



中华人民共和国

部分问题

2024 年 2 月

关于中华人民共和国的《部分问题》报告系由国际货币基金组织工作人员小组撰写。该报告以 2023 年 12 月 19 日报告完成时可获得的信息为基础。

公众可通过以下方式订购本报告副本：

International Monetary Fund • Publication Services

PO Box 92780 • Washington, D.C. 20090

电话：(202) 623-7430 • 传真：(202) 623-7201

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

价格：每份副本 18.00 美元

国际货币基金组织
华盛顿特区



中华人民共和国

部分问题

2023年12月19日

批准人：

亚太部

本文由 Sonali Jain-Chandra 领导的团队撰写，各章作者分别为 Henry Hoyle（亚太部）、Sebastian Beer、Daniel Garcia-Macia（均来自财政事务部）和 Yingyuan Chen（货币与资本市场部）。

目录

推动向新常态的平稳过渡：中国的房地产行业转	3
A. 引言：处于转折点的中国房地产市场	3
B. 中期内的新住房投资	4
C. 省级层面的中期调整	11
D. 对中国经济的影响	12
E. 推动平稳转型的政策	13
参考文献	15
针对中国提出的收入调动战略	17
A. 引言	17
B. 提高劳动所得税征收的有效性	20
C. 改进对资本收入的征税	23
D. 改进房地产税和财富税的征收	24
E. 利用国际企业所得税改革的机遇	25
F. 改进间接税的征收	26
参考文献	29
附件	
附件一、中国经济税收的参照国	30
附件二、“包容性框架”的两大支柱	31

新冠疫情和房地产市场下滑后的地方政府财政	32
A. 引言	32
B. 地方政府财政的薄弱状态：原因和后果	34
C. 解决不可持续的地方政府债务：部门间资产负债表视角	39
D. 加强地方政府的财政框架，防止债务积累	42
参考文献	44

附件

附件一、损失分配的计算	45
附件二、地方政府财政反应函数的估计	48

推动向新常态的平稳过渡：中国的房地产行业转型¹

自新冠疫情暴发以来，中国当局采取了果断措施来应对房地产行业的风险。当前的主要挑战是在开发商财务困境尚未解决、购房者信心减弱以及大量库存和需求呈结构性下降的背景下，推动房地产行业向更小、更可持续的规模平稳过渡。关键的政策优先事项应包括：加快解决潜在的供给侧失衡问题（其中，最重要的是对不可持续经营的开发商进行重组）；为得以存续的开发商提供支持并开展去风险；以及采取措施遏制房地产市场风险的积累。

A. 引言：处于转折点的中国房地产市场

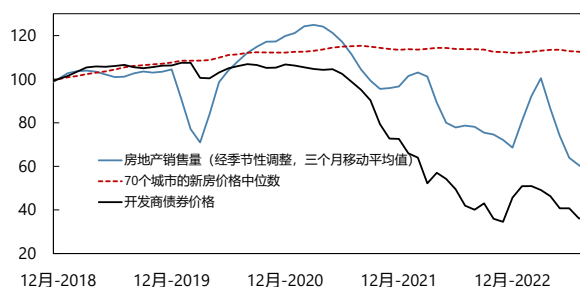
中国的房地产市场：概述

1. 房地产活动对中国经济的快速增长发挥了重要作用，但也带来了重大风险。在中国几十年的快速增长中，房地产相关活动约占到了 GDP 的 20%，其作为一种抵押品和家庭财富无处不在。虽然当局采取了积极措施限制家庭杠杆的风险，但在截至 2021 年的 15 年间，平均房价仍然上涨了近 350%，且相对于收入而言其持续处于明显较高的水平。这种价格增长反映了由强劲投资驱动的家庭需求，而这源于家庭拥有大量储蓄、按揭贷款的热潮和有限的投资选择。与此同时，中国的大型开发商通过大幅加杠杆来快速扩张建设项目，其中，它们经常与依赖房地产活动获得收入的地方政府进行密切合作。

2. 自疫情开始以来，当局已采取果断行动应对房地产行业的风险。2020 年，中国出台新规抑制开发商不断增长的杠杆和流动性风险，包括针对关键资产负债表指标超过指定门槛的企业实施限制措施，限制其债务增长和其他业务运营。²这段时间，以高风险、高周转商业模式运营的开发商暴露出自身的脆弱性。2021 年底，中国销售额排名第二的开发商发生违约，危及数百万套预售房的完工；在此之后，随着新预售房增速急剧放缓（预售房是开发商获得营运资本的一种关键形式），严重的流动性压力蔓延到了大部分房地产行业。当局放松了需求侧政策，包括放宽了首付要求和按揭贷款限制，以及降低了现有按揭贷款利率，但没有对违约开发商提供大规模救助。

房地产销售量、房价和开发商债券价格

（指数：2018年12月=100）



来源：Haver Analytics；CEIC数据有限公司；Bloomberg；以及IMF工作人员的计算。
注释：SA=经季节调整。销售额（以总建筑面积计算）。开发商债券价格是Markit iBoxx中资美元房地产债券价格指数。

3. 然而，由此带来的房地产市场失衡的调整效果却并不均衡，这主要是因为销售量出现了大幅下降，房价却没有。相对于近期许多其他国家的房地产低迷而言，中国房地产活动的收缩幅度相当大，尤其是在开工量和开发商土地购买规模等前瞻性指标方面。但房价仅有小幅下跌，这在很大程度

¹ 本文由 Henry Hoyle（亚太部工作人员）撰写。

² 这些规则被称为“三道红线”，其针对资产负债率超过 70%、净负债率大于 100%，以及现金短债比小于 1 倍的开发商施加监管限制措施。“三道红线”于 2020 年 8 月提出，并定于 2023 年中旬生效。

上源于地方政府为维持价格稳定所做的努力。³为了让违约开发商有时间完成大量未完工预售住房的建设，同时减少对金融体系的直接影响，当局通过实施监管宽容政策在很大程度上推迟了开发商的资产负债表重组。

4. 当局正确地专注于帮助房地产行业向更小、更可持续的规模转型。在未来十年间，随着城市化带来的收益减少、人口下降、在无现代化设施住宅中居住的家庭大大减少，对新住房的需求很可能会萎缩。与此同时，由于新规抑制了开发商通过加杠杆和滥用预售房收益承担风险，房地产投资的回报也很可能会萎缩。当局已表示要加大支持建设保障性住房，尤其是在 2023 年底召开的中央金融工作会议上，并且只为商业模式更保守、治理结构更完善的开发商提供政策支持。

5. 本篇《部分问题文件》预测了中国房地产投资的中期路径，讨论了有助于推动转型的政策。未来十年，新的住房建设项目将大幅减少。这反映出在总人口预计将逐渐萎缩的情况下，城市家庭形成和旧城改造活动很可能会放缓。开发商库存过剩和此前空置的房屋在二级市场上供应的增加，也将严重拖累建筑业。虽然可持续的新住房需求的可能路径存在重大不确定性，但房地产投资很可能会比 2022 年底的水平下降 30% 至 60%，此后仅会小幅反弹，而且这一下降会因房地产建设在国内增加值中的巨大比例，对其他部门产生广泛的溢出效应。房价在更长时间内下跌的前景以及与陷入困境的开发商相关的不确定性可能会抑制需求，从而可能使当局更深入、更长时间地开展调整。当局应加快解决潜在的供给侧失衡问题，其中，最重要的是对不可持续经营的开发商进行重组。当局还需要采取措施为得以存续的开发商提供支持并推动其去风险，同时改革预售房制度，以遏制房地产市场风险的积累。

6. 本篇《部分问题文件》剩余部分的结构如下。下一节将解释影响未来十年新房供需状况的各种关键因素，并建立了一个预测这些变量中期表现的框架。接下来的一节将探讨如何在各省层面展开中期房地产转型。倒数第二节将讨论供需框架之外的特定因素会如何影响房地产地预测，最后一节将提出政策建议。

B. 中期内的新住房投资

概述

7. 未来十年，由于中国的人口转型，对新住房的基本需求将减少。对新住房投资的长期可持续需求，主要是由以下两项所需要的额外单位住房所决定的：（1）满足家庭总数的预计增长；（2）替换现有住房存量净损失的住房单元。⁴由于人口向城市地区的移动（按净额计算）将会放缓，加之全国总人口减少，中国城市人口在之前二十年的快速增长后，其增速将大幅放缓。在一定程度上，这种放慢带来的影响可能会被平均家庭规模的缩小所抵消，这是因为由于老龄化和生育率下降，成年人在

³当局于 2018 年出台的房地产长效机制正式给予地方政府维持房地产价格稳定的职能，在实际工作中，地方政府经常使用上市审批及其他正式和非正式工具，阻止以高于或低于合意房价狭窄区间的交易。地方政府的确拥有决定是否放宽这些政策的自由裁量权，但从媒体报道来看，业主以及彼此竞争的开发商经常会对地方政府进行密集游说，阻止它们放宽政策。

⁴Belsky 等人，2007 年。在文献中，新住房建设需求的一个额外来源是对二套房、投资性住房和空置房（其满足了住房存量的正常周转）的估计需求。鉴于有证据表明投资型业主的空置房持有率很高（见脚注 8），本分析假定，随着投资型业主在其住房组合中减少未使用住房的比例，空置房存量将在预测期内有所下降。如第 13 段所述，这属于供给侧渠道。

人口中的比例有所提高，这可能会使得住房需求相对于人口有所增长。从跨国经验来看，平均家庭规模会随社会老龄化而缩小，但也会受到经济周期以及行为或文化等因素的影响。⁵

8. 过去十年间，政府出资进行的住房改造项目在提振新住房需求方面发挥了关键作用。棚户区改造政策加速了数百万套旧房的拆除（尤其是在 2013 年至 2018 年期间），其中，大部分旧房都缺乏现代化设施。人口普查数据显示，居住在 2000 年之前建成的住房中的人口比例从 2010 年的 66% 下降到了 2020 年的 35%，这意味着从净额上看，有 6600 万套 2000 年之前建成的住房已被拆除，而不具备现代化设施的住房单元比例从 28% 下降到了 12%。与“十三五”规划（2016 年-2020 年）相比，“十四五”规划（2021 年-2025 年）的旧城改造计划规模缩减了近 75%。

9. 这一需求来源可能在短期内反弹，但可能仍低于过去十年。尽管当局最近呼吁加强公共支持的城市重建项目，以缓解房地产行业的调整，但与过去的项目相比，有几个因素可能会限制其规模。与此类项目相关的巨大纳税人成本，特别是补偿和重新安置流离失所的家庭，将在很大程度上由面临重大财政和金融挑战的地方政府承担。这些项目也可能受到限制，因为现在需要重新开发的前现代住房存量要少得多，而且鉴于该行业普遍存在财务困境，确保开发商参与的挑战也越来越大。

10. 供给侧因素很可能使新建设项目的调整增加。2021 年中旬之前，开发商的建设速度很快，但此后，房地产销售急剧下降，这导致开发商拥有了大量已完工和未完工的房屋库存，而这些库存必须由未来的需求所消化。在大量闲置的投资性房产中，有一部分也很可能进入二级市场或由投资者的成年子女接手，这使满足基本住房需求所需的新建设项目进一步减少。最后，由于当局要确保陷入困境的开发商将其有限资源用于完成大量积压的未完工预售房，大部分开发商面临着广泛而持久的流动性压力，这可能会拖累新住房的建造。

11. 房价在决定供需方面具有关键作用，但在中国当前的形势下，房价走势存在很大的不确定性。在相关学术文献中，房价下跌（相对于建筑成本）通常会导致开发商的利润率降低并使其减少供给，其并不依赖于人口或其他住房存量因素。房价上涨也会影响购房者对未来价格上涨的预期，这也会同样地提振需求（Muellbauer, 2022 年）。上述关系通常假定房价是灵活的、市场出清的价格，但在中国目前的情况下，这些条件并不成立。中国目前为限制房价下跌而采取的干预措施加剧了销售量的下降，并导致实际市场出清价格具有不确定性。如 D 节所述，采用价格下限措施也很可能使当局在经济活动中面临重大的权衡取舍，这使当局在长期维持价格下限的承诺存在不确定性。⁶

12. 即使未实施价格管制措施，房价的未来走势也是不明朗的。长期房价的建模通常基于按揭贷款信贷条件、相对于住房存量的家庭收入、房价预期、人口因素以及其他因素（Chauvin 和 Muellbauer, 2018 年）。⁷人们普遍预期，2021 年中旬房地产危机爆发以来，按揭贷款的可得性和家庭收入的持续增长趋势可为房价提供持续支撑；此外，开工大幅下降造成的住房存量增长放缓的前景，也会对房价形成支撑。然而，其他因素可能会增加房价的下行风险，从而有可能压低价格预期：

⁵更多信息请参见 Lee 和 Painter, 2013 年，以及 Paciorek, 2016 年。

⁶在进行权衡取舍时，当局必须考虑到对房价进行大幅度、破坏性的调整会给经济增长造成的代价。这种调整可能会对家庭和金融部门的资产负债表，以及最终对经济活动产生广泛的溢出效应。

⁷在控制人口因素后，（相对于住房存量的）收入是（相对于供给的）需求的代理变量。

- 房地产行业持续面临财务动荡且普遍实行预售模式，这给大多数购房交易带来了完工风险或对手方风险，降低了未完工住房的市场价值。困难开发商的大量房屋库存最终可能会以折扣价清算，这可能会给更广泛的房价带来影响。
- 投机需求的结构性下降可能通过各种渠道影响房价。在如前文所述的标准模型中，如果因投资型业主出售此前闲置的房产，导致房屋空置率出现结构性的下降，那么这会实际上提高住房供给（相对于家庭收入），房价从而会逐步下跌。更普遍而言，由投资或抵押驱动的住房需求的下降，可能会压低住房的市场出清价格，这在考虑到房价相对于家庭收入和租金收益有多高的情况下尤其如此。
- 对家庭收入增长放缓和经济活动疲软的预期同样会引发房价增长减弱的预期。开发商的财务困境也可能使已经捉襟见肘的地方政府财政状况进一步恶化，这会增加地方金融环境收紧和政府实施财政整顿的可能性（见 D 节和关于地方政府融资平台的《部分问题文件》）。

预测未来的供需情况

13. 本分析根据预期基本需求的路径以及供给扭曲的消除情况，对住宅房地产投资开展了中期预测。我们使用了 Chivakul 等人（2015 年）开发的方法，在分析中假设开发商根据预期住房的需求（即基本需求）供应新房。随后，我们对上述基线生产决策进行了修改，考虑了促使开发商在短期内减少供应的各种供给侧扭曲因素。为简单起见，我们没有将房价的潜在影响考虑在内，而是在 D 节中对其进行了定性讨论。在接下来的章节中，我们使用了中期的估计供应路径（以房屋开工时的开工面积为衡量指标）来预测 GDP 中房地产投资的变化路径。

14. 我们在估计基本需求时，是将其作为两种情景之间的一个范围来估计的。为简单起见，两种情景均使用了联合国在中等生育率假设下对总人口增长的预测，并假设城市化的减缓速度与世界银行的预测一致；但在平均家庭规模方面，这两种情景使用了不同的假设。

- 在平均家庭规模较小的情景中：每户的平均人口从 2021 年的 2.77 人下降到 2034 年的 2.4 人，接近日本或韩国的水平，这抵消并超出了总人口下降对住房需求的拖累效应。⁸在推算置换老旧住房产生的净需求时，我们沿用了 2010 年至 2020 年期间 2000 年以前建成住房存量的下降速度（但相应的初始住房基数要低得多，大约相当于每年 210 万套住房）。平均新建公寓面积也有所增长，从 2020 年的 114 平方米增加到了 121 平方米。这既反映了当局加强了改造现存不达标住房的政策，也反映了在收入持续增长的推动下，人们对面积更大、设施更现代化的住房的强劲需求。⁹
- 在平均家庭规模较大的情景中：家庭平均人数仅降至 2.6 人，反映出年轻人持续失业、消费者信心疲软以及老年人与以工作子女继续同居给净家庭形成带来了更大的拖累效应。旧房置换需求的出现速度是上行情景中年均速度的三分之二，十年间每年仅产生 160 万套住房的需求。平均公寓面积保持不变。

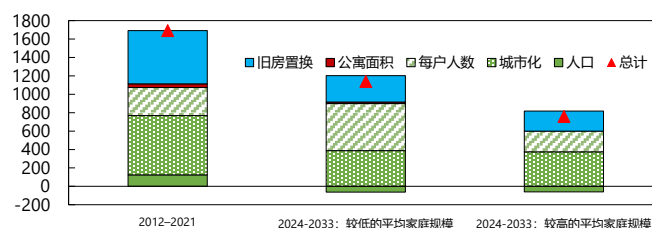
⁸2007 年，当日本步入老龄化阶段时（中国预计在 2034 年达到类似的阶段，这是根据赡养比近似替代得出的），其平均家庭规模为 2.52 人。韩国目前尚未达到中国预计在 2034 年达到的赡养比，但韩国的平均家庭规模（按人口总数除以家庭总数来估计）低于中国或日本在可比老龄化时期的水平。

⁹在这两种情景下，我们假设预计将出现的房屋置换需求将集中在前期发生，因为当局会试图抵消当前经济下行带来的下行压力。在这两种情景下，10 年间的此类需求的 60%将发生在头五年。

15. 根据这些估计结果，预计未来几年每年的基本需求将减少至每年 9.5 亿平方米，较过去十年大致下降 35%-55%。鉴于 2013 年至 2018 年间旧房的迅速拆除，旧房置换需求估计值的减少是未来住房需求整体收缩的最大原因。平均家庭规模的缩小是上行和下行情景的最大差异，其既反映了这一变量在决定净家庭形成方面的重要性，也反映了在预测其未来路径方面的重大不确定性。上述基本需求的估计结果与中国私人部门分析人士最近的估计值大致一致。¹⁰

年均基本住房需求的估计值

(百万平方米)



来源：来源：CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的计算。
注释：HH=家庭。

16. 我们假设住房供给与未来的基本需求相当，其中根据供给侧因素的拖累效应进行了调整。

开发商在任何给定年份的供给函数都以开工时的施工面积表示，并假设其供给等于未来 1.5 年的预期基本需求。这体现了我们关于三年生产周期的假设：在该假设中，预售（新房销售的主要形式）只允许在生产开始后的一年进行，并且开发商的目标是在第二年年底之前完成预售房。随后，我们在基线供应函数上叠加了其他几个供给侧模块，以得出新供应的预期路径。

- 过剩的住房库存。我们假设，当实际销售量低于预期需求、导致库存过剩时，开发商会减少新开工量。¹¹由于减少了开工量，过剩的库存会随时间推移得到清理，同时，假定其在未来几年的销售量可以弥补新的供给和基本需求之间的差距。
- 投资者售房产生的新供给。房价下跌以及与房市长期调整措施相关的不确定性会导致家庭减少持有的闲置投资性房产。由于这些投资者出售房产，二级市场的供给有所增加，这使得预期基本需求相应下降。我们使用了一个保守的估计，即 2017 年至 2021 年间累计销售量的 5%。¹²
- 未完工预售房积压。面临流动性压力的开发商会减少新开工量，将可用资金用于完成拖欠购房者的逾期预售住房的建设，这与当局的政策优先项和观察到的做法是一致的。为了考虑对该渠道规模的估计存在的巨大不确定性，房地产部门只对流动性受限开发商产生的未完工预售房积压量估计值的四分之一（或总量的 10%）进行权衡。¹³

¹⁰Wu 和 Xu（2021 年）预计 2021 年至 2030 年的新住房需求将比 2011 年至 2015 年平均下降 43%。Xia 和 Xu（2022 年）预测，到 2035 年之前，每年的新需求将为 9.96 亿平方米；Song 和 Zhang（2022 年）认为，2026 年至 2030 年每年的新需求为 9.6 亿平方米。这些估计值略高于基线情景下的水平，但其完全处于上行和下行情景的范围内。

