



中华人民共和国

2012 年第四条磋商工作人员报告

2012 年 7 月 6 日

主要问题

背景。中国经济看来正在实现软着陆，尽管全球不利影响在增加。预计今年经济增长将放慢到 8% 左右，通货膨胀将下降到 3.5%。同时，政治交接也在进行之中。

重点。近期宏观经济管理挑战是磋商的主要焦点。中国经济增长在减缓，这在一定程度上是由于中国采取了政策行动以使经济增长速度放慢到更可持续的水平，但欧元区危机的加剧使中国经济前景面临重大风险。代表团还讨论了与房地产部门、金融体系和地方政府融资有关的国内风险。另一个主题涉及朝着扩大消费的方向实现经济的内部再平衡调整，这是一项中期重点任务。最后，代表团还就外来和对外溢出效应交换了看法，特别是关注中国投资对世界其他地方产生的影响。

宏观经济政策建议。政策应继续着眼于实现今年的经济增长目标。如果外部前景恶化，中国有充足的空间做出强有力的回应，将以财政政策为主要防线，重点是那些能够支持中国中期改革目标的措施。

内部平衡。经常账户顺差自 2007 年达到顶峰后大幅下降，这种情况是可喜的，但这种外部再平衡的实现是以内部失衡加剧为代价的。中国的经济增长越来越依赖投资，这种模式难以持续下去。因此，需加快步伐转变增长模式，使经济增长更加依赖消费需求。这种转型将显著提高人民生活水平，使经济增长更均衡、更具包容性、更可持续。

外部状况评估。人民币目前被认为是中度低估，这反映了对经常账户的重新评估、国际储备积累的减缓，以及过去实际有效汇率的升值。

**Anoop Singh 和
Tamim Bayoumi 批准**

磋商讨论于 2012 年 5 月 29 日至 6 月 8 日在武汉、上海和北京进行。基金组织工作人员代表团包括 M. Rodlauer (团长)、A. Ahuja、S. Barnett、M. Nabar、P. N'Diaye (均来自亚太部)、M. Das (研究部)、李一衡和 M. Syed (驻北京代表) 以及 A. Meier (驻香港特区代表)。张涛、夏靖和陶东先生 (执董办) 参加了武汉和北京的会议。第一副总裁于 6 月 7-8 日参加了代表团的 活动。

目录

近期宏观经济管理	5
A. 近期前景	5
B. 宏观经济政策	5
C. 全球风险	12
D. 国内风险	13
E. 金融部门	17
从外部再平衡到内部再平衡：改变中国的增长模式	19
A. 再平衡的进展	13
B. 高投资：风险和外溢效应	27
C. 实现更高质量的增长	31
工作人员的评估	34
专栏	
1. 人口状况——中国是否已到达刘易斯拐点？	11

2. 最近的利率改革	12
3. 中国房地产投资下滑的溢出效应	15
4. 金融部门评估规划的落实情况：对最近改革努力和待办优先事项的初步评估	20
5. 金融部门改革路线图	21
6. 人民币国际化	22
7. 关于对外部门的分析	24
8. 中国的高投资、产能和产出缺口	28
9. 中国以投资为主导的增长：全球溢出效应	30
10. 社会保障体系	32

图

1. 经济增长看来正在实现软着陆	7
2. 上次刺激措施的影响依然存在	8
3. 经常账户：近期趋势与前景	23
4. 汇率	25

表

1. 若干经济指标	38
2. 国际收支	39

3. 外部脆弱性指标	40
4. 货币变化情况	41
5. 广义政府预算操作	42
6. 说明性的中期预测方案	43
7. 公共部门债务可持续性框架	43

近期宏观经济管理

A. 近期前景

1. 经济增长。工作人员预测，中国经济增长今年将放慢到 8%，比 4 月期《世界经济展望》的预测低 0.25 个百分点，这将是多年来的最低水平（图 1）。这一预测假设，全球经济活动比 2012 年 4 月期《世界经济展望》的预测更弱一些，并且，当局在实施政策时将继续着眼于实现今年的财政和货币目标。预计经济增长在第二季度将触底反弹，下半年将加速。预计经济明年将增长 8.5%。

2. 通货膨胀。自去年 7 月达到 6.5% 的峰值以来，通货膨胀进入下行通道，5 月降至 3%。由于农业供给冲击逐渐消退，食品价格通胀下降，在其带动下，CPI 篮子的所有主要组成部

分的价格压力都已缓解。另外，当局采取了相关政策抑制房地产部门，这有助于减轻房地产市场带来的通胀压力，而全球商品价格趋软也使生产成本降低。中国的通货膨胀仍主要由食品价格驱动，如果不发生进一步的农业供给冲击，通货膨胀今年应维持在 3-3.5% 的范围内，2013 年将下降到 2.5-3%。

3. 当局的想法。当局实施了有关政策，目的是使经济增长速度放慢到更可持续的水平。结果是，过去五个季度，经济增长稳步减缓。然而，在通过政策管理使经济减缓的同时，欧元区危机恶化带来的不利影响比预期更强。支持经济增长的措施目前得到更高重视，当局相信今年的增长率至少为 7.5%。关于通货膨胀，他们指出，当前提高生产要素价格的改革可能使通货膨胀升至高于工作人员 2013 年预测的水平。

B. 宏观经济政策

4. 财政政策。2012 年预算在退出 2009-2010 年财政刺激政策与向增长减缓的经济提供支持二者之间取得了平衡 (图 2)。预计总体赤字为 GDP 的 1.25%，按周期调整水平计算与去年持平。¹ 尽管今年财政收入增长减缓，但随着今年下半年经济活动回升，全年收入目标仍可实现。为了支持经济活动，正在加速实施 2012 年已批准项目，并采取了一些措施支持节能消费。所有这些都纳入现有预算范围。

5. 结构性财政改革。 当前财政改革的目标是促进中国经济实现转型，在中期内转向在更大程度上由消费带动的经济，途径包括提高居民购买力和生活水平。最近的进展包括改革个人所得税，使更多的低收入工人免于纳税；提高社保给付额；加强对自然资源的征税；以及实行试点改革，以更高效率的增值税取代营业

税。更广泛而言，工作人员强调，鉴于中国即将出现的人口变化 (专栏 1)，必须确保社会保障体系的增强在财政上是可持续的。在这方面，公布明确的中期财政计划将有助于稳定预期，使人们确信计划实施的财政改革 (包括社会保障改革) 具有资金支持。

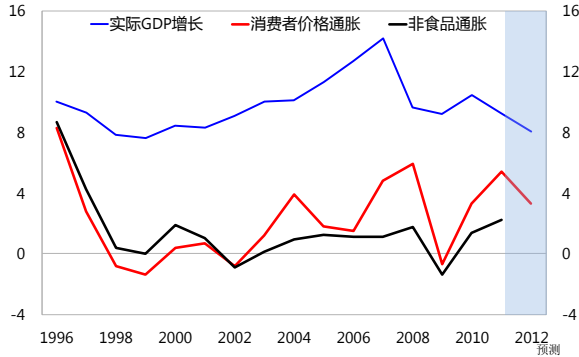
¹ 这是基于工作人员的定义，对几个项目 (最主要的是对稳定基金的净转移) 的官方数据作了调整。

图 1. 经济增长看来正在实现软着陆

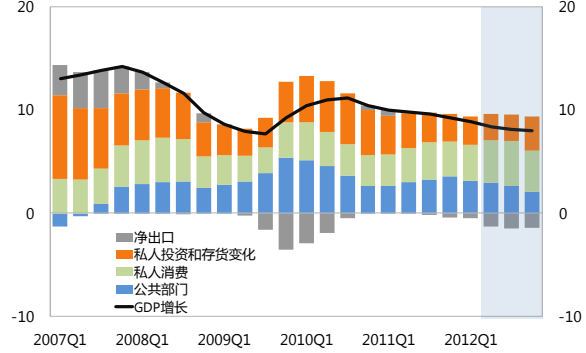
经济看来正在实现软着陆，增长速度在放慢，通货膨胀在缓解。

在强劲国内需求的支持下，经济增长依然健康...

消费者价格通胀
(百分比, 同比)



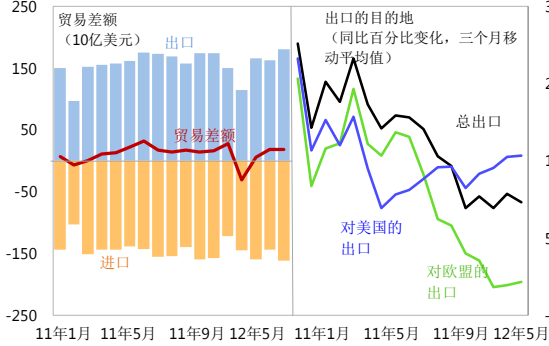
对GDP增长的贡献
(百分比, 年平均)



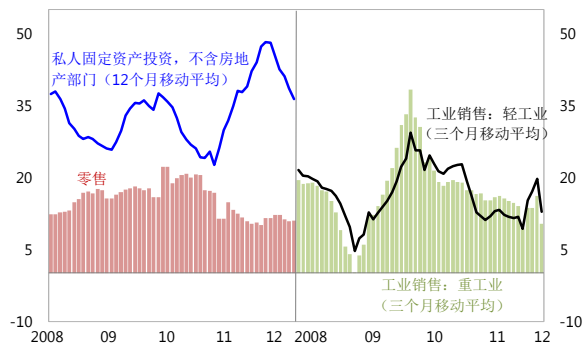
...尽管外部需求减缓对经济活动产生了不利影响。

工业销售和固定资产投资强劲...

中国：贸易差额
(10亿美元)



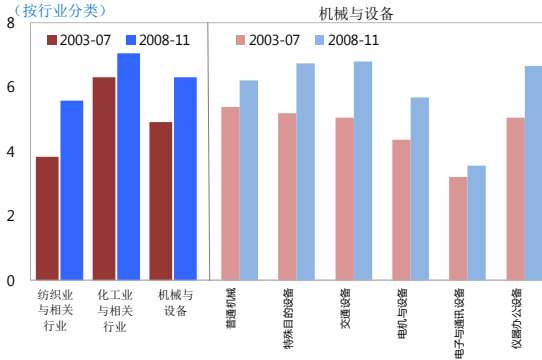
固定资产投资与工业销售
(百分比, 同比增长, 实际值)



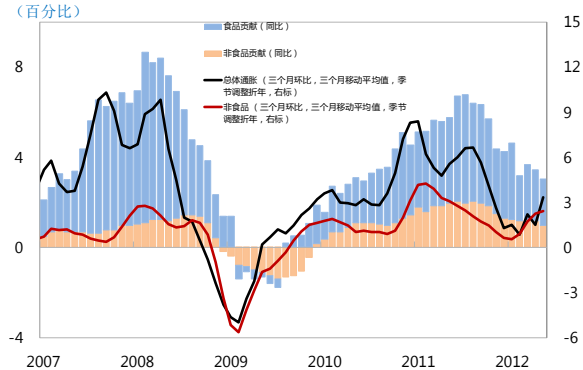
...这得益于各行业健康的利润率。

通货膨胀压力看来有限。

利润率



通货膨胀

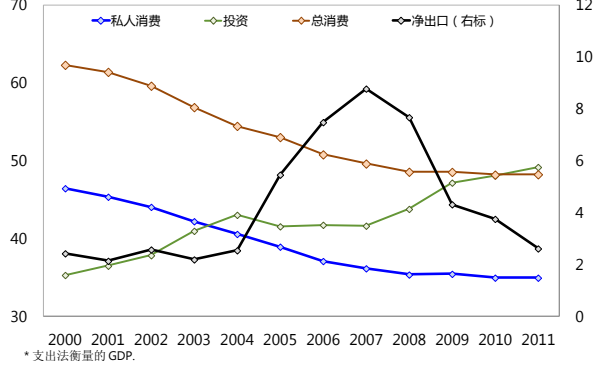


来源：CEIC；Haver Analytics；《世界经济展望》；以及基金组织工作人员的计算。

图 2. 上次刺激措施的影响依然存在

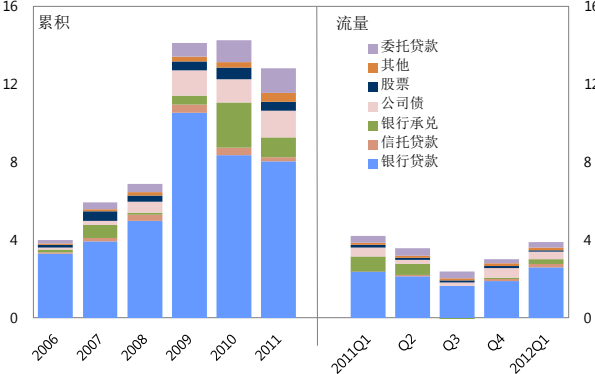
经济增长模式继续向投资倾斜...

GDP支出成分
(占GDP的百分比*)



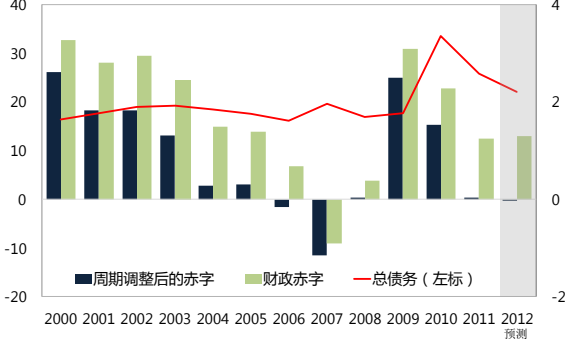
...同时伴随着非银行中介渠道的金融创新。

全社会融资
(万亿人民币)



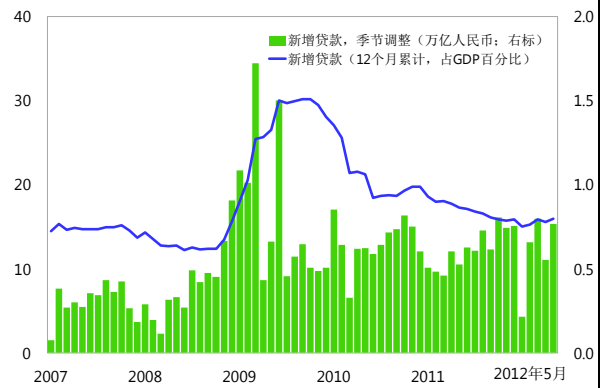
尽管地方政府借款增加，但政府总体债务依然处于较低水平...

总体债务水平
(占GDP的百分比)



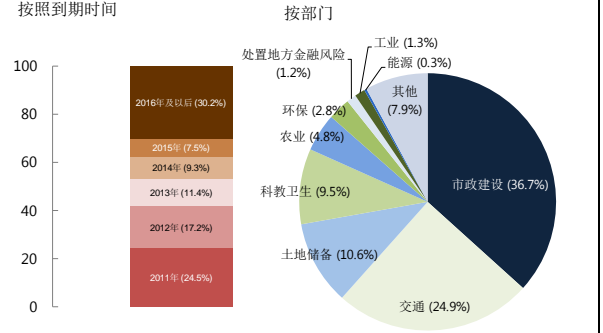
...得到银行信贷大幅扩张的支持...

