政策以抵消外部需求冲击的弹性和空间。在采取预算措施时，重点应是刺激私人消费，而不是进一步增加对公共基础设施的支出。重新平衡经济以增加私人消费的中期改革将减少中国对外部需求的依赖，从而使经济能更好地抵御来自国外市场的冲击。

32. **房地产部门。**从全国来看，说房地产价格大大高于基本面可能为时过早。然而，在越来越多的较大城市，房地产价格迅速上涨，房地产泡沫正在形成。如任之膨胀下去，这种动态将可能导致房地产价格飞涨并走向房地产市场崩溃。在其他国家，此发展轨迹屡见不鲜。因此，采取一系列务实的、可起到抵消作用的审慎措施是完全必要的。然而，校准此政策反应的工作较为复杂，同时有反应过度或反应不足的风

险。政府须仔细调整这些措施，以避免过分压低价格或抑制房地产投资。然而，近来的价格上涨反映的则是一个更深层次的和结构性的问题。尽管政府作出了努力，房地产价格膨胀的倾向及对泡沫的关注将持续下去。一个持久的解决方案需要结构性地提高实际利率、出台有意义的物业税以提高房地产的持有成本、以及发展更广泛的金融市场为中国的高储蓄提供其他投资去向。物业税也将有助于加强地方政府的财政状况，减少它们对出售土地收入的依赖。

33. **地方政府融资。**通过地方政府投资平台对基础设施项目和其他项目提供融资近来增长非常突出。鉴于许多这类操作的透明度较低、其活动多种多样，以及许多地方政府的财政状况薄弱，与这些融资平台有关的部分贷款将不可避免地成为坏账。但是，这些贷款究竟会对银行资产负债表带来什么风险，则十分难以量化。提高透明度是必要的。展望未来，应要求所有这些实体公布经审计的年度财务报表。目前，财政部正会同人民银行及银监会建立一个综合的数据库，以便更好地理解这些操作，这是非常正确的做法。数据一俟可得，也可予以公布。

34. **信贷质量。**去年，信贷迅速扩张，这可能会逐步导致信贷质量下降和最终出现不良贷款增加，这方面的国际经验很有说服力。最近在加强审慎监管要求方面作出的努力将为银行体系提供重要保障。此外，主要银行的财务状况是健康的，这将允许它们吸收与这部分贷款增加有关的损失。然而，在未来几年中，预计增加的不良贷款仍将给银行资产负债表造成压力。需对此加以密切监测，尤其是对一些规模较小的地区性银行。

再平衡

35. **经常账户。**经常账户顺差近来下降十分引人注目。不过，国际经验表明，经常账户顺差持续下降通常要求实际有效汇率升值，并同时采取宏观经济政策支持需求，而且在有些情况下，还需要实施结构性改革，发展经济体中的非贸易部门。根据目前公布的政策，并假设实际汇率不变，在中期内，大量经常账户顺差可能重新出现，尽管规模可能小于2007年。

36. **持续的再平衡。**实现和维持政府预计的经常账户顺差下降将是一项非常复杂的宏观经济工程。目前，实现此目标所需的关键政策改革尚未全面到位。除了正在进行的值得称道的努力之外，实现经常账户顺差持续下降，要求在多个领域采取协调行动。

37. **更坚挺的货币。**人民币升值是必要的，目前的汇率体制改革为实现此升值提供了必要的灵活性。将资源从出口部门转向面向国内市场的产业可能需要时日，而且在

此过程中，增长和就业可能会略为降低。这些担忧是很正常的。然而，根据国际经验和工作人员的分析，我们相信，就业增加，尤其是服务部门的就业增加将抵消近期损失，中国人民从更坚挺的货币中得到的好处将远远大于成本。

38. **金融放开。**尽管在金融市场放开方面取得重大进展，但中国应最终取消存款利率上限，以便更多地让市场来决定利率，并反应需求和供给力量。同时，在行使货币管理方面，政府应更多地依赖间接手段，取消对银行贷款的直接限制。退出现有复杂的管控体系将需要时日，需仔细确定顺序，并加以严密监督和管理。随着利率放开，需确保放开不会意外地蜕变成货币条件放松，这至关重要。相反，应精心设计这类改革，以实现实际利率的结构性上升。

39. **金融发展。**转向完全以市场为基础的金融中介体系，需发展和开发一系列更广泛的金融市场和工具。这将为住户提供其他投资和保险产品，增加住户的资本收益，减少对实物资产（如住房）作为价值存储的需要。这类改革将支持消费、减少企业储蓄、增加就业、改善资本配置和降低发生资产价格泡沫的可能性。正在进行的金融部门评估项目（FSAP）将为制定未来几年金融发展的明晰路线图提供宝贵意见。此评估将成为明年第四条磋商的有机组成部分。

40. **对消费提供财政支持。**最近为提高住户收入、降低收入不平等和促进消费所采取的预算激励措施是行之有效的。然而，需要保持和加强促进消费需求的基本势头。为此，政府需研究如何进一步降低施于消费活动和劳动收入的税负，进一步增加对低收入住户和失业人口的转移支付。这样的财政政策调整须在确保中期财政赤字呈下降趋势的更为广泛的框架下设计。因此，支持消费和促进住户收入增加可能需要采取一些抵消性措施，如提高其他收入来源（例如，来自物业税的收入）和减少其他支出项目。