¹¹过剩库存按滞后 1.5 年的开工量累计总额减去销售量计算。

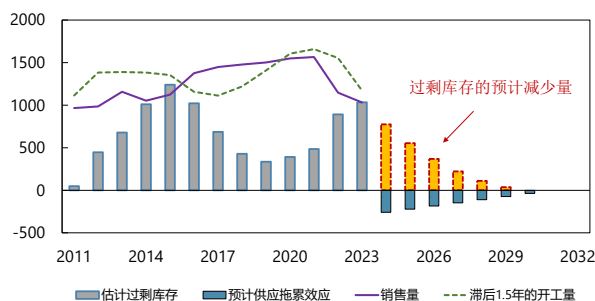
¹²在估计投资者售房产生的潜在新供给时，数据缺口十分明显，但调查数据始终表明空置率很高。据 Bloomberg 援引 2022 年 3 月的“中国房地产信息服务”数据显示，在三年时间内，26 个城市中约有 42% 的新购入住房仍然处于空置状态。西南财经大学 2017 年的一项调查显示，总空置率为 22%。中国人民银行的一份关于家庭财富的调查（中国人民银行，2019 年）发现，30000 个城市家庭样本拥有约 45000 套房屋，这意味着空置率高达三分之一（除了大城市，其他城市的租赁市场相对不发达）。

¹³未完工预售房积压量按滞后两年的预售房量与估计预售房竣工量之间的累积差额计算。未完工预售房积压层可能会对逾期预售房的规模有所夸大，这是因为如前文所述，开工和竣工数据存在偏差，原因在于由于统计调查技术不同等因素，开工量和销售量分别有一定程度的高报和低报。同时，对于处于困境中的开发商，也无法获取其实际项目层面流动性的可靠数据，因此无法确保假定的开工量和竣工量之间的流动性预算权衡是否符合实际情况。

17. 供给侧因素的综合拖累效应相当于 2024 年至 2033 年预计基本需求的 17%左右。截至 2023 年底，过剩库存住房的建筑面积估计略高于 10 亿平方米，略低于 2014 年至 2015 年中国房地产市场低迷时期的水平（文字表格）。投资者售房产生的新供给将达到 3.77 亿平方米，而因困境中开发商的积压问题而减少的新开工量为 5.35 亿平方米。

开发商过剩库存的估计值

（建筑面积：百万平方米）



来源：CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的计算。

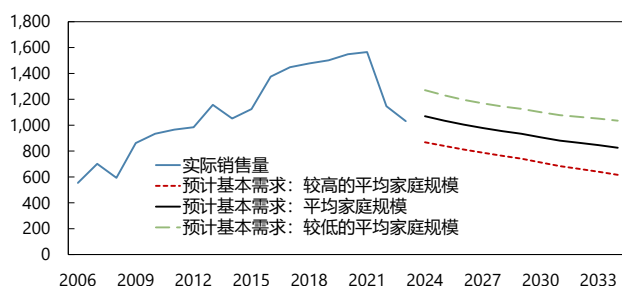
注释：2023年的数据是根据年初至今的数据估算的。

18. 要将基本需求转换为在各时间点上的水平，就需要对假设加以简化，但这一转化是为了生成一条关于新供给的时间路径。预计人口和住房存量因素的变化将对需求产生缓慢的影响，而且在任何一年中，它们的变化都可能会受家庭形成或经济活动的短期周期性变化的支配。为了便于对从短期到中期的住房供给进行更精细的预测，我们将基本需求转换成了各时间点上的水平。我们假定供给侧扰动的拖累效应集中在头三年，随后在接下来的四年中会逐渐消散。这要比许多经合组织国家过去房市低迷的平均持续时间略长一些，但其会根据危机头两年的较缓慢调整向外来进行外推。¹⁴基本需求以建筑面积表示，并折算成年度数据。

19. 如果将供给侧拖累因素纳入考量，新房开工量的预计中期路径将在较长一段时间内受到抑制，而开工量下降的主要原因是基本需求下降。在基线情景中，从 2024 年开始的 10 年间，新开工面积平均约为 7.15 亿平方米，约为 2019 年至 2021 年期间平均水平（16 亿平方米）的 45%。在这一降幅

住宅房地产销售量和基本需求预测值

（建筑面积：百万平方米）

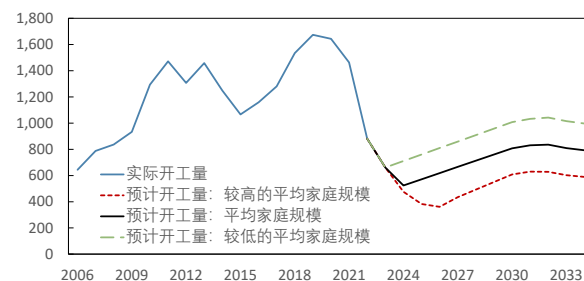


来源：来源：CEIC、IMF工作人员的计算。

注释：2023年销售额为预测值。

房地产开工量：实际面积和预测面积

（建筑面积：百万平方米）



来源：CEIC、IMF工作人员的计算。

注释：2023年预计开工量。

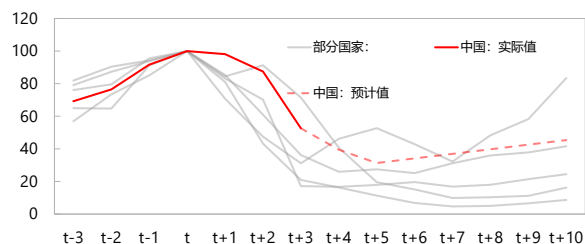
中，约四分之一是供给侧因素的拖累造成的，其余部分则要归结于基本需求的下降及其他因素。在 2030 年代的前五年，伴随估计的供给侧因素拖累效应逐渐消失但基本需求进一步下降，新开工量的平均水平将出现反弹，不过只会达到 2019 年至 2021 年期间峰值的 52%左右，且在此后再度下降（文中图表）。

¹⁴Bracke (2013 年) 发现，经合组织国家发生的 19 次房市低迷（按房价衡量）事件的平均持续时间为五年，并指出房市低迷的持续时间往往与房市好转的持续时间呈正相关，其也倾向于假设一个更长的房市调整期。Kolscheen 等人 (2018) 发现，15 个发达经济体房地产投资低迷的持续时间中位数约为 11 个季度。

20. 从跨国经验来看，上述需求下降的幅度和持续时间并不算异常。在有相关数据的 13 个发达经济体中，只有五个经济体的住房开工量在三年内下降了 50%以上，与中国 2021 年至 2023 年这三年间 60%的降幅大致相当。这五个国家的房屋开工量在很长一段时期内都处于低迷水平，在随后的五年窗口期内平均为峰值水平的 26%（文字表格）。这些参照国的情况与中国目前的情况有很重要的不同，主要差异在于二者在银行部门是否遭遇危机、房价是否大幅下跌、家庭资产负债表和就业是否受到冲击等方面存在不同。不过，中国房地产活动所受冲击的严重程度可能与参照国不相上下，因为房地产部门面临的严重、长期财务困境很可能在多个年头影响供给；而即使房价仅出现小幅调整，需求的下降也很可能会加剧。

房市低迷期间房屋开工量的下降

（住房单元：指数 t=100）



来源：Haver Analytics；CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的计算。
 注释：对于中国来说，t=2019。国家包括美国（t=2005）；西班牙（t=2006）；瑞典（t=1990）；丹麦（t=2006）；爱尔兰（t=2005）。就中国而言，开工量以建筑面积（平方米）衡量。

对房地产固定资本形成总额的影响进行估计

21. 然后，我们估计了新开工量的预计路径对 GDP 中房地产投资的影响。为此，本分析使用了房地产固定资本形成总额（GFCF）的估计值，其与国民账户（GDP）数据是一致的。¹⁵我们使用了 Chivakul 等人（2015 年）的方法，在估计房地产 GFCF 时，是基于该总额本身的滞后项以及开工时施工面积的增长来估算的，估算结果见表 1。我们将这两个系数的总和限制为 1，这确保了随着时间推移，这两个序列的平均增长率是相同的。然后，我们使用得到的系数，将上一节中的室内建筑面积开工量路径转换成了房地产 GFCF。

¹⁵在估算房地产 GFCF 时，先使用了房地产投资（不包含土地购置）在国家统计局数据中的固定资产投资总额中的比例，然后使用了房地产投资（不包含土地购置）在国民账户数据中的实际 GFCF 中的比例。

$$\text{房地产 GFCF}_t \text{ 增速} = \beta_1 \times \text{开工时施工面积}_t \text{ 增长} + \beta_2 \times \text{房地产 GFCF}_{t-1} \text{ 增速} + \text{常数项}$$

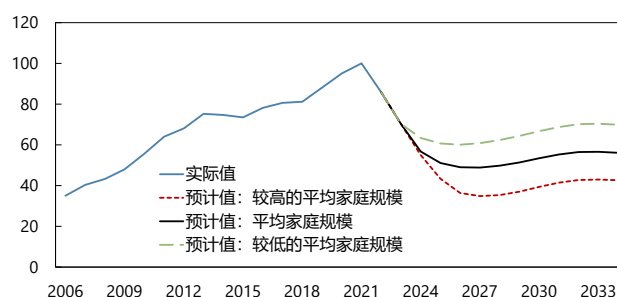
	系数	标准误	t 统计	P 值	低限 95%	高限 95%
β_1	0.3383	.0528	6.40	0.000	0.2263	0.4503
β_2	0.6616	.0528	12.52	0.000	0.5497	0.7737

22. 到 2020 年代中期，房地产 GFCF 项目的发展路径比 2022 年底的水平下降了约 30-60%。在此居中的情景下，房地产 GFCF 预计将在 20 世纪 20 年代中期降至 2021 年峰值水平的 50%左右。这与开工量下降产生的滞后影响相一致。房地产投资会在 2028 年开始反弹，最终在本世纪 30 年代中期达到 2021 年其峰值水平的 60%。

23. 这种下降也与可比的跨国经验一致。在开工量在三年期间下降超过 50%的五个国家中，大多数国家的房地产 GFCF 都出现了大幅、长期的下降。在投资达到峰值后的十年间，这些国家的房地产投资平均为峰值水平的 57%，而同期中国在两种家庭规模情景下估计的房地产投资平均值则是其峰值水平的 58%。

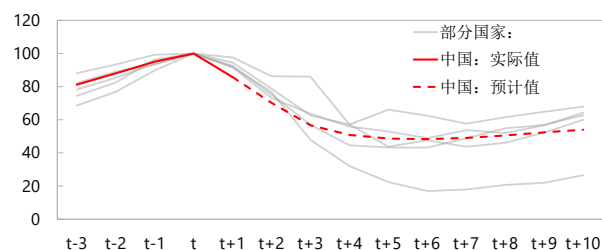
24. 房地产投资下降对 GDP 产生的总体影响会通过与其他部门的需求联系而被放大。截至 2020 年（有数据可查的最近一年），房地产相关活动产生的最终需求约占经济总增加值的 20%，与之前十年间的水平大体一致。其中约三分之二的的需求来自房地产行业建筑活动的估算部分，以及房地产行业与金属、玻璃、水泥和其他用于住房建设的商品和服务投入的上游生产商的联系。另外三分之一的需求来自房地产服务，其中很大一部分源自与现有住房存量相关的服务，例如租赁和物业管理。由于对住房相关商品（家具、电器）的需求下降以及财富效应，房地产投资下降对 GDP 产生的影响可能会更大。

预计房地产固定资本形成总额
(指数：2021年=100)



来源：CEIC数据有限公司；以及IMF工作人员的计算。

房市低迷期间GFCF的下降
指数 (t=100)



来源：Haver、CEIC、IMF工作人员的计算。

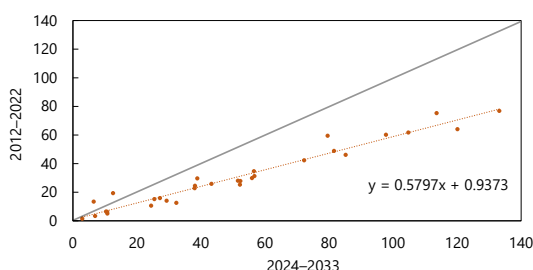
注释：对于中国来说，t=2021。国家包括美国（t=2005）；西班牙（t=2007）；瑞典（t=1990）；丹麦（t=2006）；爱尔兰（t=2006）。

C. 省级层面的中期调整

25. 我们对需求和供应预测进行了一些修改后，将其扩展到了省级层面。假设各省的城市人口增速与按该省在 2017 年至 2021 年期间对城市化增长的贡献度进行调整的全国预测值相一致。同样地，假设平均家庭规模的变化也与全国预测值一致，但后者是按 2017 年至 2021 年期间省级平均家庭规模变化进行的调整。我们根据在 2020 年时，2000 年以前建成的住房在住房存量中的比重，以及 2010 年至 2020 年期间此类住房的减少速度，再次计算了各省的旧房置换需求。¹⁶

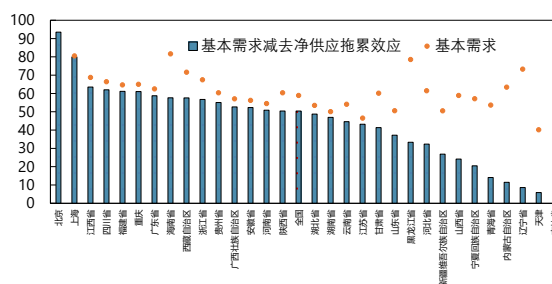
26. 对于大多数省份来说，基本需求和供给的估计值的下降，与总体下降大体一致。2024 年至 2033 年期间的基本需求（仅反映城市家庭形成和旧房置换的需求）比 2012 年至 2021 年期间平均下降了 46%，其中大多数省份的需求下降了 30%到 55%。考虑到库存过剩和投资者售房等因素对供给的估计拖累效应，这一时期的平均年度预计房屋开工量可能会较中位数省份在 2019 年至 2021 年期间的平均开工量下降 52%，这与全国开工量的预计下降大体上是一致的。

按10年期分列的估计省级年均基本住房需求
(百万平方米)



来源：CEIC、中国国家统计局、IMF工作人员的计算。
注释：每个点代表一个省份。

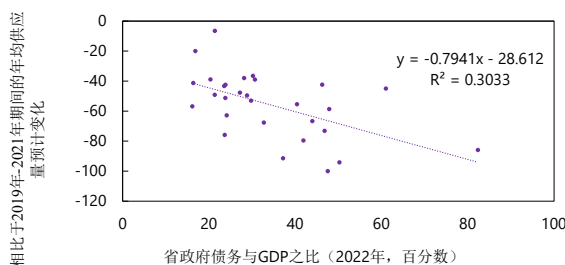
2024年-2033年各省基本住房供需的预计拖累效应
(2019年-2021年年均住房开工量的百分比)



来源：CEIC、中国国家统计局、IMF工作人员的计算。
注释：每个点代表一个省份。北京的基本需求数值未显示，为155%。

27. 供给侧因素对开工量的估计拖累效应在各省的分布并不均衡，其在一定程度上集中在众所周知存在债务问题的省份。在 2024 年至 2033 年期间，中位数省份面临平均供给侧积压效应，其相当于 2019 年至 2021 年期间平均开工量的 10%左右。对于四分之一的省份来说，这种效应相当于近期建筑业活动的 35%或更多，这使得这些省份的预计平均供给量下降至其 2019 年至 2021 年期间建筑业活动的 30%或更低。这部分省份的总量相对较小，仅占 2019 年至 2021 年期间全国开工量的 13%，但从其官方地方政府债务与 GDP 的比率来看，它们已经处于财政较为脆弱的省份之列（见图表）。

各省供应量的预计变化与地方政府的债务负担



来源：CEIC、中国国家统计局、IMF工作人员的计算。
注释：每个点代表一个省份。

28. 应根据本地的供需情况的预测来调整房市政策，包括对近期房市低迷的应对措施。对于 2024 年至 2033 年期间净基本需求相对有限的省份，应避免实施大规模刺激措施来支持新住房建设，而应采取更好地利用现有住房存量的政策。在处置陷入财务困境的开发商未完成的预售项目时，也应重点考

¹⁶省级基本需求预测的总和与国家一级的预测相差不大。对于城市家庭形成和在旧房置换方面的基本需求，省级与全国的预测分别相差 1.3%和 0.2%，反映出全国和省级人口数据之间存在的细微差异。

考虑本地的供需情况。对于有大量未出售住房且所在市场需求疲软的项目，向购房者提供部分货币补偿可能比完成项目建设更有效。

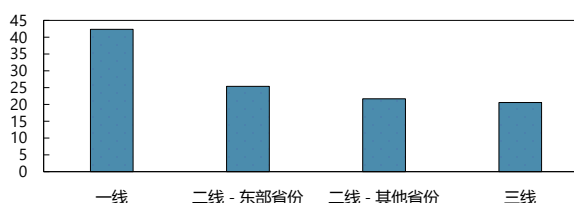
D. 对中国经济的影响

29. 如果实际销量低于预计的基本需求，那么房市的调整可能会更深入、更持久。本文所依据的供给模型假设的是每个时期住房供给的总消化量都等于预计的基本需求。如 B 节所述，实际需求并不完全由人口和住房存量因素决定，例如，如果预期房价会下跌或家庭收入会减少，实际需求就可能会下降。在这种情况下，开发商的过剩库存（或因投资者售房而产生的二级市场额外供应）的存量下降速度将比预期速度要慢，甚至可能不降反升。¹⁷如果住房需求比预期疲软，开发商则会进一步削减住房开工量，这会对建筑业及其他上游行业的需求产生负面溢出效应。

30. 房价调整的步伐受控而缓慢，这一因素很可能会抑制销售量（相对于基本需求），从而延长房地产市场的萎缩局面。如前所述，房价调整相对有限，这在一定程度上反映了地方政府为限制房价下降速度所做的努力。¹⁸虽然限价措施可能有助于减少对家庭和银行资产负债表的溢出效应，可防止产生更为直接的宏观金融溢出效应，但房价下跌通常在住房市场出清和恢复供需平衡方面发挥着重要作用。

31. 旷日持久的价格调整可能会进一步加剧供给压力，并加固对房价持续下跌的预期。目前的房价水平无论是相对于家庭收入还是相对于租金收益率来说都很高，这反映了投资驱动的需求处于主导地位，以及在房地产危机发生之前购房者对未来房价升值预期的重要性。展望未来，特别是在人们认为房屋销售量会长期下降的情况下，如果购房者预期房价将逐渐下调以与市场出清价格水平趋同，则会进一步削减相对于基本需求的实际销售量，从而使得所需的调整时间延长，并破坏开发商资产负债表的重组。

按城市梯队划分的房价收入比（2020年）
(人均家庭可支配收入的倍数)



来源：WIND、CEIC，以及IMF工作人员的计算。

注释：所示数字为加权平均值。一线城市包括北京、上海、深圳和广州。二线中的东部省份包括安徽、福建、江苏、江西、山东和浙江。价格收入比是按照2020年一套90平方米公寓的平均销售价格除以2020年人均家庭可支配收入来计算的。

32. 另一个可能继续拖累销售量的顺周期因素是，大部分开发商的困境尚未解决且在不断扩大。截至 2023 年中旬，违约或陷入困境的私人开发商占比一直在提高，按 2020 年的市场份额计算，此类开发商已超过房地产部门的 40%。由于当局普遍实施监管宽容政策来鼓励这些开发商完成积压的大量未完工预售房，它们的重组在很大程度上受到了推迟，这导致它们的财务状况持续恶化。¹⁹其中一些开发商的困境尚未解决，再加上它们交付预售房屋的速度缓慢（其体现为这些开发商预售负债在 2022 年的下降情况，见文字表格），这可能会导致购房者愈发谨慎。除了实力最强的开发商（例如拥有中央政府有力支持的开发商），他们不敢从任何开发商手中购买未完工房屋。陷入困境的开发商拥有大

¹⁷假设现有库存被先行出售，那么在给定时期内销售量不足意味着一些新建住房供给会进入过剩库存的存量，从而减缓了过剩库存的预期下降。如果销售量的下降幅度超过该期间预计售出的过剩供应量，则过剩库存会呈净增长。

