



中华人民共和国

部分问题

2016年8月

本份关于中华人民共和国的文件是国际货币基金组织工作人员小组撰写的与中国定期磋商
的背景文件。文件是基于 2016 年 7 月 7 日撰写完毕时所能获得的信息。

公众可以联系以下部门获取该报告副本

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 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¹

2016年7月7日

亚太部
批准

本文由以下人员撰写：Joong Shik Kang、W. Raphael Lam、Alfred Schipke 和 Longmei Zhang（均来自亚太部）；Philippe Wingender（财政事务部）；John Caparusso 和 Thomas Harjes（均来自货币与资本市场部）；以及 Geoff Gottlieb（战略、政策及检查部）。

目录

中国的再平衡：分析与前景	4
A. 再平衡的定义	4
B. 再平衡的进展	4
C. 再平衡的前景	6
参考文献	10
图	
1. 外部再平衡与内部再平衡	4
2. 私人消费和投资	5
3. 信贷密集度进一步上升	5
4. 名义工业比重达到峰值后的变化	5
5. 基尼指数：非常高	6
6. 北京 PM 2.5 指数：非常高	6
7. 储蓄率将下降	6
8. 消费比重将上升	6
表	
1. 再平衡记分卡	8
2. 再平衡记分卡：热图说明	9
转向现代化、市场化的货币政策框架	11

¹本概要说明提供与中国的 2016 年第四条磋商的背景文件，其中很多是基于今后几个月即将公布的篇幅更长的研究文件。

参考文献	14
图	
1. 围绕 7 天回购利率的走廊不断缩窄	13
金融体系脆弱性——影子风险敞口、融资和风险传递	15
参考文献	18
图	
1. 中国金融体系脆弱性	17
净资本流动的前景	19
图	
1. 国际投资头寸	19
2. 对外负债	19
3. 总资本流动	20
4. 私人国外资产和负债	20
5. 净资本流出（经调整）	20
6. 资本账户（经调整）	20
7. 负债的净产生	21
8. 外汇套利	21
9. 国外资产的净获得	22
10. 国外资产的净获得——部分项目	22
11. 境外直接投资	22
12. 出口与外汇需求	22
13. 外债	23
14. 外债（占 GDP 的百分比）	23
表	
1. 资本账户恶化的因素分解	21
中国的再平衡：全球溢出效应	24
参考文献	27
图	
1. 用于满足中国最终需求而出口的国内增加值所占比重	24
2. 中国再平衡后，对中国增加值出口的变化	24
3. 中国再平衡通过贸易渠道对伙伴国家经济增长产生的估计影响	25
4. 实际大宗商品进口增长	25
5. 亚洲市场与中国的相关性	26
6. 全球金融危机后与中国的商业周期同步和股票收益相关性	26
解决中国的企业债务问题	28
参考文献	32

图	
1. 信贷繁荣往往糟糕收场	28
2. 企业信贷：与同类经济体相比处于高水平	28
3. 信贷密集度已经上升	29
4. 杠杆率上升，利润率下降	29
5. 按部分划分的在险债务	29
6. GDP 增长：示意性情景	30
中国正在形成的国有企业改革战略	33
A. 国有企业——效率较低、杠杆率较高	33
B. 当前的国有企业改革计划	33
C. 改革国有企业，释放经济增长	34
参考文献	37
图	
1. 国有企业改革	36
中国减缓气候变化的政策：碳税或煤税的多种好处	38
参考文献	42
图	
1. 环境改革：征收碳税或煤税的巨大好处	41

中国的再平衡：分析与前景²

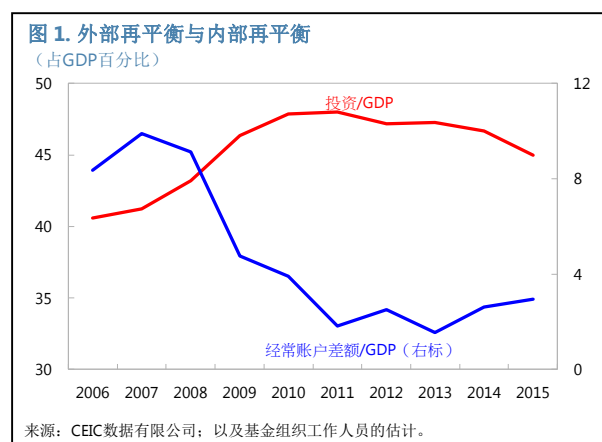
- 中国正在转向更加基于消费者和服务业的经济。本文回顾再平衡各个方面取得的进展，并提出工作人员对中期再平衡路径的预测。
- 外部再平衡取得了良好的进展，而内部再平衡的进展喜忧参半——供给方面进展显著，需求方面进展一般，信贷依赖方面进展有限。环境和包容性方面的再平衡调整滞后。
- 今后，随着人口结构变化和社会安全网增强，高国民储蓄率预计将下降。消费比率预计将随着劳动收入比重的提高和家庭储蓄的下降而上升。投资比率的下降幅度预计将与国民储蓄的降幅一致，外部平衡将变得越来越稳固。
- 从工业转向服务业的供给侧再平衡调整预计将进一步推进，这将有助于降低产出的碳密集度和促进收入平等。如果不果断实施公司重组和国有企业改革，信贷再平衡很可能进展缓慢。

A. 再平衡的定义

1. 中国的再平衡调整包含四个重要的要素：外部再平衡，内部再平衡，环境再平衡以及分配再平衡。外部再平衡侧重于外部需求相对于国内需求的作用，而内部再平衡的内容要丰富得多：在需求方面，从投资转向消费；在供给方面，从工业转向服务业；降低产出的信贷密集度；以及提高资源配置效率。这些要素密切相联，且往往相互强化。环境再平衡旨在降低产出的碳密集度，使经济增长更有利于环保。收入分配再平衡旨在通过提高劳动收入在 GDP 中所占比例和降低收入不平等程度来创造更加平等的社会。

B. 再平衡的进展

2. 外部再平衡进展顺利，但代价是内部需求失衡直到 2011 年一直在加剧。全球金融危机之后，外部再平衡取得了显著进展。中国的经常账户顺差从 2007 年占 GDP 10% 的峰值水平下降到近几年的 2-3%，净出口对经济增长的贡献基本为零（全球金融危机之前的峰值水平每年为 GDP 的 2 个百分点）。但外部失衡缓解是以内部失衡加剧为代价的，到 2011 年，投资比率大幅升至 GDP 的 45%（全球金融危机之前约为 38%）。



3. 内部再平衡在需求方面取得适度进展... 2012 年年以来，从投资向消费的需求侧再平衡调整

² Longmei Zhang 撰写。

取得进展，2015 年和 2016 年第一季度调整过程明显加快（消费对总体增长的贡献达到三分之二）。不过，从需求结构看，中国在上世纪仍很特殊，投资比率高达 GDP 的 43%，而私人消费仅占 GDP 的 38%。

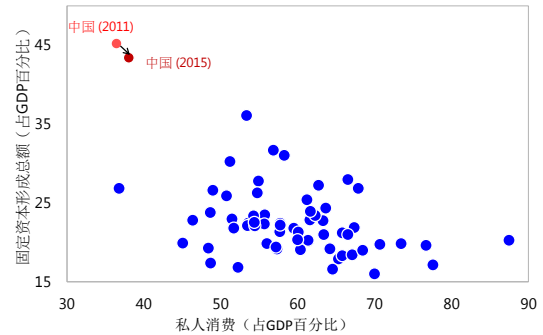
4. ...但信贷方面进展滞后。高投资和信贷配置不当导致效率下降：产出的信贷密集度相比全球金融危机之前的时期翻了一番，并且在继续上升。信贷配置不当在很大程度上是因为对无生存力的企业提供融资，特别是产能过剩部门（如建筑和钢铁部门）的国有企业。2016 年以来，有初步迹象显示信贷结构在改善，贷款从产能过剩部门转向“新经济”，但总体信贷配置不当程度依然较高。

5. 但供给侧的再平衡调整取得了更为显著的进展。与其他发达经济体的经历类似，中国在收入水平达到约 9000 美元（按 1990 年国际价格计算）时开始削减工业生产能力，工业部门的产出比重在 2011 年达到峰值。2012 年以来，工业的名义比重稳步下降，下降速度类似于发达经济体的历史经历。到目前为止，名义比重的下降在很大程度上反映了价格效应，因为实际比重的下降要缓慢得多。这同样符合国际经验，因为相对价格变化是去工业化过程的重要部分，特别是在初期。价格变动之后，资源的重新配置通常将加速进行。实际调整的另一个指标是工业就业比重，该指标于 2012 年达到峰值水平，此后稳步下降。

6. 环境和不平等方面的再平衡进展滞后。在降低 GDP 的能源和碳排放密集度方面取得了一定进展，但城市 PM 2.5 指数（细颗粒物大气污染）仍然非常高。快速经济增长伴随着收入不平等的加剧，基尼指数³从上世纪 80 年代的 0.3 上升到 2013 年的 0.53。近年来，在提高 GDP 的劳动收入比重方面取得了进展，但财政政策的再分配作用依然有限，体现在基尼总指数与净指数之间的差异很小。

图 2. 私人消费和投资

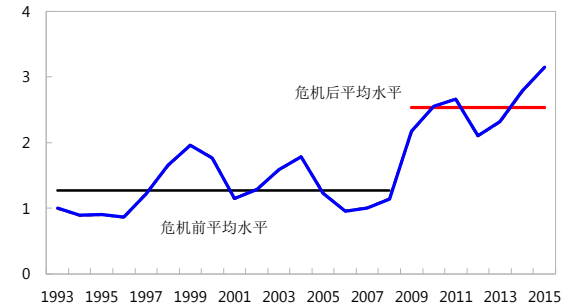
（工业国家和新兴市场：平均值，2008-2014年）



来源：《世界经济展望》；以及基金组织工作人员的估计。

图 3. 信贷密集度进一步上升^{1/}

（每单位附加GDP的新增信贷）

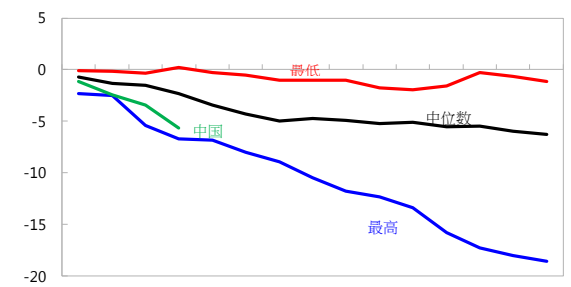


来源：CEIC 数据有限公司；《世界经济展望》以及基金组织工作人员的估计。

1/ 图反映的是三年滚动平均值。

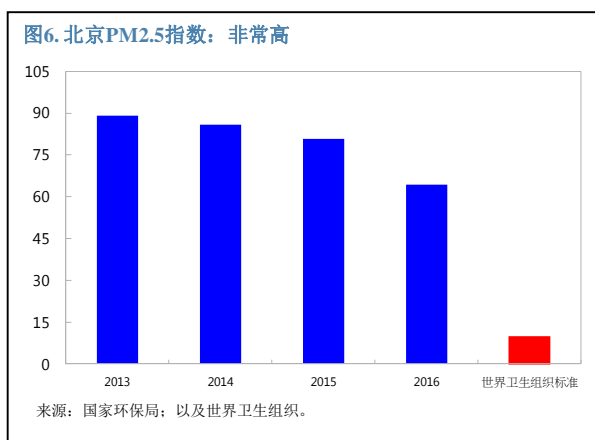
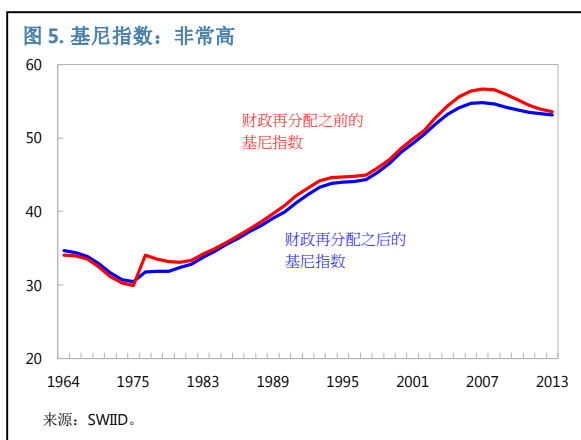
图 4. 名义工业比重达到峰值后的变化

（占GDP百分比）



t=0 t=1 t=2 t=3 t=4 t=5 t=6 t=7 t=8 t=9 t=10 t=11 t=12 t=13 t=14
来源：Maddison 数据库；GGDC 数据库；基金组织工作人员的计算。
注：t=0 定义为工业部门在 GDP 中所占名义比重达到峰值的那一年。样本国家包括九个发达经济体。

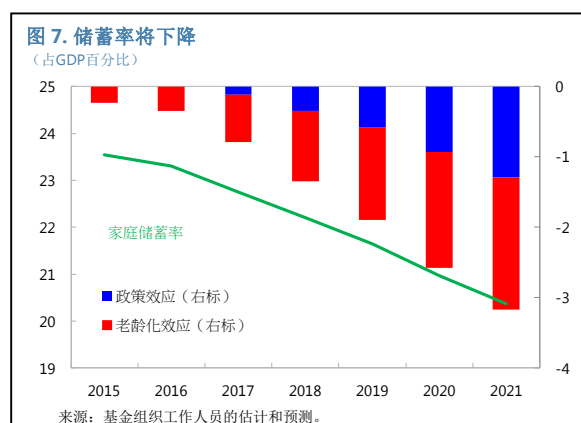
³ 数据来自“标准化世界收入不平等数据库”（SWIID）。



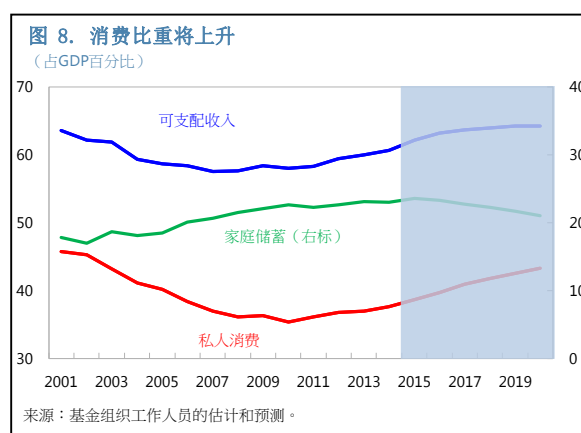
C. 再平衡前景

工作人员的基线预测设想，促进消费和服务业的改革取得显著进展，但缺乏对国有企业的果断改革，硬化预算约束的进展也较缓慢。所以，需求和供给侧的内部再平衡调整将继续取得进展，但信贷方面进展有限。外部平衡很可能会继续改善。

7. 人口结构变化和有利于改革的改革预计将促使家庭储蓄率下降。今后 15 年内，中国将经历快速的人口老龄化，老年赡养率到 2030 年预计将比当前水平提高一倍。根据跨国经验，这种人口结构变化将显著降低储蓄率。此外，随着政府增加医疗支出（从当前占 GDP 的 1.5% 提高到 2021 年的 2.1%），社会安全网增强，预防性储蓄预计将随之下降。因此，预计家庭储蓄占 GDP 比例将从当前的 24% 下降到 2021 年的 20.5% 左右。最近，政府取消了独生子女政策，这可能导致储蓄率比工作人员的预测下降得更快，具体将取决于有关政策对生育率的影响。