新增贷款



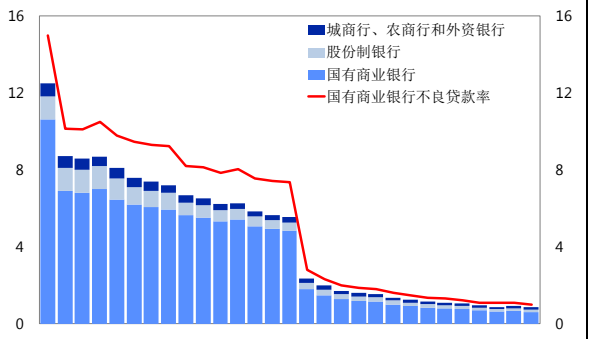
大量投资是由地方政府进行的，并以债务为融资来源。

地方政府债务
(占总体的百分比)



...银行部门有一定空间吸收地方政府债务可能导致的更多不良贷款。

对不良贷款比率的贡献因子
(百分点)



来源：CEIC；Haver Analytics；《世界经济展望》；以及基金组织工作人员的计算。

6. 货币政策。当局将今年的 M2 增长目标保持在 14%。信贷增长显著减缓，从 2010 年初 29% 的峰值下降到 2012 年 5 月的 16%。这是由于当局采取了政策努力以放慢经济增长，重点特别是控制房地产开发和地方政府融资平台（见下面的 D 部分）。展望未来，近期的政策调整（包括下调基准利率以及加快实施已经列入第十二个五年规划的投资项目）将促进经济增长在今年下半年适度回升，信贷需求也将相应加强。外汇干预的减少降低了对冲操作的必要性，为去年 12 月以来三次下调银行存款准备金率提供了便利。从今后看，工作人员建议进一步下调存款准备金率，并在更大程度上依靠公开市场操作来管理流动性。

7. 利率。为了向经济提供周期性支持，当局 6 月初以来两次下调基准利率（累计下调幅度贷款为 0.56 个百分点，存款为 0.5 个百分点）。同时，在受管理的基准利率制度下，当

局允许银行在设定利率方面享有更大的灵活性（专栏 2）。最近的改革缩小了最低存贷款利差，将逐步提高银行业相对于其他中介形式的竞争力。在贷款方面，多数贷款利率已高于基准利率，因此，近期平均贷款利率受影响尚不明确。工作人员长期以来一直建议，基于价格的工具应在货币政策中发挥更大作用，这将使中央银行能够在实现其货币目标的过程中，降低对银行贷款行政管理手段的依赖。随着金融创新不断促进标准存贷款业务以外的中介形式的发展，上述目标变得越来越紧迫。

8. 当局的看法。关于财政政策，当局相信，有余地在现有预算内继续调整政策以支持经济增长。他们继续认为货币目标是适当的，并指出，近期下调基准利率将有助于确保这些目标得以实现。此外，他们强调，最近宣布的措施还包括在利率市场化方面进一步采取重要步骤。

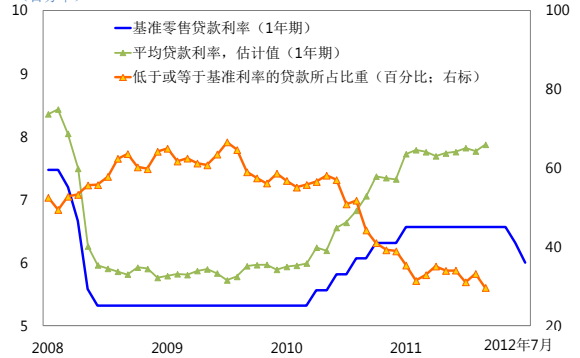
他们还认为，在金融中介过程中，价格已在发挥重要作用。

9. 房地产。住宅房地产市场近几个月已经

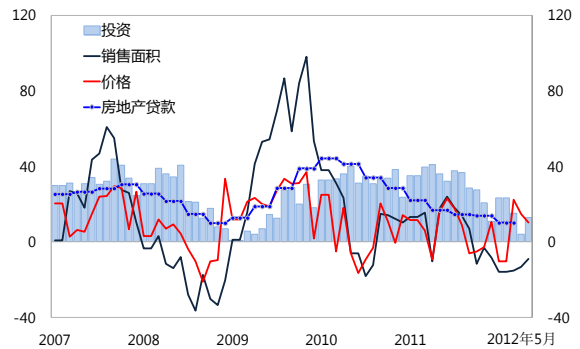
降温。在官方指数所跟踪的 70 个主要城市中，近三分之二城市的房价已持续下跌。在大型一线城市，房价的下跌主要出现在外围区域和郊区。房地产投资已经减缓，但将继续支持保障性住房建设。到目前为止，房地产市场的降温看来相对平稳，没有哪个主要开发商被报道出现严重的财务困难。然而，同上一个房地产周期的情况一样，在房地产价格开始上升后，投资低谷期可能到来。房地产部门在中国经济中发挥着重要作用，并且具有广泛的前向和后向

联系，因此，当局非常重视密切监测房地产市场的价格和成交情况，确保房地产市场继续稳定发展。

名义贷款利率
(百分率)



住宅房地产价格和活动, 全国
(百分比, 同比)



专栏 1. 人口状况——中国是否已到达刘易斯拐点？

低成本农村劳动力的充分供给一直是中国经济的一个重要特征。但工资上涨和劳动力短缺是否意味着这一时代即将结束？工作人员的分析表明尚未如此，但结构性人口因素显示中国将在本十年末接近刘易斯拐点（LTP）。

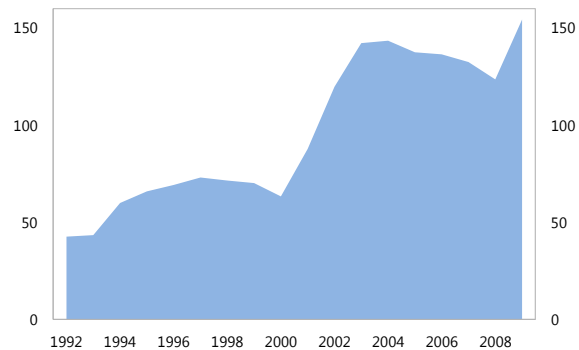
人口状况

中国正在经历快速的人口变化。2015 年之后，劳动力预计将减少。此外，未来几十年里，老年赡养率预计将以几乎前所未有的速度上升，从 2010 年的约 13.5% 上升到 2020 年的约 20%、2030 年的约 28%。农村老年赡养率到 2030 年将上升到 34% 以上（世界银行中国 2030 年报告）。

方法

我们使用劳动力市场联立非均衡模型来衡量当前的劳动力供给过剩程度。¹ 我们利用所得结果，根据中国的经济基本面（包括人口状况、家庭财富、劳动力市场特征、生产率以及外部需求）来预测劳动力供给过剩趋势，并确定中国通过刘易斯拐点的大致时期。使用其他假设来评估可能实施的改革将带来哪些影响。

中国：劳动力供应过剩估计
(百万)



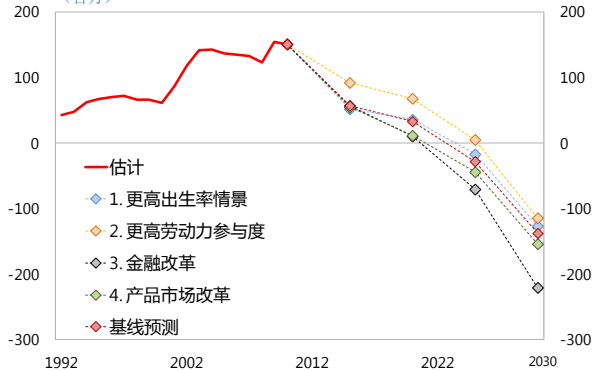
结果

- 劳动力供给过剩与人口特征（人口数量、劳动力规模和参与率）、实际工资、全要素生产率、家庭财富以及失业率密切相关。基线估计显示：

¹ 见 Das, M. 和 P. N'Diaye, “中国是否已通过刘易斯拐点？”基金组织工作文章（即将发表）。

- 2020 年之前，中国将能继续利用劳动力的过剩供给。目前，过剩劳动力估计为 1.5 亿人左右，2020 年预计将下降到约 3000 万人。
- 中国将在 2020 年至 2025 年之间的某个时候通过刘易斯拐点。

过剩劳动力：基线与替代预测情景
(百万)



- 提高生育率（例如通过放宽独生子女政策）将使通过刘易斯拐点的时间推迟，尽管推迟的幅度不大。这是因为，生育率提高后，劳动力规模将增加，但仅会在较长时间后才出现。
- 提高劳动力参与率（例如让进城务工人员获得城市户口，并使他们在所在城市更容易地获得补贴住房、入学机会和医疗服务）将使到达刘易斯拐点的时间推迟到 2025 年之后，其假设是劳动力参与率比 2010 年提高 4 个百分点。
- 金融部门改革会加快到达刘易斯拐点的过程。放开利率，永久取消对存款利率的限制，这将使家庭净资产增加，从而导致劳动力供给减少，因为工作对人们的吸引力下降。
- 提高全要素生产率（例如通过加强服务部门的竞争以及提高投资效率）将增加产出，使企业的劳动力需求增大，减少劳动力的有效供给。

专栏 2. 最近的利率改革

2012 年 6 月 7 日和 7 月 5 日，中国人民银行宣布：（1）下调基准利率；（2）调整人民币基准存贷款利率的浮动区间。

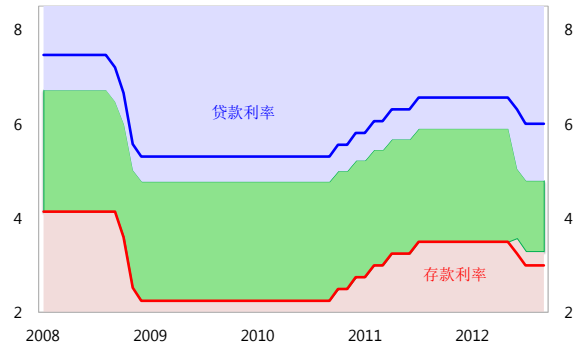
• **下调基准利率。**一年期存款基准利率累计下调 50 个基点（降至 3%），贷款基准利率累计下调 56 个基点（降至 6%）。这是自 2008 年下半年以来的首次降息。其他期限的存贷款利率以及个人住房公积金存贷款利率也作了调整。

• **实行新的存款基准利率浮动区间。**存款利率最高可高于基准利率 10%，而之前不得高于基准利率。结果是，最高一年期存款利率从 3.5% 降至 3.3%（比新的 3% 的基准利率高 10%）。

• **最低贷款利率的下降幅度更大。**最低贷款利率过去为基准利率的 90%，现已降至 70%。因此，最低一年期贷款利率从 5.9% 降至 4.2%。

• **最低利差显著缩小。**结果是，一年期最低贷款利率与最高存款利率之间的利差缩小了 150 个基点，从 240 个基点降至 90 个基点。

存贷款基准利率
(百分比, 年率, 1年期)



来源：CEIC；基金组织工作人员的计算。

C. 全球风险

10. 外部风险。

主要的外部风险仍是欧元区危机对中国造成的溢出影响。工作人员的分析显示，中国将主要通过贸易渠道受到影响。假设中国不采取政策应对措施，在全球增长减缓 1.75 个百分点的情况下，中国增长的下滑幅度可高达 4 个百分点（如 1 月份的《世界经济展望》下行情景所示）。

11. 政策回应。

中国长期以来保持了财政约束，因此，如果外部冲击加剧，中国有充分的空间使用财政政策为主要手段加以应对。2009-2010 年，中国及时采取了大规模刺激措施，有效地支持了国内增长，使本国免于遭受危机的最严重冲击，并通过加强世界需求而促进了全球复苏。然而，主要以信贷为支持的刺激措施

所产生的副作用目前依然存在，并且，由于刺激措施高度依赖投资，产能过剩已加剧，导致今后不良贷款风险增加，也导致了对地方政府融资平台的财务健康状况的担忧。这突出表明，今后采取的任何刺激都必须以预算内财政措施为主要手段。这种措施应着眼于促进消费以及支持中国增长模式转型的中期目标。很多方案已在一定程度上实施，包括对消费提供直接补贴，鼓励减少污染和能耗，以及增加社会保障支出。采取应对措施时应本着这样一个原则，即经济增长可以更慢一些，但应更均衡。

12. 当局的想法。当局担心外部前景，特别是欧元区危机可能加剧，欧洲内部未能采取足

D. 国内风险

13. 增长减弱？当局为使经济增长减速所采取的措施有可能导致增长过度减弱。在外部环境恶化的背景下，尤其如此。如果经济活动进

够强的政策应对措施。他们注意到，欧元区危机已对中国出口、投资和消费情绪产生不利影响。当局指出，美国经济活动的减弱和顺周期性的财政政策也是一种风险。当局认为，如果欧元区危机加剧，他们有充分的空间采取强有力的政策回应。他们将着眼于采取均衡的财政和货币措施，目的是确保实现 2012 年 7.5% 的官方增长目标，同时避免今后失衡进一步积累。他们强调，由于实际利率上升，并且存款准备金率仍处在较高水平，因此有空间进一步采取货币应对措施。通过确保健康的国内消费和投资增长，中国将为全球经济稳定做出重要贡献。

一步趋软，中国有空间调整宏观经济政策。为了避免重复 2009-2010 年的信贷和投资刺激（可能损害中期再平衡目标），财政政策在这

次政策回应中应当发挥主要作用，货币政策应着眼于实现既定目标。

14. 房地产风险。工作人员提出了这样一种潜在风险，即房地产降温措施可能力度过大，导致房地产市场出现比预期更为急剧的下滑，特别是在今后外部不利影响可能更为严重的情况下。工作人员的溢出效应报告显示，房地产投资的无序下滑可能对中国的增长和全球经济造成显著影响（专栏 3）。如果市场收缩幅度过大，中国有空间加快实施保障性住房计划，并有选择地放松抑制住房需求的某些限制措施，特别是那些影响首次购房者、自住房和低收入群体的限制措施。但工作人员强调，为了减轻中国出现房地产泡沫的内在倾向，必须解决根本的结构性问题。这包括，通过深化本地金融市场和最终放开资本账户为居民储蓄提供更多出路，以及逐渐从结构上提高实际利率并实行

具有宽税基的物业税，从而提高房地产的持有成本。但为此需要建立完善的登记和评估制度。

15. 当局的想法。当局认为政策过度紧缩的风险较低。对于房地产风险，他们认为，当前的措施足以在短期内为房地产市场提供支持，同时也有利于住房市场和整体经济的长期发展。他们还指出，当前的政策已着眼于鼓励首次购房者的需求，一旦房地产部门在足够程度上降温，非投机性交易应当会回升。

16. 地方政府财政。地方政府负有提供社会服务的直接责任，因此在向全社会分配经济增长好处方面发挥着重要作用。然而，地方政府缺乏充足的自有收入来源，并且不准许在预算内借款（除了在少数省份的有限试点）。许多地方政府依赖于通过预算外融资工具借款为投资项目提供资金。这影响到社会服务的提供、房地产市场（因为地方政府有强烈的动机利用

出售土地作为融资来源)、银行体系(通过对地方政府的贷款)以及公共债务动态。解决地方政府财政问题应是一项重要任务,需包括以下要素:明确支出责任;确保收入来源足以履行这些责任;建立有关体系,以密切监测和控制与地方实体(特别是地方政府融资平台)借款有关的风险。

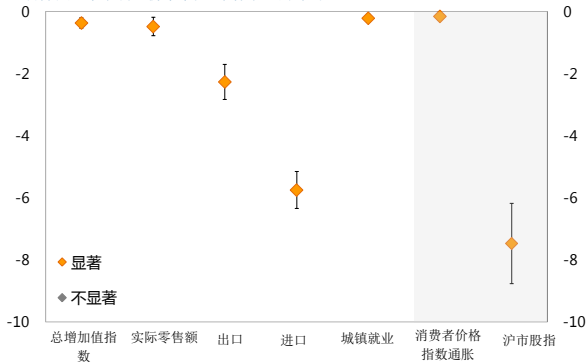
17. 当局的想法。当局同意,改革地方政府财政是一项重点任务,包括在收入、支出和融资方面的改革。他们表示,在地方政府和地方政府融资平台截至 2010 年底所欠债务中,有约 20%已在 2011 年偿还,并且,地方政府融资平台在同一期间借入的新债务很少。