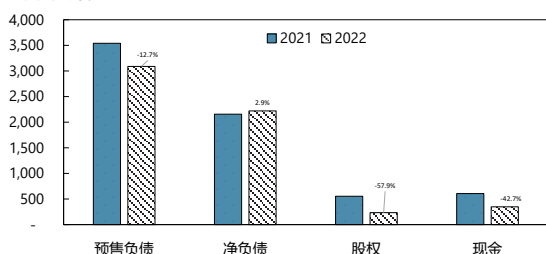
¹⁸房价呈现出某种程度的下行刚性，这在各国中很常见，但其通常与缺乏“被迫出售房产的卖家”有关，这不适用于中国目前房地产市场的情况。在某些情况下，开发商本身并不愿意降价，或者，限制使用降价似乎源于来自现有房主的政治压力。

¹⁹对价格调整的限制还可能通过限制可出售资产的折扣来干扰开发商资产负债表的重组。

量未完工房产、住宅用地和拖欠供应商的款项，如果不能确定对这些问题的最终处置方案，可能会更广泛地加剧购房者对市场的担忧，并进一步压低相对于基本需求的销售量。

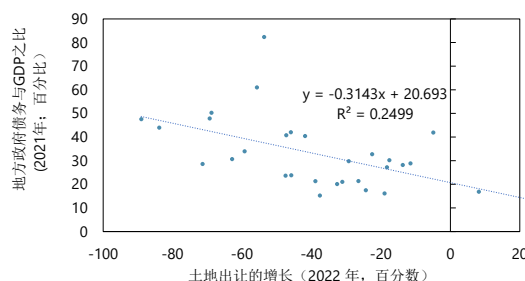
33. 房地产部门与地方政府财政之间的相互联系可能会放大财政脆弱性。长期以来，地方政府一直依靠向房地产开发商出售土地以及征收与房地产相关的税项来弥补自身巨大的结构性财政赤字，在新冠疫情暴发前的数年里，许多较小型城市的土地销售收入经历了激增。在许多情况下，获取土地收入并将土地用作抵押品帮助这些省份获得了大量的预算外借款。然而，由于开发商普遍面临流动性困境，土地收入（很可能还有土地估值）急剧下降。这导致许多地方政府的预算内、外的财政困难加剧，被报出的地方政府和地方政府融资平台的欠款越来越多，同时，这也增加了未来实施重大财政整顿的风险。跨省证据表明，2022年，土地出让在财政状况本就脆弱的省份（以2021年底各省赤字率为代理指标，见文字表格）中的下降最为严重，这表明房地产活动减少与财政脆弱性之间可能存在负反馈循环。

困难开发商资产负债表的部分项目
(亿元人民币)



来源：Capital IQ、Bloomberg，以及IMF工作人员的计算。
注释：包括2022年财务报表可得的24家困难开发商。
困难开发商要么已在过去两年内违约，要么平均债券价格低于40。

2022年各省土地出让增速以及2021年地方政府债务与GDP之比
(百分比)



来源：Capital IQ、Bloomberg，以及IMF工作人员的计算。
注释：每个点代表一个省份，不包括海南省。

34. 当局增加公共住房建设的计划在总体上有利于建筑业活动，但这也可能需要私人住房市场做出更多调整。大量增加公共住房生产有助于抵消建筑业活动的减少，限制房地产投资整体的预计下降。公共住房的增加也会为私人市场提供更经济适用的替代选项，特别是对于收入相对较低的家庭群体来说。但增加的公共住房供给也将吸收对新住房单元的基本需求，从而降低私人市场所需的均衡供给增速，这可能会使某些地区供给过剩问题的解决被推迟。如果开发商能从管理公共住房建设中获得新的收入来源，则可能会在一定程度上缓解这种影响。

E. 推动平稳转型的政策

35. 当局应优先加快解决房地产市场的供给侧失衡问题。新住房基本需求放缓的趋势近在眼前，而且放缓幅度可能相当大，这使减少过剩库存和重组房地产开发商部门变得更加紧迫。涉及长期需求疲软（在这种情况下，房价、开发商资产负债表和地方政府财政都将面临脆弱性）的多重潜在顺周期反馈循环增加了这种市场调整逐步向外蔓延的风险。为了促进这种供给侧转型，需要采取以下政策。

- 加速不可持续经营的房地产开发商的退出。应逐步取消对房地产贷款实施的监管宽容政策。监管机构应指导贷款机构采取保守方法评估开发商的可持续经营能力和抵押品价值，并要求银行确认损失并在必要时启动破产程序。应增加对现有企业重组和破产制度的使用，并强化清算程序和庭外和解（[Araujo 等人，2022年](#)）。

- 为完成住房建设提供支持。如果未完工的预售房项目在商业上已不可行，则其应由受中央政府支持的待交付购房者支持计划予以接管（如 [IMF, 2022 年](#) 专栏 1 所述）。该计划要么会完成接管项目，要么会向受影响的购房者提供部分补偿（其将使用成本较低的方案）。
- 允许房价和土地价格按市场情况进行调整。当局不应使用宏观审慎政策及其他住房和开发政策来阻碍价格的市场化调整——为使供给过剩地区恢复稳定和信心，这种调整是有必要的。一些跨国证据表明，与温和但持续时间更长的房价下跌相比，房价以较快速度贬值可以提高资本配置效率和劳动力流动性，从而带来 GDP 和生产率的强劲增长（Jinjarak 等人，2016 年）。

36. 当局也需要制定另一套政策，帮助可持续经营的房地产开发商调整规模和去风险。

- 改革预售模式。应严格禁止开发商将预售资金作为一般性的流动性来源。这种资金应为预售购房者提供更强有力的资金和法律保护，例如出台更严格的托管规则、推出第三方完工保险。实行由政府支持的完工担保，加上保守的承保标准，可使开发商逐渐不再依赖于以预售为流动性来源的商业模式，这也有助于恢复购房者和债权人的信心（专栏 1，[IMF, 2022 年](#)）。
- 扩大住房的可获得性。进一步加大对公共住房和租赁住房建设计划的政策支持力度，可帮助满足低收入群体的基本需求，并减少使用家庭储蓄以高价购买私人住房的需求。另外，当局可以在设计公共住房计划中，通过重新利用私人库存（放松供给侧调整）并为开发商提供新建设项目的其它收入来源，帮助房地产部门缓解转型压力。
- 帮助得以存续的开发商修复资产负债表，以适应规模较小的房地产市场。应引导得以存续的企业加快使用合并、资产处置、股权融资及其他工具（包括债务重组）来增加资本和流动性缓冲。

37. 当局还需制定第三套政策，解决刺激房地产行业最初风险积累的重大压力。

- 应引导家庭选择其他投资选项。为了减少由投资驱动的住房需求，应在中期政策措施中纳入一项新的全国性房地产税，并推出其他的储蓄选项，如“第三支柱”个人养老金和自愿的补充性医疗保险计划。
- 需要进行财政改革，以帮助地方政府减轻对土地出让和房地产活动的依赖。与本文一同提供的关于税收收入措施的《部分问题文件》中提出的税收改革，可为地方政府新增大量收入。此外，中央应根据需要增加分配给地方政府的税收收入份额，使之与地方政府的支出任务相称，从而减轻目前存在的纵向财政失衡问题。此外，可使向地方政府的转移支付根据当地的经济状况进行自动调整，从而减少地方政府诉诸预算外融资的需求（IMF, 2020 年）。最后，应逐步取消各省的经济增长目标——此类目标会导致地方负债的增长，助长形成过多的投资融资。

参考文献

- Aizenman, J, Y Jinjark and H Zheng, 2016, "House valuations and economic growth: Some international evidence", NBER, Working Paper No 22699.
- Araujo, Juliana Dutra, and Jose M Garrido, Emanuel Kopp, Richard Varghese, and Weijia Yao, 2022, "Policy Options for Supporting and Restructuring Firms Hit by the COVID-19 Crisis," IMF Departmental Paper No 2022/002, Washington DC.
- Belsky, Eric, Rachel Bogardus Drew, and Daniel McCue, 2007, "Projecting the Underlying Demand for New Housing Units: Inferences from the Past, Assumptions about the Future". Joint Center for Housing Studies W07-7, Harvard University.
- Bracke, P., 2013, "How long do housing cycles last? A duration analysis for 19 OECD countries", Journal of Housing Economics, 22(3): 213-30.
- Chivakul, Mali, and W. Raphael Lam, Xiaoguang Liu, Wojciech Maliszewski, and Alfred Schipke, 2015, "Understanding Residential Real Estate in China" IMF Working Paper 15/84. Washington DC.
- IMF, 2020. "People's Republic of China: Selected Issues," IMF Country Report No. 2021/012 (Washington: International Monetary Fund, January, 2021).
- IMF, 2023. "People's Republic of China: Staff Report for the 2022 Article IV Consultation," IMF Country Report No. 2023/67 (Washington: International Monetary Fund, February 2023).
- Muellbauer, John, 2022, "Real estate booms and busts: implications for monetary and macroprudential policy in Europe." Working paper presented at the ECB Forum on Central Banking 2022 - Wednesday 29 June - Session 3.
- Muellbauer, John, and Valerie Chauvin, 2018, "Consumption, household portfolios and the housing market in France". *Economie et Statistique / Economics and Statistics*, 500-501-502, 151-178.
<https://doi.org/10.24187/ecostat.2018.500t.1950>
- China National Bureau of Statistics, 2021, "China Population Census Yearbook 2020", Data Tables 1.12, 9.2, and 9.4. Retrieved from <https://www.stats.gov.cn/sj/pcsj/rkpc/7rp/zk/indexch.htm>
- China National Bureau of Statistics, 2011, "China Population Census Yearbook 2010", Data Tables 1.12, 9.2, and 9.4. Retrieved from <https://www.stats.gov.cn/sj/pcsj/rkpc/6rp/indexch.htm>
- Wu Jing and Xu Mandi, 2021, Estimation and Analysis of New Demand for Housing in Urban China, *Statistical Research* (Chinese).
- Xia Yifeng and Xu Jialu, 2022, How Much Real Housing Demand is Left in China? (Chinese)
- Song Xuetao and Wei Zhang, 2022, Long-term Demand Estimation of Chinese Real Estate Market (Chinese).
- Lee, Kwan Ok, and Gary Painter. 2013. "What Happens to Household Formation in a Recession?" *Journal of Urban Economics* 76: 93-109.
- Paciorek, Andrew. 2016. "The Long and the Short of Household Formation." *Real Estate Economics* 44(1): 7-40.

Emanuel Kohlscheen, Aaron Mehrotra, and Dubravko Mihajek, 2018, “Residential investment and economic activity: evidence from the past five decades” BIS Working Papers No. 726.

针对中国提出的收入调动战略¹

本“部分问题文件”对税收制度进行了总体评估，并为弥补主要差距提出了一系列税收政策改革。报告涵盖了最大的若干税项，并估计了改革的增收潜力以及其在再分配和再平衡等方面的好处。随后，报告还提出了一项确定改革优先次序的策略，即在经济复苏稳固后，以适当的节奏进行财政整顿，同时推动经济走上更可持续、更加包容的增长道路。未来几年，中国可实施更高税率的从量消费税；调整个人所得税（PIT）税表，以提高平均税率，同时减少社会保障缴款（SSCs）；在全国范围内征收房产税；简并增值税（VAT）税档并减少免税项目；以及增加碳排放许可方面的收入。据估计，这样的一揽子改革将在未来五年内将税收与 GDP 之比提高 5 到 6 个百分点，其中约一半的增加额将归（面临财政压力的）地方政府所有。

A. 引言

1. 过去十年间，中国实施了重要的税收改革，提高了税收制度的效率。这些改革措施包括：2016 年全面推开营改增；2018 年对 PIT 进行全面改革，通过减少税表数量简化了个人所得税（PIT）制度。近期的多项改革提高了增值税的效率，包括扩大了申请超额增值税留抵退税的资格范围，扩大了进项税抵扣的适用范围，并整合了增值税登记门槛。2022 年 12 月，中国就改革消费税的增值税法草案公开征求意见，使其更接近国际最佳实践。²

2. 与此同时，税收收入与 GDP 之比大幅下降，这使中国当前的税率已降至参照国中的第二低水平。³ 这一下降趋势的出现时间要早于新冠疫情，中国的税收收入在 2016 年就开始与具备相似经济基本面的国家出现分化。2022 年，参照国的税收与 GDP 之比上升到了 19%，而中国的这一数字则下降到了 14% 以下（图 1 左图）。这一较低比率与 G20 经济体（GDP 的 18%）和 G7 经济体（GDP 的 23%）的平均水平形成了鲜明对比。从国际上看，中国因其较低的个人所得税征收额而十分突出（图 1 右图），而税收收入减少的主要原因是其采取了一系列降低消费税的税收政策措施⁴。疫情期间，中国为稳定经济实施了税收减免（随后又延长了实施时间，以支持疫情后的复苏），这加剧了税收收入的下降。

3. 要在稳定政府债务的同时确保包容性增长，需要对财政政策进行改革。其中，税收改革将发挥核心作用。中国可通过减少基础设施投资（主要是减少预算外实体的投资），在一定程度上逐步实现财政整顿，从而稳定中期债务。但在稳定债务的同时，中国还需要扩大社保体系以实现包容性增长、支持再平衡以及满足老龄化社会的需求，这就凸显了除削减投资外调动收入的重要性（请见《工作人员报告》）。未来几年，疫情相关的税收减免会到期，这将在一定程度上促进实现该目标。但也

¹本文由 Sebastian Beer 和 Daniel Garcia-Macia（均为财政事务部工作人员）撰写。

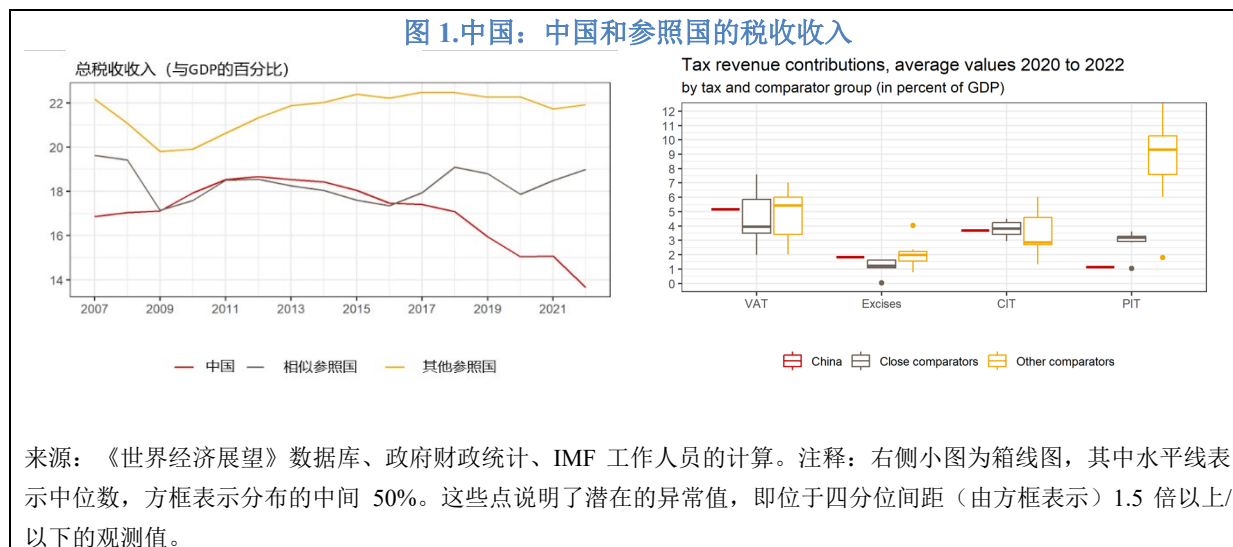
²第二次公众咨询于 2023 年 8 月启动。

³我们使用两组参照国作为观察中国的税收收入的水平与构成的参考基准。第一组参照国在影响税收收入潜力的关键经济指标上与中国相似（附件一）。这些国家包括巴西、印度、印度尼西亚、菲律宾和俄罗斯，以及印度和俄罗斯的加权平均值（合成控制组）。第二组参照国包括七个大型发达经济体和新兴经济体，以及两个国家集团的平均值：澳大利亚、巴西、印度、印度尼西亚、俄罗斯、南非、泰国、七国集团和二十国集团。

⁴一般来说，消费税包括不同的措施，如增值税、消费税或零售税。近年来，中国的消费税税负保持不变。这一下降与从流转税向增值税的转变以及增值税税率的降低有关。

需要进行税收改革，使税收制度更加高效、更加公平、更有利于经济再平衡，同时为满足社会支出的需要提供充足的资金。这一点尤其必要，因为地方政府与土地出让相关来源的收入预计将保持低迷。

图 1. 中国：中国和参照国的税收收入

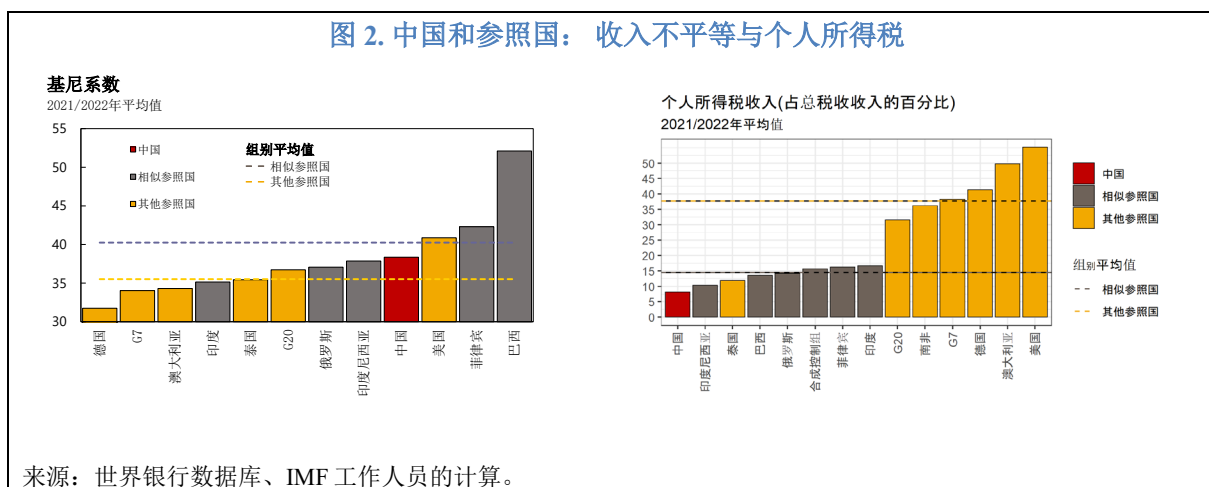


来源：《世界经济展望》数据库、政府财政统计、IMF 工作人员的计算。注释：右侧小图为箱线图，其中水平线表示中位数，方框表示分布的中间 50%。这些点说明了潜在的异常值，即位于四分位间距（由方框表示）1.5 倍以上/以下的观测值。

4. 本“部分问题”文件提出了一项收入调动战略，以便中国实现财政整顿并走上更可持续、更加包容的增长道路。本文根据国际经验并借鉴 IMF 以往在中国技术援助报告中的分析，提出了一项收入调动战略，列出了中国未来几年可以逐步实施的税收政策改革清单。此外，本文还估计了该战略在提高收入方面的潜力（按政府层级划分）并评估了实施该战略带来的好处。本文所建议的改革关注了以下几个关键领域：

- **更多依靠征收个人所得税。** 个人所得税的税制仍然很复杂，且不能带来多少收入；社会保障缴款相对于参照国而言过高；资本收入的税负相对较低。个人所得税的最高边际税率为 45%，与 20% 的资本收入统一税率形成鲜明对比，这导致劳动力和资本的综合有效税负很可能在收入分布中呈累退性。如果对个人所得税制度进行升级，提高平均税率，再加上降低社会保障缴款，则可减少收入不平等程度（图 2 左图）；此外，这也可以通过让消费倾向较大的民众获得更多税后净收入，支持向消费导向型增长的再平衡。提高资本税将进一步推动实现这些目标。