8. 投资比率的下降幅度预计将国民储蓄的降幅大体一致，外部平衡将变得更加稳固。固定资产形成总额占 GDP 的比例到 2021 年预计将逐渐下降到 40%。随着经济增长减缓，投资回报将下降，私人投资增长将随之放慢。同时，过度公共投资也将减少。因此，总投资将下降。随着投资和国民储蓄成比例下降，经常账户顺差预计将保持在低水平，中期内将进一步下降到低于 GDP 的 1%。



9. **随着劳动收入比重上升、家庭储蓄下降，预计消费在 GDP 中所占比重将上升。**私人消费在 GDP 中所占比例预计将从 2015 年的 38% 左右上升到 2021 年的 43%，这是因为劳动收入在 GDP 中所占比重将提高（从工业转向劳动密集程度更高的服务业），家庭可支配收入的储蓄将下降。
10. **信贷密集度预计将下降，但中期内仍将维持在较高水平；结果是，私人债务对 GDP 比率将继续上升。**信贷密集度预计将随投资比率下降、效率有所提高而小幅降低，但中期内仍将处于较高水平，原因是国有企业改革步伐不快、硬化预算约束和注销贷款进展缓慢。到 2021 年，私人信贷对 GDP 比率（不包括地方政府融资平台）预计将从 2015 年的 160% 左右上升到接近 200% 的水平。
11. **服务业将成为经济中更为重要的一个支柱。**服务业占 GDP 的名义比重预计将从当前的 50% 上升至 2021 年的 55%。这既来自价格效应（由于生产率增长差异，服务业缩减指数高于工业缩减指数），也来自实际效应和就业。到 2021 年，服务业就业比重预计将上升到 51%。近年来服务业净创造就业的趋势将继续下去。
12. **经济结构的变化将促进环境和收入分配的再平衡调整，但也需要积极主动地实施有关政策。**经济结构的变化自然会降低 GDP 的碳密集度，但中国仍需采取更为积极的政策措施，如征收碳税或煤税，以实现 2015 年巴黎气候峰会上设定的目标。同样，在更加以服务为导向的经济中，劳动收入在 GDP 中所占比重将提高，但需要进一步放松对服务业的管制，促进新企业进入市场和创造就业。另外，需要实施再分配作用更强的财政政策，以减轻收入不平等，为城市和农村家庭提供更多公平的机会。
13. **为成功推进再平衡调整，需要在各个领域取得协调的进展。**如果一个领域进展过快，而其他领域进展缓慢，整个过程可能会偏离正轨，特别是在以下方面：（1）**储蓄与投资的调整不同步**（如果投资快速下降，但储蓄仍然很高，这只会使中国的失衡转到境外；如果在储蓄下降的同时，投资仍然过高，这最终会导致依赖国外融资，更容易受到全球金融波动的影响）。（2）**去工业化过程实施得过早**（如果去工业化过程推进得过快，可能会出现经济增长显著减缓，收入趋同进程停滞）。（3）**持续的债务积压**（如果信贷再平衡缺乏进展，发生破坏性调整的可能性会显著增大，特别是在吸收金融冲击的缓冲储备随国民储蓄下降而逐渐消耗的情况下）。

表 1. 再平衡记分卡

	单位	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
								预测					
1. 外部再平衡													
净出口对GDP增长的贡献	%	-0.2	-0.8	0.2	-0.1	0.3	-0.1	-0.5	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
经常账户差额	% of GDP	3.9	1.8	2.5	1.5	2.6	3.0	2.4	1.6	1.3	1.0	0.8	0.6
外汇储备覆盖率	能够支付进口的月数	34.0	28.3	22.3	24.0	22.1	18.1	18.7	18.4	16.8	15.3	14.1	13.0
国民储蓄率	GDP的百分比	51.8	49.8	49.7	48.8	49.3	47.9	46.3	44.9	44.1	43.2	42.4	41.6
2. 内部再平衡													
需求													
消费相对于投资对增长的贡献	%	0.7	1.3	1.3	0.8	1.1	1.4	1.3	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
私人消费比重（名义）	GDP的百分比	35.6	36.3	36.7	36.8	37.4	38.0	39.1	40.2	41.1	41.9	42.6	43.2
投资比重（名义）	GDP的百分比	47.9	48.0	47.2	47.3	46.7	45.0	43.9	43.3	42.8	42.2	41.6	41.0
供给													
第三产业相对于第二产业实际增长率	%	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
第三产业在GDP中所占比重（名义）	GDP的百分比	44.1	44.2	45.3	46.7	47.8	50.2	51.9	52.9	53.7	54.5	55.0	55.4
第三产业在总就业中所占比重	%	34.6	35.7	36.1	38.5	40.6	42.4	44.1	45.7	47.2	48.5	49.6	50.6
信贷													
私人信贷	GDP的百分比	127	125	134	142	148	158	169	179	187	192	195	199
信贷密集度	%	2.2	1.5	2.6	2.8	2.9	3.7	4.1	4.0	3.7	3.4	3.1	2.9
国有企业在信贷存量中所占比重	%	61.6	58.8	56.8	54.8	55.6	...	...	...	...	...	...	...
资产回报率的差异	%	-7.0	-8.4	-8.4	-7.8	-7.1	...	...	...	...	...	...	...
3. 环境再平衡													
产出的能源密集度	每单位产出	102	105	103	104	100	92	89	87	86	84	83	82
碳排放密集度	每单位产出的千克二氧化碳	0.17	0.19	0.18	0.17	...	...	...	...	...	...	...	...
PM 2.5	每立方米毫克数	...	...	...	67.4	64.1	55.0	...	...	...	...	...	...
4. 收入分配													
基尼	指数	0.54	0.53	0.53	0.53	0.47	0.46	...	...	...	...	...	...
劳动收入	GDP的百分比	58.5	58.3	60.1	60.7	61.7	62.5	63.2	63.6	63.9	64.2	64.2	64.2
城乡收入差距	收入比率	...	...	...	2.8	2.7	2.9	...	...	...	...	...	...

来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

表2: 再平衡记分卡: 热图说明

类别	指标		水平	基准		
1. 外部再平衡	净出口对GDP增长的贡献		水平	>0.5	0.2-0.5	<0.2
	经常账户差额		水平	>3.2	2.5-3.2	<2.5
	外汇储备覆盖率		水平	>30	20-30	<20
	国民储蓄率		水平	>50	[45,50]	<45
2. 内部再平衡	需求侧	消费相对于投资对增长的贡献	水平	<1	[1-1.2]	>1.2
		私人消费比重 (名义)	年度变化	<0	0-1	>1
		投资比重 (名义)	水平	>45	[40,45]	<40
	供给侧	第三产业相对于第二产业实际增长率	水平	<0.9	[0.9, 1]	>1
		第三产业在GDP中所占比重 (名义)	年度变化	<0	[0,0.5]	>0.5
		第三产业在总就业中所占比重	年度变化	<0	[0,1]	>1
	信贷方面	私人信贷	年度变化	>5	[0,5]	<0
		信贷密集度	年度变化	>0.05	[0,0.05]	<0
		国有企业在信贷存量中所占比重	年度变化	>0	[-1,0]	<-1
		资产回报率的差异	水平	>0	[-1,0]	<-1
3. 环境再平衡	产出的能源密集度		年度变化	>0	[-1,0]	<-1
	碳排放密集度		年度变化	>0	[-0.1,0]	<-0.1
	PM 2.5		水平	>10	[5,10]	<5
4. 收入分配	基尼		年度变化	>0	[-0.1,0]	<-0.1
	劳动收入		年度变化	<0	[0,0.2]	>0.2
	城乡收入差距		年度变化	>0	[-0.1,0]	<-0.1

来源: CEIC数据有限公司; 以及基金组织工作人员的估计。

参考文献

- Barnett, S. and R. Brooks, 2010, "China: Does Government Health and Education Spending Boost Consumption?" IMF Working Paper 10/16 (Washington: International Monetary Fund).
- Berthold H., R. Rogerson, and A. Valentinyi, 2013, "Growth and Structural Transformation," NBER Working Paper (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Blanchard, O. J. and F. Giavazzi, 2005, "Rebalancing Growth in China: A Three-Handed Approach," (November 25), MIT Department of Economics Working Paper No. 05-32. Available on the internet: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.862524>.
- Choukhmane, T., Coeurdacier, N. and Jin, K., 2013, "The One-Child Policy and Household Savings," October, CEPR Discussion Paper No. DP9688.
- Curtis, C. C., S. Lugauer and N. C. Mark, 2015, "Demographic Patterns and Household Saving in China," *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 7, No. 2, pp. 58-94.
- Francesco G., A. Herman, and K. Schmidt-Hebbel, 2014, "World Saving," IMF Working Paper 14/204 (Washington: International Monetary Fund).
- Lam W. R., W. Maliszewski and L. Zhang, forthcoming, "Giving Credit to China's Slow Down," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Liu Z., F. Huang, D. Zhu, H. He, 2014, "Breaking the "Iron Rice Bowl" and Precautionary Savings: Evidence from Chinese State-Owned Enterprises Reform," Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series.
- Modigliani, Franco and Shi Larry Cao, 2004, "The Chinese Saving Puzzle and the Life-Cycle Hypothesis," *Journal of Economic Literature*, Vol. 42, No. 1, pp. 145-170.
- Nabar M. and K. Yan, 2013, "Sector-level Productivity, Structural Change, and Rebalancing in China," IMF Working Paper 240 (Washington: International Monetary Fund).
- Parry, I., B. Shang, P. Wingender, N. Vernon, and T. Narasimhan, forthcoming, "Climate Mitigation in China: Which Policies are Most Effective?" IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Rodrik, Dani, 2015, "Premature Deindustrialization," *Journal of Economic Growth*, pp. 1-33.

中国：转向现代化、市场化的货币政策框架¹

- 放开金融体系和提高汇率灵活性，需要具备一个现代化、市场化、以维持价格稳定为重心的货币政策框架。
- 在转向市场化体系的过程中，完全放开银行贷款和存款利率是一个重要的里程碑。
- 利率政策目前在决定实际经济活动和通货膨胀方面发挥实质性的作用，并且越来越包含关于货币政策态势的信息。
- 下一项重大改革应当是采用通胀目标或范围，并实现人民银行的工具（工具）独立性。
- 人民银行对政策态势和经济前景进行有效沟通，并进一步加强分析能力，对于通胀目标制度的有效性至关重要。

1. 中国向以服务为导向、市场化、汇率更加灵活的经济体系的快速转型，需要具备一个现代化的货币政策框架。中国政府已采取很多放开金融市场的措施，包括在银行部门（如放开银行贷款和存款利率）以及股票和债券市场，并致力于实施进一步的改革。这值得欢迎。但是，在汇率政策的几次调整之后，金融市场波动加剧（并产生了全球溢出效应），加之信贷快速增长，这表明，在放开金融市场并逐步放松资本流动限制的过程中，需要考虑货币政策、金融稳定和汇率制度之间日益紧密的联系。

2. 随着汇率灵活性提高，货币政策的重心应进一步转向国内价格稳定。长期以来，汇率一直是中国货币政策的名义锚，人民币在 2005 年之前一直钉住美元。后来，人民币稳步升值，但 2014 年初以来，资本外流加快，人民币对美元贬值，人民银行对汇率制度做了几项调整，目的是提高汇率双向变动的灵活性。当局最近强调，人民币汇率将在更大程度上参考货币篮子而非美元。这些变化自然而然地导致汇率预期的不确定性和波动性加剧，表明中国的货币政策需要一个新的名义锚，同多数其他国家一样，这种名义锚可以是国内价格稳定，并且最好是一个明确的通胀目标。实现汇率有效浮动仍是目标，最好在 2018 年之前实现，一旦完成向市场化、灵活通胀目标制度的转变，就应实行这种汇率制度。

3. 中国的货币政策框架正在转向市场化方法。历史上看，人民银行采用若干工具（基于价格和数量的工具）实施货币政策。但其业务操作越来越依赖标准的利率体系，短期市场利率越来越包含关于货币政策态势的信息。尽管货币增长率（M2）仍是官方中介目标（2016 年年同比增长率目标为 13%），人民银行最近不再强调其重要性，这为将货币市场利率作为中介目标奠定了基础。在人民银行采用平均法考核银行存款准备金后，短期回购利率的波动性显著下降，并且看来能够调节人民银行各种政策措施的流动性影响，以确保货币市场利率的变动与人民银行基准利率的变动相一致。

4. 银行间市场 7 天回购利率看来已经成为目标短期货币市场利率。过去几个季度以来，这一利率一直在略高于人民银行逆回购利率的水平上交易（逆向回购利率是商业银行使用期限为一周的人民银行资金所支付的利率）。10 月 26 日，人民银行将 7 天逆回购利率下调了 10 个基点，降到

¹ Thomas Harjes（货币与资本市场部）撰写。

2.25%，从那以后，银行间市场 7 天回购利率的定盘利率（每日按交易量加权平均的利率）一直在略高于 7 天逆回购利率的水平上交易，平均为 2.38%。这意味着，人民银行在很大程度上是按“政策”逆回购利率满足商业银行的流动性需求。今年年初，人民银行将公开市场操作频率从每两周提高至每天。

5. **围绕 7 天回购利率的利率走廊目前由超额准备金的利率（下限）和常设借贷便利的利率（上限）界定。**与公开市场操作一起，人民银行还采用几个期限不同的常设借贷便利。常设借贷便利（SLF）向国内银行和其他地方金融机构提供隔夜（目前利率为 2.75%）、7 天（目前利率为 3.25%）和 1 个月（目前利率为 3.6%）的流动性。人民银行正在探索将 7 天 SLF 利率作为利率走廊的上限。各家银行存在人民银行的超额准备金适用的利率（目前为 0.72%）是利率走廊的下限。
6. **人民银行其他较长期的借贷便利对每日公开市场操作起到补充，主要是为国家重点项目提供较长期融资。**人民银行还采用若干中期借贷便利（期限为 3 个月、6 个月和 1 年），但只有几家大银行能够利用这些便利，并且这些便利提供的资金数额是事先确定的。人民银行旨在通过这些借贷便利引导较长期限的市场利率，但这些工具往往也被用于支持其他政策目标，如向中小企业贷款。抵押补充贷款便利（PSL）向政策性银行提供一年期资金，用于城镇改造。
7. **人民银行要求各家银行将中央政府债券、中央银行票据或政策性银行债券作为公开市场操作的抵押品。**地方政府债券目前没有资格作为抵押品，但据报道人民银行正在探索将其纳入公开市场操作的合格资产池中。其他流动性操作可能各自有抵押品要求，但具体规定不太透明。
8. **存款准备金要求继续在人民银行的流动性管理中发挥作用，但似乎不是独立的政策态势信号。**人民银行传统上通过调整存款准备金率来对冲与外汇市场干预有关的大规模流动性注入和收回。存款准备金率在 2011 年达到峰值水平（大银行为 21%），此后下调到 16.5%，以部分弥补人民银行通过出售外汇而收回的流动性。但 3 月份的最近一次下调对货币市场状况几乎没有影响，因为人民银行通过其他流动性操作将 7 天回购利率维持在略高于 2.25% 的逆回购利率水平上。
9. **银行贷款和存款利率的完全放开是转向市场化体系过程中的一个重要里程碑。**各银行贷款利率的差别已经扩大，目前约有 40% 的银行贷款的利率比基准利率高 10% 以上，这表明有更多客户现在可以获得银行信贷。这应有助于改善信贷分配和货币政策传导。尽管银行似乎不愿参与对零售存款的更强竞争，很多银行向零售客户提供主要投资于短期货币市场工具或政府债券的保本型理财产品，对这些产品以及大额存单和其他批发融资工具的竞争更为显著。为了提高商业银行对政策利率和货币市场状况的反应程度，人民银行应减少或取消采用行政工具来影响银行的活动（例如通过“窗口指导”对单个银行设定信贷目标），除非是出于宏观审慎政策目的。
10. **债券、回购融资和其他市场化融资工具的近期增长和重要性也显示，相比过去，基于利率的政策态势目前产生了更强的传导。**过去几年里，企业债券发行和回购融资大幅增加，其他融资工具（信托和理财产品等）的使用迅速增长。人民银行利率的下调体现在货币市场利率上，也降低了债券市场的企业融资成本。2014 年初以来，人民银行再融资利率的下调已基本充分传导到短期（2 年期）政府债券和高评级企业债券收益率上。由于存在隐性国家担保，债券市场的信用风险没有得到适当（通常是逆周期性）定价，信贷分配被扭曲，然而，逆周期风险溢价的缺乏使得政策态势向市场利率的传导更强。