41. **社会保障网。**在过去一年里，中国在建设一个更有效的社会保障体系方面取得的令人赞赏的进展。近来，中国在将养老金覆盖面扩大到农村居民、提高城市养老金可携带性，以及提高医疗服务质量和可得性方面作出了努力，这些努力是降低住户风险和降低预防性储蓄动机所不可或缺的。进一步的步骤可以包括让更多的人可以获得优质医疗服务，特别是农村居民和进城务工人员，将福利范围扩大到大病和慢性疾病，以及减少保险人自己负担的费用。政府将继续努力实现普遍覆盖的基本养老金（重点是覆盖农村人口和进城务工人员）、更高层次的全国统筹和完全可携带的养老金福利等目标，这都是非常正确的。

42. **城市化。**为充分利用城市化可带来的潜力，需要进行一系列的改革。需逐步消除劳动力流动面临的各种障碍、改善户籍制度、继续进行农村土地改革、确保城市居

民（特别是进城务工人员）可统一获得教育和所有社会保障，以及重新审查政府间的财政制度。有效的城市化也意味着，政府将继续探究如何确保在城市地区提供人们可负担得起的住房，并将一系列城市基础设施项目列为大型投资的重点。最后，城市化提高将带来对广泛服务需求的增加，这有可能创造大量的就业机会。为确保服务经济全面发展，应找出在服务行业的竞争和私人参与方面存在哪些障碍，并予以消除。

43. **减少企业储蓄。**调整各种要素投入的相对价格，如提高资本、土地、电力、燃气、水及污染的成本，将降低企业储蓄，特别是在资本和能源密集型产业。这与政府确定的节约能源、减少排放和保护环境等优先工作是一致的。在此方面已取得进展，如中国石油产品的价格与全球价格变动的关系更加紧密。然而，最近缩小增值税退税的行业范围的措施则将产生扭曲和不良作用。相反，较好的办法是对所有出口实行零增值税，而通过其他方式实现抑制能源密集型和污染行业的目的。政府也不妨考虑扩展国有企业向预算支付红利的做法，并确保这些红利用于资助一般性预算支出（而不是通过各种方法返回企业部门）。应该努力确保国内市场有足够的竞争，以避免企业利用寡头垄断地位产生过度租金。最后，通过更广泛的股权持有增加住户在企业的股份参与（直接和通过机构投资者），企业的高额储蓄将转为住户财富增加。这反过来有助于提高住户消费。

44. **结论。**政府为应对危机采取的宏观经济政策取得了非常好的成效，减轻了全球经济低迷对中国经济造成的影响。在“20国集团相互评估进程”所强调的领域中，中国也取得了重大进展。基于这些政策行动，中国正在对确保全球经济实现强劲、持续和均衡的增长作出重大贡献。目前的挑战是如何准确调整从这些危机措施中退出的步伐，尤其是在目前非常不确定的全球环境的退出步骤。此外，为了在未来几年实现主要以私人消费拉动的增长的目标，中国还需完成广泛的结构改革议程。为实现此结果，应考虑所有政策工具。更坚挺的货币是必要的，但不应该孤立看待，应将其作为上述更广泛一揽子措施的一部分。

45. 建议与中国的下次第四条磋商按标准的12个月周期进行。

表 1. 中国：若干经济指标

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
						预测值	
	(年度百分比变化, 除非另有说明)						
国民账户与就业							
实际GDP	11.3	12.7	14.2	9.6	9.1	10.5	9.6
国内总需求	9.2	11.5	12.7	9.7	14.8	11.5	9.4
消费	8.1	9.8	11.1	8.6	9.9	13.2	11.0
投资	10.6	13.6	14.7	11.0	20.4	9.7	7.6
固定	11.9	12.8	13.4	9.7	24.6	10.1	7.9
存货 ^{1/}	-0.3	0.6	0.8	0.8	-1.0	0.0	0.0
净出口 ^{1/}	2.6	2.0	2.5	0.8	-4.3	-0.5	0.6
消费者价格							
期末	1.4	2.0	6.6	2.5	0.7	3.5	2.7
平均	1.8	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.5	2.7
失业率(年度平均)	4.2	4.1	4.0	4.2	4.3	4.1	4.0
	(相当于GDP的百分比)						
外债和国际收支							
经常账户	7.1	9.3	10.6	9.6	6.0	5.0	5.3
贸易差额	5.9	8.0	9.0	8.0	5.0	4.0	4.5
商品出口	33.8	35.7	34.9	31.7	24.1	30.3	32.9
商品进口	27.8	27.7	25.9	23.8	19.1	26.3	28.5
总外债	13.1	12.5	11.1	8.6	8.6	8.9	8.7
储蓄与投资							
国内总投资	42.1	43.0	41.7	44.0	47.7	50.0	49.2
国民储蓄	49.2	52.3	52.4	53.7	53.6	55.0	54.5
政府	6.3	8.7	10.5	9.9	9.9	8.8	9.1
非政府	42.9	43.6	41.9	43.8	43.7	46.2	45.5
公共部门财政							
广义政府总债务	17.6	16.5	19.8	16.8	18.6	20.1	19.9
广义政府差额	-1.4	-0.7	0.9	-0.4	-3.0	-3.0	-2.0
	(年度百分比变化)						
实际有效汇率	-0.3	2.2	5.0	8.5	2.7	...	...