图 2. 中国和参照国：收入不平等与个人所得税



来源：世界银行数据库、IMF 工作人员的计算。

- **降低自住房的税收优惠地位。**中国的房地产行业在家庭储蓄中占据了中心地位，并且，与其他国家一样，该部门享受了税收优惠待遇，这促成了该行业的巨大规模。在住房市场恢复新的均衡、社保得到加强后，当局应逐步减少通过税收制度提供的补贴（例如对按揭贷款的利息支付实行的扣除或对住房公积金缴款实行免税）。在全国范围内征收房地产税，将大大有助于提高税收制度的效率和公平性。
- **充分利用国际税收改革。**按照国际标准来说，中国的企业所得税是相对有效的，但为某些公司和活动提供的税收优惠可能会扭曲竞争，同时使管理复杂化。“包容性框架”（IF）中的国际税收改革为中国评估现有激励措施的有效性和实施国内最低纳税标准提供了一个有益的机会。
- **提高间接税的征收效率。**增值税收入仍然是中国最重要的税收收入来源。2022 年底新出台的增值税法包含了重大的改进措施，会使中国的增值税更接近国际最佳做法；但中国还需要进一步开展改革，以减少扭曲和降低税收征管的成本。消费税和碳定价也有改进的空间。

5. 基于上述改革并按妥善次序实施的一揽子计划可以大幅提高税收收入，使税收制度更加高效和公平，并有助于实现经济的再平衡（表 1）。短期内的的工作应侧重于提高资本税，撤销（缺乏针对性的）疫情纾困措施，并充分利用当前的国际税收改革。未来几年，中国可实施更高税率的从量消费税；调整个人所得税税表，以提高平均税率，同时减少社会保障缴款；在全国范围内征收房地产税；简并增值税税档并减少免税项目；以及增加碳排放许可方面的收入。据估计，这样的一揽子改革将在未来五年内将税收与 GDP 之比提高 5 到 6 个百分点，其中约一半增幅将归（面临财政压力的）地方政府所有。改革措施还将提高经济效率，减少不平等，改善税收制度的周期稳定特性，支持私人消费，并对医疗卫生和气候领域产生积极的溢出效应。

表 1.中国：收入调动战略：相关措施和估计收益

税项	措施详情	对收入的影响（到第 5 年与 GDP 的百分比）	地方政府的份额（%）	收益	次序
个人所得税	降低个人所得税起征点并提高税率	2.7	40	公平，发挥周期稳定作用	5
社会保障缴款	减少社会保障缴款	-1.3	100		
资本收入税	将税率提高至 25%，降低按揭贷款扣除标准	0.3	40	公平、高效，促进再平衡	1 6
财富税	推行房地产税、遗产税和赠与税	0.9	100		
企业税	简化激励制度，根据支柱二推行最低税，推行超额利润税	0.4	40	高效，发挥周期稳定作用	3
增值税	取消疫情纾困措施 减少税档和免税项	1 0.4	50 50	高效、简单，发挥周期稳定作用	2 7
特种消费税	提高烟草、酒精和燃料的从量税税率	0.4	100	健康	4
碳定价	扩大 ETS 定价范围	0.6	待定	脱碳、健康、促进再平衡	8

来源：IMF 工作人员的估计。

注释：收入的估计值是近似值，其基于国际比较得出。可较快实施的措施的次序排名较小。

6. 本报告的剩余部分对主要税种的政策差距和改革方案进行了更深入的讨论。具体而言，B 至 F 节分别关注了劳动税、资本收入税、房地产和财富税、企业所得税和间接税。

B. 提高劳动所得税征收的有效性

7. 中国的个人所得税具有双重结构，其中，劳动所得按累进性的税表征税，资本所得则按较低的统一税率征税。双重结构在国际上是常见的，⁵它平衡了经济效率（在某些条件下，这需要不对资本收入征税）与公平性，也是认识到了某些投资收入未在个人层面征税。此外，要以统一税率对资本收入征税，可通过实行预扣税来降低税收征管成本，其中，金融机构等第三方会代表获得收入者纳税。

8. 2018 年的改革简化了个人所得税制度，但该制度仍然具有扭曲性，十分复杂，且带来不了多少收入。雇员的劳动所得税率仍然高于个体户的税率，而这过多刺激了人们从事个体经营。在计算个体户的应税所得时，当局使用的是估算成本，而且针对不同组织形式使用了不同的计算方法，这也是个人所得税制度存在扭曲性的一个原因。更重要的是，个人所得税收入仅占中国税收收入总额的 8.4%——在中国的合成控制组，该比例为 15%；在其他参照国，该比例为 37.5%（图二右图）。

9. 税收收入低的原因是基本减除费用标准过高，使得约 70% 的人口不承担任何纳税义务。⁶除了菲律宾外，没有哪个国家的边际税率的增幅（累进程度）比得上中国。但是，由于中国实行每年 6 万元人民币的大额基本减除费用标准，这实际上消除了约 70% 人口缴纳个人所得税的义务，并将总有效税率降至 5.5% 以下，这处于参照国中的最低水平（图 3，左上小图）。⁷因此，中国的个人所得税再分配能力（以税前和税后基尼系数的差异为衡量指标）要弱于大多数参照国（仅俄罗斯除外，其劳动所得税率基本是统一不变的；图 3，右上小图）。无法有效对个人所得征税加剧了中国的收入不平等现象。

10. 如果考虑到高额的社会保险缴费，雇员收入与雇主成本之间的总楔子基本上是持平的。中国雇主和雇员的最高缴费率占劳动力成本的大约 38.5%，在 G20 国家则约为 30%，印度和俄罗斯缴费率的加权平均值（合成控制组）仅为 27%（图 3，左下小图）。⁸以上海为例，对于一名年收入 65,000 元人民币的雇员来说，收入每超过 1 元人民币，政府征收的综合边际费率几乎达到了 40%。然而，由于社会保险缴费基数上限约为地区（或城市）平均工资的 300%，对于年收入 450,000 元人民币的雇员来说，其政府边际费率降至 22%（图 3，右下小图）。

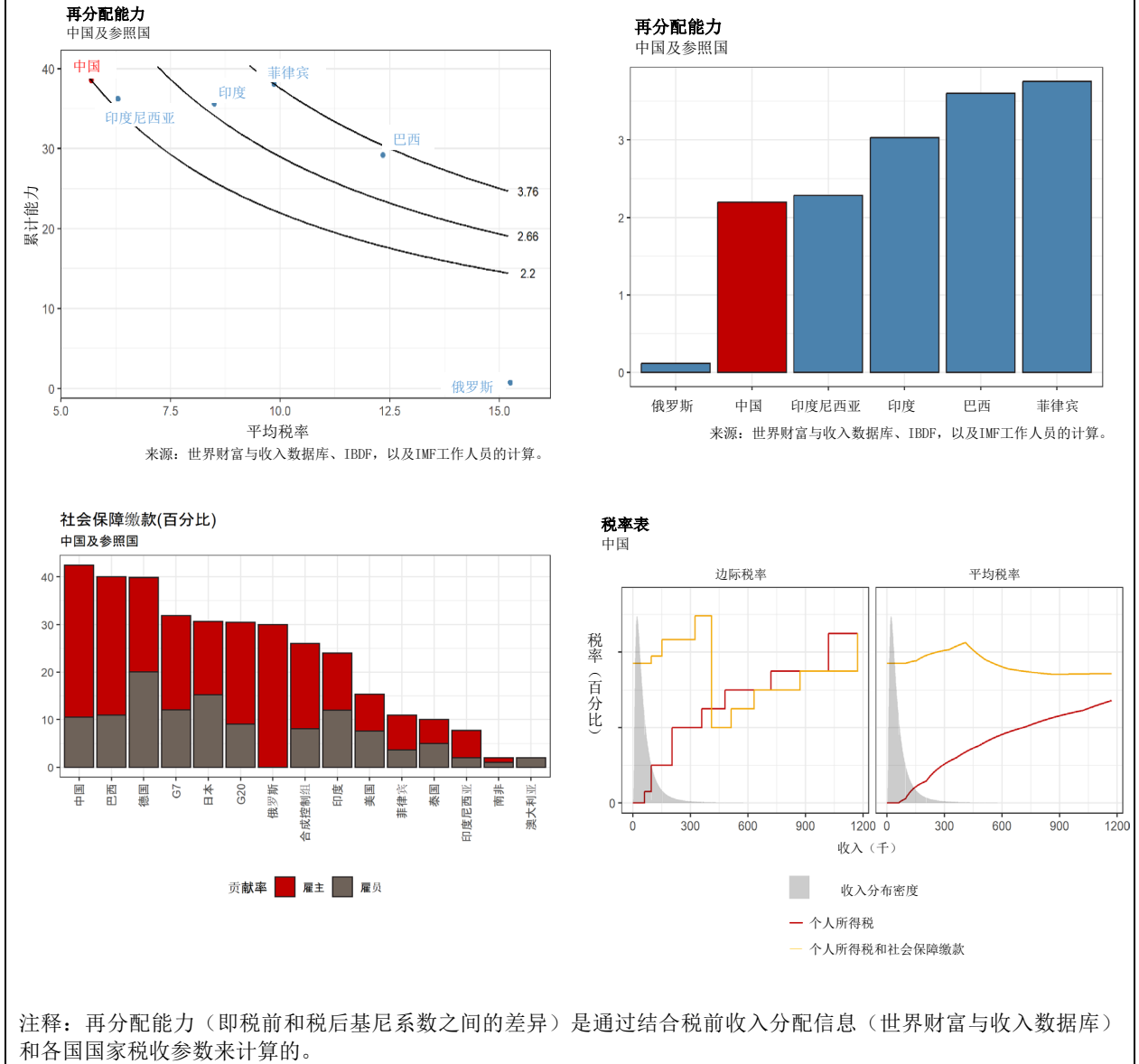
⁵双重所得税与综合所得税形成了鲜明对比。综合所得税涵盖所有收入来源（劳动力和资本），并以递增的边际税率对这些来源共同征税。

⁶我们使用世界财富与收入数据库的税收资料，对中国人口的有效税负进行了建模。

⁷Kakwani（1977 年）的研究表明，税前和税后基尼系数的差异（其为再分配能力的衡量指标）可以分解为累进因素和平均税率。这意味着，在任何给定的税收累进程度下，平均税率越高，税后的收入分配就越平等。

⁸在中国，SSC 的某些组成部分，如医疗保险或工伤，因地区而异。本分析侧重于中国和参照国的社会保险缴费的上限。

图 3.中国：劳动所得税的特征



改革选项

11. 通过减少社会保障缴费，同时相应地提高个人所得税，当局可以增加绝大多数个人的税后收入。⁹图 4 总结了现行制度和两种改革情景——两种改革均同时调整了个人所得税与社会保障缴费制度，并使约 50%人口的税后收入增加：

- **税收中性的改革。**第 2 列概述的税收中性的改革选项，可增加收入分布底部 90%人口的净收入（图 4，右下小图）。为实现这一目的，该改革方案将社会保障缴费率降低了 3 个百分点，并将缴

⁹ 由于社会老龄化，中国的社会保障体系将面临越来越大的压力。因此，对社会保险机构缴款的减少应通过直接预算转移予以补偿，部分资金来自增加的个人所得税收款，以保持该系统有足够的资金。

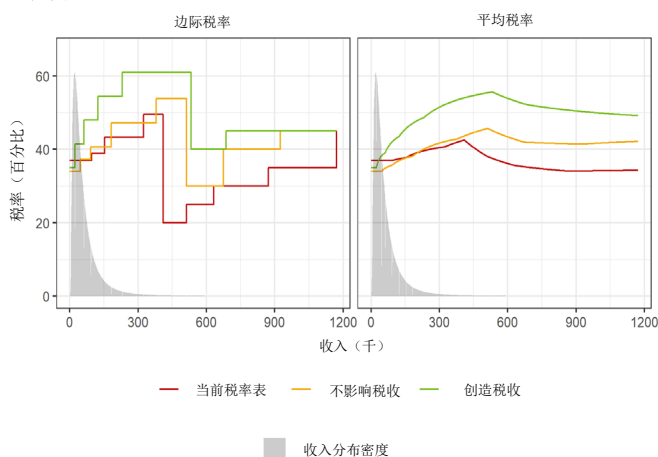
缴费基数上限提高了 25%。为了弥补社会保障缴费的下降，该改革方案会将个人所得税的基本减除标准减半，将适用于最低起征点的边际税率提高到 5%，并在一定程度上降低所有起征点，包括将最高起征点从人民币 100 万以上降至 75 万。

- **增加收入的改革。**这项改革的目标更高，其将通过增加收入最高的 40%人口的税负，使税收收入增加 GDP 的 1.4%（如第 3 列所示）。这项改革将把社会保障缴费率削减到 35%，将其缴费基数上限提高 30%，并更大幅降低个税起征点。

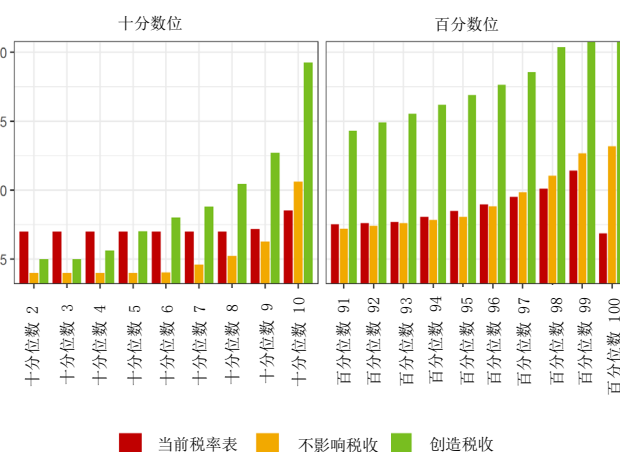
图 4.中国：劳动税改革方案

	当前税制	税收中性的方案	增加收入的方案
最低起征点 (税率)	60,000 (3%)	30,000 (5%)	15,000 (10%)
最高起征点 (税率)	1,020,000 (45%)	750,000 (45%)	750,000 (45%)
增加社会保障缴费的上限	-	25%	30%
社会保障缴费率 (%)	37	34	35
再分配能力	2.2	3.2	5
个人所得税收入与 GDP 的百分比	1.2	2	3.9
综合收入 (个人所得税/社会保障缴费) 与 GDP 的百分比	9.5	9.5	10.9

税率表



税率 (百分比)
按收入组别分列



注释：表格和数字体现了两种改革方案产生的收入和分配效果。基于世界财富与收入数据库的资料计算。

12. 从社会保障缴费转向个人所得税，需要进行补偿性政策调整。社会保障缴费是完全归地方政府所有的，但征收的个人所得税只有 40%属于地方政府（表 1）。因此，转向个人所得税的再平衡调整将意味着从地方政府收入转向中央政府收入。要抵消这种影响，可以改变个人所得税收入的分配，引入在地方政府层面征收的全国性房地产税，或允许各省在中央政府设定的范围内征收额外的工资税。

13. **改革个人所得税专项附加扣除也可以提高公平性和效率。**扣除涉及子女教育和照护、大病医疗费用、赡养老人、住房贷款利息和住房租赁。专项附加扣除会根据个人所面临的边际税率，按比例减少个人的税负，因此，其带来的福利随个人收入增加而增加，而约 70%的人口（也就是收入低于基本减除标准的人口）享受不到专项附加扣除。当局应停止最近扩大专项附加扣除的趋势，评估是否可以缩减或取消专项附加扣除。某些扣除项被认为具有较大的社会意义，它们可由（可退税的）税收抵免予以取代，这样无论个人收入多少，享受的福利都是相同的。

C. 改进对资本收入的征税

14. **中国对资本收入征税的税率比起国际水平相对较低，与对劳动所得征收的高边际税率形成了鲜明对比。**在中国等国家实行的这种双重所得税制度中，累进性的劳动力税收是遏制财富过度集中的

表 2：中国：适用于劳动收入和特定类型资本收入的最高税率

	利息收入	资本收入			劳动收入
		股息	短期资本利得	租金收入	
中国	20	20	20	20	45
巴西	22.5	0	22.5	27.5	27.5
印度	30	30	30	30	30
印度尼西亚	20	10	35	10	35
俄罗斯	15	9	15	15	15
美国	37	37	37	37	37

来源：IMF 工作人员编制。注释：适用于居民的最高税率。

核心。然而，财富及其回报的分配通常比劳动收入分配更不平均，而且税负往往更轻。因此，要实现共同富裕，需要引入多样化且适当的资本税和财富税组合。中国的资本收入税率最高为 20%，低于其他主要经济体的税率（表 2）。即使是和资本收入征税水平相近的经济体相比，中国的最高劳动税率和资本税率之间的差距也是最显著的。

15. **此外，一些免税政策进一步降低了资本收入的有效税额，并使各类投资产生了扭曲。**例如，中国对中资银行的存款和储蓄账户的利息免税，对政府债和公司债利息免税，这减少了对很大一部分个人利息收入的征税额。¹⁰在某些条件下，上市公司的股息和股票收益也是免税的。

改革方案

16. **当局应开始定量分析具体类型资本收入的现行税收优惠的成本和收益，以确定是否仍有必要继续实行这些优惠政策。**其他国家会定期发布税收支出报告，详细说明免税、例外、特别扣除、抵税额的情况，并在其中展示与一般的所得税原则的偏离之处和放弃的税收收入。收集此类信息，可成为确定是否应保持特殊的税收待遇的第一步工作（见 Beer 等人，2022 年）。

17. **提高资本收入税可抑制税收筹划，并提高高收入个人的有效税率。**由于大多数金融资产的回报都需要缴纳资本收入税，所以该税项是提高整体税负累进性的关键工具。增加资本收入税也将减少劳动和资本回报之间的楔子，从而促进对小企业的征税，因为在小企业中，分离资本收入和劳动收入是一项艰巨的任务。

¹⁰ 豁免仅适用于自然人。公司应就其利息收入缴纳企业所得税。

D. 改进房地产税和财富税的征收

18. 虽然中国多年来一直在试点房地产税，但目前尚未在全国范围内全面征收经常性的房地产税。相反，各种基于交易的税收，税率取决于地点、财产类型和交易价值，以及累进资本利得税（土地增值税）用于财产转让。

19. 对自住房实行的税收优惠待遇可能推动了房地产部门的繁荣。主要税项的多项税收优惠都惠及了房地产部门：

- **按揭贷款利息适用专项附加扣除。**估算的租金收入无需纳税，而按揭贷款利息支付适用专项附加扣除，这就导致净补贴随个人最高边际税率的提高而增加。
- **住房公积金¹¹缴款免税。**强制性缴款可从个人所得税税基中扣除。此外，住房公积金的投资收入免征资本收入税，住房公积金的分配也不征税，导致边际补贴最高可达 45%（最高边际所得税率）。
- **对资本利得征收有限税额：**如果房产是家庭在五年内的唯一居所，则出售此类自住房获得的资本利得免征个人所得税。

20. 个人拥有的房地产税负较低，降低了资本配置的效率并阻碍了金融市场的发展。除了使用储蓄购买房产，个人还可以投资股票市场或政府债券。自住房的有效税负各不相同，取决于持有期（通过资本利得税和契税带来的税负）、个人收入和所选择的融资结构。但在许多情况下，其他资产的平均有效税负可能会超过住房资产的税负，这会扩大对房地产的总需求并使其超过中性税收制度中所观察到的水平。

改革方案

21. 在全国范围内征收房地产税，并同时削减基于收入的税收激励措施，可支持更平衡的投资行为。由于土地和建筑物的存量相对固定，所以经常性房地产税是高效的。¹²此外，当辅以精心择定的免税门槛时，房地产税会呈累进性，并成为稳定的收入来源，在亚太地区占 GDP 的 0.7% 左右，在其他地区占 GDP 的比重甚至更高（表 3）。增加房地产税收收入可以减轻对扭曲性转让税的依赖。全面推行房地产税改革，同时对基于收入的税收优惠实施改革，可以减少各类投资资产之间有效税率的差异，从而提高资本配置效率。

