

# 中国经济磋商报告



东盟与中日韩宏观经济研究办公室 (AMRO)

2018 年 3 月

## 说明

1. 中国经济磋商报告（以下简称“本报告”）由东盟与中日韩宏观经济研究办公室（AMRO）编写。依照 AMRO 协议第 3（a）和（b）条，AMRO 的职能是监测、评估及向成员当局报告其宏观经济形势及金融稳健状况，识别有关风险及脆弱性，并根据成员要求及时制定政策建议以应对有关风险。
2. 本报告是基于 AMRO 于 2017 年 8 月 21 日至 9 月 1 日在北京，成都和重庆举行的年度中国磋商访问（AMRO 协议第 5（b）条）及有关数据信息起草。磋商团包括 AMRO 资深经济学家/组长 Chaipat Poonpatpibul 博士、高级经济学家李文龙博士（负责中国经济分析）、经济学家刘心一博士（中国经济后备经济学家）、经济专家加藤洋一先生（中国经济后备经济学家）、高级经济学家陈嘉杰先生和研究员唐新科先生。AMRO 主任常军红博士和首席经济学家许和意博士也参与了与当局的重要会议。本报告由 Chaipat Poonpatpibul 博士、李文龙博士、刘心一博士、加藤洋一先生、陈嘉杰先生和唐新科先生撰写，经济学家黄贤国博士对报告进行了审阅，许和意博士最后批准了本报告。
3. **本报告使用的分析数据截至 2018 年 1 月 26 日。**
4. 本报告提到了特定领土或地理区域并使用了“成员”或“国家”一词，AMRO 无意对其做出任何有关领土或地区的法律判断或其他地位判断。
5. 磋商团代表 AMRO 感谢中国当局对本报告的评论以及在访问期间出色的会议安排。

**免责声明：**本报告的发现、解释和结论代表了东盟+3 宏观经济研究办公室（AMRO）的观点，并不一定代表其成员当局的观点。AMRO 及其成员当局均不对使用报告信息的后果承担责任。**本中文版报告根据英文版报告翻译。如有不一致之处，以英文版报告为准。**

## 目 录

摘要.....	4
<b>A. 近期经济形势及展望 .....</b>	<b>6</b>
A.1 实体经济和增长前景.....	6
A.2 对外部门.....	7
A.3 财政政策.....	8
A.4 价格走势.....	10
A.5 货币政策与金融监管.....	10
A.6 金融和房地产市场.....	11
<b>B. 风险、脆弱性和挑战 .....</b>	<b>13</b>
B.1 高企的债务.....	13
B.2 金融杠杆 .....	14
B.3 与 PPP 项目相关的潜在风险.....	15
B.4 地方政府融资平台.....	15
<b>C. 政策讨论 .....</b>	<b>17</b>
C.1 财政政策和地方政府债务.....	18
C.2 货币政策与金融监管.....	19
C.3 结构改革和控制企业债务.....	20
<b>专题 .....</b>	<b>22</b>
专题一：中国汇率制度改革进程 .....	22
专题二：中国与东盟日益深化的经济联系及其潜在溢出效应 .....	26
专题三：中国企业债务：宏观及行业评估 .....	32
<b>附件 .....</b>	<b>37</b>
1. 主要经济指标图 .....	37
2. 主要经济数据表 .....	42
3. 对监测数据充足性的初步评估 .....	43

## 摘要

AMRO 在 2016 年度磋商报告中指出，随着持续的结构调整进程，中国经济增长呈现放缓趋势。虽然整体外部环境自 2016 年初以来有所改善，但因为资本流出仍可能再次发生，仍需要密切监测外部形势的发展。影子银行活动发展很快，可能成为金融业脆弱性的来源，特别是对于中小银行而言尤为如此。需要密切关注房地产行业的风险，应进一步加强对一线城市的宏观审慎措施。虽然货币政策仍保持相对宽松以支持经济增长，但由于房地产行业 and 监管较薄弱的金融产品等相关的脆弱性正在增加，因此货币政策应重视维护金融稳定。鉴于政府债务与 GDP 的比率相对较低，财政政策有可能在促进调整结构方面发挥更为积极的作用。中国继续面临的挑战是持续的工业产能过剩、国有企业改革缓慢和企业债务高企问题，且它们高度相关，这可能对经济的可持续性增长构成越来越大的风险。需进一步加强政策措施和协调，以解决产能过剩和债务上升。