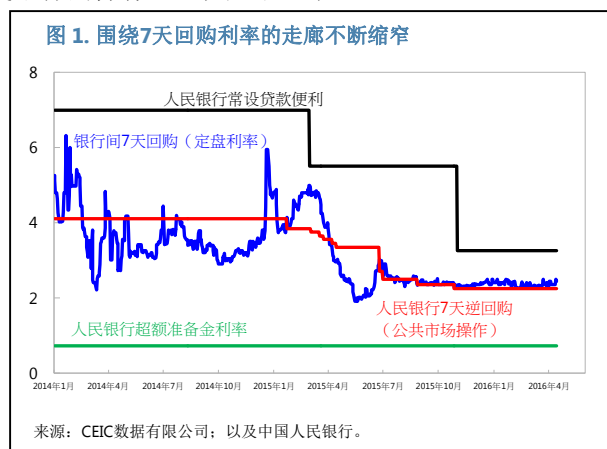
11. 通胀与经济增长之间显然是相关的，尽管产出缺口对通胀的影响似乎有限。这可能是由于中国产出缺口（和通胀）有很大不确定性并可能存在相当大的测量误差。此外，许多价格特别是服务价格仍然受到管制。除了输入的美国通胀（经汇率变化调整）外，全球因素，如国际大宗商品价格和全球经济活动，也是非食品通胀的重要驱动因素。Porter（2010年）发现，成本压力（体现在国内和国外投入品价格）和预期通胀在解释生产者而非食品消费者通胀方面起着重要作用。尽管直接的国内需求压力对总体非食品通胀几乎没有影响，国外需求压力（以国外产出缺口衡量）却起着重要作用。

12. 然而，中国的货币传导机制正变得越来越类似于美国和其他主要市场经济体的货币传导机制。Fernald、Spiegel 和 Swanson（2014年）发现，中国利率的变化对经济活动和通胀有显著影响，而将其他政策变量考虑在内后，衡量信贷状况变化的其他指标（如 M2 或贷款水平的冲击）却没有这种影响。他们使用广泛的一组中国经济指标和一个动态因子模型框架，通过因子扩充向量自回归（FAVAR），将中国经济活动和通胀作为隐性变量对其进行估计，目的是估计中国货币政策对中国的影响。他们的方法特别适合于这种分析，原因是中国数据质量方面存在担忧，缺乏许多序列的长期历史数据，以及中国经历了快速的体制性和结构性变化。在放开金融市场和利率的新体制下，随着具备更多的数据，将更容易确定和估计政策利率变化对经济活动和通胀的影响。

13. 为完成向更加市场化框架的转变，当局今后应考虑在以下方面采取重要步骤：

- **目标：** 尽管人民银行没有采用明确的通胀目标体制，但其官方职能是“保持货币币值稳定，并以此促进经济增长”。这类似于其他以价格稳定为重心的中央银行，下一步应是采用明确的中期通胀目标或范围（由政府/国务院设定），同时保证人民银行的工具独立性。

- **工具：** 人民银行应宣布将 7 天回购利率作为新的货币政策中介目标，允许更加灵活地使用平均计提准备金方法，并公布新的仅代表核心银行贷款条件的市场利率（7 天回购利率）。较长的利率应由市场决定，反映对中央银行未来政策利率、未来通胀率等因素的预期。政策框架越清晰，市场就越容易形成收益率曲线。常设借贷便利应作为一种后备支持，在有适当高质量抵押品的情况下随时为银行提供无限额的资金。人民银行流动性便利的资格和抵押品要求应当清晰而透明。



- 人民银行在政策态势和经济前景方面的**信息沟通**将能提高灵活通胀目标框架的有效性。历史上看，许多中央银行都在一定程度上让市场猜测其政策意向；但多数中央银行已发现，在以下情况下，政策实施的效率更高、效果更好：（1）政策得到清晰和简明的沟通；（2）所宣布的政策得到充分落实。同时公布货币政策报告的英文版本（至少是分析当前形势的一章）有助于支持这些目标。

参考文献

- Fernald, J., M. M. Spiegel, and E. T. Swanson, 2014, “Monetary Policy Effectiveness in China,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 49, Part A, (December), pp. 83–103.
- Girardin, E., S. Lunven and G. Ma, 2014, “Inflation and China’s Monetary Policy Reaction Function: 2002–2013,” *BIS Papers* 77, pp 159-170.
- He, D., H. Wang, and X. Yu, 2015, “Interest Rate Determination in China: Past, Present, and Future,” *International Journal of Central Banking*, Vol. 12, pp. 255-77.
- Jun, M., 2015, “Moving toward a New Monetary Framework,” *PBC Working Paper* (Beijing: People’s Bank of China).
- Porter, N., 2010, “Price Dynamics in China,” IMF Working Paper 10/221 (Washington: International Monetary Fund).
- Sun, R., 2015, “What Measures Chinese Monetary Policy,” *HKIMR Working Paper* 07/2015.
- Xiong, W., 2011, “Measuring the Monetary Policy Stance of the People’s Bank of China: An Ordered Probit Analysis,” *China Economic Review*, Vol. 23, pp. 512–33.

中国：金融体系脆弱性——影子风险敞口、融资和风险传递¹

- “影子”信贷产品的激增以及对短期批发融资的更大依赖可能带来显著风险。应当相应加强监管。
- 近期采取的监管行动看来消除了主要监管缺口，但需得到强有力的实施，并确保现有影子信贷的损失得到迅速确认。
- 在融资方面，应评估流动性框架，考虑收紧银行间市场的杠杆机制，并密切监测转向批发和银行间融资的总体趋势，如近期趋势继续发展，将采取进一步措施。

1. **“影子”信贷产品的激增以及对短期批发融资的更大依赖可能带来显著风险。** 基金组织和其他方面近期开展的研究显示，借款人清偿力在下降，“在险”借款人对企业贷款的潜在违约可能带来重大损失（例如，2016年4月《全球金融稳定报告》）。但贷款损失的实现很可能是逐步的，体系具备有关机制，如国家后备支持，可以防止贷款恶化的影响迅速扩大。金融稳定面临的更大风险可能在于，广泛持有的“影子产品”的违约可能引发避险情绪，导致从对高风险借款人的短期投资中撤走流动性。金融机构自身越来越依赖短期批发（包括银行间）融资，这种融资结构可能使银行容易受到风险快速传导和破坏性流动性事件的影响，从而加剧了上述风险。
2. **“影子信贷产品”的规模很大且在迅速增长。** 影子信贷产品是投资工具，主要以贷款和其他信贷作为标的资产，由信托或证券公司或其资产管理子公司进行结构化处理。2015年，这些产品的规模增长了48%，达到40万亿元人民币，相当于银行对企业贷款的40%，GDP的58%
3. **一半左右影子信贷产品的风险看来具有很高的违约和损失风险。** 一些影子产品看来较安全，但另一些产品的违约风险和损失可能性似乎远远高于银行发放的企业贷款组合。这些高风险产品提供11-14%的收益率，而贷款利率为6%，债券收益率为3-4%。那些标的资产是“非标准信贷资产”的产品——非流通债务，通常是贷款——其质量可能最低；基于股权的影子产品也具有高风险。19万亿元人民币的影子信贷产品（占影子产品总额的近一半）以非标准信贷资产或股权作为标的，相对于企业贷款而言，风险看来很高。
4. **银行对影子产品的表内风险暴露程度很高且在不断上升。** 截至2015年底，银行持有15.2万亿²元人民币的影子产品，相当于银行资产的8%，资本缓冲的92%，其中上市银行持有的影子产品的年同比增幅达到58%。持有这些影子产品的部分动机是，一些银行将恶化的贷款重新打包成投资证券，以避免将其确认为不良贷款并提取损失准备金，因此，银行资产偏向于高风险产品（以非标准信贷资产为标的资产）。四大银行的风险暴露程度较小，但几家其他上市银行和非上市银行总体暴露程度是其资本的数倍。
5. **影子产品还可能形成比贷款损失更难以控制的传导风险。** 影子产品与高风险贷款性质上的不同在于，影子产品更能在整个金融体系传导风险。最令人担心的是那些在面临冲击或信贷状况恶化时几乎没有能力或动力继续支持市场流动性的投资者所持有的影子产品。脆弱部分包括“集合”工具（截至2015年底总额为10.9万亿元人民币），以及非银行金融机构（特别是投资基金）、企

¹ John Caparusso 和 Kai Yan（均来自货币与资本市场部）撰写。

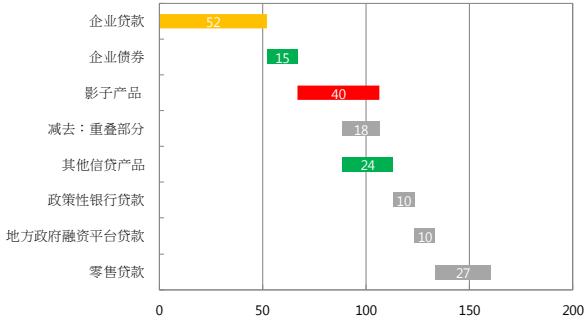
² 不包括中国农业银行，因为不具备有关数据。

业和个人持有的影子产品。影子体系“高传导”部分的规模难以判断，但似乎大到足以引起严峻的流动性挑战。

6. **资产的快速增长提高了银行和其他金融机构对批发融资的依赖程度。**2010-2015年，金融体系总资产的增幅是GDP增幅的5.5倍，社会融资总量增幅的2倍，贷款增幅的3倍。因此，尽管银行体系存贷比保持稳定，但总资产的增长速度大大快于存款。金融体系资产相对于体系中的稳定银行存款融资的比率从2010年的163%上升到2015年的193%；银行的这一比率从130%上升到143%。缺口是由批发资金弥补的；工作人员估计，从2013年到2015年，批发融资占银行融资总额的比例实际上翻了一番，从15%上升到34%。（如果将银行保本型理财产品视作准存款，则2015年底的批发融资依赖度将降至30%。）这种批发融资可能不如存款稳定。
7. **银行间市场约占银行批发融资的一半，在发生冲击时可能成为压力传导者。**银行总融资的16%左右目前来自银行间市场，而2010年底时仅为8%。包括银行在内的金融机构在银行间市场上总体而言是净借款者。资金提供者是投资工具，其中多数采取“理财产品”的结构化形式，信托和基金管理公司通过它们从寻求收益的投资者获得资金（期限大多短于三个月）。银行间市场也正在转向采用高风险做法，例如，越来越多地使用“质押”回购协议合约，以提高杠杆程度和投资回报。
8. **金融体系的规模迅速扩大，其相互关联性和复杂性迅速提高，因此必须相应强化监管并加强协调。**大方向应当是采取更通盘化、全系统的方法，对类似的机构和产品采用协调一致的处理方法，并加强监管协调和信息共享。在这方面，当局正取得进展，尽管仍存在尚未解决的问题，以及在实施上面临挑战。
9. **最近采取了有关措施，旨在消除银行持有影子产品的监管套利动机，这值得欢迎，尽管在实施上仍存在挑战。**银行表内影子产品敞口的快速增长在一定程度上是为了利用监管漏洞。银行将恶化的贷款转成证券化产品，其中大部分最终体现在银行资产负债表上，这使得银行能够避免将其确认为不良贷款、从收益中提取贷款损失准备金以及将这些贷款计入存贷比。最近公布的82号文件建设性地批评指出，这些产品具有不透明和非标准的交易结构，对资本充足率和损失拨备的审慎监管薄弱，导致这些交易做法出现。更为重要的是，该文件看来消除了主要监管套利机会，应能限制银行今后参与这些交易的能力，如果得以有力实施，将是重大的积极进展。但不清楚新的监管规定是否要求确认现有受损资产头寸。对于一些银行，在应收款投资账户中立即确认受损资产似乎意味着必须提取大量损失准备金。
10. **当局应考虑采取措施加强金融机构的流动性以及批发融资结构的稳健性。**一些具体建议：
 - 管理流动性风险的国际做法可供借鉴，中国已经对银行采用流动性覆盖率（LCR）监管规定。不过，前面提到的融资风险加剧的证据表明，可能需要对LCR框架的实施进行审议，重点也许应放在高质量流动资产（HQLA）的确定以及银行融资的批发和银行间融资部分适用的“流出”假设。
 - 当局可能应重新考虑并收紧可供市场参与者在银行间系统内形成杠杆的机制。这可包括，对使用质押回购实现杠杆施加更严格的限制。此外，当局应重新考虑允许将信托受益权等质量相对较低的资产用作回购协议的抵押品。
 - 最后，应监测融资转向批发和银行间来源的总体趋势。如果这种趋势继续发展，可能有必要采用更全面的框架以限制流动性风险。

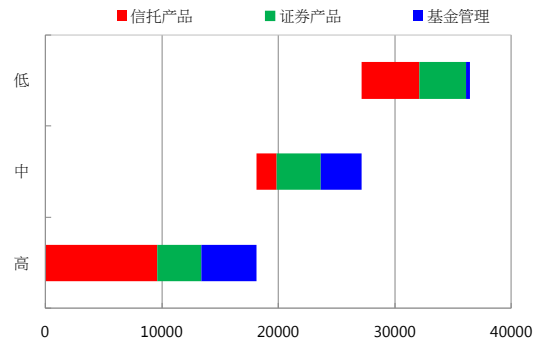
图 1：中国金融体系脆弱性

信用体系中的影子产品，2015年
(万亿元人民币)