专栏 3. 中国房地产投资下滑的溢出效应¹

在中国,房地产投资占固定资产投资总额的四分之一。本专栏分析中国房地产投资下滑(作为独立事件)对中国及其二十国集团贸易伙伴的各种宏观经济、劳动力、金融和贸易指标以及全球商品价格产生的溢出效应。中国与二十国集团其他经济体之间的互动由一个两地区因子扩充 VAR (FAVAR) 模型来反映,该模型使用 2000 年 1 月至 2011 年 9 月的月度数据。

中国: 对宏观经济指标的最大影响

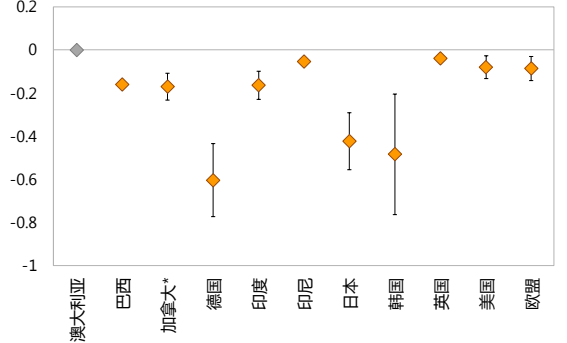
(百分点, 季节调整折年率; 1个标准差的冲击)



国内影响。如果房地产投资下降,很多部门的活动将下滑,这是因为房地产行业与国内其他行业(如耐用消费品、建筑业、轻工业、电力)存在着紧密的后向联系。国内需求减弱

对实际GDP的最大影响, 隐含的

(百分点, 季节调整折年率; 1个标准差的冲击)



全球贸易活动将减弱,这意味着,过去十年里从全球贸易扩张中获益显著、通过供应链国家与中国保持间接联系的经济体,如德国和日本,将受到更严重的第二轮冲击。

将抑制中国的进口，进而影响贸易伙伴的生产、就业和国内需求。作为（第二轮）结果，中国的出口将减弱。中国进口的下降反映了房地产活动与国内某些行业的紧密联系，由于加工贸易在总贸易中占有相当大比例，这些行业需要从国外进口投入品（见图 1）。随着收入和财富下降，消费将减弱。总工业增加值和产出将下降，有关影响在四个季度后开始消退。总体下滑反映在股市和就业状况上。随需求状况恶化，房地产成交量和成交价格也将下降。

全球溢出效应。对中国直接敞口较高的资本品生产国（特别是韩国和日本），以及与二十国集团其他经济体高度融合、从而会因中国负面冲击而与其他贸易伙伴受到共同的第二轮不利影响的经济体（如德国和日本），其工业生产和 GDP 的下滑幅度更大（见图 2）。总的来看，中国房地产投资下降 1%，中国的实际 GDP 在第一年内将下降约 0.2%，同时对二十国集团贸易伙伴产生不利溢出影响，使全球产出下降 0.06%。中国房地产投资下滑将对贸易伙伴的机器、设备和商品出口产生直接影响。这种初始影响将通过对国内需求产生的第二轮效应而进一步放大。

表：中国房地产投资出现1个标准差的外生性下滑一年后，对部分商品价格的影响

世界价格：	（百分比变化，同比）
金属	-2.7
非燃料初级商品	-1.3
锌	-4.3
镍	-3.7
铅	-3.2
铜	-3.1
铁矿石	-1.6
铝	-2.1
橡胶	-1.6
银	-1.5
金	-0.4

注：增长的1个标准差的下降相当于房地产投资水平相比基线水平下降2%。

全球增长前景恶化将反映在不断下降的资产价格和主权债券利差上（美国除外，美国收益曲线最初变得平缓，但大约两个季度后逆转，表明美国相比二十国集团其他经济体具有更好的复苏前景）。

全球增长下滑以及中国对贱金属进口需求下降将导致铁矿石、铜、铅、镍和锌的国际价格下跌（见表 1）。总体金属价格受到的影响将持续 4 个季度，铅和锌所受影响可能长达 5-6 个季度，可能是由于其供给反应更弱。

¹ 见 Ahuja, A.和 A. Myrvoda, “中国房地产投资下滑对二十国集团经济体和全球商品价格产生的溢出效应”，基金组织工作文章（即将发表）。

E. 金融部门

18. 银行资产质量。上次的刺激措施对经济产生的副作用仍然存在。因此，银行资产质量显然存在恶化风险，在经济增长放慢的情况下尤为如此。正如金融部门评估规划 (FSAP) 压力测试所显示的，在多数预测情景下，银行体系整体的风险看来都是可控的。当局在 2011 年底开展的新的压力测试也证实了这一点。所公布的数据显示，银行资产负债表总体健康，大型银行的总贷款拨备率为 2.5%-3% (覆盖所公布的不良贷款的近三倍)。此外，即使对处理更多不良贷款的最终财政成本做出保守假设，财政状况也是可持续的。不过，如果不良贷款大幅增加，将会产生银行与各级政府之间分摊负担这样一个可能很棘手的问题。在这方面，关键是要建立一个危机管理框架，以便能让薄弱或倒闭金融机构有序退出市场，并明确界定国家在提供财政支持过程中发挥的作用。重要

的还包括建立正式的存款保险制度。此外，中国银行业监督管理委员会应继续确保银行充分考虑到其贷款的潜在风险，采用适当的分类、拨备和风险加权。

银行业部分指标 (百分比)

所有商业银行	2007	2008	2009	2010	2011
总体资本充足率	...	...	11.4	12.2	12.7
不良贷款比率	6.1	2.4	1.6	1.1	1.0
次级	1.0	1.1	0.7	0.4	0.4
可疑	2.2	1.0	0.7	0.5	0.4
损失	2.8	0.2	0.2	0.2	0.2
拨备覆盖率	41	117	153	218	278
资产回报率	0.9	1.1	1.0	1.1	1.3
净资产回报率	16.7	19.5	18.0	19.2	20.4

来源：中国银监会。

19. 表外和非银行金融中介。银行资产负债

表之外的金融活动继续快速增长。资金转向表外活动和非银行中介，这可能损害传统货币总量作为政策目标的效用，并可能增加脆弱性。尽管这种活动反映了对公众对金融服务的需求，并能促进中国的金融发展，但它可能削弱货币控制并威胁到金融稳定。为解决这一风险，需继续提高监管能力。这包括进一步改善对非银行中介的数据采集，以及对非银行风险管理实

行严格监督，特别是在短期客户资金用于长期风险投资的领域。更广泛而言，这些情况突出表明，必须加强对系统性风险的监测，并推进金融改革（根据金融部门评估规划的建议），包括提高货币政策对价格型信号的依赖。

20. 金融部门改革。上次第四条款磋商和去年的金融部门评估规划（专栏 4）重点关注金融部门改革的重要性。国际经验表明，尽管金融放开能促进长期经济增长，但在这一过程中必须妥善地确定改革顺序，实施监控，并根据情

况变化做出必要调整，这样才能避免发生危机。

专栏 5 总结了去年金融部门评估规划以来取得的进展，包括扩大人民币汇率浮动幅度、近期提高利率灵活性、压力测试，以及采用巴塞尔 III 的实施计划。此外，加强人民币国际化的趋势是积极的，与中国的经济重要性相符。加强人民币国际化应当与逐步放开现有资本管制制度同时进行，这样才能取得成功（见专栏 6）。

从外部再平衡到内部再平衡：改变中国的增长模式

A. 再平衡的进展

21. 经常账户。 中国的对外失衡情况已大幅度减轻（图 3）。经常账户顺差从 2007 年占国内总产值的 10.1% 急剧下降至去年占国内总产值的 2.8%，主要原因是贸易顺差减少。这一下降反映了各种因素，包括：由于中国在许多市场不再是价格接受者，贸易条件发生了恶化；外国需求周期性疲软，导致出口下降；国内投资旺盛，导致进口上升，特别是初级商品进口上升；实际汇率升值。² 由于其中一些因素很可能继续对中国的对外失衡形成下行压力，现已将中期预测大幅度下调，预计顺差占国内生产总值的比例将约为 4% 至 4.5%（远低于以前预计的占国内生产总值的 7% 至 8%）。但是，中国顺差占全球国内生产总值的比例仍将从 2012 年的 0.2% 升至 2017 年的 0.6%。此预测有一系列谨慎的假设条件，即贸易条件继续逐渐恶化（每年大约 0.5%），投资占国内生产总值比例保持在接近当前比例，财政紧缩在中期内继续下去，先进经济体的复苏如 4 月《世界经济展望》所预计，中国占全球市场的份额继续以过去十年的平均速度增长，而且基金组织工作人员关于实际有效汇率保持不变这一标准假设成立。

² Ahuja, A., N. Chalk, M. Nabar, P. N'Diaye 和 N. Porter, 2012 年, “An End to China’s Imbalances?” 基金组织 12/100 号工作文章（华盛顿：国际货币基金组织）。

22. 中国当局对基金组织关于经常账户的预

测的看法。 中国当局认为，该预测所依据的政策假设和相关中期假设过于保守，因此基金组织工作人员对中期经常账户顺差的预测过高。中国当局预计先进经济体的需求疲软将持续一段时间，并强调中国经常账户顺差下降的主要原因是结构因素而非周期因素。结构因素包括通过改革促进了进口增长。

中国经常账户顺差减少的贡献因子估计
2007-2011
(占GDP的百分比)

	贸易弹性估计 ¹	简式经常账户模型
2007年实际水平	10.1	10.1
贡献因子:		
贸易条件	1.6	3.0
国外需求	1.6	1.4
投资	1.9	2.6
实际有效汇率	2.6	1.3
其他	-0.2	-0.9
2011年实际水平 ²	2.8	2.8

来源：基金组织工作人员的计算。

¹弹性基于货物进出口估算。

²实际值为初步值。

23. 关于对外状况的评估。

对汇率的评估依据一系列资料，包括汇率问题咨询小组的分析、新的对外平衡试行评估、基金组织工作人员对其他因素的评估（专栏 7 和图 4）。汇率问题咨询小组的分析和对外平衡评估均显示，中国的经常账户会有少量顺差，前提是中国和其他主要经济体的产出缺口闭合；此外，根据对外平衡评估框架，政策处于适当状态。据此，加上经常账户顺差急剧下降和相关事态发展，都表

明人民币低估程度已减轻。总体而言，基金组织工作人员的评估认为人民币相对一篮子货币

存在中度低估。

专栏 4. 金融部门评估规划的落实情况：对最近改革努力和待办优先事项的初步评估

去年的《金融系统稳定评估报告》指出，在迈向商业化金融系统这一方面，取得了重大进展，但也提出几个近期风险、结构性挑战和政策导致的扭曲现象。

中国当局欢迎《金融系统稳定评估报告》，并解释说需要花时间研究其建议，然后决定如何落实。中国当局指出，中国将继续根据《第 12 个五年计划》发展和维护其金融系统，在此过程中将慎重考虑《金融系统稳定评估报告》提出的改革建议。然而，鉴于金融部门评估规划去年才完成，中国当局告诫说全面评估落实情况为时尚早。

几个方面已取得重大进展。主要例子包括：

- **今年 4 月扩大了人民币每日交易区间。**人行指出此举的基础是对外汇市场的干预急剧减少。这种克制做法如能继续保持，将标志着在建立更市场化的汇率制度方面取得了令人欢迎的进展。
- **人行今年 6 月初决定允许银行更灵活地设定存款和贷款利率。**此举大幅度缩小了最小利差，为通过价格而非行政指导增强货币控制创造了空间。
- **2011 年后期进行了一次压力测试。**该测试借鉴了先前在落实金融部门评估规划期间所开展的工作。如能建立定期压力测试周期，将有利中国当局努力确保以积极、前瞻性方式监督不断变化的银行部门风险。

- **数据收集获得改善。**这其中包括设立银行承兑汇票专用统计系统，并设立信贷编号系统，用以收集机构银行账户持有人受益拥有权和控制情况的数据。银监会也正在加强对杠杆率和跨境风险暴露非现场监督数据的收集。

- **建立了一个发展公司债券市场的机构间机制。**此举由人行主导，参与方包括国家发展和改革委员会及中国证券监督管理委员会。该机制的目标是改善关于发行、交易、信息披露的规则。

- **创建了一个工作组，负责协助制定基于风险的保险部门清偿能力新框架。**中国保险监督管理委员会也已建立保险行业风险监督制度，并宣布了对通过证券转移退出市场的管理规则。

- **最终确定了落实《巴塞尔三号协议》的计划。**该《协议》规定从 2013 年 1 月 1 日起分阶段提高资本充足标准。

尽管有上述进展，但基金组织工作人员建议在其他方面进一步作出努力，特别是改进审慎监管框架以跟上金融系统放开的步伐。《金融系统稳定评估报告》着重指出，需要制定健全的危机管理框架，成立金融稳定委员会以加强对系统性风险的监测，并建立正式的存款保险计划。中国当局指出已在这些方面开展若干筹备工作，并确认应进一步作出努力。为确保金融放开的好处不被金融稳定方面风险的增高所削弱，取得具体进展将日益重要。

专栏 5. 金融部门改革路线图

目标。建成更商业化的金融系统，做到能促进稳定和包容性的经济增长，有利于内部再平衡，并维护金融稳定。现行系统妨碍再平衡，因为它等于对住户储蓄隐性抽税，用于补贴企业投资和保护银行收益。

原则。金融部门改革并没有最佳和预定的道路，计划应保持灵活，可随机应变。然而，改革进程十分复杂，其不同方面相互关联，如果犯错会造成严重后果，因此慎重排定改革次序极为重要。

汇率。通过达到汇率平衡并提高汇率灵活度，将减少对对冲资本流入的必要性，为增强货币政策的独立性提供空间，从而简化货币管理工作。

货币框架。货币政策操作应更多采用基于价格的方式，而非依靠对贷款活动实行政管制。后者需要吸收过量流动性，以将利率推向市场水平。实现储备平稳，设定短期回购利率，并确保人行常备融资贷款能随时立即运行，将有助于增强流动性管理和限制货币市场利率的波动。可设定一个以增长、通货膨胀和金融稳定为重点的新货币政策框架。

监管和监督。需要不断改善监督和监管工作，并改善系统性风险监测工作和危机管理框架，以跟上金融系统商业化和创新的步伐。

金融市场发展。增强非银行金融中介活动可对银行形成竞争性约束，为企业提供替代融资渠道，为住户提供更广泛的投资机会。但进展步伐需要与银行改革相协调，以防因一窝蜂放弃银行中介服务而出现不稳定情况。

利率放开。建立有力的审慎监督制度后，央行可着手放开对贷款利率和存款利率的限制，允许市场确定这些利率。但极重要的是避免这一放开行动导致不必要的货币状况放松。

资本账户放开。应待上述大部分改革完成后才实施全面放开，特别是全面放开短期流动。应利用现行的合格境外机构投资者和合格境内机构投资者框架推进资本账户的逐步和可控开放。