表 3. 不同地区房地产税与 GDP 的百分比

地区（#国家）	2020 年
经合组织	1.9
非洲	0.3
亚太地区	0.7
拉美地区	0.8

来源：经合组织全球税收统计数据库（2022 年）。

22. 房地产税改革是政治敏感的，需要循序渐进、精心规划。房地产税是一个各界瞩目的问题，而且民众可能不清楚征收房地产税有什么好处。此外，如果房地产税在房产价格中得到体现，那么目前的房地产所有者将因房价变化而遭受一次性的财富损失。因此，全面推行房地产税改革的提议往往会遭到反对。成功实施房地产税改革需要当局具有坚定

¹¹公积金是一项用于住宅地产购置的非自愿性储蓄计划。在中国，雇员和雇主必须按月缴纳住房公积金，并且这一资金只能提取用于在中国购置房产。

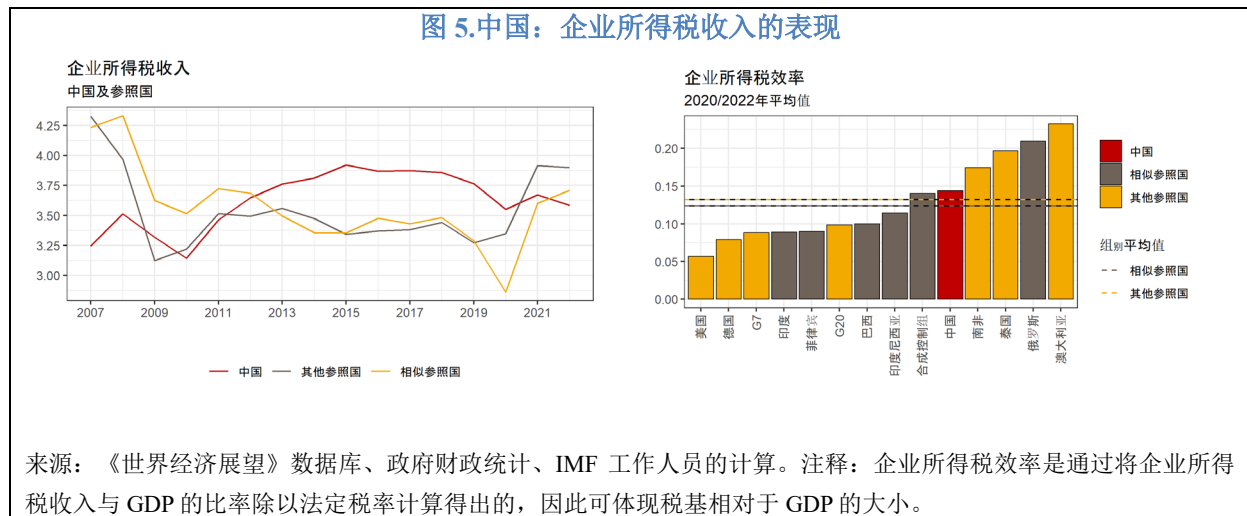
¹²如果是针对土地收税，而且税基中不包含商业房地产，则尤其有效。

的政治意愿，制定详细的征管改革规划（包括如何估价和保存记录），并逐步推开改革、避免当前的房地产所有者蒙受太多损失。

23. 征收遗产税可以遏制财富过度不平等的现象。 房地产是价值的主要储存手段，但高收入个人的财富通常以公司股票、金融证券或未成立法人公司的企业的股权等形式持有。征收遗产税有助于减少收入不平等，即使其带来收益通常不超过 GDP 的 0.2%。实行免税门槛，对小额遗产免税，可以减轻纳税人和税务部门的合规性负担，并且具有公平性。推行遗产税比推行房地产税所需的规划更多¹³，因此这一项目要留到中期进行。遗产税需要与赠与税相结合，以限制避税行为。

E. 利用国际企业所得税改革的机遇

24. 虽然中国的企业所得税制度仍然相对高效，但其征收的收入已经有所下降，目前低于各组参照国的平均水平。 在疫情之前，由于实施了强有力的反避税框架（包括转让定价立法和资本弱化规则）并改进了企业税收优惠的设计和治理，中国的企业所得税收入占 GDP 比重超过了其他国家。¹⁴但目前的企业所得税收入尚未像其他国家（其中一些国家自疫情以来提高了法定企业所得税税率）一样完全恢复到疫情前的水平。



25. “包容性框架”正在开展的国际税收改革将为税款征收提供支持。 这一“双支柱”框架（附件二）改变了一个世纪以来的税收惯例做法。除了将征税权重新分配给市场国（支柱一）外，该框架还将实施全球最低税（支柱二），从而缓解提供税收优惠的压力。这两个支柱都很可能对中国的企业所得税收入直接产生小幅的积极影响，可能会使企业所得税在当前征收额基础上增加多达 1%：¹⁵

¹³ 除了行政规划外，遗产税的引入还需要公众咨询和全面的信息宣传活动，以增加对该税的了解并减少对该税收的抵制。

¹⁴ 当前主要的税收激励措施包括降低 15% 的总体税率和超级扣除，以支持企业投资、研发工作和地区发展。

¹⁵ Klemm 等人的定量研究（2021 年）。

- **支柱一可使中国的税收额增加当前企业所得税收入的约 0.4%。**一方面，多家中资跨国企业处于规则范围之内，因此需要在市场国纳税——这占到全球剩余利润总额的 8%。另一方面，中国将从新的征税权中获益，不过其带来的增量收入较少，这是因为支柱一对总税收收入的影响十分有限。
- **支柱二可以产生高达当前企业所得税收入 0.5%的税收额。**作为一些大型跨国公司的总部所在地，中国可能能够从这些公司利润（当前的税率较低）中获得额外收入，具体取决于这些公司及其他国家的响应情况。鉴于中国实施 25%的法定税率，若全球实施 15%的最低税率，那么相对于世界其他地区，中国仍将保留正的税率差，这就使企业有动力对外转移利润。

26. 国际税收改革为评估激励机制并根据“包容性框架”的办法实施国内最低税提供了一个合适的时机。虽然激励机制之前已有所改善，但仍在实行的税收优惠可能会使多个部门的有效税率低于 15%。亚太地区的多个辖区已经承诺在未来几年实施支柱二。¹⁶为了确保中资企业的利润不会在其他地方被征税，当局应该评估现有的选择，包括重新设计税收优惠和实施国内最低税。将所有企业的法定税率统一定为 25%，并降低选择性缩小税基措施的优待力度，将提高竞争力、支持潜在增长并增加收入。

27. 超额利润税可以为收入调动提供支持，而不会造成扭曲。在设计良好的永久性超额利润税制度下，可对经济租金征税，而无需确定有哪些部门从异常盈利中受益。¹⁷在设计超额利润税时，可为企业股权设置免税额，或者更广泛地为企业资本设置免税额，从而减少包括中国在内的大多数国家税制中存在的、因对债务性融资提供税收优惠而产生的偏袒。Hebous 等人（2022 年）估计，对中国企业租金征收 12.5%的非扭曲性附加费，其收入潜力会超过 GDP 的 0.5%。

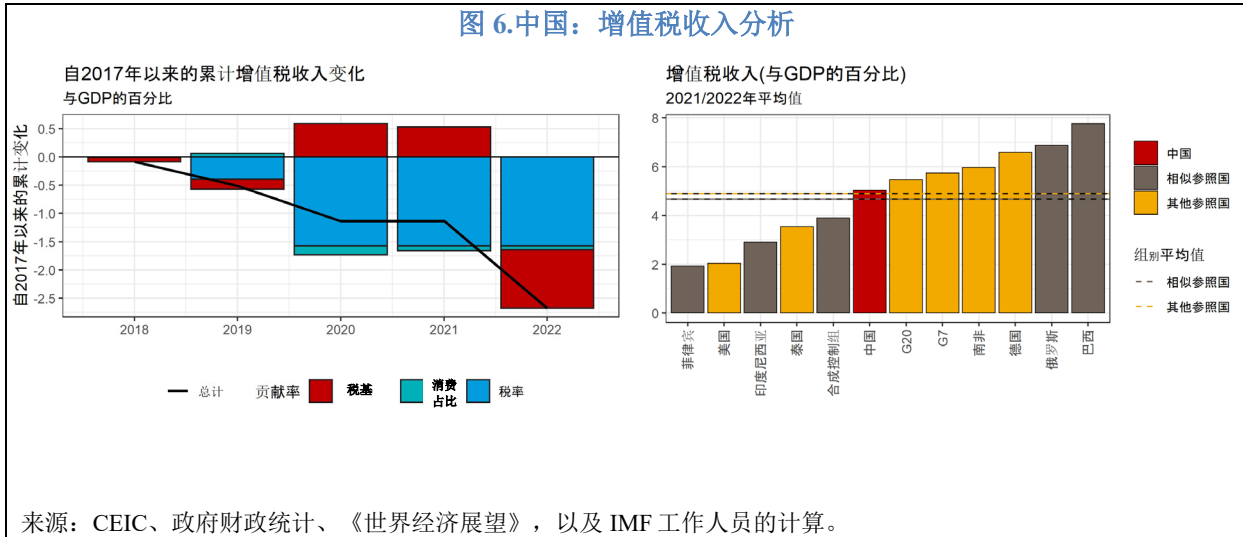
F. 改进间接税的征收

28. 增值税仍然是中国最重要的收入来源。2022 年，增值税占中国税收总额的近 30%，约为 GDP 的 4%；而在参照国，增值税的平均贡献率仅为 25%。一系列政策出现变化（包括降低税率和超额进项税抵扣的首次支付）压低了增值税收入，并且消费在 GDP 总量中的占比也略有下降，这使得 2017 年以来增值税收入减少了 GDP 的 2.5%；尽管如此，中国仍然强烈依赖基于消费的税收（图 6，左小图）。中国的增值税标准税率为 13%，与国际水平相比较低，支持了向消费驱动型增长的转型。

¹⁶例如，日本、韩国计划从 2024 年开始实施所得计入规则，越南有意向实施该计划。新加坡、香港特别行政区、泰国已承诺到 2025 年实施第二支柱，马来西亚有意向做出该承诺。

¹⁷一些国家最近对选定的部门开征一次性税或暴利税。

图 6.中国：增值税收入分析



29. 2022 年底发布的增值税法更新草案包含了几项重大的改进措施。值得注意的是，该草案旨在通过采用消费地原则并允许退还增值税留抵税额，进一步将经合组织的国际增值税指南纳入法律草案。此外，草案旨在将增值税试点方案（适用于以前需缴纳营业税的服务）和增值税规则（适用于商品制造和销售）转化为单一的实体法。

30. 然而，一些可让增值税进一步促进经济增长的重点改革仍未得到解决。应在短期内取消疫情期间推出的几项纾困措施，这可以将税收收入提高 GDP 的 1%左右。¹⁸此外，金融部门和住宅地产的税收待遇仍然很复杂，应予以评估。更广泛而言，增值税的效率和收入生产率可以在两个主要方面改善，产生约 0.4%的 GDP：¹⁹

- **多重税率。**增值税的税档已由六档减少到四档，但从国际标准来看，这仍然是过多的。多重税率会提高增值税征管的复杂性，引发税收遵从问题（因为根据不同的解释，同一产品可能适用不同的税率），并可能因欺诈性增值税退税申请造成税收收入损失。
- **免税。**由于农业、卫生、文化和教育领域的商品和服务享受各种免税待遇，中国的增值税制度仍然是支离破碎的，这降低了税收效率。而其中许多豁免是没必要的。例如，若实施标准的增值税登记规则，则可使大多数农民享受免税待遇，且可以简化增值税的征管。这样做既可以对农业充分征税，同时也可通过对某些基本粮食实行数量有限的免税政策来兼顾公平。减少免税待遇，可减少避税并降低扭曲性的多重税负叠加。²⁰

31. 消费税可以是有效且高效的增收措施。消费税适用于一小部分消费品，通常旨在将具有负面消费外部性的成本进行内部化，改善健康结果，或对奢侈品征税。如果对价格弹性低的商品（如酒

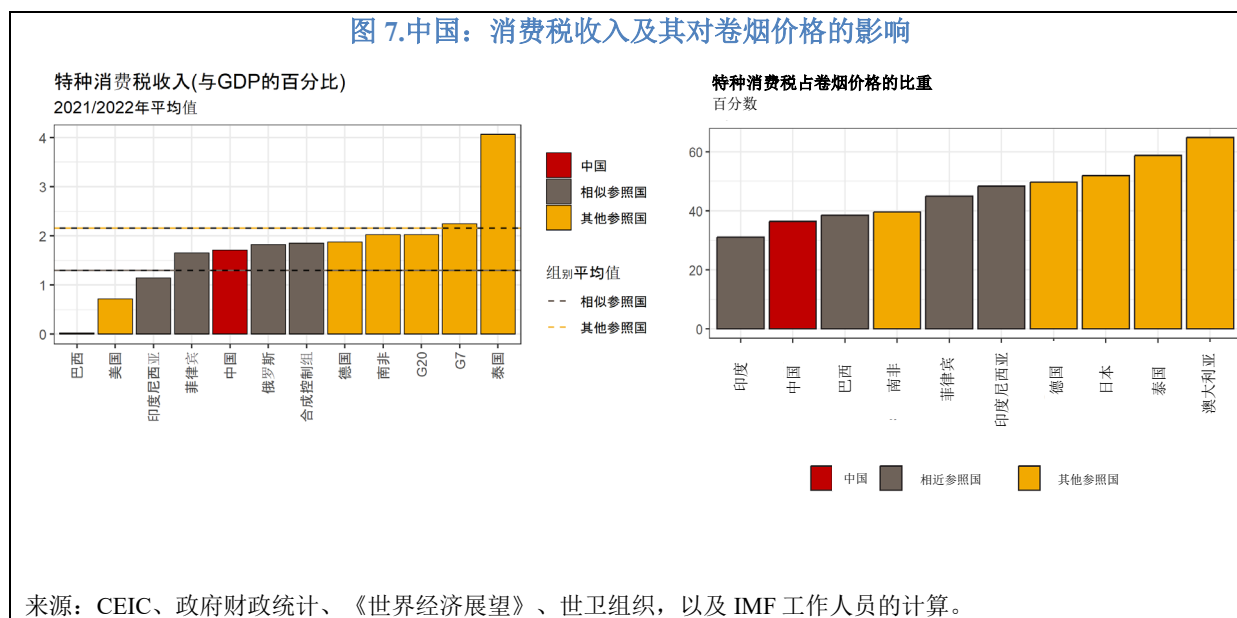
¹⁸多个部门都引入了增值税优惠措施。虽然这些措施最初只针对少数几个部门，但且截至时间为 2021 年 12 月，它们在范围和时间上都有所扩大（目前会持续到 2027 年底）。激励措施包括税收抵免、免税、扣除和降低税率。

¹⁹由于家庭消费总额占 GDP 的 38%左右，当对消费征收 13%的税率时，则可以有利增长的形式征收 GDP 约 5%的增值税。扩大税基可以缩小与这种收入潜力的差距，并产生约 0.5%GDP 的税收，即使是在保护社会最贫困成员的选择性豁免维持不变的情况下。

²⁰如果对中间投入征收的增值税不可退还，这会增加生产免增值税产品的边际成本，从而提高了产品的销售价格。如果该免税产品随后用于生产应税供应品，则增值税将同时适用于免税中间投入品的不含税价值和不可退的增值税（提高了中间投入品价格的那部分），这将导致多重税负叠加并使相对价格发生扭曲。

精、烟草或其他成瘾品）征收消费税，则可产生可观的收入。此外，对燃料、机动车或奢侈品等征收消费税，可以增强税制的累进性。在中国，消费税约为 GDP 的 1.5%。虽然这一收入超过了与中国情况相近的参照国，但其他参照国的消费税平均税额为 GDP 的 2% 以上（图 6，左小图）。

32. 提高对卷烟征收的从量税可改善健康结果并支持财政整顿。在中国，对销量最高的卷烟品牌征收的消费税仅占其零售价格的 36%，而在与中国情况相近的参照国，这一比例超过 40%；在其他参照国，这一比例则超过 52%（图 7，右小图）。在零售价格翻倍之前，增加烟草从量税可产生约 0.2% 的 GDP，²¹这将有助于更有针对性地解决负面消费外部性问题，从而降低公共卫生成本，增加税收收入，并挽救民众生命。



33. 更广泛地使用碳定价也可增加收入，并有助于减缓气候变化。现有的碳排放权交易系统（ETS）大多会向产生排放的企业发放免费许可证。对部分 ETS 许可证进行拍卖，并最终过渡到覆盖更广泛部门的完整限额和交易体系，将提高效率、遏制碳排放并增加财政收入。到 2028 年，中国的碳收入潜力每年约为 GDP 的 0.6%（IMF，2023 年 b）。

²¹Goodchild 和 Zheng（2018 年）。

参考文献

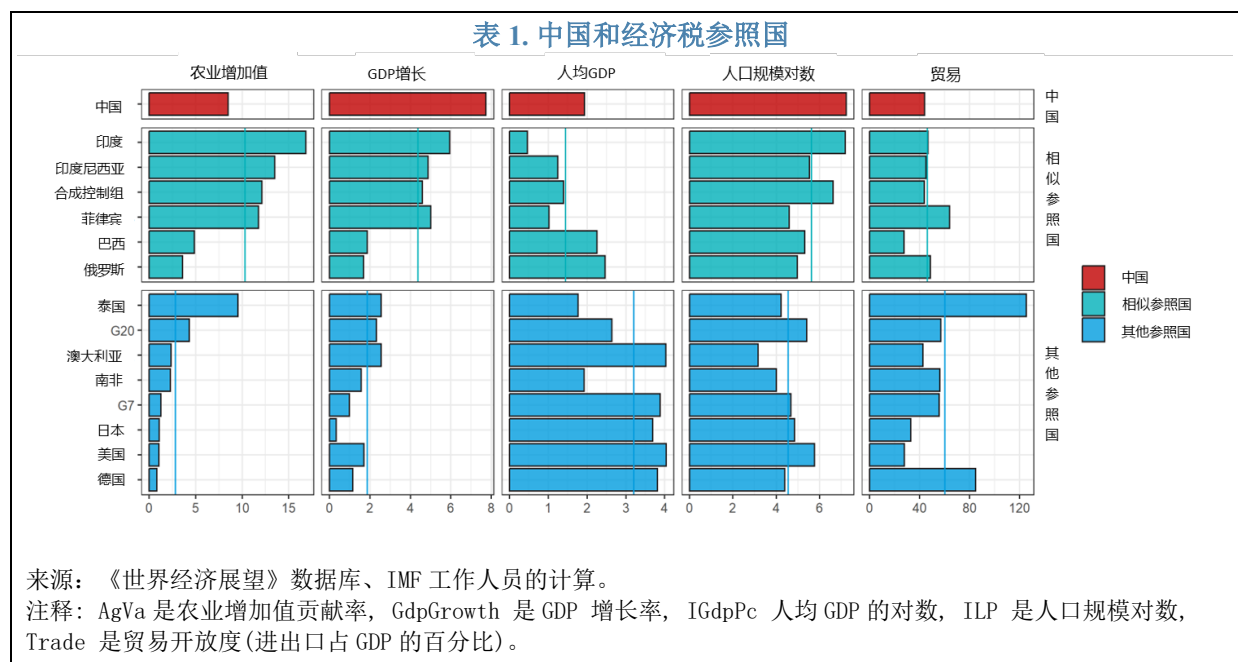
- Beer, Sebastian, Dora Benedek, Brian Erard and Jan Loepnick, 2022, “How to evaluate tax expenditures”. FAD How to Note 2022/005, IMF.
- Goodchild, Mark and Rong Zheng, 2019, “Tobacco control and Healthy China 2030”, *Tob. Control* 2019, 28; 409-413.
- Hebous, Shafik, Dinar Prihardini, and Nate Vernon, 2022, “Excess Profit Taxes: Historical Perspective and Contemporary Relevance”, IMF Working Paper.
- Kakwani, 1977, “Applications of Lorenz Curves in Economic Analysis”, *Econometrica*, Vol. 45, No. 3, pp. 719-728.
- Klemm, Alexander, Li Liu, Benjamin Lockwood, and Thomas Neubig, 2021, "Capital and Labor Income Taxation", IMF Fiscal Affairs Department, Technical Report, unpublished.
- IMF, 2023a, “International corporate tax reform”. IMF staff report.
- IMF, 2023b, “Climate Crossroads: Fiscal Policies in a Warming World”, October 2023 Fiscal Monitor Chapter 1.