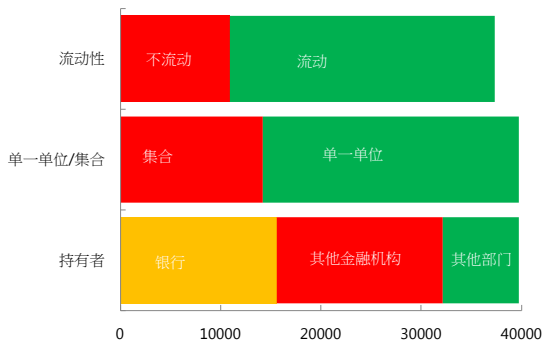


注：红色部分表示高风险，黄色表示中度风险，绿色表示低风险。灰色部分不在分析范围内或假设为零风险。

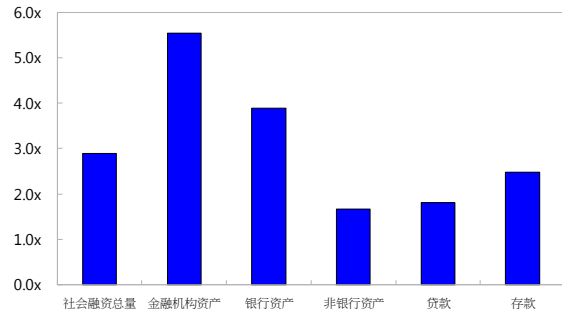
影子产品：按风险水平和产品类型划分，2015年
(十亿元人民币)



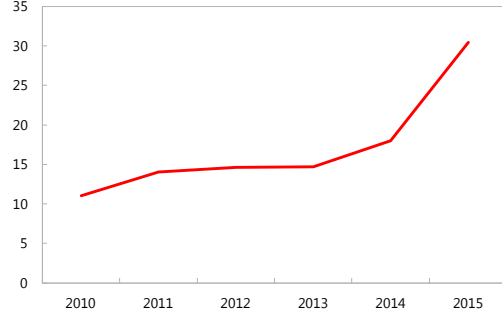
传导风险：按流动性和传导风险指标划分的影子产品数量，2015年
(万亿元人民币)



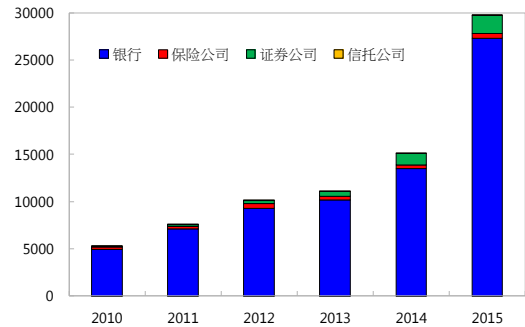
金融体系总量：相对于GDP的增长，2010-2015年
(百分比)



批发融资占融资总额的百分比
(百分比)



金融机构：银行间负债
(十亿元人民币)



来源：基金组织工作人员的估计。

参考文献

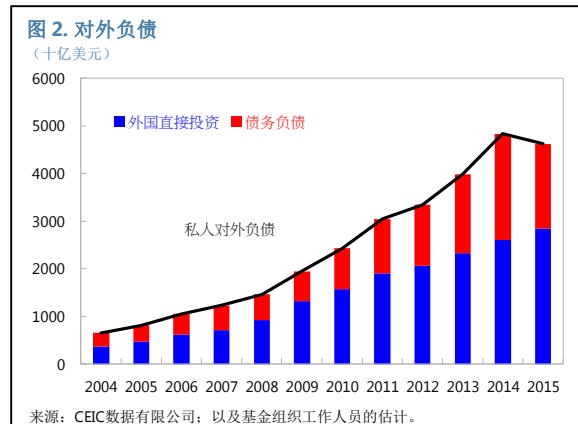
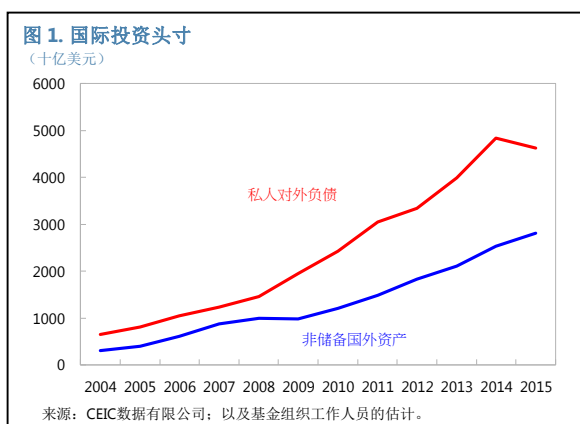
International Monetary Fund, 2016, Global Financial Stability Report (Washington, April).

China Banking Regulatory Commission, 2016, “Notice on the Regulation of Transfer Activity on Banks’ Credit Asset Beneficiary Rights for Financial Institutions,” YinJianBan No. 2016/82 (April).

中国：净资本流动的前景¹

- 近年来，中国资本账户中的外部借款大幅加速增长。
- 2014年，外部借款达到峰值，按标准尺度衡量，达到很高水平。
- 这些负债的偿还成为资本外流的关键驱动因素，目前这一过程已基本结束。
- 然而，在外国直接投资和中国储蓄者的本国偏好方面，仍存在风险。

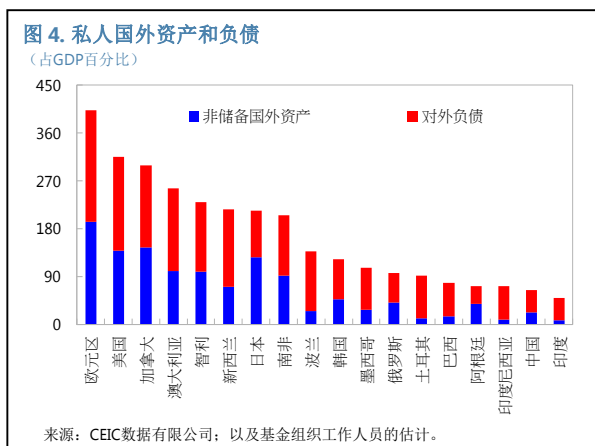
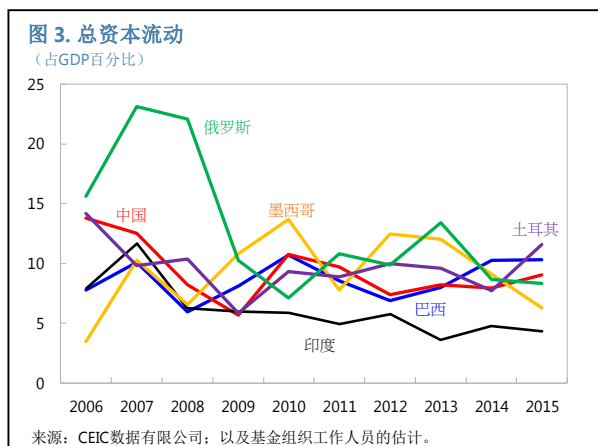
1. **2015年，中国经历了前所未有的净资本外流，数额达到GDP的6.2%（6730亿美元）。**这仅是中国2000年以来第二次经历净资本外流。如此大规模的资本外流本身就很重：大规模、突然或持续的资本外流可能造成金融压力和产出损失。从资本外流所代表的方面看，这种流动也很重要：投资者情绪的这种显著变化产生于某种根本原因，例如，政策正出现不一致，或预期发生变化。本文分析近期资本流动的性质，以更好地理解这种流动今后是否会持续下去。²
2. **过去二十年里，资本流动总额显著增长。**这种资本流动形态取决于中国与其他国家经济增长的相对速度以及资本账户开放情况。也就是说，由于投资者寻求利用中国经济的快速增长，居民在境外实现资产多元化的能力有限，因此，中国产生外债（流入）的速度远远快于中国购买国外资产（流出）的速度。大规模的资本流入最初主要是以外国直接投资形式出现的股权。但在全球金融危机前夕，中国开始放开借入外债，导致外部借款大幅增加。2008年以来的四年里，仅国外贷款和非居民存款就从2000亿美元增加到1.1万亿美元的峰值，大约相当于GDP的10%。



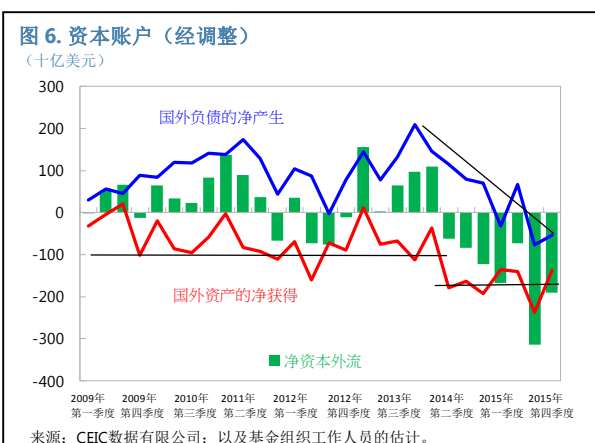
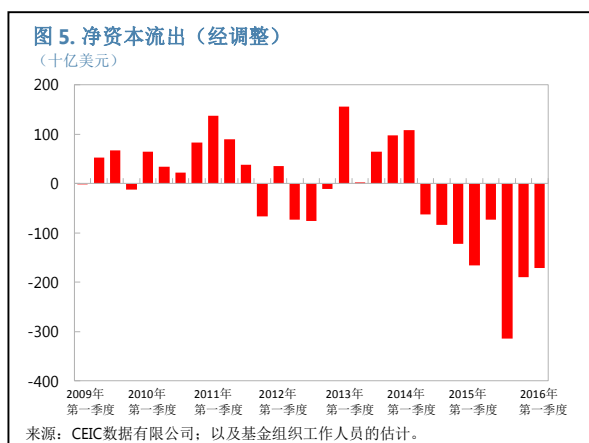
3. **的确，从事实上看，中国的资本账户并非那么封闭。**毫无疑问，中国仍然实施资本管制。主要价格相对持续地存在境内与境外价差，直接投资仍然需要审批，证券投资账户仍然受到严格的额度管理。但如果分析资本总流量相对于GDP的规模，中国与其他大型新兴市场的情况是一致的。从存量看，中国在很大程度上落后于发达市场，但与多数新兴市场大体一致。简言之，管制措施虽重要，但仍有资本大量流动。

¹ Geoff Gottlieb（战略、政策及检查部）撰写。

² 本文侧重于资本账户中记录的资本外流以及误差与遗漏。关于经常账户是否也存在资本外逃，特别是旅游方面，有一些讨论。但这难以证实，因为中国国家外汇管理局的统计方法在2014-2015年有重大变化。



4. 最近一轮资本外流始于 2014 年初，同时反映了偿还外债和购买国外资产两个因素。但尽管居民偿还外债（或非居民不提供债务展期）的速度几乎每个季度都在加快，但国外资产的购买是逐步增加的，从那时起保持相对稳定。



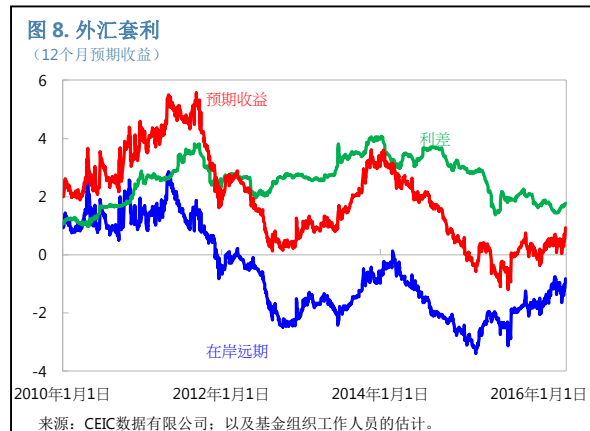
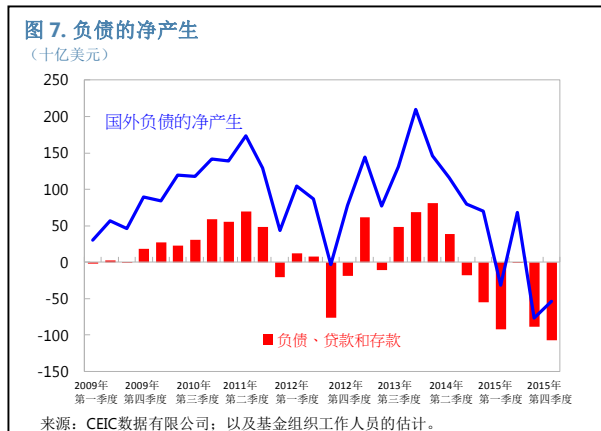
5. 下表对影响资本流量变化的因素进行了分解，更详细地显示了上述趋势。从年度来看，购买国外资产，主要是境外“其他投资”，能够解释 2014 年资本账户恶化的 70%左右，但对于 2015 年仅能解释 15%。也就是说，过去一年里，非居民对中国债权的更快减少是资本外流的主要驱动因素。

	2013-2014	2014-2015
资本账户的总体变化 1/	-481	-584
获得国外资产的变化 1/	-329	-79
直接投资	-50	-65
证券投资	-5.5	-62
其他投资 1/	-228	131
误差	-45	-80
产生国外负债的变化	-152	-505
直接投资	-22.8	-18.2
证券投资	35.0	-86.5
其他投资	-164.0	-401.7
备忘项：		
年度调整比例（百分比）		
资产	68.5	13.5
负债	31.5	86.5

来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

1/ 变化不包括“其他投资：资产；其他应收账款”，该项主要是由类似于干预的政策变化驱动的。

6. 外债的迅速逆转是由套利交易的变化驱动的。的确，外债动态是由“其他投资”中的贷款和存款部分驱动的，这是资本账户相对开放的两个部分，其中存在套利交易。这种逆转进而反映了预期收益（以利率差异和远期点数衡量）。

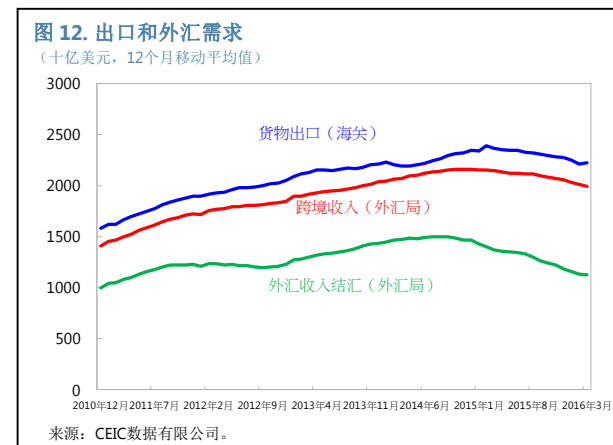
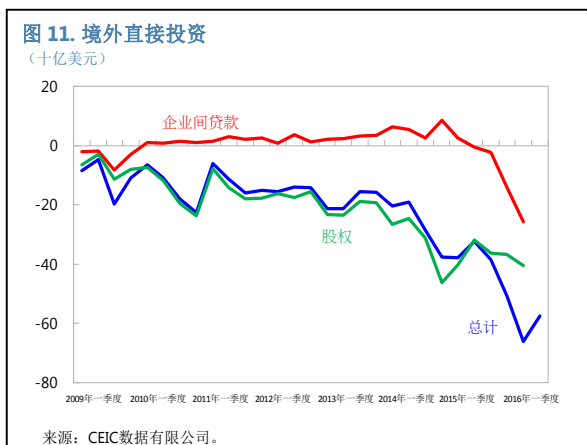
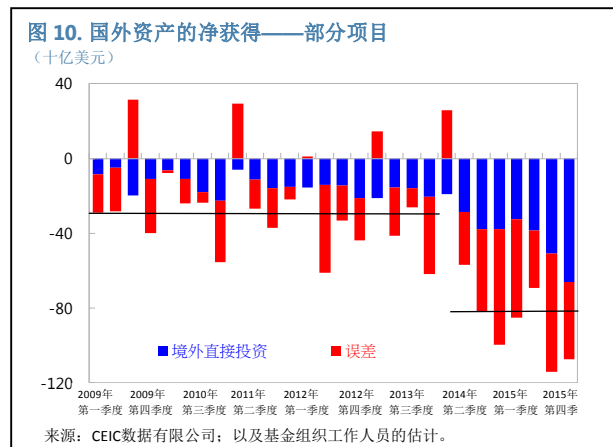
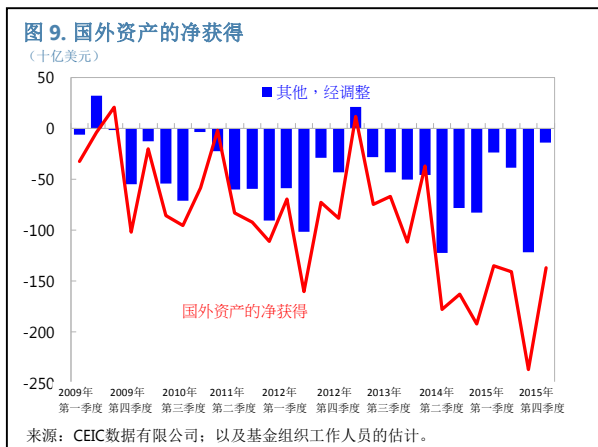


