



中华人民共和国

2016年8月

2016 年第四条磋商——新闻发布稿，工作人员报告，以及中华人民共和国执行董事的陈述

根据基金组织协定第四条，基金组织通常每年与成员国举行双边讨论。在 2016 年与中华人民共和国第四条磋商的背景下，发布了下述文件，并纳入本文件包：

- **新闻发布稿**总结了执董会 2016 年 7 月 27 日讨论工作人员报告从而结束本次与中国第四条磋商过程中发表的意见。
- **工作人员报告**由基金组织工作人员小组在 2016 年 6 月 14 日结束的与中华人民共和国官员关于经济发展和政策的讨论后撰写，供执董会 2016 年 7 月 27 日讨论。报告依据的是讨论时所能获得的信息，于 2016 年 7 月 7 日撰写完毕。
- 基金组织工作人员撰写的**信息附录**。
- **工作人员陈述**对近期经济发展信息进行更新。
- 中华人民共和国**执行董事的陈述**。

下列文件已经或将要单独发布。

《部分问题》

基金组织的透明度政策允许在公布的工作人员报告和其他文件中删除市场敏感信息和对当局政策意向的过早披露。

公众可以联系以下部门获取该报告副本

Copies of this report are available to the public from

International Monetary Fund • Publication Services

PO Box 92780 • Washington, D.C. 20090

电话：(202) 623-7430 • 传真：(202) 623-7201

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

价格：每份 18.00 美元

国际货币基金组织
华盛顿特区



新闻发布稿第16/374号
立即发布
2016年8月12日

国际货币基金组织
美国华盛顿特区西北区 19 街
700 号, 20431

基金组织执董会完成与中华人民共和国的 2016 年第四条磋商

2016 年 7 月 27 日，国际货币基金组织（基金组织）执董会完成了与中国的第四条磋商¹。

中国正在继续转向可持续的增长，在很多领域取得进展，但也面临不少挑战。经济增长速度在 2015 年减缓到 6.9%，预计今年将降至 6.6%，原因是私人投资增长放慢、外部需求疲软。经济在再平衡的很多方面取得进展，特别是从工业转向服务业，从投资转向消费。但其他方面有所滞后，例如，增强国有企业和完善金融治理，以及控制信贷快速增长。

通胀在 2015 年降至 1.5% 以下，预计今年将上升到 2% 左右，反映出大宗商品价格回升以及 2015 年中期以来的汇率贬值。

2015 年下半年，基础设施支出扩大，信贷增长加快。预计在 2016 年剩下的时间里，宽松的宏观政策将继续为经济活动提供支持。

随着进口增加以及服务逆差因出境旅游继续增长而扩大，经常账户顺差预计今年将降至 GDP 的 2.5%（2015 年为 3%）。2015 年，资本大量外流（主要与偿还外债有关），国际收支面临压力。预计今年资本外流量将减少。人民币实际有效汇率到 2015 年中期升值了 10%，此后贬值了约 4.5%，仍然大体保持在与基本面相一致的水平。

执董会的评估²

执董们称赞中国当局实现更加均衡和可持续经济增长的坚定决心。他们注意到，经济

¹ 根据《基金组织协定》第四条，基金组织通常每年与成员国进行双边讨论。一个工作人员小组访问成员国，收集经济和金融信息并与该国官员讨论经济发展情况和政策。回到总部后，工作人员准备一份报告，该报告构成执董会讨论的基础。

² 在讨论结束时，总裁作为执董会主席总结执董们的观点，这份总结转给该国当局。对总结中使用的修饰语的解释，见 <http://www.imf.org/external/np/sec/misc/qualifiers.htm>。

增长在继续放缓，并且越来越多地由服务业和消费带动。执董们欢迎中国在许多领域的结构性改革方面取得的令人瞩目的进展，特别是放开利率、人民币国际化和城市化。第十三个五年规划制定了以经济再平衡为核心的雄心勃勃的目标，执董们对此也表示欢迎。

执董们指出，在下行风险加剧、缓冲不断消耗的情况下，中国的经济转型将继续是复杂、具有挑战性的，并且转型过程可能崎岖不平。他们强调，需要采取果断行动克服不断增加的脆弱性，降低对信贷融资、国家主导的投资的依赖，并改善国有企业和金融部门的治理、风险定价和资源配置。执董们强调，连贯一致、协调有效、沟通明确的政策是平稳、成功地实现转型的关键，而这种转型最终将使全球经济受益。

执董们强调，迫切需要采用综合方法解决企业债务问题。他们鼓励当局采取以下措施：硬化国有企业的预算约束，对负债过高的企业进行鉴别分类，并对其开展重组或清算；确认损失，并在相关各方（必要时包括政府）之间分担损失。对一些国有企业实施试点将有力地启动这一过程。执董们建议当局在采取这些措施的同时向下岗职工提供有针对性的社会救助，并实施举措促进新的、具有活力的民营企业进入市场。

执董们同意，宏观经济政策应着眼于降低脆弱性，这在短期内很可能使经济增长有所减缓。当局计划，若近期经济增长显著下滑，将采取财政支持措施，执董们对此表示欢迎。为此，他们认为应采用有利于消费的预算内措施，这些措施将有助于促进内部和外部再平衡。相关措施可包括：提高养老金；扩大社会、教育和医疗支出；建立重组基金；以及降低最低社保缴费。另外，还需持续付出努力，确保新预算法得到充分实施，提高财政透明度，并对税收制度进行现代化改革。

执董们强调进一步加强金融稳定的重要性。优先任务包括：鼓励银行积极主动地确认贷款损失并提高资本比率；加强监管对流动性风险管理和融资稳定风险的关注；以及解决影子产品的脆弱性。执董们还建议显著提升监管框架，以促进机构间信息共享和政策协调，缩小监管套利空间，并提高危机管理能力。他们期待着即将开展的金融部门评估规划更新评估。

执董们注意到工作人员的以下评估，即人民币币值基本符合经济基本面，尽管 2015 年的外部头寸略强于经济基本面对应的水平。他们欢迎中国朝着有效浮动汇率制度方向采取的步骤，并鼓励当局以此为基础继续取得进展，妥善管理转变过程，同时利用更为市场化的货币框架的支持。执董们支持在提高汇率灵活性和推动金融部门改革的同时审慎有序地推进资本账户开放。

执董们鼓励当局继续改善数据质量和政策沟通，这将有助于减少不确定性、调整预期和防范市场动荡。

表 1. 中国：部分经济指标

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	预测										
	(年度百分比变化·除非另有注明)										
国民账户											
实际 GDP	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.6	6.2	6.0	6.0	5.9	5.8
国内总需求	10.7	7.9	8.1	7.2	7.2	7.2	6.5	6.2	6.1	6.0	5.9
消费	12.2	8.7	7.2	7.2	8.3	7.8	7.7	7.1	6.8	6.6	6.4
投资	9.2	7.1	9.1	7.1	6.1	6.4	5.2	5.2	5.3	5.3	5.3
固定资产投资	8.8	9.0	9.3	6.8	6.8	6.6	5.3	5.3	5.4	5.4	5.4
库存(贡献)	0.4	-0.7	0.1	0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净出口(贡献)	-0.8	0.2	-0.1	0.3	-0.1	-0.5	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
资本形成总额(占 GDP 百分比)	48.0	47.2	47.3	46.7	45.0	43.9	43.3	42.8	42.2	41.6	41.0
国民储蓄总额(占 GDP 百分比)	49.8	49.7	48.8	49.3	47.9	46.3	44.9	44.1	43.2	42.4	41.6
劳动力市场											
失业率(年度平均) 1/	...	...	5.0	5.1	5.1	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0
工资	16.7	14.0	12.9	10.0	9.9	9.0	8.7	8.5	8.5	8.3	8.1
价格											
消费者价格(平均)	5.4	2.6	2.6	2.0	1.4	2.1	2.3	2.4	2.6	3.0	3.0
GDP 缩减指数	8.1	3.2	2.4	1.2	0.4	0.7	0.9	1.4	1.6	2.0	2.1
金融											
7 天回购利率(百分比)	6.4	4.6	5.4	5.1	2.5	...	...	...	...	...	...
10 年期政府债券利率(百分比)	3.4	3.6	4.6	3.7	2.9	...	...	...	...	...	...
实际有效汇率(平均)	2.8	5.6	6.3	3.1	10.1	...	...	...	...	...	...
名义有效汇率(平均)	0.1	5.0	5.3	3.1	9.5	...	...	...	...	...	...
宏观金融											
社会融资总量 2/	18.1	19.1	17.5	14.3	12.4	12.7	11.9	11.4	11.0	10.3	10.1
占 GDP 百分比	157.9	169.0	180.0	189.5	198.4	208.3	217.4	225.1	232.0	236.9	241.6
对私人部门的国内信贷	16.2	19.8	16.6	13.5	14.7	14.7	13.4	12.1	10.9	9.9	9.7
占 GDP 百分比	124.8	134.3	141.9	148.2	158.3	169.2	179.0	186.5	192.1	195.5	198.7
房价 3/	5.7	8.7	7.7	1.4	9.1	8.9	7.3	7.0	7.3	6.9	6.8
家庭可支配收入(占 GDP 百分比)	58.3	59.4	60.0	60.7	62.2	63.2	63.6	63.9	64.2	64.2	64.2
家庭储蓄(占可支配收入百分比)	41.0	40.8	38.5	37.9	37.4	36.9	35.8	34.7	33.7	32.7	31.7
家庭债务(占 GDP 百分比)	27.8	29.6	33.0	35.3	38.4	41.8	45.5	49.1	52.4	55.3	57.5
非金融企业国内债务(占 GDP 百分比)	97.0	104.7	108.9	112.8	120.0	127.4	133.5	137.5	139.7	140.2	141.2
广义政府(占 GDP 百分比)											
净贷款/借款 4/	-0.1	-0.7	-0.8	-0.9	-2.7	-3.0	-3.1	-2.9	-2.9	-2.8	-2.7
收入	26.9	27.8	27.7	28.0	28.6	27.8	28.1	28.0	27.8	27.7	27.5
支出	27.0	28.4	28.5	28.9	31.3	30.8	31.2	30.9	30.7	30.4	30.2
债务 5/	15.2	15.2	15.9	38.5	38.3	38.6	39.1	39.3	39.3	39.2	39.0
结构性余额	-0.1	-0.5	-0.5	-0.5	-2.4	-2.9	-3.1	-2.9	-2.9	-2.8	-2.7
国际收支(占 GDP 百分比)											
经常账户差额	1.8	2.5	1.5	2.6	3.0	2.4	1.6	1.3	1.0	0.8	0.6
贸易差额	3.0	3.6	3.7	4.1	5.1	5.1	4.5	4.3	4.0	3.8	3.7
服务差额	-0.6	-0.9	-1.3	-1.6	-1.6	-2.0	-2.3	-2.6	-2.7	-2.9	-2.9
净国际投资头寸	22.4	21.8	20.7	15.2	14.3	16.5	16.9	16.7	16.3	15.5	14.8

官方储备总额 (十亿美元)	3,256	3,388	3,880	3,899	3,406	3,181	3,064	2,993	2,890	2,813	2,740
备忘项											
名义 GDP (十亿人民币) 6/	48,604	54,099	59,696	64,849	69,630	74,715	80,118	86,159	92,834	100,244	108,246
增扩概念的债务 (占 GDP 百分比) 7/	45.8	47.1	51.0	51.8	55.8	60.4	64.5	67.8	70.4	72.2	73.5
增扩概念的净贷款/借款 (占 GDP 百分比) 7/	-6.0	-5.1	-7.6	-7.2	-7.8	-8.4	-8.2	-7.8	-7.4	-7.0	-6.6
增扩概念的财政余额 (占 GDP 百分比) 8/	-8.2	-7.8	-10.3	-9.8	-9.5	-10.1	-9.8	-9.3	-8.8	-8.4	-8.0

来源：CEIC 数据有限公司；基金组织信息通告系统；以及基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 失业率调查数据。

2/ 工作人员估计，经地方政府债务置换调整后的社会融资总量在 2015 年相当于 GDP 的 203%。

3/ 基金组织工作人员根据国家统计局公布的 70 个大中城市房价数据（商品住宅价格）估计的平均售价。

4/ 对当局的财政预算余额进行了调整，以反映合并的广义政府余额，包括政府管理的资金、国家管理的国有企业资金、平准基金和社保基金的调整。

5/ 2015 年之前的债务估计数包括中央政府债务和显性地方政府债务（财政部和人民代表大会 2015 年 9 月确定的）。广义政府债务 2014 年的大幅增加反映了当局对地方政府过去预算外债务的确认。2015 年之后的债务估计数假设 2015-2012 年预算外借款为零。

6/ 支出侧名义 GDP。

7/ 增扩概念的财政数据将政府范围扩大到包括地方政府融资平台和其他预算外活动。

8/ “增扩概念的财政余额” = “增扩概念的净贷款/借款” - “净土地出售收入”（占 GDP 百分比），因为我们视净土地出售收入为融资。



中华人民共和国

2016年第四条磋商工作人员报告

2016年7月7日

主要问题

背景。中国继续转向可持续增长路径。再平衡在许多方面取得进展，特别是从工业转向服务业，以及从投资转向消费，但在控制信贷快速增长方面进展有限。改革在多个领域取得令人瞩目的进展，但一些关键领域的改革滞后。向可持续增长的转型过程被证明是困难的，出现了显著的经济和金融波动。脆弱性仍在沿着危险的轨道上升，财政和外汇缓冲虽仍充足，但在不断消耗。

前景。最近的政策支持措施改善了近期增长前景。但以下因素使得中期前景变得暗淡：资源持续配置不当，企业债务高企且不断上升，存在结构性产能过剩，金融部门日益庞大、不透明且相互关联。在明确、果断地实施改革路径方面，显然存在挑战，这使人们更加担心，尽管中国目前的缓冲依然充足，但可能会在经济实现充分转型之前耗尽这些缓冲。

战略。虽然挑战仍是可控的，但迫切需要采取行动，确保降低脆弱性，同时支持新的、市场化的经济增长，从而成功应对这些挑战。这意味着，需要通过解决造成信贷快速增长的根源问题来放慢信贷增速，同时维护宏观稳定。这些根源问题包括：追求不可持续的高增长目标，国有企业和地方政府的软预算约束，隐性和显性担保网络，以及部分金融部门过度承担风险。关键要素包括：

- **解决企业债务问题：**制定全面计划并采取具体行动，硬化预算约束（特别是对于国有企业），重组/清算薄弱企业，确认和分配损失，改善治理，以及便利市场准入。
- **调整宏观政策以实现经济增长适度放缓：**允许增长稳定在与可持续宏观政策相一致的水平，大幅减缓信贷扩张，以及将预算外投资转变为有利于改革和消费的预算内财政措施。
- **防范金融风险：**增加银行缓冲，确认损失，提高融资稳健性，控制影子银行/产品的风险，以及改善监管框架和危机应对。
- **在实行有效浮动汇率制度方面继续取得进展：**将市场化程度逐渐增强的总体取向与娴熟的短期管理结合起来，避免过度波动。
- **提高透明度：**特别是改善信息沟通和数据质量。

**Markus Rodlauer 和
Alfred Kammer 批准**

6月1-14日在呼和浩特、上海和北京举行了讨论。工作人员小组由以下人员组成：J. Daniel（组长）、S. Guo、J. Kang、M. Nabar、L. Zhang（均来自亚太部），P. Wingender（财政事务部），J. Caparuso、T. Harjes（均来自货币与资本市场部），G. Gottlieb（战略、政策及检查部），A. Schipke、W. Lam 和 S. Chen（驻华代表）。Z. Jin 和 J. Chen（中国董办）参加了官方会谈。M. Rodlauer（亚太部）参加了代表团第二周的会谈。第一副总裁 D. Lipton 参加了6月12-14日的高级别政策会谈。D. Ma（信息交流部）协调了媒体活动。I. Parry（财政事务部）参与了环境背景文件的相关宣介活动。T. Law、J. Meng、Q. Shan、J. Li、R. Li、Y. Liu、L. Yee 和 J. Yu 为代表团提供了支持。

目录

背景	4
前景和风险	10
溢出效应	15
确保成功转型的政策	16
A. 解决企业债务问题	16
B. 接受增长减缓	19
C. 防范金融稳定风险	21
D. 迈向有效浮动汇率制度	22
E. 提高透明度和加强信息沟通	24
工作人员的评估	27
专栏	
1. 进口减缓的原因是什么？	6
2. 近期改革	7
3. 中国的产出数据有多可靠？	25
图	
1. 经济活动：放缓趋势，崎岖不平	28
2. 再平衡：一些进展	29
3. 企业部门：压力增大	30
4. 信贷：寻求收益	31
5. 对外部门：趋势逆转？	32
6. 外汇和股票市场：压力缓解？	33

表

1. 部分经济指标	34
2. 国际收支	35
3. 外部脆弱性指标	36
4. 货币和信贷走势	37
5. 广义政府财政数据	38
6. 非金融部门债务	39

附录

I. 对外部门报告	40
II. 债务可持续性分析	42
III. 风险评估矩阵	48
IV. 2010-2011 年中国金融部门评估规划主要建议的实施情况	49

背景

“新常态意味着……告别不均衡、不协调、不可持续增长模式。”（Premier Li，2016年）。但转型过程被证明是困难而崎岖的。

再平衡记分卡

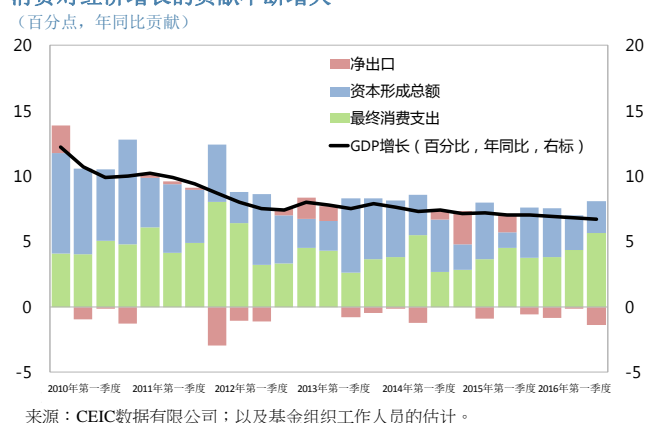


宏观和政策形势

1. 经济活动直至2016年初温和放缓，这其中宽松政策起了支持作用。再平衡调整取得了进展（见《部分问题》；图1和2）。

- 供给侧指标。**工业生产稳步放缓，并在进行必要的调整，从产能过剩的上游部门（水泥、钢铁、玻璃）转向更面向消费者的部门（汽车、计算机、家用电器）。服务业活动仍然保持强劲，即使是剔除金融服务的巨大贡献后依然如此。供给再平衡，即从工业转向服务业，继续沿着上一个五年规划（2011-2015年）的趋势取得进展。
- 需求侧指标。**由于家庭收入稳步增长，零售额增长保持强劲。近几个月房地产市场恢复之后，投资已经企稳。需求再平衡取得进展，2015年和2016年第一季度，消费对经济增长做出了三分之二的贡献。
- 通胀继续得到较好控制。**核心通胀稳定在1.5%左右。总体CPI通胀最近因食品价格而加速上涨。生产者价格通缩依然显著（尽管最近幅度缩小），反映了房地产和重工业产能过剩以及大宗商品价格低迷。
- 政策支持。**2015年五次下调了基准贷款利率。2015年下半年，财政政策转为扩张性，基础设施支出扩大（得到政策银行贷款和地方政府债务/贷款置换的支持），信贷增长加速。
- 对外部门。**出口表现疲软，反映出2015年中期以来外部需求疲弱和实际有效汇率升值。但由于国内需求增长放缓，进口量也较低（专栏1）。贸易效应的有利变化使2015年经常账户顺差扩大到GDP的3%，但由于资本大量外流，对外账户承受了显著压力。
- 汇率。**从2014年中期到2015年中期，人民币实际有效汇率的升值幅度接近10%，原因是人民币当时与美元紧密挂钩。从那以后，人民币实际有效汇率贬值了4.5%。人民币汇率仍大体符

消费对经济增长的贡献不断增大

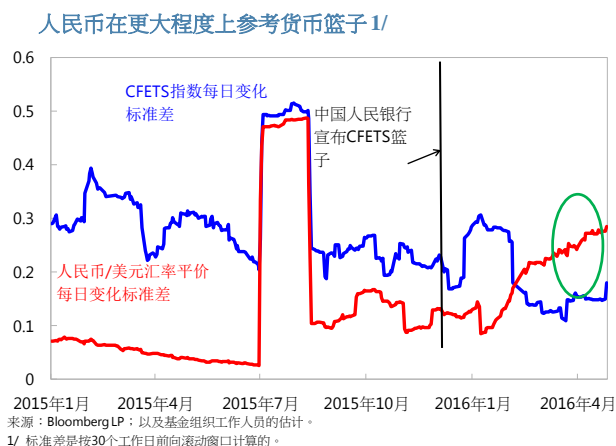


合经济基本面（附录 I）。

改革进展

2. 改革在很多方面继续取得进展，特别是在改善货币和财政框架以及支持城市化方面（专栏 2）。

- 货币框架。** 放开利率的过程已正式完成，人民银行开始采用以七天回购利率为中心的利率走廊（见《部分问题》）。人民币在 2015 年 8 月采用了更为市场化的定价机制，并且自 2015 年 12 月以来在更大程度上参考货币篮子，这提高了人民币对美元汇率的灵活性。这些改革合起来有助于中国实现独立、市场化的货币政策。
 - 财政框架。** 正在实行广泛的改革：新的预算法正在实施之中（旨在增强地方政府财政的透明度和问责制）；将增值税扩展到服务业的举措已经完成；碳排放交易计划（全球规模最大）将于 2017 年在全国范围内推行；已经宣布实行社保改革，实现城镇/农村居民和公职人员/私营部门雇员养老金并轨，并对各级政府的收入和支出责任进行审查（这应有助于解决大幅度的垂直失衡问题，这种失衡目前限制了地方政府实施社会支出改革的能力）。
 - 城市化。** 政府继续鼓励农村居民迁入城镇地区，这是通过专业化和知识传播而提高生产率的关键。具体措施包括，推进农村土地改革，将基本公共教育支出分配到中央预算，以及提高养老金的可携性。几个省份正在推行新的户籍制度，在这一新制度下，农民工能够逐步获得基本社会福利和居住福利的资格。
 - 企业重组。** 已经在地方一级小规模地对不具生存能力的“僵尸”国有企业进行重组，公共财政状况相对强健、经济结构更为多元化的省份率先实施这种重组。
- 3. 政府采纳了以经济再平衡为核心的新的五年规划（2016-2020 年）。** 新的五年规划旨在促进消费、扩大服务业、保护环境、进一步放开经济、扩大公共服务以及减轻贫困。政府还宣布了国有企业改革计划的要素，以及煤炭和钢铁行业的产能削减目标（未来 3-5 年内将现有产能缩减 10-15%），并宣布建立 1000 亿元人民币的专项基金，来重新雇用并再安置预计 180 万受影响的员工。然而，在许多领域，特别是国有企业改革方面，仍有待制定更详细措施和指导原则。



专栏 1. 进口减缓的原因是什么？ 1/

过去两年里，中国实际进口增长显著放缓。从投资到消费的再平衡调整在一定程度上导致投资减弱，在进口增长放缓中，约 40-50% 是由投资减弱引起的。出口减弱也起了 40% 左右的作用，其中约四分之一是由人民币升值所致。

名义进口的急剧下降主要是价格引起的。2015 年，货物名义进口下降了 9%，主要是由进口价格下跌所致，其中三分之二是由大宗商品价格大幅下跌引起的（仅这一个因素就使贸易差额的改善幅度达到 GDP 的 1.5% 左右）。实际进口仅上升了 1%（而之前四年平均上升 7% 左右），对全球实际进口增长减速起到了约一半的作用。

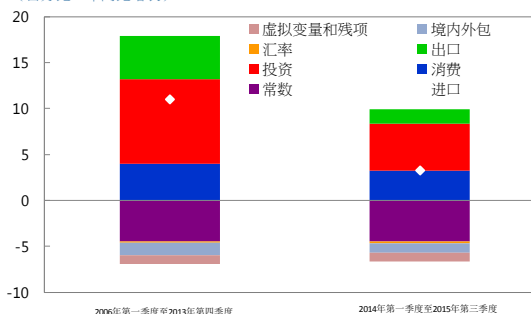
货物进口疲软涉及面很广。机器和运输设备进口（约占总进口的 40%）在减速，因为再出口需求下降，降低经济增长对投资依赖程度的再平衡调整过程继续推进。电子产品受影响相对较小。大宗商品进口（约占总进口的 30%）也在放缓，原因是工业下滑、房地产和基础设施投资疲软。

几个因素导致了实际进口增长减缓。为应对全球金融危机而实施的财政刺激措施使国内总需求强劲增长，此后，国内总需求增长放缓。经济增长模式正在发生结构性变化，消费对经济增长发挥更大的驱动作用，其进口密集度低于投资和出口。对于高增加值产品，中国还在以国内生产取代进口。此外，人民币大幅升值削弱了出口的价格竞争力，从而降低了对加工进口品的需求。

基金组织工作人员通过分析发现，投资和出口减弱是关键驱动因素。对加入世贸组织之后的期间（2002 年第一季度至 2015 年第三季度）所作估计显示，投资减弱是主要因素，对过去两年进口增长减缓所起作用占到约 40-50%。出口减弱也起了约 40% 的作用，其中约四分之一是由人民币升值所致。以国内生产替代进口中间投入品（“境内外包”，以加工进口与总出口的比率衡量）在这一期间并不是额外的拖累因素，但在持续不断地减缓进口增长。

对进口增长的贡献

（百分比·年同比增长）



来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

1/ 见 J. Kang 和 W. Liao, 基金组织工作文章 16/106。

专栏 2. 近期改革

实施了各项关键改革，目的是改善货币和财政框架及促进城市化。

金融部门改革

- 实行存款保险（2015年5月）
- 正式全面放开利率（2015年10月）
- 人民银行实施宏观审慎评估体系（2016年1月）
- 启动证券化试点计划（2016年2月）
- 对资产负债表表外和表内活动实行统一的资本要求和风险权重（银监会82号文，2016年5月）
- 对金融机构存款准备金采用“期内平均”考核法（2015年9月）

结构性改革

- 宣布煤炭和钢铁行业的产能削减目标（未来3-5年削减10-15%左右）（2016年2月）
- 建立1000亿元人民币的专项基金，用于产能过剩行业下岗职工的社会安全网（2016年2月）
- 公布国有企业改革指导原则；实施了十个试点项目（2015年9月，2016年2月）
- 缩减中央政府定价范围（2015年12月）
- 放宽独生子女政策（2015年12月）
- 明确农村土地所有权，包括用作农业贷款抵押（2016年3月）
- 约30个省份宣布户口（居民登记）改革指导原则（2016年4月）；2016年底之前推行新的户籍制度
- 扩大保障性住房计划（2016年5月）
- 一些省份开始对不具生存能力的省级国有企业进行重组（2016年6月）
- 国有企业的社会职能（提供某些公用事业和物业管理服务）将被削减（2016年6月）

财政改革

- 实施新的预算法（2015年1月）
- 营业税完全转为增值税（尚未转换的服务业也完成转换）（2016年5月）
- 降低雇员社保缴费（2016年4月）
- 改善监管，减少企业交给各政府基金费用的项目（2016年2月）
- 2016年1月起实行新的财政会计核算框架
- 修改成品油的价格调整机制（2016年1月）
- 扩大出口增值税零税率政策（2015年10月）
- 对高科技小企业实施减税（2015年9月和11月）
- 改革个人所得税，以进一步促进公平和再分配
- 新的环境保护和资源税法；碳排放交易制度（将于2017年推行）

对外部门改革

- 实施基金互认计划（2015年7月），使中国内地和香港特区的共同基金能够相互调动资金
- 放宽对官方部门和合格机构投资者进入境内固定收益证券和外汇市场的限制（2015年7月和10月；2016年2月）
- 人民币在更大程度上参考货币篮子而非美元；宣布CFETS货币篮子（中国外汇交易中心）及货币权重（2015年12月）
- 2016年10月起，人民币将被纳入特别提款权货币篮子（2015年11月）
- 宣布对美国的人民币合格境外机构投资者（RQFII）额度（2016年6月）

政策障碍

4. 尽管宣布的战略方向是对的，但一些障碍导致实施受阻，脆弱性在增加。

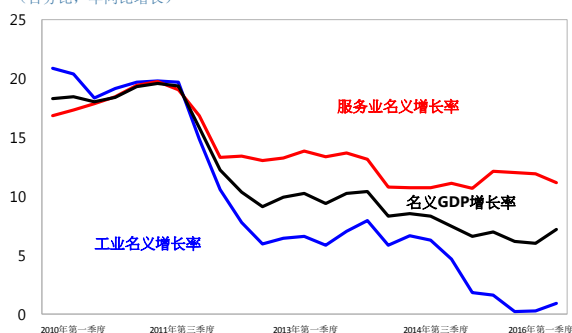
- **传统的刺激措施。**2015年中期，面对经济增长减速，政府采取措施促进基础设施支出、房地产业和信贷，从而支持了近期增长，但也导致脆弱性加剧。政府还将2016年增长目标设定为6.5-7%，高于工作人员建议的6-6.5%的可持续范围。
- **改革进展不均衡。**注重近期增长，必然未能充分重视对中期增长至关重要的各项改革。但经济增长在短期内出现下滑。一些关键结构性改革的进展相对缓慢，特别是在加强治理、对国有企业实行硬预算约束、解决企业债务过高问题以及放开国家主导的服务业方面。结果是，资源配置不当问题依然存在。
- **政策不够清晰。**政府的政策和公告似乎交替将重点放在改革或经济增长上。其中一些困难是预料之中的，因为改变旧有增长模式的过程是复杂的，在政治上具有挑战性。特别是，为进一步放开经济，同时打破依然普遍存在的扭曲，需要实施一系列广泛、时机恰当、设计完善的政策，在这一过程中需要边做边学。不过，看似时不时出现的不一致情况导致了市场担心政府对改革的承诺（例如，2015年6月对股市调整的严厉回应），并担心平稳过渡到可持续增长的前景。这在一定程度上反映了中国当前实施的经济战略的内在矛盾，即一方面着眼于让市场在资源配置中发挥“决定性”作用，另一方面又肯定国家的“主导”作用。

脆弱性加剧

- **产能过剩部门/地区的“硬着陆”。**产能过剩部门同时受到各种因素的冲击，包括房地产需求下降、全球大宗商品价格下跌、汇率升值以及劳动力成本上涨。国有企业面临尤其大的压力，其利润急剧下滑。北方地区面临的压力也尤为显著。

双速经济

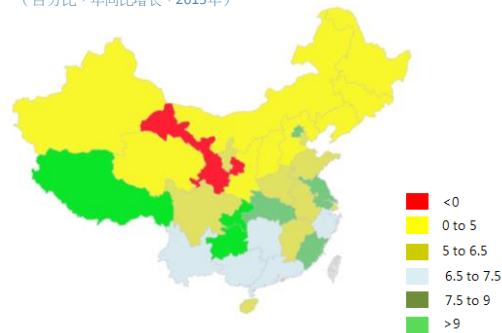
(百分比，年同比增长)



来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

地区增长存在显著差异

(百分比·年同比增长·2015年)

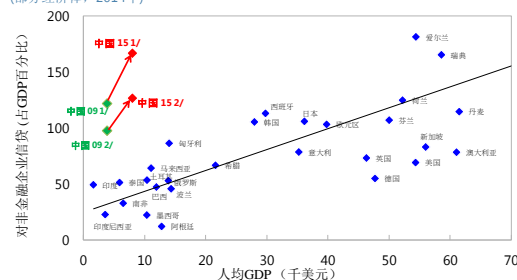


来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

- **企业基本面恶化 (图 3)。**由于产能过剩、国内需求减缓、外部需求疲软、生产者价格下跌，2015年，工业利润自上世纪90年代末以来首次下降。企业间拖欠情况增加——上市公司应收账款待收天数的中位数从2010年的不到30天上升到45天。违约和评级下调的情况在增加。越来越多的债务由利息覆盖率低的企业持有——利润低于利息支付额的企业持有约14%的债务。银行特别是小银行的受损贷款（大部分是对企

企业信贷: 与其他经济体相比处于高水平

(部分经济体，2014年)



来源：国际清算银行，以及基金组织工作人员估计。

1/ 指社会融资总额减去股权和家庭贷款。

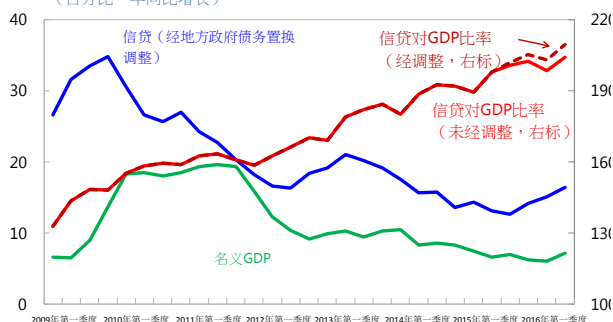
2/ 指社会融资总额减去股权、地方政府融资平台的借款以及家庭贷款。

业贷款)快速上升。

● 信贷增长率高企且不断上升

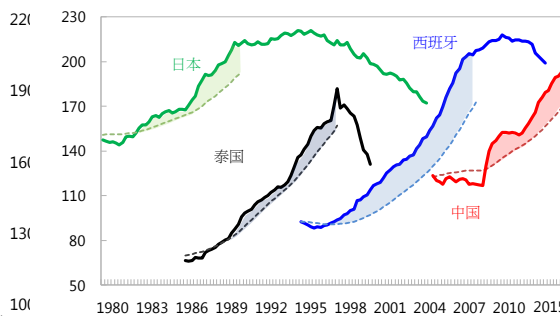
- 信贷增长加快，增速是名义 GDP 的两倍。结果是，已经处于高位的非金融私人信贷/GDP 比率仍在快速上升，其中主要是企业债务。信贷增长率与趋势水平的偏离程度（从各国经验看是一个重要的潜在危机指标）已达到 GDP 的 20-25%，按国际标准看，处于非常高的水平。