来源：CEIC数据有限公司及基金组织工作人员的估计和预测。

^{1/} 对年度增长贡献的百分比。

表 2. 中国：国际收支

(单位：10亿美元，除非另有说明)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010-2011	
						2010	2011
	预测值						
经常项目差额	160.8	253.3	371.8	436.1	297.1	265.8	313.1
贸易差额	134.2	217.7	315.4	360.7	249.5	211.7	265.6
出口	762.5	969.7	1,220.0	1,434.6	1,203.8	1,610.4	1,947.7
进口 (基于国际收支)	628.3	751.9	904.6	1,073.9	954.3	1,398.8	1,682.1
服务	-9.4	-8.8	-7.9	-11.8	-29.4	-56.5	-66.7
收入	10.6	15.2	25.7	41.4	43.3	54.3	51.6
经常性转移	25.4	29.2	38.7	45.8	33.7	56.4	62.7
资本和金融账户差额	63.0	6.7	73.5	19.0	144.9	45.1	-20.2
资本账户	4.1	4.0	3.1	3.1	4.0	3.7	3.7
金融账户	58.9	2.6	70.4	15.9	140.9	41.5	-23.8
外国直接投资净额	67.8	56.9	121.4	94.3	34.3	12.7	-2.0
外国直接对华投资 (净额)	79.1	78.1	138.4	147.8	78.2	66.5	59.8
对外投资	-11.3	-21.2	-17.0	-53.5	-43.9	-53.7	-61.8
证券投资	-4.9	-67.6	18.7	42.7	38.7	-11.4	-11.4
资产	-26.2	-110.4	-2.3	32.7	9.9	-20.1	-20.1
负债	21.2	42.9	21.0	9.9	28.8	8.7	8.7
其他投资	-4.0	13.3	-69.7	-121.1	67.9	40.2	-10.4
资产 1/	-48.9	-31.9	-151.5	-106.1	9.4	4.7	-45.9
负债	44.9	45.1	81.8	-15.0	58.5	35.5	35.5
错误与遗漏 2/	26.9	24.8	15.4	24.5	-43.5	0.0	0.0
总差额	250.6	284.8	460.7	479.5	398.5	311.0	293.0
储备资产	-250.6	-284.8	-460.7	-479.5	-398.5	-311.0	-293.0
备忘项：							
经常项目，相当于GDP的百分比	7.1	9.3	10.6	9.6	6.0	5.0	5.3
出口增长 (按价值计)	28.5	27.2	25.8	17.6	-16.1	33.8	20.9
进口增长 (按价值计)	17.6	19.7	20.3	18.7	-11.1	46.6	20.3
外国直接对华投资，相当于GDP的百分比	3.5	2.9	4.0	3.3	1.6	1.3	1.0
外债	296.6	338.6	389.2	390.2	428.7	472.7	516.8
相当于GDP的百分比	13.1	12.5	11.1	8.6	8.6	8.9	8.7
短期外债 (按剩余期限) 3/	171.6	199.2	235.7	226.3	259.3	291.2	323.2
总储备 4/	825.6	1,072.6	1,534.4	1,953.3	2,425.9	2,736.8	3,029.8
相当于按剩余期限计的短期外债的百分比	481.0	538.4	651.0	863.2	935.7	939.8	937.5
实际有效汇率 (1990 = 100)	92.4	94.5	99.2	107.5	110.4	...	...
净国际投资头寸	407.7	640.2	1,188.1	1,493.8	1,821.9	...	...
相当于GDP的百分比	18.1	23.6	34.0	33.0	36.5	...	...
名义GDP	2,256.9	2,712.9	3,494.2	4,520.0	4,984.7	5,317.6	5,911.2

来源：CEIC数据有限公司及基金组织工作人员的估计。

1/ 2005年的数字包括银行注资和外汇互换，估计为288亿美元

2/ 包括计值调整的对应交易。

3/ 除非另有说明，数据皆由中国当局提供。

4/ 包括黄金。

表 3. 中国：外部脆弱性指标

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
货币与金融指标							
广义政府国内债务（官方数据，相当于GDP的百分比）	19.2	18.5	17.6	16.2	19.6	17.0	17.7
广义货币（M2：年度百分比变化）	19.6	14.9	16.3	17.0	16.7	17.8	27.6
外币存款与广义货币之比（百分比）	5.6	5.0	4.4	3.6	2.9	2.6	2.4
信贷（年度百分比变化）	21.1	14.5	13.0	15.1	16.1	18.7	31.7
外币贷款与对整个经济信贷之比（百分比）	5.2	5.0	4.9	4.5	4.7	4.4	5.2
股市指数（期末，1990年12月19日 = 100）1/	1,569.1	1,330.2	1,220.9	2,815.1	5,521.5	1,911.8	3,437.5
股市市值（相当于GDP的百分比）	31.4	23.4	24.5	48.9	130.2	46.0	81.2
上市公司数（A股）	1,261.0	1,349.0	1,355.0	1,398.0	1,507.0	1,581.0	1,678.0
国际收支指标							
出口（年度百分比变化,美元）	34.6	35.4	28.5	27.2	25.8	17.6	-16.1
进口（年度百分比变化,美元）	-39.8	-35.8	-17.6	-19.7	-20.3	-18.7	11.1
经常项目差额（相当于GDP的百分比）	2.8	3.6	7.1	9.3	10.6	9.6	6.0
资本和金融账户差额（相当于GDP的百分比）	3.2	5.7	2.8	0.2	2.1	0.4	2.9
其中：外国直接投资流入总额	2.9	2.8	3.5	2.9	4.0	3.3	1.6
不明资本流动 2/	...	...	...	...	...	...	...
储备指标							
总储备（10亿美元）3/	412.2	618.6	825.6	1,072.6	1,534.4	1,953.3	2,425.9
总储备与商品和非要素服务进口之比（月数）	8.2	10.4	11.6	12.4	14.9	21.1	17.9
总储备与广义货币（M2）之比（百分比）	15.4	20.1	22.9	24.7	28.9	28.6	27.3
总储备与按剩余期限计的短期外债之比（百分比）	447.6	502.1	528.7	584.1	697.2	926.7	935.7
外债与资产负债表指标							
全部外债（相当于GDP的百分比）	13.4	13.6	13.1	12.5	11.1	8.6	8.6
全部外债(10亿美元) 2/	219.4	263.0	296.6	338.6	389.2	390.2	428.7
其中：公共债务与公共担保的债务 4/	52.8	33.6	33.0	34.4	34.9	33.3	36.9
银行部门债务	58.6	97.6	101.9	120.0	126.6	126.3	132.4
按原始期限计的外债（10亿美元）	102.8	138.7	171.6	199.2	235.7	226.3	259.3
银行部门的国外净资产（10亿美元）	85.5	108.2	161.4	205.2	190.1	251.0	204.5
全部债务与商品和非要素服务出口之比（百分比）	43.0	37.7	33.6	30.4	27.8	23.7	32.1
全部债务偿还额与商品和非要素服务出口之比(百分比) 5/	17.0	19.6	19.3	17.8	16.8	13.7	19.8
其中：利息支付与商品和非要素服务出口之比(百分比) 5/	1.1	0.8	0.6	0.5	0.4	0.3	0.4
债券利差（EMBI中国，期末，基点）	58.0	57.0	68.0	51.0	120.0	228.0	64.0
外币主权债券评级							
穆迪	A2	A2	A2	A2	A1	A1	A1
标准普尔	BBB	BBB+	A-	A	A	A	A
备忘项：							
国际投资头寸	...	276.4	407.7	640.2	1,188.1	1,493.8	1,821.9
名义GDP（10亿美元）	1,641.0	1,931.6	2,256.9	2,712.9	3,494.2	4,520.0	4,984.7
商品和非要素服务的出口（10亿美元）	485.0	655.8	836.9	1,061.7	1,342.2	1,581.7	1,333.3
实际有效汇率（年度百分比变化）	-6.6	-2.7	-0.3	2.2	5.0	8.5	2.7