7. 国外资产购买速度逐步加快的驱动因素更为复杂。历史上看，中国的国外资产购买动态是由“其他投资”中的贷款和存款驱动的，与负债非常类似。然而，2014年初以来，由于境外直接投资以及误差与遗漏大幅上升，这种关系被打破。³
8. “境外直接投资”和“误差与遗漏”的上升在一定程度上似乎都反映了短期市场情绪的变化。对于“境外直接投资”，资本外流的增加在一定程度上很可能因为，随着中国GDP增长放缓，投资者有寻找新市场和技术的传统意愿。然而，企业内部贷款的大幅增长恰恰发生在国际收支其他部分资本外逃增加时，这表明，企业在利用直接投资方面相对较松的资本账户限制，来减少中国资产净敞口。同时，“误差与遗漏”的上升特点显示了类似的因素。在中国，海关贸易数据与外汇管理局与出口交易有关的外汇需求数据之间的差异往往体现在“误差与遗漏”上。这种

³ 在分析私人资本流动时，“其他投资：其他应收款”一项不包括在内，因为该项涉及中国人民银行资产负债表上的“其他国外资产”的变化，往往受政策驱动。2015年第三季度，该项包含870亿美元的流入。

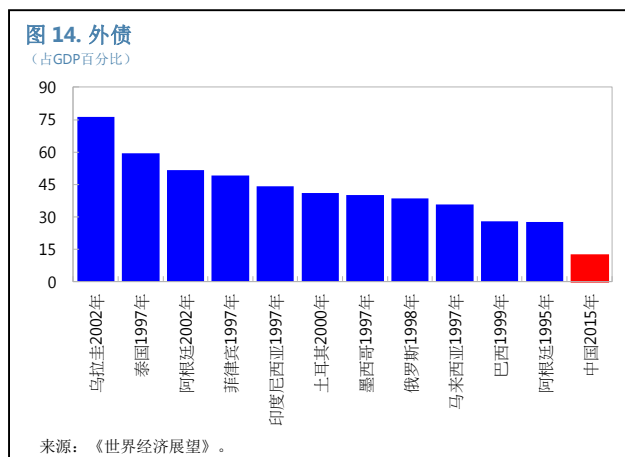
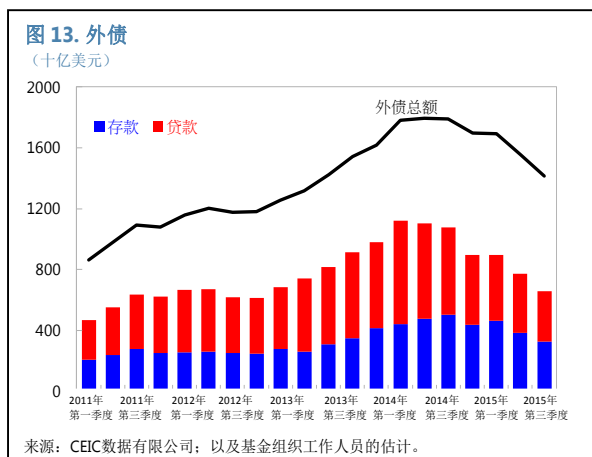
(continued)

差异近期显著扩大。出口结汇的下降速度快于海关数据显示的出口下降速度，这可能是由于贬值预期导致国内企业持有外汇存款的意愿增强。⁴



9. 今后，可以预计与偿还外债有关的资本外流将**减速**。驱动外债上升的主要资本流动类别已经回到 2011-2012 年套利交易大幅加速之前的水平。外债总额目前处在占 GDP 12% 的较低水平，特别是与过去一些危机期间的情况相比。外债不会降到零，因为一些融资反映了对短期预期变化不敏感的基础经济交易。外债偿还的预期减缓可能使每个季度的资本外流压力减少 1000-1250 亿美元。

⁴ 注意，海关贸易数据与外汇管理局外汇数据之间的这种差异本身并不意味着经常账户顺差被高估，而是表明已经体现在资本账户和“误差与遗漏”中的出口商和进口商引起的资本外流。



10. 不过，资本账户仍面临两个主要风险。首先，不确定中国的外国直接投资流量和存量将发生什么变化。从流量看，中国未来经济增长的放缓可能对外商在华直接投资产生不利影响，这会一定程度上抵消资本账户因债务偿还减少而得到的改善；从会计角度，资本流入的减少与资本流出的增加是相同的。从存量看，企业的累计再投资收益只要是流动资产，就能以红利形式发放，这是经常账户交易，不面临资本管制。其次，不确定中国投资者购买国外资产的速度，以及长期以来被视为过度本国偏向的情况将多快恢复正常。在中国，非储备外汇相对于可投资私人储蓄依然很低。从目前看，工作人员的判断是，经常账户顺差扩大，外债水平低，储备规模庞大，资本账户仍相对受到管制，这些因素合起来应有助于资本外流稳定下来。

中国的再平衡：全球溢出效应¹

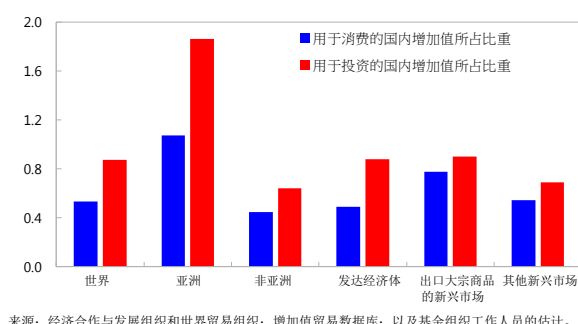
- 中国向基于消费的可持续增长模式的转型是有益的，使全球经济受益，并能减轻长期尾部风险，即使会使近期经济增长放缓。
- 然而，鉴于中国经济的规模、开放度、高投资率以及投资和出口的高进口成分，中国经济增长减缓很可能带来显著的全球溢出效应。
- 负面贸易溢出效应将对全球增长产生不利影响，但影响程度将取决于每个国家与中国联系的程度和形式。
- 中国降低对投资依赖的再平衡调整已经导致许多大宗商品的需求和价格下降。
- 由于贸易联系紧密、金融联系迅速加强，中国产生的金融溢出效应在增大。

1. 按市场汇率计算，中国目前是世界第二大经济体。中国正在进行重大结构调整，转向在更大程度上由消费和服务（而非公共投资和出口）驱动的增长模式，经济增长逐步减缓到更可持续的水平。这一转型有利于中国，也有利于世界，使全球增长受益，并能降低长期尾部风险。

2. 中国向新增长模式和更加市场化经济的转型具有内在挑战性，不时出现坎坷，正如近期市场动荡显示的。鉴于中国经济的规模、开放度、高投资率以及投资和出口的高进口成分，中国经济增长减缓很可能通过贸易、大宗商品价格和信心渠道带来显著的全球溢出效应，进而对全球金融市场和汇率产生影响。随着中国经济规模不断扩大，与本地区 and 全球的贸易和金融联系日趋紧密，中国产生的溢出效应逐渐增加。

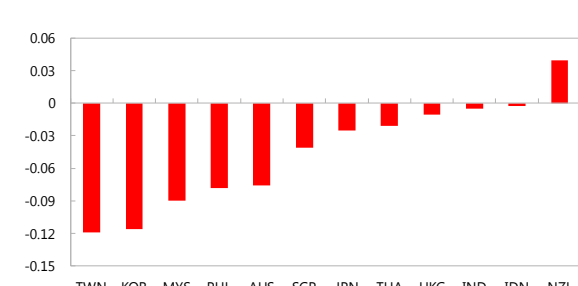
3. 中国增长减缓带来的贸易溢出效应对全球增长产生不利影响，尤其是对亚洲国家，因为这些国家与中国联系更紧密。几乎所有亚洲经济体与中国最终需求的关系都已增强。澳大利亚、韩国、马来西亚、新加坡、中国台湾省、泰国和越南等国与中国最终需求有关的出口增加值相对较高（超过 GDP 的 4%）。工作人员的分析（基金组织，2016 年 d）表明，中国因投资引起的产出增长率下降 1 个百分点，将使二十国集团的增长率下降约 0.25 个百分点。Duval 等人（2014 年）估计，中位亚洲经济体受到的增长溢出效应约为 0.3 个百分点，一国与中国增加值贸易联系越紧密，其敏感度越高。Cashin、Mohaddes 和 Raissi（2016 年）针对东盟五国得到了类似的溢出效应估计结果，并发现，这种效应随时间推移显著增大（例如，对于

图 1. 用于满足中国最终需求而出口的国内增加值所占比重
(占 GDP 百分比)



来源：经济合作与发展组织和世界贸易组织；增加值贸易数据库；以及基金组织工作人员的估计。

图 2. 中国再平衡后，对中国增加值出口的变化
(中国消费[投资]增长上升[下降] 1 个百分点引起的百分点变化)



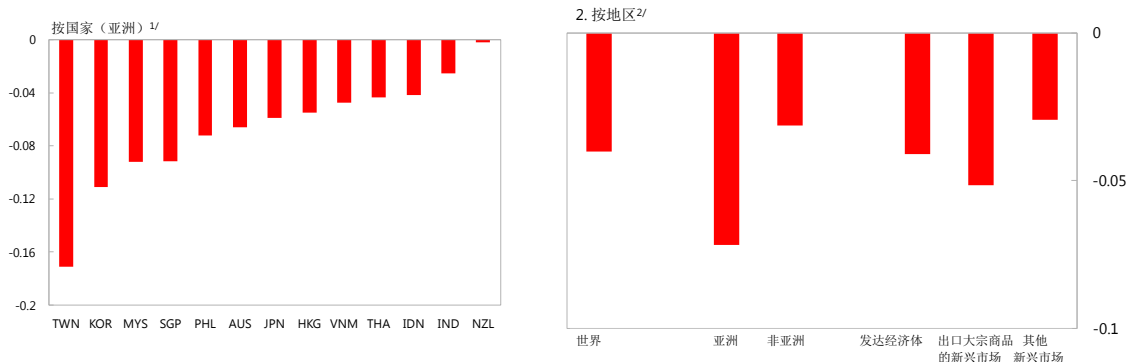
来源：基金组织工作人员的估计。
注：AUS=澳大利亚；HKG=香港特区；IND=印度；IDN=印度尼西亚；KOR=韩国；MYS=马来西亚；NZL=新西兰；PHL=菲律宾；SGP=新加坡；TWN=中国台湾省；THA=泰国。

¹ Joong Shik Kang 撰写。

中位国家，1992-2012 年扩大了一倍），反映了中国在每个国家贸易中所占比重不断增大。Rafiq（即将发表）针对东盟四个新兴市场也发现了类似的增长溢出效应。

4. **短期内的溢出效应取决于每个国家与中国联系的程度和形式。**“整体”再平衡——定义为投资增长下降 1 个百分点，同时消费增长提高 1 个百分点——对中国自身的 GDP 增长几乎没有影响，因为消费和投资比重基本相同。然而，中国这种对经济增长的影响基本为中性的再平衡调整，将对与中国国内投资联系更紧密的国家产生更大不利影响，而与中国消费的联系将为某些国家提供一种缓冲并可能促进其出口。工作人员的分析（基金组织，2016 年 a）表明，受到最大不利影响的亚洲经济体是那些通过全球价值链与中国密切融合、与中国投资活动联系紧密的经济体（韩国和中国台湾省）。相反，消费出口所占比重较大的经济体，如新西兰，将得益于中国消费需求的扩大，其所受不利溢出效应较小。

图 3. 中国再平衡通过贸易渠道对伙伴国家经济增长产生的估计影响
(中国消费[投资]增长率上升[下降]1 个百分点所产生的影响，以百分点衡量)

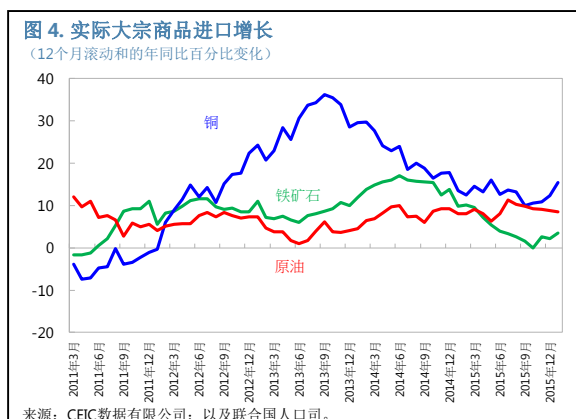


来源：基金组织工作人员的估计。

1/ AUS=澳大利亚；HKG=香港特区；IND=印度；IDN=印度尼西亚；JPN=日本；KOR=韩国；MYS=马来西亚；NZL=新西兰；PHL=菲律宾；SGP=新加坡；THA=泰国；TWN=中国台湾省；VNM=越南。

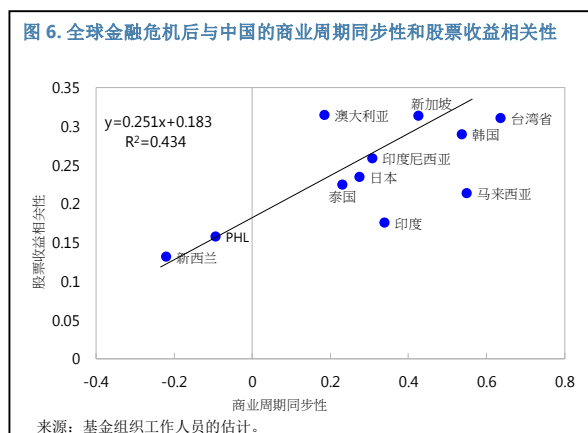
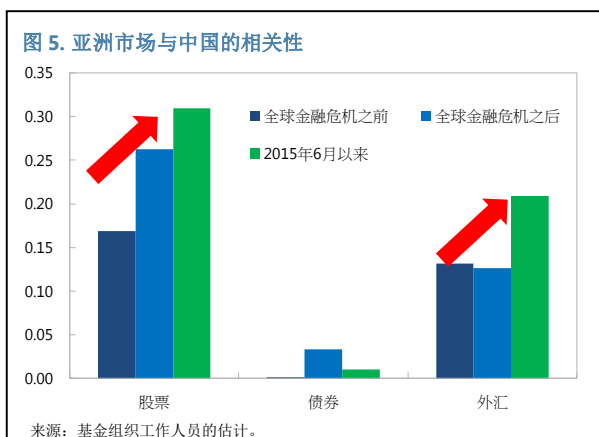
2/ AE=发达经济体；EM-COM=出口大宗商品的新兴市场；EM-Other=其他新兴市场。