信贷：规模大，且不断增长 1/ (百分比，年同比增长)



来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。
1/ 社会融资存量总额。

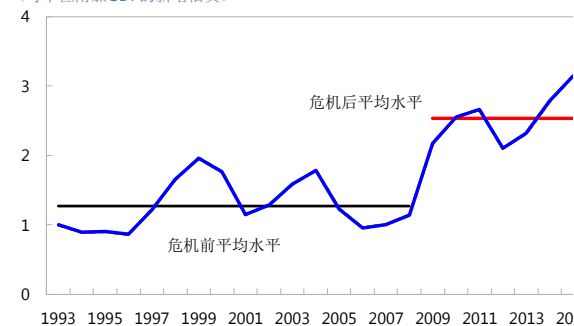
快速信贷增长和大幅信贷缺口 1/ (占GDP的百分比)



来源：国际清算银行；以及基金组织工作人员的计算。
1/ 对私营非金融部门的信贷总额。虚线表示信贷趋势。

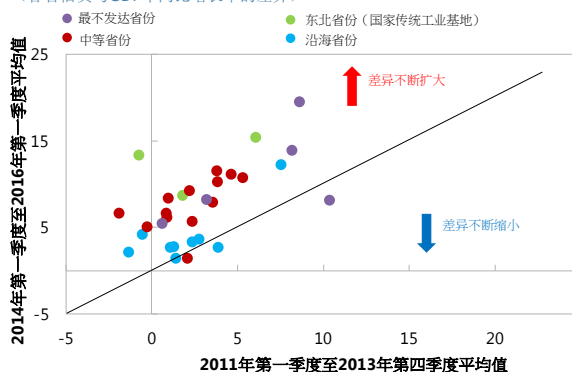
- 经济增长的信贷密集度上升，在传统工业集中的地区，上升速度更快，这显示出信贷配置效率下降、治理薄弱、对延期偿债的容忍以及软预算约束。
- 这种快速、低效的信贷扩张带来的潜在损失可能是巨大的。例如，2016年4月《全球金融稳定报告》估计企业贷款的潜在损失达 GDP 的 7%。金融体系的其他部分，特别是影子信贷产品，也可能出现进一步的损失。

信贷密集度进一步上升 1/ (每单位附加GDP的新增信贷)



来源：国际清算银行；《世界经济展望》以及基金组织工作人员的估计。
1/ 图反映的是三年滚动平均值。

在多数省份，信贷增长日益超过GDP增长 (各省信贷与GDP年同比增长率的差异)



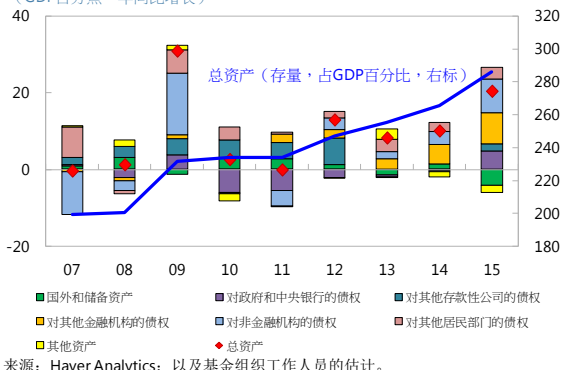
来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

- 日益庞大、杠杆运作、相互关联、不透明的金融体系（见《部分问题》；图 4）。在近年信贷快速增长的背后，是银行与非银行的复杂关联网络以及投资产品的激增。这种创新可提高金融包容性，但也反映了监管套利，使监管机构更难识别新出现的脆弱性，增大了市场不同部分之间发生蔓延效应的可能性，并可能在经济下滑期加剧金融压力。各类资产和中介之间的相互关联程度增大，体现在若干渠道：

- 银行资产负债表急剧扩大（2015 年相对于 GDP 增幅为 22 个百分点），特别是对其他金融机构的债权（从 2010 年占 GDP 的 5% 扩大到 2015 年的 26%）以及对影子信贷产品的表外和表内风险敞口。
- 银行间市场质押式回购贷款迅速扩张，2015 年交易量翻了一番以上（主要是隔夜贷款），原因是大银行向小银行和非银行金融机构（包括证券公司、信托公司和资产管理公司）提供融资。
- 小银行和各省的银行（特别是城市商业银行）的作用增大，这些银行对影子信贷产品的风险敞口更大，且增长迅速。

商业银行资产负债表迅速扩张

(GDP百分点, 年同比增长)

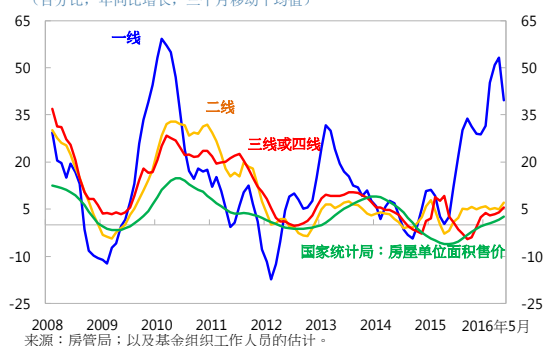


来源: Haver Analytics; 以及基金组织工作人员的估计。

- 资产价格高涨倾向。在中国，各类资产（房地产、股票和债券）的价格最近相继高涨。之所以产生这种倾向，是因为大量储蓄寻求收益，杠杆率上升，以及市场认为隐性担保网络会限制损失。这会扭曲风险定价并滋生投机性过度行为。最近，银行购房贷款强劲增长，深圳、上海、北京等一线城市的房价大幅上涨。

一线城市房价高涨

(百分比, 年同比增长, 三个月移动平均值)



来源: 房管局; 以及基金组织工作人员的估计。

- 资本外流。虽然外部头寸略强于基本面（图 5 和图 6），但 2015 年和 2016 年初的资本外流超过了经常账户顺差，导致外汇储备大幅减少。资本外流的程度显示资本账户实际上的可渗透性要高于条例上的限制措施所对应的程度。几个因素看来造成了这种外流（见《部分问题》），包括：
 - 对人民币资产相对近期收益的**预期发生变化**，这是因为中国下调了利率，汇率波动性增大，并且美联储即将加息，这些都降低了套利交易的吸引力。许多投资者和市场分析人士预期去年的增长减缓会引发政策逐步放松，并最终导致人民币贬值。2015 年 8 月的汇率制度变化似乎强化了这种预期。
 - 投资者越来越担心经济增长前景，包括近期和较长期的前景。由于怀疑政府实施改革议程的能力，一些投资者还担心中国的较长期增长前景。这种担忧在一定程度上可能导致了去年对外投资的大幅增长。

前景和风险

根据工作人员的基线预测，经济增长率到 2018 年将降到 6% 左右，此后将继续下降。基线情景下，在解决企业债务和国有企业公司治理问题上缺乏果断进展表明债务占 GDP 的比例继续上升，出现破坏性调整的风险增大。但基线预测确实假设中国继续实施有利于消费和服务业的改革，包括加强社会安全网以及放松服务业管制。因此，需求和生产结构将进一步转向消费和服务业。

5. **近期增长。**预计 2016 年经济将增长 6.6%，2017 年将降至 6.2%。这假设：

- 由于劳动力市场状况普遍强劲，**国内需求**将保持旺盛，其中消费对总体经济增长的贡献将超过一半。投资增长在 2016 年预计将小幅加快，这是因为，基础设施支出强劲以及房地产和国有企业投资回升将抵消制造业和非国有企业投资的疲软。但随着刺激措施效果消退，投资增长在 2017 年将减缓。
- **外部需求**预计仍将疲软，净出口在 2016-2017 年将拖累经济增长。出口增长仍将乏力，而进口可能随投资增长而回升。
- **政策支持**在 2016 年提供了正向财政刺激，2017 年回到逐步整顿状态。预测假设今年增扩概念的赤字略高于去年，原因是预算内赤字上升，预算外地方政府支出略微加强（得到政策银行贷款和新的专项建设基金的支持）（附录 II）。¹
- 根据当局对社会融资总量的预测以及基金组织工作人员对地方政府债务/贷款置换作出的调整，假设 2016 年**信贷同比增长率**为 15%。²随着生产者价格回升、削减过剩产能取得进展，投资增长将减缓，企业利润将改善，信贷增长假设在 2017 年将放慢到 13%。

6. 预计通胀将逐渐回升，原因是大宗商品价格反弹、汇率自 2015 年中期以来贬值以及削减过剩产能取得进展，但今年和明年通胀率仍将保持在 2-2.5%。中期内，随着大宗商品价格回升，工资压力随劳动力增长放缓而逐渐积累，预计通胀将逐步上升到 3% 左右。

7. **经常账户。**由于服务和收入逆差扩大，2016 年经常账户顺差预计将缩小到略低于 GDP 的 2.5%。

- **贸易顺差**在 2016 年预计将稳定在略高于 GDP 5% 的水平，贸易条件效应将大体抵消进口的回升。中期内，随着经济进一步从外部需求转向私人消费，贸易顺差预计将降到 GDP 的 4% 以下。由于出境旅游活跃，**服务逆差**预计将继续扩大。**收入逆差**预计将大体保持稳定。
- 中期内，到 2021 年，经常账户顺差预计将降至 GDP 的 0.5% 左右。储蓄将从 2015 年占 GDP 的 48% 下降到 2021 年的约 42%。这是因为，人口结构变化和社会安全网增强预计将促使居民储蓄下降，生产要素成本上升和效率递减将导致企业储蓄下降，而公共储蓄将随社会支出增加而减少。预计投资预计将从 2015 年占 GDP 的 45% 下降到 2021 年的 41% 左右，原因是在经济增长放缓的环境下，投资回报下降，因此私人投资将减缓，同时，公共投资过度现象将得到缓解。

8. **资本流动。**资本外流量相对于 GDP 的规模预计与去年大体类似。随着外债偿还压力减退，2015 年第三季度至 2016 年第一季度出现的资本大量外流将逐渐放缓。居民购买国外资产以平衡其投资组合的长期趋势预计将继续下去，但不会比当前显著加快。

9. **再平衡。**中国内部和外部失衡的关键在于国民储蓄率高。随着人口老龄化、社会安全网增强，国民储蓄率预计将逐渐下降。居民储蓄下降和可支配收入增加将促使居民消费增长继续加快，

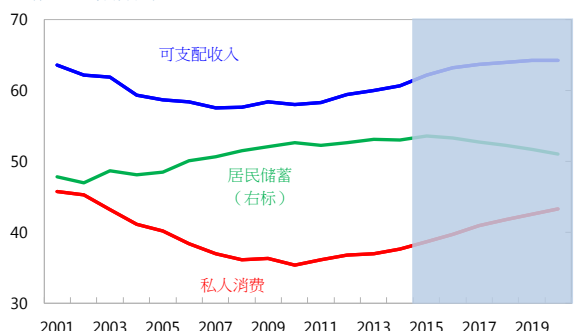
¹ 关于增扩概念的赤字和债务，见基金组织工作文章 14/4：<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=41204.0>。

² 根据新的预算法，约 14 万亿元人民币的现有地方政府融资平台借款已被确认为地方政府显性债务，其中近四分之一已置换成地方政府债券。由于被置换的部分不再计入社会融资总量，公布的社会融资总量增长率低估了信贷增长速度。基金组织工作人员根据置换数额对官方社会融资总量统计数据作了调整，以纠正这种低估。如果不对债务置换进行调整，社会融资总量 2016 年预计将增长 12.7%。

而收入的增长将来自劳动密集型服务业。在供给侧，服务业将日益取代工业成为经济活动的主要支点，这也应降低产出的碳密集度和收入的不平等程度。但基线预测假设，企业重组和国有企业改革仅取得有限进展，因此，信贷再平衡调整仅将缓慢推进。

消费比重将上升

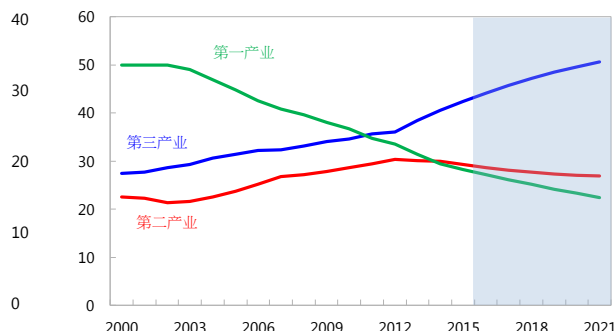
(占GDP的百分比)



来源：基金组织工作人员的估计和预测。

... 服务业比重也将上升

(占总就业的百分比)



来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

10. 中期增长前景。近期依赖政策放松和信贷支持的投资，在企业债务重组、国有企业改革、有活力的私营企业进入市场方面缺乏果断进展，这些预计将加剧脆弱性，导致资源配置恶化。以这种方式实现更强的近期增长，代价是经济将可能面临进一步的收益递减，到 2018 年增长速度将放缓至 6%，中期内将进一步减缓。特别是，经济增长的信贷密集度预计仅将小幅下降，因此，非金融私营部门信贷与 GDP 的比率将继续上升。这种情况下，出现破坏性调整（银行危机和/或经济增长急剧下滑）的风险加大。从其他国家的经历看，信贷高涨往往导致这种后果。

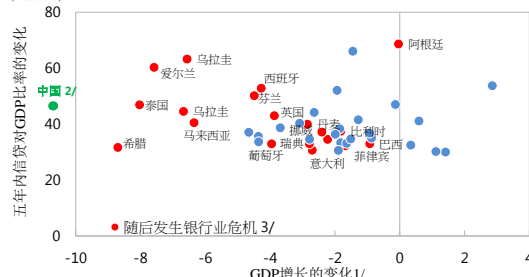
11. 尽管近期前景相对乐观，下行风险仍占主导地位（附录 III）。

• 下行风险：

- **近期：**主要风险包括投资者丧失信心、企业无序违约、资产价格暴跌以及刺激措施的作用更快消退。企业的高杠杆率使它们对利润下降和借款成本上升尤其敏感（但鉴于总体外汇敞口较低，对汇率风险不那么敏感）。这些风险可能被金融体系放大，再度出现资本外流和汇率压力。
- **中期：**主要风险是改革进展缓慢，继续依赖政策刺激和不可持续的信贷增长，这将导致脆弱性加剧，资源配置不当恶化，经济增长永久减缓。在“不改革”的示意性情景下，尽管可以暂时促进近期增长，但由于全要素生产率增长持续减缓，中期经济增长速度将继续下降。非金融私人信贷与 GDP 的比率将升至显著高于基线的水平，发生破坏性调整的风险也将显著加大。

信贷繁荣往往悲惨收场

(百分点)



来源：基金组织工作人员的估计。

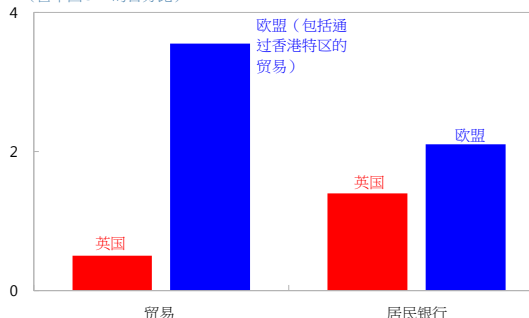
1/ 繁荣后五年与繁荣前五年平均增长差异。

2/ 由于中国的信贷繁荣尚未结束，所以没有增长变化。

3/ 银行业危机发生年份参考Laeven和Valencia (2012年)。

英国退出欧盟：直接影响有限

(占中国GDP的百分比)



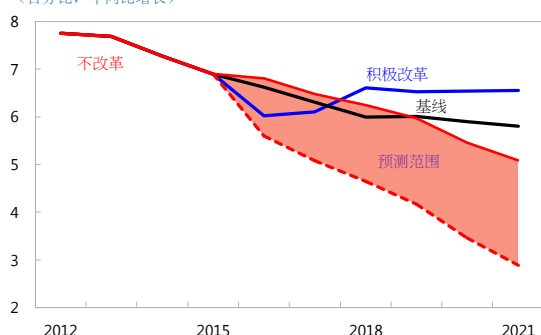
来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

- **英国/欧盟：**英国公民 6 月 23 日投票决定退出欧盟，其直接影响可能有限（例如，英国占中国出口的 2.5%）。然而，欧盟的经济增长若受到严重影响，对中国将产生显著负面效应（中国对欧盟的出口，包括通过香港特区的出口，几乎相当于中国 GDP 的 4%）。基金组织工作人员的估计显示，欧盟经济增长率下降 1 个百分点，中国经济增长率将会下降约 0.3 个百分点。鉴于中国对欧盟的直接金融风险暴露程度有限，并且当局已做好准备应对风险，金融溢出效应预计也将得到控制。

➤ **上行风险：**

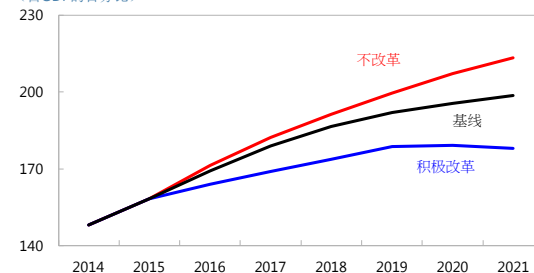
- **近期：**刺激政策可能产生更大、更为持续的影响，房地产市场出现更大幅度的回升，产能过剩部门投资削减速度更为缓慢（尽管这将增加中期风险）。
- **中期：**实施结构性改革（特别是国有企业改革）、控制信贷增长、提高总体资源效率等方面的更快进展将改善中期增长前景。在示意性的“积极改革”情景下，近期增长率可能降至 6%，反映了更快调整的影响在一定程度上被高质量财政支持所抵消（如果没有这种支持，增长率可能降至 5.5%左右），而在全要素生产率增长加快的推动下，中期增长率将升至 6.5%。效率的提高将进一步降低信贷密集度，并使非金融私人债务与 GDP 的比率稳定下来，这一比率到 2021 年将显著低于基线预测水平。从投资到消费的再平衡调整过程也将更快。

GDP增长：示意性情景
(百分比，年同比增长)



来源：CEIC数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

信贷比率：示意性情景 1/
(占GDP的百分比)



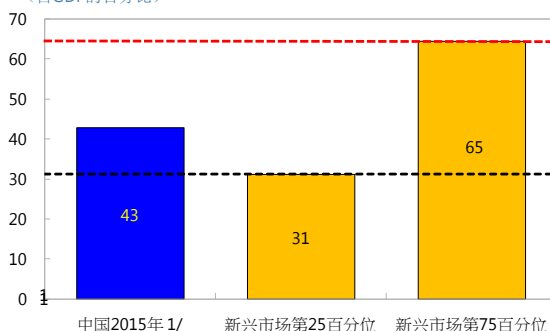
来源：CEIC数据有限公司；《世界经济展望》和基金组织工作人员的估计。
1/ 非金融私人债务，计算方法是社会融资存量总量经地方政府债务置换调整并减去股权融资和地方政府融资平台借款。

解释示意性增长情景图中的“扇形”

- 在“不改革”增长情景中（左图），“扇形”的上边界是无破坏性调整情况下的增长率。下边界是示意破坏性调整情况下的增长率，基金组织工作人员对这种情景作出模拟，并根据发生这种事件的概率进行调整。
- 发生破坏性调整的概率是从跨国证据中得到的，这些证据将破坏性调整与信贷高涨的规模和持续时间联系起来（Dell’Arricia 等人，2016 年）。
- 基线情景，特别是“积极”改革情景，将具有较低的风险，但风险依然显著，因为即使在这些情景下，信贷与 GDP 比率也在上升。

12. 缓冲储备虽仍充足，但在迅速收缩，因此，迫切需要采取行动，应对不断上升的风险。 中国用 20% 左右的外汇储备（相对于 2014 年中期的峰值）来支持人民币，但缓冲规模仍高于储备充足性标准。同样，尽管近年来基础设施方面的公共支出规模庞大，但增括概念的广义政府债务（即包括估计的预算外地方政府借款产生的或有债务）仍处在约占 GDP 60% 的较低水平，而明确确认的广义政府债务仅为 GDP 的 40% 左右，经济增长率与利率之差非常有利。过去几个月里，中国利用这些缓冲应对资本外流压力并支持经济增长。但随着脆弱性增加、或有债务扩大、缓冲消耗，实施改革和防止下行风险变为现实的窗口期将关闭。

政府债务总额...不高
(占GDP的百分比)

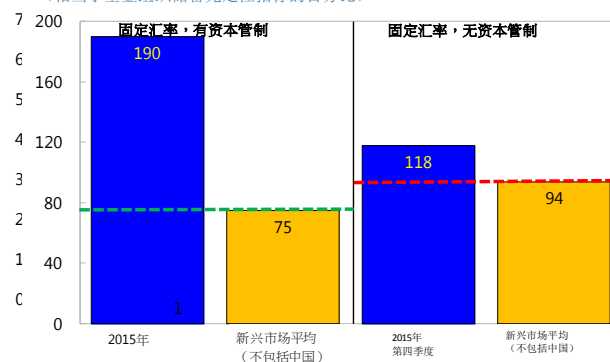


来源：《世界经济展望》；以及基金组织工作人员的估计。

1/ 包括所有明确的政府负债（中央和地方）以及一部分政府可能有责任承担的或有负债。

储备仍然充足

(相当于基金组织储备充足性指标的百分比)



来源：《评估储备充足性》，基金组织工作文章，2011年2月14日。

当局的观点

13. 前景。 当局认为，经济按预期运行良好，能够实现今年 6.5-7% 的增长目标范围。他们不同意基金组织工作人员提出的政策支持加剧了脆弱性的观点，特别强调，加大欠发达地区基础设施支出将有助于促进长期增长前景。他们还指出，政策支持稳定了经济形势，目前经济活动正转向私人部门，其中以房地产和相关行业为主。总体而言，企业投资依然疲软，但近期高频指标显示今后将有所回升。当局强调，经济增长的质量在改善，体现在就业稳定，工资增长强劲，私人消费对需求的贡献增加，劳动密集型服务业对供给的贡献增加，GDP 的能源密集度下降。当局预计经济增长率在中期内仍将处在 6-7% 的目标范围内，并强调，考虑到重组、升级和欠发达地区趋同的潜力，这种增长速度是可持续的。他们进一步指出，这一目标范围符合 2020 年实现人均收入比 2010 年翻番的目标。

14. 外部头寸。 当局指出，尽管出口最近恢复，但随着今年剩余时间大宗商品价格回升和国内需求改善，进口很可能会增强，因此，预计贸易顺差将与去年大体保持不变。服务逆差预计会随出境旅游的增加而扩大，而收入差额很可能不确定，取决于对外投资收益上升和外债利息支付下降能否弥补储备收益的下降。中期内，当局预期经常账户顺差将保持在 GDP 的 2-3%，投资和储蓄将大体保持在当前水平。当局同意，2015 年大规模净资本外流的主要原因是债务偿还。外债水平目前已下降，市场对更为市场化和灵活的汇率制度的理解程度提高，因此，预计资本外流今年将减缓。他们认为，今后几个月，中国经济完全能够应对美联储加息的影响。

15. 风险。 当局指出，经济前景面临下行风险，特别是外部环境恶化。他们的主要担忧是，一些新兴市场投资不振、前景不明朗；发达经济复苏乏力、不稳固；地缘政治形势日趋紧张以及欧洲难民危机加剧。他们认为，英国 6 月 23 日决定退出欧盟可能带来的影响是可控的，但表示将做好准备，采取适当措施支持总需求，并确保银行间流动性依然充足、市场状况有序。国内风险方面，当局同意基金组织工作人员提出的企业债务过度增长问题，但认为，中国国内储蓄规模庞大，债务和债权

- **通过大宗商品价格产生的溢出效应。**中国是很多大宗商品的主要进口国，特别是金属，2014年，在全球金属需求中，中国约占40%。中国投资增长减缓对与投资活动密切相关的大宗商品的需求和价格产生了显著影响。基金组织工作人员的分析表明，对于大宗商品总体价格指数的下降，中国再平衡调整所起的作用可能占到五分之一到二分之一，具体因不同大宗商品而显著不同。
- **通过金融市场产生的溢出效应。**中国产生的金融溢出效应已经增大，特别是自全球金融危机以来，同时这种效应被直接贸易联系放大。基金组织工作人员的分析表明，纯粹的金融蔓延效应仍不显著，但经济基本面遭受的冲击（如关于中国经济增长的消息）对新兴市场和发达经济体股票收益的影响在增大。例如，过去一年里，中国向其他国家传导的冲击可能多于本身受到的冲击（见《部分问题》）。
- **总体而言**，受中国增长减缓影响最为严重的是那些处在亚洲地区供应链之内、大量出口大宗商品和机器设备的国家。

当局的观点

19. 当局承认，中国重工业部门的必要减缓可能对大宗商品价格和贸易伙伴的增长产生暂时的负面效应，但这种调整将促进中国走上可持续增长路径，长期来看有利于全球经济。当局同意，中国产生的金融溢出效应看来在增加，但提醒，其中的因果关系难以确定。近年的全球避险行为受到若干其他因素的影响，包括新兴市场普遍疲软，发达经济体非常规货币政策态势的走向存在不确定性。当局还指出，一些发达经济体的负利率政策看来损害了银行盈利前景，有时加剧了股价压力并引起了国际市场的蔓延效应。

确保成功转型的政策

为了防范下行风险，确保过渡到更稳健和可持续的中期增长，需要果断实施积极主动、全面的一揽子政策。政策制定者面临的挑战是，不应将重心过多放在通过传统投资刺激支持短期增长上，而应更多侧重于促进形成受到良好监管的、以消费者为导向的私营部门，以在中期内实现更强劲、更可持续的增长。

A. 解决企业债务问题

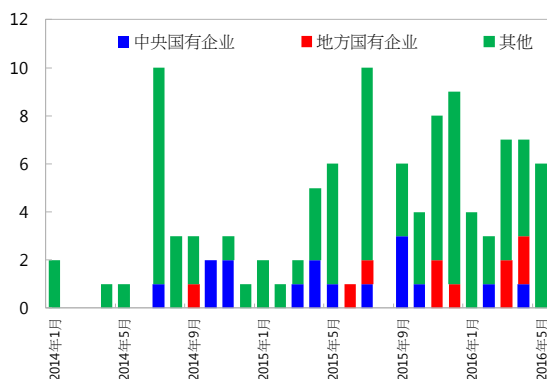
20. **国际经验**，包括中国自身在上世纪90年代的经验，都表明解决系统性企业债务问题需要采取综合全面的方法。否则，单项举措（如债转股）很可能会失败。下面提出的战略涉及各方面的问题和不同的政府机构，影响不同的人群、企业、城市、银行、投资者和地区，需要做出政治上具有挑战性的决定。因此，有必要成立一个人员配备充分的高级别工作小组，其应具有制定和沟通政策的清晰职能。今后几个月内，可以在一些省份已在实施的“僵尸企业”退出计划的基础上，在更具活力的地区（这些地区的下岗工人更容易找到新工作），对一些薄弱的国有企业试点开展公开明确的重组/破产清算（见《部分问题》）。关键要素包括：

21. **高层决策。**最直接和最重要的是，需要作出高层决策，停止为薄弱的企业融资，加强公司治理，减少社会成本，并接受可能更低的经济增长。这一决策应该体现在所有相关公共部门协调一致的行动中，特别是国有企业、地方政府和金融监管机构。

22. **硬化预算约束。**减少对薄弱企业的信贷供给是关键，不仅有助于解决现有的债务积压，还能够提高新增信贷分配的效率。这需要硬化预算约束，在当前这样一个相对不习惯于违约的体系

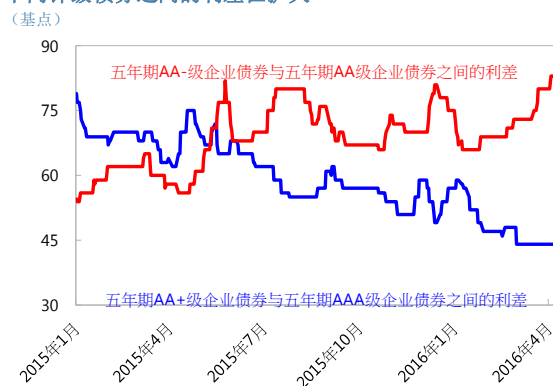
中，取消隐性担保和补贴，在企业 and 投资者之间谨慎分配损失。事实上，近几个月来，拖欠支付债券息票的企业数量已经增多，评级下调和取消发行的情况也已增加。这些变化有助于投资者对风险进行更准确的定价（体现在最近信用利差的扩大），长期来看有助于改善信贷分配。

债券评级下调到投机级的情况在增加 1/



来源：WIND；以及基金组织工作人员的估计。
1/ 评级为BB+或以下。

不同评级债券之间的利差在扩大

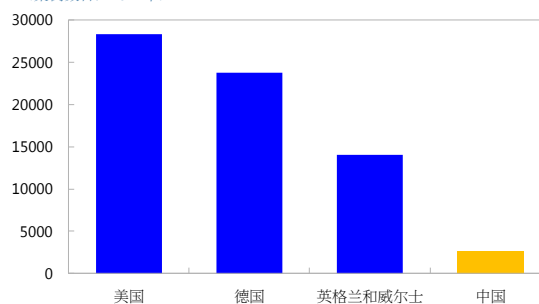


来源：WIND；以及基金组织工作人员的估计。

23. 鉴别分类。继续向根本上丧失生存力的企业提供支持，会在今后产生更大的损失，并进一步导致资源错配。因此，对于面临偿债困难的企业，需将其分为有生存力的企业（应进行重组）和无生存力的企业（应破产清算）。从政府角度看，这意味着对全部国有企业进行鉴别分类，开始对无生存的企业开展破产清算，按照最近宣布的煤炭和钢铁行业专项重组基金的方案，提供财政支持，帮助弥补下岗工人的福利损失。具有生存力、但丧失清偿力的国有企业需要一项重组计划，并需具备一个能够执行计划的管理层（在这方面，很可能需要私人部门发挥更大作用）。应剥离这些企业的非市场性目标和责任。重组计划还应包括削减对这些企业的补贴（如在土地使用和优先获得信贷方面），并使其向预算缴付的红利提高到30%的目标水平。

24. 损失确认。监管规定应当要求银行积极主动地确认损失和管理受损资产。关键的政策包括：贷款分类和拨备；银行资本；抵押品定值；审慎报告；以及通过监督检查促进积极化解不良贷款（重组、注销或出售）。资产质量确认标准应统一地运用于贷款以及标的资产含有信用或市场风险的证券，并应同时覆盖银行和非银行金融机构。一旦损失得到确认，就可以根据一项综合战略，在设计完善的前提下，采用诸如债转股、不良贷款证券化和向资产管理公司出售等有用的方式，来解决受损资产。³

很少实施破产
(案例数目, 2014年)



来源：中国法院；Sinotrust；Euler Hermes；US Trust Offices；Credireform；以及英国破产署。

25. 负担分摊。充分确认受损资产很可能会产生大量损失。关键是制定计划分配这些损失，其中要考虑到银行、企业和投资者的债权等级，必要时应通过政府资金提供后备支持。这进而要求国家发挥积极作用，中国在这方面完全能够做到。

³ 见基金组织技术说明和手册，2016/05：<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=43876>。

26. 重组机制。尽管中国的企业破产法律框架相比国际最佳做法并无显著差异，但其实施极为有限。为迅速开展大规模重组，需要以创造性的方式补充现有的破产框架，例如对重点受困企业运用庭外债务重组机制，其中可使用独立重组专家来提供估值和重组/清算的方案。这一过程应以市场为基础，而不是依靠弱企业与强企业的强制合并；过程也应透明，防止腐败和国家受损。

27. 受困债务市场。在解决受困债务方面，更为市场化的制度有助于不良贷款的处置。为此，可能需要专业金融机构和法律处理机构在更大程度上参与进来，另外，还需改善抵押品拍卖的运作，以提高回收价值。在启动受困资产市场方面，现有的资产管理公司也可以发挥作用，前提是它们具有正确的激励机制和独立性。

28. 社会成本。这种全面性的重组将带来巨大的社会福利成本，如职工下岗。基金组织工作人员估计，产能过剩部门（铝、水泥、煤炭、建筑、玻璃板和钢铁）的潜在就业损失可能接近 800 万，约占总就业的 1%。鉴于这种经济困境可能集中于某些地区，中央政府应承担一部分与下岗职工有关的福利成本。结构性失业和职工安置成本最好由专项基金的定向支持来承担（如 1000 亿元人民币的煤炭、钢铁行业重组资金），以补充现有的地方社保安排。

29. 促进企业进入市场。改善资源配置不仅是在处置无生存力企业的退出方面，而且也涉及具有活力的私营企业进入市场。在可能的情况下，应降低潜在竞争者进入市场的壁垒并打破垄断，例如，服务业（特别是通信和医疗）和公用事业（电力、天然气、供水）的垄断，以增强市场竞争。最近宣布的国有企业改革方案强调了其中一些要素，关键在于果断地加以落实（见《部分问题》）。