来源：CEIC数据有限公司和基金组织工作人员的估计。

- 1/ 上海证券交易所，A股。
2/ 数据由中国当局提供。
3/ 包括黄金。
4/ 未包括银行部门债务。
5/ 基金组织工作人员估计。

表 4. 中国: 货币变化情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010		
						1月	2月	3月
(10亿元人民币)								
国外净资产	7,570.0	10,086.5	13,775.1	17,897.1	19,853.2	19,866.2	20,002.4	20,228.0
国内净资产	22,268.0	24,473.9	26,569.1	29,619.6	40,769.3	42,694.8	43,604.8	44,766.7
国内信贷	24,837.0	28,873.8	33,965.9	37,937.9	49,588.9	50,345.1	51,244.9	52,101.8
对政府的信贷净额	1,520.0	1,535.0	2,820.8	2,943.5	3,229.0	2,770.0	2,922.6	2,931.8
对非政府的信贷	23,317.0	27,338.7	31,145.1	34,994.4	46,359.9	47,575.1	48,322.3	49,169.9
其他项目，净额 ^{1/}	-2,568.0	-693.8	1,128.1	766.6	106.8	-1,132.6	-1,208.1	-1,598.2
广义货币	29,838.0	34,560.4	40,344.2	47,516.7	60,622.5	62,560.9	63,607.2	64,994.7
储备货币	6,434.3	7,775.8	10,154.5	12,922.2	14,398.5	14,282.0	15,262.9	15,003.3
其中：								
法定准备金	2,040.1	2,866.8	5,409.5	6,614.2	8,519.7	9,065.2	9,491.3	9,773.9
超额准备金	1,799.1	1,979.1	1,432.1	2,596.4	1,723.2	781.9	952.9	945.8
中国人民银行的国外净资产	6,269.8	8,484.6	12,387.8	16,181.1	18,457.1	18,727.5	18,881.2	19,137.2
中国人民银行的国内净资产	154.0	-708.8	-2,233.3	-3,258.9	-4,058.6	-4,445.5	-3,618.2	-4,133.9
(12个月的百分比变化)								
国外净资产 ^{2/}	8.0	8.4	10.7	10.2	4.1	3.9	3.8	3.8
国内净资产	12.6	9.9	8.6	11.5	37.6	34.8	33.9	28.4
国内信贷 ^{3/}	10.7	16.3	17.6	11.7	30.7	27.4	26.2	21.9
其中：贷款	13.0	26.6	19.3	14.0	34.2	31.0	29.7	24.8
其他项目：净额 ^{2/ 3/}	-3.2	6.3	5.3	-0.9	-1.4	-3.0	-3.3	-3.5
广义货币 ^{4/}	17.9	15.8	16.7	17.8	27.6	26.1	25.5	22.5
包括外币存款	17.2	15.0	15.9	17.4	27.3	25.6	25.1	22.1
M1 ^{4/}	11.8	17.5	21.0	9.0	32.4	39.0	35.0	29.9
M0 ^{4/}	11.9	12.6	12.2	12.7	11.8	-0.8	22.0	15.8
准货币	21.8	16.3	14.3	23.1	25.0	19.7	20.9	18.8
储备货币	9.3	20.8	30.6	27.3	11.4	10.2	21.7	20.7
中国人民银行的国外净资产 ^{5/}	36.5	35.4	45.5	30.2	14.0	14.8	14.8	15.7
中国人民银行的国内净资产 ^{5/}	-17.7	-11.2	-15.0	-7.9	-5.6	-7.8	1.8	-0.2
准备金率 ^{6/}								
法定准备金	7.5	9.0	14.5	15.0	15.0	15.5	16.0	16.0
超额准备金	4.2	4.8	3.3	5.1	...	...	...	...
备忘项：								
货币乘数	4.6	4.4	4.0	3.7	4.2	4.4	4.2	4.3
居民外汇存款（10亿美元）	161.6	161.1	159.9	179.1	208.9	209.3	211.8	213.4
占全部存款的百分比	4.3	3.6	2.9	2.6	2.3	2.3	2.3	2.2
居民外汇贷款（10亿美元）	150.5	166.4	219.8	243.7	379.5	388.8	398.6	408.3