2017 年，在消费、出口和服务较快扩张的带动下，中国经济增长势头强劲，超出市场预期。2017 年，中国 GDP 增长 6.9%，超过了官方目标和大部分市场预测。在需求方面，增长主要受消费和投资拉动。同时，净出口贡献也在增加。从供给侧方面看，增长驱动因素包括由于价格上涨和利润改善而带来的工业生产扩张以及服务业的增长。AMRO 预测，2018 年中国 GDP 增长 6.6% 左右。主要推动力来自稳定增长的私人消费与服务业和蓬勃发展的互联网经济。另一方面，下行风险包括相对放缓的私人投资及出口等。

与 2016 年相比，2017 年中国经济的整体外部条件有所改善，经常账户与资本与金融账户均为顺差。由于宏观经济表现强劲、美联储加息步伐放缓、以及通过宏观审慎政策对跨境资本流动进行逆周期管理，资本和金融账户在 2017 年出现盈余。另一方面，经常账户保持盈余但有所减少，主要是由于货物顺差收窄，部分原因是进口增速高于出口。由于资本外流压力缓解，外汇储备自 2017 年 2 月以来连续小幅上涨。人民币贬值情绪消退，汇率弹性增加。

扩张性财政政策侧重于支持结构调整，其在对促进潜在增长和加强社会安全网有关的项目支出增加。随着企业和个人收入的增加，近期财税收入强劲增长。在对地方政府债务持续的管理措施作用下，地方政府债务与 GDP 比率出现下降，地方政府减少了对银行贷款和影子银行借贷的依赖。政府和社会资本合作（PPP）项目的投资速度较快，主要集中在交通和市政建设方面。

维护宏观金融稳定是货币政策的重点。AMRO 认为，目前中国货币政策总体上保持中性，一方面货币状况有所收紧以维护宏观金融稳定，另一方面当局也采取措施引导信贷支持实体经济中的特定部门。CPI 通胀一直保持在低位，而 PPI 通胀在 2017 年初大幅上涨之后有所回落。由于金融领域的监管力度显著增强，金融部门的杠杆率开始下降，但仍需采取进一步措施降低风险。同

时，社会总融资（TSF）继续稳步增长，但广义货币（M2）增长进一步放缓。在住房限购以及加大改善租赁体系的政策作用下，大城市房地产市场已经降温。

**国内经济增长和宏观经济稳定面临的短期风险已经减弱。**2017年的经济增长下行风险有所减弱：经济增长动能加强，企业盈利能力提升，当局采取了措施削减过剩产能。同时，去杠杆以及遏制房地产市场投机取得成效。当前房地产交易量有所下降，企业与金融部门的高杠杆率在短期内已经见顶。然而，企业债务仍然较高，是一个潜在风险。关于地方政府债务，隐性担保和非法融资问题值得关注。同时，需采取措施进一步推动国有企业改革，在市场导向方面取得成果。在对外方面，与资本外流有关的风险已经减弱，但如果经济增长下行压力加大，市场情绪可能逆转。由于美国对中国货物贸易存在大量逆差，美国对中国的贸易关系依然紧张，并可能导致对中国出口实行贸易保护主义措施。

**降低宏观经济和金融风险以及推行改革是未来的两大政策重点。**过去五年来，中国一直致力于经济调整。增速虽有所放缓，但经济基本上实现软着陆，且随着经济向消费和服务业转型，增长和就业比过去投资为主驱动型增长模式更具可持续性。有鉴于此，并考虑到当前已经实施了有力度且前瞻性的降杠杆金融监管措施，我们认为经济硬着陆（或经济增速意外大幅下滑）不是一项重大的短期风险。我们赞赏当局管理宏观经济的能力，大幅降低了宏观金融风险。但需要指出的是，尽管短期风险已经减少，中国经济仍然存在结构性挑战，需要在中长期内维持宏观金融稳定和实现可持续增长。为此，特别是应在以下领域继续加强政策措施。财政政策应侧重于支持结构调整并提高支出效率；需要采取更为严格的措施和从更深层次来控制地方政府债务。货币政策应继续着力维持宏观金融稳定；允许进一步提高汇率灵活性，资本管制放松可与外部稳定性协调进行。宏观审慎政策和金融监管应继续重点遏制过度杠杆和降低金融风险。为了控制高水平企业债务，需要采取综合措施来管理脆弱行业并降低财务风险。应继续努力将国有企业转变为更加独立的市场主体。最后，提高政策协调措施对于各领域取得结构调整的预期结果至关重要。