当局的观点

30. 当局强调，在制定第十三个五年规划时考虑到了与企业债务有关的脆弱性和金融稳定问题，重点关注领域包括，供给侧的结构性改革，去杠杆化，去库存，降低能源密集度，促进企业进入市场，以及让市场在资源配置中发挥更为决定性的作用。他们表示，正在确定国有“僵尸”企业名单，主要是在煤炭和钢铁行业，并且，这些行业的产能削减正在进行之中。从专项重组基金拨款以促进下岗职工安置的工作已经开始，近 300 亿元人民币（占总额三分之一）已经划给承诺削减产能的省份。但当局提醒说，这一过程必然是缓慢的，因为企业结构复杂，涉及相互重叠的资产负债表以及母公司、子公司和附属公司对资产的控制，这使得价值评估有难度。他们认为，这一过程最终需要更大程度的市场参与，而不是政府指令，债权人将更为谨慎地区别对待借款人，从而有助于硬化预算约束。

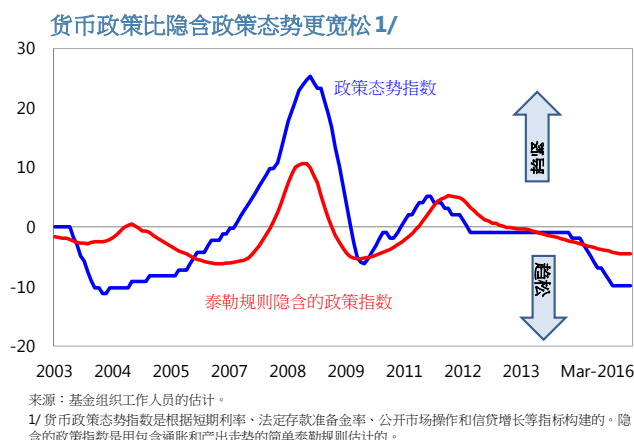
31. 当局进一步指出，对国有企业的隐性支持在很大程度上已经逐步取消，这些企业日益在公平基础上与私营企业开展竞争。他们还预期，设想的国有企业混合所有制改革将引入专业管理，增强公司治理，并吸引私人部门参与，以提高效率。当局还指出，新增长领域的注资审批程序简化了三分之一，这将便利企业进入市场。

B. 接受增长减缓

32. 宏观政策应与减轻脆弱性以及近期经济增长相应小幅放缓相一致。重组很可能导致近期经济增长放缓。应当接受这一点，为的是实现更快、更高质量、更稳健的长期增长。通过发出强有力的政策意向信号而提升市场情绪，可以在一定程度上抵消近期经济增长受到的不利影响。如果经济增长有可能过度下滑，可以采用有利于消费的预算内财政刺激措施。

33. 目标。 设定年度增长目标（而非作出预测）的做法已导致重心不适当地置于短期、低质量的刺激措施上。如果要继续保留年度目标，则相对其他指标（如居民收入增长）而言，应降低其重要性，进行灵活设置（更宽的幅度），并设定在可持续的水平（如 2017 年应在 6% 左右）。

34. 信贷增长。 最重要的是大幅放慢信贷增长，使非金融私人信贷与 GDP 的比率稳定下来。为此，应果断解决问题的根源，即国有企业和地方政府的软预算约束、隐性和显性担保网络、金融机构过度承担风险以及追求不可持续的高增长目标。

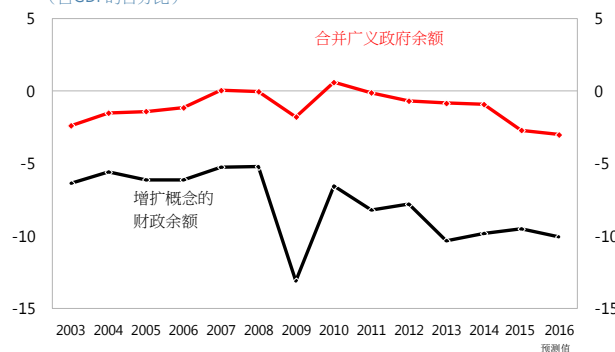


35. 利率。 基金组织工作人员的货币政策指数表明，利率下调幅度已超过产出与通胀历史关系所显示的必要幅度。短期利率勉强保持正值，很可能低于长期中性水平。今后随着通胀按预期回升，利率应升至宽松程度较低的水平。这应取决于数据的情况，例如，如果通胀上升较快、经济增速高于预期或资本外流大幅增加，则需更早采取行动。加强审慎框架（过去曾使信贷扩张显著放慢）应当是控制信贷增长的主要金融政策工具。但适当提高利率也可发挥补充作用，例如可作用于金融体系中审慎措施未能触及的部分（如影子银行和企业债券市场）。尽管如此，提高利率的做法应谨慎采用，因为会加重企业困境，使中小企业信贷条件恶化。

36. 财政态势：

- 监测中国的财政态势尤为困难。多数支出以及赤字和融资的大部分都发生在预算外，透明度很低，并且，公共与私人之间的界限模糊。因此，基金组织工作人员对“增扩”概念的财政余额和债务（即包括预算外支出/融资）的估计有相当大的不确定性，但很可能比官方预算余额和债务数字能够更准确地反映实际财政状况。

财政赤字依然很高，但更多转向预算内
(占GDP的百分比)



来源：CEIC数据有限公司；当局；以及基金组织工作人员的估计。

- 中期内，增扩概念的高额赤字应逐步下降到占 GDP 7% 左右的水平，使债务增长放慢并最终稳定下来。因此，从结构性角度看，2016 年增扩概念赤字的预期上升是不合理的。鉴于目前的增长前景，从周期性角度看，这种上升也不合理。对于 2017 年，增扩概念赤字适度缩减看来是适当的。只有在经济增长大幅下滑的情况下（大大低于基金组织工作人员 6.2% 的预测），财政赤字才应扩大（如果是这样，应采取措施促进再平衡调整，如下文所述）。
- 预算内财政赤字预计将从 2015 年占 GDP 的 2.7% 扩大到 2016 年的 3%。今后，应继续将财政资源从预算外投资再分配到支持再平衡（促进居民收入和消费）和重组的预算内措施。可以在稳健的多年期预算框架下制定财政政策，并加强负责财政政策和规划的各个机构之间的协调，以促进这种调整。应根据这一总体预算封套来设定省级政府的新增债务发行额度，目标是限制预算外地方政府借款，并将其纳入预算内。

- 加强对消费的预算内支持应包括以下几方面：提高养老金、社会救济、教育和医疗支出、失业福利，建立重组基金，同时降低社保缴费，并提高国有企业红利支付额。社会福利的扩大应当有针对性，以确保累进状态。
- 对化石燃料和污染大幅征税（如碳税或煤税）有助于抑制排放、提高能源效率和增加收入，并可在 2030 年前防止近四百万人过早死亡（见《部分问题》）。
- 应当继续推进结构性财政改革，促进更好地使用公共资源，减少对私人部门造成的扭曲和成本（见 D. Lipton，《金融与发展》，2016 年 3 月）。关键的改革包括：（1）实施新的预算法，提高地方政府融资透明度，关闭持续发生的准财政借款/支出的“后门”；（2）对税收制度进行现代化改革，提高其累进性（例如，更多依靠直接税，使地方政府的收入分配与其支出责任相匹配）；以及（3）扩大社会保障，提高所有类型福利的可携性，放开户籍限制，以及改善积极劳动力市场政策。

污染造成的过早死亡：2015-2030年

（百万死亡人数，大力实施政策的情景）



来源：基金组织工作人员的估计。

注：柱形表示累计避免的死亡人数。

当局的观点

37. 当局强调，货币和财政政策将为供给侧重组提供有利的环境。他们认为，从周期性角度看，利率水平是适当的。他们预计信贷增长在今年剩下的时间里将正常化，指出 2016 年初信贷快速扩张在一定程度上是房地产部门驱动的，而今后房地产将可能减速。当局强调，第十三个五年规划以去杠杆化和结构性改革为重心，因此，信贷增长速度在中期内将下降。但他们指出，去杠杆化需要逐步推进，以防止金融部门与实体经济之间出现负面反馈循环，如欧洲在金融危机后出现的情况。当局还强调，为了放慢信贷增长，最重要的是控制对无生存力“僵尸”企业的信贷，同时确保有活力的企业继续能够获得融资。

38. 当局指出，在支持总需求方面，财政政策将积极发挥主导作用，预计今年的预算内赤字将高于去年。他们对基金组织工作人员“增扩概念的余额”提出质疑，指出这一概念不再相关，因为地方政府预算外支出已被禁止。当局指出，新预算法的实施基本上在按计划进行，尽管一些地方政府继续对地方政府融资平台的借款提供担保，要求中央政府加大监督和规则的执行。他们强调，对这些实体的任何新贷款产生的损失都将由发放贷款的金融机构承担。当局还强调，税收改革正在推进之中，包括个人所得税，环境保护税、资源税以及消费税改革。然而，对于基金组织工作人员估计的碳税或煤税给健康带来的好处，他们提出质疑，认为税率上升与死亡率下降之间的因果关系并未得到最后确认。

C. 防范金融稳定风险

39. 为确保金融稳定，需要在多个领域采取行动。

- 银行

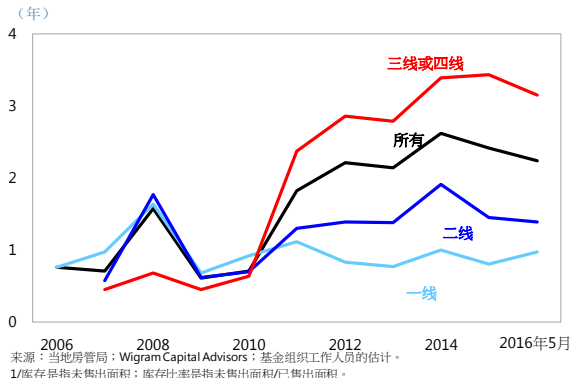
- 应当审议提取贷款损失准备金和贷款分类的有关监管规定，以促进更积极主动地确认潜在损失。例如，将逾期付款超过 90 天的所有贷款划作不良贷款。同时辅以对资产质量进行有重点的检查（例如，对随机选择的资产或某一特定部门的资产开展检查）。
- 资本比率应提高。提高贷款损失准备金有助于吸收更高的潜在不良贷款，但由于银行面临更广泛的风险，需要加强股权资本。这可以通过一些方式来实现，例如，要求持有较高水平的逆周期缓冲，以及鼓励发行普通股（取消股价低于账面价值时的发行限制）。

● **融资。**由于银行和其他金融机构的总资产增长速度远远快于存款增长速度，融资已转向批发、短期、波动性更大的工具。银行对同业融资的依赖程度提高，回购债券市场的杠杆率已上升，抵押品的质量在恶化。应密切关注这些变化，并考虑采取措施在出现压力时增强流动性。这应当包括，根据流动性覆盖率标准和相关的巴塞尔协议规定，对流动性风险管理的充足性进行有力监管，同时严密关注抵押品标准。

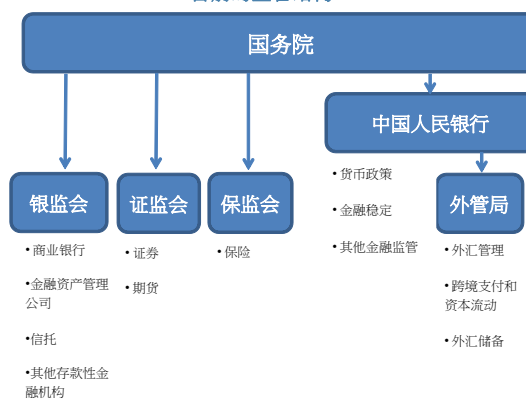
● **影子产品。**影子信贷产品快速增长，需要采用通盘方法对其实施监管。最近银监会公布的“82号通知”看来能消除一些监管套利机会，应得到强有力的落实。一个全面的方法还需要考虑采取更多的措施。

● **资本市场。**重点应放在市场的有序运作（包括中央银行提供紧急流动性支持），而不是通过干预影响价格。根本上说，为了克服反复出现的市场过度现象，必须解决寻求收益问题并控制过度的流动性创造。更为紧迫的一些问题包括，避免在资产廉价抛售期间进行干预，以及收紧承销和披露标准，特别是在债券市场（过去一年里，债券市场上公开交易产品的发行量激增，信用评级的差别相对有限）。应通过加强杠杆率控制和改善风险管理做法，增强证券公司和其他受监管机构投资者的稳健性。

三线或四线城市房地产库存量仍然很高 1/



目前的监管结构



● **房地产。**中国一些地区虽然仍存在较高的住宅过剩库存，但住宅投资正再度加快。应当针对特定地区实施特定政策。具体而言，对于一线城市房价继续快速上涨，可考虑采取更严格的宏观审慎措施（例如，降低第二套房抵押贷款的贷款/价值比率）。小城市的多年积累下来的过剩库存水平尤其高，因此看来应当限制新开工项目，例如，对向房地产开发商提供的信贷实行更严格的审慎措施。

● **危机应对。**鉴于脆弱性不断上升，当局应做好准备应对特定的和系统性的压力。主要措施包括：（1）开展压力测试，让紧急流动性框架准备就绪；（2）制定针对受困金融机构（特别是非银行）的策略，包括破产处置框架；（3）为存款保险制度建立明确的公共资金支持；（4）确保充分的数据和分析（例如，银行/影子银行相互联系和外汇风险敞口方面的数据和分析）；以

及（5）将危机防范和管理工作的协调指定至一个具备明确实施计划和沟通策略的高层平台。

- **监管结构。**国际经验并未明确显示哪种特定结构更好。不过，有必要对监管的合作与协调进行重大升级。目标应是：（1）各机构之间充分共享信息、协调和沟通；（2）市场已被证明能够灵敏地利用监管漏洞和从事套利活动，对此应采取更加积极主动的应对措施；以及（3）增强危机管理能力。

当局的观点

40. 银行监管部门不同意基金组织工作人员对企业有风险的估计。他们的内部分析（考虑到贷款抵押的风险缓释作用）得出的估计结果要低得多。在基金组织工作人员的分析中，非上市公司被视作与上市公司风险状况相同，但银行监管部门认为非上市公司的整体健康状况好于上市公司。他们还指出，将贷款划作不良贷款时，需要考虑逾期付款超过 90 天以外的其他标准，例如，应当对借款人的长期生存力以及他们是否面临周期性或结构性现金流问题做出判断。银行监管部门指出，银行对非标准信贷资产的风险敞口是一个关键问题，他们已要求银行开展严格的资产质量分类，银行相应必须针对这些风险敞口提取比贷款准备金要求更多的准备金。银行监管部门还在密切监测对批发融资的更大依赖，但认为这是在存款竞争加剧的环境下银行业务模式的必要调整。银行监管部门还指出，银行资本比率充足且稳定，并认为动态拨备制度（2011 年实行）有效发挥了与逆周期缓冲相类似的作用。

41. 证券监管部门同意基金组织工作人员关于监管重心应放在确保资本市场平稳运作的观点。他们强调，已做好准备向处于困境的证券公司提供流动性，避免不加区分地大量购买证券。已经提高了对债券发行者的信息要求并加强了现场检查。

42. 当局对基金组织工作人员关于为存款保险制度建立公共支持的观点提出质疑。他们认为，存款保险制度是一个以防范道德风险为目的的市场化框架，不应与公有资金直接挂钩。当局进一步指出，国际经验和标准显示，缴付的保费，而非财政资金，应当是存款保险的主要资金来源。同时，法律框架不排除对存款保险制度提供公共紧急流动性融资，尽管这种公共融资应由银行保费来偿还。更普遍来说，当局同意，各机构之间应当开展更紧密的协调，以增强监管、决策和危机应对。这方面已经采取一些步骤，例如，在颁布新的证券公司流动性指导原则方面加强了协调。

D. 迈向有效浮动汇率制度

43. 汇率制度。过去一年里，中国在转向更加灵活、市场化的汇率体系方面已经取得进展。过去一年也已表明，人民币汇率多年保持稳定或逐步升值之后的转型是困难的，也可能是曲折的，尤其在国内外充满挑战的背景下。为了实现平稳、成功的转型，需要将市场化程度逐渐增强而清晰的总体取向与娴熟的短期管理结合起来，以避免过度波动。特别是：

- 在未来几年内（最好在 2018 年之前）实现有效浮动汇率仍是一项关键目标。需要更加灵活、市场化的汇率，以使市场能够在经济中发挥更为决定性的作用，吸收冲击，并在放开资本账户过程中保持独立的货币政策。
- 尽管经工作人员评估，当前人民币汇率水平与基本面大体一致，但仍应当认识到，让市场力量引导汇率走向均衡水平的重要价值。因此，应逐步允许有效汇率（相对于一篮子货币）随市场情况而变动。

- 与此同时，当局应确保这一调整能通过预防超调、单向预期和市场无序状况来实现稳定，例如在面临重大冲击时，可利用充裕的外汇储备缓冲为这种干预提供有力支持。
- 管理这一转型的可能框架是，逐步扩大即期汇率在均衡有效汇率水平上下的可容忍波动区间。这一区间可以逐渐扩大，或通过离散的步骤进行；区间内的即期汇率波动可以通过干预来平滑；同时，当均衡有效汇率经测算发生变化时，波动区间的中心可以随之调整（受到市场持续双向压力的重大影响）。

44. 更为市场化的货币框架。在转向更加灵活的汇率制度的同时，应完成向更为市场化的货币框架的转变。关键要素包括：

- **目标。**尽管人民银行没有采用明确的通胀目标制度，但其官方职能包括保持“货币币值稳定，并以此促进经济增长”。人民银行正式具有多重目标（通胀、国际收支、经济增长、金融稳定）。作为重要的第一步，当局应采用明确的中期通胀目标或范围（由政府/国务院设定），同时应让人民银行具备操作（工具）独立性。
- **工具。**人民银行应宣布将 7 天回购利率作为新的货币政策中介目标，并公布新的代表核心银行贷款条件的市场利率（7 天回购利率）。政策框架越清晰，市场就越容易形成收益率曲线。常设借贷便利应作为一种后备支持，在有适当抵押的情况下为银行提供无限额的资金。
- **操作框架。**尽管短期回购利率的波动性自去年夏天以来显著下降，人民银行仍可进一步改善其操作框架，以确保短期市场利率的稳定。例如，存款准备金平均考核法（2015 年实行）的计算期间可延长到 4-5 周，使银行能够更容易地管理流动性。
- **后备支持。**应建立明确的常设便利，作为一种后备支持。隔夜常设信贷便利可以作为支付系统的重要后备支持。此外，人民银行流动性便利的资格和抵押品要求应当清晰。
- **透明度。**多数中央银行已发现，若能清晰、简明地沟通政策信息，并按所宣布的政策加以明确落实，则政策实施效率更高、效果更好。例如，如果人民银行能够明确地宣布其货币政策目标，并以尽可能透明的方式运用货币政策工具实现这些目标，那么国内货币政策将会更加清晰。

45. 资本账户。去年夏天以来强化了资本管制措施，并采取了新的措施，特别是针对外汇远期实行了 20% 的无息准备金要求，目的是控制显著的贬值压力。收紧管制措施可能促进恢复了资本账户的稳定，但给单个企业的财务管理效率带来一些成本。尽管应避免采取新的管制措施，资本账户的进一步开放应非常谨慎地分阶段推进。的确，只有在金融体系得到增强、公司治理更加完善、汇率具有更大灵活性的支持下，资本账户开放（以及更广义的金融放开）才能取得成功。这表明，可能需要在增强金融体系、改善公司治理和提高汇率灵活性方面取得更大进展后，才能进一步推进资本账户开放。另外，还应注意确保现有资本管制措施的实施不会影响经常账户交易。

当局的观点

46. 当局指出，外汇市场压力近几个月已经显著缓解，转向更为市场化汇率的过程正在向前推进。所采用的方法是，继续保持人民币相对于货币篮子的基本稳定，同时让市场力量在决定汇率水平上发挥更大作用。外汇干预在近几个月已经减少，主要是用于平滑调整和控制超调。当局仍致力于在中期内逐步放开资本账户。在实施这些改革的同时，他们还可采取其他补充措施（包括

当局视为宏观审慎措施的外汇远期准备金要求），以维护稳定，尽量减少破坏性的短期资本流动。货币框架也得到调整，提高了利率作为政策杠杆的作用。每日公开市场操作、流动性公开竞拍以及存款准备金 10 天平均考核制度促进提高了货币市场利率的稳定性和可预见性。人民银行不认为有必要延长准备金平均考核法的计算期间，指出银行的流动性管理已经很好地适应了当前的制度。

E. 提高透明度和加强信息沟通

47. 近几个月的市场动荡在一定程度上反映了经济动向和当局政策意向不够明确。

- **数据缺口。**由于对宏观经济数据缺乏信心，很多投资者怀疑中国的经济状况比官方数据显示的要疲弱得多（专栏 3）。尽管已经取得进展，例如在货币、金融和对外部门统计方面，以及通过数据公布特殊标准（SDDS）和协调的证券投资调查（CPIS）公布数据方面，但仍存在重要的数据缺口。解决这些数据缺口，特别是针对国民账户（例如，提供按支出划分的季度 GDP 数据，编制服务业和“新”经济高频指标，改善平减方法）、政府财政统计（例如，跟踪地方政府的预算外支出，提供按经济类型划分的支出细分数据）以及信贷构成（例如，按部门划分）的数据缺口，将能更好地监测宏观形势、识别主要风险和确定政策态势。确保具备关于银行/影子银行相互联系和外汇风险敞口的充分数据，对于金融稳定分析至关重要。尽管数据对于监督工作而言大体充分，但只是勉强如此，与中国的系统重要性不相称。
- **信息沟通。**关于政策目标和实现途径的明确、权威、一致的沟通能降低不确定性和调整预期。为此，需要制定与政策决定紧密结合的沟通战略，确定主要的信息受众（国内和国外），使用各种方便用户的沟通工具和渠道，并吸取国际经验。一些主要决策机构最近传达了其对经济前景的看法及其政策意向，另外，还提出将公布数据的新闻发布会的频率从每季度提高到每个月，这些进展都十分令人鼓舞。

当局的观点

48. 当局指出，在三个领域改善了数据收集和公布：各省 GDP 与全国 GDP 之间的一致性，全国资产负债表，以及自然资源资产负债表（土地、森林、水资源等环境资产的会计核算）。他们正在探索公布基于支出的实际 GDP 季度数据以及服务业高频指标的可能性。从金融监管角度看，当局不认为银行/影子银行相互联系或按部门划分的信贷分配方面存在重大数据缺口。他们计划公布关于银行信贷的更为细分的数据，并提高公布频率。当局承认信息沟通的重要性，提到主要决策机构最近举行的新闻发布会和媒体采访。

专栏 3. 中国的产出数据有多可靠？

有一些迹象显示，近期的经济增长率可能被高估了，但高估程度很可能不大，官方国民账户数据虽有很大改进余地，但很可能大体上是可靠的。

中国的名义 GDP 可能大于官方估计值。这可能是由于服务消费的衡量存在缺陷，这包括，未能充分反映从国有工业企业向市场化（往往规模更小）服务企业的转变。荣鼎集团（Rhodium Group）的一项研究采用与当局相同的统计方法，但克服了一些主要薄弱环节。该研究发现，比如，2008 年的名义 GDP 被低估了 13-16%。一些其他研究采用不同方法，但得出了类似的结果。

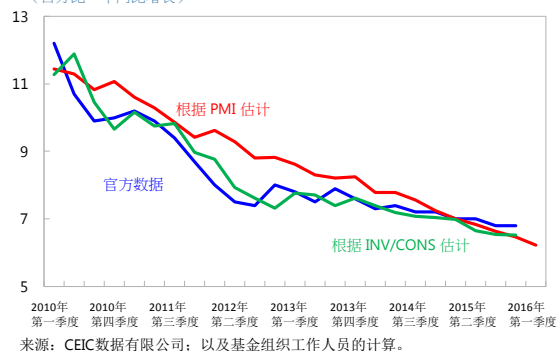
但增长率可能被修匀，因为统计方法可能没有充分捕捉到那些规模最小、波动最大的企业。的确，对增长率高估的怀疑最近已增加，主要是因为，相比官方增长数据，一些硬指标，包括能源消费、工业增加值和大宗商品进口等，显示经济增长的减弱程度更为严重。一些研究表明，经济增长率在长期内并未被高估，但波动性被低估。一些研究进一步指出，官方名义 GDP 数据是可靠的，但缩减指数的缺陷导致实际增长率被修匀。例如，单一缩减方法用同一个缩减指标对投入和产出进行缩减，在大宗商品价格急剧下跌的情况下，这种方法往往会高估增长率。但另一种反驳看法是，服务业表现强劲，没有很好地体现在上述硬指标中。例如，私人消费旺盛，实际零售额年同比增长率达到 10% 左右。

“潜在”增长率可能低于官方数据，但相差幅度不大。

- **相关性。**总体增长率数据与单项硬指标之间的相关性突然下降，这可能显示官方数据可能高估了增长率。然而，实际 GDP 增长率与发电、水泥、原钢和货运之间的 12 个月滚动相关性数据并未显示相关性最近显著下降（尽管数据序列噪声很大）。
- **高频估计值。**从高频采购经理人指数和消费/投资指标得到的 2015 年增长率样本外估计值约比官方增长率数据低 0.25-0.5%。

GDP 增长：官方数据和估计数据

（百分比·年同比增长）



然而，这些结果只是显示潜在增长率有可能更低。这些结果虽然提供了某种交叉核验，但并非基于全面的数据集，也不能代替国民账户统计。这些方法通过分析传统上影响经济基本面的变量而重点分析潜在增长率，而实际增长率还包括未捕捉到的暂时因素（例如，金融服务业当前的良好表现）。

基金组织工作人员的评估

49. 坎坷转型过程中的改革与再平衡调整。中国继续转向可持续增长路径。再平衡在很多方面取得进展，特别是从工业到服务业、从投资到消费，但控制信贷增长的进展有限。改革在多个领域取得令人瞩目的进展，但一些关键领域的改革滞后。向可持续增长的转型过程被证明是困难的，出现了显著的经济和金融波动。脆弱性仍在沿着危险的轨道上升，缓冲储备虽仍充足，但在不断消耗。

50. 政策计划。最近颁布的第十三个五年规划确认了这些挑战，并正确地着眼于促进消费、扩大服务业、保护环境和减轻贫困。政府将供给侧改革置于经济政策议程的核心，包括重组国有企业重组，削减煤炭和钢铁部门产能，便利企业进入市场，以及促进工人在新增长领域的再就业安置。

51. 有利的近期前景.....预计经济今年在政策刺激支持下将增长 6.6%，2017 年将降至 6.2%。这假设消费和工资增长强劲，投资今年小幅回升，但明年减缓。净出口在近期内很可能继续拖累经济增长，因为外部需求依然疲软。随大宗商品价格回升，通胀应逐步上升。

52.但中期前景越来越不明朗。需要采取更为紧迫的行动，克服脆弱性，改善资源配置。根据基金组织工作人员的基线情景，经济增长率在中期内将下降到 6% 以下，信贷/GDP 比率将继续上升，破坏性调整的风险将增大。另一种情景是积极主动地实施改革，采取果断措施解决企业债务问题并改革国有企业。在这一情景下，近期增长率将降至基线水平以下，但关键是中期增长前景将改善，非金融私人信贷/GDP 比率将稳定在大大低于基线的水平上。

53. 解决企业债务问题。企业债务问题目前虽仍可控，但需要果断加以处理，以确保这一问题依然处在可控范围之内。国际经验，包括中国在上世纪 90 年代的经验，都表明解决系统性企业债务问题需要采取综合全面的方法并加以果断实施。目标是：硬化预算约束；对负债过高的企业进行鉴别分类，对有生存力的企业开展重组，对无生存力的企业进行破产清算；确认财务损失，并在企业、银行、其他债权人、必要时还包括政府之间分摊损失；通过专项基金吸收工人下岗的社会成本；以及促进有活力的私营企业进入市场。今后几个月应通过对一些薄弱的国有企业试点开展公开明确的重组/破产清算来启动这一领域的工作。

54. 宏观政策应与减轻脆弱性以及近期经济增长相应小幅放缓相一致。最重要的是，信贷增长和投资需降下来，由此对经济增长产生的影响在一定程度上可以通过进一步加大预算内措施来抵消，这些措施将通过促进居民消费来支持经济的再平衡调整。有利于再平衡的措施应包括提高养老金、社会救济、教育和医疗支出，建立重组基金，以及降低最低社保缴费。

55. 为确保金融稳定，需要在多个方面采取进一步行动。这包括：积极确认银行贷款损失；提高资本比率；加强重点监管流动性风险管理和融资稳定风险；解决影子产品风险问题。有必要显著改善监管协调与合作，以促进各机构间的充分信息共享和政策协调，缩小监管套利空间，并增强危机管理能力。

56. 应继续在实行有效浮动汇率制度方面取得稳步进展。过去一年里，中国在转向更加灵活、市场决定的汇率体系方面取得进展，基金组织工作人员鼓励当局在此基础上继续推进这项工作。为实现有效浮动汇率（最好在 2018 年之前），需要将市场化程度逐渐增强的明确总体取向与娴熟的短期管理结合起来，避免过度波动。在提高汇率灵活性的同时，应在实行更加市场化的货币框架

方面继续取得进展。资本账户的进一步放开应谨慎地分阶段实施，同时应加强金融体系、改善企业治理并提高汇率灵活性。

57. 提高数据透明度和加强信息沟通。更为明确的经济走势信息和当局政策意向能降低不确定性、调整预期并有助于抑制市场动荡。为此，需要更全面、及时地公布经济和金融数据，制定与政策决定紧密结合的沟通战略，使用各种方便用户的工具加以沟通。

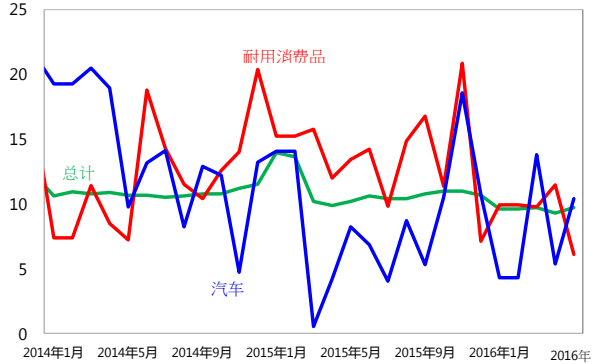
58. 建议与中国的下一次第四条磋商按标准的 12 个月周期进行。

图 1. 经济活动：放缓趋势，崎岖不平

消费支出保持旺盛……

实际零售额

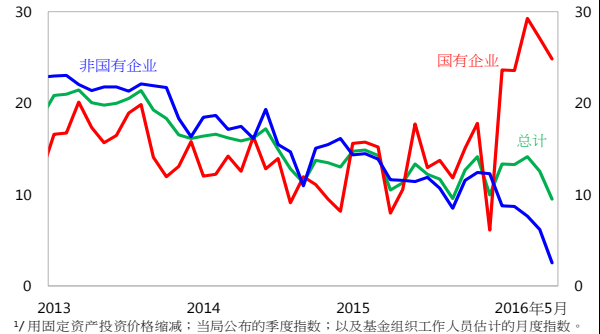
(百分比, 年同比)



……而私人投资已经减缓……

实际固定资产投资增长^{1/}

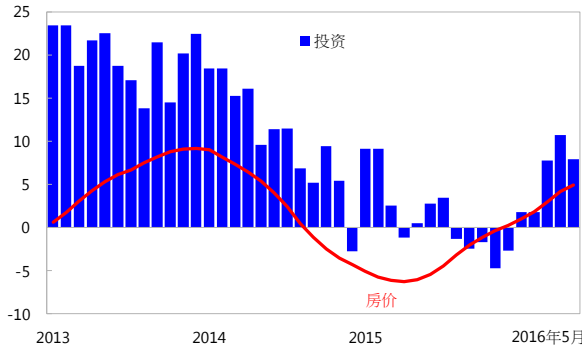
(百分比, 年同比)



……尽管住宅房地产最近在恢复。

住房增长

(百分比, 年同比)

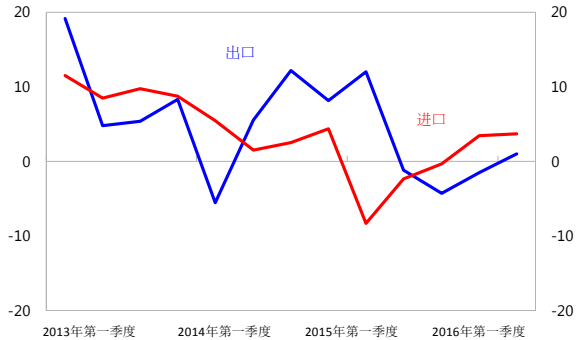


1/ 国家统计局70个城市新建住房价格。

贸易量在增加，但依然低迷。

贸易量

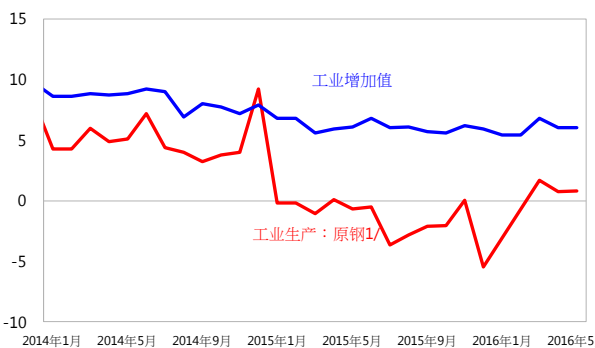
(百分比, 年同比, 季度平均)