来源：CEIC数据有限公司及基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 包括国内金融机构的外币业务和外国银行的国内业务。此外，一些项目从“其他项目净额”转入“对政府的信贷净额”。

2/ 12个月的变化相当于期初货币性负债存量的百分比。

3/ 针对不良贷款从银行转到资产管理公司对增长率进行了修正。

4/ 增长率以官方宣布的为基础，并针对数据序列定义的变化进行了修正。

5/ 12个月的变化相当于期初储备货币存量的百分比。

6/ 占全部银行存款的百分比。

表 5. 中国：广义政府预算操作

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
							预测值
(10亿元人民币)							
收入	3,184	3,944	5,262	6,173	6,817	7,437	8,583
税收收入	2,878	3,480	4,562	5,422	5,952	6,694	7,746
所得和利润税	750	954	1,196	1,490	1,548	1,746	2,008
商品和服务税	1,666	1,980	2,426	2,819	3,226	3,844	4,370
其他税收(残值)	339	424	745	784	905	770	992
非税收收入(残值)	306	464	700	750	866	743	836
支出	3,441	4,090	5,023	6,294	7,832	8,545	9,411
基本	3,360	3,993	4,917	6,138	7,672	8,364	9,197
利息	82	98	105	157	160	181	214
总差额	-257	-146	239	-122	-1,015	-1,108	-829
融资	257	146	-239	122	2,041	1,108	829
国内	255	153	-239	122	2,041	1,108	829
国外	2	-6	0	0	0	0	0
私有化及其他	0	0	0	0	0	0	0
备忘：当局定义							
收入	3,165	3,876	5,132	6,133	6,848	7,468	8,563
支出	3,393	4,042	4,978	6,259	7,587	8,310	9,376
总差额	-228	-166	154	-126	-740	-842	-814
(相当于GDP的百分比)							
收入	17.2	18.2	19.8	19.7	20.0	20.0	20.5
税收收入	15.6	16.1	17.2	17.3	17.5	18.0	18.5
所得和利润税	4.1	4.4	4.5	4.7	4.5	4.7	4.8
商品和服务税	9.0	9.2	9.1	9.0	9.5	10.3	10.4
其他税收(残值)	1.8	2.0	2.8	2.5	2.7	2.1	2.4
非税收收入(残值)	1.7	2.1	2.6	2.4	2.5	2.0	2.0
支出	18.6	18.9	18.9	20.0	23.0	23.0	22.5
基本	18.2	18.5	18.5	19.5	22.5	22.5	22.0
利息	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
总差额	-1.4	-0.7	0.9	-0.4	-3.0	-3.0	-2.0
融资	1.4	0.7	-0.9	0.4	6.0	3.0	2.0
国内	1.4	0.7	-0.9	0.4	6.0	3.0	2.0
国外	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
备忘项：							
债务	17.6	16.2	19.6	17.0	17.7	19.2	19.0
国内	17.2	15.9	19.4	16.8	17.5	19.1	18.9
国外	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
周期调整后的差额							
(相当于潜在GDP百分比)	-1.0	-0.6	0.3	-0.9	-3.2	-3.3	-2.2
名义GDP(10亿元人民币)	18,494	21,631	26,581	31,405	34,051	37,147	41,824
当局定义							
收入	17.1	17.9	19.3	19.5	20.1	20.1	20.5
支出	18.3	18.7	18.7	19.9	22.3	22.4	22.4
总差额	-1.2	-0.8	0.6	-0.4	-2.2	-2.3	-1.9

来源：CEIC数据有限公司及基金组织工作人员的估计。

表 6. 中国: 说明性的中期预测方案 1/

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	预测值									
(百分比变化)										
实际GDP	12.7	14.2	9.6	9.1	10.5	9.6	9.5	9.5	9.5	9.5
国内总需求	11.5	12.7	9.7	14.8	11.5	9.4	9.1	9.0	8.9	8.9
消费	9.8	11.1	8.6	9.9	13.2	11.0	10.9	10.7	10.4	10.3
投资	13.6	14.7	11.0	20.4	9.7	7.6	7.1	7.1	7.1	7.2
固定	12.8	13.4	9.7	24.6	10.1	7.9	7.4	7.3	7.3	7.4
存货 2/	0.6	0.8	0.8	-1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净出口 2/	2.0	2.5	0.8	-4.3	-0.5	0.6	0.8	0.8	0.9	1.0
消费者价格 (平均)	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.5	2.7	2.0	2.0	2.0	2.0
(相当于GDP的百分比)										
总资本形成	43.0	41.7	44.0	47.7	50.0	49.2	48.3	47.4	46.5	45.6
国民总储蓄	52.3	52.4	53.7	53.6	55.0	54.5	54.2	53.9	53.7	53.6
财政差额	-0.7	0.9	-0.4	-3.0	-3.0	-2.0	-1.3	-0.9	-0.4	0.1
收入	18.2	19.8	19.7	20.0	20.4	20.9	21.6	22.1	22.6	23.2
支出	18.9	18.9	20.0	23.0	23.4	22.9	23.0	23.0	23.1	23.1
经常账户差额	9.3	10.6	9.6	6.0	5.0	5.3	5.8	6.5	7.2	8.0
(10亿美元)										
经常账户差额	253	372	436	297	266	313	386	482	594	736
贸易差额	218	315	361	250	212	266	331	409	511	643
出口	970	1,220	1,435	1,204	1,610	1,948	2,268	2,644	3,099	3,645
(百分比变化)	27	26	18	-16	34	21	16	17	17	18
进口	752	905	1,074	954	1,399	1,682	1,936	2,235	2,587	3,003
(百分比变化)	20	20	19	-11	47	20	15	15	16	16
资本和金融账户, 净额	7	74	19	145	45	-20	-131	-192	-284	-348
资本账户	4	3	3	4	4	4	4	4	4	4
直接投资净额	57	121	94	34	13	-2	-17	-33	-50	-64
证券投资净额	-68	19	43	39	-11	-11	-56	-101	-176	-226
其他投资净额	13	-70	-121	68	40	-10	-61	-61	-61	-61
错误与遗漏	25	15	24	-44	0	0	0	0	0	0
储备变动 (- 表示增加)	-285	-461	-480	-399	-311	-293	-255	-290	-309	-388
备忘项:										
名义GDP (10亿元人民币)	21,631	26,581	31,405	34,051	37,151	41,811	46,849	52,364	58,533	65,391