附件一、中国经济税收的参照国

1. 潜在的税收收入征缴额取决于若干结构性经济变量，它们在不同国家各有不同。例如，农业活动比其他活动更难征税，特别是在农业部门有很多小生产者的情况下。因此，从全球来看，农业部门增加值的贡献与税收收入征缴额呈负相关（见 Fenochetto 和 Pessino, 2013 年）。同样，一个国家的经济发展水平（通常以人均 GDP 来衡量）被认为与一个社会对公共支出需求和税收收入征缴额呈正相关（Tanzi, 1987 年）。因此，在为衡量中国的税收收入选择参考基准时，需要选择一组与中国经济基本面相似的国家。

2. 本《部分问题》报告依据“马氏距离”（Mahalanobis distance）评估了中国与 IMF《世界经济展望》数据库中其他国家之间的相似性，并选择了一组参照国。该相似性指标体现了五个关键维度：人均 GDP、GDP 增速、贸易开放程度（进出口占 GDP 的比重）、农业增加值的贡献以及人口规模的对数（衡量时间为 2007 年至 2019 年）。在这些维度上，与中国最相似的五个国家是印度尼西亚、印度、菲律宾、俄罗斯和巴西（按降序排列）。

3. 虽然没有哪个国家能在各方面与中国的经济指标完全契合，但对这些国家进行加权平均可以提高可比性。具体而言，通过采用合成控制组法（例如，参见 Abadie, 2021 年），发现印度（67%）和俄罗斯（33%）之间的加权平均值最大限度地减少了与中国之间的“马氏距离”。具体来说，这种组合体现在本章图表中的“合成控制组”部分，并包含在经济参照国中。



附件二、“包容性框架”的两大支柱¹

1. 中国是经合组织牵头的税基侵蚀和利润转移（BEPS）“包容性框架”（IF）的成员。因此，中国承诺落实二十国集团-经合组织 BEPS 项目成果中提出的四项最低标准。此外，中国还签署了“双支柱”框架。

2. 支柱一主要包括重新分配对部分利润的征税权，将其交给市场国。在支柱一之下，跨国企业需要将超过营业收入 10% 的利润的 25% 分配给市场国（“金额 A”）。这可能会覆盖略超过 100 家营业额至少达 200 亿欧元的超大型跨国企业（在 7 年后的审查后，营业额要求会降至 100 亿欧元），但不包括自然资源部门和金融部门的企业。支柱一是与基于在单独实体层面征税的现有国际税收制度并行的，而非取而代之，因此它还包含减轻双重征税的规则（收入分配和消除双重征税的责任将由多个辖区共同承担）。

3. 支柱二对“超额利润实行了全球最低税”。该税适用于全球营业额超过 7.5 亿欧元的跨国企业，旨在确保跨国企业在其开展经营的每个国家就超额利润按 15% 的最低有效税率缴纳税款。超额利润指超过实质性免税收入的利润，该免税额为工资的 10% 和有形资产的 8% 的回报（预计在 10 年内均将降至 5%），因此与支柱一之下的免税额不同。这项最低税将通过三项相互关联的税收规则来实施：

- “所得计入规则”（IIR）规定，对于跨国企业在外国赚取的利润，如果任何辖区对该利润征收的有效税率低于 15% 的最低税率，则该企业须在其居民国缴纳补足税。来源国可以基于与 IIR 规则相同的范围和税率，实施合格的国内最低补足税（QDMTT），从而避免适用 IIR 规则。
- “低税利润规则”（UTPR）允许来源国在 IIR 规则或国内最低补足税不适用的情况下，采用补足税（例如，拒绝扣除）。这些规则统称为全球反税基侵蚀（GloBE）规则。
- “应税规则”（STTR）是一项基于条约的规则。允许来源国对某些关联方的支付活动征收有限的源泉税（例如预扣税），前提是这些支付的缴税税率低于最低的 9%。

¹ 基于 IMF（2023 年 a）。

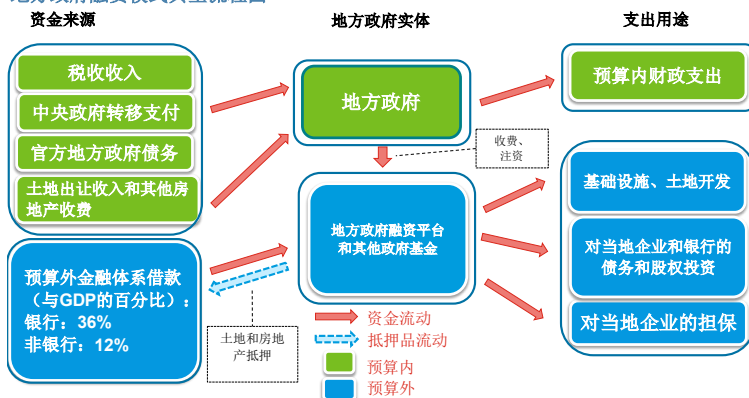
新冠疫情和房地产市场下滑后的地方政府财政¹

本文分析了疫情和房地产市场下滑对地区层面财政和金融稳定风险的影响，重点关注了地方政府、金融体系和实体部门之间的金融相互关联性。本文随后提出了相关政策建议，其目的是管理存量庞大的地方政府债务，遏制未来的债务积累，同时维护金融稳定并保证有效提供公共服务。

A. 引言

1. 长期以来，中国的地方政府一直使用土地出让收入和表外借款（主要通过“地方政府融资平台”）来帮助为公共支出提供资金（文中图表）。这种做法在一定程度上是为了帮助弥补地方政府在 1990 年代中期财政改革中出现的大规模结构性预算赤字，并且，随着时间推移，这种做法为基础设施以及其他的地方经济和社会政策目标提供了额外的预算外支出，为经济活动提供了重大推动力。然而，预算外借款的广泛使用导致大规模财政赤字（基于 IMF 对广义政府的宽口径定义，IMF 2014 年），而对土地相关收入的依赖使地方政府更容易受到房地产市场风险的影响。

地方政府融资模式典型流程图



来源: IMF 工作人员的分析。

注释: 根据《政府财政统计手册》的原则，地方政府融资平台被视为广义政府的一部分，但在法律上被归类为国有企业，不包括在预算中。借款与GDP之比的数据截至2022年。

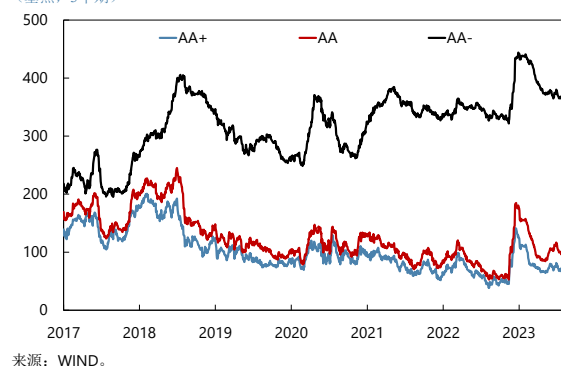
2. 地方政府融资平台已成为宏观金融风险的重要来源，尽管中央政府长期以来一直在努力控制这些融资平台的活动。地方政府融资平台在法律上被视为国有企业，通常由地方政府通过多数股权直接控制。尽管中央政府自 2010 年以来一直在审计和限制地方政府融资平台的借款，包括不允许地方政府提供担保，但由于缺乏正式的报告或治理要求，并且这些融资平台与地方政府控制的银行合作关系密切，地方政府融资平台在现金流不足的情况下还是积累了沉重的债务负担。地方政府融资平台与地方政府、银行和企业的广泛金融联系埋下了重大隐患，可能产生不利的、破坏稳定的宏观金融和宏观财政反馈循环（IMF，2022 年）。

3. 当前的房地产市场下滑以及疫情同时给地方政府的财务状况带来了冲击，凸显了这种模式的风险。地方政府处于抗击疫情的最前沿，增加了医疗卫生支出，并通过减税为经济活动提供支持。始于 2021 年年中的房地产市场下滑大幅侵蚀了来自土地出让的财政收入，并促使一些地方政府利用融资平台，通过购买土地或为陷入困境的住房项目提供资金来支撑房地产市场。这两个渠道都扩大了地方政府本已很高的融资需求，导致地方政府的表内和表外债务水平进一步升高。随着土地抵押估值的下降，许多财务状况较弱的地方政府可能越来越难以从市场获得信贷。

¹ Yingyuan Chen（货币与资本市场部）、Daniel Garcia-Macia（财政事务部）和 Henry Hoyle（亚太部）撰写。

4. 一些地方政府融资平台的财务压力日益加剧，突出表明需要全面加强地方政府财政。地方政府融资平台在商业票据和其他应付账款上的违约仍然相对罕见，但 2023 年发生这种情况的频率要高得多。规模较小的地方政府融资平台，以及财政状况较弱的地方政府的融资平台，其面对的信贷市场利差已大幅扩大，而现金短缺已导致一些地方政府发生拖欠，公共服务受到了扰动。为了避免财政状况较弱省份的地方政府和地方政府融资平台的资金压力进一步恶化，中央政府当局要求银行不要削减对薄弱地方政府融资平台的信贷。在 2023 年 10 月的中央财政工作会议上，当局提出通过“地方债务风险长效化解机制”全面化解地方政府债务风险，并呼吁优化中央和地方政府债务平衡。

地方政府融资平台债券的信用利差，按信用评级划分
(基点, 3年期)



来源: WIND。

5. 我们用部门间资产负债表方法来分析地方政府财务与经济其他部门之间的相互关联，并为政策建议提供依据。地方政府广泛拥有地方政府融资平台和其他当地国企，债务和应收账款的规模很大，创造了显著的相互联系，可以加速宏观金融冲击在各个部门的传导。部门间资产负债表矩阵说明了这些冲击如何被不同的机构部门吸收。本文的主要贡献是根据公开的财务报表数据来构建部门间债务和股权债权的估计矩阵，并使用这些矩阵来模拟各种冲击的影响以及各种政策情景（使用 Garcia-Macia 2021 年的方法）。本文补充了之前关于中国地方政府财政状况的研究（IMF 2020 年文件的专栏 1.3、IMF 2022 年、Wingender 2018 年），对部门间溢出效应关系做了更完整和综合的说明，分析了近期严重冲击（如房地产市场下滑）的影响，并描述了地方政府层面的金融风险敞口与公共财政状况之间的联系。

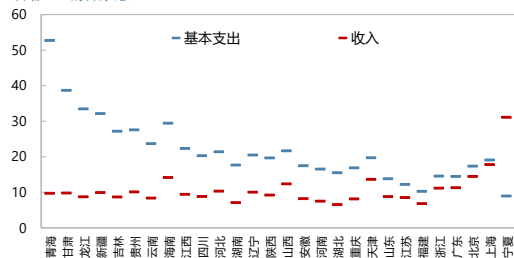
6. 部门间分析表明，需要通过全面改革来解决地方政府的融资压力，因为政策干预可能会影响到各个部门。鉴于地方政府融资平台积累的大量债务、不可持续的业务模式以及这些融资平台与其他部门之间的相互关联，需要对地方政府融资平台的债务进行重组，以恢复财政可持续性。这方面有不同的方案可供选择。地方政府对地方政府融资平台的救助可能会损害财政状况较弱省份的债务可持续性，并导致意外的财政紧缩，而中央政府的纾困可能会产生道德风险。另外，作为在法律上不同于地方政府的公司，地方政府融资平台可以利用破产机制进行重组。由此产生的地方政府融资平台债务减记仍将导致地方政府和中央政府的损失，但也会将一小部分负担转移到其他部门。这种做法的总体成本较低，因为地方政府融资平台资产的出售可用于抵消部分损失，并为提升社会安全网留出财政空间。在减记债务的同时，需要采取更强的措施来确保财政可持续性和金融稳定，包括中央政府提供临时支持，加强破产框架，以及实施重组薄弱银行的综合战略。为限制未来产生债务的资金流动，并弥合地方政府的财政缺口，必须实施更广泛的财政改革，包括税收改革（参见 2023 年“部分问题”文件中的“针对中国提出的收入调动战略”），改善转移支付安排以及加强透明度和监控。

7. 本文其余部分结构如下。B 部分分析了地方政府财政现状，其中涵盖预算内和预算外的实体；对地方政府与其他部门的金融联系以及冲击的传导进行了估计；描述了当局对地方政府融资压力采取的应对措施。C 部分提出了解决地方政府（和地方政府融资平台）大规模债务存量的建议，使用部门间资产负债表方法模拟各种政策选择的影响。D 节对 C 节进行补充，提出了相关建议，目的是加强财政框架并解决未来产生债务的资金流动问题。

B. 地方政府财政的薄弱状态：原因和后果

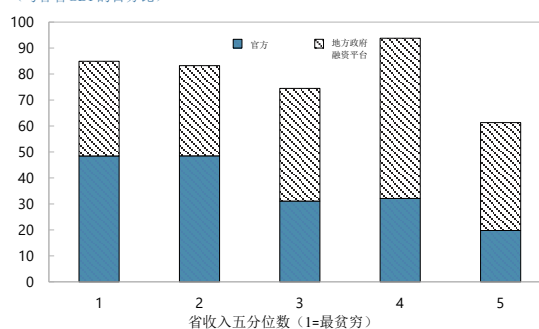
新冠疫情时代的地方政府财政

2021年各省财政缺口
(占省GDP的百分比)



来源：CEIC 数据有限公司；IMF 工作人员的计算。
注释：一般预算基本支出和收入。一般预算财政缺口由中央政府转移支付、土地出让净收入和地方政府官方借款来提供融资。不包括西藏。

2022年地方债务，按省收入划分
(与各省GDP的百分比)

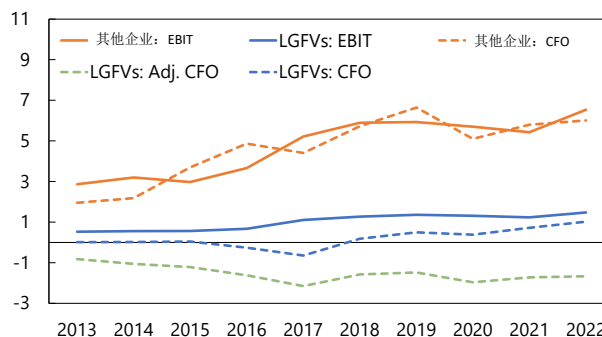


来源：Capital IQ；CEIC 数据有限公司；IMF 工作人员的计算。

8. 疫情暴发时，地方政府已经存在严重的结构性失衡，预算内财政状况不断减弱。从 2015 年开始才允许地方政府以直接或官方形式发行债务，这在一定程度上是为了使地方政府能够在不利用（预算外）地方政府融资平台债务的情况下弥补其结构性财政赤字。然而，到 2019 年底，这种官方的债务增加到 GDP 的 22%，远远超过了地方政府可用于偿债的预算收入的增长。与此同时，地方政府融资平台债务也持续攀升，2015 年至 2019 年期间增长了 22 个百分点。较贫穷、规模较小的省份的官方债务相对于 GDP 往往较高，原因是地方政府融资平台债务转成了地方政府官方债务（继 2013 年对地方政府融资平台进行审计之后），也是因为这些省份的结构性预算赤字更大（文中图表）。相对富裕省份的债务相对于财政收入仍然处在相对较高的水平。

9. 到 2019 年底，地方政府融资平台带来的宏观金融稳定风险日益增加。财务报表数据显示，地方政府融资平台从规模看具有系统性（有息债务约占 GDP 的 50%），但按资本化利息成本调整后的营运现金流总量一直为负，这意味着其缺乏足够的去杠杆（甚至仅是稳定债务水平；见文中图表）。与此同时，地方政府融资平台违约给地区带来不稳定溢出效应的可能性是显而易见的。地方政府融资平台是地方政府资产负债表、金融机构和实体经济之间金融联系的核心（文中专栏）。违约还可能立即导致对国有企业和其他财务状况不佳的，依赖政府隐性支持获得信贷的借款人贷款大幅缩减。

中国非金融企业盈利与营运现金流指标
(万亿元人民币)

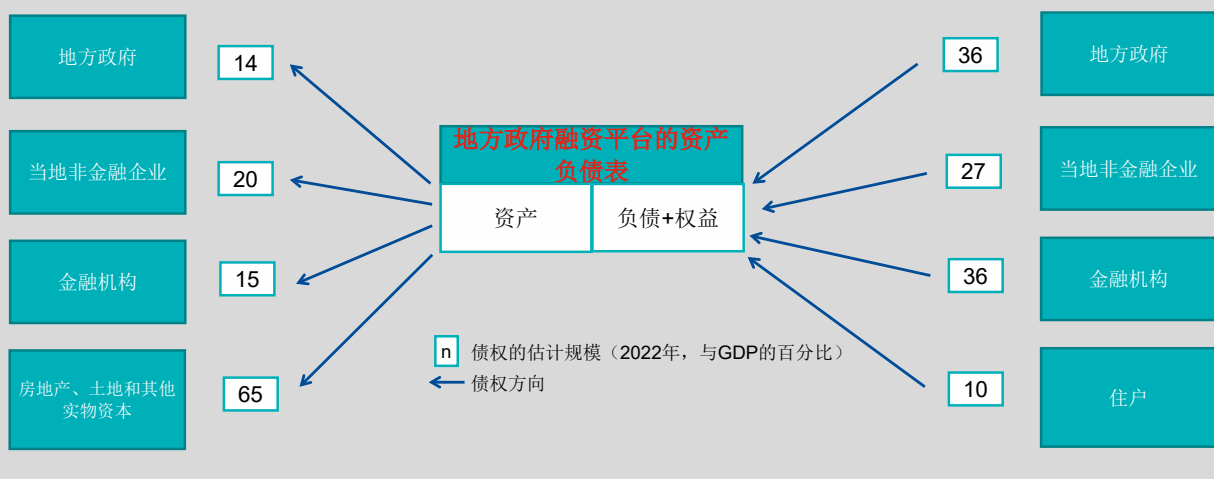


来源：Capital IQ；WIND；Bloomberg；CEIC 数据有限公司；IMF 工作人员的计算。
注释：CFO = 营运现金流；EBIT = 息税前利润；LGFV = 地方政府融资平台。
Adj. CFO 是“经过调整的 CFO，包括资本化的利息支出”。

地方政府融资平台与地区相互关联性

自下而上的财务报表数据显示，地方政府融资平台以拖欠款和应收账款的形式持有大量对地方政府和非金融企业的债权（面板图），并持有当地公司和银行的大量股权。在负债方面，地方政府融资平台对当地企业有大量非生息负债（主要是应付账款），另外也具有对住户的风险敞口，主要是通过其资管产品。地方政府融资平台还为当地企业提供大范围的担保，从而产生额外的或有风险。这些联系总结在下面的图表中，并在第 43 页上进行了更详细的说明。2023 年 9 月，国务院要求地方政府和国有企业加快偿还民营企业内部债务，凸显政府欠款和应付账款的累积。