5. **中国产品结构的变化给其他国家带来挑战和机遇。**工作人员的分析（基金组织，2016 年 a）表明，中国贸易结构的变化对上游发达经济体有重要影响。中国日益与上游供给国竞争，这影响到日本、韩国和中国台湾省以及德国和美国等经济体。全球金融危机以来，这种效应已经增强，对于高科技产品尤其如此。工作人员的分析（基金组织，2016 年 b）还表明，中国正在退出某些劳动密集型部门。这一趋势给前沿和发展中经济体带来机遇，特别是对于亚洲的这些经济体（如柬埔寨、老挝、缅甸、越南），使这些经济体能够进入这些部门，满足中国不断增长的消费需求。



来源：CEIC数据有限公司；以及联合国人口司。

6. **中国的增长转型对大宗商品市场和出口国产生重要影响。**中国是很多大宗商品的主要进口国，特别是金属，中国占全球金属需求的 40%左右。因此，中国投资增长减缓对与投资活动密切相关的大宗商品的需求和价格产生了显著影响。事实上，金属价格自 2011 年初以来不断下降，降幅平均接近 60%。这导致采矿部门出现大量过剩产能，迫使出口国进行调整以适应收入的减少。只要中国增长减缓和再平衡调整导致大宗商品价格下降，大宗商品净出口国就可能也受到影响。
7. **中国的再平衡调整导致很多大宗商品的需求增长减缓、价格下跌。**对于与投资有关的大宗商品，全球消费增长减缓的幅度大于中国 GDP 增长放慢产生的影响，这显示了经济再平衡的重要效应。相反，粮食类大宗商品消费增长快于预期，原因是随着人均收入提高，对蛋白质和菜油的需求相对扩大。中国的原油需求在 2015 年保持强劲，在一定程度上反映了库存的积累。工作人员的分析（基金组织，2016 年 a）表明，大宗商品出口国受到的影响很大程度上来自大宗商品价格的下跌，而不是出口量的变化。这项分析还表明，在总体大宗商品价格指数的下跌中，中国再平衡所起作用占到五分之一至二分之一，但不同大宗商品有显著差异（尽管大幅差异表明这种作用的贡献对分析细节相当敏感）。
8. **全球和亚洲地区对中国的金融敏感度已经增大，特别是自全球金融危机以来**（基金组织，2016 年 a；基金组织，2016 年 c）。即使是在当前一轮波动出现之前，亚洲与中国市场的联动程度已经提高。危机之后，亚洲地区与中国的资产回报相关性进一步增大，包括在股票和外汇市场。事实上，与中国商业周期同步性更高的国家，平均来说，股市变动与中国更紧密相关。亚洲地区的几个经济体，如韩国、新加坡和中国台湾省，与中国的金融联系相当紧密，包括直接联系以及通过香港特区产生的联系。此外，几个其他国家，如日本、印度尼西亚和马来西亚，受到全球避险情绪的影响。只要中国经济增长和政策前景的不确定性造成这种避险情绪，这些国家就可能受到影响。随着与中国的金融联系迅速增强，包括通过人民币当前的国际化和中国逐步放开资本账户而产生这种联系，金融溢出效应很可能进一步扩大。



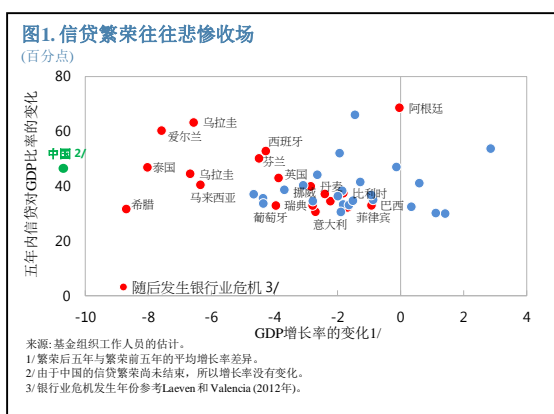
参考文献

- Duval, R., K. Cheng, K. H. Oh, R. Saraf, and D. Seneviratne, 2014, “Trade Integration and Business Cycle Synchronization: A Reappraisal with Focus on Asia,” IMF Working Paper 14/52 (Washington: International Monetary Fund).
- Cashin, P., K. Mohaddes, and M. Raissi, 2016, “China’s Slowdown and Global Financial Market Volatility: Is World Growth Losing Out?” IMF Working Paper 16/63 (Washington: International Monetary Fund).
- Rafiq, S., forthcoming, “When China Sneezes Does ASEAN Catch a Cold?” (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund, 2016a, Asia and Pacific Regional Economic Outlook (Washington, April).
- , 2016b, China and the CLMV: Integration, Evolution, and Implications, forthcoming.
- , 2016c, Global Financial Stability Report (Washington, April).
- , 2016d, World Economic Outlook. (Washington, April).

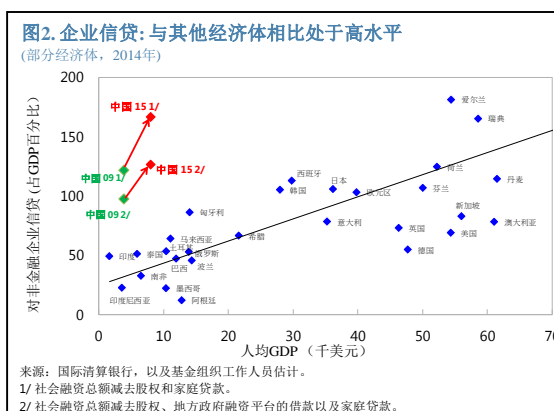
解决中国的企业债务问题¹

- 中国的企业信贷近年来过度增长。本文分析这种信贷繁荣的原因和后果，并提出解决企业债务过度问题的战略。
- 信贷繁荣主要与全球金融危机后投资大幅增加有关。投资效率下降，企业财务表现不断恶化，影响到金融机构的资产质量。
- 迫切需要采取全面战略解决企业债务问题。关键要素：识别处于财务困境的公司；积极确认金融体系的损失；负担分摊；企业重组和治理改革；通过债务重组方案解决债务积压问题；以及硬化预算约束。
- 积极的战略应在短期经济痛苦与长期更大收益之间做出权衡。

1. 中国的高速信贷增长加剧了经济和金融风险。为了应对全球金融危机和外贸大幅下滑，中国采取政策，通过信贷快速增长促进国内需求。2009-2015年，信贷增速平均达到每年20%左右，远高于名义GDP增速及之前的趋势水平。结果是，同一时期，非金融私人信贷对GDP比率从150%左右上升至200%以上，且在2015年底高于历史趋势水平15%至25%，这是潜在危险的高“信贷缺口”。这一缺口类似于一些经历了痛苦的去杠杆化过程的国家的情况（Borio和Drehmann，2009年）。



2. 中国的信贷增长集中于企业部门。信贷快速增长可能反映了快速增长经济体的金融深化。但中国信贷对GDP比率远高于发展程度相似国家的水平，也高于发达经济体的典型水平。这说明中国的信贷增速高于金融深化的正常情况。

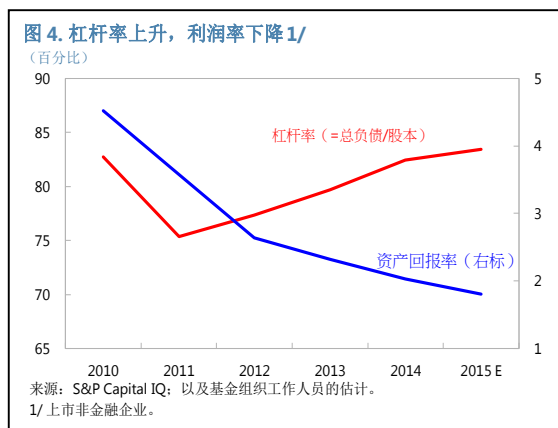
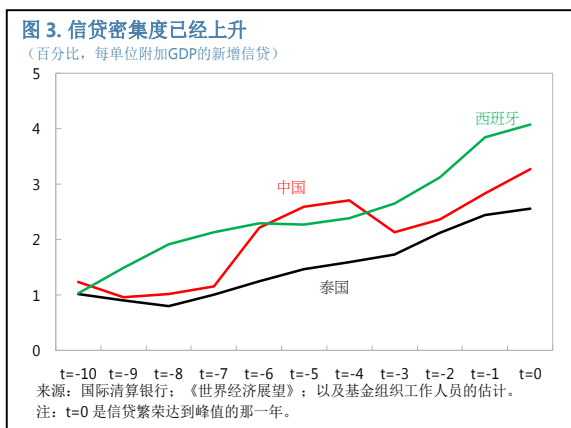


3. 全球金融危机后的大规模企业投资是造成信贷快速增长的主要因素。信贷为基础设施支出和房地产投资的普遍扩张提供了资金，而基础设施支出和房地产投资进而支持了钢铁、水泥和煤炭等上游产业的迅速发展。此外，随着支付拖欠增加，企业部门借款也在增加。

4. 资本的使用效率在下降，影响到企业财务表现。“信贷效率”（GDP增长的增量与信贷增长的增量之比）在降低。尽管企业通过更多借款为资产负债表的扩张提供资金，但扩大资本支

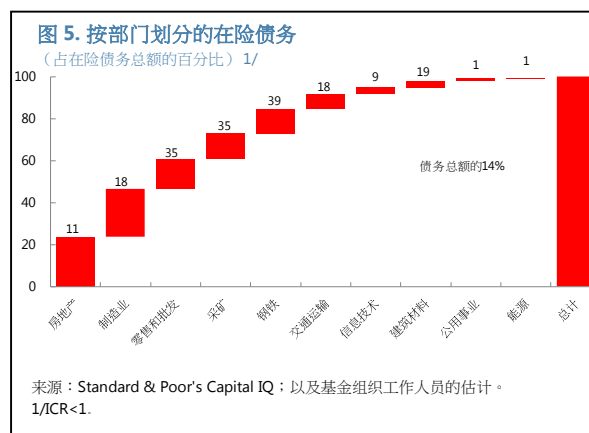
¹ Joong Shik Kang (亚太部) 撰写，借鉴了 W. Maliszewski、S. Arslanalp、J. Caparusso、J. Garrido、S. Guo、J. S. Kang、W. Lam、D. Law、W. Liao、N. Rendak、P. Wingender、J. Yu 和 L. Zhang 即将发表的一份文件。

出对经济增长的好处在下降。结果是，企业杠杆率不断上升，而资产回报率持续下降，这意味着偿债能力在恶化。这在房地产、建筑和相关上游活动尤其明显。



5. **相比私营部门，国有企业的杠杆率更高、利润率更低。**在一定程度上，国有企业是作为政策性投资的管道。软预算约束（能够获得政府隐性担保支持下的国有银行低成本融资）也导致国有企业杠杆率大幅上升。工作人员的估计表明，隐性担保使国有企业的信用评级高出 4 至 5 档，似乎使借款成本下降了 1-2 个百分点。借款成本与收益和风险不相称，因此扭曲了资源配置并导致低效。

6. **银行贷款质量相应下降。**所报告的不良贷款和特别关注类贷款在上升，尽管仍处于相对较低水平（占总贷款的 5.5% 左右）。然而，工作人员根据企业数据所作估计显示，潜在“在险债务”达到企业贷款总额的 15.5%，如果假设这些贷款的损失率为 60%，则潜在损失约为 GDP 的 7%（基金组织，2016 年 a）。



7. **当局认识到这个问题，正在制定战略加以解决。**他们宣布将在今后 3-5 年内将煤炭和钢铁行业的现有产能削减 10-15%，并建立 1000 亿元人民币的重组基金，以吸收预计 180 万下岗职工的再就业和再安置成本，这发出了削减过剩产能和调整经济结构的坚定信号。但当前的操作性重组计划仍针对煤炭和钢铁行业，尚未解决金融体系全部相关成本。此外，国有企业改革总体进展缓慢，当前的方法没有果断地解决收紧预算约束问题，因为仍存在隐性担保，促进较强和较弱国有企业之间的并购无助于施加财务约束（见关于国有企业的部分问题章节）。中国企业的“小型”或“接近”违约案例在增加，但企业债务重组目前是在个案基础上处理，看来并未促进企业重组，因为国家对国有企业进行特别干预，在国家作用方面没有明确的指导，这无法为硬化预算约束提供一个有效的机制。

8. **中国需要一个全面、主动的战略来应对债务问题。**关键要素应包括：

- **识别出处于财务困境的企业（鉴别分类）。**可以采用市场化方法（由债权人驱动），或单独设立一个具有充分法律和政治权力的机构（由政府驱动）。应采用透明和标准化的过程，包括利用外部估值专家，这将为决策提供独立的依据。

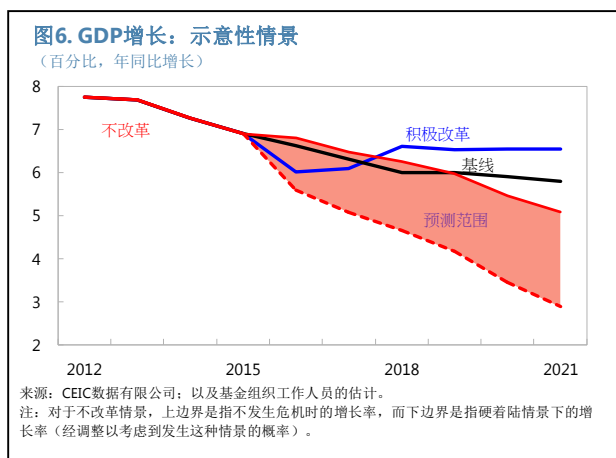
- **损失确认。**通过强化监管框架，积极主动地确认金融体系的损失。需要采用正向和负向激励（“胡萝卜加大棒”），为债务重组过程提供支持。
- **负担分摊。**一旦损失得到确认，就应在负债企业、债权人和地方/中央银行之间分配损失。应考虑道德风险（使相应的决策者承担成本）、还款能力和社会后果。应建立有关机制促进债务重组（例如，债转股，基金组织 2016 年 b）。
- **企业重组。**企业重组和治理改革（特别是对国有企业）也应是这一过程的一部分。否则还会出现损失。
- **硬化预算约束。**需要进一步采取措施（例如，监管改革，特别是对于债券市场），硬化企业的预算约束，包括取消隐性担保。

9. 还需实施支持性政策，以成功实现企业重组，这包括：

- **增强法律框架。**一个长期目标是改善处理破产的法律制度和体制框架。但大规模加速重组需要庭外机制，对现有框架形成补充。
- **尽量减少对近期经济增长和就业的冲击**（并帮助受影响的群体）。企业重组会带来短期经济成本。这最终将被新生部门创造的活动和就业所抵消，但需要支持性的机制来促成这种转型，如加强社会安全网、再培训和放宽人口流动限制等。
- **加强地方政府的财政纪律。**公共和私人部门债务的边界模糊不清。地方政府通过地方政府融资平台在预算外借款，这些平台名义上是企业部门的组成部分，实际上却属于公共部门。虽然最近（2014 年）颁布的预算法规范了地方政府融资行为，但地方政府仍有参与这种预算外活动的动机。

10. 可以在试点基础上，针对产能明显过剩行业的少数处于不同程度困境的国有企业，实施强化的债务重组框架。试点可主要采取法庭外的方式、在一个“国有企业重组工作组”的监督下实施，该工作组由负责企业债务重组的相关机构组成，采用独立的专家评估。一旦选出目标企业，可根据以下步骤推进试点工作：

- 中国银行业监督管理委员会确定主要债权人所持有的目标企业债权的公允价值。
- **债务重组。**可以考虑两个方案：（1）按照公允价值，将贷款出售给一家新成立的资产管理公司；或（2）由相关银行组建一个债权人委员会。
- **对目标企业进行重组/清算。**对目标企业进行重组或清算的决定必须由债权人作出，并应基于市场估值、可生存力评估以及独立专家制定的重组计划。
- **转移债权/所有权。**银行在债务重组中获得的股权可以出售给私人投资者或拥有适当治理机制的国有企业。
- 利用重组基金，为下岗职工提供支持。



11. 这种积极主动的战略在短期内会带来成本，但长期内会有更大的收益。工作人员的示意性

情景显示，短期增长减缓主要是由杠杆率过高、产能过剩行业的产出和就业下降造成的。但随着劳动力被重新分配至其他行业（一部分转向服务业），产出和就业会逐渐上升。这种重新配置使未来的经济增长加快并变得更可持续，投资和信贷减少，但全要素生产率提高。模拟显示，在积极主动采取措施的情景下，经济增长率到 2017 年将暂时降至 6%（如果假设不实施一些高质量的财政刺激，增长率将为 5.5%），但随后逐步回升，中期内将维持在 6.5% 的水平。信贷对 GDP 比率在短期内将稳定下来，在中期内将逐步下降到更可持续的水平。

参考文献

Borio, C and M Drehmann, 2009, “Assessing the Risk of Banking Crises—Revisited,” *BIS Quarterly Review*, March, pp 29–46.