来源: CEIC数据有限公司及基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 根据惯例, 本方案假设实际汇率不变以及继续执行当前的政策框架, 包括财政政策。

2/ 对年度增长贡献的百分点。

表7. 中国：公共部门债务可持续性框架
(相当于GDP的百分比，除非另外标明)

	实际				预测							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015		
I. 基线预测												
公共部门债务 1/	16.2	19.6	17.0	17.7								
其中：以外币计值	0.3	0.2	0.2	0.1								
公共部门债务变动	-1.4	3.4	-2.6	0.7								
被确认的产生债务的流量 (4+7+12)	-2.4	-4.7	-3.4	1.7								
基本赤字	0.2	-1.3	-0.1	2.5								
收入与赠款	18.2	19.8	19.7	20.0								
基本(非利息)支出	18.5	18.5	19.5	22.5								
自动的债务动态 2/	-2.6	-3.5	-3.3	-0.9								
利率/增长率之间差异的贡献 3/	-2.1	-2.6	-2.5	-0.8								
其中：实际利率的贡献	-0.2	-0.7	-0.9	0.6								
其中：实际GDP增长的贡献	-1.9	-1.9	-1.6	-1.4								
汇率贬值的贡献 4/	-0.5	-0.8	-0.8	0.0								
其他被确认的产生债务的流量	0.0	0.0	0.0	0.0								
私有化收入(负)	0.0	0.0	0.0	0.0								
隐含或有负债的确认	0.0	0.0	0.0	0.0								
其他(指明,例如银行注资)	0.0	0.0	0.0	0.0								
残值,包括资产变化(2-3)	1.0	8.2	0.7	-0.9								
公共部门债务-收入比率 1/	88.8	99.0	86.3	88.4								
总融资需要 5/	3.7	1.2	2.6	5.2								
以10亿美元计	99.2	43.5	117.1	257.5	10年 历史 平均	10年 标准 差	289.0	266.3	250.2	236.5	214.8	174.1
II. 公共债务比率压力测试												
关键宏观经济和财政假设												
实际GDP增长(百分比)	12.7	14.2	9.6	9.1	10.4	2.4	10.4	9.6	9.5	9.5	9.5	
公共债务的平均名义利率(百分比) 6/	3.0	3.0	3.0	3.0	3.8	1.4	3.0	3.8	3.6	3.6	3.7	
平均实际利率(名义利率减GDP缩减指数的变动,百分比)	-0.8	-4.6	-4.8	3.6	0.1	4.1	4.2	1.1	1.3	1.5	1.6	
汇率(本国货币/每美元)	7.8	7.3	6.8	6.8	7.9	0.5	6.8	6.8	6.9	6.9	6.7	
本国货币的名义贬值(本国货币/美元)	-3.2	-6.5	-6.4	-0.1	-1.7	2.7	-0.2	0.2	0.4	0.2	-1.8	
汇率(美元/每单位本国货币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
名义升值(本国货币的美元价值上升,百分比)	3.3	6.9	6.9	0.1	1.8	2.9	0.2	-0.2	-0.4	-0.2	1.8	
通胀率(GDP缩减指数,百分比)	3.8	7.6	7.8	-0.6	2.9	3.4	-1.2	2.7	2.3	2.1	2.1	
实际基本支出的增长(经GDP缩减指数缩减,百分比)	14.5	14.4	15.8	25.8	15.3	4.1	8.5	5.4	9.1	8.6	8.7	
基本赤字	0.2	-1.3	-0.1	2.5	1.4	1.4	2.1	0.8	0.0	-0.7	-1.3	
A. 替代方案												
A1. 2010至2015年间,关键变量为历史均值 7/							34.6	41.6	47.8	53.6	59.0	65.0
A2. 2010至2015年间,无政策变化(基本差额不变)							33.5	45.4	53.3	61.0	68.3	76.5
B. 边界检验												
B1. 实际利率为基线值加一个标准差							36.3	43.9	50.2	55.9	60.8	66.1
B2. 实际GDP增长为基线值减半个标准差							36.6	44.5	51.5	58.0	64.1	70.9
B3. 基本差额为基线值减半个标准差							36.7	44.2	50.4	55.8	60.4	65.3
B4. 综合B1至B3,偏离基线四分之一标准差							36.7	44.5	51.1	57.1	62.3	68.0
B5. 2010年发生30%的一次性贬值 8/							42.2	48.7	53.9	58.3	62.0	65.2
B6. 2010年,其他产生债务的流量增加幅度相当于GDP的10%							46.0	52.1	57.1	61.3	64.7	68.7