工业生产看来正在企稳，尽管重工业部门在继续调整……

工业增加值

(百分比, 年同比增长)

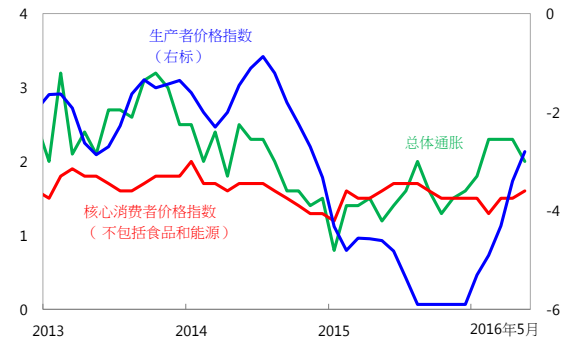


1/ 不具备2016年1月和2月的报告数据。

……重工业的产能过剩压低了生产者价格。

通货膨胀

(百分比, 年同比)

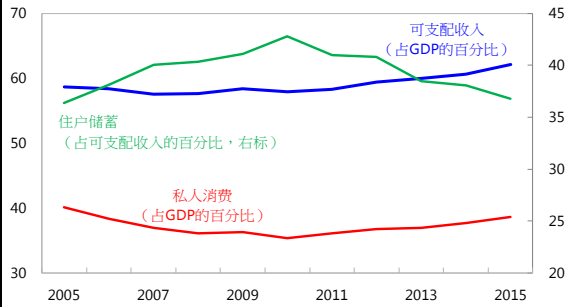


来源：CEIC 数据有限公司；Haver Analytics；以及基金组织工作人员的估计。

图 2. 再平衡：一些进展

2010 年以来，由于收入比重提高和储蓄率下降，私人消费在增长。

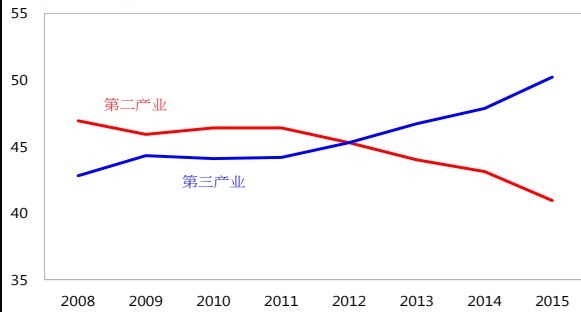
私人消费



注：储蓄率定义为住户储蓄占可支配收入的百分比。

在供给侧，服务业在名义 GDP 中所占比重自 2012 年以来不断上升……

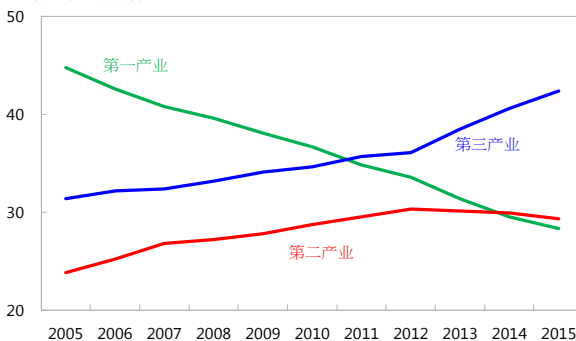
GDP, 按生产划分



来源：CEIC 数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

劳动力市场也呈现出类似的特点，第三产业的就业比重迅速上升……

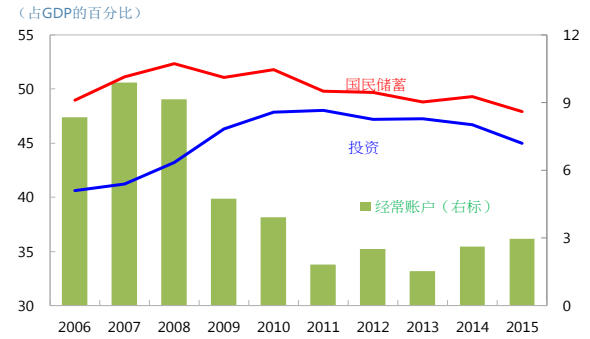
就业, 按部门划分



来源：CEIC 数据有限公司；Haver Analytics；以及基金组织工作人员的估计。

投资随着国民储蓄一起减缓，特别是在 2015 年。

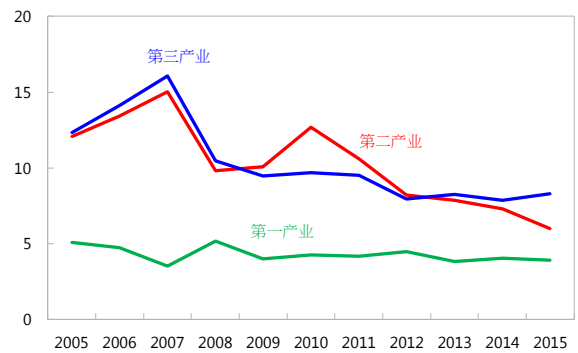
投资与储蓄



来源：CEIC 数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

……这一期间，第三产业的实际增长速度快于第二产业。

实际 GDP 增长, 按经济活动划分



……第三产业已经连续第三年成为经济中唯一净创造就业的部门。

就业增长

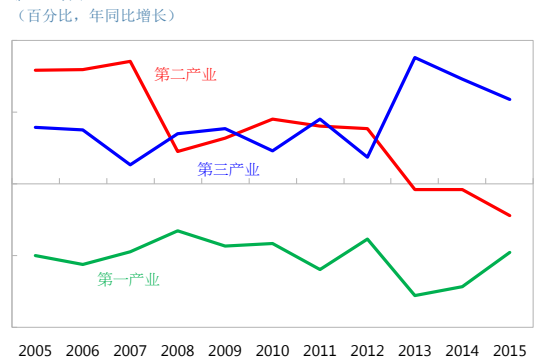
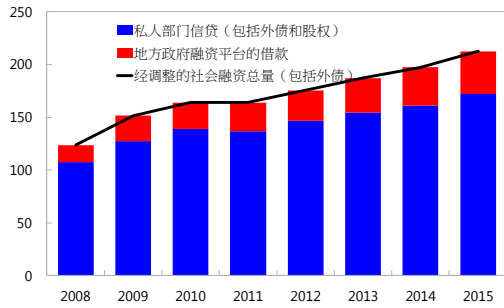


图 3. 企业部门：压力增大

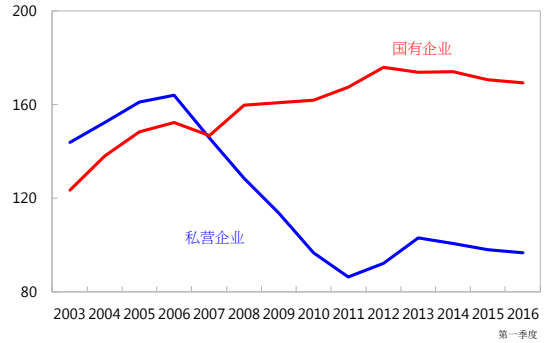
过去五年里，未偿信贷存量相对于 GDP 已经增长了三分之一。

经调整的信贷
(占GDP的百分比)



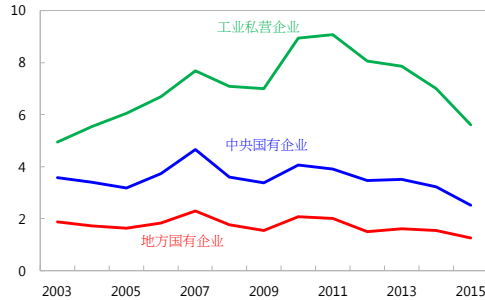
私营企业的杠杆率在 2010 年之后上升，而国有企业继续高杠杆经营……

杠杆率 (平均)
(百分比)



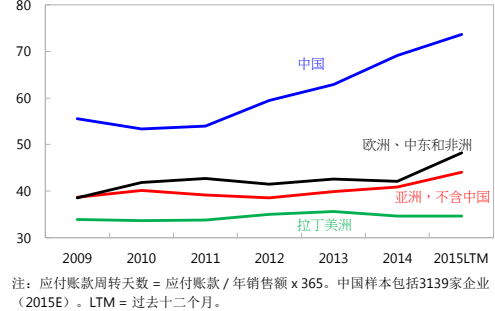
……尽管国有企业的利润已经恶化。

国有企业利润低且在不断恶化
(百分比，总资产回报率)



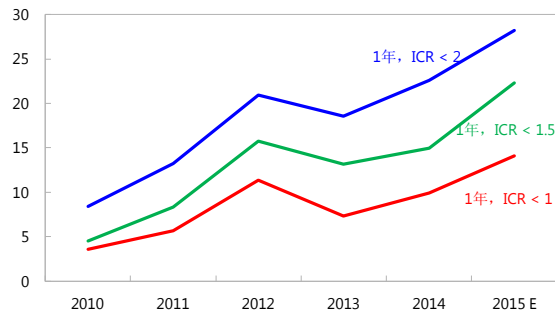
企业间的支付拖欠在增加……

应付账款周转天数
(天数，中位数)



…导致偿债能力低的企业所持有的企业贷款比重上升……

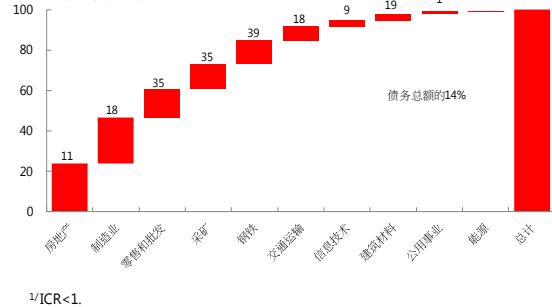
中国上市企业的潜在受损贷款 1/
(占债务的百分比)



1/ 根据每项利息覆盖率 (ICR) 标准估计的受损贷款占样本总贷款的比重。样本取自S&P Capital IQ 数据库。

……建筑相关行业和上游部门的企业持有很大一部分在险

中国的在风险债务，按部门划分
(占在险债务总额的百分比)^{1/}

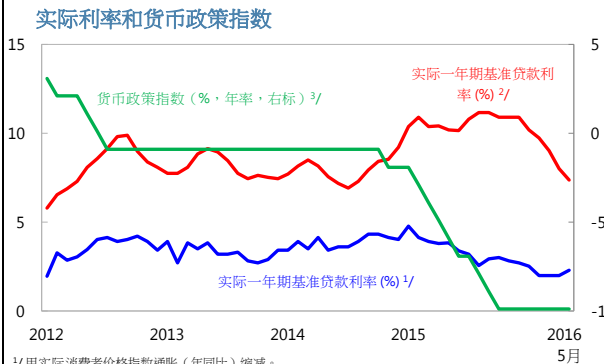


债务。

来源：Bloomberg；CEIC 数据有限公司；Haver Analytics；Standard & Poor's Capital IQ；以及基金组织工作人员的估计。

图 4. 信贷：寻求收益

名义利率下降促使总体货币政策放松。

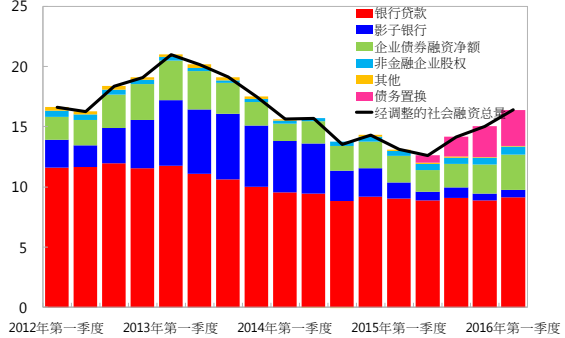


1/ 用实际消费者价格指数通胀（年同比）缩减。
2/ 用实际生产者价格指数通胀（年同比）缩减。
3/ 货币政策态势指数是根据利率、法定存款准备金率、公开市场操作和过度信贷增长等指标构建的。2015年10月以来，由于在放开利率和形成利率走廊方面取得进展，该指数仅反映短期利率。

对实体经济的信贷自 2015 年下半年以来再度加快增长……

对社会融资总量存量增长的贡献

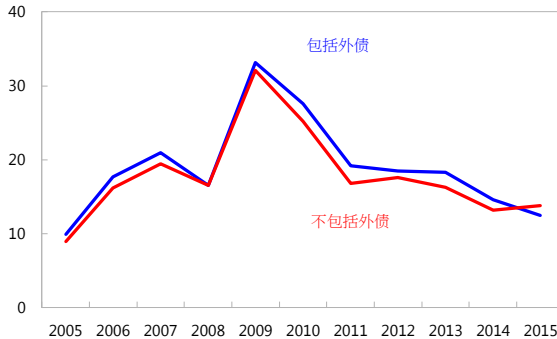
（百分比，年同比增长，经地方政府债务置换调整）



……在一定程度上反映了以偿还外债为目的的国内借款增加。

经调整的社会融资总量存量增长

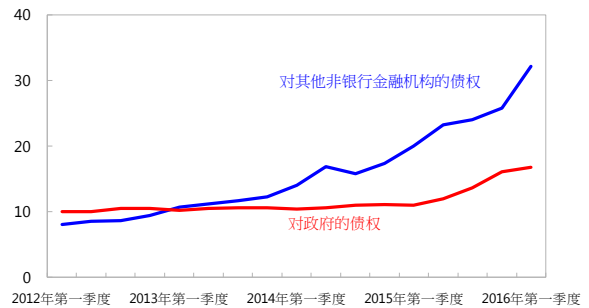
（百分比，年同比增长）



银行对其他金融机构和政府的债权大幅上升。

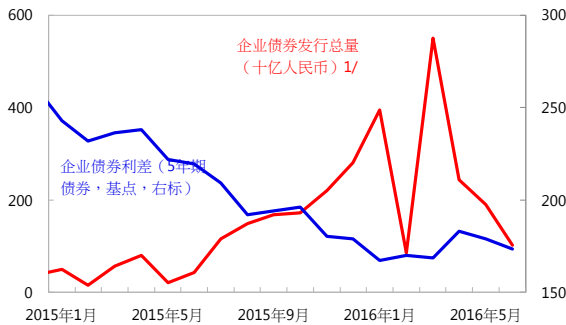
对政府和其他非银行金融机构的债权

（占GDP的百分比）



债券发行量显著增加……

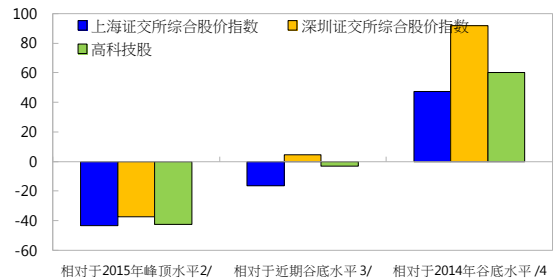
企业债券市场



1/ 数据截至2016年6月15日。

……继去年 6 月股市开始调整之后。

股票市场 1/



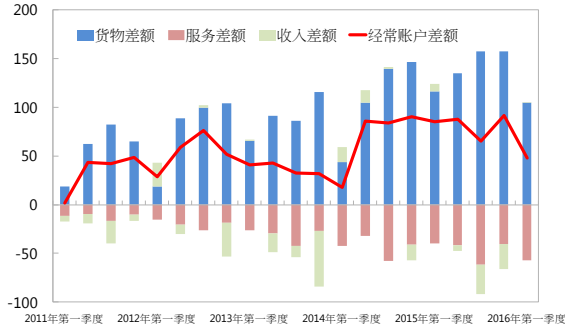
1/ 截至2016年7月1日。
2/ 2015年6月12日。
3/ 2015年7月8日。
4/ 2014年1月20日。

来源：CEIC 数据有限公司；WIND 数据库；中国当局的网站；以及基金组织工作人员的估计。

图 5. 对外部门：趋势逆转？

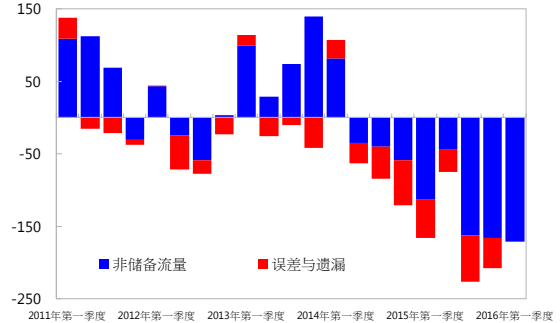
随着贸易条件改善、实际进口减弱，经常账户顺差已扩大……

经常账户
(十亿美元)



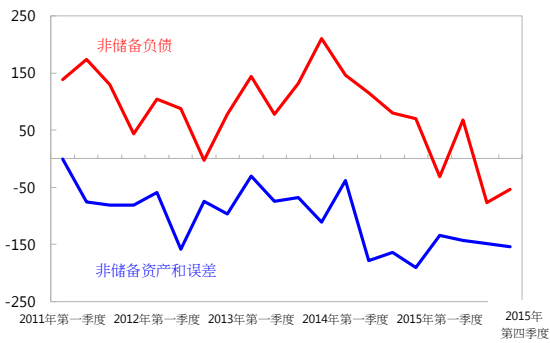
……但总体国际收支因 2015 年的大量净资本外流而恶化……

金融账户和误差与遗漏
(十亿美元)



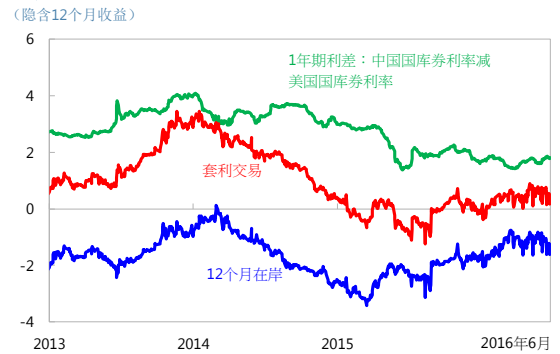
……反映了非居民资本流入减弱和居民总资本流出增加这两个因素的共同作用……

资本外流
(十亿美元)



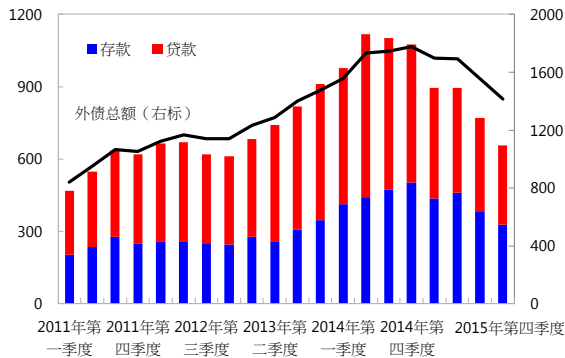
……在一定程度上归因于汇率预期的变化以及中国与美国收益率差别的缩小。

汇率



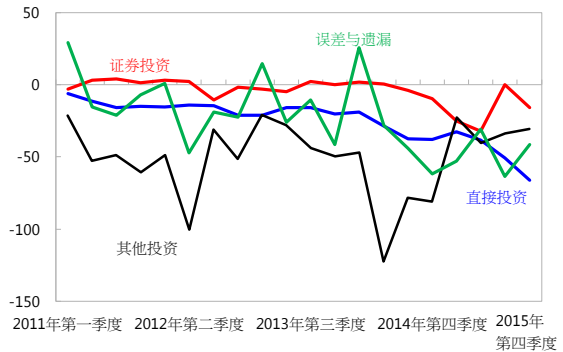
外债偿还在很大程度上造成了净资本流动的波动……

外债
(十亿美元)



……但居民通过多种渠道将资本转移到境外，资本外流压力在扩大。

资产外流
(十亿美元)

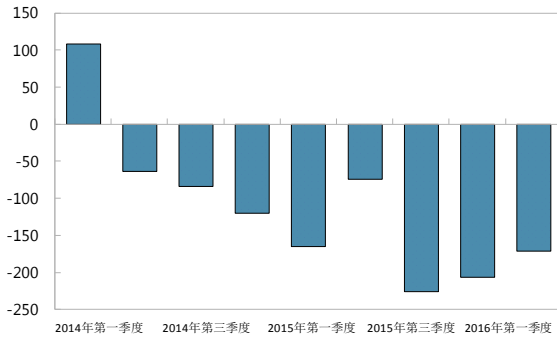


来源：Bloomberg；CEIC 数据有限公司；香港金融管理局；以及基金组织工作人员的估计。

图 6. 外汇和股票市场：压力缓解？

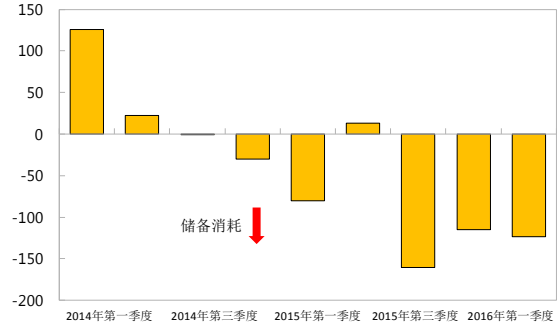
2014年第二季度以来，资本外流增加；2015年下半年，资本加速外流……

净资本流动
(十亿美元)



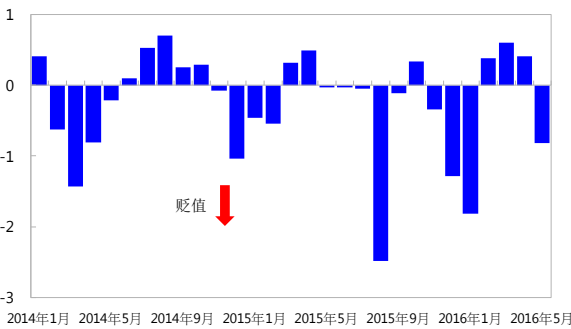
……引起大规模、前所未有的干预……

中国：外汇干预
(十亿美元)



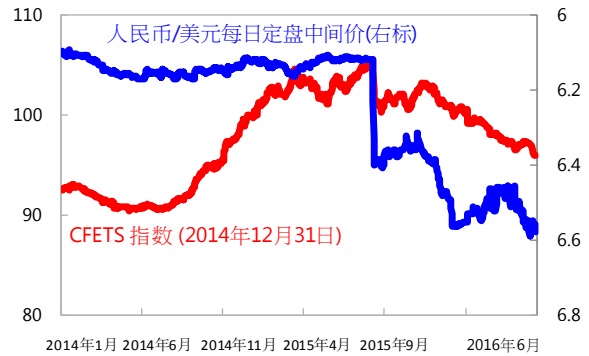
……以控制 2015 年 8 月汇率政策变化引起的贬值压力……

人民币对美元月度平均即期汇率
(百分比，月度环比百分比变化)



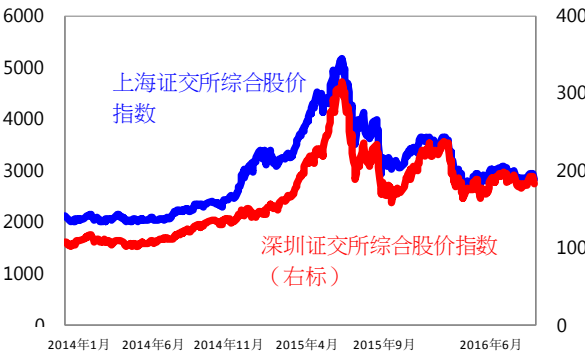
……汇率政策的变化是，从事实上的与美元紧密挂钩，转向参考货币篮子。

人民币对美元汇率和CFETS 指数



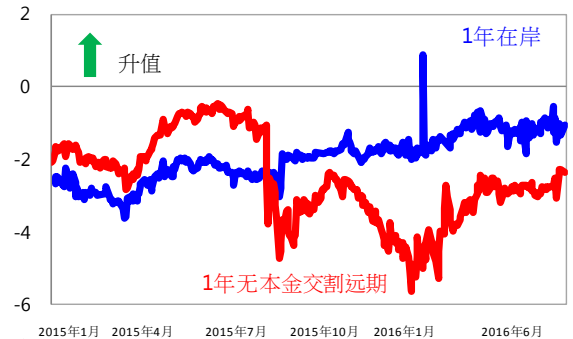
股市调整也对市场情绪产生了不利影响。

中国股票市场指数



市场价格继续反映进一步贬值的预期，尽管这种预期最近有所缓解。

人民币隐含1年贬值/升值



来源：CEIC 数据有限公司；香港金融管理局；Haver Analytics；以及基金组织工作人员的估计。

表 1. 中国：部分经济指标

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	预测										
	(年度百分比变化, 除非另有注明)										
国民账户											
实际GDP	9.5	7.9	7.8	7.3	6.9	6.6	6.2	6.0	6.0	5.9	5.8
国内总需求	10.7	7.9	8.1	7.2	7.2	7.2	6.5	6.2	6.1	6.0	5.9
消费	12.2	8.7	7.2	7.2	8.3	7.8	7.7	7.1	6.8	6.6	6.4
投资	9.2	7.1	9.1	7.1	6.1	6.4	5.2	5.2	5.3	5.3	5.3
固定资产投资	8.8	9.0	9.3	6.8	6.8	6.6	5.3	5.3	5.4	5.4	5.4
库存(贡献)	0.4	-0.7	0.1	0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净出口(贡献)	-0.8	0.2	-0.1	0.3	-0.1	-0.5	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
资本形成总额(占GDP百分比)	48.0	47.2	47.3	46.7	45.0	43.9	43.3	42.8	42.2	41.6	41.0
国民储蓄总额(占GDP百分比)	49.8	49.7	48.8	49.3	47.9	46.3	44.9	44.1	43.2	42.4	41.6
劳动力市场											
失业率(年度平均) 1/	...	...	5.0	5.1	5.1	5.1	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0
工资	16.7	14.0	12.9	10.0	9.9	9.0	8.7	8.5	8.5	8.3	8.1
价格											
消费者价格(平均)	5.4	2.6	2.6	2.0	1.4	2.1	2.3	2.4	2.6	3.0	3.0
GDP缩减指数	8.1	3.2	2.4	1.2	0.4	0.7	0.9	1.4	1.6	2.0	2.1
金融											
7天回购利率(百分比)	6.4	4.6	5.4	5.1	2.5	...	...	...	...	...	...
10年期政府债券利率(百分比)	3.4	3.6	4.6	3.7	2.9	...	...	...	...	...	...
实际有效汇率(平均)	2.8	5.6	6.3	3.1	10.1	...	...	...	...	...	...
名义有效汇率(平均)	0.1	5.0	5.3	3.1	9.5	...	...	...	...	...	...
宏观金融											
社会融资总量 2/	18.1	19.1	17.5	14.3	12.4	12.7	11.9	11.4	11.0	10.3	10.1
占GDP百分比	157.9	169.0	180.0	189.5	198.4	208.3	217.4	225.1	232.0	236.9	241.6
对私人部门的国内信贷	16.2	19.8	16.6	13.5	14.7	14.7	13.4	12.1	10.9	9.9	9.7
占GDP百分比	124.8	134.3	141.9	148.2	158.3	169.2	179.0	186.5	192.1	195.5	198.7
房价 3/	5.7	8.7	7.7	1.4	9.1	8.9	7.3	7.0	7.3	6.9	6.8
家庭可支配收入(占GDP百分比)	58.3	59.4	60.0	60.7	62.2	63.2	63.6	63.9	64.2	64.2	64.2
家庭储蓄(占可支配收入百分比)	41.0	40.8	38.5	37.9	37.4	36.9	35.8	34.7	33.7	32.7	31.7
家庭债务(占GDP百分比)	27.8	29.6	33.0	35.3	38.4	41.8	45.5	49.1	52.4	55.3	57.5
非金融企业国内债务(占GDP百分比)	97.0	104.7	108.9	112.8	120.0	127.4	133.5	137.5	139.7	140.2	141.2
广义政府(占GDP百分比)											
净贷款/借款 4/	-0.1	-0.7	-0.8	-0.9	-2.7	-3.0	-3.1	-2.9	-2.9	-2.8	-2.7
收入	26.9	27.8	27.7	28.0	28.6	27.8	28.1	28.0	27.8	27.7	27.5
支出	27.0	28.4	28.5	28.9	31.3	30.8	31.2	30.9	30.7	30.4	30.2
债务 5/	15.2	15.2	15.9	38.5	38.3	38.6	39.1	39.3	39.3	39.2	39.0
结构性余额	-0.1	-0.5	-0.5	-0.5	-2.4	-2.9	-3.1	-2.9	-2.9	-2.8	-2.7
国际收支(占GDP百分比)											
经常账户差额	1.8	2.5	1.5	2.6	3.0	2.4	1.6	1.3	1.0	0.8	0.6
贸易差额	3.0	3.6	3.7	4.1	5.1	5.1	4.5	4.3	4.0	3.8	3.7
服务差额	-0.6	-0.9	-1.3	-1.6	-1.6	-2.0	-2.3	-2.6	-2.7	-2.9	-2.9
净国际投资头寸	22.4	21.8	20.7	15.2	14.3	16.5	16.9	16.7	16.3	15.5	14.8
官方储备总额(十亿美元)	3,256	3,388	3,880	3,899	3,406	3,181	3,064	2,993	2,890	2,813	2,740
备忘项											
名义GDP(十亿人民币) 6/	48,604	54,099	59,696	64,849	69,630	74,715	80,118	86,159	92,834	100,244	108,246
增扩概念的债务(占GDP百分比) 7/	45.8	47.1	51.0	51.8	55.8	60.4	64.5	67.8	70.4	72.2	73.5
增扩概念的净贷款/借款(占GDP百分比) 7/	-6.0	-5.1	-7.6	-7.2	-7.8	-8.4	-8.2	-7.8	-7.4	-7.0	-6.6
增扩概念的财政余额(占GDP百分比) 8/	-8.2	-7.8	-10.3	-9.8	-9.5	-10.1	-9.8	-9.3	-8.8	-8.4	-8.0

来源: CEIC数据有限公司; 基金组织信息通告系统; 以及基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 失业率调查数据。

2/ 工作人员估计, 经地方政府债务置换调整后的社会融资总量在2015年相当于GDP的203%。

3/ 基金组织工作人员根据国家统计局公布的70个大中城市房价数据(商品住宅价格)估计的平均售价。

4/ 对当局的财政预算余额进行了调整, 以反映合并的广义政府余额, 包括政府管理的资金、国家管理的国有企业资金、平准基金和社保基金的调整。

5/ 2015年之前的债务估计数包括中央政府债务和显性地方政府债务(财政部和人民代表大会2015年9月确定的)。广义政府债务2014年的大幅增加反映了当局对地方政府过去预算外债务的确认。2015年之后的债务估计数假设2015-2012年预算外借款为零。

6/ 支出侧名义GDP。

7/ 增扩概念的财政数据将政府范围扩大到包括地方政府融资平台和其他预算外活动。

8/ “增扩概念的财政余额”=“增扩概念的净贷款/借款”-“净土地出售收入”(占GDP百分比), 因为我们将净土地出售收入视为融资。

表 2. 中国：国际收支
(占GDP的百分比，除非另有注明)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	预测										
经常账户差额	1.8	2.5	1.5	2.6	3.0	2.4	1.6	1.3	1.0	0.8	0.6
贸易差额	3.0	3.6	3.7	4.1	5.1	5.1	4.5	4.3	4.0	3.8	3.7
出口	24.0	23.0	22.3	21.3	19.2	18.1	17.1	16.1	15.2	14.3	13.5
进口	21.0	19.4	18.6	17.1	14.1	13.0	12.6	11.8	11.1	10.5	9.8
服务差额	-0.6	-0.9	-1.3	-1.6	-1.6	-2.0	-2.3	-2.6	-2.7	-2.9	-2.9
收入差额	-0.9	-0.2	-0.8	0.1	-0.4	-0.6	-0.6	-0.3	-0.2	-0.2	-0.1
经常性转移	0.3	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
资本和金融账户差额	3.5	-0.4	3.6	-0.5	-4.3	-4.3	-2.6	-1.8	-1.7	-1.2	-1.0
资本账户	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
金融账户	3.5	-0.4	3.6	-0.5	-4.3	-4.4	-2.6	-1.9	-1.7	-1.3	-1.0
净国外直接投资	3.1	2.1	2.3	1.4	0.6	-0.4	-1.2	-1.8	-1.8	-1.5	-1.2
证券投资	0.3	0.6	0.5	0.8	-0.6	-0.7	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
其他投资	0.1	-3.0	0.7	-2.6	-4.3	-3.3	-1.4	0.0	0.1	0.3	0.3
误差与遗漏 1/	-0.2	-1.0	-0.7	-1.0	-1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总体差额	5.2	1.1	4.5	1.1	-3.1	-2.0	-1.0	-0.5	-0.7	-0.5	-0.4
储备资产	-5.2	-1.1	-4.5	-1.1	3.1	2.0	1.0	0.5	0.7	0.5	0.4
国际投资头寸											
资产	62.9	60.8	62.1	61.0	55.6	56.9	56.1	55.1	53.5	51.6	49.8
直接投资	5.6	6.2	6.9	8.4	10.1	12.1	13.8	15.6	16.9	17.7	18.3
证券投资	2.7	2.8	2.7	2.5	2.3	2.9	3.4	3.7	4.0	4.2	4.3
其他投资	11.3	12.3	12.3	13.2	12.7	13.8	14.0	13.5	13.0	12.4	11.9
储备资产	43.3	39.5	40.3	36.9	30.5	28.0	24.9	22.2	19.6	17.3	15.3
负债	40.5	39.0	41.4	45.8	41.3	40.4	39.3	38.3	37.2	36.1	35.0
直接投资	25.4	24.1	24.2	24.6	25.4	26.8	26.2	25.1	23.9	22.5	21.4
证券投资	3.3	3.9	4.0	7.5	7.2	7.1	7.1	7.1	7.0	6.8	6.6
其他投资	11.8	11.0	13.2	13.6	8.6	6.6	5.9	6.1	6.4	6.7	7.0
净国际投资头寸	22.4	21.8	20.7	15.2	14.3	16.5	16.9	16.7	16.3	15.5	14.8
备忘项											
出口增长(按价值计)	21.6	9.2	8.9	4.4	-4.5	-4.2	2.5	2.9	3.4	4.0	3.8
进口增长(按价值计)	27.3	5.2	7.7	1.1	-12.9	-6.2	4.6	3.0	3.2	3.7	3.1
外国直接对华投资	3.7	2.8	3.0	2.5	2.2	1.8	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8
外债(十亿美元)		1,162.8	1,532.8	1,788.1	1,416.2	1,154.2	1,175.3	1,317.4	1,480.0	1,673.5	1,868.1
占GDP百分比	13.9	13.6	15.9	16.9	12.7	10.2	9.6	9.8	10.0	10.3	10.5
短期外债(十亿美元, 剩余期限)	754.6	853.5	1,201.5	1,311.3	920.6	720.6	733.2	817.1	913.0	1,021.4	1,130.3
总储备(十亿美元) 2/	3,255.8	3,387.9	3,880.4	3,899.3	3,406.1	3,181.4	3,063.6	2,993.4	2,889.8	2,813.1	2,739.9
相当于短期债务(按剩余期限计)的百分比	431.4	397.0	323.0	297.4	370.0	441.5	417.8	366.3	316.5	275.4	242.4
实际有效汇率(2010年=100)	102.8	108.5	115.3	118.9	131.0	...	...	...	...	...	...
名义GDP(十亿美元)	7,522.2	8,570.3	9,635.2	10,557.6	11,181.6	11,354.8	12,279.6	13,461	14,777.4	16,294.6	17,852.9