International Monetary Fund, 2016a, *Global Financial Stability Report* (Washington, April).

———, 2016b, “Debt-Equity Conversions and NPL Securitization in China—Some Initial Considerations,” *Technical Notes and Manuals 16/05* (Washington).

中国正在形成的国有企业改革战略¹

- 国有企业改革对中国的再平衡调整至关重要。其成功实施可以提振信心、推动其他方面的改革，并释放新的增长源。
- 相比私营企业，国有企业的效率较低、杠杆率较高。国有企业得益于大量隐性支持（平均每年相当于GDP的2-3%），形式包括土地使用权、市场受保护以及优先获得资金。隐性支持使资源的使用产生扭曲，特别是在信贷分配方面。
- 已宣布的国有企业改革旨在扩大所有权和提高效率。但仍存在缺口，改革能否显著改善资源配置仍不确定。
- 硬化预算约束，重组高负债国有企业，在国家主导行业引入更大竞争，为下岗职工和公共服务提供预算内支持，推进配套改革，这些都非常重要。这种一揽子改革计划在中期内可使产出显著提高（3-9%）。

1. 国有企业改革是中国改革战略的关键部分，但重要的细节仍在确定之中。成功的国有企业改革有可能改善资源配置、提升信心、促进其他改革并释放经济增长。改革后，中国的国有企业将更有活力，与私营部门公平竞争。它们将采纳现代公司治理结构，具备专业的董事会和管理层。无生存力的国有企业将被重组或退出市场。

A. 国有企业——效率较低，杠杆率较高

2. 非金融国有企业在产出和就业中所占比重已经下降，但仍占有相当大一部分资源。国有企业的增加值占比在过去十年里从40%下降到16%，它们在城市就业中所占比重约为10-15%。尽管出现这种下降，但国有企业仍占银行信贷总额的约一半，工业企业资产总额的40%。
3. 在要素投入方面（如土地、信贷和自然资源），国有企业往往享受隐性支持。鉴于许多国有企业得到土地赠与，它们可以将土地作为抵押品，能够以优惠利率借款。例如，上市国有企业的融资成本往往比基准贷款利率低40-50个基点。信贷定价产生的扭曲在加剧，占估计隐性支持的近一半（或相当于GDP的1.5%）。如果考虑到隐性支持，国有企业2011-2015年的股本回报率将从平均8%下降到约-1%。广泛的隐性担保体现在国有企业的信用评级上，它们的评级比可比私营企业约高出两至三档。
4. 国有企业的杠杆率继续上升，而其财务表现进一步恶化。2009年以来总体企业杠杆率（总负债与所有者权益之比）的上升在很大程度上是由国有企业所致。国有企业的杠杆率平均而言迅速升至200%左右，主要集中于产能过剩行业和重工业。同时，国有企业资产回报率下降到约2-3%，大大低于私营企业。国有企业的生产率仅为私营企业的30-40%左右（Hsieh和Song，2015年）。此外，中国国有企业的效率看来低于其他发展中经济体，这进一步表明迫切需要实施国有企业改革。

B. 当前的国有企业改革计划

¹ W. Raphael Lam 和 Alfred Schipke（均来自亚太部）撰写。

5. **政府将国有企业改革作为其改革工作的重要基石，宣布了若干举措。**新的五年规划强调，需要具备“多种所有制形式和私营部门对国有企业的参与”，同时也强调“对僵尸企业进行重组”。这项规划同时还强调，“要使国有企业更大、更强，以增强其对经济的影响力，服务于国家战略”。主要原则包括以下几方面：
- **将国家重新定位为资本投资者，而不是运营者。**混合所有制改革设想采用各种所有制结构（如交叉控股和公开上市），并加强私营部门对国有企业的参与。改革设想国有企业采用专业管理方式，使所有者与董事会的各自权利和责任实现更好的统一，并采用制衡机制。
 - **将国有企业分为几大类，每一类具有特定的所有制结构、改革计划和评估标准：**（1）商业化战略性国有企业（如国防、通信和主要能源企业）将继续拥有受保护的市场，并将负责实施“走出去”和“打造全球冠军”等国家战略，可能通过企业合并来实现。国家将继续持有多数所有权。（2）商业化非战略性国有企业将直接参与市场竞争。（3）具有社会职能的国有企业将负责改善公共服务。
 - **将共产党的领导作用制度化，**例如，通过党与企业之间的干部流动。党的干部将担任董事会主席。
 - **处置无生存力的企业。**国务院承诺在 2017 年之前降低国有企业总体损失，并加快无生存力“僵尸”国有企业的市场退出，包括处置中央国有企业的近 350 家子公司和近 4000 家地方国有企业。
6. **在一些领域，目前的改革计划与国际良好做法更加一致，但重要细节仍有待确定。**根据经合组织的评估，中国的治理改革计划只要在国家作用方面足够透明，就基本符合经合组织的指导原则。然而，所宣布的计划有相当大的解释空间，因为其设想在重大决策上既加强市场纪律又保持国家领导作用。
7. **到目前为止，实施情况不均衡。**针对少数国有企业的十个试点项目已于 2016 年启动，重点是进行混合所有制改革，并在招聘、薪酬和董事会等方面采用专业化管理。国务院最近宣布，将剥离国有企业的某些社会职能（向国有企业职工提供公用事业服务以及物业管理服务）。沿海省份进展更快，一些省份已经对识别出的僵尸企业的近一半进行了处置。但在一些地区，国有企业在当地经济中发挥巨大作用，这些地区国有企业改革的进展比较缓慢。中央国有企业的改革进展缓慢，在一定程度上是由于这些企业具有复杂的多层子公司结构。

C. 改革国有企业，释放经济增长

8. **在目前改革的基础上，应采取措施重点改善效率和资源配置。**关键的要素包括：
- **重组或处置国有企业。**对所有国有企业进行鉴别分类，目的是：（1）识别出那些根本上健全的企业；（2）对无生存力的国有企业进行破产清算（不一定意味着关门）；（3）针对具有生存力但丧失清偿力的国有企业制定重组计划。利用独立专家对重点受困企业实施快速的庭外重组，这可以对现有破产框架起到补充作用。鉴于国有企业改革的规模和复杂程度，应通过对一些负债国有企业试点采取公开明确的措施来启动这一领域的工作。社会职能（如医院、学校和提供水电气等公用事业）等非核心目标应转到财政预算，对相关资产和支出做出说明。
 - **硬化预算约束。**通过提高对违约的容忍度来逐步解决隐性担保，并将损失谨慎地分配到企业所有者和债权人，这将有助于在一个不习惯于违约的金融体系中，改善市场对信用风险的评估。取消

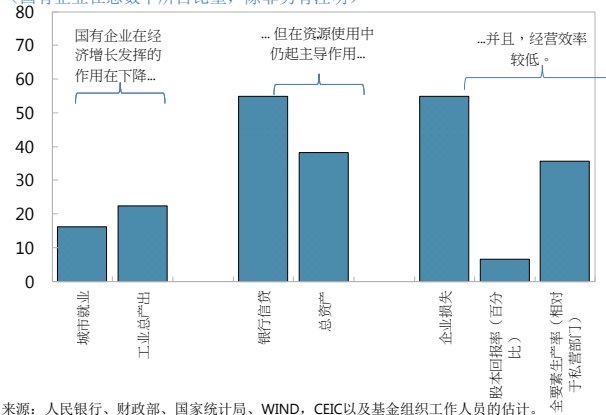
通过信贷、土地赠与和自然资源对国有企业提供的隐性支持，不仅有助于解决现有的债务积压问题，还能提高新增信贷的分配效率。同时，应尽快将国有企业的利润转到财政预算（目标是到2020年达到30%）。目前这些利润基本上被再投资（包括提供注资、补贴和解决遗留成本），大大低于这个目标）。另外，还应将国有企业资本划转到社保基金。这些措施有助于硬化预算约束。

- **增强竞争。**降低准入壁垒，逐步取消使国有企业享受特殊待遇的一些限制规定，这将发出明确的信号。允许私营企业进入国家主导的物流和电信等服务部门（目前的限制比经合组织市场更为严格），打破行政垄断，促进富有活力的中小企业增长，这将有助于增强竞争和促进经济增长。
 - **提供社会支持。**为了促进重组过程，预算内财政支持非常重要。这将尽量降低职工下岗的社会成本，使职工得到再培训和重新安置。最近针对煤炭和钢铁行业设立的1000亿元人民币重组基金是朝这个方向迈出的重要一步。
 - **推进补充性改革。**需要实施补充性改革，为国有企业改革创造有利的环境。这包括，对户籍制度和农村土地产权进行改革，并建立破产处置框架。还应实施财政改革，以提高社保可携性，并将政府支出责任与收入匹配起来，以协调政府间财政关系，这将有助于解决国有企业的遗留问题。
 - **加强协调。**国有企业改革很复杂，涉及既得利益，横跨多个机构。有必要成立一个人员配备充分的高级别工作小组，其应具有促进和实施国有企业重组的清晰职能。中央政府、地方政府和金融监管机构之间的紧密协调将促进这一过程。
9. **国有企业改革将给经济增长带来显著好处。**采用有合理参数的两个部门模型，参数包括国有企业在经济中所占比重、生产率和资本差异成本，得到的分析结果表明，这种国有企业改革在中期内将显著改善经济增长前景。将资本和劳动力更好地分配到私营部门，缩小国有企业与私营企业之间的生产率差距，这将使产出水平比基线预测提高3-9%，或者，如果将这种效应平摊到十年内，每年约为0.3-0.9个百分点的增长。

图 1. 国有企业改革

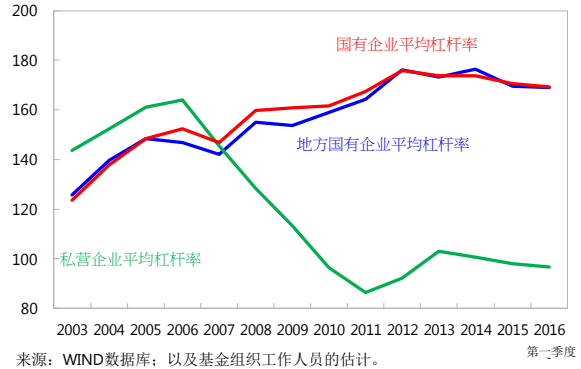
国有企业在资源使用中起主导作用，经营效率较低

(国有企业在总数中所占比重，除非另有注明)



来源：人民银行、财政部、国家统计局、WIND，CEIC以及基金组织工作人员的估计。

杠杆率 (平均) (百分比)



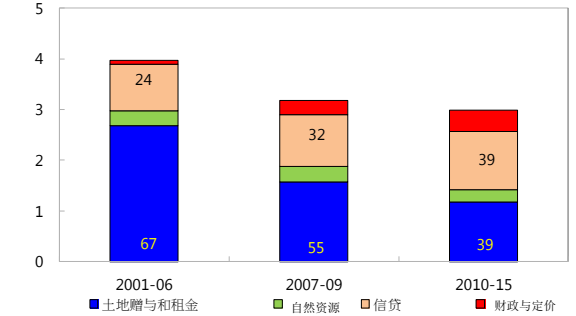
来源：WIND数据库；以及基金组织工作人员的估计。

国有企业主要指标 (占GDP百分比，除非另有注明)

	销售 收入	净利润	资产	市值	最大十家 企业占比
中国	35	3	176	45	91
巴西	12	2	51	18	50
印度	16	4	75	22	59
印度尼西亚	3	0	19	12	69
俄罗斯	16	3	64	28	81
南非	2	2	3	1	2

来源：Kowalski等人（2003年）；以及基金组织工作人员的估计。

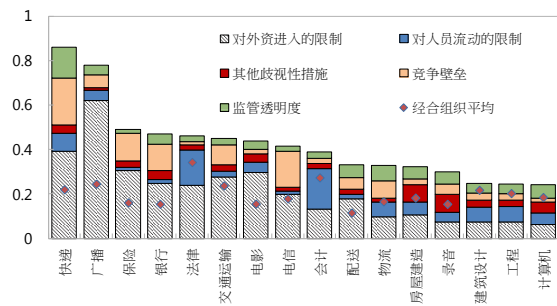
仍存在对国有企业的大量隐性支持 (占GDP百分比)



来源：天则经济研究所；CEIC数据有限公司；以及工作人员的估计。
注：柱形图中的数字是指在总隐性支持中所占比重。

放开服务业的空间

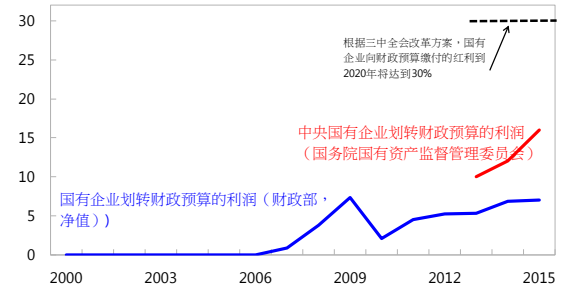
(指数在0和1之间；值越高表示限制性越强)



来源：经合组织服务贸易限制指数（2015年）。

国有企业向财政预算支付的红利

(占国有企业总利润的百分比)



来源：财政部；天则经济研究所；以及工作人员的估计。
1/ 自2007年起，国有企业被要求向财政预算上缴利润。2007的数据不包括所有国有企业。三中全会确定的改革要求到2020年实现国有企业利润的30%上缴财政预算。

参考文献

- Kowalski, P., M. Buge, M. Sztajerowska and M. Egeland, 2013, “State-Owned Enterprises: Trade Effects and Policy Implications,” OECD Trade Policy Papers No. 147 (Paris: OECD Publishing).
- Organisation for Economic Cooperation and Development, 2016, *Policies for Sound and Effective Investment in China*, Better Policies Series (Paris: OECD Publishing).
- State Council, 2015, “Comments on State-owned Enterprise Mixed-ownership Reforms” (September 24). Available on the internet: <http://www.sasac.gov.cn/n85881/n85921/c2111460/content.html>
- Unirule Institute of Economics, 2015, “The Nature, Performance, and Reform of the State-owned Enterprises,” December (Beijing: Unirule Institute of Economics).