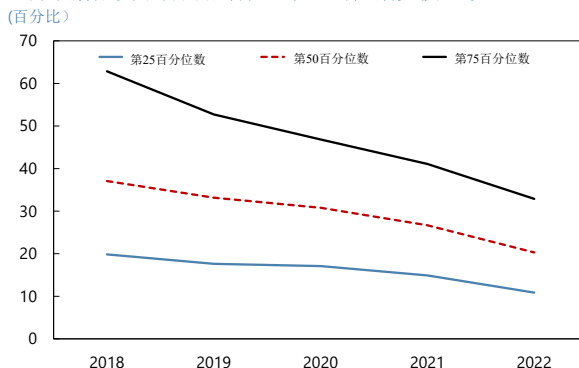
地方政府融资平台部门间资产负债表联系的典型图示



10. 疫情和房地产市场下滑放大了地方政府的财政和金融挑战。2022 年，（广义政府一般预算中的）医疗卫生支出增长了 0.3 个百分点，而人员流动限制和税收减免措施导致财政收入与 GDP 的比率在 2019 年至 2022 年期间下降了 2.5 个百分点。2022 年土地出让总收入和房地产相关税收下降了 23%，占 2020 年地方政府总收入的近 40%，加剧了上述压力。官方债务和地方政府融资平台债务的发行加速，目的是帮助支持经济增长，在截至 2022 年的四年内，债务总额进一步增加了 18%。

11. 房地产部门的下滑也直接削弱了地方政府融资平台部门。地方政府土地出让的快速放缓也给地方政府土地开发活动带来了压力，而地方政府土地开发活动是地方政府融资平台本已有限的收入的关键来源。另外，在地方政府融资平台的资产负债表上，土地和房地产是一个重要部分，保守估计约占总资产的 25%，是借款抵押物的主要来源。²投资者似乎越来越多地根据地方政府的

地方政府融资平台的流动性：现金与短期负债比率



来源：Capital IQ和IMF工作人员的计算。

² 对土地、房地产和资本设备等有形资产的直接债权估计占地方政府融资平台总资产的 56%。尽管不具备对资产做出连贯一致细分所需的土地和房地产的直接数据，但财务报表数据显示，机器与设备（定义为土地，建筑物或土地改良之外的有形财产）仅占地方政府融资平台资产的 4.5%。由于地方政府融资平台的主要业务是土地和基础设施开发，本分析假设地方政府融资平台其余的有形资产中约有一半是土地或其价值来自土地资产。

财政状况来区别对待地方政府融资平台的信用风险——2019年，在地方政府融资平台利差已经较高的省份，利差的上升幅度更大（见文字表）。地方政府融资平台持有的现金相对于其短期负债总额（衡量其流动性的常用指标）在2022年进一步下降，因为该部门现金总额几年来也首次出现下降。

12. 我们构建了一个矩阵，其包括了所估计的部门间资产负债表联系，目的是进一步探索房地产部门下滑对地方政府的溢出效应。我们利用公开的财务报表、官方统计数据和其他数据来估计政府、住户、非金融企业、金融机构和世界其他地方之间的部门间债务和股权债权。矩阵的各行显示某一部门对其他每个部门的债权，而各列显示每个部门对某一部门的债权（文中图表）。地方政府和地方政府融资平台分别列示，以显示这些部门之间的复杂联系。³鉴于数据限制，不属于地方政府融资平台的国有企业归入非金融企业部门。假设和数据来源见附件一。

13. 从估计的资产负债表联系矩阵看，有几点很突出。地方政府融资平台的部门间负债和权益与GDP之比为111%，相对于经济活动而言规模较大。地方政府融资平台在其资产负债表的资产方面与其他部门有着显著的相互联系，总计占GDP的50%，其中包括其母公司地方政府的欠款（见文中专栏）。矩阵还为不同部门的净金融财富提供了有用的视角。目前，家庭所占净金融财富比例最大，金融资产净值占GDP的187%。中央政府的净金融资产为GDP的47%，而地方政府的净金融资产为GDP的42%。⁴

表 1. 中国：部分部门的跨部门债务和股权估计值：2022 年
(与 GDP 的百分比)

	地方政府	地方政府 融资平台	金融机构	住户	非金融企业	中央政府	世界其他 地方	所有部门
债务债权... 地方政府 (LG)	不适用	0	2	0	0	0	0	2
债务债权... 地方政府融资平台 (LGFV)	14	不适用	12	0	12	0	0	38
债务债权... 金融机构 (FI)	25	36	不适用	61	95	14	6	251
债务债权... 住户部门	2	10	119	不适用	11	0	0	143
债务债权... 非金融企业部门 (NFC)	1	20	98	0	不适用	4	2	124
债务债权... 中央政府 (CG)	0	0	13	0	0	不适用	0	13
债务债权... 世界其他地方 (ROW)	0	0	6	0	5	2	不适用	14
债务债权... 所有部门 (TOT)	41	68	250	62	115	21	8	不适用

	地方政府	地方政府 融资平台	金融机构	住户	非金融企业	中央政府	世界其他 地方	所有部门
股权债权... 地方政府 (LG)	不适用	36	2	0	44	0	0	83
股权债权... 地方政府融资平台 (LGFV)	0	不适用	5	0	8	0	0	12
股权债权... 金融机构 (FI)	0	0	不适用	0	20	0	0	20
股权债权... 住户部门	0	0	5	不适用	99	0	0	104
股权债权... 非金融企业部门 (NFC)	0	7	2	0	不适用	0	0	8
股权债权... 中央政府 (CG)	0	0	11	0	44	不适用	0	55
股权债权... 世界其他地方 (ROW)	0	0	0	0	9	0	不适用	9
股权债权... 所有部门 (TOT)	0	43	31	0	224	0	0	不适用

来源：Capital IQ, Bloomberg, CEIC 数据有限公司, IMF 工作人员的分析。

注释：有关数据来源和假设的详细信息，请参见附件一。

³ 虽然地方政府不具备独立于中央政府的权利和权力，但它们是不同的财政和法律实体。

⁴ 由于定义和方法上的差异，这些数字与 Lam 和 Moreno-Badia 2023 年发表的研究结果有所不同。例如，本文的分析侧重于预算内中央政府和地方政府，而 Lam 和 Moreno-Badia 则侧重于增扩范围的广义政府。

14. 部门间资产负债表方法强调了房地产市场下滑影响地方政府资产负债表的不同渠道。在典型的土地冲击情景中，房地产价格和经济活动在三年内下降 20%，LG 会受到 LG 土地销售收入下降（导致 LG 财务净值占 GDP 下降 3.3%）的影响，以及 LG 土地销售收入下降的影响。地方政府融资平台房地产资产的市场价值（表 1）。⁵后一个冲击使地方政府融资平台债务和股权负债的价值分别降低了 GDP 的 0.4%和 5.1%，这给地方政府、贷款人、企业（通过应付账款）和住户带来了直接损失（表 1 中的“第一轮”一栏）。然后，这些损失转化为部门间的多轮股权溢出效应（“股权吸收”一栏）。最终，所有损失都由不被其他部门拥有的部门吸收（“最终损失吸收”一栏），地方政府最终吸收了几乎所有损失。

表 2. 中国：房地产冲击后各部门的资产负债表损失
(与 GDP 的百分比)

部门	直接渠道	间接影响		最终损失吸收
		第一轮	股权吸收	
地方政府	3.29	5.12	0.12	8.54
地方政府融资平台	5.53	-	-	-
金融机构	-	0.22	-	-
非金融企业	-	0.12	-	-
住户	-	0.06	0.10	0.16
中央政府	-	-	0.11	0.11
世界其他地方	-	0.00	0.01	0.01

来源：IMF 工作人员的模拟。

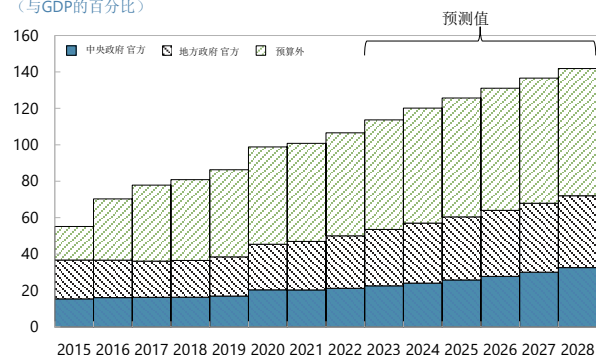
注释：假设不存在超出地方政府债务平台债务的债务估值影响，即股权持有者吸收所有冲击。最终损失吸收等于吸收部门的前三列数值之和（其他部门为 0）。

地方政府财政的前景

15. 地方政府的财政失衡可能导致更大的财政和金融稳定负面溢出效应。卖地收入的损失导致预算赤字和借贷增加。持续存在的庞大财政赤字将导致偿债需求相对于收入而言变得越来越沉重，这最终会挤占基本支出，宏观金融溢出效应加剧、发生破坏性调整的风险也会增大。在经济状况较弱的省份，上述情况可能引发无序的财政紧缩，从而加剧负面的宏观财政循环。

16. 事实上，地方政府政府债务的增加估计会在省一级造成财政拖累效应。我们用 2019-2022 年各省的面板数据来估计地方政府层面的财政反应函数（附件二）。估计结果显示，

广义政府债务
(与GDP的百分比)



来源：IMF《世界经济展望》，2023年7月；IMF工作人员的计算。

⁵ 详见附件一。本研究并不衡量土地价格下跌对房地产开发商和其他非金融企业的直接影响。

地方政府的官方债务与 GDP 比率每增加一个百分点，下一时期的一般预算基本余额（中央政府转移支付之前）会增加 0.3 个百分点（表 2），这表明，在债务增加时，地方政府会主动或被迫收紧财政政策。对于地方政府融资平台，结果是类似的（未列出）：债务水平升高预示着未来债务积累速度放慢。与财政政策收紧相关的其他变量是官方利率上升，以及土地出让收入减少和实际 GDP 增长加快（尽管后两者不具有统计显著性）。相反，医疗卫生支出的增加（样本中与新冠疫情有关）导致赤字超比例扩大，反映了通过其他渠道提供的防疫支持以及经济活动减弱导致的财政收入损失。值得注意的是，地方政府融资平台利差的升高伴随着财政政策的放松（通过增加基本支出），这可能是因为财政拮据的地方政府融资平台实施公共项目的能力较低。

17. 此外，地方政府债务的增加往往会削弱地方政府融资平台进入信贷市场的能力，从而在财政拖累与金融不稳定之间形成一种权衡取舍关系。从历史上看，在官方债务较高的省份，地方政府融资平台的债务增长较慢，融资成本较高，这反映了贷款人对其所属地方政府的财务和财政状况的关注。一旦地方政府部门预算内财政状况的恶化限制了地方政府融资平台进入信贷市场的能力，地方政府融资平台就可能被迫大幅减少其现有大规模投资，从而加剧（预算外）财政紧缩。据报道，在中国西南部地区高负债省份的某些城市，地方政府融资平台进入信贷市场的能力已经显著下降，这可能会迫使地方政府将财政或国企资源转而用于地方政府融资平台的债务偿还，以避免违约，这可能加剧流动性压力。

当局的应对政策

18. 当局重点控制地方政府融资平台债务，严格控制新增发行，在缓解地方政府融资压力和限制道德风险之间取得平衡。当局最近宣布的长期地方债务风险解决框架的细节尚未公开，但很可能建立在财政部和其他机构最近为监测和遏制“隐性”债务所做的努力的基础上。主要措施包括严格限制负债过高地区和特定陷入困境的地方政府融资平台借款增长的指导方针，以及加强监督和问责，以及通过对投资项目审批实施更严格的控制来加强对地方政府的监督和问责。⁶据报道，2023 年 10 月，重债省份 1.1 万亿元的地方政府融资债务被置换为官方地方政府债务，这一做法自 2015 年以来一直有选择性地使用。当局最近还释放了信号，表示将采用有选择的重组方案来避免一些债务压力大的地方政府融资平台发生违约，其中，将要求银行（包括地方政府和中央政府拥有的实体）提供债务延期和降低借款利率，以避免出现违约。央行还表示，可能会利用自己的资产负债表为部分地方政府债务提供流动性支持。在某些情况下，政策性银行或其他中央政府拥有的金融机构已经新的资产管理工具对地方

正文表 3. 中国：地方政府财政反应函数，2019-2022 年

因变量	D. 预算基本余额
D. 卫生支出	-2.78*** (-4.21)
D. 土地出让	-0.17 (-1.45)
L. 官方债务	0.30** -2.95
L. 地方政府融资平台债务	0.02 -0.62
L. 官方利率	3.51 -1.95
L. 地方政府融资平台利差	-1.61 (-4.65)
实际GDP增长率	0.08 -1.85
N	74
R ²	0.37

来源：Capital IQ、CEIC、WIND 以及 IMF 工作人员的估计。

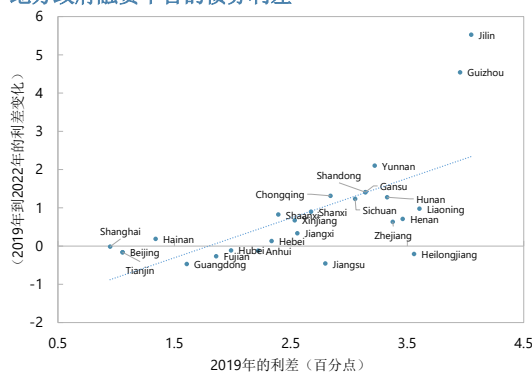
注释：因变量是一般预算基本余额。利率和增长率以百分比表示。所有其他变量都以与 GDP 比率表示。“D.”表示一阶差分，“L.”表示一阶滞后。具有年份和省份固定效应的普通最小二乘回归。标准误差在省一级作聚类处理。t 统计值列在括号中。

⁶ 财政部对“隐性”债务的定义在概念上类似于第四条磋商工作人员报告中以 2014 年《政府财政统计手册》为依据的更广泛的广义政府概念。

政府融资平台的债务进行了合并和再融资。当局还打算加快清理地方政府对融资平台的拖欠款，并加大力度出售资产。

19. 中国迫切需要解决地方政府融资平台的债务风险，但必须将其纳入一项旨在缓解地方政府日益严重的财政脆弱性的连贯一致的战略之中。需要迅速采取措施来减轻地方政府融资平台的偿债负担，以避免违约风险和潜在的宏观金融不稳定。然而，需要采取一套更广泛的财政和金融政策措施，以确保财政可持续性和宏观金融稳定。接下来的两个部分讨论政策选择和建议采取的措施。补充性措施将涉及处理预算外债务的未偿存量，包括对不可持续的地方政府融资进行重组，同时减轻金融和实体部门溢出效应（C部分），以及加强地方政府财政框架，以改进数据报告和监测，并限制未来产生债务的资金流动（D部分）。

地方政府融资平台的债券利差



来源：Wind；IMF工作人员的计算。
注释：AA级地方政府融资平台债券利差。

C. 解决不可持续的地方政府债务：部门间资产负债表视角

20. 不可持续的预算外（可能也包括预算内）地方政府债务应该予以重组。当局应针对每个实体评估地方政府融资平台和地方政府债务的可持续性，评估时应考虑对未来现金流的保守预测。随后应当对不可持续的债务进行重组，将其作为中央政府协调的财政框架改革和资产负债表重组计划的一部分。在现阶段，不可持续的债务可能主要限于预算外实体（主要是地方政府融资平台）。然而，减少地方政府融资平台债务存量的政策方法在如何跨部门（包括地方政府）重新分配损失以及其金融蔓延的可能性方面有所不同。

21. 部门间资产负债表框架显示了不同方法下的损失分布情况。无论债务债权是通过债权人损失（债务减记）还是通过注资（纾困措施）消除的，减少（或控制）地方政府融资平台债务的成本最终都会被住户、政府部门（地方政府或中央政府）和外国人吸收，因为这些部门是所有其他部门的最终所有者。以下部分使用部门间资产负债表矩阵分析了减少地方政府融资平台债务的不同情景，并讨论了它们对负担分摊、宏观金融稳定和中期经济增长的影响。这些情景比较了将地方政府融资平台债务减少一定数额（以净现值计算）的不同选择：地方政府、地方政府拥有的国有企业或中央政府采取纾困措施，减记债务，或调整债务偿还安排。

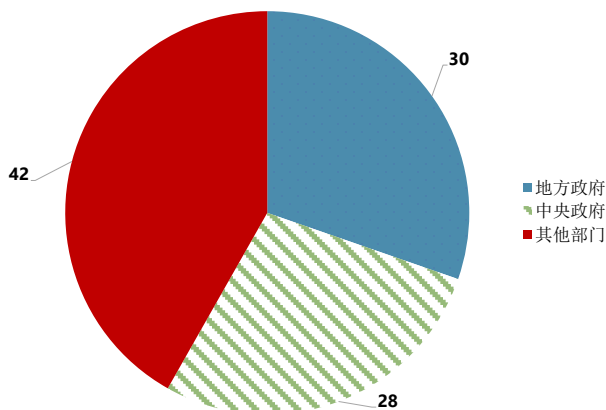
- **地方政府再融资（或纾困）可以暂时缓解金融稳定风险，但很可能会加剧地方政府的失衡。**这种方法被模拟为地方政府部门的（高流动性）金融资产一次性转移到地方政府融资平台部门，由额外的地方政府官方债务提供融资。成本完全由地方政府部门承担。这种方法能够降低陷入困境的地方政府融资平台发生债务违约的迫在眉睫的风险，并延长了合并后的地方政府部门的债务期限结构。然而，它削弱了地方政府的债务可持续性，侵蚀了地方政府的财政空间，可能需要今后削减社会安全网或公共服务支出，并且不会实质性地改善这一部门的合并净值。⁷如果地方政府机构结构性失衡的恶化提高了借贷成本或削弱了其融资平台进入信贷市场的能力，那么最初对金融稳

⁷ 对于合并的地方政府部门的净资产来说，唯一好处将来自利息成本的降低（本文的分析未作考虑），因为地方政府官方债务的利率通常接近中央政府债务的利率，因为市场认为中央政府会提供支持。如果地方政府债务可持续性恶化导致地方政府融资平台的债务收益率上升，那么上述利息成本方面的好处可能会被抵消。

定产生的有益影响可能会被部分或全部抵消。此外，在地方政府融资平台债务转移给地方政府部门后，最终的债务重组将变得更加复杂，因为地方政府融资平台可以通过企业破产框架进行合法重组，而地方政府没有适用的破产框架。

- **就负担分摊而言，利用地方政府拥有的国有企业和贷款机构来吸收地方政府融资平台的债务在经济上类似于地方政府采取纾困措施。**这种方法与第一种方法类似，不过是由非金融公共企业部门向地方政府融资平台提供转移。在这种方法下，地方政府部门的资产负债表最初不会受到影响，但国有企业部门的资产负债表会被削弱，企业杠杆率的急剧上升同样会带来金融稳定风险。最终的损失也会由地方政府承担，因为地方政府对国有企业股权债权的价值受到影响。
- **使用中央政府资产负债表会带来好处，但也会产生重大的道德风险。**中央政府官方债务仅为地方政府官方债务的三分之一左右，因此债务转移将大大缓解地方政府的流动性问题。然而，这种解决方案容易产生道德风险，并且，如果地方政府融资平台开始再次借款，就像它们在 2013 年后地方政府融资平台债务置换为地方政府官方债务后所做的那样，那么地方政府债务可能会进一步积累。
- **通过使用破产机制减少地方政府融资平台债务的面值将改善跨部门的负担分担，但会产生额外的注资需求（表 3）。**在这种情景下，假设使用企业破产框架减记相同数量的地方政府融资平台债务，而不考虑任何抵消性资产出售（下文将单独讨论）。该债务的市场价值对所有债权持有人按比例减少，随后在接下来几轮中对这些债权持有人的股权所有者也是按比例减少。中央政府和地方政府各自吸收了总损失的 30% 左右，其余 40% 由其他部门吸收。
- **金融机构调整地方政府融资平台债务的偿还安排在经济上类似于债务减记，但对改善地方政府财政状况所起的作用较小，并且会增加银行体系的风险。**在这种方法下，金融机构吸收最初的损失，因为地方政府融资平台债务期限延长、利息支付减少，这会显著延长债务久期，从而降低其市场价值。这减少了银行的经济资本，并将损失按比例转嫁给银行的最终股权持有者，在这种情况下，负担将分散到住户、中央政府和地方政府部门，与债务减记一样。然而，对于受益于这一方法的许多地方政府融资平台，该做法很可能不会恢复其长期生存能力，因为即使是在超过 15 年或更长的时间里，多数地方政府融资平台也缺乏足够的收入来偿还债务，这意味着地方政府继续面临或有负债风险。假设银行不需要在监管资本中反映这些损失并且重建资本缓冲，那么吸收损失的资本缓冲将出现未被确认的严重侵蚀，这可能会削弱投资者对银行体系的信心。