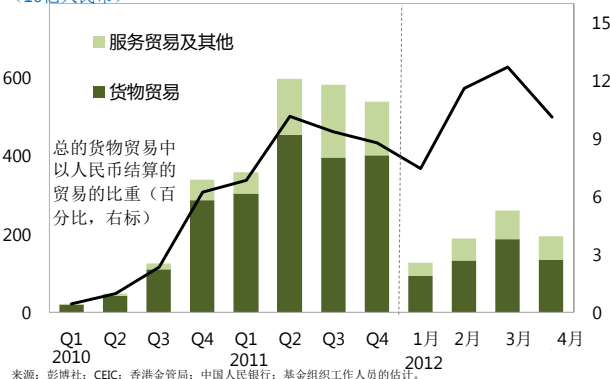
专栏 6. 人民币国际化

中国当局正在促进国际上逐渐增加对人民币的使用。

所用方式包括允许以人民币结算跨境贸易和在离岸市场发展人民币金融产品。此举导致以人民币计价贸易额所占比例不断上升，香港特区人民币存款增加，以人民币为单位发行的“点心债券”增多。最近，随着香港特区期货市场价格预测人民币将对美元贬值，香港特区对人民币的使用已停止上升（迹象是人民币结算贸易所占比例曲线变平），且人民币存款略有下降。促成此市场情况的一个原因是，中国有选择地放松了资本管制，允许离岸人民币流回大陆。

- 人民币贸易结算的范围已扩大到所有中国企业。
- 离岸人民币作为外国直接投资汇回大陆的规则已予以简化。
- 已建立制度（人民币合格境外机构投资者制度），允许将离岸人民币投资于大陆的银行间市场、债券市场和股票市场（须遵守 700 亿人民币的限额）。
- 允许大陆银行和企业在香港特区发行“点心债券”并将所筹资金汇回大陆。
- 可利用与香港特区设立的人民币掉期安排提供离岸人民币流动性。

人民币跨境贸易结算
(10亿人民币)



国际上人民币使用量增加主要发生在香港特区。香港特区资本账户开放，拥有完备的法律制度，且由香港金融管理局实施强有力监管。现已创建由中国银行担任清算银行的付款基础设施。为支持人民币国际化，逐步采取措施放松了资本管制：

另外还通过双边协议促进国际上使用人民币。中国与 18 家央行设立了总额达 2600 亿美元的人民币货币互换安排。中国国家开发银行还与其他开发银行和一些新兴市场的国有企业设立了用于人民币贸易结算的人民币信用额度。

有计划将离岸人民币业务扩展到其他金融中心。最近开始在伦敦进行人民币金融资产出售。

香港特区人民币存款
(10亿人民币)

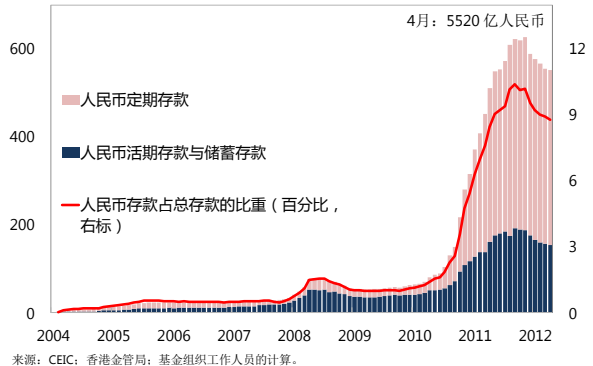
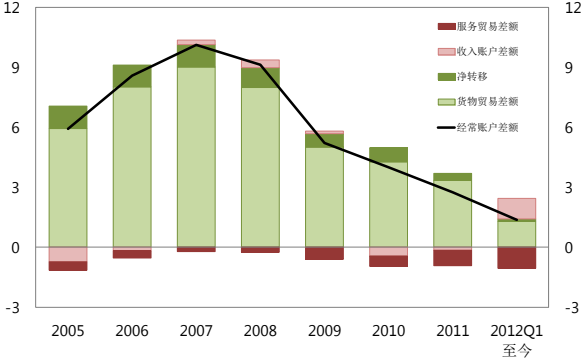


图 3. 经常账户：近期趋势和前景

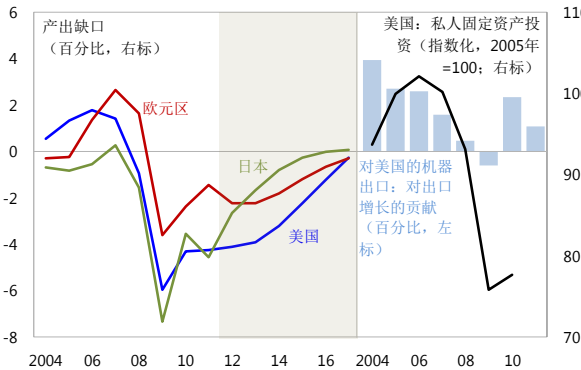
与预期相比，经常账户的缩减幅度较大，更为持久...

经常账户和组成
(占GDP百分比)



经常账户减小的背景是外部需求的周期性减弱...

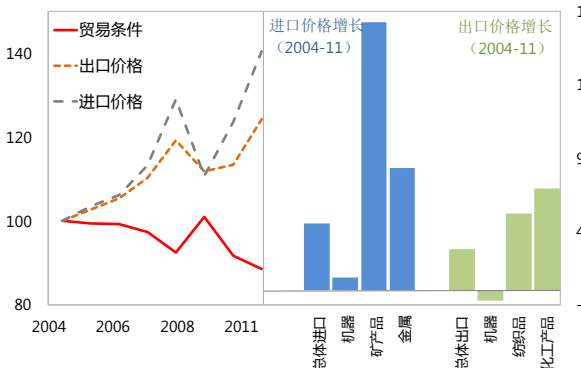
产出缺口



来源：《世界经济展望》； 基金组织工作人员的计算。

投资的增高、以及伴随出现的对商品和资本货物的需求上升，进一步强化了中贸易条件的长期恶化趋势。

中国的贸易条件
(指数, 2004年=100)

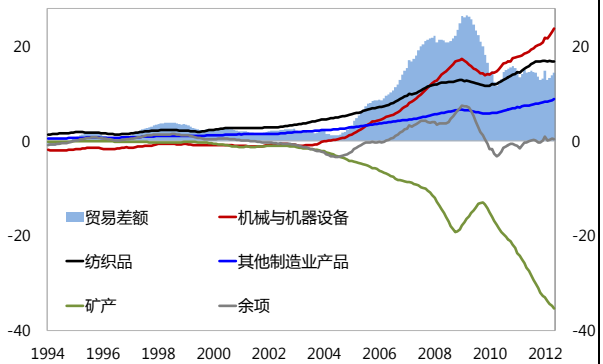


来源：CEIC； Haver Analytics； 《世界经济展望》； 以及基金组织工作人员的计算。

...主要原因是贸易差额的持续减小。

贸易差额

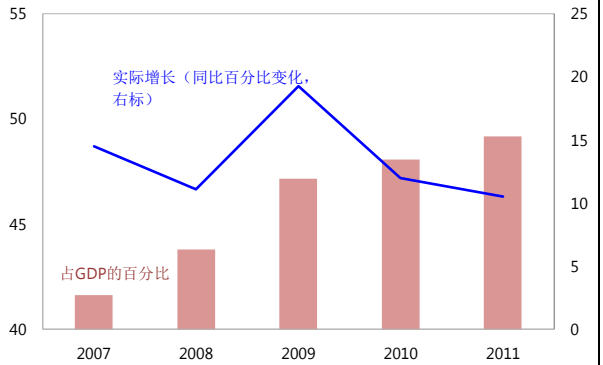
(10亿美元; 12个月移动平均)



...但是也存在着其他长效的作用因素，尤其是中国投资水平的急速上升。

总投资

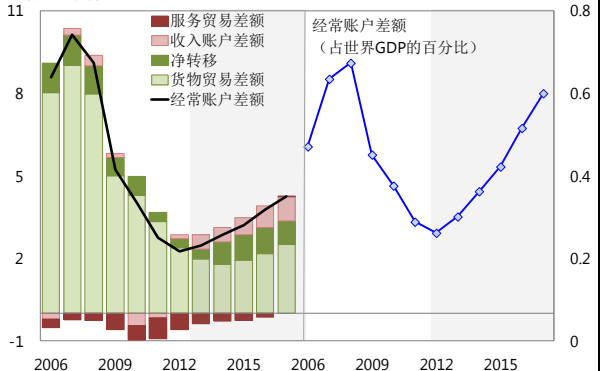
(百分比)



在中期内，顺差将低于危机前的水平，但作为全世界 GDP 的比重却仍在上升。

经常账户和组成

(占GDP百分比)



专栏 7. 关于对外部门的分析

基金组织工作人员的评估是：人民币对多种货币组成的一篮子货币的定值有中度低估。一如既往，这一评估以各种资料为依据。

- **经常账户。**除下述多边模型分析外，经常账户顺差也急剧下降，从 2007 年占国内总产值的 10% 降至 2011 年占国内总产值的 3% 以下。基金组织工作人员的中期预测也已大幅度下调。
- **实际汇率。**除下述多边模型分析外，实际有效汇率自 2005 年汇率改革以来已升值约 30%，过去一年（截至 4 月）升值 8%。无本金交割远期市场和在岸远期市场的价格预测汇率有小幅贬值，现货市场的压力已不再一边倒。
- **国际储备。**过去 12 个月，国际储备积累速度显著放缓（依据国际收支数据）。2011 年下半年尤其如此。随后的 2012 年第一季度，积累恢复到 750 亿美元。该数字仍少于 2005 年改革后的每季度平均数（1000 亿美元）。尽管如此，储备仍远高于所有标准指标，因此应减少干预，在中期内形成双向局面，使实际有效汇率继续升值。
- **资本账户。**中国对资本流入和流出保持多种管制措施。中期内合适做法是经慎重计划，分阶段放宽资本管制，以支持和增强国内金融放开。放开对资本流动走向会有何种影响尚不清楚。

- **国外资产净值。**国外资产净值几乎占国内总产值的 30%，且几年来增长迅速，原因是持续存在经常账户顺差（最高达国内总产值的 10%），以及多年来外国直接投资流入旺盛。资产的构成以外汇储备为主，约占国内总产值的 50%，负债大部分是外国直接投资。国际投资头寸的脆弱性较低。

新多边分析法。目前正在试用一种新分析法，即对外平衡评估。此法与汇率问题咨询小组的分析相似，¹ 可为三种不同方式得出结果，但旨在更直接探讨政策在造成对外失衡方面的作用，以改进汇率问题咨询小组的分析。对外平衡评估所考虑的、可能影响经常账户或实际有效利率的因素范围也广得多。以汇率问题咨询小组对外可持续性和有效实际汇率分析方式进行模拟，以及用汇率问题咨询小组宏观差额法得出中度低估的结果。用汇率问题咨询小组宏观差额法模拟的结果以经常账户余额表示。此法显示，如排除（中国和世界其他国家）经济周期的影响，并假设所有国家在社会安全网、财政平衡、外汇干预方面均实行恰当政策，则中国的经常账户顺差会很小。² 为达到这种状态，意味着经常账户将下降。上述为初步结果，模型的估计数可能不确定。

¹ Lee, J.、G.M. Milesi-Ferretti、J. Ostry、A. Prati、L.A. Ricci，2008 年，“Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies”，基金组织专刊第 261 号（华盛顿：国际货币基金组织）。

² 有关此方法和初步分析结果的细节，参见《对外部门试行报告》（即将发表）。

图 4. 汇率

2005 年以来，人民币已经相比美元升值 30%，名义有效汇率上升了 25%...

名义有效汇率

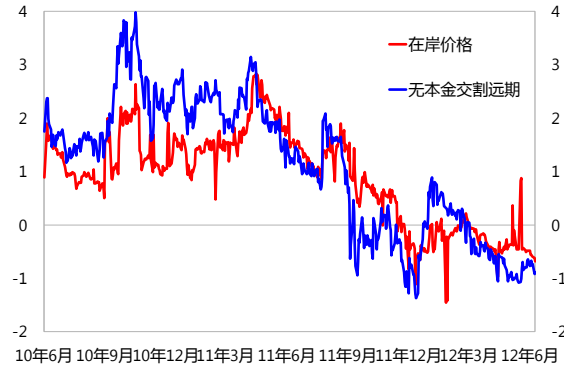
(指数化: 2005年1月3日=100)



如今，在一些月份里，远期市场对汇率的双向预期增幅增大...

汇率

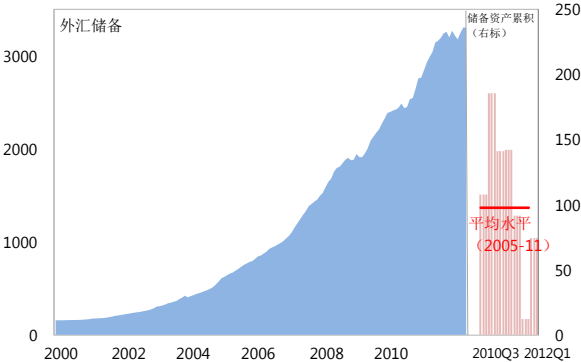
(隐含的一年期的升值幅度)



储备积累的速度似乎正在减慢...

外汇储备

(10亿美元)

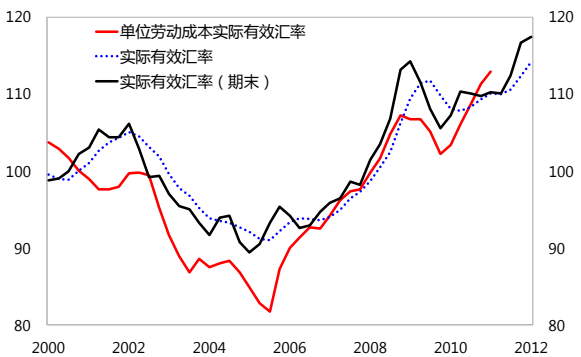


来源：中国人民银行；彭博社；CEIC；Haver Analytics；经合组织；《国际金融统计》；基金学院；基金组织工作人员的计算。

...这推动了实际有效汇率的上升。

实际有效汇率

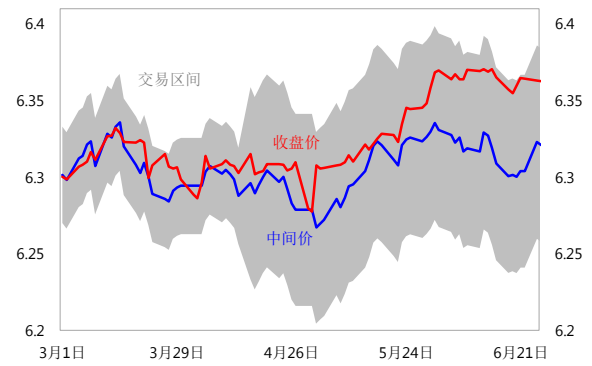
(指数化, 2000年=100, 4个季度移动平均)



...交易区间的扩大为市场力量双向影响即期汇价制造了更多余地。

即期汇率

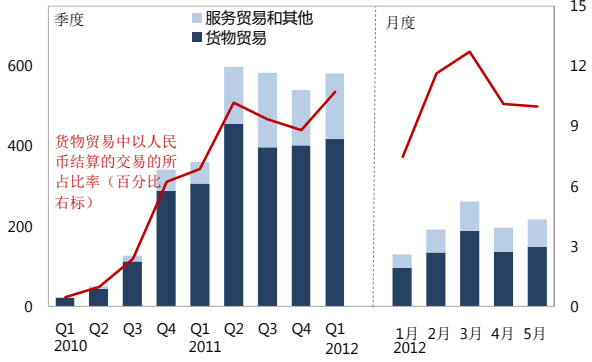
(美元/人民币: 2012年3月1日~2012年6月25日)



...人民币作为支付结算货币的吸引力有所增强。

人民币跨境交易结算

(10亿人民币)



Sources: Bloomberg; CEIC; HKMA; PBOC; and IMF staff estimates.