中国减缓气候变化的政策：碳税或煤税的多种好处¹

- 中国致力于在应对国内和全球环境挑战方面取得重大进展。第十三个五年规划设想的措施，加上经济的再平衡调整，将促进在实现这些目标方面取得一定进展。
- 不过，在现有管理结构基础上进一步实施财政改革有可能在环境、健康、财政和经济方面带来巨大好处。
- 征收碳税或煤税，到 2030 年逐步提高到每吨二氧化碳征税 455 元人民币的水平，这将使中国到 2030 年实现以下目标：二氧化碳排放量减少大约 30%，筹集超过 GDP 3% 的财政收入，并带来相当于接近 GDP 5% 的经济好处（国内环境益处减去经济成本），同时，在 2017-2030 年，将因当地空气污染减轻而挽救近 400 万人的生命。
- 规模相等的排放交易制度（ETS）带来的环境、财政、经济和健康好处约为一半，因为它不包括小规模使用者的煤炭使用，而相比排放交易制度，其他财政和监管政策的有效性要低得多。
- 碳税或煤税带来的财政收入的 5% 左右能够充分弥补能源价格上涨给低收入群体造成的影响，而 10% 的收入能补偿脆弱的、有贸易活动的企业（但如果其他国家也履行其巴黎减排承诺，则所需的补偿将减少）。

1. **方法。** Parry 等人（即将发表）建立了一个实用的数据表模型，用于评估中国减少与能源有关的二氧化碳排放可采用的各种全国层面的财政和监管政策。该模型首先利用国际能源署的中国能源流量数据，并使用关于 GDP 增长、GDP 能源集中度趋势、未来能源价格以及外生技术变化的假设，对 2030 年之前的能源流量做出预测。不同政策的影响取决于不同部门的行为反应假设，例如燃料使用和能源效率，而这是基于实证调查。燃料燃烧在当地造成空气污染所导致的死亡数据是基于基金组织过去对中国所做的估计（Parry、Heine、Li 和 Lis，2014 年）。开展影响分析，将从数据表工具得到的政策对能源价格的影响与一个投入-产出模型相联，以跟踪不同行业和消费品受到的价格影响，并将结果与不同住户群体的能源和其他产品支出方面的调查数据相结合。

2. 分析结果：

- 如果除了 2013 年观测数据所隐含的政策外，不再实施新的政策（或收紧现有政策），那么中国 GDP 的能源集中度在 2015-2030 年预计将下降 37%，每单位能源的二氧化碳水平基本保持不变（图 1，小图 a）。尽管可再生能源的生产率增长快于煤炭，但一个抵消因素是煤价近期下降。在 2015 年的二氧化碳排放中，煤起的作用占到 83%，而天然气占 3%，石油占 13%。
- 碳税从 2017 年的每吨 15 元人民币提高到 2030 年的 230 元人民币²，将使 2030 年二氧化碳排放量比基线水平下降大约 20%（图 1，小图 b），达到中国在巴黎会议上承诺的二氧化碳集中度削减目标，³ 减少煤炭使用量对二氧化碳减排的贡献约为 95%。如果碳税到 2030 年提高到每吨 455 元人民币，那么 2030 年排放量将减少 30%。如果只对煤征税（按相同的税率），二氧化碳排放量的削减幅度将是征收碳税所能实现的削减水平的 95% 左右。

¹ Philippe Wingender（财政事务部）撰写。

² 应逐步实施提前公布税率的碳税，这样企业和消费者有时间适应并进行减排的投资（比如：风能和太阳能工厂、更节能的建筑）。

³ 目标是，到 2030 年，使 GDP 的二氧化碳集中度比 2005 年降低 60–65%。

(continued)

- 中国将于 2017 年针对能源部门和大型工业实行**排放交易制度**。这一制度将在七个地区试点项目的基础上实施，规模将是欧洲排放交易市场的两倍左右。⁴ 然而，根据模型估算，排放交易制度（采用与碳税相同的排放价格路径）的二氧化碳排放削减幅度仍是碳税或煤税所能实现的削减水平的一半左右，因为其不包括小规模使用者的煤炭使用。削减二氧化碳排放的其他政策，包括对电力和道路燃料征税，以及采取措施降低发电的二氧化碳密集度，以提高发电、交通和其他能源部门的能源效率，并增加使用可再生的发电燃料，这些政策的有效性明显低于交易排放制度，许多情况下甚至是低很多（图 1，小图 b）。
 - **碳税带来的财政收益也是最大的**，在每吨 230 元和 455 元人民币的征税方案下，2030 年筹集的财政收入分别相当于 GDP 的 1.7% 和 3%（图 1，小图 c），尽管税基相对于 GDP 缩小。同样，煤税带来的财政收益也相差不多，能筹集的财政收入相当于碳税的 83% 左右。排放交易制度（采用**额度拍卖方式**）和电税分别能筹集相当于碳税的 45% 和 35% 左右的财政收入。其他政策所能获得的财政收入要少得多，没有财政收入或者有的甚至会使财政收入减少。
 - **得以挽救的生命**（基线情景中的死亡人数与实行不同政策时的死亡人数之间的差异）将逐渐增加，因为随着中国很多城市的空气变得更清洁，肺部疾病、肺癌、中风和心脏病发病率将下降。2017-2030 年，征收较高碳税或煤税情景下被挽救的生命约为 400 万人，排放交易制度约为 190 万人（图 1，小图 d）。⁵
 - **净经济收益**。从经济上看，碳税和煤税也比其他政策的效果好得多，引起的成本大约相当于 GDP 的 0.7%（在高税率情景下），但带来的国内环境效益超过 GDP 的 5.5%，因此净经济收益接近 GDP 的 5%。交易排放制度下的净经济收益为 GDP 的 2.15%，其他政策带来的经济收益则低得多（图 1，小图 e）。
3. **征管**。征收碳税或煤税的最好方式是在经济进入点征收上游税（例如，对煤来说，是在矿口，利用中国资源税的现有征管结构；⁶ 对石油产品来说，是在精炼或油气加工厂；进口燃料则在边境征税）。中国目前约有 1.1 万个煤矿（但今后几年内重组将可能关闭约 4000 个煤矿），石油精炼厂和油气加工厂的数目要少得多。这与税务机关征收下游碳税必须监控的交易数量在数量级上形成对照。另一个方法是对高排放量企业征税，但若采取这种方法，除了会漏掉约一半的二氧化碳排放外，测量排放量比测量燃料燃烧的碳成分在技术上要困难得多，这方面要求的高技术专长通常是税务机构不具备的。⁷
4. **对不同家庭的影响**。碳税或煤税给低收入家庭带来不成比例的沉重负担——相比第十（最高）收入十分位的家庭，第一和第二收入十分位家庭承受的相对于消费的税收负担分别高出 50% 和 25%。

⁴ 排放交易制度覆盖电力、国内航空、钢铁、化工、水泥、造纸和其他行业。

⁵ 这项分析可能高估了碳减排政策对国内健康的益处，因为它假定增量益处是相同的，不管污染浓度如何。近期证据显示，死亡率与污染浓度之间可能存在凹的关系。

⁶ 也就是说，在最近采用的从价税基础上，增加一个按碳数量确定税率的特定部分。或者，可以对煤炭加工厂（数量远少于煤厂）设定税收。

⁷ 见 Calder（2015 年）。

(continued)

然而，将约 5% 的税收收入重新利用起来，例如，用于降低社保缴费以及增加福利和社会支出（中国在这些领域落后于发达经济体和其他中等收入国家），则能抵消最低两个收入十分位家庭所受的不利影响。⁸ 实行额度拍卖办法的排放交易制度比碳税和煤税的累退性要高一些，而如果自由分配额度（资本所有者得到租金），累退性会大得多。

5. **对不同企业的影响。**碳税或煤税给与传统增长引擎紧密相联的行业（如重工业、建筑业）带来相对较高的成本，但出口部门与其他部门相比并不承担不成比例的税收负担。虽然与不实行碳定价的其他国家的生产商相比，成本将提高，但分析显示，为缓解有关影响而采取财政措施来提供一定支持，不会带来过高的成本——通过碳税或煤税取得的财政收入的 10% 左右将足以补偿能源密集度和贸易参与程度最高的企业（假设其他国家不采取减排行动）。
6. **碳税或煤税能有效应对国内环境挑战，从而促进更可持续的经济增长。**鉴于最依赖煤和能源的部门是与旧增长模式相关的重工业部门，征收这种税将支持中国经济的再平衡调整，促进中国经济转向高增加值服务业和消费带动的增长模式。此外，征收这种税能对国际社会减缓全球变暖的协调努力做出贡献，从而也能缓解气候变化对中国的不利影响，这种不利影响如自然灾害发生次数增加，沿海地区特别易受影响。⁹ 虽然政府承诺在 2017 年实行排放交易制度，这不应排除同时实行上游碳税或煤税。可以向需要取得排放额度的企业提供一定退税，以确保所有排放企业支付相同的单位碳价。鉴于这些政策能带来巨大的国内好处，中国可单方面采取行动履行巴黎承诺，使本国境况得到改善，而不必等其他国家也采取行动。

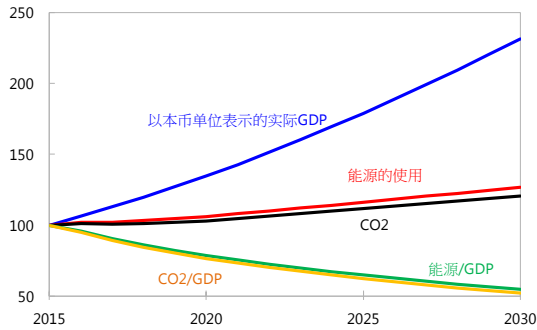
⁸ Lam 和 Wingender（2015 年）。

⁹ 世界银行和国务院发展研究中心（2013 年）。

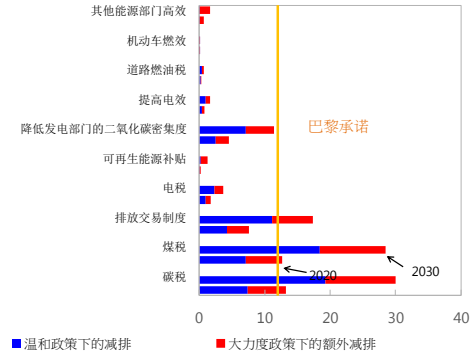
图 1. 环境改革：征收碳税或煤税的巨大好处

GDP 的二氧化碳密集度在 2015-2030 年预计将下降 37%，但碳税能实现最大幅度的二氧化碳减排……比中国的巴黎减排目标高三分之一。

(a) 能源的使用和二氧化碳：基准情景
(2015年=100)

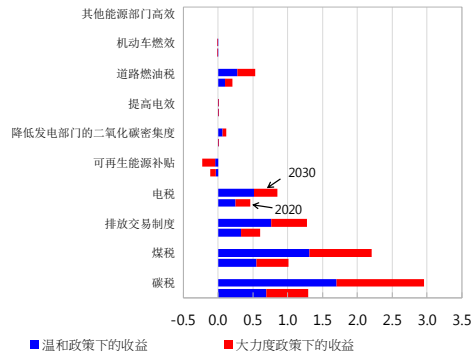


(b) 2020年和2030年的碳减排
(百分比)



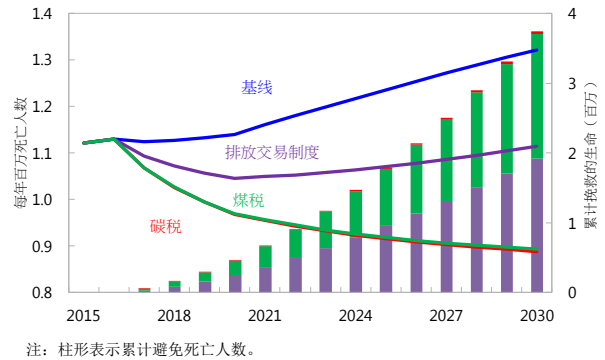
……同时也能带来最多的财政收入……

(c) 2020年和2030年财政收益
(占GDP的百分比)



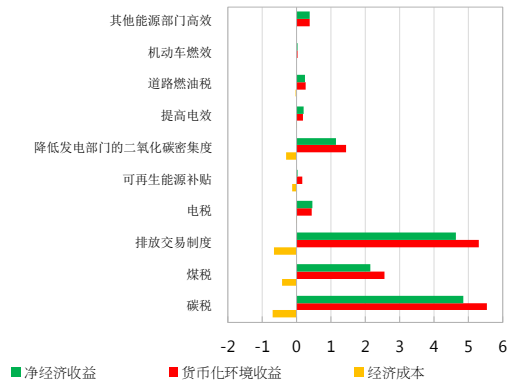
……使空气污染导致的死亡大幅减少……

(d) 与污染有关的过早死亡：2015-2030年
(百万死亡人数，大力度政策情景)



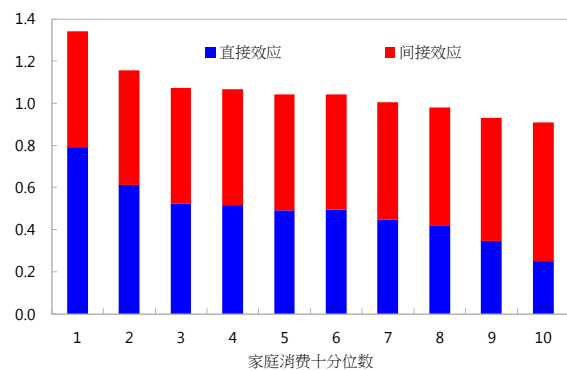
……并带来巨大的国内经济好处。

(e) 2030年的国内经济收益与成本
(占GDP百分比，大力度政策情景)



但需要采取财政措施，缓解低收入家庭的负担。

(f) 碳税对实际收入的影响
(占家庭总支出的百分比)



来源：基金组织工作人员的估计。

参考文献

- Calder, J., 2015, “Administration of a U.S. Carbon Tax,” in *Implementing a U.S. Carbon Tax: Challenges and Debates*, ed. by I. Parry, A. Morris, and R. Williams (New York: Routledge).
- Lam, W. R. and P. Wingender, 2015, “China: How Can Revenue Reforms Contribute to Inclusive and Sustainable Growth?” IMF Working Paper 1566 (Washington: International Monetary Fund).
- Parry, I., D. Heine, S. Li, and E. Lis, 2014, *Getting Energy Prices Right: From Principle to Practice* (Washington: International Monetary Fund).
- Parry, I., B. Shang, P. Wingender, N. Vernon and T. Narasimhan, forthcoming, “Climate Mitigation in China: Which Policies are Most Effective?” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- World Bank and Development Research Center of the State Council, 2013, *China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative Society* (Washington: World Bank).