来源：CEIC数据有限公司；基金组织信息通告系统；以及基金组织工作人员的估计和计算。

1/ 包括估值调整的对应交易。

2/ 包括外汇储备以及特别提款权和黄金等其他储备资产。

表 3. 中国:外部脆弱性指标

	2011	2012	2013	2014	2015
货币与金融指标					
广义政府债务 (相当于GDP的百分比) 1/	15.2	15.2	15.9	38.5	38.3
广义货币 (M2: 年度百分比变化)	17.3	14.4	13.6	11.0	13.3
外币存款与广义货币之比 (百分比)	2.0	2.6	2.4	2.9	2.9
对经济的本币贷款 (年度百分比变化)	15.8	15.0	14.1	13.6	14.3
外币贷款与整个经济贷款之比 (百分比)	5.0	5.3	5.1	4.7	4.0
股市指数 (期末, 1990年12月19日 = 100) 2/	2,304	2,376	2,214	3,389	3,704.3
股市市值 (相当于GDP的百分比)	54.2	53.5	51.6	70.3	94.8
上市公司数 (A股)	2,320	2,472	2,468	2,592	2,808
国际收支指标					
出口 (年度百分比变化,美元)	21.6	9.2	8.9	4.4	-4.5
进口 (年度百分比变化,美元)	27.3	5.2	7.7	1.1	-12.9
经常账户差额 (相当于GDP的百分比)	1.8	2.5	1.5	2.6	3.0
资本和金融账户差额 (相当于GDP的百分比)	3.5	-0.4	3.6	-0.5	-4.3
其中: 外国直接投资流入总额	3.7	2.8	3.0	2.5	2.2
储备指标					
总储备 (十亿美元) 3/	3,256	3,388	3,880	3,899	3,406
总储备与货物和服务进口之比 (月数)	28.3	22.3	24.0	22.1	18.1
总储备与广义货币 (M2) 之比 (百分比)	24.7	22.0	21.7	19.5	15.2
总储备与按剩余期限计的短期外债之比 (百分比)	431.4	397.0	323.0	297.4	370.0
外债与资产负债表指标					
全部外债 (相当于GDP的百分比)	13.9	13.6	15.9	16.9	12.7
全部外债(10亿美元)	1,047.1	1,162.8	1,532.8	1,788.1	1,416.2
按原始期限计的短期外债(十亿美元)	754.6	853.5	1,201.5	1,311.3	920.6
银行部门的外国净资产(十亿美元)	259.9	300.4	177.3	189.4	443.8
全部债务与货物和服务出口之比 (百分比)	52.1	53.5	65.1	70.8	58.3
全部债务偿还额与货物和服务出口之比(百分比)	25.2	25.1	28.9	51.6	38.1
其中: 利息支付与货物和服务出口之比(百分比)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
外币长期主权债券评级 (期末)					
穆迪	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3	Aa3
标准普尔	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-
备忘项:					
国际投资头寸(十亿美元)	1,688.4	1,866.5	1,996.0	1,776.4	1,769.5
名义GDP(十亿美元)	7,522	8,570	9,635	10,558	11,182
货物与服务出口(十亿美元)	2,009	2,175	2,356	2,524	2,429
实际有效汇率(年度百分比变化)	2.8	5.6	6.3	3.1	10.1
来源: CEIC数据有限公司; 彭博社; 基金组织, 信息通告系统; 基金组织工作人员的估计。 1/2015年之前的债务估计数包括中央政府债务和显性地方政府债务(财政部和人民代表大会2015年9月确定的)。广义政府债务2014年的大幅增加反映了当局对地方政府过去预算外债务的确认。2015年的债务估计数假设2015年预算外借款为零。					
2/ 上海证券交易所, A股。					
3/ 包括外汇储备以及特别提款权和黄金等其他储备资产。					

表4. 中国：货币和信贷走势

	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q1
货币调查						
			(年度百分比变化)			
外国净资产	11.3	2.9	8.6	2.6	-2.7	-7.7
货币当局 (贡献)	9.1	1.9	11.7	2.4	-8.6	-10.8
存款类机构 (贡献)	2.3	1.0	-3.1	0.3	5.9	3.1
国内信贷	17.1	17.1	15.1	16.2	23.7	25.4
对政府的净债权 (贡献)	1.3	1.2	-0.2	0.6	4.0	4.3
对非金融部门的债权 (贡献)	13.4	13.6	12.7	11.4	13.8	12.8
对其他金融部门的债权 (贡献)	2.4	2.3	2.6	4.1	5.9	8.2
广义货币 (M2)	17.3	14.4	13.6	11.0	13.3	13.4
M1 (贡献)	3.2	2.2	2.9	1.0	4.3	5.8
准货币 (贡献)	14.1	12.2	10.7	10.0	9.0	7.6
储备货币	21.2	12.3	7.4	8.5	-6.0	-4.2
社会融资总量						
			(年度百分比变化)			
社会融资总量 1/	18.1	19.1	17.5	14.3	12.4	13.4
银行贷款 (贡献)	12.1	11.5	10.0	9.2	8.8	9.1
影子银行 (贡献)	3.1	4.0	5.1	2.3	0.6	0.6
企业债券净融资 (贡献)	2.1	3.0	2.0	2.2	2.4	2.9
非金融企业股权 (贡献)	0.7	0.3	0.2	0.4	0.6	0.7
其他 (贡献)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0
			(占GDP百分比)			
社会融资总量 1/	157.9	169.0	180.0	189.5	198.4	204.7
银行贷款	117.3	121.8	125.7	130.9	137.5	141.7
影子银行	23.0	26.4	31.7	33.1	31.8	32.2
企业债券净融资	10.7	13.8	15.6	18.0	21.0	22.5
非金融企业股权	6.0	5.8	5.6	5.9	6.5	6.8
其他	0.9	1.1	1.4	1.6	1.5	1.5
备忘项						
			(百分比)			
不良贷款率	1.0	1.0	1.0	1.3	1.7	1.8
拨备覆盖率	278.1	295.5	282.7	232.1	181.2	175.0
流动比率	43.2	45.8	44.0	46.4	48.0	48.1
存货比	64.9	65.3	66.1	65.1	67.2	67.0
资产回报率	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1	1.2
股本回报率	20.4	19.9	19.2	17.6	15.0	15.9
资本充足率	...	...	12.2	13.2	13.5	13.4
一级资本充足率	...	...	10.0	10.8	11.3	11.4
核心一级资本充足率	...	...	10.0	10.6	10.9	11.0
来源：：Haver Analytics和基金组织工作人员的估计。						
1/ 经地方政府债务置换调整之后，工作人员估计社会融资总量年同比增长15.9%，截至2016年第一季度为GDP的209.3%。						

表 5. 中国：广义政府财政数据

十亿人民币		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
		预测										
财政余额												
当局定义												
(1)	收入 1/	10537	12020	13036	14137	16027	15892	17421	18760	20190	21808	23553
(2)	支出 2/	11387	12820	14276	15497	17647	18072	19930	21363	23012	24829	26841
(3)	财政余额 (当局) (1)-(2)	-850	-800	-1240	-1360	-1620	-2180	-2509	-2603	-2822	-3020	-3288
	占GDP百分比 3/	-1.7	-1.5	-2.1	-2.1	-2.3	-2.9	-3.1	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
工作人员估计												
(4)	收入	13081	15016	16538	18158	19944	20735	22514	24114	25819	27728	29778
(5)	支出	14234	16838	18651	20463	22995	24202	26247	27882	29740	31855	34181
(5a)	当局定义的支出	11387	12820	14276	15497	17647	18072	19930	21363	23012	24829	26841
	其中：利息支付	238	264	306	359	404	589	861	1145	1391	1492	1596
(5b)	(+) 社保支出	1888	2393	2862	3367	3936	4355	4529	4710	4898	5094	5298
(5c)	(+) 向国家管理的国企基金的转移	116	140	151	200	208	226	235	244	254	264	275
(5d)	(+) 地方政府支出的调整	200	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(5f)	(+) 地方政府支出 (由土地销售净收入提供资金) 4/	1105	1459	1617	1717	1175	1220	1230	1250	1269	1370	1480
(5i)	(-) 向平准基金的缴款	289	25	116	82	70	70	77	85	93	102	113
(5j)	(-) 其他调整 2/	173	200	138	237	-100	-400	-400	-400	-400	-400	-400
	广义政府净贷款/借款 (4) - (5) + (5f)	-47	-363	-497	-587	-1877	-2247	-2503	-2519	-2652	-2757	-2923
	(占GDP百分比)	-0.1	-0.7	-0.8	-0.9	-2.7	-3.0	-3.1	-2.9	-2.9	-2.8	-2.7
(6)	财政余额 (工作人员的估计) (4)-(5)	-1153	-1822	-2113	-2305	-3051	-3467	-3733	-3769	-3921	-4127	-4403
	(占GDP百分比)	-2.4	-3.4	-3.5	-3.6	-4.4	-4.6	-4.7	-4.4	-4.2	-4.1	-4.1
增扩概念的余额估计												
(6)	财政总余额	-1153	-1822	-2113	-2305	-3051	-3467	-3733	-3769	-3921	-4127	-4403
(6a)	(-) 债务融资的地方政府额外基础设施支出估计	2847	2395	4061	4072	3571	4050	4100	4205	4250	4308	4208
(7)	增扩概念的余额	-3999	-4217	-6175	-6377	-6623	-7517	-7833	-7974	-8171	-8435	-8611
	(占GDP百分比)	-8.2	-7.8	-10.3	-9.8	-9.5	-10.1	-9.8	-9.3	-8.8	-8.4	-8.0
	其中：地方政府融资平台借款的利息支付	758	975	1161	1423	1557	1582	1518	1457	1471	1759	2051
(5f)	(+) 土地销售净收入 4/	1105	1459	1617	1717	1175	1220	1230	1250	1269	1370	1480
(8)	增扩概念的净贷款/借款 5/	-2894	-2757	-4558	-4659	-5448	-6297	-6603	-6724	-6902	-7065	-7132
	(占GDP百分比)	-6.0	-5.1	-7.6	-7.2	-7.8	-8.4	-8.2	-7.8	-7.4	-7.0	-6.6
广义政府债务												
(12)	中央政府债务	7204	7757	8675	9566	10660	11657	13760	15879	18131	20488	22891
	占GDP百分比	18.6	17.7	17.6	14.8	15.3	15.6	17.2	18.4	19.5	20.4	21.1
(13)	地方政府债务 6/	13249	15894	19955	24045	28217	33447	37947	42552	47202	51910	56638
(12)+(13)	增扩概念的债务	22273	25470	30450	33611	38877	45103	51707	58430	65332	72398	79529
	占GDP百分比	45.8	47.1	51.0	51.8	55.8	60.4	64.5	67.8	70.4	72.2	73.5
	广义政府债务 (工作人员估计) 7/	16081	18405	22045	25830	29885	34738	39951	45249	50710	56314	62018
	占GDP百分比	33.1	34.0	36.9	39.8	42.9	46.5	49.9	52.5	54.6	56.2	57.3
	广义政府债务 (仅包括显性政府债务，假设从2015年没有预算外借款) 8/	7404	8207	9475	24966	26660	28837	31340	33859	36511	39268	42191
	占GDP百分比	15.2	15.2	15.9	38.5	38.3	38.6	39.1	39.3	39.3	39.2	39.0

来源：CEIC数据有限公司；中国财政部；国家审计署；基金组织工作人员的估计和预测。

1/ 包括中央和地方政府从预算平准基金的提款。

2/ 包括结转的地方政府余额以及地方政府债券和政府管理基金下发行的政府债券的赎回的调整。

3/ 本表中的GDP指支出方面的名义GDP。

4/ 土地出售净收入指的是用来弥补经常性和基础设施支出的部分，估计方法是用地销售总收入减去征地成本、农民补偿金和土地开发收入。

5/ 净贷款/借款总额包括土地销售净收入，作为线上项目非金融资产的减值。

6/ 包括地方政府债券和通过地方政府融资平台进行的其他市场融资。

7/ 工作人员的估计是基于显性债务，政府担保债务部分（根据国家统计局估计，小于19%）和政府可能承担的负债。

8/ 2015年之前的债务估计数包括中央政府债务和显性地方政府债务（财政部和人民代表大会2015年9月确定的）。广义政府债务2014年的大幅增加反映了当局对地方政府过去预算外债务的确认。2015年之后的债务估计数假设2015-2012年预算外借款为零。

表 6. 中国：非金融部门债务

	(十亿人民币)		(占GDP百分比)		覆盖范围		
	2014	2015	2014	2015			
总计	134	153	206	220			
中央政府	10	11	15	15	财政部得 出的广义 政府债务	工作人员 得出的广 义政府债 务	增扩债务
地方政府							
常规融资	1	2	2	2			
地方政府融资平台的过去债务 1/	14	14	22	21			
地方政府融资平台(LGFV)							
可能确认的							
根据2014年审计	1	1	1	1			
2015年新的借款(工作人员估计) 2/ 3/	0	2	0	3			
不可能确认的							
根据2014年审计	8	8	12	11			
2015年新的借款(工作人员估计) 2/ 3/	0	1	0	2			
住户	23	27	35	38			
企业(不包括地方政府融资平台)							
国内	73	84	113	120			
外部	4	4	6	6			
备忘项：							
企业(包括地方政府融资平台)	86	100	133	144			
住户	23	27	35	38			
广义政府(商务部定义)	25	27	39	38			
名义GDP	65	70					

来源：CEIC数据有限公司；财政部和基金组织工作人员的估计。

1/ 截至2014年，确认为地方政府债务的地方政府融资平台债务（根据2014年审计）。

2/ 2015年对地方政府融资平台新借款的估计是基于基础设施固定资产投资数据。

3/ 可能确认的地方政府融资平台新借款的相对比例是基于历史确认比例。

		总体评估
国外资产及负债的头寸和变化轨迹	<p>背景： 外国总资产（2015 年底占 GDP 的 56%）主要由外汇储备构成，总负债（占 GDP 的 41%）主要是外商直接投资负债。2014 年底储备资产为 3.84 万亿美元（约占 2014 年 GDP 的 36.4%），2015 年底下降至 3.33 万亿美元，2016 年 5 月下降至 3.19 万亿美元（约占 2015 年 GDP 的 28.5%），原因是净储备资产出售和估值损失。净国际投资头寸从 2014 年 GDP 的 15.2% 下降至 2015 年底 GDP 的 14.3%；该比率自全球金融危机以来一直下降，主要原因是经常账户顺差大幅减少、估值变动以及 GDP 依然保持快速增长。</p> <p>评估： 在中期，净国际投资头寸占 GDP 比重预计将接近 GDP 的 15%，这与经常账户顺差相一致。考虑到外汇储备规模庞大和由外商直接投资主导的负债，目前净国际投资头寸并非主要风险来源。但存在资本外流压力持续存在且储备进一步下降的可能。</p>	<p>总体评估： 与符合中期基本面和理想政策环境的水平相比，中国 2015 年的外部头寸依然稍强。人民币总体上与基本面和理想政策的水平相当，尽管评估存在较大的不确定性。截至 2016 年 6 月，无迹象显示这一评估结果出现变化。外部头寸评估反映出影响储蓄-投资失衡的仍然较大的政策缺口（如社会支出）。人民币评估中的不确定性反映出模型以外的因素，如预期的变动和近期资本流动的性质等。</p> <p>可能的政策应对： 全球金融危机以来，外部失衡已经大幅下降。要实现对外收支头寸的持久平衡，需要在消除国内政策缺口方面不断取得进展。成功完成这项任务，将推动经济进入更可持续的增长轨道，促进消费和降低总体储蓄水平。实现这一目标，需要顺利落实当局的改革议程以及协调一致的宏观经济政策。优先任务包括：改善社会安全网；增加预算内财政支持；国企改革和开放市场、引入更多竞争；建立更加市场化的金融体系；实现灵活的、市场化的汇率，改善沟通策略。继续推进实施更加市场化和透明的货币政策框架，是确保向浮动汇率有序过渡的关键因素，这可能需要在一定限度内使用外汇储备来平滑基本面之外的过度波动。</p>
经常账户	<p>背景： 2015 年，经常账户顺差为 GDP 的 3.0%（经周期调整后为 GDP 的 3.0%），较 2014 年高出 GDP 的 0.3% 左右。经常账户顺差增加，主要原因包括实际进口增长疲软和有利的贸易条件（2015 年获益约为 GDP 的 1%），尽管实际有效汇率大幅升值且出境旅游增加。从更长期看，经常账户顺差已较峰值（2007 年 GDP 的约 10%）显著下降，反映出投资增长势头强劲、实际有效汇率升值、主要发达经济体疲软以及近期出现的服务赤字扩大的趋势。</p> <p>评估： 对外收支余额评估模型的经常账户回归分析法估计，经周期调整的经常账户与根据中期基本面和政策利好得出的数值相比表现更为强劲（超出部分约为 GDP 的 2.4% 左右）。虽然所估计的总政策缺口显著收窄（主要由外汇干预的变化所致），但财政政策、社会支出、信贷增长方面的缺口仍然存在。总缺口主要由残余项导致，反映出对外收支余额模型未能捕捉的因素，包括鼓励过度储蓄的扭曲等。中国的周期状况也存在较大的不确定性。结果是，工作人员估计，与基本面和利好政策所预示的水平相比，经常账户缺口的超出部分占到 GDP 的 1% 至 3%。1/</p>	
实际汇率	<p>背景： 2015 年的实际有效汇率均值较 2014 年均值升值约 10%，主要由名义有效汇率升值导致，并反映了与美元的关联。截至 2016 年 6 月，实际有效汇率较 2015 年均值贬值 6%，这也是由名义有效汇率变动造成。2/</p> <p>评估： 对外收支余额评估模型的实际有效汇率指数回归分析法估计，与基本面和利好政策所预示的水平相比，中国的实际有效汇率强出约 3.9%。这一缺口（以及 -0.1% 的政策缺口）比对外收支余额评估模型的统计误差要小，表明实际有效汇率大致与基本面和利好政策所预示的水平一致。但这一评估存在较大不确定性。这是因为对外收支余额评估模型关注储蓄-投资差额的有关因素，其并不捕捉可能影响对一国资产需求的其他因素（如市场对前景的不同观点、投资组合分配偏好的变化等）。3/ 总体而言，工作人员评估认为与基本面和利好政策所预示的水平相比，实际有效汇率存在 -10% 至 +10% 的偏差。</p>	
资本账户和金融账户：流量和政策措施	<p>背景： 去年，中国进一步放开了金融账户，包括允许官方部门投资者进入在岸市场。中国的金融账户中，外商直接投资和其他投资开放度相对较高。但仍然存在限制，特别是证券投资流动方面。在经历了资本的长期净流入后（在 2000 年至 2014 年每年平均达到 800 亿美元），金融账户在 2015 年出现 6730 亿美元的净流出。净直接投资流动仍然为正（620 亿美元），但远低于 2000 年至 2014 年的平均水平（1140 亿美元）。误差和遗漏项下的较大逆差被纳入资本流出中，因为其可能是未被记录的资本而非经常账户交易。</p> <p>评估： 中期的适宜做法是，与国内金融自由化和汇率灵活性相一致，有步骤地放松资本管制。进一步放开资本账户可能出现大规模的双向总流动。调整的路径较难预测，且为使资产负债表调整与市场情绪变动达到均衡，需要在可行的情况下尽快转向灵活汇率，且其间需有限度地使用外汇储备，平滑基本面之外的过度波动。</p>	

<p>外汇干预和储备水平</p>	<p>背景: 在长期的储备累积之后, 外汇储备于 2015 年下降了 5130 亿美元 (GDP 的 4.6%), 其中干预占到 3420 亿美元 (GDP 的 3.1%)。截至 2016 年 5 月底, 外汇储备又进一步下降了 1390 亿美元, 至 3.19 万亿美元 (约占 2015 年 GDP 的 28.5%)。</p> <p>评估: 2015 年底, 如不考虑资本管制因素, 储备为基金组织复合指标的 118% (2014 年为 149%); 如考虑到资本管制因素, 储备为 190% (2014 年为 238%)。考虑到中国在资本账户开放过程中取得的进展, 不考虑资本管制因素的指标正成为较合适的指标。不论从哪个指标看, 现有的储备水平都仍然充足, 尽管 8 月以来储备在迅速减少, 这一状况如果持续下去将可能会改变这一评估结果。</p>	
<p>技术背景注释</p>	<p>1/ 2015 年, 对外收支余额评估模型得出的经常账户总缺口为 GDP 的 2.4%, 小于 2014 年的缺口 (GDP 的 3.1%)。所识别出的政策总缺口贡献度为 GDP 的 -0.3% (2014 年为 GDP 的 1.8%), 但医疗支出、财政政策、外汇干预和资本管制方面的单个政策缺口仍然存在。对外收支余额评估的实际有效汇率指数模型估计, 实际有效汇率总缺口为 3.9%, 所识别出的政策缺口为 -0.1%。对外收支余额评估的实际有效汇率水平模型估计, 实际有效汇率的总缺口为 16.3%, 所识别出的政策缺口为 2.9%。但这一估计值并不予以考虑, 因为对外收支余额评估水平模型对中国的适用性很弱。</p> <p>2/ 2015 年 8 月, 人民银行要求做市商根据前一日 (在岸) 即期汇率收盘价和市场供求情况提供报价, 用来决定开市前宣布的 +/-2% 交易区间的中间价。之前, 做市商会在早间基于其市场感知向人民银行提供报价, 这一体系并不透明, 所允许的自由裁量度较大, 且导致实践中每日中间价基本不会变化, 尽管市场汇率收盘价常常会远离前一日的收盘价。</p> <p>3/ 例如, 货币和利率政策预期发生变化、对政府改革议程重估或居民倾向于向国外资产进行多元化配置, 均可导致资本流动大幅变动并产生外汇压力, 即便在对外收支余额评估模型中所捕获的基本面 (GDP 增长、就业等) 未出现重大变动时也是如此。近期, 中国似乎已经经历了这种资本账户对汇率产生的压力, 对外收支余额模型不能较好地对此进行解释。</p>	

附录 II. 债务可持续性分析

由于或有负债的规模存在不确定性，债务可持续性分析使用狭义和广义定义评估了政府债务情况。虽然狭义定义下政府债务仍然较低且可持续，但基线中“增扩概念”的债务（广义定义）略呈上升趋势。债务压力的风险取决于新预算法的实施情况，该法旨在限制地方政府的预算外支出。

中国的公共债务可持续性分析基于以下假设：

- **公共债务的覆盖范围。**这里使用了政府债务的两个定义。主要差别是地方政府债务的覆盖范围。
 - 狭义覆盖范围的情景中包括中央政府债务和当局确认的“预算内”地方政府债务。2004年至2013年，广义政府债务包括中央政府债务和地方政府债券（由中央政府发行）。2014年起，广义政府债务包括了中央政府债务和地方政府显性债务（包括地方政府债券和2014年底产生的其他预算外负债）。2014年定义的变化主要由官方数据覆盖范围的变化导致。
 - 广义覆盖范围的情景中使用“增扩概念”债务。其加入了其他类型的地方政府借款，包括由基金组织工作人员估算的地方政府融资平台通过银行贷款、债券、信托贷款和其他融资渠道举借的（显性或或有）预算外负债。增扩概念的赤字是对应增扩债务的流量概念。增扩概念的财政数据是广义政府数据的补充。因其中可能包括某些非政府活动，增扩概念的债务和赤字估算值应被视为上限。
- **宏观经济假设：**

假定实际GDP的增长率逐步放缓，降至更可持续的增长水平（到2021年，年增长率约为6%），且GDP平减指数为2%左右。广义政府债务和增扩债务情景中的财政假设不同。

- **狭义覆盖范围情景中的财政余额。**由于此情景中仅包括预算内负债，预测的财政赤字与预测的预算内赤字相同。只有当新预算法严格执行且所有支出都在预算内时才会这样。特别是，假设财政赤字从2016年和2017年占GDP的约3%（体现了对产能过剩行业重组的财政支持）下降至2021年的约2.75%。
- **广义覆盖范围情景中的财政余额。**假设地方政府预算外支出逐步下降（而非狭义覆盖范围情景中的立刻下降）。增扩概念的财政赤字（包括预算内财政赤字和预算外支出，其由土地出让收入和债务提供融资）预计从2016年GDP的约10%下降至2021年GDP的约8%。地方政府支出占GDP的比重预计会下降，原因包括：（i）由净土地出让收入提供融资的支出下降；（ii）当局开展的限制地方政府借款的改革。
- **地方政府融资。**过去，很多地方政府依靠出让土地获得的净收入和地方政府融资平台借款作为其投资的资金来源，本次债务可持续性分析假定，未来的融资需求将越来越多地通过发行债券来满足，这与当局在未来三年内将全部地方政府债务置换为债券的计划相一致。
- **利率和摊还。**假设中央政府和地方政府债券的利率约为3%至4%（与历史平均值一致）。假设预算外借款的利率（仅在增扩情景下）约为6%至7%（基于主权债和地方政府融资平台债券的收益之差计算）。由于我们假设所有到期债务都可展期，因此还款安排不是本次分析的核心问题。

在狭义覆盖范围的情景中，广义政府债务处于下行通道中。

- 狭义覆盖范围下的广义政府债务大体稳定，在预测期内约为 GDP 的 39%至 40%。假设地方政府预算外支出会在 2015 年新预算法实施后即刻停止。增长率与利率之差将使债务与 GDP 之比下降。
- 应注意到广义政府债务与 GDP 之比（按狭义覆盖范围计算）高于 2015 年债务可持续性分析中的水平。这是因为自 2015 年 9 月起，当局将地方政府在 2014 年底借入的预算外债务纳入了官方统计中。

但在广义覆盖范围的情景中，债务持续上升。

- 然而，增扩债务将从 2015 年 GDP 的 55%左右上升至 2021 年 GDP 的 74%左右。这是因为广义覆盖范围的情景下假设地方政府预算外支出在 2015 年后持续存在（尽管预期在中期逐渐减少）。但应注意到，增扩债务衡量的是政府负债的“上限”，因为地方政府融资平台的部分借款可能是商业性的（因此不应被认定为政府负债）。

中国面临的债务可持续性风险相对较低，但容易受或有负债冲击的影响。

- 在狭义覆盖范围的情景下，在除或有负债冲击情景外的所有标准压力测试中，广义政府债务均处于相对较低且稳定的水平。若 2017 年出现或有负债冲击，其将从 2015 年 GDP 的 40%左右大幅上升至 2018 年 GDP 的 64%左右。⁴虽然这种债务水平仍在可控范围内，但当局可能需要应对总融资需求增加的情况，其容易受到市场融资条件的影响。从中期来看，如不采取额外的财政整顿措施，在出现或有负债冲击的情况下，债务与 GDP 之比将保持在 GDP 的 66%左右。在广义覆盖范围的情景下，增扩债务水平也容易受到或有负债冲击的影响（超出广义覆盖范围已经捕获的部分），这会使债务水平到 2021 年接近 GDP 的 100%。

中国的债务状况将在很大程度上取决于新预算法的实施情况。

- 基于狭义覆盖范围下的债务走势预测，特别是考虑到大部分公共债务存量都是在国内获得的融资，中国的债务状况依然可控。
- 但是债务状况关键依赖于新预算法的实施情况，因为这决定了债务走势是更接近于狭义覆盖范围情景还是广义覆盖情景。如果新预算法得以严格执行，且未来地方政府融资平台完全以商业为基础进行借款，则债务与 GDP 之比将稳定在 GDP 的 40%左右。但若地方政府仍然产生预算外负债，⁵则债务状况将更接近于广义覆盖范围情景，债务与 GDP 之比将在中期持续上升。

¹ 基金组织债务可持续性分析工具包中的标准或有负债冲击情景自动假设，银行体系资产存量的 10%将转变为政府债务。2015 年银行体系资产存量约为 GDP 的 210%左右。其还假设 2017 年和 2018 年的实际 GDP 增速将下降 2%至 2.5%。

² 这可以通过多种形式发生。例如，发改委近期启动了一个专项基金，用于为地方投资提供融资，且地方实体可利用它来从商业银行获得更多贷款。如果地方政府最终需要负责还款，则这可能成为过去地方政府融资平台借款的一个替代做法。

中国公共部门债务可持续性分析（窄口径的广义政府债务）

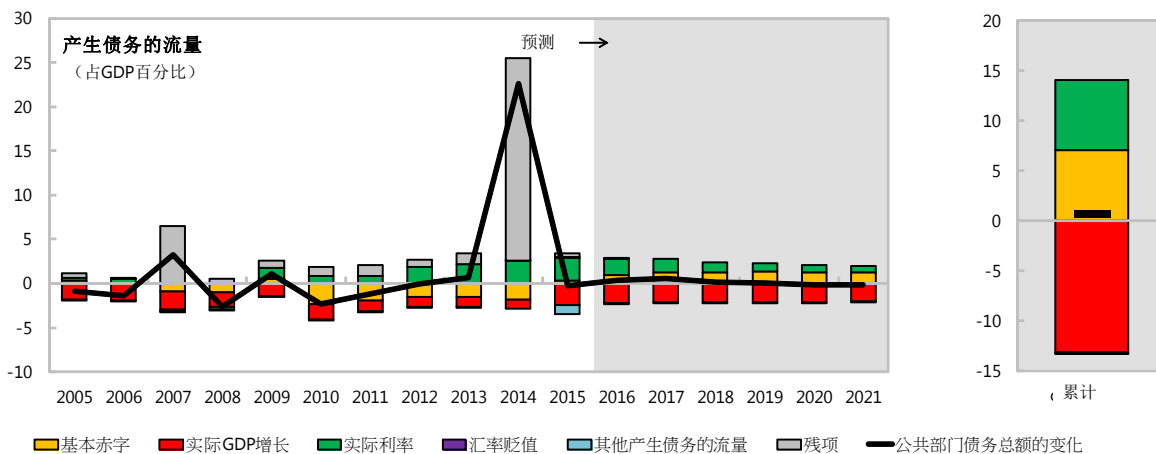
（占GDP百分比，除非另有注明）

债务、经济和市场指标^{1/}

	实际			预测						截至2015年6月12日	
	2005-2013 ^{2/}	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
名义公共债务总额	17.2	38.5	38.3	38.6	39.1	39.3	39.3	39.2	39.0	主权利差	
公共融资需求总额	9.5	10.6	10.2	12.9	11.2	10.9	10.2	3.8	3.7	EMBIG (基点) 3/	138
实际GDP增长 (百分比)	10.3	7.3	6.9	6.6	6.2	6.0	6.0	5.9	5.8	5年CDS (基点)	126
通胀 (GDP缩减指数, 百分比)	4.8	1.2	0.4	0.7	0.9	1.4	1.6	2.0	2.1	评级	外国 本国
名义GDP (百分比)	15.6	8.6	7.4	7.3	7.2	7.5	7.7	8.0	8.0	Moody's	Aa3 Aa3
有效利率 (百分比) ^{4/}	10.6	18.8	6.8	6.0	5.3	4.7	4.3	4.2	4.2	S&P's	AA- AA-
										Fitch	A+ A+