24. 中国当局对基金组织关于中国对外状况

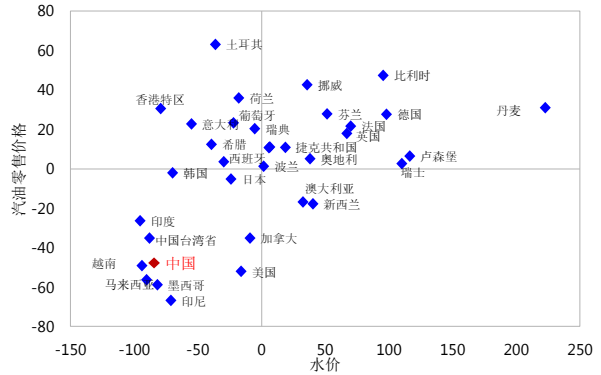
的评估的看法。中国当局提出，当前外汇市场状况接近于均衡。据此，加上经常账户顺差显著下降和人民币升值，中国当局认为目前人民币接近于均衡，或至多是微幅低估。当局对工作人员开发新的外部性评估方法的努力表示赞赏，然而，对目前试用的新模型持严重的保留意见。中国当局提出，中国需要经过更长一段时间后才能应用此方法，因为需要进一步理解该模型并使广大公众能予以必要的检验。关于模型本身，中国当局对下述问题表示关切，即模型有失偏颇，因为它只注意新兴市场在政策上的差距，而忽略了先进经济体导致上次危机的某些主要政策环节（如金融市场监管）。中国当局还非常不同意现在将保持适当的经常账户余额作为重点，并着重指出基金组织工作人员以前关于中国的报告从未强调过经常账户目标或标准。

25. 要素成本。除中国的名义汇率升值外，中国其他要素（例如劳动力、自然资源、能源）的成本也呈上升趋势。如此下去，此类变化会进一步削弱中国的出口竞争力，并促使收窄币值低估的幅度。

26. 能源和其他投入。在使能源成本更符合国际状况方面已取得进展。石油产品价格已与一篮子加权国际原油价格挂钩；天然气价格已逐步提升；能源密集型产业的电费优惠已被取消。然而，中国的投入成本仍远低于大多数国际比较对象，某些用户（例如工业园区内用户）获得优惠价格。

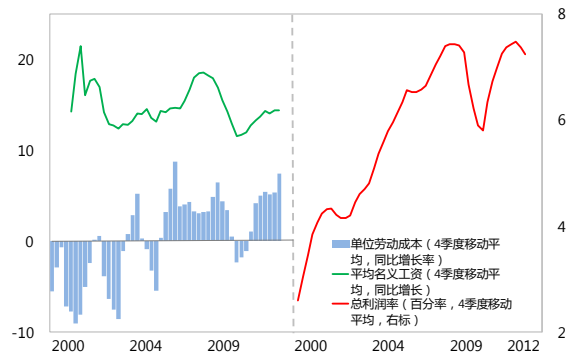
水价和汽油价格

（百分比；与样本平均值的离差）



27. 劳动力成本。在劳动力市场，官方数据显示过去几年来工资平均每年增加 15%。内地工资增加速度较快，因为更多企业从沿海移向内地。然而总体工资的上升速度仅略高于生产率上升速度，而且现有数据表明住户收入对国内总产值比率尚未具备稳定的上行趋势。基金组织工作人员的背景研究显示，中国仍有未利用的劳动力资源，因此尚未达到“刘易斯转折点”（专栏 1）。农民工占劳动力百分比从 2008 年的 23.5% 升至 2011 年的 26%。所以，近来工资上升的主要原因是最低工资增加，努力增强职工权利（包括加大对薪酬和工作小时的监督力度），以及不断增强的技能不匹配。然而人口变化意味着，2015 年后劳动力人数将逐渐开始减少，给劳动力成本造成更大压力。

中国：单位劳动成本和工业利润率



28. 企业利润。要素投入成本的上升迄今尚未导致工业企业利润率明显下滑，也未出现企业普遍面临压力的迹象。相反，企业平均利润率一直在上升，亏损企业所占比例一直在下降。企业向外地迁移、生产率强劲、出口价格小幅度上升等因素正在减轻企业可能面临的成本压力。最近的数据显示，虽然某些部门的利润率可能在下降，但利润率总体上保持健康状态。

29. 国内失衡程度上升。虽然已取得重大进展，但经常账户顺差的减少迄今尚未构成基金组织工作人员几年来主张中国应实现的“再平衡”。具体而言，仍然没有多少证据显示经常账户顺差下降的主要原因是发生了决定性的向消

B. 高投资：风险和外溢效应

31. 高投资增长率。中国经济仍存在推动过度投资的强大因素，因为资本等主要投入要素的有效成本仍太低。按大多数标准（包括国与国比较，以及参照其他快速增长经济体的历史情况），中国的投资非常高。基金组织工作人员的分析显示，接近国内总产值 50% 的投资一直在支撑中国的高增长率，而它正给经济体造成大量过剩产能，产能利用率危机前稍低于 80%，如今已降至 60% 左右。因此，该经济体目前很可能在低于潜力的状态下运转，基金组织工作人员用结构模型得出的估计数字便显示了这一点（专栏 8）。缩小这个缺口将需要时间，也需要通过改革再平衡经济体。

32. 人口状况。基金组织工作人员的分析表明，最近增加的潜在国内总产值中，大约一半

费的转移和国民储蓄率的下降。这种情况使人担心最近经常账户顺差的下降能否持续，也使人担心国内失衡程度可能上升。

30. 中国当局的想法。中国当局认为在解决国内失衡问题上已走出谷底。中国当局指出，消费占国内总产值的比率已停止下降，不久将开始上升。实际上，去年消费对增长的贡献远大于 2010 年。中国当局还认为消费很可能被低估了，并提到中国正努力改善国民账户状况。此外，如下所述，中国当局对于断定中国的投资率过高持一定保留意见。

来自资本积累。这种大幅度增长能实现的前提是劳动力供应充沛，使企业容易找到低技能职工而不导致工资上涨。然而人口变化意味着，未来若干年里，劳动人口将逐渐开始减少。因此大规模增长将不再是一个选项，能否持续增长将较少取决于投资，而更多取决于质量更好、产能更高的资本，并更多取决于消费增长。为实现这一转变，需要开展下述的一揽子综合性改革。

33. 风险。保持高投资将加重产能过剩，在中期内造成问题。基金组织工作人员着重指出，产能长期过剩带来的风险包括：通货紧缩压力增大，破产企业增多，发生大规模金融亏损。它还可能推动增加出口，为保持各种产品在全球市场所占的高份额而不得不降低价格，因而导致报复性贸易措施。在这样的前景下，长此

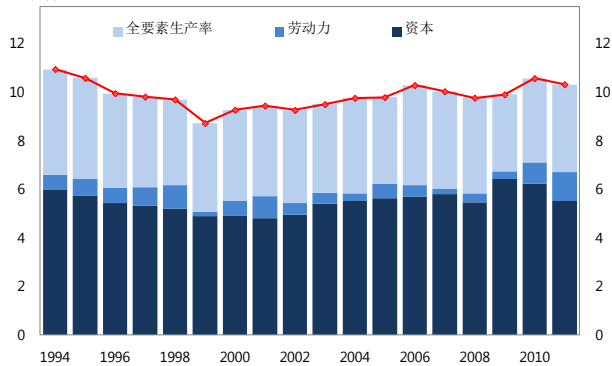
以往，急剧缩减投资将不可避免，给增长和就业造成严重不利影响。

专栏 8. 中国的高投资、产能和产出缺口

在测量中国的潜在产出方面，有很大的不确定性，因为该经济体正经历大规模结构性变化。中国的增长模式依赖于很高的投资率。这一点加上劳动力过剩，造成了大量和持久的过剩产能，需加以时日才能消除。

中国经历了引人注目的快速增长和低通货膨胀，得以使 4 亿多人口脱贫。自 1996 年上次通货膨胀率突升以来，实际国内总产值年均增长 10%，非食品通货膨胀率为 1%。但增长模式严重依赖投资，资本积累占潜在产出增量的一半以上（潜在产出的定义是经济体在不导致通货膨胀并充分利用现有产能和劳动力情况下所能生产的产量）。除标准的滤波法外，另一种可能的产出估算方法是直接模拟资本和劳动力使用情况以及产出与通货膨胀的关系。¹

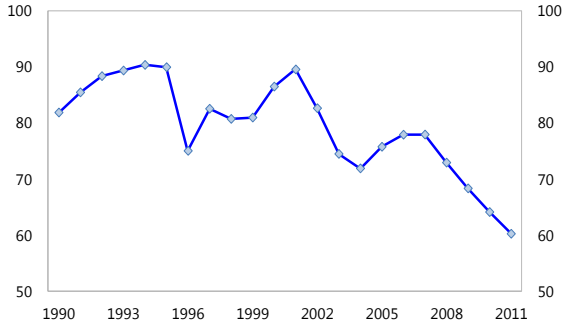
中国：潜在产出增长
(百分比)



用此方法分析的结果表明，虽然全球金融危机开始时国内总产值增长率降至 9.2%，但潜在产出继续以约 10% 的速度增大，因为政府实施了大规模刺激方案，进一步增强了投资。三年来投资年均增长率达国内总产值的 5%，据工作人员估算，产能利用率在危机前稍低于 80%，如今已降至 60% 左右。这种产能利用率低的情况，加上核心通货膨胀率保持低水平，表明经济体存在大量过剩产能。

与 HP 滤波法等标准滤波法得出的产出缺口不同，结构模拟法表明 2011 年年底产出缺口比潜在产出低 5% 左右。但鉴于中国正发生大规模结构性变化，很难确切算出产出缺口，其他方法大多得出不同的（较小）数值。

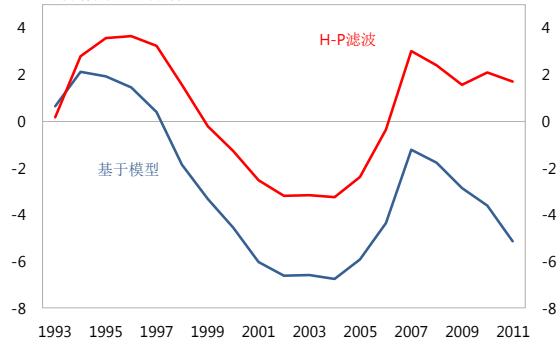
平均产能利用率
(百分比)



来源：基金组织工作人员的计算。

估计数值还显示，中国十年来大部分时间均存在过剩产能。金融危机前缺口在缩小，但原因是不可持续的高外部需求。即使在增长率高于 14% 的 2007 年，非食品通货膨胀率仍然低而稳定，说明经济仍在低于产能状态下运行。此后，2008 年政府实施大规模投资刺激方案，支撑了增长率并在一系列领域增大产能。如采用在数据上增加周期的滤波法，则会显示 2007 年以来尽管几乎不存在价格压力，且过剩产能不断增加，但仍存在负值产出缺口。

中国的产出缺口估计
(占潜在产出的百分比)



消除中国的过剩产能将需要时间，不可能在采用标准需求管理工具的情况下迅速和持续地实现而不增大失衡程度。中国的目标不应是以短期刺激措施做到这一点，而应实施一揽子结构性改革，再平衡经济，将需求增长的动力从投资转移到消费。通过此举，可在中期内减慢增长速度，提高增长质量。

¹ 该方法依据一个结构模型，其中采用以产量函数框架得出的投资和过剩劳动力供应信息。估算方法是采用四个基本结构等式组成的系统。这四个等式为：总产量函数；菲利普斯曲线；估算自然失业率的等式；将失业缺口与产出缺口挂钩的奥肯定律等式。

34. 外溢效应。基金组织工作人员的分析指出，如果中国国内再平衡不能有序展开，而代之以投资急剧下降，则将严重影响贸易伙伴的经济增长和全球商品价格（专栏 3 和 9）。中国依赖投资促进增长，加上中国对商品和资本货物市场的影响日益增大，使一些经济体面临中国固定资产投资减缓的风险。经济增长可能受严重影响的国家包括日本、德国、加拿大和巴西等 20 国集团经济体。可能受很大影响的还包括中国台湾省、马来西亚和韩国等中国电子和机械出口产品供应链上的一些经济体，以及主要矿产和天然气供应国。中国投资增长率如急剧下降，还可能导致国外金融资产价格、贱金属（特别是锌、镍、铜、铅、铁矿石）价格、农业原材料价格、一般非燃料初级商品价格出现下跌。这种情况将使商品出口国的贸易条件恶化（详情见专栏 3）。《2012 年溢出效应报告》较全面地讨论了这些溢出效应。

35. 中国当局关于投资的看法。中国当局同意需要再平衡经济体，使其向消费型经济转变。但中国当局认为，中国是否投资过度的问题以及中国投资水平是否过高的问题仍有待更深入

的研究。例如，应考虑到中国的发展阶段、国土面积、区域差别、人口状况、城市化从很低的水平迅速升高的情况。近年来产能利用率下降的原因似乎是外部需求疲软，但某些部门也可能存在过剩产能。从更基本的角度而言，中国当局认为中国的资本存量仍偏低，因此还有进行更多生产性投资的广大余地。中国当局预计，随着中国攀登价值链和进一步开发本国的服务部门，未来投资增长率将退回到较低和稳定的水平。

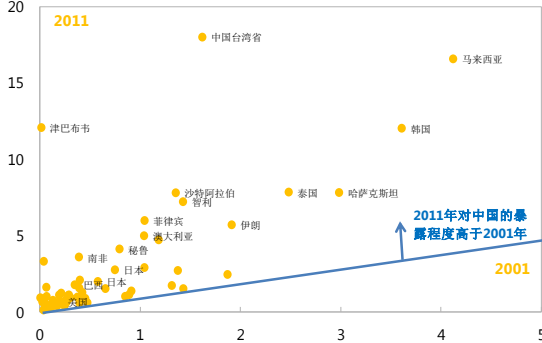
36. 中国当局关于溢出效应的看法。中国当局认为投资急剧下降的可能性很小。通过落实中国当局的结构改革计划，将有助于确保经济平稳转型。中国当局着重指出近年来用于提高和改进资本存量效率的投资不会产生过剩产能。此外，成功开展再平衡将有助于确保产能在国内被吸收。中国当局指出导致投资意外下降的原因更有可能是全球经济疲软。中国当局还强调，保持稳定的投资增长但在一定程度上降低投资增长率以及继续改善资本存量，不仅为中国长期、可持续的发展所必需，而且为更均衡、更持久的全球增长所必需。

专栏 9. 中国以投资为主导的增长：全球溢出效应¹

十年来，中国的增长模型日益依赖于投资。中国对于其供应链中贸易伙伴的重要性已显著提高。

十年来，中国出口占贸易伙伴国内总产值的平均比例扩大了四倍。本专栏以数字说明中国投资减缓可能造成何种全球溢出效应。

向中国的出口，2001年~2011年
(占各国GDP的百分比)



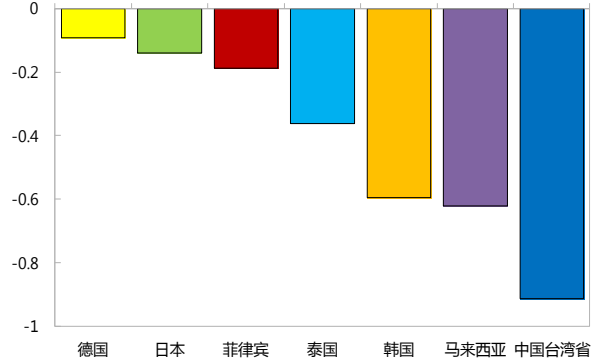
我们以通过出口渠道受中国影响的 64 个经济体为样本估算中国对贸易伙伴增长率的溢出效应。