## A. 近期经济形势及展望

### A.1 实体经济和增长前景

1. 2017年，在消费、出口和服务业扩张的带动下，中国经济增长强于预期。2017年GDP增长6.9%，高于2016年0.2个百分点，也超过了2017年的官方目标（6.5%左右，在实际工作中争取更好结果，如图1所示）。从需求侧看，消费对增长贡献度在提高而投资的贡献度则有所下降。不过，在政府和社会资本合作（PPP）扩张的支撑下，基础设施投资增加，对经济增长的贡献上升。与此同时，净出口的贡献也有所增加（图2）。在供给侧方面，增长驱动因素包括由于价格上涨和利润改善推动的工业扩张以及服务业增长，特别是运输，批发和零售以及信息技术（IT）等行业。

图1. 2017年GDP增长较2016年加快

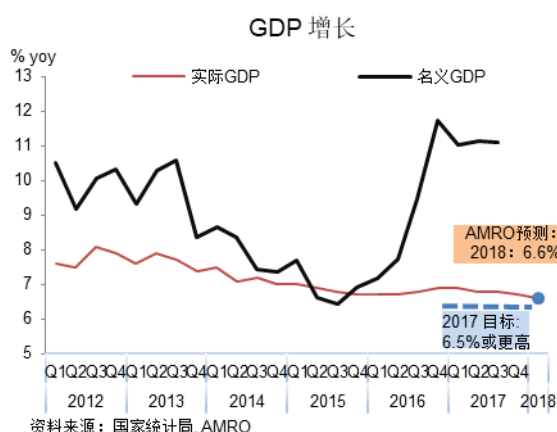
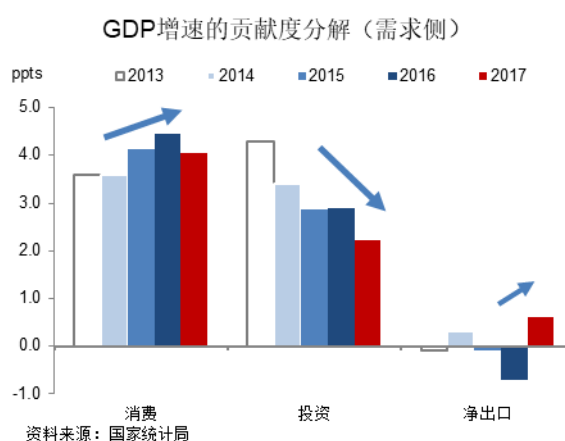


图2. 消费对增长的贡献度在提高而投资的贡献度则有所下降



2. 当局最近制定了中国经济发展的长期计划。中国共产党第十九次全国代表大会强调，增强消费对经济发展的基础性作用并追求高质量的增长。同时，全会还制定了2020年至21世纪中叶的发展规划，旨在将中国进一步发展成为“社会主义现代化强国”（表1）。

表1. 中国共产党第十九次全国代表大会要点

发展规划	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (2020-2035)：基本实现社会主义现代化</li> <li>• (2035年 - 21世纪中期)：建成社会主义现代化强国</li> </ul>
经济转型	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 消费对经济发展的基础性作用</li> <li>• 从高速增长向高质量发展过渡</li> </ul>
市场开放	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 深化利率和汇率市场化改革</li> <li>• 大幅度放宽市场准入，保护外商投资合法权益</li> </ul>
财政政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系</li> <li>• 加快建立现代财政制度</li> </ul>
金融监管	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架</li> </ul>
国有企业改革	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 发展混合所有制经济</li> <li>• 培育具有全球竞争力的世界一流企业</li> </ul>
国际合作	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 积极促进“一带一路”国际合作</li> <li>• 积极参与全球治理体系改革和建设</li> </ul>