公共债务变化的贡献因素

	实际			预测						累计	稳定债务的 基本余额 ^{9/}
	2005-2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
公共部门债务总额的变化	-0.4	22.6	-0.2	0.3	0.5	0.2	0.0	-0.2	-0.2	0.7	
确认的产生债务的流量	-1.8	-0.4	-0.6	0.3	0.5	0.2	0.0	-0.2	-0.2	0.7	
基本赤字	-1.0	-1.8	0.2	0.9	1.2	1.2	1.3	1.2	1.2	7.0	
基本（非利息）收入和赠款	22.8	28.0	28.6	27.8	28.1	28.0	27.8	27.7	27.5	166.8	
基本（非利息）支出	21.8	26.2	28.9	28.6	29.3	29.2	29.1	28.9	28.7	173.9	
自动债务动态 ^{5/}	-0.8	1.5	0.2	-0.5	-0.7	-1.0	-1.3	-1.4	-1.4	-6.2	
利率/增长率差异 ^{6/}	-0.8	1.5	0.2	-0.5	-0.7	-1.0	-1.3	-1.4	-1.4	-6.2	
其中：实际利率	0.8	2.6	2.6	1.9	1.5	1.2	0.9	0.8	0.7	7.0	
其中：实际GDP增长率	-1.6	-1.1	-2.5	-2.3	-2.2	-2.2	-2.2	-2.1	-2.1	-13.2	
汇率贬值 ^{7/}	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...	...
其他确认的产生债务的流量	0.0	0.0	-1.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	
私有化净收入（负值）	0.0	0.0	-1.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	
或有负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
残项，包括资产变化 ^{8/}	1.4	23.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	



来源：基金组织工作人员。

1/ 公共部门定义为广义政府。

2/ 基于可得数据。公共债务2014年的大幅增加反映了当局对地方政府过去预算外债务的确认。

3/ 相对于美国债券的长期债券利差。

4/ 定义为上一年年末的利率支付额除以债务存量（不含担保）。

5/ 由 $[(r - \pi(1+g) - g + ae(1+r))/(1+g+\pi+g\pi)]$ 乘以上一期债务比率得出，其中 r = 利率； π = GDP缩减指数增长率； g = 实际GDP增长率；

a = 外币计值债务所占比重； e = 名义汇率贬值（表示为美元的本国货币价值上升）。

6/ 实际利率的贡献由脚注5的分子得出，为 $r - \pi(1+g)$ ，实际增长率的贡献为 $-g$ 。

7/ 汇率的贡献由脚注5的分子得出，为 $ae(1+r)$ 。

8/ 包括资产变化和利息收入（如有）。对于预测，包括预测期间的汇率变化。

2014年残项值较高，反映了当局对2014年底预算外地方政府债务的确认。

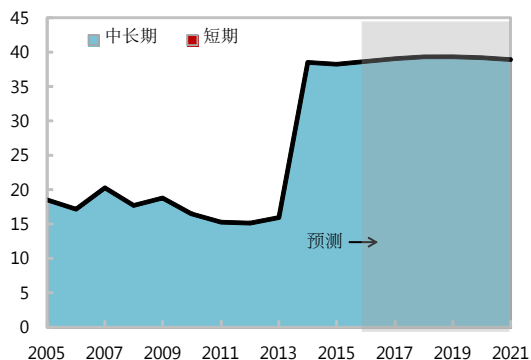
9/ 假设主要变量（实际GDP增长、实际利率和其他确认的产出债务的流量）保持在上一预测年的水平。

中国公共债务可持续性分析——广义政府（窄口径）债务的构成和其他情景

公共债务的构成^{1/}

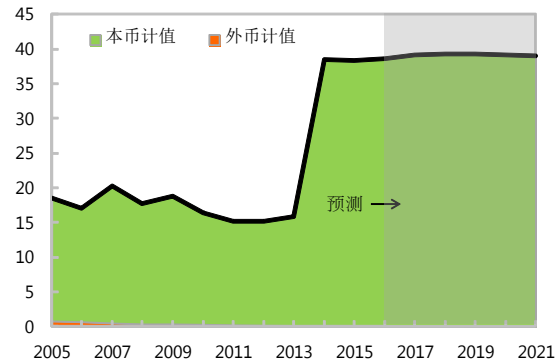
按期限

(占GDP百分比)



按货币

(占GDP百分比)

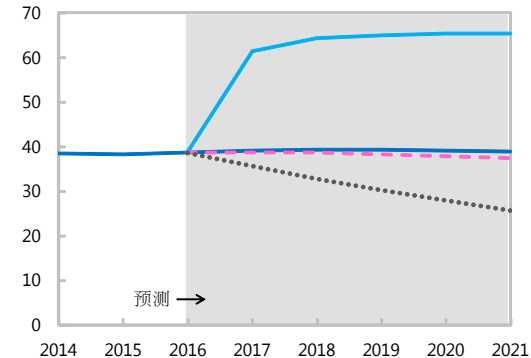


其他情景

— 基线
— 或有负债冲击
..... 历史
- - - 基本余额不变

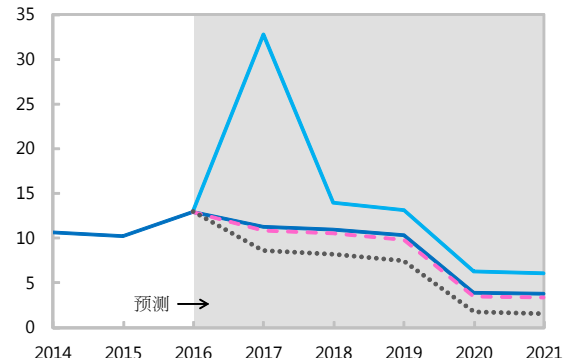
名义公共债务总额

(占GDP百分比)



公共融资需求总额

(占GDP百分比)



基本假设

(百分比)

基线情景

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
实际GDP增长	6.6	6.2	6.0	6.0	5.9	5.8
通胀	0.7	0.9	1.4	1.6	2.0	2.1
基本余额	-0.9	-1.2	-1.2	-1.3	-1.2	-1.2
有效利率	6.0	5.3	4.7	4.3	4.2	4.2

基本余额不变情景

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
实际GDP增长	6.6	6.2	6.0	6.0	5.9	5.8
通胀	0.7	0.9	1.4	1.6	2.0	2.1
基本余额	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
有效利率	6.0	5.3	4.7	4.3	4.2	4.2

历史情景

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
实际GDP增长	6.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
通胀	0.7	0.9	1.4	1.6	2.0	2.1
基本余额	-0.9	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
有效利率	6.0	5.3	5.7	6.2	7.0	7.2

或有负债冲击^{2/}

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
实际GDP增长	6.6	3.9	3.7	6.0	5.9	5.8
通胀	0.7	0.3	0.8	1.6	2.0	2.1
基本余额	-0.9	-22.2	-1.2	-1.3	-1.2	-1.2
有效利率	6.0	6.0	7.2	6.7	6.5	6.3

1/ 公共债务2014年的大幅增加反映了当局对地方政府过去预算外债务的确认。

2/ 或有负债冲击情景还假设银行资产的10%将成为政府负债。

中国公共部门债务可持续性分析（宽口径情景）

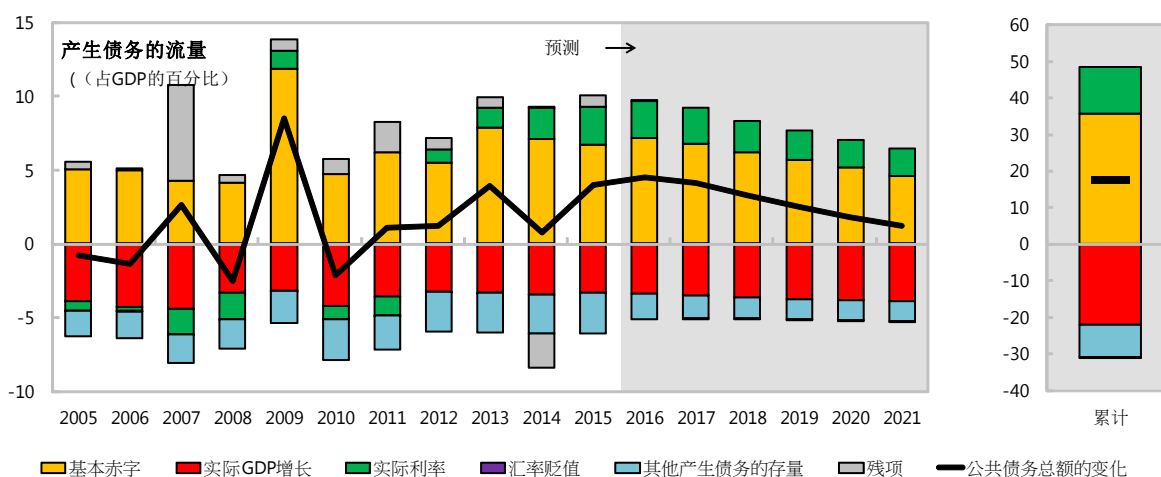
（占GDP百分比，除非另有说明）

债务、经济和市场指标^{1/}

	实际			预测						截至2015年6月12日	
	2005-2013 ^{2/}	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	主权利差	
名义公共债务总额	43.5	51.8	55.8	60.4	64.5	67.8	70.4	72.2	73.5	EMBIG (基点) ^{3/}	138
公共融资需求总额	19.0	19.6	17.0	20.0	17.8	17.2	16.2	9.5	8.9	5年CDS (基点)	126
实际GDP增长 (百分比)	10.3	7.3	6.9	6.6	6.2	6.0	6.0	5.9	5.8	评级	外国 本国
通胀 (GDP缩减指数, 百分比)	4.8	1.2	0.4	0.7	0.9	1.4	1.6	2.0	2.1	Moody's	Aa3 Aa3
名义GDP (百分比)	15.6	8.6	7.4	7.3	7.2	7.5	7.7	8.0	8.0	S&Ps	AA- AA-
有效利率 (百分比) ^{4/}	4.2	5.9	5.8	5.6	5.3	5.0	4.9	5.0	5.0	Fitch	A+ A+

公共债务变化的贡献因素

	实际			预测						累计	稳定债务的 基本余额 ^{9/}
	2005-2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021		
公共部门债务总额的变化	1.2	0.8	4.0	4.5	4.2	3.3	2.6	1.8	1.3	17.6	
确认的产生债务的流量	-0.3	3.1	3.2	4.5	4.2	3.3	2.6	1.8	1.3	17.6	
基本赤字	6.1	7.1	6.7	7.2	6.8	6.2	5.7	5.2	4.6	35.7	
基本 (非利息) 收入和赠款	22.8	28.0	28.6	27.8	28.1	28.0	27.8	27.7	27.5	166.8	
基本 (非利息) 支出	28.8	35.1	35.3	34.9	34.9	34.2	33.5	32.8	32.1	202.5	
自动债务动态 ^{5/}	-4.1	-1.3	-0.7	-0.9	-1.1	-1.5	-1.8	-2.0	-2.0	-9.2	
利率/增长率差异 ^{6/}	-4.1	-1.3	-0.7	-0.9	-1.1	-1.5	-1.8	-2.0	-2.0	-9.2	
其中: 实际利率	-0.3	2.1	2.6	2.5	2.4	2.1	2.0	1.9	1.9	12.8	
其中: 实际GDP增长率	-3.7	-3.4	-3.3	-3.4	-3.5	-3.6	-3.8	-3.8	-3.9	-22.0	
汇率贬值 ^{7/}	0.0	0.0	0.0	...	...	...	...	...	...	...
其他确认的产生债务的流量	-2.2	-2.6	-2.7	-1.7	-1.5	-1.5	-1.4	-1.4	-1.4	-8.8	
私有化净收入 (负值)	-2.2	-2.6	-2.7	-1.7	-1.5	-1.5	-1.4	-1.4	-1.4	-8.8	
或有负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
残项, 包括资产变化 ^{8/}	1.5	-2.3	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	



来源: 基金组织工作人员。

1/ 公共部门定义为广义政府。

2/ 基于可得数据。公共债务2014年的大幅增加反映了当局对地方政府过去预算外债务的确认。

3/ 相对于美国债券的长期债券利差。

4/ 定义为上一年年末的利率支付额除以债务存量 (不含担保)。

5/ 由 $[(r - \pi(1+g) - g + ae(1+r))/(1+g+\pi+g\pi)]$ 乘以上一期债务比率得出, 其中 r = 利率; π = GDP缩减指数增长率; g = 实际GDP增长率;

a = 外币计值债务所占比重; e = 名义汇率贬值 (表示为美元的本国货币价值上升)。

6/ 实际利率的贡献由脚注5的分子得出, 为 $r - \pi(1+g)$, 实际增长率的贡献为 $-g$ 。

7/ 汇率的贡献由脚注5的分子得出, 为 $ae(1+r)$ 。

8/ 包括资产变化和利息收入 (如有)。对于预测, 包括预测期间的汇率变化。

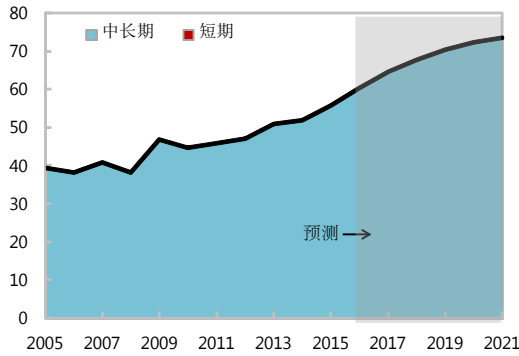
9/ 假设主要变量 (实际GDP增长、实际利率和其他确认的产出债务的流量) 保持在上一预测年的水平。

中国公共债务可持续性分析——增扩概念债务的构成和其他情景

公共债务的构成

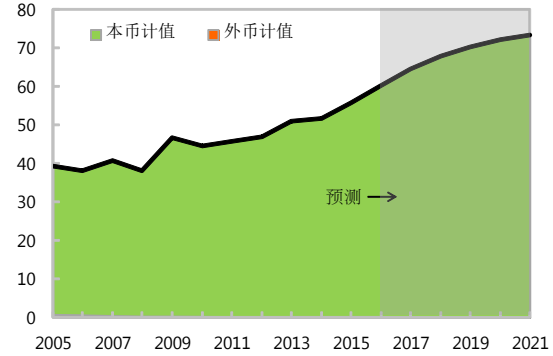
按期限

(占GDP百分比)



按货币

(占GDP百分比)



其他情景

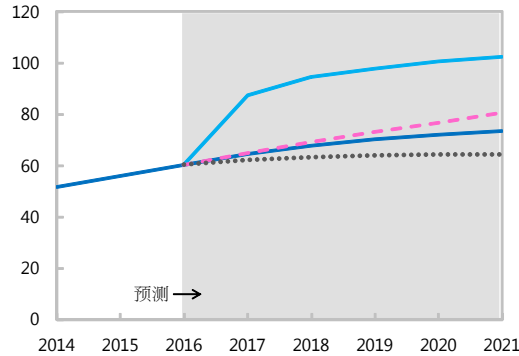
— 基线
— 或有负债冲击

..... 历史

— 基本余额不变

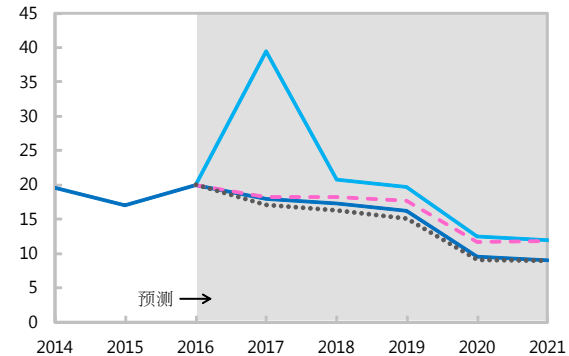
名义公共债务总额

(占GDP百分比)



公共融资需求总额

(占GDP百分比)



基本假设

(百分比)

基线情景

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
实际GDP增长	6.6	6.2	6.0	6.0	5.9	5.8
通胀	0.7	0.9	1.4	1.6	2.0	2.1
基本余额	-7.2	-6.8	-6.2	-5.7	-5.2	-4.6
有效利率	5.6	5.3	5.0	4.9	5.0	5.0

基本余额不变情景

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
实际GDP增长	6.6	6.2	6.0	6.0	5.9	5.8
通胀	0.7	0.9	1.4	1.6	2.0	2.1
基本余额	-7.2	-7.2	-7.2	-7.2	-7.2	-7.2
有效利率	5.6	5.3	5.0	4.9	5.0	5.1

历史情景

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
实际GDP增长	6.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
通胀	0.7	0.9	1.4	1.6	2.0	2.1
基本余额	-7.2	-6.3	-6.3	-6.3	-6.3	-6.3
有效利率	5.6	5.3	4.3	3.6	3.1	3.0

或有负债冲击 1/

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
实际GDP增长	6.6	3.9	3.7	6.0	5.9	5.8
通胀	0.7	0.3	0.8	1.6	2.0	2.1
基本余额	-7.2	-27.8	-6.2	-5.7	-5.2	-4.6
有效利率	5.6	5.7	7.3	6.9	6.8	6.7

1/ 或有负债冲击情景还假设银行资产的10%将成为政府负债。

附录 III. 中国：风险评估矩阵 1/

可能性	影响	政策应对
低	正面 高	
	<p>1. 改革实施快于预期。更快实施改革（特别是在企业债重组、国企治理和消除隐性担保方面），可有助于解决脆弱性问题，使经济向更可持续的增长进行再平衡调整。</p>	
中	低	
	<p>2. 刺激强于预期。近期的刺激措施可能给经济带来更大影响（如，若实际房地产投资显著上升），或可能采取额外的刺激措施。二者均会改善近期的增长前景（尽管可能损害中期增长前景并增加脆弱性）。</p>	
高/中	负面 中	<ul style="list-style-type: none"> ● 解决企业债务问题 ● 更可持续的宏观政策（特别是信贷政策）。若增长面临大幅下降的威胁，则运用有利于消费的预算内财政刺激。
	<p>1. 主要发达和新兴经济体结构性增长乏力。欧元区和日本若不能彻底解决危机遗留问题并实施结构性改革，会导致需求疲软和低通胀持续，结果会造成中期的低增长和金融失衡持续存在。全球宽松金融环境的结束和改革进展不足会损害新兴市场的中期增长前景并压低大宗商品价格。主要发达和新兴市场经济增长疲软可能拖累中国的出口增长。</p> <p>2. 英国/欧盟：若欧盟经济活动遭受严重冲击，中国的出口和增长可能受到实质性的负面影响。</p>	
低	高	<ul style="list-style-type: none"> ● 抵御金融风险，加强危机防范。
	<p>3. 短期风险：投资者丧失信心，企业大范围无序违约，资产价格大幅下降，刺激政策影响更快消退。这些因素可能被金融体系放大，资本流出和汇率压力将再度出现。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 转向灵活、有效的浮动汇率机制，但需干预来防止过度波动。
中	高	<ul style="list-style-type: none"> ● 加强信息沟通。
	<p>4. 中期风险：改革进展缓慢，继续依赖政策刺激和不可持续的信贷增长，这将增加脆弱性，使资源错配更加严重，导致增长永久性放缓。</p>	
<p>1/风险评估矩阵（RAM）显示可能实质上改变基线情景（基金组织工作人员认为最有可能出现的情景）的事件。所列风险的相对可能性是工作人员对基线情景面临的危险的主观评估（“低”是指概率低于10%，“中等”是指概率在10%和30%之间，“高”是指概率为30%至50%）。风险评估矩阵反映了工作人员在与当局讨论时对于风险来源和总体关注水平的看法。非互斥风险可能相互作用、同时变为现实。“短期”和“中期”分别指风险可能于1年和3年内发生。</p>		

附录 IV. 2010—2011 年中国金融部门评估规划主要建议的实施情况

自 2015 年第四条磋商以来，当局在推进 2010 - 2011 年金融部门评估规划提出的重中之重的建议工作的实施方面取得了稳定进展。提出了一些市场化改革措施，重点针对利率和外汇市场自由化。利率改革的重点是放松利率上限管制。最重要的是，人民币存款利率上限已经放开。加大跨部门合作力度，开展了旨在提高监管能力的银行业监管机构全面重组，从而提高了机构和监管框架的工作效率。当局引入了宏观审慎评估体系，扩大了压力测试的覆盖范围，从而加强了金融稳定性和流动性框架。继续努力构建代表性更强的收益率曲线，同时更为频繁地发行不同期限的债券。

金融部门评估规划的主要建议	优先级别	时间跨度	采取的措施 1/
加快市场化改革			
1. 中国应继续推进利率和汇率改革进程，同时确保金融机构能够进行适当的信用风险管理。	高	中期	<p>利率市场化改革</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 基本放开利率管制。2015 年 8 月 26 日，放开一年期及以上定期存款利率浮动上限。2015 年 10 月 24 日，取消定期存款利率上限，表明已正式放开利率管制。 ● 有序推进金融产品创新。2015 年 6 月，大额存单面向企业和个人发行。商业银行负债产品市场化定价范围持续扩大。 <p>汇率形成机制改革</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 2015 年 8 月 11 日，人民银行完善了人民币汇率中间价报价机制。这增强了人民币对美元汇率中间价的市场化程度和基准性。 ● 2015 年 12 月 11 日，中国外汇交易中心正式发布中国外汇交易中心人民币汇率指数，强调要加大参考一篮子货币的力度。 ● 2016 年 2 月以来，采取初步措施，基于“收盘汇率 + 一篮子货币汇率变动”，完善人民币对美元汇率中间价的形成机制。 <p>信用风险管理</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 2015 年 6 月，中国银行业监督管理委员会（银监会）发布《关于加强客户风险信息共享的通知》（银监会 2015 年第 95 号），加强客户风险信息共享工作，扩大信息共享范围，加强信息应用，有效指导信用风险防范。 ● 2016 年 5 月，银监会发布《关于进一步加强银行业诚信的通知》（银监会 2016 年第 89 号），强化信用信息公示、共享和应用，推动银行业诚信建设，做好失信行为联合惩戒工作，打击金融失信行为。
2. 应明确区分政策性金融机构和商业性金融机构的作用和功能。	中	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 国家开发银行深化改革方案、中国进出口银行改革实施总体方案、中国农业发展银行改革实施总体方案已经获批。三家银行改革方案明确了各自银行的定位和功能，国家开发银行要坚持开发性金融机构定位，中国进出口银行和中国农业发展银行改革要强化政策性职能定位。
3. 应将四家资产管理公司改制成为商业实体。作为第一步，应要求这些机构定期发布财务报表和管理报告。	中	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 2015 年 10 月，中国华融资产管理公司在港交所上市。 ● 中国长城资产管理公司和中国东方资产管理公司正积极推进商业化改革和转型。
提高机构和监管框架的效率			
4. 赋予中国人民银行和三个监管委员会以专责、操作自主权和灵活性。这些机构必须拥有充	高	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 关于跨部门合作，金融监管部级联席会议已就 50 余项研究和讨论议题召开 12 次会议。会议进一步推动了金融改革、改善宏观和金融监管的协调和合作、提高关键领域风险防范，并就跨市场、跨部门金融创新等方面的规定予以界定。会议引入或建立了一系列政策和体制安排，加强了金融服务机构的有效性，促进了金融业新趋势的标准化发展，严守防

金融部门评估规划的主要建议	优先级别	时间跨度	采取的措施 1/
实的资金和熟练的工作人员，加强跨部门合作，以解决快速发展给金融部门带来的挑战。			范系统性、区域性金融风险的底线。
5. 应建立一个监管框架来监管金融控股公司、金融集团公司和非正规金融企业。在过渡期间，受监管机构的任何并购活动都必须得到相关监管委员会的批准。	中	近期	● 无更新。
6. 在中国银监会的风险评级系统中，应使用更具前瞻性的方法来评估信用风险，以消除定期信用风险评级与市场风险资本框架之间的差距。	中	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 2015年12月29日，银监会发布修订后的《非现场监管暂行时办法》。文件明确应恰当开展监管评级，力争做出明智判断和审慎预测。其还要求在发布信用风险评级时考虑“贷款规模和增速、逾期贷款规模、不良贷款规模、分类、损失以及发展趋势”，以全面体现监管评级的前瞻性要求。 ● 当局注重大型银行的系统重要性。除《商业银行监管评级内部指引》外，银监会还为大型银行建立了专业性的指标体系（大型银行的CARPALS指标体系），改善了大银行风险监测的关注点和效率。目前，银监会正研究如何进一步提高信用风险指标的前瞻性，以更好预测大型银行的贷款风险，更有效地描述贷款质量问题，在反映大型银行风险趋势中继续加强以未来为导向，从静态监测指标向动态监测指标过渡。
7. 应建立正式机制，让中国证券监督管理委员会（CSRC）对证券交易所进行定期现场检查，以加强监督。	中	近期	● 2015年，中国证券监督管理委员会（证监会）采取措施，为期货交易所检查制定计划。计划旨在检查诸如日常运营和维护、前沿监管和违规处理等项目。
8. 应针对保险公司规定风险资本偿付能力制度，并安排适当的过渡期，假如保险公司的偿付能力低于100%，应禁止其开发新业务。	中	中期	● 2016年1月1日，中国保险监督管理委员会（保监会）正式实施中国风险导向的偿付能力体系（以下简称“偿二代”）的17项规则，同时还引入新的数据系统。保险公司根据“偿二代”监管规则提交偿付能力报告。
9. 应制定明确和透明的法规，便于保险公司通过到期终止或资产转让等方法退出市场。	中	近期	● 无更新。
10. 应制定关于支付系统的法律，全面保护衍生产品和证券合约的支付及结算的最终性。	中	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 人民银行正在制定《支付与结算条例》。已经完成初步研究，收集了来自市场机构的立法建议。《支付与结算条例》被列为2016年国务院立法工作计划的一个研究项目。 ● 目前，正在推动《证券法》的修改和《期货法》的制定。这些法律包含了关于交易最终性和净额结算等证券和衍生品结算规则的各项内容。此

金融部门评估规划的主要建议	优先级别	时间跨度	采取的措施 1/
			外，人民银行还继续推动金融基础设施管理条例的制定工作，其也包含了结算的最终性及其他事项。
11. 关于实际所有权和控制的信息务必要充分和准确，而且一定要将此信息提供给相关主管部门。	高	中期	● 无更新。
12. 中国人民银行和其他相关机构在反洗钱（AML）和其他监管问题上必须改善信息共享和协作安排。	高	中期	● 中国建立了反洗钱工作部际联席会议制度。联席会议由23个部委组成，为中国的反洗钱工作提供指导，并制定中国反洗钱的主要目标和政策。会议为参与国际合作制定了国家反洗钱政策措施，并协调全部23个部委启动了反洗钱工作。2015年7月24日，第8次部际会议召开，讨论了联席会议成员如何就其他事宜加强合作的问题。
加强金融稳定、系统性风险监测、系统流动性和危机管理的制度框架			
13. 建立金融稳定委员会，中国人民银行作为秘书处。	高	中期	● 无更新。
14. 改善金融机构的数据收集工作，包括其杠杆率、负债、表外头寸、未受监管的产品以及跨境和跨部门风险敞口等数据。	中	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 人民银行推进了稳健统计基础设施的建设工作。人民银行进一步完善了宏观审慎政策框架。2015年，人民银行调整了金融统计监测管理信息系统的校验算法，完善了系统校验机制。其还提升了系统运用 CONGNOS 开展多维度分析能力的稳健性。 ● 完善相关统计制度。为精确评估金融机构表外产品对货币政策的影响，当局提供了有效的工具。（1）2016年，人民银行修订完善金融机构表外业务专项统计制度，包括表外业务量和收益两方面指标，涉及担保类、承诺类、金融资产服务类和金融衍生品类等四类表外业务，为准确评估金融机构表外产品对货币政策的影响提供了有效工具。（2）人民银行制定《债券统计制度》，该制度吸收危机后发展的“由谁到谁”的账户统计理念，以债券逐支统计为核心，设计联接债券产品、参与主体和价格的统计体系，实现多维信息的数据集中，以灵活处理并提供全面、准确、一致、及时的统计信息。当前，各报数机构正在推进落实债券统计制度，初步实现了系统的对接，2016年内将逐步开展数据报送测试，并实现历史数据的追溯。（3）2015年10月中，证监会开发了市场资金情况统计制度，与银监会建立了数据传送机制。完善对融资类业务、结构化资管产品等杠杆率的统计监测。 ● 推进金融业综合统计分析。（1）初步建立起金融监管信息共享和金融业综合统计协调机制。2015年9月，金融监管协调部际联席会议第十次会议进一步明确由人民银行负责协调各监管部门以信息共享方式开展金融业综合统计工作。2016年3月，一行三会联合下发《关于开展金融业综合统计试点工作的通知》，正式在天津、广东、浙江、安徽四省市开展金融业综合统计核心指标的数据采集工作。（2）建立从全国到地方的社会融资规模统计监测体系，2016年起正式按月发布社会融资规模存量数据。（3）初步制定金融业综合统计核心指标和报表体系。金融业核心采集指标体系适用于银、证、保等不同金融机构，是金融业综合统计的基础与核心。人民银行已初步构建了按工具、产品和交易对手进行复合分类的一套核心采集指标。按这套指标采集基础数据并加工处理后，以汇总或合并报表展现形式，可得到一系列全面反映金融业运行和经营状况的重要信息，为制定货币政策和维护金融稳定提供数据支持。 ● 加强金融机构监测。（1）银监会加强对银行表外和投资业务的监测，将银行的代理代销业务、资产托管以及委托贷款情况纳入定期监测范围，同

金融部门评估规划的主要建议	优先级别	时间跨度	采取的措施 1/
			时加强对投资业务，特别是非债券投资的监测，收集业务水平、资产质量、投资类型等信息。（2）银监会按照 BCBS 净稳定资金比例的最终规则修改完善相关报表，并提高对集团口径报表的监测频度，由半年提高至季度。（3）证监会构建证券期货经营机构事中事后监管新机制，升级改造机构监管相关系统，进一步完善数据统计分析、风险监测监控等功能。
15. 建立宏观审慎框架来测量和管理系统性风险，应包括增加中国人民银行和监管机构的资源，提高其监测金融稳定性和定期开展压力测试的能力。	高	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 人民银行在宏观审慎政策框架方面取得进展。 <ul style="list-style-type: none"> - 2016 年，人民银行开始将差别准备金动态调整机制“升级”为“宏观审慎评估体系”，以此开展逆周期调控，适应资产多样化的趋势。 - 构建并完善跨境资本流动宏观审慎政策框架。一是通过准备金工具抑制市场短期炒作行为，对银行远期售汇征收风险准备金。二是扩大全口径跨境融资宏观审慎管理试点，平抑外币外债的去杠杆行为。三是对境外金融机构在境内金融机构存放执行正常存款准备金率，建立对跨境人民币资金流动的逆周期调节长效机制。 - 人民银行继续完善中国的大中型银行的压力测试框架及方法。将测试对象的标准扩大到资产规模在 5000 亿元人民币以上的商业银行。同时，根据中国的宏观经济形势和潜在银行业风险，动态调整敞口和压力情景。 ● 银监会积极建设银行监测体系，将微观和宏观审慎方法相结合。 <ul style="list-style-type: none"> - 开发一个更稳健的风险早期预警体系。 - 利用压力测试评估银行体系风险。银监会下发《中国银行业压力测试指引》，指导商业银行根据本行的实际情况和风险因素进行压力测试，特别是针对房地产等过热行业和高风险领域进行了相应的压力测试。 - 针对房地产业的周期性变化特点，银监会会同人民行动态调整个人房地产贷款的首付比例（贷款成数）等信贷政策，有效控制房地产贷款的风险。 ● 证监会就改善行业风险压力测试整体框架进行研究，旨在对证券期货业机构、证券期货市场基础设施和所有重要金融产品开展全面、标准化的压力测试。 ● 保监会于 2015 年对《国内系统重要性保险机构管理暂行规定》公开征求意见，该规定有望在 2016 年内正式实施。此外，保监会于 2016 年初开展基于“偿二代”的保险业压力测试，目前已完成数据采集工作。
16. 通过市场化工具强化结构性流动性对冲，通过间接货币政策工具管理系统流动性的溢出效应。	高	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 无更新。
17. 实施平均准备金制度，以促进流动性管理并提高稳定性和效率。	高	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 2015 年 9 月，人民银行对准备金评估制度进行改革，为准备金评估实施了平均法准备金考核制度。在维持期内，金融机构存款准备金的日均算数平均数必须符合法定要求。在维持期后，金融机构存款准备金不必每日符合法定要求。
18. 开始试行为针对性的短期回购利率，作为间接流动性管理的实验，并开始日常的公开市场操作。	高	近期	<ul style="list-style-type: none"> ● 2015 年年中以来，人民银行持续开展公开市场 7 天期逆回购操作，有效调节银行体系流动性，加强对货币市场短期利率的引导和调节，并对 7 天期回购利率作为中央利率调控目标的有效性和合理性进行评估。 ● 2016 年 2 月 18 日，人民银行建立公开市场每日操作常态化机制。