分析时段为中国加入世贸组织后这段时间（2002–11 年），样本包含所有经合组织经济体、摩根士丹利资本国际指数所定义的新兴经济体和主要商品生产国。

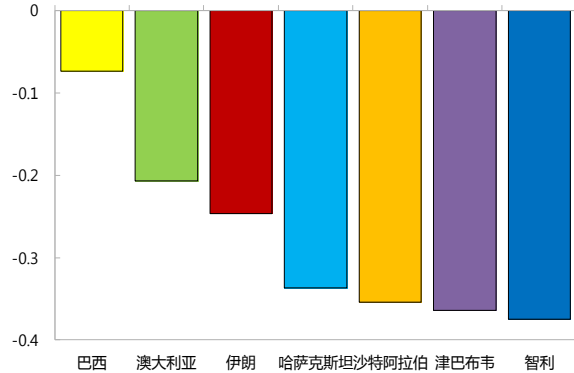
中国供应链内的经济体日益面临中国投资减缓的风险。

将样本中所有经济体（按购买力平价份额加权）加总后，中国投资每减缓一个百分点，对当前全球增长率的影响只有十分之一个百分点。该影响大约五倍于 2002 年时的影响。风险最大的是中国台湾省、韩国和马来西亚等处于亚洲区域供应链内的经济体。例如，中国投资增长率每下降一个百分点，中国台湾省国内总产值的下降幅度将稍高于十分之九个百分点。出口资本货物的先进经济体中，日本的下降幅度将稍高于十分之一个百分点，德国的增长率下降幅度将略小。商品出口国中，受中国投资增长率下降影响最大的很可能是经济结构多样化程度较低而对华出口所占比例较高的矿石出口国。据估计，中国投资增长率每下降一个百分点，将导致智利增长率下降五分之二个百分点。相比之下，澳大利亚和巴西等较大商品出口国的经济较多样化，因此估计其增长率下降程度相对较小。

中国投资减缓（1个百分点）对贸易伙伴增长的影响
(百分点)



中国投资减缓（1个百分点）对商品出口国增长的影响
(百分点)



根据一种基于要素增强型向量自回归模型的补充分析法，中国投资减缓将对 20 国集团贸易伙伴的一系列宏观经济、贸易、金融变量以及世界商品价格造成严重的溢出效应。该分析的结果大体如专栏 3 所述。该专栏探讨了中国房地产投资减缓的溢出效应。

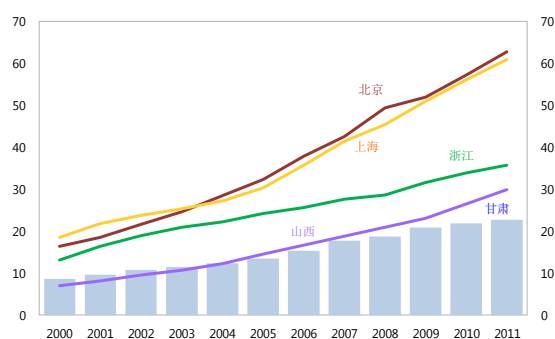
¹ 见 Nabar, Malhar 和 Ashvin Ahuja, “Investment-Led Growth in China: Global Spillovers”, 基金组织工作文件 (即将发表)。

C. 实现更高质量的增长

37. 一揽子改革。中国需要落实一揽子改革，

才能实现中国当局的高质量增长目标，即，降低对投资的依赖程度，更多依靠消费，并通过促进包容性的增长以解决日益严重的不平等状况，特别是沿海地区和内陆地区的不平等状况。中国产能日益过剩且即将面临人口变化，因此现行增长模式剩下的时间已经不多了。然而落实必要的政策需要时间，因此必须紧迫加快此进程，以免风险继续加重，并确保通过平稳、可控的调整达到更依靠消费的经济形态。如果拖延，可能要付出巨大代价。如果中国国内失衡状况无序释放，将对国内和全球经济造成重大风险。

平均实际工资：省份差异
(1000人民币)



38. 储蓄、投资、收入。内部再平衡取决于

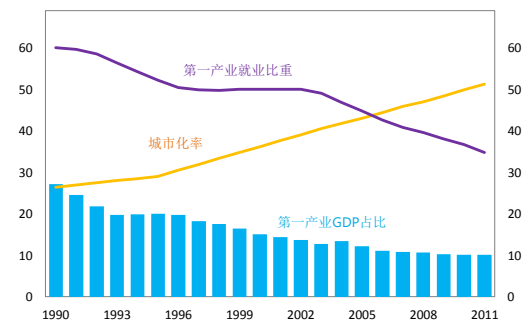
减少住户储蓄，增加住户的实际可支配收入，以及减少过度投资的动力。以此为目标的主要改革包括：

- **改善社会保障体系。**中国在这方面已取得重大进展，这有助于改善城市和农村住户的福利和生活水平（专栏 10）。继续开展养老金、卫生、教育系统的改革也将有助

于减少预防性储蓄，逐渐提高劳动力生产率，从而增进消费。

- **减少社会保障金缴款。**中国的社会保障金缴款率很高（许多企业雇员和雇主的合计缴款率高于 40%），不利于内部再平衡。降低缴款率将有助于扩大就业，并将直接增加住户的可支配收入。此外，低收入住户受益最大（社会保障缴款采用累退制），将有助于促进更包容各方的增长，并对消费产生相对较大的促进作用（因为低收入住户的边际消费倾向较高）。然而，减少社会保障金收入的同时，还需辅以其他改革（包括受保范围、福利、融资方面的改革），以维护体系的财政可行性。
- **扩大服务部门。**尽管第一产业劳动力占就业人数比例十年来大幅度下降，即从 2002 年的 50% 降至 2011 年的约 35%，但与其他国家相比并考虑到中国的经济基本面因素，该比例仍较高。仍有余地使服务部门吸收更多劳动力，从而提高劳动力占收入的份额。为此，可放开国内部门的竞争，并提高公共事业、银行、电信等部门的生产率。

城市化率，第一产业就业比重和GDP占比
(百分比)



专栏 10. 社会保障体系

中国近年来在发展社会保障体系方面已取得长足进展。该体系已发放大量社会福利金。该体系还将有助于减少住户储蓄和增进私人消费。为实现政府的目标，未来一些年可能需要投入更多资源，另外还有几个遗留问题有待解决。

养老金

目标。 中国政府的目标是到 2020 年将养老金制度普及到所有人。中国政府已制定改革城市养老金制度的原则，即：“受保范围广、有基本保障、多层次、可持续”。农村养老金制度的原则基本与此相同。

最近成就。 作为对现行城市职工养老金保险制度的补充，2009 年 9 月颁布了农村养老金试验制度，2011 年颁布了城市居民养老金试验制度（面向非正式职工）。2010 年以来，城市职工养老金制度原则上允许更换工作的职工将积累的个人账户和社会统筹权益转到其他地区。

剩下的主要优先事项

扩大受保范围。 根据世界银行的估算，2008 年，中国约有 30% 的劳动力向养老金计划缴款。2005 年至 2010 年，农民工参与城市养老金制度人数翻了一番，但参加率仍很低，只达约 25%，而城市职工的参加率则达 80%。

提高替代率。 例如据世界银行统计，城市老年保险制度的总替代率约为 45% 至 55%，而经合组织 2008 年的中位数为 70% 以上。

提高转移能力。 虽然在提高转移能力方面取得了重大进展，但在城市养老金分系统之间、农村系统与城市系统之间不能转移养老金权益，仍然是一个问题。此外，即使在省内也有各种实际问题（包括信息系统不匹配），妨碍可靠、及时地转移养老金。

减少分散，包括减少地理上和各类计划的分散。 可将不同地点的基金汇集到较高级别，可先汇集到省一级，最终可汇集到国家一级，以便提高效率和降低风险。国际最佳做法是合并各种城市养老金计划（包括公共部门、公务员和城市职工计划），并最终合并农村居民和城市居民的计划。

医疗

目标。 中国政府计划到 2020 年为全民普及安全、负担得起和有效的医疗服务，主要措施包括扩大医疗保险受保范围，制定全国基本药品保险计划，改善检查和预防方面的基本医疗服务，以及改革公立医院的管理。

最近成就。 据经合组织统计，目前中国 95% 的人口拥有基本医疗保险，私人占医疗开支（包括现金支出费用）的比例已从 2001 年的 60% 降至 35% 左右。除城市职工基本医疗保险计划外，最近还设立了两个新计划，即：面向非职工的城市居民计划和新的农村合作计划。

剩下的主要优先事项

减少现金支出费用。 目前福利水平仍较低，费用分摊要求较高。例如，农村医疗保险计划每年人均支付金仅 50 美元，住院费用仅报销 50%。

扩大重大疾病保险。 医疗福利有上限，拥有医疗保险的人并不能保证重大医疗开支能获报销，使病人在遭遇最艰难危机时没有保险，促使人们进行预防性储蓄。现已着手试行某些有限重大疾病的加强型保险办法，但需予以大力增强。

改革公立医院和定价。 公立医院筹资和管理领域的改革步伐缓慢。此外，公立医院非常依赖出售药品的收入，降低了医院服务的使用效率，并导致药品价格膨胀。

减少分散。 中国各种医疗保险计划所定保费和福利差异很大。分散化特别不利于将农民工有效纳入受保范围。农民工一般参加农村医疗保险计划，需支付较高的现金支出费用，必须在原籍县提出保险索赔，报销率比其他计划低得多，而且等待报销的时间较长。

筹资。 中国中期内很可能需要更多资源才能达到其社会保障目标，确保各种保障体系可持续，以及支付遗留的养老金费用。目前，中国在医疗、养老金和其他形式社会保障方面的公共开支仅达国内生产总值的 5.7%。其他处于相似发展阶段的经济体的平均支出是中国的两倍以上。

- **提高国有企业的红利。**如规定国有企业增加向国家预算支付的红利，可减少自筹资金投入并增加预算收入，进而可用作财政改革和社会保障改革的资金。此举应包括采取步骤，确保盈利企业向母公司交纳的红利不会用于向亏损企业提供投资资金，侵蚀国家预算收入。
- **从结构上提高实际利率。**此举将有助于：减少对行政信贷控制措施的依赖（此类控制一般优待大型国有企业而不是较小的私营企业），从而改善投资分配；增加住户的利息收入；减少住户储蓄（因为对消费产生的收入效应强于替代效应）。³
- **提高要素投入成本。**中国在提高能源、土地、水和污染成本方面已取得进展。这都将有助于减少过度投资的动力和提高投资效率。但许多投资之所以有利可图，仍然仅仅是因为投入成本被人为压低。这就导致资本成本与资本边际产品严重不匹配。⁴通过对要素投入正确定价，将使许多现有投资计划无利可图，从而减少企业投资的动力。这样还可确保对外部性的定价获得改善。最近资源税的提高就是一个好例子，这方面的改革应继续下去。

³ 基金组织工作人员的分析显示，与实际利率每上升一个百分点相关的城市消费者储蓄降幅为可支配收入的 0.5%。见 Nabar, M., 2011 年, “Targets, Interest Rates, and Household Savings in Urban China”, 基金组织号 11/223 工作文件（华盛顿：国际货币基金组织）。

⁴ 见 Geng, N. 和 P. N’Diaye, “Determinants of Corporate Investment in China: Evidence from Cross-Country Firm Level Data”. 基金组织 12/80 号工作文件。（华盛顿：国际货币基金组织）。

39. 人民币升值。人民币升值仍是中国经济

改革所需一揽子改革的重要组成部分。通过人民币升值，可提高住户购买力，有助于扩大服务部门和其他非贸易部门，增加劳动力占收入的份额，并促进金融部门改革。最近人民币每日交易区间扩大是这方面的重要步骤，因为此举使市场在确定汇率方面发挥更大作用。运用这一增强的灵活性还有一个好处，即能够执行更独立的货币政策。因为中国的储备远高于所有标准指标，而且人民币定值轻度偏低，所以中期内应减少干预，使实际有效汇率继续升值。

40. 中国当局的想法。上述优先事项符合

中国当局的想法，并均已列入《第 12 个五年计划》。中国当局对该议程的一些具体方面提出了意见。关于人民币，中国当局认为市场已基本达到均衡状态。关于减少社会保障金缴款，中国当局愿意探索这一选项，但着重指出此举须在全面改革社会保障体系的背景下展开，以确保其在保险和财政上稳妥。最后，关于国有企业红利问题，中国当局指出红利按现行法律支付，可考虑逐步增加向国家预算支付的红利。

基金组织工作人员的评估意见

41. 前景展望。

中国当局计划以降低增长率为目标是合适的。根据该目标，经济增长正在减缓，今年增长率预计降至 8%。但欧洲紧张状况正在加剧，增加了此前景预测的下行风险。通货膨胀率一年前见顶，目前处在下行轨道。如粮食供应或全球商品不受到进一步冲击，预计通货膨胀率将保持在中国当局的目标（4%）以下。

42. 财政政策。

2012 年财政态势在下述两方面维持平衡，一方面逐步结束过去的刺激措施，另一方面支撑减缓的经济增长。为支持增长而在现行预算范围内努力调整财政政策是合适的。与此同时，应继续将财政改革的重点放在促进经济向消费型经济转型，包括目前努力确保为使用资源支付合适的成本，扩大增值税至服务业以取代营业税，通过减税和改进社会保障体系改善低收入住户的民生。此外，如能发布明确的中期财政计划，还将有助于引导预期，使人相信改革议程在财政上是可持续的。

43. 货币政策。

今年的广义货币（M2）增长率目标为 14%，符合预测的经济增长率，不会加重信贷过剩造成的风险。最近降低了法定准备金比率和基准利率，将有助于实现今年的经济目标和加强货币政策的市场导向。具体而言，最近采取步骤扩大了银行灵活确定利率的空间，将增强价格在资本市场出清方面的作用。这一点日益重要，因为金融创新导致更多中介活动发生在标准银行存款和贷款之外。与此同时，央行如能持续减购外汇，将可减少对冲操

作的必要性，为进一步降低银行准备金要求创造有利空间，并使央行能更多通过公开市场操作吸收流动性。

44. 增长面临的国内风险。

中国当局在减缓经济增长方面看起来正在取得成功。假定全球环境不急剧恶化，目前的政策态势应可支撑 8% 左右的增长率。有意识地冷却房地产市场是一个关键因素，因为房地产市场与其他部门密切相关，在经济体中发挥重要作用。基金组织工作人员的溢出效应分析表明中国的房地产投资对全球经济也有重大影响，确保此部门健康发展十分重要。如该市场冷却过度，可进一步加快保障房方案和有选择地放松抑制住房需求的某些限制规定。但为减轻形成房地产泡沫的倾向，需要开展一系列改革，提供其他住户投资途径和提高房产持有成本，以降低住房作为金融投资手段的吸引力。

45. 外部风险。

主要外部风险仍是欧元区主权债务危机恶化对中国发生溢出效应。中国在财政方面一向审慎，因此有雄厚能力用财政政策为主要工具强力回应不利的外部冲击。中国当局对上次的危机作出强烈回应，成功地保持了中国的强劲增长，同时向全球经济提供了所需的支持。中国还高度依赖银行信贷的大幅度增加（特别是银行对地方政府融资工具的贷款）。这种情况目前正引起对银行资产质量、投资规模与效率、某些地方政府实体财政健康的担忧。由于上次刺激方案产生的一些风险尚存，未来措施应主要在预算内加以执行，这将有助于保护银行系统，提高刺激方案资金的使