地方政府融资平台减记债务后各部门的资产负债表损失分布（百分比）



来源：IMFec

注释：地方政府融资平台债务减记的规模标准化处理为 100。计算值与减记规模成线性比例。最终损失吸收等于吸收部门的前三列数值之和（其他部门为 0）。假设存款机构的损失是分散的，因此没有单个机构出现负资产。

22. 通过破产减少债务将对修复 LGFV 资产负债表和加强市场纪律起到最大作用。。随着债务减少，整个经济范围内的杠杆率（特别是广义政府的杠杆率）会大幅降低，即使中央政府增加债务来为银行股本注资计划提供资金。迫使银行股东和投资者吸收损失并增加新资本也将减少道德风险，改善金融部门的市场纪律和治理，从而收紧今后对地方政府融资平台的信贷供应。

23. 破产导致的减记也能更好地将损失分布在各个经济部门。对于地方政府来说，与中央政府救助相比，28%的地方政府融资平台信贷损失将限制道德风险，同时未来需要更少的地方政府财政整顿，并允许比地方政府救助更多的社会保障升级。中央政府的债务仍然很低，持有大量资产，完全有能力吸收地方政府融资平台 30%的损失。其他部门也将能够吸收剩余的 42%，因为它们持有大约三分之二的国民净财富，而损失将主要体现在股权价值上。根据中国人民银行的一项调查，家庭部门的损失将绝大多数由最富有的家庭承担，他们在非存款金融财富中占有不成比例的份额。⁸

24. 通过出售资产，债务减记也更有可能降低地方政府融资平台债务削减的总体成本。出售地方政府的大量（但在某些情况下缺乏流动性的）公共资产（Lam 和 Moreno-Badia, 2023 年），包括盈利国有企业的私有化，可能有助于为债务重组提供资金。然而，很少有地方政府大规模出售资产，即使是在那些从中央政府获得财政支持的贫困地区也是如此。这可能是因，在没有正式重组机制的情况下，中央当局要求地方政府采取这种行动的权力有限。相比之下，企业破产制度为促进债权人最大限度回收债务提供了一个直接和及时的法律机制。对于地方政府融资平台金融和非金融债务的庞大存量，债权人回收其中任何一部分，都将按比例降低给定数额债务削减下的最终减记成本。

25. 企业破产制度的运用可能需要辅以其他正式的重组机制。现有预算外债务的重组应通过企业破产框架进行，因为此类债务在法律上被归类为企业债务。鉴于地方政府融资平台的活动和所持资产具有准财政性质，破产法的适用对许多地方政府融资平台来说可能并不简单。在这些情况下，可以考虑建立一个由中央政府管理的专门机制来重组地方政府融资平台，这将有助于避免法律体系负担过

⁸ 据估计，最富有的 10%的家庭拥有 60%的非存款金融资产。

重。如果一些经过重组的预算外债务被重新归类为地方政府官方债务，或者地方政府融资平台的重组给官方地方政府带来财务损失，那么一些地方政府债务负担也可能变得不可持续。因此，中央政府谨慎的做法是事先建立一个地方政府部门破产机制框架，使中央政府在破产程序运行期间接管破产管理，并提供另一个法律机制为资产出售提供便利。

26. 债务减记需要中央政府对地方政府进行监测和支持，以确保宏观财政稳定和债务可持续性。

地方政府如果受到破产机制影响，或正在进行地方政府融资平台的大规模重组，则需坚持实施多年期财政整顿和债务偿还计划，并接受中央政府的密切监督，而这可以成为中央政府提供援助的基础。中央政府应向经济最薄弱的地方政府提供一次性、有针对性的转移支付，以确保公共服务的连续性，避免意外的急剧财政整顿，并在重组过程中为脆弱的住户提供支持。更广泛的财政改革（在下文 D 部分中讨论），包括提高地方政府的收入，对于维持地方政府债务可持续性是有必要的。

27. 银行可能遭受严重损失，并且可能产生其他影响金融稳定的溢出效应，因此有必要制定一项全面的战略来重组薄弱的金融机构。

为确定需要重组的地方政府融资平台债务的确切规模，需要更精细的数据，这些数据不是公开的，因此超出了本文的分析范围。然而，考虑到地方政府融资平台债务的总体规模（占 GDP 的 48%）和整个行业持续缺乏运营现金流，规模可能很大。在银行遭受重大信贷损失的情况下，中央政府可能需要协调注入资本和解决薄弱银行的问题。还需要采取措施维护金融稳定，因为银行资产负债表损失可能会减少对其他部门的信贷，并以资产价格大幅下跌的形式出现，例如，如果基于市场的资产销售显示土地或房地产估值过高。

28. 因此，应加强银行重组和处置框架。

目标应该是在不危及金融稳定的情况下促进薄弱银行有序退出，包括通过建立一个临时性的金融处置基金，如 IMF（2021x）所述。鉴于地方政府融资平台与其他实体之间具有显著的相互关联性，当局应协调各部门的重组工作，包括预先安排财政和行政资源，并根据需要对不同实体进行分类。加强危机防范和提高金融安全网运作能力至关重要，能够确保地方政府融资平台给银行和资管工具造成的信贷损失不损害金融体系的运作。此外，当前的资产管理和信贷市场改革取得进一步进展也非常重要，这能确保散户投资者透明地了解其在银行理财产品和其他投资产品中对地方政府融资平台信贷的风险敞口（并得到适当补偿）。

D. 加强地方政府的财政框架，防止债务积累

29. 在不进一步改革的情况下解决现有债务存量（充其量）只能延缓财政风险。为了确保未来的财政可持续性，有必要改进财政报告和监测框架，并实施相关改革，以缩小地方政府财政缺口并减少未来产生债务的资金流动。

30. 应按照《政府财政统计手册》的标准改进财务报告和监测。所有由公共部门控制、不属于市场生产者的实体，都应作为广义政府的一部分进行分类和报告（IMF，2014 年）。这可能包括相当大比例的地方政府融资平台。⁹应根据国际公共部门会计准则（IPSAS）提高透明度，包括地方政府、国有企业和国有银行的透明度，这将加强地方政府层面的财政纪律，并使投资者和公众放心。提高透明度的具体步骤可以是建立一个公共登记系统，记录所有公共部门企业的债务发行和与地方政府的交易，并要求及时报送经审计的地方政府财务报表，包括现金流量。改善数据报告还可以使地方政府财政风险监测系统得到升级，该系统应以债务可持续性的量化指标为基础，包括根据《政府财政统计手

⁹ 为计算这一比例，需要当局提供进一步的数据。

册》确定的广义政府的更广范围，并考虑与金融体系的相互关联性。地方政府融资平台的债务一经重组，就应将地方政府融资平台纳入官方预算。

31. 地方政府的财政框架应当得到提升，以减少未来产生债务的资金流动。 税收改革有助于缩小地方政府的财政缺口，因为大约一半的额外收入将归地方政府所有（详见随附的“部分问题”文件“针对中国的收入调动战略”中的详细措施和估计收益）。还可以考虑将更大比例的税收收入分配给地方政府，以便与其支出责任相称，从而减少纵向失衡（Wingender, 2018 年）。关于中央政府的转移支付体系，增加各省和中央风险分担的改革（IMF, 2020 年）将消除地方政府利用非标准融资渠道的压力，并减轻经济较弱省份的反馈循环效应。公共财政管理改革应明确地方政府的支出责任，整合资金管理和报告系统，并逐步取消各省的增长目标，因为这些目标会鼓励地方政府通过增加债务提供过度投资融资。最后，根据提高数据报告透明度的建议，财政性项目的未来借款都应纳入地方政府预算。国际经验表明，控制地方政府借款可以采取各种方案（Saxena 2022 年），包括：中央政府直接控制（例如秘鲁，西班牙和泰国）；地方层面的财政规则（巴西、印度和菲律宾）；或市场纪律（加拿大、南非和美国）。长远来看，中国可以考虑从目前的地方政府债务额度机制过渡到基于规则的约束，这可能更有助于加强市场纪律。

32. 最后，当局可以调整金融政策，支持减少产生债务的资金流量。 可以运用银行监管政策来指导银行限制其对不可持续的地方政府相关债务的风险敞口。例如，监管机构可以识别银行对广义政府范围之外的地方政府拥有实体的信贷风险敞口，并要求贷款银行对那些按收入衡量债务偿还能力不足（如根据事先界定的债务与收益比率门槛值）的借款人采用更高的风险权重，额外的资本要求或贷款集中度限制。

参考文献

International Monetary Fund (IMF), 2014. *Government Finance Statistics Manual 2014*. (Washington DC: International Monetary Fund, 2014).

IMF, 2020. *Global Financial Stability Report*. October 2020. (Washington DC: International Monetary Fund, 2020).

IMF, 2020. "People's Republic of China: Selected Issues," IMF Country Report No. 2021/012 (Washington: International Monetary Fund, January, 2021).

IMF, 2021. "People's Republic of China: Staff Report for the 2020 Article IV Consultation," IMF Country Report No. 2021/006 (Washington: International Monetary Fund, January 2021).

IMF, 2022. "People's Republic of China: Selected Issues: Local Government Financing Vehicles Revisited," IMF Country Report No. 2022/022 (Washington: International Monetary Fund, January 2022).

Garcia-Macia, Daniel. 2021. "Household Wealth and Resilience to Financial Shocks in Italy," *International Journal of Central Banking*, 17(3), pages 241-272, September.

Han, Fei, Bin Grace Li, and Chenqi Zhou, 2023. "Fiscal Risk Sharing in China: Is It Significant and How to Further Improve it?", forthcoming IMF Working Paper.

Lam and Moreno-Badia, 2023. "Fiscal Policy and the Government Balance Sheet in China", forthcoming IMF Working Paper.

People's Bank of China, 2020. *China's Urban Household Balance Sheet Survey Report 2019*. (Beijing: People's Bank of China, 2020).

Saxena, Sandeep, 2022, "How to Manage Fiscal Risks from Subnational Governments" How-to Note 22/03, Fiscal Affairs Department, International Monetary Fund.

Wingender, Phillippe, 2018. "Intergovernmental Fiscal Reform in China". IMF Working Paper 2018/088.

附件一、损失分配的计算

分配损失的方法

跨部门损失分配的计算遵循 Garcia-Macia（2021 年）的方法。这种方法使用跨部门资产持有量的矩阵来计算资产价值的给定变化最终如何被各个部门吸收。

假设由部门 j 发行的资产 k 的价值所经历的初始冲击显示在表 1 的“直接渠道”列中。这种冲击对持有该资产的部门 i 产生了第一轮影响 d （见“第一轮”列），如下所示：

$$d_{ijk} = -\Delta p_{jk} a_{ijk} \text{ if } i \neq j,$$

其中 d 表示部门 i 的损失， Δp 是资产 k 价值的变化， a_i 是部门 i 的资产持有量。

然而，金融冲击产生了进一步的（可能是无限的）跨部门连锁反应，因为一个部门资产价值的变化会转化为其股权负债价值的变化，进而影响持有该部门负债的其他部门的资产价值，等等。¹ 为了按部门计算最终的损失吸收情况，该方法区分了完全由其他部门所有的部门（地方政府融资平台、存款性机构和非金融企业）以及那些最终吸收损失的部门（地方政府、中央政府、住户和世界其他地方）。前者通过跨部门持股网络将所有财务损失转嫁给后者（公式参见 Garcia-Macia, 2021 年），这一渠道在“股权吸收”列中显示。因此，最终吸收损失的部门（见“最终损失吸收”列）的总财务损失是其所受的第一轮影响和从其持有股权的部门受到的连锁反应影响的总和。

土地出让冲击

对于地方政府净值损失，假设土地出让支出对土地出让收入的弹性为 50%。地方政府融资平台债务的价值损失是根据省级面板数据中地方政府融资平台债务利差对土地出让收入的弹性计算的（附件二），结果为 -21%，并假设地方政府融资平台债务的平均未偿期限为 3 年。根据资产价值的总损失，权益价值损失作为残值计算得出。

矩阵数据

债务债权。以下要点说明了每个部门的债务债权矩阵的数据来源和估计值。一些金融债权属于资管产品部门，但为简单起见，这些债权随后根据所估计的此类产品的部门所有权进行分配（金融机构=31%；地方政府融资平台=10%；住户=45%；非金融企业=10%）。由于包括某些部门的非债务负债（即应收账款和应付账款），部门总数不一定等于第四条磋商工作人员报告中表 6 所公布的债务数据。地方政府和中央政府部门的数据也与预算定义相对应，而不是 IMF 工作人员更倾向于使用的增扩范围的广义政府定义。

¹ 一个隐含的假设是债务负债的估值保持不变。对纾困情景中的存款性机构放宽此假设（见下文）。

- 地方政府（LG）：
 - 负债：地方政府的官方债务负债根据中央国债登记结算有限责任公司提供的部门债券所有权数据（从 CEIC 获得）在各部门间分配。额外的信用负债根据地方政府融资平台的应收账款估计（见下文）。
 - 资产：根据人民银行报告的数据，地方政府对存款性机构的信用债权估计占金融机构财政存款总额的一半。
- 地方政府融资平台（LGFVs）：
 - 负债：地方政府融资平台债务负债根据从 S&P Capital IQ 获得的近 2200 个地方政府融资平台的汇总资产负债表数据估算得出。地方政府融资平台所借定期贷款划归到金融机构。97% 的优先债券和票据划归至国内资管产品，3% 划归至非居民。其他不计为债务或债券的有息债务负债分配至资管产品（75%）和金融机构（25%）。地方政府融资平台的其他应付账款按总负债减去有息负债、应付所得税、未实现收入和递延应缴税款计算，并分配到非金融企业（即拖欠；75%）和非银行金融机构（25%）。
 - 资产：地方政府融资平台对非金融企业的债务债权按应收账款总额的 20% 和其他长期资产的一半来计算。对地方政府的债务债权估计占应收账款总额的 80%。对金融机构的债务债权是所报告的现金和现金等价物的持有额。
- 金融机构：
 - 负债：银行的非债券债务负债是根据人民银行的存款性机构资产负债表数据序列计算得出的。银行的债券负债根据中央国债登记结算有限责任公司和上海清算所提供的部门债券所有权数据（从 CEIC 获得）在各部门间分配。
 - 资产：银行的非债券信贷资产是根据人民银行的存款性机构资产负债表数据序列计算得出的。对非金融企业的债权是“对非金融机构债权”和银行持有的地方政府融资平台债务的残值。对其他部门的额外债权通过金融机构对非银行金融机构的债权添加。
- 家庭：
 - 负债：包括人民银行存款性机构资金来源和使用情况数据中报告的住户部门贷款。
 - 资产：包括人民银行存款性机构资金来源和使用情况数据中报告的住户部门存款，以及资管产品部门持有的金融债权中住户按比例所有的份额。
- 非金融企业：
 - 负债：包括欠地方政府融资平台的应收账款估计值（如上所述）；欠银行系统的债务负债计算为人民银行存款性机构资金来源和使用情况数据中的非金融企业贷款总额减去地方政府融资平台贷款。资管产品部门持有的对非金融企业的债权按比例分配给地方政府融资平台、金融机构和住户部门。对世界其他地方的负债来自 IMF 第四条磋商工作人员报告表 6 中列出的企业外债数据。
 - 资产：包括人民银行存款性机构资金来源和使用情况数据中报告的非金融企业存款。资管产品部门持有的对其他部门的债权根据非金融企业部门在资管产品持有总量中所占比例（如上所述，估计为 10%）分配给非金融企业部门。对世界其他地方的债权是基于国际清算银行按地点编制的银行统计数据序列，该数据涉及欠居住地在中国境内的非银行对手方的跨境头寸。

- 中央政府
 - 负债：中央政府的官方债务负债根据中央国债登记结算有限责任公司提供的部门债券所有权数据（从 CEIC 获得）在各部门间分配。
 - 资产：根据人民银行报告的数据，中央政府对金融机构的信用债权估计占金融机构财政存款总额的一半
- 世界其他地方
 - 负债：金融机构的负债依照人民银行的存款性机构资金来源和使用情况数据中的国外资产衡量。非金融企业的负债依照国际清算银行报告的银行对中国对手方的跨境头寸衡量。
 - 资产：金融机构的资产依照人民银行存款性机构资金来源和使用情况数据中的外债衡量。中央政府和地方政府的债务负债来源于中央国债登记结算有限责任公司提供的部门债券所有权数据，该数据从 CEIC 获得。非金融企业的资产依照国际清算银行报告的银行对中国对手方的跨境债权衡量。

权益矩阵。表格中的各行列出了各部门的权益资产，各列为各部门的权益负债。

- 金融机构：
 - 负债：中央政府、地方政府和其他部门的债权根据上市金融机构最新披露的股东信息估算。其他部门的债权根据上海证券交易所的可交易市值最新持股构成数据进一步细分为金融机构、住户、非金融企业（包括地方政府融资平台）和世界其他地方。根据 Capital IQ 的数据，假设地方政府融资平台债权是地方政府融资平台长期投资的 30%。
- 地方政府融资平台：
 - 负债：假设地方政府融资平台报告的少数股权由非金融企业部门持有。地方政府融资平台股权的其余部分划归地方政府部门。
- 非金融企业：
 - 负债：中央政府、地方政府、世界其他地方等部门的债权基于中国国家统计局公布的中国工业企业资产构成数据。假设中央政府和地方政府在国有企业中所持份额相同，股份制企业由政府 and 私人部门平等所有，外资工业企业中的 20% 由世界其他地方部门所有，工业企业由其他部门所有。进一步的分类遵循与对金融机构债权相同的方法。

附件二、地方政府财政反应函数的估计

回归设定

财政反应函数预测基本余额的典型反应，这种反应是对其他宏观财政变量变化的响应。回归公式如下：

$$\Delta pb_{it} = \beta d_{it-1} + \gamma X_{it-1} + \delta_i + \epsilon_{it}$$

其中 i 表示省份， t 表示年份， pb 表示一般预算基本余额占 GDP 的比重， d 表示官方债务与 GDP 的比率（主要关注的回归量）， X 是财政变量和其他控制变量的向量， δ 是省固定效应， ϵ 是误差项。

数据

该分析使用了 2019-2022 年省级财政变量（包括预算内和地方政府融资平台）的年度数据。¹多数变量来源于 CEIC，而地方政府融资平台债务数据来源于 Capital IQ，采用与第四条磋商工作人员报告中相同的自下而上的方法汇总，但在省级层面，地方政府融资平台的利差数据来源于 WIND。表[X]提供了上述回归中包含的因变量和自变量的统计数据概览。

表 1. 中国: 统计数据概览, 2019-2022 年

	Units	Mean	Std. dev.	p25	p75	N
Primary Bal.	percent of GDP	-14.6	19.3	-18.5	-4.9	108
Health Exp.	percent of GDP	2.3	1.2	1.5	2.7	111
Land Sales	percent of GDP	5.7	2.8	3.8	7.1	112
Offical Debt	percent of GDP	32.4	15.1	21.6	41.8	116
LGFV Debt	percent of GDP	44.3	26.4	23.4	59.2	116
Offical Int. Rate	percentage points	1.9	0.5	1.6	2.3	108
LGFV spread (AA)	percentage points	3.0	1.5	2.1	3.8	106
RGDP growth	percent	-0.9	4.3	-3.6	0.8	116

来源：Capital IQ, CEIC, WIND 以及工作人员的估计。

¹ 样本期受到自 2019 年 5 月开始的省级地方政府融资平台利差数据可得性的限制。2019 年的利差数值根据可获得数据月份的平均值估算。