资料来源：AMRO 整理



3. **预计中国经济增长将在 2018 年略有放缓。**根据 AMRO 的分析，中国目前的实际产出略高于潜在产出（图 3），经济运行正处于经济周期中部。2018 年的实际增长率可能将在 6.6% 左右。私人消费，服务业以及互联网经济是主要的增长动力。经济出现硬着陆的概率低。下行风险包括放缓的私人投资（图 4）和净出口，后者与中美贸易紧张关系有关。

图 3. 产出缺口转为正值

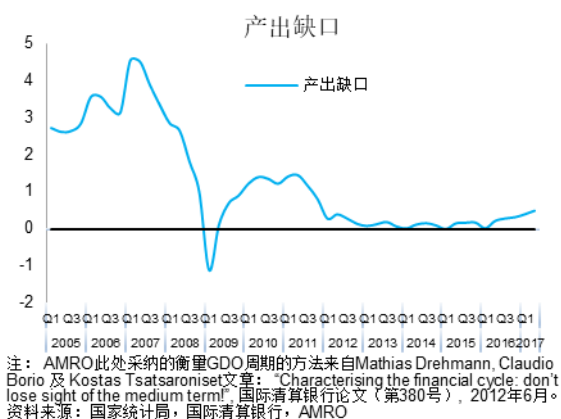
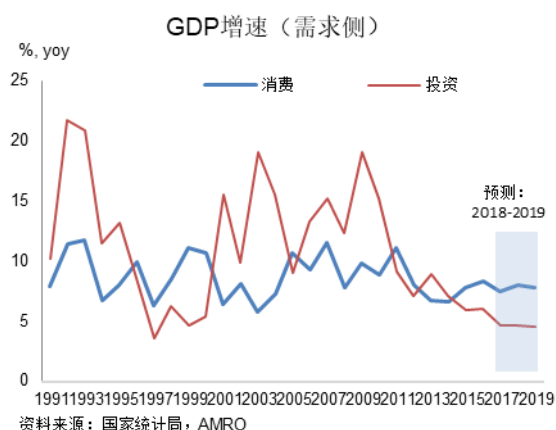


图 4. 消费增速超过投资增速且将持续

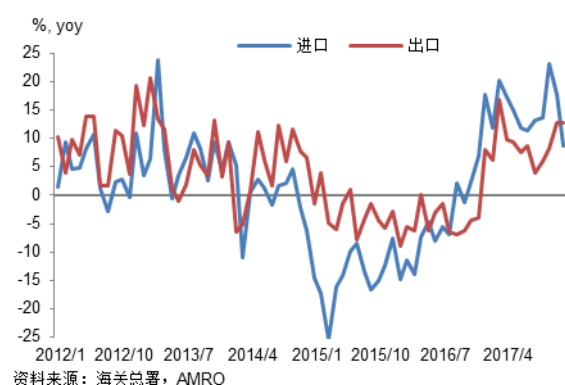


## 当局观点

4. **当局强调，中国正处于发展的重要阶段，经济正从投资拉动转向消费拉动、由高速增长转向高质量型发展。**当局强调了支持转型的有利因素，这些因素支撑长期稳定的增长和高质量发展。当局认为，在消费升级、服务业、高端制造业和城镇化方面，中国经济有很大的发展空间。此外，当局强调就业条件的持续改善，经济结构调整将创造更多新的就业机会。关于 2018 年经济，当局强调中国经济增速将处于合理区间。

### A.2 对外部门

5. **总体而言，外部头寸与 2016 年相比有所改善，经常账户与资本与金融账户均为“顺差”。**由于经济表现强劲，美联储加息步伐放缓以及通过宏观审慎政策对跨境资本流动进行逆周期管理，2017 年中国的资本和金融账户出现顺差。另一方面，经常账户盈余收窄，主要是由于进口增速高于出口增速（图 5），致使货物贸易顺差减少。这是由于在全球贸易复苏的背景下，尽管出口继续增长，但随着国内消费量的增长，进口上升较快。另外，出境旅游支出上升，服务账户赤字规模较大。