用效率，以及更注重促进经济增长模式所需转型的改革。中国的财政空间充裕，能按冲击规模作出回应，在容忍经济增长略微减缓、强调符合中期目标的改革、保护民生三者间找到合适的平衡。

46. 金融部门。上次刺激方案执行期间贷款

迅速增加，对银行资产质量造成风险。该风险在经济增长大幅度减缓时尤其大。整个银行系统的风险在大多数情况下似乎处于可控范围内，因为上报数据表明银行资产负债表普遍健康，而且有充足财政空间来应对任何问题。尽管如此，如果不良贷款大幅度增加，银行和各级政府如何分摊负担的难题将可能浮现出来。因此必须加强危机管理框架，建立正式存款保险机制，并确保银行充分了解其贷款组合中存在的风险。与此同时，金融创新正导致更多中介活动发生在传统银行存款和贷款活动之外。这是金融发展的一个积极步骤，但如果这一发展无序和不受监督，就可能削弱货币控制和威胁金融稳定。为减轻此风险，需要不断提高监管和监督能力，与创新保持同步，加强对系统性风险的监督，并推行金融部门改革，特别是更多依靠基于价格的金融工具。

47. 经常账户。中国对外失衡程度急剧下降，

特别是经常账户顺差大幅度减少，值得欢迎。该下降同时反映了结构性因素和周期性因素，因此基金组织工作人员已将中期经常账户预测值下调至有相当于国内总产值大约 4% 至 4.5% 的顺差。

48. 对外状况评估。经常账户顺差急剧下降

和最近实际有效汇率升值表明，人民币定值偏

低状况有所减轻。我们将人民币相对多种货币组成的一篮子货币的定值评为有中等程度的低估。目前中国正进行多项改革，例如加强社会保障体系、减少干预、提高资本账户开放程度，将进一步有利于实现所需的对外再平衡。

49. 内部再平衡。中国高度依赖投资作为增

长动力，结果使投资大幅度增加，达到接近国内总产值一半的程度，按国际标准和历史标准判断都异常之高。此情况还导致产能过剩，未来在国内和全球市场无法吸收产出的情况下可能造成问题，引起贸易摩擦，价格下跌，企业破产，银行资产质量恶化。因此这种增长模式不可持续。

50. 溢出效应。中国目前是世界第二大经济

体，其国内情况对世界其他部分会产生重大溢出效应。显然，2008 年全球金融危机发生以来中国成功保持强劲增长，为提高全球需求发挥了有利的促进作用。此外，中国投资的迅速增长也给初级商品生产国和机械与设备出口国带来了尤其良好的影响。未来，必须确保投资回报逐步恢复到较为可持续的水平。否则，投资有可能急速和无序减少，从而给国内和全球带来重大不利影响。

51. 一揽子改革。普遍确认的是，中国要实现

高质量增长，就必须实施内容广泛的一揽子改革，做到较少依赖投资，更多依靠消费，并做到更具包容性和有利环保。由于落实改革需要时间，改革进程应加快速度，以免风险进一步加重，并确保平稳调整。改革的主要内容包：开放服务部门，提高要素成本，让人民币继续逐步升值，改进社会保障体系，以及在

不断根据情况变化进行调整的情况下实施金融部门综合改革方案。

52. 建议按标准的 12 个月周期与中国进行下一次第四条款磋商。

中国：风险评估矩阵

		上行/下行	风险	影响	工作人员建议的政策应对措施
欧元区主权债务危机的严重加剧。	A	↓	中度	高度 主要影响来自出口需求的减少。	部署财政刺激措施。
油价长时间保持上涨。	B	↓	低度	低度 全球石油价格的上升可能会抑制全球增长，减少对中国出口的需求。	向需要的部门提供针对性的支持。
地方政府融资。	C	↓	低度	低度 对银行资产负债表、信贷和政府债务构成影响。	改善各级政府间财政关系，允许地方政府发行债券，提高监督水平。
投资急剧下滑。	D	↓	低度	高度 内需减少，包括消费、中国从世界其他地方的进口，以及信贷。	加速改革，实现增长的再平衡。
房地产市场低迷，银行资产质量恶化，地方政府融资平台的不良贷款增加。	E	↓	低度	高度 内需减少，包括消费、中国从世界其他地方的进口，以及信贷。	消除那些抑制住户需求的扭曲因素，加快保障房建设，更多地依靠价格工具进行货币管控。确保银行贷款标准和风险管理工作的健全，同时部署抵消性的宏观审慎措施（例如降低贷款-价值比）。
A、D、E的组合冲击。		↓	低度	高度 内需和外需均下降，信贷收缩。	在预算内出台财政刺激措施（主要是支持消费），消除那些抑制住户需求的扭曲因素，加快保障房建设，更多地依靠价格工具进行货币管控。在必要时为银行注资，并且，在不妨害审慎风险管理、不侵蚀必要的资本缓冲的前提下，在可行的情况下，可以考虑逐步放松银行贷款标准（例如，通过降低可生存的贷款项目的风险权重，或者提高贷款-价值比率上限）。
再平衡。	F	↑	中度	高度 更具可持续性的增长，GDP中的消费比重上升，投资比重下降。	加快落实工作人员建议的改革措施（如改善社会保障制度、金融部门改革、提高资本成本、发展服务业部门、人民币升值），从而加速内部再平衡调整，实现包容性增长。

表 1. 中国：若干经济指标

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	(年度百分比变化, 除非另有说明)							
国民账户与就业								
实际GDP	12.7	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2	8.0	8.5
国内总需求	11.4	12.6	9.7	14.0	10.6	10.1	9.4	9.0
消费	9.8	11.1	8.5	9.4	9.2	9.7	10.1	9.7
投资	13.4	14.5	11.1	19.3	12.0	10.5	8.8	8.2
固定	12.6	13.3	9.7	22.9	11.4	9.5	9.3	8.7
存货 1/	0.6	0.8	0.8	-0.8	0.5	0.7	0.0	0.0
净出口 1/	2.1	2.6	0.9	-3.5	0.4	-0.4	-1.0	-0.2
消费者价格								
期末	2.8	6.5	1.2	1.9	4.6	4.1	3.5	2.5
平均	1.5	4.8	5.9	-0.7	3.3	5.4	3.3	3.0
失业率 (年度平均)	4.1	4.0	4.2	4.3	4.1	4.1	4.1	4.1
	(相当于GDP的百分比)							
外债和国际收支								
经常账户	8.6	10.1	9.1	5.2	4.0	2.8	2.3	2.5
贸易差额	8.0	9.0	8.0	5.0	4.3	3.3	2.4	2.0
货物出口	35.7	34.9	31.7	24.1	26.7	26.1	24.3	23.9
货物进口	27.7	25.9	23.8	19.1	22.4	22.7	21.9	21.9
总外债	12.5	11.1	8.6	8.6	9.3	10.4	11.4	12.3
储蓄与投资								
国内总投资	43.0	41.7	44.0	48.2	48.2	48.6	48.5	48.2
国民储蓄	51.6	51.9	53.2	53.5	52.2	51.3	50.8	50.7
公共部门财政								
广义政府总债务	16.2	19.6	17.0	17.7	33.5	25.8	22.0	19.4
广义政府差额	-0.7	0.9	-0.7	-3.1	-1.5	-1.2	-1.3	-1.0
	(年度百分比变化)							
实际有效汇率								
年平均	1.6	3.9	9.2	3.4	-0.5	2.7	...	...
期末	-0.9	4.8	12.5	-4.9	4.5	6.0	...	...

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)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
经常项目差额	353.9	412.4	261.0	237.7	201.6	187.6	225.1
贸易差额	315.4	360.7	249.5	254.2	243.5	196.9	179.6
出口	1,220.0	1,434.6	1,203.8	1,581.4	1,903.8	2,006.0	2,171.8
进口 (基于国际收支)	904.6	1,073.9	954.3	1,327.2	1,660.3	1,809.1	1,992.3
服务	-7.9	-11.8	-29.4	-31.1	-55.3	-48.5	-34.5
收入	7.8	17.7	7.2	-26.0	-11.9	10.2	48.0
经常性转移	38.6	45.8	33.7	40.6	25.3	29.0	32.1
资本和金融账户差额	95.2	46.3	180.9	286.7	220.8	204.9	189.4
资本账户	3.1	3.0	4.0	4.6	5.4	3.6	3.6
金融账户	92.1	43.3	176.9	282.1	215.4	201.2	185.8
外国直接投资净额	143.1	121.6	70.3	185.7	170.4	156.5	144.2
证券投资	18.7	42.6	38.7	24.1	19.5	20.3	21.3
其他投资	-69.7	-120.9	67.9	72.3	25.5	24.4	20.3
错误与遗漏 1/	11.6	20.8	-43.5	-52.7	-34.6	0.0	0.0
总差额	460.7	479.5	398.4	471.7	387.8	392.5	414.5
储备资产	-460.7	-479.5	-398.4	-471.7	-387.8	-392.5	-414.5
备忘项:							
经常项目, 相当于GDP的百分比	10.1	9.1	5.2	4.0	2.8	2.3	2.5
出口增长 (按价值计)	25.8	17.6	-16.1	31.4	20.4	5.4	8.3
进口增长 (按价值计)	20.3	18.7	-11.1	39.1	25.1	9.0	10.1
外国直接对华投资, 相当于GDP的百分比	4.6	3.9	2.3	4.1	3.0	2.5	2.2
外债 2/	389.2	390.2	428.7	548.9	757.1	944.2	1,114.0
相当于GDP的百分比	11.1	8.6	8.6	9.3	10.4	11.4	12.3
短期外债 (按剩余期限)	235.7	226.3	259.3	375.7	498.5	655.2	793.8
总储备 3/	1,534.4	1,953.3	2,425.9	2,875.9	3,263.7	3,656.2	4,070.7
相当于按剩余期限计的短期外债的百分比	651.0	863.2	935.7	765.5	654.6	558.0	512.8
实际有效汇率 (1990 = 100)	105.6	115.3	119.2	118.7	121.9	...	...
净国际投资头寸	1,188.1	1,493.8	1,490.5	1,688.0	1,774.7	...	...
相当于GDP的百分比	34.0	33.0	29.9	28.5	24.3	...	...
名义GDP	3,494.2	4,520.0	4,990.5	5,930.4	7,298.1	8,270.1	9,079.4

来源：CEIC数据有限公司及基金组织工作人员的估计。

1/ 包括计值调整的对应交易。

2/ 除非另有说明，为中国当局提供的数据。

3/ 包括黄金。

表 3. 中国：外部脆弱性指标

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
货币与金融指标							
广义政府债务（官方数据，相当于GDP的百分比）	17.6	16.2	19.6	17.0	17.7	33.5	25.8
广义货币（M2：年度百分比变化）	16.3	17.0	16.7	17.8	28.4	18.9	17.3
外币存款与广义货币之比（百分比）	4.4	3.6	2.9	2.6	2.3	2.1	2.1
信贷（年度百分比变化）	13.0	15.1	16.1	18.7	31.7	19.9	15.8
外币贷款与整个经济贷款之比（百分比）	...	4.5	4.7	4.4	5.2	5.1	...
股市指数（期末，1990年12月19日 = 100）1/	1,221	2,815	5,521	1,912	3,437	2,940	2,304
股市市值（相当于GDP的百分比）	24.5	48.9	130.2	46.0	81.1	76.7	56.2
上市公司数（A股）	1,355	1,398	1,507	1,581	1,678	2,041	2,320
国际收支指标							
出口（年度百分比变化，美元）	28.5	27.2	25.8	17.6	-16.1	31.4	20.4
进口（年度百分比变化，美元）	-17.6	-19.7	-20.3	-18.7	11.1	-39.1	-25.1
经常项目差额（相当于GDP的百分比）	5.9	8.6	10.1	9.1	5.2	4.0	2.8
资本和金融账户差额（相当于GDP的百分比）	4.5	1.9	2.7	1.0	3.6	4.8	3.0
其中：外国直接投资流入总额	5.2	4.6	4.6	3.9	2.3	4.1	3.0
储备指标							
总储备（10亿美元）3/	825.6	1,072.6	1,534.4	1,953.3	2,425.9	2,875.9	3,263.7
总储备与货物和非要素服务进口之比（月数）	11.6	12.4	14.9	21.1	19.1	18.2	18.9
总储备与广义货币（M2）之比（百分比）	22.9	24.7	28.9	28.6	27.2	26.8	24.8
总储备与按剩余期限计的短期外债之比（百分比）	481.0	538.4	651.0	863.2	935.7	765.5	654.6
总储备与建议的基金组织新衡量标准之比（百分比）4/	140.2	155.2	165.3	190.5	200.1	208.2	200.9
外债与资产负债表指标							
全部外债（相当于GDP的百分比）	13.1	12.5	11.1	8.6	8.6	9.3	10.4
全部外债（10亿美元）2/	296.6	338.6	389.2	390.2	428.7	548.9	757.1
其中：公共债务与公共担保的债务 5/	33.0	34.4	34.9	33.3	36.9	38.8	37.4
银行部门债务	101.9	120.0	126.6	126.3	132.4	183.5	266.0
按原始期限计的短期外债（10亿美元）	171.6	199.2	235.7	226.3	259.3	375.7	498.5
银行部门的国外净资产（10亿美元）	85.5	108.2	161.4	251.0	204.5	171.3	...
全部债务与货物和非要素服务出口之比（百分比）	35.4	31.9	29.0	24.7	32.1	31.5	36.3
全部债务偿还额与货物和非要素服务出口之比（百分比）6/	21.1	19.3	17.9	14.6	19.8	21.8	24.3
其中：利息支付与货物和非要素服务出口之比（百分比）6/	0.6	0.5	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2
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	A1	A1	A1	Aa3	Aa3
标准普尔	A-	A	A	A+	A+	AA-	AA-
备忘项：							
国际投资头寸	407.7	640.2	1,188.1	1,493.8	1,490.5	1,688.0	1,774.7
名义GDP（10亿美元）	2,256.9	2,712.9	3,494.2	4,520.0	4,990.5	5,930.4	7,298.1
货物和非要素服务的出口（10亿美元）	836.9	1,061.7	1,342.2	1,581.7	1,333.3	1,743.6	2,086.6
实际有效汇率（年度百分比变化）	-1.1	1.6	3.9	9.2	3.4	-0.5	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/ 中国当局提供的数据。							
3/ 包括黄金。							
4/ 基金组织文章《评估储备充足性》（2011年2月）所提出的衡量指标；建议的充足率范围是100%至150%。							
5/ 未包括银行部门债务。							
6/ 基金组织工作人员估计。							