1/

公共部门的覆盖范围指的是广义预算政府的总债务。截至2009年底,银行资产负债表上的官方不良贷款为GDP的1.5%,但是这没有包括2008年中国农业银行改革中被划出的8200亿人民币(占GDP的2.5%),也没有包括资产管理公司仍持有的历史贷款的未知残余损失。假定每年约有三分之一的不良贷款存量得到处置,回收率为20%,由此造成的损失加入预测年份公共债务。我们保守估计,由于2009年和2010年的贷款活动增加,未来阶段的不良贷款将更多,最终的回收率为20%。假定不设基金的养老金负债(作为交易的一部分)在2008至2010年间由预算覆盖;假定将支付这些债务以及为抵补不良贷款而发行的债券的利息。

2/ 由 $[r - p(1+g) - g + ae(1+r)] / (1+g+p+gp)$ 乘以上一期债务比率得出,其中 r = 利率, p = GDP 缩减指数增长率, g = 实际GDP增长率, a = 外币计值债务的比率, e = 名义汇率贬值(按美元的本国货币价值上升计量)。

3/ 实际利率的贡献由注2的分母推出,为 $r - \pi(1+g)$, 实际增长率的贡献为 g 。

4/ 汇率的贡献由注2的分子推出,为 $ae(1+r)$ 。

5/ 定义为公共部门债务,加中期和长期公共部门债务摊销,再加上一期期末的短期债务。

6/ 由名义利息支出除以上一期债务存量得出。

7/ 关键变量包括实际GDP增长,实际利率,及基本差额相当于GDP的比率。

8/ 实际贬值定义为名义贬值(按本国货币的美元价值的百分比下降计量)减国内通胀(基于GDP缩减指数)。

基金组织工作人员代表关于中华人民共和国的声明
2010年7月26日

我们在发布工作人员报告后获得了以下信息。这些信息并不改变工作人员评价的核心内容。

1. **近期数据。**最新公布的数据显示，按照目前的经济增长速度，今年可实现两位数增长，同时，通胀压力在减退。

- 年同比实际 GDP 增长率从 2010 年第一季度的 11.9%放慢到第二季度的 10.25%。这符合工作人员的预测。投资和净出口反弹是第二季度增长的主要驱动力。

- 随着粮食和商品价格通胀减缓，消费者和生产者价格通胀在 6 月下降。

	2009	2010			
		1 季度	4 月	5 月	6 月
消费者价格指数膨胀（年度同比，期末）	1.9	2.4	2.8	3.1	2.9
生产者价格指数膨胀（年度同比，期末）	1.7	5.9	6.8	7.1	6.4

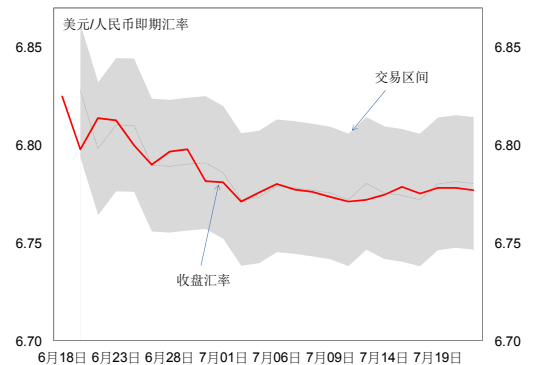
资料来源：CEIC 数据库。

- 贸易顺差在 6 月增加到 200 亿美元。同 5 月一样，出口增长继续超过进口。
- 官方总储备在第二季度大体上保持在 2.45 万亿美元的水平上。
- 截至 6 月底，不良贷款拨备覆盖率上升到 186%。

2. **房地产市场。**有迹象表明政府为房地产市场降温的措施已开始收效，销售额继续处于低水平，主要城市的居民住房价格上涨放慢。

3. **汇率。**在重归危机前实行的有管理的浮动汇率制度后的四个星期里，人民币对美元升值约 0.75%，名义有效汇率贬值 0.75%。

4. **新股发行。**中国农业银行在上海和香港特区上市。在两地上市共募集资金 192 亿美元。





国际货币基金组织

公共信息通告

对外关系部

公共信息通告 (PIN) 第 10/100 号
立即发布
2010 年 7 月 27 日

国际货币基金组织
美国华盛顿特区西北区 19 街 700 号
20431

基金组织执董会结束与中华人民共和国 2010 年第四条磋商

2010 年 7 月 26 日，国际货币基金组织（基金组织）执董会结束与中华人民共和国的第四条磋商。²

背景

中国遭受了全球金融危机的严重冲击。然而，当局迅速、果断、有效的政策应对措施帮助缓解了危机对经济的影响，并使中国引领全球复苏。

公共基础设施支出迅速提高，税负下调，政府出台鼓励措施促进耐用消费品的购买，养老金、社会转移、医疗卫生和教育的支出都得到扩大。同时，利率和准备金率下调，信贷增长限制取消，这些带来了银行贷款的激增。

这些政策对于遏制经济活动和信心的下行势头起到了有益的作用。2009 年第二季度经济增长率开始回升，当年的平均增长率达到 9.1%。2009 年大部分时间里通货膨胀率处于负值区间，但之后略有抬升，主要原因是粮食价格上涨。在截至今年 5 月的 12 个月里，名义有效汇率贬值了 1.25%。实际有效汇率贬值了 0.1%。