金融部门评估规划的主要建议	优先级别	时间跨度	采取的措施 1/
19. 确保中国人民银行的存贷款业务实时自动进行，对于国内注册的所有实体采用统一的抵押品要求。	中	近期	● 无更新。
20. 实施存款保险制度，支持金融机构有序倒闭，并帮助理清或有负债。	中	近期	● 无更新。
发展证券市场，将存款导向协议性和集合投资部门			
21. 确保监管条例的一致性，分配监管责任，以支持固定收益市场的发展。	中	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 为提高债券发行效率，加强债券信息披露，2015年11月，发改委发布《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》。 ● 2015年12月29日，公司信用类债券部际协调机制第三次会议召开。会议就债券市场面临的风险、公司信用类债券发行监管协调和规则统一、市场基础设施建设与管理、债券市场统一执法等议题进行讨论，并达成若干共识。
22. 财政部和中国人民银行继续改善债券发行策略，以协助改善收益率曲线上不同期限产品的现有做市活动。	高	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 公布关键期限和短端国债收益率曲线，在此基础上进一步健全国债收益率曲线长端。建立完善国债续发行机制，关键期限国债和30年期国债全部实现新发一次、续发两次。加大短期国债发行频率，制定了2016年30年期国债发行计划并按计划发行，初步完成增加30年期国债收益率的国债收益率曲线效果图。 ● 在现有体制安排下，完善了国债市场监测制度和制度建设。设计国债市场监测模板，完成制度建设。逐步建立了更加完善和系统化的监测制度，确保政府债市场的健康运行。
23. 加强回购市场的管理和运行框架，以改善市场流动性和风险管理，并强化货币市场利率与债券市场利率之间的联系。	中	近期	● 为提高银行间市场抵押回购交易的有效性、改善购买价格形成机制，外汇交易中心启动了 银行间债券市场质押式回购匿名点击业务（X-Repo系统） 。在启动这一服务后，其运行结果良好，交易量持续活跃。截至2015年底，已发生1.4万笔X-Repo，总交易量达到16万亿元人民币。
24. 应放开关于一家公司的市场发行债券累积余额不得超出净资产40%的限制，以提高公司的直接融资能力。	中	中期	● 无更新。
25. 改善银行间债券市场和上海及深圳证券交易所的互通性，具体做法是升级中央国债登记结算有限责任公司（CCDC）和中国证券登记结算有限公司（SD&C）的联系，从而为这三个市场的进一步发展提供支持，并帮助提高其效率。	中	中期	● 无更新。

金融部门评估规划的主要建议	优先级别	时间跨度	采取的措施 1/
26. 建立多支柱的养老金体系，重点是资金充足的基本养老金体系。	中	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 2015年8月17日，国务院发布《基本养老保险基金投资管理办法》（国务院2015年第48号），规定企业政府个人及城乡居民基本养老金可代理给国务院授权机构进行投资。投资必须坚持市场化、多元化、专业化的原则，确保基金保值增值。
改善替代融资渠道和可获得性			
27. 评估现有的政府规划，确定其在促进农村和小微企业融资方面的有效性，并制定综合且连贯的农村和小微企业融资战略。	高	中期	<p>农村金融服务</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 当局优化了货币、信贷等政策工具的组合使用。 <ul style="list-style-type: none"> - 充分发挥差别化存款准备金政策的正向激励作用。2015年，在普遍累计下调金融机构存款准备金率2.5个百分点基础上，实施5次定向降准，累计额外下调满足审慎经营要求且“三农”或小微企业贷款达到一定比例的商业银行存款准备金率0.5个至1个百分点，累计额外下调农村金融机构（农村合作银行、农村信用社和村镇银行）存款准备金率2个至2.5个百分点。截至2016年4月末，县域农商行、农合行、农信社、村镇银行法定存款准备金率比国有商业银行分别低5个、8个、8个、8个百分点。 - 加强信贷政策指导，鼓励金融机构改善对新型农业经营主体、农业基础设施和现代种业的金融支持。当局增加了涉农信贷的投入，开展了涉农信贷政策导向效果评估，加强对金融机构涉农信贷投入的考核和评价。截至2016年4月末，全部涉农贷款余额为26.9万亿元人民币，较前一年增加8.8%，占到各项贷款比重的27.1%。 ● 当局完善了农村金融系统，积极培育发展村镇银行等新型农村金融机构。截至2016年3月底，全国即将开设的新型农村金融机构达到1395家，其中村镇银行1333家、贷款公司14家、农村资金互助社48家。村镇银行贷款余额达到6171亿元人民币，其中农户与小微企业贷款余额分别达到2780亿元人民币和2945亿元，合计占比93%，民间资本持股占比72.2%。 ● 农村金融改革和创新提速。当局还进一步完善了农村承包土地经营权和农民住房财产权抵押贷款试点，赋予了“两权”抵押融资功能。 ● 推动农村基础金融服务全覆盖。2009年以来，累计解决了1532个机构空白乡镇和708个服务空白乡镇的基础金融服务覆盖工作。 <p>小微企业金融服务</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 提高实施的有效性。截至2016年4月底，小微企业贷款总计18.7万亿元人民币，较前一年增加14%。 ● 加强信贷政策指导，鼓励金融机构增加对小微企业贷款。政府积极改进小微企业信贷政策影响评估。我们指导并监督金融机构完善业务流程和创新金融产品。 ● 协调监测政策实施。与相关部委一起加强对小微企业的金融支持。 ● 创新金融产品和服务方式。 <ol style="list-style-type: none"> 1. 推动银行业金融机构逐步扩大知识产权、股权、林权、未来收益权等质押贷款业务规模，积极发展供应链融资，努力缓解中小企业融资难问题。 2. 发挥创业担保贷款重要作用，为符合条件的劳动密集型小微企业提供信贷支持。联合保监会等部门出台关于信用保证保险支持小微企业发展的指导意见，充分发挥保险的融资增信功能。截至2016年3月末，全国银行业金融机构发放创业担保贷款余额753.4亿元。 3. 积极发展小型金融机构，增加小微企业供应。要求银行率先处理不合理或过高的收费。当局有效降低了中小企业融资成本。截至2015年

金融部门评估规划的主要建议	优先级别	时间跨度	采取的措施 1/
			<p>底，小微企业贷款数量达到 1322.6 万笔。贷款申请成功率占申请总数的 92.8%。半数以上省份（市、自治区）的小微企业贷款覆盖率超过了 20%。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 改善中小企业信用体系。不断健全中小企业信用信息征集、信用评价和应用机制，持续推动金融信用信息基础数据库建设，为金融机构支持中小企业发展提供更优质的信用信息服务。截至 2016 年 3 月末，全国累计补充完善未与银行发生信贷关系的中小企业信息 259.5 万户，已有近 45.4 万户中小企业获得银行贷款，贷款余额 10.3 万亿元。 ● 深化资本市场服务。证监会发布《中国证监会关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》（证监会公告[2015]26 号），内容涵盖融资、交易、市场分层、主办券商管理等多个领域。截至 2016 年 5 月 6 日，全国股转系统挂牌公司 7056 家，总股本 4116.89 亿股，总市值达 29842.94 亿元。2787 家挂牌公司共计进行 4113 次定向发行，累计发行股票 354.80 亿股，融资 1857.89 亿元。
28. 进一步改革农村信用合作社，提升其作为金融产品及其服务的商业性提供方的效率和可持续性。	中	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 积极、审慎推进农村信用社重组，建立农村商业银行。截至 2016 年 3 月底，农村商业银行和农村合作银行共有 1052 家。资产、负债和所有者权益分别占到农村合作金融机构的 66.0%、65.5% 和 72.7%。截至 2016 年 4 月，北京、天津、上海、重庆、江苏、安徽、湖北已完成农村商业银行的建立工作。 ● 农村信用合作社资产质量大幅提升，涉农金融服务职能显著提高。截至 2016 年 3 月底，根据贷款五级分类口径统计，全国农村信用合作社的不良贷款比率为 4.3%，资本充足率为 11.1%。
29. 完成邮政储蓄银行的改革，具体做法是优化所有权结构、实现市场化以及建立有效的公司治理。	中	中期	<ul style="list-style-type: none"> ● 邮政储蓄银行建立了“三会一层”的公司治理结构，并于 2015 年 12 月引入了 10 家国内外战略投资者，实现了股权多元化。
1/ 信息由当局报告，由工作人员翻译并略做编辑。			



中华人民共和国

2016 年第四条磋商工作人员报告——相关信息附录

2016 年 7 月[]日

撰写

亚太部
(经与其他部门磋商)

目录

与与基金组织的关系	2
世界银行与基金组织的协作	5
与亚洲开发银行的关系	8
统计问题	10
技术援助	13

与基金组织的关系

（截至 2016 年 5 月 31 日）

成员国地位：1945年12月27日加入基金组织；1996年12月1日接受第八条下的义务。

普通资金账户：

	百万SDR	占份额的百分比
份额	30,482.90	100.00
基金组织持有的货币	25,416.74	83.38
在基金组织的储备头寸	5,066.21	16.62
向基金组织提供的贷款		
新借款安排	2,362.66	

特别提款权账户：

	百万SDR	占分配额的百分比
净累计净分配额	6,989.67	100.00
持有额	7,442.78	106.48

购买和贷款余额：无

资金安排：

类型	批准日期	到期日	批准金额	提用金额
			百万SDR	百万 SDR
备用安排	11/12/86	11/11/87	597.73	597.73
备用安排	03/02/81	12/31/81	450.00	450.00

对基金组织的预期支付（百万 SDR；基于目前使用的资金和目前持有的特别提款权）：

	即将发生				
	2016	2017	2018	2019	2020
本金		0.00	0.00	0.00	0.00
收费/利息		0.24	0.24	0.24	0.24
总计		0.24	0.24	0.24	0.24

汇兑安排：

自 2010 年 6 月 21 日以来，中国的汇率制度被分类为类似爬行的安排。汇率安排的法定分类是有管理的浮动。2005 年 7 月 21 日，中国人民银行宣布将重估人民币兑美元汇率，人民币约升值 2.1%（从人民币 8.28 元兑 1 美元升至人民币 8.11 元兑 1 美元），汇率机制将调整为有管理的浮动机制，人民币币值参照一篮子货币设定。中国当局表述的意图是增加人民币汇率的灵活性。当局指出，他们将不公布一篮子参照货币及其相关权重。中国人民银行表示，将视需要调整汇率交易区间，以反映市场发展和金融及经济状况。在新的汇率机制下，美元兑人民币日常交易价格区间保持在人民银行公布

的中间价 $\pm 0.3\%$ 内，而非美元货币兑人民币的交易价格则可以在人民银行公布的特定区间内浮动，该区间最初设置为 $\pm 1.5\%$ ，然后在 2005 年 9 月提高到 $\pm 3\%$ 。2005 年 8 月，人民银行行长披露了一篮子货币的主要货币为美元、欧元、日元和韩元；英镑、泰铢及俄罗斯卢布则作为其他货币包括在篮子里。2007 年 5 月，美元兑人民币的日间交易价格浮动范围扩大到 $\pm 0.5\%$ 。在 2008 年 7 月至 2010 年 6 月期间维持人民币与美元的紧密挂钩关系之后，人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布恢复全球金融危机之前实行的有管理的浮动汇率制度，允许汇率在中间价 $\pm 0.5\%$ 的范围内浮动，以增强货币政策的有效性。到目前，围绕中间价的每日波动区间已扩大到 2%。人民币兑欧元、日元、英镑、澳大利亚元、加拿大元和新西兰元的交易价格在当日人民币兑这些货币中间价的 3%的区间内浮动。人民币兑马来西亚林吉特和俄罗斯卢布的交易价格在当日人民币兑这些货币中间价的 5%的区间内浮动。地区银行间市场上人民币兑泰铢的交易价格在参考价格 10%的区间内浮动。

2006 年 1 月 4 日，在即期外汇市场上引入询价交易，最初有 15 家银行被指定为造市商。造市商的数目此后增加到 31 个，其中所有银行都被批准成为即期交易造市商，截至 2014 年底，27 家被批准成为远期和掉期交易造市商。集中撮合即期外汇交易系统（中国外汇交易中心）仍在使用中，但其中间价（人民币兑美元）现在基于的是集中撮合即期外汇交易与场外询价交易的加权平均。在新机制下，中国外汇交易中心首先在每个营业日开市之前，向所有造市商询价，排除最高和最低报价之后，计算出样本中剩余报价的加权平均数，作为当日人民币兑美元的中间价格。造市商的权重（仍然没有披露）由中国外汇交易中心按一系列因素予以确定，其中包括各造市商在市场上的交易量。中国外汇交易中心以类似方式确定人民币对林吉特、日元、港元、英镑和卢布的中间价。

中国于 1996 年 12 月 1 日接受《基金组织协定》第八条第 2、3、4 款的义务。对出口以及无形交易和经常转移的收入有汇回要求。从 2007 年 8 月 13 日起，所有从经常项目业务获得外汇收入的企业（国内机构），可以根据其经常项目外汇账户的运营需要保留外汇收入。经由外管局批准或登记，国内机构可以开立外汇资本账户，将资本交易所得外汇收入留存。没有经常项目外汇收入的国内机构在提供支付文件证明后可以提前办理进口购汇，并将资金存入其外汇账户。个人也可开立外汇储蓄账户，并存入按有关规定所购外汇。中国的汇率制度对经常性国际交易的汇兑不实行限制。然而，中国根据执董会第 144-(52/51)号决议的相关程序，向基金组织报告了完全出于国家或国际安全原因采取的措施。

对大多数资本交易继续实行外汇管制。从 2006 年 7 月 1 日起，取消了对外国直接投资购汇的额度控制，并且允许国内投资者购买外汇，为外国直接投资的先期活动进行融资。自 2002 年 12 月 1 日起，允许合格的境外机构投资者在国内投资于 A 股，但有一些限制，所有非居民可以购买以美元或港币计值的 B 股。2016 年，合格境外机构投资者的总额度限制为 1500 亿美元。截至 2016 年 5 月底，累计共有 273 家合格境外机构投资者得到批准，批准的总投资限额为 810.98 亿美元。合格的境内机构投资者计划于 2004 年出台，之后采取了措施促进其发展。从 2006 年 5 月 1 日起，居民可以自由购买不超过 2 万美元的外汇，2006 年 9 月将这一限额提高到 5 万美元。如金额超出此额度，购汇还需要提供相关文件。2007 年 5 月，扩大了合格境内投资者计划，允许合格的银行将零售资金用于外国股权投资。自 2007 年 7 月 5 日起，中国证监会将合格境内投资者计划扩大到证券和基金管理公司。这些公司必须满足特定的资本要求及其他要求。自 2006 年 4 月起，还允许合格的保险公司在合格境内投资者计划下将自有外汇（不超过总资产的 15%）用于国外投资。合格的境内投资者还可投资于国外衍生工具。

人民币在国际交易中的使用得到扩大。2010 年，国际金融机构获准在境内筹集人民币资金供离岸使用。自 2011 年 8 月以来，内地所有省市与其他国家之间的贸易交易可以用人民币结算。自 2010 年 8 月 17 日起，合格的国外机构可以在人民币银行间债券市场上进行投资。合格机构包括参与人民币跨境贸易

结算的外国银行、香港和澳门地区的人民币结算行，以及外国中央银行和货币当局。这些投资有限额规定，但没有最低持有期限的限制。自 2011 年 1 月 6 日起，内地 20 个省市的居民企业可使用人民币在接受人民币结算的国家进行对外直接投资。2011 年 12 月，出台新的试点计划，允许 200 亿人民币的有价证券资金流入证券市场（通过人民币合格境外机构投资者计划），10 月发布了一系列规定，允许境外公司将在境外筹集的人民币以外国直接投资形式投资于内地。自 2012 年以来，所有居民和非居民均可使用人民币进行外国直接投资。人民币合格境外机构投资者（RQFII）可以投资于境内证券市场。根据扩大的人民币合格境外机构投资者计划，中国金融机构在香港的分支机构以及在香港注册和经营的金融机构可以使用海外筹措的人民币资金投资于内地证券市场。已经/即将在这些国家/地区建立人民币清算行。

截至 2016 年，在一定限额内，跨国公司境内联营公司可以直接向境外联营企业放款；也可以通过境内银行向境外联营企业放款。向境内机构提供的一年以上的境外贷款必须获得国家发展和改革委员会的批准。短期外部借款须在外汇局批准的限额内。

第四条磋商：

与中国的第四条磋商按标准的 12 个月周期进行。2015 年第四条磋商访问于 2015 年 5 月 27 日结束，工作人员报告于 2015 年 8 月 14 日公布。

技术援助：

附录 V 概括了 2001 年至 2016 年 9 月期间提供的技术援助。

常驻代表：

驻华代表处于 1991 年 10 月在北京开设。Alfred Schipke 先生任首席代表，Waikei Raphael Lam 先生任副代表。

世界银行与基金组织的协作

（截至 2016 年 6 月 22 日）

1. **2016 年 6 月，基金组织驻华代表与世界银行小组举行会议**，就旨在确保中国实现可持续的中期增长、最大限度地减少风险以及改善增长的包容性所需的关键改革领域交换了意见。双方讨论了 2016-2017 年的工作议程。上一次会议是 2016 年 1 月在北京举行的。

2. 两小组一致认为，中国改革的重点应该是，依据十八届三中全会的全面改革蓝图，转向更加平衡和可持续的发展道路。改革应着眼于防止信贷和准财政支出的快速增长造成进一步的风险积累，让经济走上更具包容性、更环保和更加可持续的增长道路。让市场起更具决定性的作用、消除扭曲因素，并加强各种制度，将带来更加有效的资源利用，更快的生产力增长，以及所有收入阶层生活水平的不断提高。

3. 基于以上评估意见，两小组提出了下列对宏观经济十分重要的改革领域：

- **金融部门改革。** 必须继续推进金融部门改革，以促进资源的更有效分配，进而有利于控制风险和促进增长。普遍的隐性担保——对储户、金融中介机构和借款人的担保——扭曲了风险定价和借贷成本，导致信贷错配和投资效率低下。这方面的主要措施包括：硬化预算约束、增强债务重组机制以促进不良贷款的处置，以及强化对金融体系的监管。尤其是，需采取更强有力的措施来监督和管理大型影子银行，消除监管套利机会。鉴于不断上升的脆弱性，需采取更有效的机制，确保建立起职能性政策协调框架。还需更新监管架构，以保证足够的监管合作和协调。
- **财政改革。** 地方政府所有实体在基础设施建设和其他领域的预算外支出导致了债务激增。新的预算法旨在将这些项目纳入预算，并加强对公共财政的管理，但是，政策的落实是关键。改善财政框架是中期内的工作重点，包括强化预算程序、提高数据透明度、加强地方政府财政、严格中期预算规划。税收改革应继续推进，以促进税收体制的现代化，提高其累进性（例如，更多地依靠直接税，以及合理分配地方政府税收来满足其支出责任）。
- **社会保障体系改革。** 应进一步加强养老金和医疗保险体系，包括改善其充足性和扩大覆盖面，这能带来一些宏观性的好处，例如减少住户的预防性储蓄，但是相关工作的推进需十分谨慎，要确保财政的可持续性。确保福利在省内和省际以及经济部门之间的可携带性至关重要。这些改革在推进过程中应确保社会保障体系的可持续性，方法包括参数变化（如提高退休年龄、指数化等）、对养老金制度进行结构性改革（如引入 NDC 办法，进一步推进公务员和事业单位养老金制度与城市职工养老金制度的并轨，提高统筹层次，制定中长期融资策略，包括为在养老金制度之外的遗留成本提供融资），以及加强社会保障基金的预算过程和管理。
- **国有企业改革。** 改革包括：将充分和公平的竞争引入目前专属国有企业的产业；对资金和其他要素投入进行合理定价，要求国企向预算缴纳足够的红利，并实行硬预算约束。将更多的竞争引入服务部门也将带来生产力的提高，这对于促进经济增长和提高居民收入至关重要，因为服务业比工业的劳动密集型程度更高。
- **绿色增长。** 空气污染、水质下降和供水匮乏、土壤污染，以及荒漠化、草原退化、对煤炭的依赖、能源密集型经济战略，都会对社会、健康和经济产生影响。对能源定价过低和对污染的惩罚不力导

致这些影响的进一步恶化，同时加剧了中国对工业的依赖。提高这些要素的成本使其反映外部性成本，例如征收碳税，以及投资可再生能源，将使经济增长更加可持续和更具包容性。需要调动民间资本和利用资本市场来支持绿色投资。

- **基础设施。**对基础设施投资一直是中国经济发展的主要驱动力，尤其是在全球金融危机前后的经济放缓期间。然而，在有些情况下，快速的投资步伐忽略了社区建设，甚至导致对一些社会或经济回报较低的项目投资过度。填补社会项目的投资缺口将提高增长的包容性，同时提高基础设施投资的整体社会和经济效率。改善审批新基建项目过程的措施将确保投资重点放在社会回报最高的领域。

4. 两小组就以下分工达成一致意见。

- **金融部门改革。**世界银行和基金组织将联合进行 2017 年的金融部门评估规划，评估金融部门风险和所需改革。基金组织还将继续视需要向中国当局提供技术援助。
- **财政改革。**世界银行将继续与财政部合作，在正在进行的财政技术援助项目投资的框架下，帮助实施公共财政领域中的关键改革措施。基金组织将继续推进其在财政框架和预算编制领域中的技术合作，包括加强中期宏观和财政框架、加强对地方政府借款的监测，以及实现会计和财务管理的现代化。基金组织将继续讨论中国的财政立场和政策选择对中国近期和中期内整体经济的影响，以及可能造成的全球溢出效应。
- **社会保障体系。**世行将继续与中国当局合作，探索旨在提高社会保障体系的公平性、可持续性和可携带性的改革。这包括帮助省级政府制定更加一体化的社会保障信息系统。世行还将与财政部合作，就总体的改革、资金集合和融资策略提供技术支持，并通过政策对话和参与，优化与社会保障负债有关的财务风险管理。基金组织将着手研究如何将不同的社会保险计划（包括养老金和医疗保健）纳入中期财政和宏观经济政策框架等问题。基金组织还将审查不同收入来源（包括社会缴款和其他收入）的好处和融资之间的平衡。世界银行和基金组织将继续鼓励当局对社会保险义务进行定期和可靠的精算模型分析。
- **绿色增长。**基于气候变化、可再生能源以及污染防治的主要关注目标，世行将继续将重点放在探索最先进的绿色技术，加大节能力度和增加对提高能源效率项目的投资，倡导绿色交通，推进绿色建筑政策（采暖和能源效率）等方面。气候变化方面的新的重点工作包括扩大天然气发电覆盖、研究碳捕获和储存潜力，以及开发绿色融资，包括建立碳交易市场。基金组织将继续讨论如何通过使用财政政策，例如更好地调整消费税和引入碳交易税，来反映污染造成的外部性成本。基金组织愿意在如何转变能源定价和征税做法方面，以及分析这种转变对增长和财政的影响方面提供援助。

5. 两小组要求对方提供以下信息：

- 基金组织小组要求获知在上述宏观经济结构改革领域取得的进展，例如在获得重大突破时，且至少每半年通报一次。
- 世界银行小组要求获知基金组织在第四条磋商和工作人员访问背景下对宏观经济政策和前景的评估，且至少每半年通报一次。

下表列出 2016 年 6 月至 2017 年 6 月期间两小组独立和联合的工作计划。

附件 1. 中国：世界银行和基金组织在具有宏观重要性的结构改革领域计划开展的活动

	产品	预计交付日期
世界银行的工作计划	<ul style="list-style-type: none"> 关于建立现代化财政制度的技术援助项目，支持落实中央政府的公共财政改革。 	<ul style="list-style-type: none"> 进行中
	<ul style="list-style-type: none"> 中国经济改革实施项目（总括技术援助项目，包括与财政部、人民银行和省级财政厅之间开展的各个分项目） 	<ul style="list-style-type: none"> 进行中
	<ul style="list-style-type: none"> 中国经济最新情况 	<ul style="list-style-type: none"> 进行中
	<ul style="list-style-type: none"> 向财政部提供“适时”政策说明 	<ul style="list-style-type: none"> 已按要求交付
	<ul style="list-style-type: none"> 宏观财政框架技术援助 	<ul style="list-style-type: none"> 进行中
	<ul style="list-style-type: none"> 地方级政府间财政关系 	<ul style="list-style-type: none"> 进行中
	<ul style="list-style-type: none"> 市政融资和债务管理 	<ul style="list-style-type: none"> 进行中
	<ul style="list-style-type: none"> 普惠金融学会 	<ul style="list-style-type: none"> 进行中
	<ul style="list-style-type: none"> 金融消费者保护和消费者教育 	<ul style="list-style-type: none"> 进行中
	<ul style="list-style-type: none"> 金融改革战略 	<ul style="list-style-type: none"> 进行中
	<ul style="list-style-type: none"> 资本市场发展 	<ul style="list-style-type: none"> 进行中
	<ul style="list-style-type: none"> 深化中国的医疗改革——建立高质量和以价值为基础的服务交付 	<ul style="list-style-type: none"> 进行中
	<ul style="list-style-type: none"> 加强中国的社会保障和劳动力体系 	<ul style="list-style-type: none"> 进行中
基金组织的工作计划	<ul style="list-style-type: none"> 12 月份的工作人员访问 	<ul style="list-style-type: none"> 2016 年 12 月
	<ul style="list-style-type: none"> 2017 年的第四条磋商 	<ul style="list-style-type: none"> 2017 年 5 月/6 月
	<ul style="list-style-type: none"> 财政改革合作计划（财政事务部） 	<ul style="list-style-type: none"> 进行中
联合工作计划	<ul style="list-style-type: none"> 金融部门评估规划 	<ul style="list-style-type: none"> 2017 年

与亚洲开发银行的关系¹

1. 自中华人民共和国于 1986 年 3 月加入亚洲开发银行（亚行）以来，双方间的伙伴关系在很多方面都有发展。在地区性成员中，中国是第二大股东，在所有成员中，中国排名第三，同时中国还是一个重要的中等收入客户国。截至 2015 年底，中国累计从亚行借款 292 亿美元，226 笔贷款用于公共部门项目。在公共部门贷款中，55.7%用于交通部门，然后是农业和自然资源（12.6%）、供水和其他城市基础设施服务（12.6%）、能源部门（11.9%）、工业和贸易（2.3%）、金融（2.3%）、教育（1.0%）和多部门项目（1.6%）。在过去 27 年里，亚洲开发银行为中国的 27 个私人部门项目提供了融资，总额达 49.6 亿美元。亚洲开发银行还为中国获得技术援助提供资金。截至 2015 年底，亚洲开发银行为 802 个技术援助项目提供了 4.644 亿美元，其中，1.474 亿美元用于项目筹备，3.170 亿美元用于政策咨询和能力建设。

2. 总体而言，中国具有较强的项目实施能力。良好的执行结果反映出参与项目设计、实施和管理的有关单位的较好的自我主动性，同时也反映出对开发项目的筛选程序比较严格，特别是那些拟议接受外部融资的项目。贷款拨付和合同授予工作推进良好。

3. 中国为亚洲开发基金缴款，建立了一项总额为 2000 万美元的中国减贫与地区合作基金（PRC 基金），后又为该基金补充了 2000 万美元的资金，这显示出中国与亚洲开发银行牢固的伙伴关系。该基金是亚洲开发银行下首个由发展中国家设立的基金，提供技术援助项目，支持次区域的合作倡议，尤其是中亚地区经济合作（CAREC）和大湄公河次区域（GMS）项目。

4. 2016 年 2 月，亚洲开发银行董事会批准了亚洲开发银行 2016-2020 年的国家伙伴战略（CPS）。2016 至 2020 年的 CPS 与中国第 13 个五年规划（2016-2020）的优先事项、亚洲开发银行《2020 战略》中期检查以及亚洲开发银行支持中等偏上收入国家的方法是一致的。为支持政府的改革议程，CPS 将重点支持以下战略重点：应对气候变化和环境问题、促进地区合作和一体化、支持针对剩余贫困人口的包容性经济增长战略、促进知识合作，以及支持机构和治理改革。亚洲开发银行的主权和非主权业务将支持上述战略重点领域内的活动。

5. 预计 2016-2018 年的公共部门贷款总额将达约 45.6 亿美元，其中 30%将支持农业、自然资源和农村发展；6%将支持教育；8%支持能源产业；5%将支持医疗卫生产业；29%将支持运输，22%将支持供水和其他城市基础设施和服务部门。90%以上的项目将在西部、中部和东北部地区，体现了国家伙伴战略对促进包容性增长和环境可持续性增长的侧重。

6. 相对于其贷款项目，亚洲开发银行的技术援助将继续起到补充作用，以支持改善部门政策环境、支持治理和能力建设，并加强贷款业务的知识基础和创新功能。

¹ 由亚洲开发银行工作人员起草。

中国：亚洲开发银行的贷款承诺和拨付
（公共部门贷款），1993–2015 年
（单位：百万美元）

年份	承诺额 1/	拨付额 2/
1993	1,031	371
1994	1,618	492
1995	2,304	558
1996	3,282	707
1997	4,033	715
1998	4,518	818
1999	5,337	792
2000	6,159	832
2001	6,748	1,313
2002	7,563	782
2003	8,075	705
2004	8,733	636
2005	11,060	892
2006	11,794	988
2007	13,214	1,190
2008	14,519	1,234
2009	15,623	1,342
2010	16,964	1,342
2011	18,244	1,580
2012	19,476	1,343
2013	20,416	1,063
2014	21,748	1,303
2015	23,096	1,152

1/ 累计合同授予金额。
2/ 指当年拨付金额。

统计问题

（截至 2016 年 6 月 16 日）

1. 评估监督用数据的充足性
<p>概况：虽然数据大致能满足监督工作的需要，但是有些勉强。由于在加强统计系统和提高数据透明性方面的努力，中国于 2015 年 10 月加入 SDDS。尽管如此，中国统计数据仍存在缺口，对监督工作造成妨碍。主要问题涉及国民账户数据和政府财政统计。</p>
<p>国民账户：国家统计局编制和公布基于现行和不变价格（2010 年）的按经济活动分类统计的年度 GDP，以及季度 GDP 估算数据。国家统计局正处于从 1993 年 SNA 转向 2008 年 SNA 的过渡期。2008 年 SNA 已经在某些行业采用，例如间接测算的金融中介服务金融（FISIM）的计算。2015 年以来，季度国民账户在单独分离基础上编制，例如 1 至 3 月，4 至 6 月，7 至 9 月，及 10 至 12 月，这与国际标准是一致的。GDP 数量测算的技术并不完善，需予以改善。按支出法统计的年度 GDP 按现行和不变价格编制，但未公布按不变价格估算的数据。不具备 GDP 支出组成部分的季度数据。不过，国家统计局已对国民账户数据的范围和质量做出一系列改进，最重要的改善是提高了按经济活动估算 GDP 的完整性。还计划对年度和季度 GDP 账户作出进一步的改善。但是，没有既定的时间表。与其他国家的情况一样，经济的快速变化（包括私人部门扩张）给数据采集和编制带来了新问题。由于使用的是非集中的统计体系，改变数据采集方式的能力有限。</p> <p>在编制月度工业生产、零售和固定投资指数时，以上一年的对应月份作为基期，但未编制链式时间序列。修正数据时往往不公布完整的经修正的数据序列。</p>
<p>价格统计：消费者价格指数采样覆盖全国各地约 500 个地区，其中包括约 200 个县和 300 个市。目前的消费者价格指数是一个链式拉氏价格指数，2001 年以来持续编制和公布。权重来自每五年进行一次的城市和农村居民调查。目前的权重是 2008-2010 年的。基期权重按照价格每月更新。生产者价格指数调查涵盖工业营业总额的 40%，包括 31 个省、430 多个城市的 60000 家企业。价格采样覆盖 1702 产品组（基本子类别）。目前使用的基年是 2010 年。生产者价格指数定义与生产者价格指数手册（2010 年）的国际标准定义一致。生产者价格指数不经季节调整。</p>
<p>政府财政统计：严重的缺陷继续妨碍财政分析。仅提供社保资金和预算外资金的年度数据，且时滞很长。支出分类仍需得到改善，主要是因为不公布按经济类型的支出数据。当局已表示打算开始采集这些数据，并在中期内按权责发生制衡量财政表现，同时加强基于现金收付制的政府财政统计的编制。</p>
<p>货币与金融统计</p> <p>近年来，在货币和金融统计方面取得一些进展。然而，货币和银行调查缺少银行对政府债权的详细数据，这影响了从融资方面估计财政赤字的能力。所报告的人民银行净国外资产头寸不包括币值变动因素，也不包括外汇储备的利息收入。另外，由于财政部不再区分中央政府和其他级别政府的存款账户，自 2005 年 4 月起，人民银行不再单独在其资产负债表中报告有关中央政府存款的数据。这种变化引起基础货币和货币总量数据序列的间断。</p> <p>2015 年 3 月的货币与金融统计代表团就改善货币数据编制提出一些建议，以加速中国人民银行实施标准化报告格式（SRF）。当局计划在 2015 年年底之前完成对存款性企业的标准化报告格式数据，并在人民银行完成对这些数据的审查和批准程序之后定期报告标准化报告格式数据。</p>
<p>金融部门监督：中国向基金组织报送金融稳健指标，供在基金组织网站上发布。2015 年初，当局扩大了报送数据的范围，在其定期报送的数据中加入两个接受存款机构的鼓励类金融稳健指标。报送数据的频率也在 2015 年 5 月由每年一次提高到每半年一次。</p>
<p>对外部门统计：历史数据序列基本上依照《国际收支手册》第五版编制（以美元计值），但是基金组织统计部已经将国际收支和国际投资头寸序列转化成《国际收支和国际投资头寸手册》第六版（BPM6）的格式，以在《国际金融统计》中发表。自 2015 年开始，基本上按《国际收支和国际投资头寸手册》第六版发布这些数据。当局继续努力在国际收支和国际投资头寸统计中改善直接投资交易数据的覆盖面，这些统计数据的编制正在取得进展。鉴于国际交易报告系统是中国国际收支数据的主要来源，因此，建议对外管局省分局的工作人员进行定期培训，以保证该系统的平稳运作。2011 年，中国开始参加协调的直接投资调查（CDIS），但目前只记录“内向”直接投资头寸。2015 年年底，中国开始向协调的直接投资调查（CPIS）报送数据。</p> <p>尽管对外脆弱程度似乎不大，但仍需加强外债监测和数据编制。2010 年，中国开始向“季度外债统计（QEDS）”数据库报送总外债和公共外债数据，这是一个重要进展。</p>