表 4. 中国: 货币变化情况

	2007	2008	2009	2010	2011	2012				
						1月	2月	3月	4月	5月
						国外净资产	13,775	17,897	19,853	22,604	25,164	25,369	25,552	25,807	25,898	...
国内净资产	26,569	29,620	41,169	49,981	59,995	60,221	61,165	63,750	63,063	...
国内信贷 1/	33,966	37,938	49,589	58,732	68,797	69,121	70,032	72,203	71,889	...
对政府的信贷净额	2,821	2,943	3,229	3,460	4,236	3,949	3,854	4,212	3,842	...
对非政府的信贷	31,145	34,994	46,360	55,272	64,561	65,173	66,178	67,991	68,047	...
其他项目, 净额 1/	1,128	767	107	-1,188	-3,306	-3,295	-3,758	-4,559	-4,425	...
广义货币	40,344	47,517	61,022	72,585	85,159	85,590	86,717	89,557	88,960	90,004
储备货币	10,155	12,922	14,399	18,531	22,464	23,739	22,334	22,668	22,437	...
其中:										
超额准备金	1,400	2,575	1,708	1,386	462	646	384	311	175	...
中国人民银行的国外净资产	12,388	16,181	18,457	21,470	23,520	23,693	23,769	23,885	23,805	...
中国人民银行的国内净资产	-2,233	-3,259	-4,059	-2,939	-1,056	47	-1,435	-1,216	-1,368	...
国外净资产 /2	10.7	10.2	4.1	4.5	3.5	3.3	3.3	3.0	2.9	...
国内净资产	8.6	11.5	39.0	21.4	20.0	19.4	21.2	21.9	21.2	...
国内信贷 3/	17.6	11.7	30.7	18.4	17.1	16.3	16.9	18.2	17.7	...
其中: 贷款	19.3	14.0	34.2	19.4	15.1	14.8	15.1	16.0	15.3	...
其他项目: 净额 2/ 3/	5.3	-0.9	-1.4	-2.1	-2.9	-2.2	-3.1	-2.8	-2.6	...
广义货币 4/	16.7	17.8	27.7	19.7	13.6	12.4	13.0	13.4	12.8	13.2
包括外币存款	15.9	17.4	27.3	19.4	17.3	16.8	18.1	18.5	18.1	...
M1 4/	21.0	9.1	32.4	21.2	7.9	3.2	4.3	4.4	3.1	3.5
M0 4/	12.1	12.7	11.8	16.7	13.8	3.0	8.8	10.6	10.4	10.0
准货币	14.3	23.2	25.2	18.9	16.8	17.2	17.5	18.0	17.7	18.2
储备货币	30.6	27.3	11.4	28.7	21.2	22.3	16.8	17.7	16.1	...
中国人民银行的国外净资产 5/	50.2	37.4	17.6	20.9	11.1	10.7	10.3	8.9	7.3	...
中国人民银行的国内净资产 5/	-19.6	-10.1	-6.2	7.8	10.2	11.6	6.5	8.8	8.8	...
准备金率 6/										
法定准备金	14.5	15.0	15.0	18.0	20.5	20.5	20.0	20.0	20.0	19.5
超额准备金	3.3	5.1	3.1	2.0	2.3	2.2	2.2	2.2	...	...
备忘项:										
货币乘数	4.0	3.7	4.2	3.9	3.8	3.6	3.9	4.0	4.0	...
居民外汇存款 (10亿美元)	159.9	179.1	208.9	228.7	275.1	289.9	316.9	341.8	364.5	377.6
占全部存款的百分比	2.9	2.6	2.3	2.1	2.1	2.2	2.4	2.5	2.6	2.7
居民外汇贷款 (10亿美元)	219.8	243.7	379.5	453.4	538.7	536.1	544.4	559.5	561.0	565.8

来源: CEIC数据有限公司和基金组织工作人员的估计。

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/ 由于不良贷款从银行转到资产管理公司, 而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/ 对储备货币增长的贡献, 折年百分比。

6/ 占全部银行存款的百分比。

表 5. 中国：广义政府预算操作

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
(10亿元人民币)											
收入	5,255	6,172	6,882	8,555	10,683	12,153	13,586	15,154	16,951	18,885	20,974
税收收入	4,562	5,422	5,952	7,321	8,972	11,103	12,419	13,858	15,514	17,291	19,208
所得和利润税	1,196	1,490	1,549	1,768	2,281	2,697	3,173	3,654	4,196	4,652	5,154
货物和服务税	2,426	2,819	3,226	3,832	4,488	5,153	5,903	6,686	7,487	8,380	9,374
其他税收(残值)	745	784	905	1,202	1,511	2,379	2,254	2,179	2,201	2,294	2,326
非税收收入(残值)	693	750	930	1,234	1,711	1,050	1,167	1,296	1,437	1,594	1,766
支出	5,023	6,404	7,925	9,168	11,270	12,835	14,149	15,554	17,041	18,624	20,302
基本	4,917	6,274	7,776	8,984	11,031	12,468	13,801	15,214	16,707	18,302	20,000
利息	105	131	149	185	239	366	348	341	334	322	302
总差额	233	-232	-1,044	-613	-587	-682	-564	-400	-90	261	671
融资	-233	232	1,044	613	587	682	564	400	90	-261	-671
国内	-233	232	1,044	613	587	682	564	400	90	-261	-671
国外	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
私有化及其他	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
备忘：当局定义											
收入	5,132	6,243	6,902	8,320	10,524	11,630	13,566	15,134	16,931	18,865	20,954
收入(预算)	5,132	6,133	6,852	8,310	10,374	11,360	13,566	15,134	16,931	18,865	20,954
从平准基金的撤资	0	110	51	10	150	270	0	0	0	0	0
支出	5,081	6,278	7,852	9,348	11,374	12,430	14,114	15,519	17,006	18,589	20,267
支出(预算)	4,978	6,259	7,630	8,987	10,893	12,430	14,114	15,519	17,006	18,589	20,267
向平准基金的供资	103	19	10	225	289	0	0	0	0	0	0
支出的其他调整	0	0	212	136	192	0	0	0	0	0	0
预算内财政差额	154	-126	-778	-677	-519	-1,070	-549	-385	-75	276	686
总差额 1/	51	-35	-950	-1,028	-850	-800	-549	-385	-75	276	686
(相当于GDP的百分比)											
收入	19.8	19.7	20.2	21.3	22.7	23.2	23.3	23.4	23.6	23.7	23.8
税收收入	17.2	17.3	17.5	18.2	19.0	21.2	21.3	21.4	21.6	21.7	21.8
所得和利润税	4.5	4.7	4.5	4.4	4.8	5.1	5.4	5.6	5.8	5.8	5.8
货物和服务税	9.1	9.0	9.5	9.5	9.5	9.8	10.1	10.3	10.4	10.5	10.6
其他税收(残值)	2.8	2.5	2.7	3.0	3.2	4.5	3.9	3.4	3.1	2.9	2.6
非税收收入(残值)	2.6	2.4	2.7	3.1	3.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
支出	18.9	20.4	23.2	22.8	23.9	24.5	24.3	24.0	23.7	23.4	23.0
基本	18.5	20.0	22.8	22.4	23.4	23.8	23.7	23.5	23.2	23.0	22.7
利息	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
总差额	0.9	-0.7	-3.1	-1.5	-1.2	-1.3	-1.0	-0.6	-0.1	0.3	0.8
融资	-0.9	0.7	3.1	1.5	1.2	1.3	1.0	0.6	0.1	-0.3	-0.8
国内	-0.9	0.7	3.1	1.5	1.2	1.3	1.0	0.6	0.1	-0.3	-0.8
国外	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
私有化及其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净贷款/借款	-0.9	0.7	3.1	1.5	1.2	1.3	1.0	0.6	0.1	-0.3	-0.8
债务变化	0.1	2.9	3.0	2.6	1.9	1.8	1.5	1.1	0.6	0.2	-0.3
存款变化	1.0	2.2	0.0	1.1	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
其他流动/计值变化	6.3	-2.6	-1.0	15.9	-4.6	-3.0	-1.9	-1.5	-1.2	-1.0	-1.0
备忘项：											
债务	19.6	17.0	17.7	33.5	25.8	22.0	19.4	17.2	14.9	12.6	10.1
国内	19.4	16.8	17.5	33.4	25.7	21.9	19.3	17.1	14.8	12.5	10.1
国外	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
周期调整后的差额	1.1	-0.4	-2.4	-0.7	0.0	0.0	0.2	0.3	0.5	0.7	0.8
(相当于潜在GDP百分比)											
名义GDP(10亿元人民币)	26,581	31,405	34,090	40,151	47,156	52,484	58,346	64,802	71,874	79,680	88,285

来源：CEIC数据有限公司和基金组织工作人员的估计。

1/ 包括向平准基金的净分配。

表 6. 中国: 说明性的中期预测方案 1/

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	(百分比变化)									
实际GDP	9.6	9.2	10.4	9.2	8.0	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
国内总需求	9.7	14.0	10.6	10.1	9.4	9.0	8.6	8.1	7.9	7.7
消费	8.5	9.4	9.2	9.7	10.1	9.7	9.3	9.1	9.0	9.0
投资	11.1	19.3	12.0	10.5	8.8	8.2	7.9	7.0	6.7	6.4
固定	9.7	22.9	11.4	9.5	9.3	8.7	8.3	7.4	7.0	6.7
存货 2/	0.8	-0.8	0.5	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净出口 2/	0.9	-3.5	0.4	-0.4	-1.0	-0.2	0.1	0.7	0.9	1.0
消费者价格 (平均)	5.9	-0.7	3.3	5.4	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
	(占GDP百分比变化)									
总资本形成	44.0	48.2	48.2	48.6	48.5	48.2	47.7	46.9	46.0	45.1
国民总储蓄	53.2	53.5	52.2	51.3	50.8	50.7	50.6	50.1	49.8	49.3
财政差额	-0.7	-3.1	-1.5	-1.2	-1.3	-1.0	-0.6	-0.1	0.3	0.8
收入	19.7	20.2	21.3	22.7	23.2	23.3	23.4	23.6	23.7	23.8
支出	20.4	23.2	22.8	23.9	24.5	24.3	24.0	23.7	23.4	23.0
经常账户差额	9.1	5.2	4.0	2.8	2.3	2.5	2.9	3.2	3.8	4.3
	(10亿美元)									
经常账户差额	412	261	238	202	188	225	285	351	454	560
贸易差额	361	250	254	244	197	180	180	212	261	329
贸易差额 (占GDP百分比)	8.0	5.0	4.3	3.3	2.4	2.0	1.8	1.9	2.2	2.5
出口	1,435	1,204	1,581	1,904	2,006	2,172	2,421	2,713	3,051	3,451
(百分比变化)	18	-16	31	20	5	8	11	12	12	13
进口	1,074	954	1,327	1,660	1,809	1,992	2,241	2,502	2,790	3,121
(百分比变化)	19	-11	39	25	9	10	12	12	12	12
资本和金融账户, 净额	46	181	287	221	205	189	176	161	144	131
资本账户	3	4	5	5	4	4	4	4	4	4
直接投资净额	122	70	186	170	157	144	132	119	106	94
证券投资净额	43	39	24	20	20	21	22	23	24	26
其他投资净额	-121	68	72	26	24	20	19	15	9	7
错误与遗漏	21	-44	-53	-35	0	0	0	0	0	0
储备变动 (- 表示增加)	-480	-398	-472	-388	-392	-415	-461	-512	-597	-690
备忘项:										
名义GDP (10亿元人民币)	31,405	34,090	40,151	47,156	52,484	58,346	64,802	71,874	79,680	88,285
GDP平减指数 (2010年=100)	89	90	94	100	103	106	108	110	113	115
总储备 (10亿美元)	1,953	2,426	2,876	3,264	3,656	4,071	4,532	5,044	5,642	6,332

来源: CEIC数据有限公司和基金组织工作人员的估计。

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。

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					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
I. 基线预测											
公共部门债务 1/	19.6	17.0	17.7	33.5	25.8	22.0	19.4	17.2	14.9	12.6	10.1
其中：以外币计值	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
公共部门债务变动	3.4	-2.6	0.7	15.9	-7.7	-3.8	-2.6	-2.3	-2.3	-2.3	-2.5
被确认的产生债务的流量 (4+7+12)	-3.9	-2.3	1.7	-1.1	-3.8	-1.3	-1.2	-1.3	-1.6	-1.8	-2.0
基本赤字	-1.3	0.3	2.6	1.1	0.7	0.6	0.4	0.1	-0.3	-0.7	-1.1
收入与赠款	19.8	19.7	20.2	21.3	22.7	23.2	23.3	23.4	23.6	23.7	23.8
基本（非利息）支出	18.5	20.0	22.8	22.4	23.4	23.8	23.7	23.5	23.2	23.0	22.7
自动的债务动态 2/	-2.6	-2.6	-0.9	-2.2	-4.5	-1.9	-1.6	-1.4	-1.2	-1.1	-0.9
利率/增长率之间差异的贡献 3/	-2.6	-2.6	-0.9	-2.2	-4.5	-1.9	-1.6	-1.4	-1.2	-1.1	-0.9
其中：实际利率的贡献	-0.8	-1.0	0.5	-0.6	-1.8	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
其中：实际GDP增长的贡献	-1.9	-1.6	-1.4	-1.6	-2.6	-1.9	-1.7	-1.5	-1.3	-1.1	-1.0
汇率贬值的贡献 4/	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
分母 = $1+g+p+gp$	1.2	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
其他被确认的产生债务的流量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
私有化收入（负）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
隐含或或有负债的确认	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他（具体而言，例如银行注资）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
残值，包括资产变化 (2-3)	7.3	-0.3	-1.0	17.0	-3.9	-2.5	-1.4	-1.0	-0.7	-0.5	-0.5
公共部门债务-收入比率 1/	99	86	88	157	114	95	83	73	63	53	43
总融资需要 5/	1.3	2.9	5.2	4.7	7.1	5.7	4.2	3.3	2.5	1.7	1.0
以10亿美元计	44	133	262	280	522	471	381	333	269	198	126
					10年 历史 平均		10年 标准 差				
关键宏观经济和财政假设											
实际GDP增长（百分比）	14.2	9.6	9.2	10.4	9.2	11.0	2.0	8.0	8.5	8.5	8.5
公共债务的平均名义利率（百分比） 6/	3.0	2.5	2.8	3.1	1.8	3.0	0.6	3.0	3.0	3.0	3.0
平均实际利率（名义利率减GDP缩减指数的变动，百分比）	-4.6	-5.3	3.4	-3.6	-5.7	-1.4	4.0	0.0	0.5	0.7	0.8
通胀率（GDP缩减指数，百分比）	7.6	7.8	-0.6	6.6	7.5	4.3	3.5	3.0	2.5	2.3	2.1
实际基本支出的增长（经GDP缩减指数缩减，百分比）	14.4	18.4	24.7	8.3	14.2	14.6	4.8	9.7	8.0	7.7	7.5
基本赤字	-1.3	0.3	2.6	1.1	0.7	1.0	1.1	0.6	0.4	0.1	-0.3
II. Stress Tests for Public Debt Ratio											
A. 替代情景											
A1. 2012至2017年间，关键变量为历史均值 7/							21.5	18.8	16.8	15.3	14.1
A2. 2012至2017年间，无政策变化（基本差额不变）							22.2	19.9	18.3	17.0	16.0
A3. 在2012年，或有负债成为现实情况 8/							93.2	83.4	74.8	66.8	59.4
B. 边界检验											
B1. 实际利率为基线值加一个标准差							22.5	20.3	18.3	16.3	14.2
B2. 实际GDP增长为基线值减半个标准差							22.5	20.4	18.9	17.5	16.2
B3. 基本差额为基线值减半个标准差							22.6	20.5	18.7	16.9	15.0
B4. 综合B1至B3，偏离基线四分之一个标准差							22.7	20.6	18.7	16.9	14.9
B5. 2012年发生30%的一次性贬值 9/							22.2	19.5	17.3	15.0	12.7
B6. 2012年，其他产生债务的流量增加幅度相当于GDP的10%							32.0	28.7	25.7	22.9	20.0
1/ 公共部门债务的覆盖范围指的是广义预算政府的总债务。											
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/ 公共部门债务的覆盖范围指的是广义预算政府总债务以及或有债务。后者包括估计的现有和未来由不良贷款、未设基金的养老金负债、资产管理公司损失所带来的损失。假设既有和未来的或有负债在2012年成为现实（这笔或有负债的净现值作为一次性调整被加至2012年债务存量；该预测情景内不再包括任何其他损失。）											
9/ 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）。											