中国的复苏给周边地区和全球的经济带来了显著的正向溢出效应。这种效应最初是通过商品需求的增加（促使全球商品价格上涨），后来则是通过资本货物进口的增加。经常账户盈余由于出口减缓和进口猛增而迅速下降，国际收支状况出现显著变化。虽然经常账户盈余下降，但储备的积累仍然较快。

² 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。在讨论结束时，总裁作为执董会主席总结执董们的观点，这份总结转给该国当局。

随着经济复苏愈加坚实，政府已经开始取消一部分危机应对措施。信贷增长开始减慢，准备金率小幅上调，房地产贷款的审慎要求收紧。政府还宣布，将重归 2005 年 7 月至 2008 年 7 月间执行的有管理的浮动汇率制。不过，财政政策继续为经济提供重要支持。

执董会评估

执董们赞赏中国当局为应对全球经济危机采取的积极、果断的政策措施。预计经济增长将继续保持强劲，通胀前景看来有利。当前的政策挑战是校准从财政刺激和信贷扩张中退出的步伐和顺序，同时继续推动私人消费拉动经济增长。执董们赞赏中国当局对 20 国集团强劲、可持续、平衡增长框架的承诺。

执董们认为，2010 年预算继续支持私人需求稳步提高，这是适当的。他们认为，在近期进展的基础上，有空间进一步调整刺激措施，转向那些促进私人消费、提高住户收入、减轻收入不平等和改善社会安全网的措施。执董们支持在 2011 年逐步取消财政刺激，前提是现有的经济趋势能够维持下去。

执董们同意，今年降低广义货币增长的目标很好地实现了以下两个目标之间的平衡，一是继续向经济提供支持，二是维护银行资产负债表的健康。他们鼓励当局更多依赖市场工具实现这一目标，包括通过公开市场操作、加息以及提高准备金率。执董们强调，有必要加强监管，处理信贷质量出现的任何恶化，并有必要提高向地方政府融资工具贷款的透明度。同时，继续放开金融体系也很重要；正在开展的金融部门评估项目将为确定必要的改革措施的内容和顺序提供指导。

执董们对当局最近决定恢复有管理的浮动汇率制度表示欢迎。这一决定将提高中央银行收紧货币状况的灵活性。几位执董认为汇率低估。然而，许多其他执董不同意工作人员对汇率水平的评估，指出这种评估是基于对经常账户顺差的不确定预测。很多执董强调，随时间推移，更坚挺的人民币将有助于经济增长的主要驱动力从出口和投资转向私人消费。许多执董指出，有迹象表明国际收支已经开始发生结构性转变，这反映了为增强消费已经实施的改革。

执董们赞赏政府切实部署一系列抵消性审慎措施以抑制房地产价格膨胀。可能需要采取进一步措施解决房地产价格膨胀的根源，也许可以考虑实行物业税，以及推进更广泛的金融市场发展以提供替代储蓄工具。

执董们赞赏当局在建立更有效的社会保险体系方面取得的进展。他们鼓励当局采取进一步措施改善医疗、扩大养老金覆盖面、提高劳动力流动性以及降低企业储蓄。

公共信息通告 (PIN) 是基金组织提高其经济走势和政策分析和看法的透明度努力的一部分。经有关国家同意，执董会进行下列讨论后发布公共信息通告：讨论与成员国的第四条磋商；讨论对地区经济走势的监督；讨论规划后监测；以及讨论实施长期规划的成员国的事后评估。此外，除特定情况下执董会另有决定外，执董会讨论一般性政策问题后也发布公共信息通告。

表 1. 中国：部分经济指标

	2005	2006	2007	2008	2009	2010 预测
(年度百分比变化, 除非另有说明)						
国民账户和就业						
实际 GDP	11.3	12.7	14.2	9.6	9.1	10.5
国内总需求	9.2	11.5	12.7	9.7	14.8	11.5
消费	8.1	9.8	11.1	8.6	9.9	13.2
投资	10.6	13.6	14.7	11.0	20.4	9.7
固定	11.9	12.8	13.4	9.7	24.6	10.1
存货 1/	-0.3	0.6	0.8	0.8	-1.0	0.0
净出口 1/	2.6	2.0	2.5	0.8	-4.3	-0.5
消费者价格						
期末	1.4	2.0	6.6	2.5	0.7	3.5
平均	1.8	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.5
失业率 (年度平均)	4.2	4.1	4.0	4.2	4.3	4.1
(相当于 GDP 的百分比)						
外债和国际收支						
经常账户	7.1	9.3	10.6	9.6	6.0	5.0
贸易差额	5.9	8.0	9.0	8.0	5.0	4.0
货物出口	33.8	35.7	34.9	31.7	24.1	30.3
货物进口	27.8	27.7	25.9	23.8	19.1	26.3
总外债	13.1	12.5	11.1	8.6	8.6	8.9
储蓄和投资						
国内总投资	42.1	43.0	41.7	44.0	47.7	50.0
国民储蓄	49.2	52.3	52.4	53.7	53.6	55.0
政府	6.3	8.7	10.5	9.9	9.9	8.8
非政府	42.9	43.6	41.9	43.8	43.7	46.2
公共部门财政						
广义政府总债务	17.6	16.5	19.8	16.8	18.6	20.1
广义政府差额	-1.4	-0.7	0.9	-0.4	-3.0	-3.0
(年度百分比变化)						
实际有效汇率	-0.3	2.2	5.0	8.5	2.7	...

来源：CEIC 数据有限公司以及基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 以百分比表示的对年度增长的贡献。