II. 数据标准和质量

2015年10月，中国开始接受数据公布特殊标准。

中国：监督工作所要求的常用指标一览表
(截至 2016 年 6 月 15 日)

	最近的观察日期	收到日期	数据频率 ⁹	报送频率 ⁹	公布频率 ⁹
汇率	05/16	06/16	D	M ⁹	D
货币当局的国际储备资产和国际储备负债 ¹	04/16	05/16	M	M	M
储备/基础货币	04/16	05/16	Q, M	Q, M	Q, M
广义货币	04/16	05/16	M	M	M
中央银行资产负债表	04/16	05/16	M	M	M
银行体系合并资产负债表	04/16	05/16	M	M	M
利率 ²	04/16	05/16	¹⁰	¹⁰	¹⁰
消费者价格指数 ³	04/16	05/16	M	M	M
收入、支出、差额和融资构成 ⁴ —广义政府 ⁵	2013	03/14	A	A	A
收入、支出、差额和融资构成 ⁴ —中央政府	04/14	05/14	M	M	M
中央政府债务和中央政府担保债务的存量 ⁶	Q4/13	03/14	Q	Q	Q
对外经常账户差额	Q4/15	06/16	Q	A, Q	A, Q
货物和服务进出口 ⁷	Q4/15	06/16	M	M	M
GDP/GNP ⁸	Q1/14	04/14	A, Q (累计)	A, Q (累计)	A, Q (累计)
总外债	Q4/13	03/14	A, Q	A, Q	A, Q
国际投资头寸	Q4/15	06/16	A, Q	A, Q	A, Q

¹任何抵押或质押的储备资产应予单独说明。此外，数据还应包括与某种外币相挂钩、但以其他方式结清的短期负债，以及支付和接收外币的金融衍生工具的名义价值。

²包括基于市场的利率和政府决定的利率，如贴现率、货币市场利率以及短中长期政府债券利率。

³只报送 12 个月的增长率（没有价格指数）。

⁴没有关于融资（来自国外和国内银行以及国内非银行）的数据。

⁵广义政府包括中央政府（预算资金、预算外资金和社会保障基金）、省和地方政府。

⁶包括货币和期限构成。

⁷货物贸易数据按月提供。服务贸易数据随经常账户数据同时公布。

⁸关于实际 GDP 数据，只有年度水平数据（增长率数据有季度累计数据）。

⁹天 (D)、周 (W)、月 (M)、季 (Q)、年 (A)；不定期 (I)；不可获得 (NA)。

¹⁰利率变化不频繁；这类变化公开宣布。

技术援助

中国：技术援助一览表，2001–2016年¹

部门	目的	日期
税制改革		
财政事务部	增值税和遗产税代表团	2001年4月
财政事务部	税收优惠代表团	2001年9月
财政事务部	金融部门税收代表团	2002年8月和9月
财政事务部	个人所得税改革代表团	2003年11月
法律部	基本税法研讨会	2005年12月
财政事务部	金融服务增值税处理问题代表团	2006年4月
财政事务部	增值税缺口与能力评估代表团	2009年6月
财政事务部	金融服务增值税处理问题代表团	2010年6月
财政事务部	税收缺口分析代表团	2011年9月
财政事务部	微观模拟建模	2013年12月
财政事务部	税收政策对宏观经济影响的分析	2015年3月
财政事务部	改革个人所得税	2015年10月
税收征管改革		
财政事务部	五次计算机化代表团	2000年6月-2002年10月
财政事务部	两次战略计划代表团	2001年11月-2002年8月
财政事务部	战略计划研讨会（华盛顿）	2002年10月
财政事务部	收入管理代表团	2003年11月
财政事务部	计算机化项目的审查	2004年9月
财政事务部	业务流程再设计试点代表团	2005年11月
财政事务部	信息技术现代化代表团	2006年6月
财政事务部	战略计划、风险管理和纳税人服务代表团	2006年9月
财政事务部	增值税发票交叉核对和其他征管问题	2007年3月
财政事务部	业务流程再设计和金税工程三期	2007年8月
财政事务部	战略规划和管理研讨会	2008年1月
财政事务部	服务增值税和资源税政策代表团	2009年10月
财政事务部	“金税工程”三期项目管理代表团	2010年6月
财政事务部	战略规划专家访问	2010年10月
财政事务部	对大型纳税人的税收征管代表团	2010年10月
财政事务部	税收征管专家巡回访问	2010年10月
财政事务部	税收政策和征管	2011年9月
财政事务部	税收征管（专家巡回访问，第四次，共五次）	2011年10月
财政事务部	税收征管（专家巡回访问，第五次，共五次）	2011年10月
财政事务部	纳税大户依法纳税问题	2011年10月
财政事务部	税收官员实用税收分析研讨会	2012年12月
财政事务部	针对纳税大户的征管工作	2013年1月
财政事务部	税收征管后续	2014年4月
财政事务部	税收征管法修订	2014年5月
财政事务部	税收征管法修订	2015年7月
法律部	改革税收征管法代表团	2015年7月
财政事务部	改革个人所得税	2015年10月
公共财政管理		
财政事务部	政府财政管理信息系统研讨会	2001年2月
财政事务部	国库/会计改革、宏观财政协调代表团	2001年11月
财政事务部	预算编制、预算分类和国库改革代表团	2002年6月

公共财政管理		
财政部	预算分类代表团	2003年3月
财政部	预算和国库现代化研讨会（华盛顿）	2003年10月
财政部	国库和会计改革代表团	2003年11月
财政部	预算法代表团 I	2004年3月
财政部	国库单一账户和现金管理改革代表团	2006年4月
财政部	预算法代表团 II	2007年9月
财政部	与当局讨论财政事务部的公共财政管理计划	2007年9月
财政部/统计局	权责发生制会计代表团	2007年9月
财政部	地方政府现金管理研讨会	2009年12月
财政部	预算体制报告介绍	2010年5月
财政部	关于公共财政管理机构的高级对话	2011年6月
财政部	中期支出框架研讨会	2011年11月
财政部	中期预算收入管理计划和政策讨论	2012年6月
财政部	关于公共财政管理机构的高级对话	2012年11月
财政部	引入先进国库体系改革代表团	2013年2月
财政部	财政改革高级别研讨会	2014年1月
财政部	政府会计现代化代表团	2014年4月
财政部	中期支出框架代表团	2014年7月
财政部	国库管理专家访问（会计）	2014年9月
财政部	改善会计科目表专家访问	2015年3月
财政部	国库管理专家访问（现金管理）	2015年3月
财政部	加强地方政府借款改革代表团	2015年4月
财政部	会计现代化代表团	2015年11月
财政部	中期支出框架研讨班	2016年4月
财政部	地方政府借款和债券市场发展研讨会和案例分析	2016年4月
财政部	地方政府借款框架	2015年4月
财政部	会计和财务报告改革	2015年11月
财政部/货币与资本市场部	地方政府融资监管框架	2016年4月
财政部	中期支出框架研讨班	2016年4月
财政部	国库-中央银行协调专家访问	2016年6月
政府间财政关系		
财政部	政府间财政关系代表团	2002年11月
财政部	地方财政风险代表团	2003年11月
财政部	改革职责分派和政府间财政关系改革今后举措的会议	2007年11月
统计		
统计局	数据公布通用系统研讨会	2001年4月
统计局	贸易价格统计代表团	2001年6月-2002年1月
统计局	数据公布通用系统代表团	2002年2月/3月
统计局	数据公布通用系统/数据公布特殊标准研讨会（华盛顿）	2002年9月
统计局	数据公布通用系统审议	2003年12月
统计局	政府财政统计代表团	2005年1月
统计局	货币与金融统计代表团	2005年2月/3月
统计局	国际投资头寸研讨会	2005年4月
统计局	国际投资头寸统计研讨会	2005年4月
统计局	外债统计研讨会	2005年8月
统计局	宏观经济统计	2006年5月
统计局	国际收支和国际投资头寸课程	2007年6月
统计局	货币与金融统计代表团	2007年8月

统计		
统计部	国际收支和国际投资头寸手册第六版研讨会	2008年4月
统计部	国际收支和国际投资头寸手册第六版讲座	2009年6月
统计部	服务统计研讨会	2009年11月
统计部	金融衍生工具、直接投资和外债研讨会	2010年9月
统计部	国际收支和国际投资头寸课程	2011年6月
统计部	政府财务统计	2008年9月
统计部	金融稳健指标	2009年6月
统计部	货币与金融统计	2010年10月
统计部	数据公布特殊标准讲习班	2011年4月
统计部	政府财务统计	2011年5月
统计部	数据工作：为 OFC/FSI 数据报送而编制标准化报告格式数据	2012年4月
统计部	季度国民账户统计	2013年11月
统计部	社会融资总量指标/货币和金融统计	2014年3月
统计部	数据公布特殊标准评估	2014年8月
统计部	数据工作：以标准化报告格式报送货币数据	2014年9月
统计部	数据公布特殊标准评估	2014年12月
统计部	标准化报告格式报送的社会融资/货币数据	2015年3月
统计部	多部门代表团：SDDS 诠释数据的编制和主题技术援助	2015年6月
统计部	实际部门统计 (计划的)	2016年8月
货币政策、银行监管和反洗钱和反恐融资		
货币与金融体系部	银行监管代表团	2003年10月
货币与金融体系部	反洗钱/反恐融资问题	2003年9月
货币与金融体系部	反洗钱/反恐融资监督	2004年3月
货币与金融体系部	银行重组	2004年4月
货币与金融体系部/法律部	反洗钱/反恐融资咨询代表团	2005年1月
货币与金融体系部/法律部	反洗钱/反恐融资问题	2005年4月
财政事务部	审议和调整联合国开发计划署/基金组织/中国财政改革技 援活动时间表的访问	2001年2月
财政事务部/技术援助秘书处	三方共同审议开发计划署/基金组织/中国财政改革技 援活动的代表团(两次)	2002年1月/2003年2月
货币与金融体系部	银行部门改革技术援助需要代表团	2002年7月
货币与金融体系部	金融部门技术援助需要代表团	2003年10月
财政事务部	参加开发计划署/国际开发部的财政改革讲习班	2004年2月
财政事务部	关于讨论开发计划署/国际开发部财政改革项目下的技术 援助需要的访问	2004年12月
法律部/货币与金融体系部	反洗钱/反恐融资问题	2006年4月
法律部	反洗钱/反恐融资代表团, 与澳门特区货币当局讨论技援	2006年7月
法律部	反洗钱/反恐融资法起草	2006年7月
法律部	反洗钱/反恐融资法起草	2006年8月
法律部	反洗钱/反恐融资法起草	2006年9月
法律部	就反洗钱/反恐融资法起草向澳门特区货币当局提供技援	2006年9月
法律部	反洗钱/反恐融资金融机构检查 STX 建议代表团, 澳门 特区	2008年12月
法律部	反洗钱/反恐融资金融情报单位的程序, 澳门特区	2010年3月
法律部	反洗钱/反恐融资法起草	2010年7月
法律部	反洗钱/反恐融资法起草	2011年3月
法律部	银行处置	2012年5月
法律部	反洗钱/反恐融资代表团, 讨论未来的合作和技援	2009年11月

货币政策、银行监管和反洗钱和反恐融资		
基金学院	金融规划和政策课程（三次）	2000年7月-2002年6月
基金学院	银行监管课程	2001年6月
基金学院	银行改革高级研讨会	2001年3月
统计部	货币与银行统计研讨会	2001年4月
货币与金融体系部	银行监管（现场和非现场）	2001年7月
货币与金融体系部	银行风险管理	2001年7月
基金学院	金融规划和政策课程	2001年8月
货币与金融体系部	资本账户可兑换研讨会	2001年10月
财政事务部	公共部门支出管理课程	2002年6月/7月
统计部	国际收支和国际投资头寸研讨会	2002年8月
统计部	政府财政统计课程	2002年9月
基金学院	银行监管课程	2002年9月
货币与金融体系部	中央银行会计	2002年11月
统计部	政府财政统计课程	2003年9月
基金学院	金融规划和政策课程	2003年10月
货币与金融体系部	评估金融体系课程	2003年11月
基金学院	高级金融规划课程（华盛顿）	2003年11月
统计部	货币与金融统计课程	2003年11/12月
培训		
统计部	货币与银行统计：培训课程	2003年12月
统计部	货币与银行统计：会谈和讲座	2003年12月
财政事务部	预算法和预算法改革的国际经验	2004年3月
基金学院	货币政策传导高级研讨会	2004年4月
法律部/货币与金融体系部	反洗钱/反恐融资研讨会	2004年4月
基金学院	中国外汇体系高级研讨会	2004年5月
统计部	协调的证券投资调查研讨会	2004年4月
基金学院	金融市场分析课程	2004年6月
货币与金融体系部	出口和国际收支问题研讨会	2004年6月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2004年7月
统计部	季度国民账户研讨会	2004年9月
基金学院	金融规划和政策课程	2004年10月
统计部	宏观经济统计高级研讨会	2005年1月
货币与金融体系部	为人民币银行官员提供反洗钱/反恐融资培训	2005年2月
法律部	反洗钱/反恐融资研讨会	2005年5月
货币与金融体系部	货币战略和操作研讨会	2005年5月
基金学院	金融规划和政策课程	2005年6月
基金学院	宏观经济管理和财政问题课程	2005年6月
法律部	国际信息技术研讨会	2005年7月
法律部	反洗钱/反恐融资研讨会	2005年7月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2005年7月
统计部	外债统计课程	2005年8月
统计部	货币与金融统计课程	2005年9月
货币与金融体系部	反洗钱/反恐融资研讨会	2005年9月
货币与金融体系部	反洗钱/反恐融资和内部控制研讨会	2005年11月
法律部/货币与金融体系部	洗钱和恐融资类型及可疑活动报告高级培训班	2005年12月
法律部	反洗钱/反恐融资研讨会	2006年1月
货币与金融体系部	外汇操作课程	2006年3月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2006年5月

培训		
法律部	反洗钱/反恐融资研讨会	2006年6月
货币与金融体系部	如何确定货币政策中间目标课程	2006年6月
统计部	跨境流动银行统计研讨会	2006年6月
货币与金融体系部	资本账户可兑换研讨会	2001年10月
财政事务部	公共部门支出管理课程	2002年6月/7月
统计部	国际收支和国际投资头寸研讨会	2002年8月
统计部	政府财政统计课程	2002年9月
基金学院	银行监管课程	2002年9月
货币与金融体系部	中央银行会计	2002年11月
统计部	政府财政统计课程	2003年9月
基金学院	金融规划和政策课程	2003年10月
货币与金融体系部	评估金融体系课程	2003年11月
基金学院	高级金融规划课程(华盛顿)	2003年11月
统计部	货币与金融统计课程	2003年11/12月
财政事务部	预算法和预算法改革的国际经验	2004年3月
基金学院	货币政策传导高级研讨会	2004年4月
法律部/货币与金融体系部	反洗钱/反恐融资研讨会	2004年4月
基金学院	中国外汇体系高级研讨会	2004年5月
统计部	协调的证券投资调查研讨会	2004年4月
基金学院	金融市场分析课程	2004年6月
货币与金融体系部	出口和国际收支问题研讨会	2004年6月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2004年7月
统计部	季度国民账户研讨会	2004年9月
基金学院	金融规划和政策课程	2004年10月
统计部	宏观经济统计高级研讨会	2005年1月
货币与金融体系部	为人民银行官员提供反洗钱/反恐融资培训	2005年2月
法律部	反洗钱/反恐融资研讨会	2005年5月
货币与金融体系部	货币战略和操作研讨会	2005年5月
基金学院	金融规划和政策课程	2005年6月
基金学院	宏观经济管理和财政问题课程	2005年6月
法律部	国际信息技术研讨会	2005年7月
法律部	反洗钱/反恐融资研讨会	2005年7月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2005年7月
统计部	外债统计课程	2005年8月
统计部	货币与金融统计课程	2005年9月
货币与金融体系部	反洗钱/反恐融资研讨会	2005年9月
统计部	金融稳健指标协调编制活动研讨班	2005年11月
统计部	NBS/OECD 国民账户 研讨班-与当局的双边会谈-统计系 统改革和发展战略国际研讨班	2005年11月
统计部	NBS: 中国统计体系改革发展战略国际研讨班	2005年11月
统计部	课程: 跨境流动银行统计研讨会: 编制和监测	2006年6月
基金学院	高级金融规划课程	2006年7月
基金学院	宏观经济管理和金融问题课程	2006年7月
法律部	为金融情报机构举办的信息技术研讨会	2006年9月
法律部	反洗钱/反恐融资共同评估研讨会	2006年10月
法律部	反洗钱/反恐融资研讨会	2006年11月
法律部	为APC国家举办的研讨会	2006年12月
法律部	反洗钱/反恐融资研讨会	2007年5月
法律部	为监管机构举办的反洗钱/反恐怖融资培训班	2007年5月
法律部	为澳门特区监管人员举办的反洗钱/反恐融资培训班	2007年5月

培训		
基金学院	金融规划和政策课程	2007年5月
统计部	国际收支统计课程	2007年6/7月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2007年7月
法律部	为保险和证券监管机构举办的反洗钱/反恐融资培训班	2007年10月
统计部	货币与金融统计课程	2007年10月
统计部	联合培训项目 (CTP)下的货币与金融统计课程	2007年10月
货币与资本市场部	金融部门评估规划和金融稳定研讨会	2007年12月
货币与资本市场部	压力测试研讨会	2007年12月
法律部	赌博场所的反洗钱/反恐融资风险	2007年12月
统计部	培训: 为来访中国代表团举办的 CCE/FSI 研讨会	2007年12月
财政事务部	收入预测研讨会	2008年3月
法律部	反洗钱/反恐融资法起草研讨会	2008年1月
财政事务部	收入预测研讨会	2008年3月
基金学院	金融规划和政策课程	2008年4月
统计部	研讨会: 为总部和地方办公室国际收支编制人员提供的 BPM6 培训	2008年4月
法律部	反洗钱/反恐融资监督研讨会	2008年5月
基金学院	对外脆弱性课程	2008年6月
统计部	政府财政统计课程	2008年9月
统计部	金融稳健指标及货币与银行统计研讨会	2008年9月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2008年10月
法律部	反洗钱/反恐融资金融分析和调查	2008年11月
基金学院	对外脆弱性分析课程	2009年2月
基金学院	金融规划和政策课程	2009年5月
统计部	国际收支和国际投资头寸统计课程	2009年6月
统计部	协调直接投资调查/外债	
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2009年11月
法律部	反洗钱/反恐融资金融分析和调查	2009年11月
统计部	国民账户统计	2009年11月
统计部	服务统计研讨会	2009年11月
基金学院	金融规划和政策课程	2010年1月
货币与资本市场部	FSAP 研讨班	2010年1月
统计部	货币与金融统计课程	2010年3月
法律部	反洗钱/反恐融资金融分析和调查	2010年4月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2010年5月
法律部	反洗钱/反恐融资立法起草代表团	2010年7月
法律部	反洗钱/反恐融资金融分析和调查	2010年9月
统计部	金融稳健指标报告和公布研讨会	2010年9月
统计部	国际收支统计研讨会: FDI/EXD/CPIS	2010年9月
统计部	衍生产品交易研讨班	2010年9月
货币与资本市场部	金融监管研讨会	2010年10月
法律部	反洗钱/反恐融资立法起草代表团	2011年3月
基金学院	宏观经济管理和金融部门问题课程	2011年3月
基金学院	宏观经济预测课程	2011年4月
基金学院	联合培训项目举办的政府财政统计课程	2011年5月
统计部	政府财政统计课程	2011年5月
统计部	政府财政统计课程	2011年6月
基金学院	联合培训项目举办的 BOP 和 IIP 课程	2011年6月
统计部	国际收支统计课程	2011年10月
基金学院	联合培训项目举办的货币与金融统计课程	2011年11月

培训		
统计部	参加 OECD-NBS 举办的国民账户研讨会	2012 年 3 月
基金学院	联合培训项目举办的 FSI 课程	2012 年 9 月
货币与资本市场部	中期债务管理研讨班	2012 年 11 月
基金学院	联合培训项目举办的 BOP/IIP 课程	2013 年 4 月
货币与资本市场部	关于资本账户可兑换和汇率政策的研讨班	2013 年 6 月
统计部	数据公布特殊标准研讨会	2013 年 7 月
基金学院	联合培训项目举办的货币与金融统计初级课程	2013 年 9 月
统计部	国家统计局组织的季度国民账户研讨会	2013 年 11 月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题	2014 年 1 月
货币与资本市场部	金融统计	2014 年 3 月
货币与资本市场部	金融监管研讨班	2014 年 3 月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题	2014 年 3 月
能力建设学院	宏观经济诊断课程	2014 年 9 月
基金学院	联合培训项目举办的金融稳健指标课程	2014 年 9 月
统计部	在总部为外汇局官员举办的关于采用 BOPM6 挑战 and 经验的研讨会	2014 年 9 月
能力建设学院	宏观经济预测	2014 年 10 月
统计部	OECD/NBS 举办的部门账户研讨会 (统计部参加)	2014 年 12 月
能力建设学院	宏观经济管理和金融部门问题	2015 年 3 月
货币与资本市场部/统计部	社会融资总量指标	2015 年 3 月
统计部	会谈: ECB 会见中国债务证券和数据问题代表团	2015 年 4 月
统计部	会谈: BIS 会见中国债务证券和数据问题代表团	2015 年 4 月
货币与资本市场部	SDR 检查/操作问题	2015 年 6 月
能力建设学院	宏观经济预测	2015 年 6 月/7 月
基金学院	联合培训项目举办的货币与金融统计高级课程	2015 年 8 月
统计部	SAFE-国际收支统计编纂课程	2015 年 9 月
能力建设学院	宏观经济诊断课程 (计划的)	2015 年 9 月
统计部	国际收支统计	2015 年 9 月
统计部	债务证券统计	2016 年 3 月
统计部	OECD/NBS 举办的国民账户研讨会 (统计部参加)	2016 年 3 月
能力建设学院/财政事务部	财政分析和预测	2015 年 11 月
财政事务部/能力建设学院	财政分析与预测课程	2015 年 12 月
货币与资本市场部	地方债务市场发展	2016 年 4 月
货币与资本市场部	证券监督研讨会	2016 年 4 月
能力建设学院	宏观经济预测 (计划的)	2016 年 6 月/7 月
能力建设学院	宏观经济预测-高级 (计划的)	2016 年 7 月
能力建设学院	金融部门监督 (计划的)	2016 年 6 月/7 月
能力建设学院	动态随机一般均衡模型 (计划的)	2016 年 11 月
1/ 2012 年 5 月 1 日, 前基金学院与技术援助办公室合并, 成立了新的能力建设学院 (ICD)。		

基金组织工作人员代表关于中华人民共和国的陈述
执董会会议
2016年7月27日

1. 本陈述包含工作人员报告散发以来获得的信息。这些信息不改变工作人员评估的核心内容。
2. 最近公布的数据符合工作人员的预测：
 - 第二季度 GDP 增长 6.7%（同比），这是由消费继续强劲增长带动的（消费对 GDP 增长的贡献率为三分之二）；同时，总体投资增长趋于稳定（投资对 GDP 增长的贡献率为三分之一）。
 - 6 月的高频指标显示经济继续保持强劲势头。零售额继续以 10.6%（同比）的速度强劲增长，工业生产增长小幅加快到 6.2%（同比），固定资产投资放缓到 9.0%（同比）。今年头五个月，工业企业的利润增加了 6.4%（同比）。
 - 贸易顺差在 6 月略有缩小，出口增长（以美元计）小幅放缓（-4.8%，同比），进口增长下降（-8.4%，同比）。外汇储备增加了 140 亿美元，增至 3.205 万亿美元。但中央银行外款占款减少了相当于 150 亿美元。
 - 信贷增长有所减缓，社会融资总量在 6 月增长了 12.3%（同比）。对地方政府债务置换做出调整后，社会融资总量增长在 6 月放缓到 16.3%（同比）。
 - 总体 CPI 通胀在 6 月小幅下降到 1.9%（同比），而 PPI 通胀上升到 -2.6%（同比）。
3. 金融市场在英国 6 月 23 日投票决定退出欧盟后依然稳定。
 - 上海证券交易所综合股价指数在英国决定后的第一个交易日（6 月 24 日）略有下挫（1.3%），但截至 7 月 21 日上升了 6.5%。
 - 截至 7 月 21 日，在岸人民币对美元汇率自 6 月 23 日以来贬值了 1.5%，而中国外汇交易中心的人民币对一篮子货币汇率指数保持相对稳定，贬值了 0.2%。人民币对美元汇率在内地和香港市场的价差在这一期间仍低于 0.7%。

中华人民共和国执行董事金中夏、副执行董事孙平、高级顾问陈劲的陈述
2016年7月27日

中国正在坚定地朝着更平衡、更可持续的增长方式转型。经济增长 2016 年上半年达到 6.7%，虽低于历史峰值，但在全球仍属最强劲的增长之一。消费者物价指数稳定在 2% 左右。劳动力市场持续活跃，2015 年新增城市就业达 1300 万，2016 年上半年又进一步增加 700 万。这些最新情况表明实体经济的基本面依然强劲。从今年上半年的高频指标看也出现恢复迹象，生产者价格指数逐月改善，工业库存自 2010 年以来出现首次下降，工业增加值增长逐月增强，房地产和汽车销售额显著增长。

再平衡继续取得实际进展，消费对 GDP 增长的贡献度达到 73%，较去年提高 13 个百分点。经常账户顺差保持在 GDP 的 3% 以下，资本外流减缓，6 月外汇储备小幅增加。

特别值得注意的是，煤炭、钢铁行业已开始削减过剩产能。今年上半年，服务业对 GDP 的贡献度达到 54%，较上一年提高 2 个百分点。制造业向价值链高端移动，高科技行业增速较工业平均增速快 70%。电子商务继续保持两位数增长，市场份额不断扩大。

回归潜在增长

中国致力于提升长期潜能的结构性改革而非以短期增长数字为目标。增速放缓是向新的可持续增长模式转变的必要过渡，这已成为共识。中国不会依赖过度刺激措施、以长期发展为代价追求不切实际的目标，但是为确保转型顺利过渡，适当的宏观经济政策和应对措施是必要的。实际上，今年初的信贷扩张已经消退，信贷和广义货币 M2 增速已经稳定并有所下降，一线城市房价也大多得到控制。十三五规划亦重申了转型和改革的长期目标。

展望未来，中国经济有潜力在 6% 至 7% 左右的合理区间内保持可持续增长，这有时略高于基金组织工作人员的基线评估结果。具体而言，需求侧的增长潜力巨大：

- 资本/劳动力比率、城镇化比率和基础设施（特别是人均水平）仍远低于发达经济体水平，这意味着还有巨大的缺口有待弥合，追赶潜力巨大；因此，投资需求将持续存在。
- 农村人口持续向城市迁移、从农业部门向生产力更高的部门转移，这种转移将支持就业结构的转变以及收入水平逐步向发达经济体靠拢。

这些需求也将得到强有力的供给侧基本面的支持：

- 储蓄率虽有所下降，但按全球标准看仍然较高，这将对持续存在的投资需求予以支撑。
- 中国的制造业拥有世界最大规模的产能和完整的产业链，有能力支持需求的增长。
- 新增劳动力虽有所下降，但由于高校毕业生和高技能工人比重上升，将会形成更雄厚的人力资本。
- 中国的私人和公共部门都在大量投资新技术和“新经济”：譬如中国已成为申请、注册新专利最多的国家，中国在世界出口价值链中的位置也不断上移，生产力将因此得以提升。

考虑到上述巨大的增长潜力，中国可以运用现有的政策空间来避免“硬着陆”，以实现潜在产出。坚定推进供给侧改革将进一步释放潜能，尤其是国企改革，简政放权，以及以扩大准入、便利退出、合理定价和有效监督为基础，加强市场力量的作用。

解决高杠杆

根据国际清算银行的数据（表 1），中国的杠杆水平虽较高，但与其他国家相比并不特别突出。与大多数发达经济体不同，中国的杠杆主要集中在企业部门，这主要是由于银行部门的主导地位和欠发达的资本市场；但政府和家庭部门杠杆很低。与大多数新兴市场经济体不同，中国的杠杆中，97%都是由国内储蓄提供融资的，币种错配敞口小得多，因此更多的是期限错配和部分国企的软预算约束并存的问题。此外，债务与 GDP 之比也不具备跨国可比性，因为各国储蓄率相差很大。存量债务应与存量资产相比（而非与流量的 GDP 相比），才能更加准确地反映实际偿付能力。实际上，6 月末中国工业企业的资产负债率平均为 56%，表明相对于 GDP 占比而言，其债务有着较高的资产覆盖率。

表 1：2015 年底部分国家债务总量占 GDP 比重

	非金融部门	广义政府	住户和为住 户服务的非 营利性机构	非金融企业
所有报告国	235.3	83.2	59.6	92.5
新兴经济体	179.3	42.3	33.1	103.6
中国	254.8	44.4	39.5	170.8
韩国	234.8	40.4	88.4	106.0
新加坡	247.4	104.7	60.3	82.4
发达经济体	268.2	107.0	75.2	86.0
美国	250.6	100.1	79.2	71.2
日本	388.2	221.0	65.9	101.3
欧元区	266.3	104.3	59.3	102.8
法国	290.2	108.8	56.5	124.9
英国	265.5	105.2	87.3	73.0
意大利	275.1	153.7	42.5	79.0

资料来源：国际清算银行

尽管如此，中国政府仍对 2009 年至 2010 年信贷和投资的快速扩张予以高度关注，这种扩张作为逆周期措施是可以理解的，但显然难以持续。作为应对，中国政府已制定出一整套综合性的去杠杆和重组措施。工作人员所建议的应对债务存量的解决方案（包括分类甄别、确认损失、开展重组和市场化处置）对中国政府开展坚决行动是有益和具有建设性的。

尽管工作人员的底线思维值得关注，我们认为其所推断的企业涉险债务的潜在损失占 GDP 的 7% 过分夸大了事实，因为工作人员在计算中使用的样本面太窄，仅包括上市公司，评估清偿能力的方法也过于简单（仅看利息覆盖率），且设定的损失率过高（高于巴塞尔 III 的标准）。即便潜在损失达到 GDP 的 7%，这些损失也能被银行体系强健的资本基础、足够的拨备和利润所充分吸收，在最坏情况下也不会影响财政债务的可持续性。

中国政府对于妥善应对企业债务、抑制通缩-债务的恶性循环充满信心。长达 52 个月的生产者价格指数通缩损害了企业的盈利能力，推高了实际利率，威胁到了企业债务的可持续性，但这一情况已随着近期国内大宗商品价格上升、企业库存下降开始缓解。此外，在结构性和周期性因素共同作用下，工业企业利润增长出现反弹，从去年的负值回升至今年 1—5 月的 6.4%，资产负债率 5 月末较上年同期下降了 0.5 个百分点，这一趋势若能持续，将进一步改善企业部门的偿债能力。

政策展望

货币政策方面，中国将继续实施审慎的货币政策，维持市场流动性充分适度，保持信贷及社会融资总量合理增长。实现这些目标的努力目前都颇有成效。货币市场流动性充分，利率稳定在 2% 至 2.5% 左右。M2 增速和信贷增速在 6 月分别放缓至 11.8% 和 13%，为去年 6 月以来的最低水平。

仅仅使用一个货币政策指数来评估货币政策立场并得出“当前立场比合理水平更加宽松”的结论是有风险的。实际上，市场贷款利率仍普遍偏高，以生产者价格指数调整后的实际利率更是如此。此外，合理的、较低的名义利率也有助于降低偿债负担，有利于去杠杆。

财政政策方面，鉴于仍有明显的财政空间，预算赤字温和扩张是较适宜的，特别是将支出重点放在社会性支出和基础设施投资上将惠及长期增长潜力。此外，供给侧推进重大结构性改革（包括削减企业债务和过剩产能，以及鼓励创新和“新经济”的激励措施）也都需要财政支持。在此背景下，在与其他国家进行比较时，要慎用“增扩”赤字的概念。因为地方政府负债的很大部分，都对应着能带来财政和经济收益的资产而非用于一般性支出。历史记录表明，地方政府或有负债的支付率仅为 20%。我们相信，透明度的提高、预算约束的加强以及正在规范的地方政府融资，将提高支出的质量和效率。归根到底，即便是最不可能的“增扩”债务的“上限”（GDP 的 74%），按国际标准来看也仍然较低。

在财政收入领域，服务业全面实施增值税将带来 6000 亿元的减税。预定的财政改革已经在酝酿之中，新的中央地方财税关系将使让地方政府财政收入与其支出义务更加匹配，更加依靠直接税的税收体系将拓展税基、提高累进性并降低顺周期性。预计这些改革将改善财政收入前景，进一步提高财政稳健性。

金融监管方面，银行业总体资本充足，拨备充分，监管得当，符合巴塞尔 III 的要求，表明目前有充足的缓冲和强健的抗风险能力。中国政府大力落实金融部门评估规划（FSAP）的建议，特别是其中的优先项。对于不良贷款上升和非银行融资增加引发的担忧，中国政府已在密切关注风险演变和金融体系内的相互关联，致力于对潜在风险进行早期预警，消除新的风险隐患，并全面排查金融机构的实际风险状况。同时，中国政府已与基金组织和世界银行开展合作，全面开展 FSAP 新一轮评估。此外，有关部门还引入了宏观审慎框架，加强监管当局之间的协调和沟通，以抵御系统性风险、更好引导公众预期。