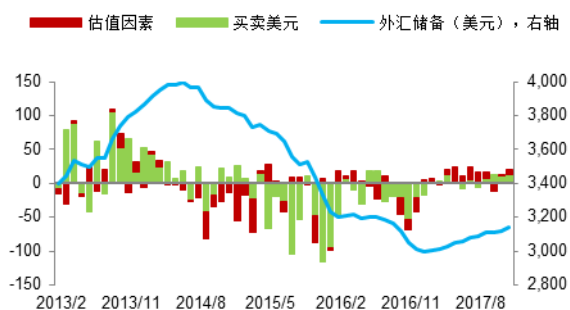
图 5. 进口增速超过出口增速  
进出口同比增速（经季节调整）

6. **由于资本外流压力缓和，外汇储备自 2017 年 2 月以来已经小幅上涨。**从 2014 年 7 月至 2017 年 1 月，外汇储备减少了 9,950 亿美元，降至 3.0 万亿美元的低点。但自 2017 年 2 月以来，外汇储备一直在稳步小幅增加，截至 2017 年底增至 3.14 万亿美元。这反映了资本外流压力的消退，

这也得益于经济表现强于预期。此外，非美货币的走强也使得以美元计价的储备资产增加（图6）。

图 6. 外汇储备规模逐步回升

外汇储备变动的贡献因素（十亿美元）



资料来源：中国人民银行，AMRO

图 7. 人民币汇率弹性有所增强

人民币、欧元及日元对美元汇率 (2017年5月26日 = 100)



资料来源：美联储，欧央行，日本央行，中国人民银行，AMRO

7. 人民币贬值情绪消退，汇率灵活性有所增加。2017年5月，当局在人民币兑美元中间价定价机制中引入了逆周期因子，为市场提供了更好的导向，并缓解了汇率的过度波动。<sup>1</sup>引入这一机制后的一个变化是人民币汇率走势更接近于其他主要非美元货币（图7），人民币兑美元双边汇率灵活性有所增加。同时，由于中国经济表现强劲，美联储加息步伐放缓以及资本流动管理措施有效减少了资本外流，人民币汇率在2017年6月至8月和2018年1月兑美元走强，人民币指数亦略有走强。增强汇率灵活性是中国汇率制度改革的一部分，具体参见专题一：中国汇率制度改革进程。

8. 随着中国经济的增长，其在国际贸易与投资中的影响日益突出，并通过不同渠道对东盟产生了明显的溢出效应。经过40年的高增长，中国已成为亚洲最大的经济体。中国经贸活动规模的扩大（量变）对东盟有着巨大影响。不仅如此，中国不断变化的经济结构和持续的改革（质变）也通过货物贸易、服务贸易（主要是旅游）、对外投资（尤其是通过一带一路倡议）和金融市场对东盟产生了深远的影响。在中国从投资驱动转向消费拉动的再平衡过程中，东盟的大宗商品出口商将继续受到中国需求放缓的影响。然而，一些东盟国家也很好地适应了中国逐渐变化的需求，并开始从对中国消费品出口上升中获益。关于金融市场，通过市场情绪的渠道，中国市场的波动可能会影响东盟的大多数新兴和发达经济体（参见专题二：中国与东盟日益深化的经济联系及其潜在溢出效应）。

### A.3 财政政策

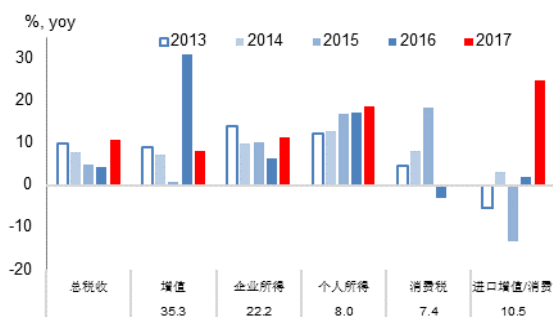
9. 在企业和个人收入增长的支持下，财政收入增长强劲。2017年，中国一般公共预算收入增长7.4%，超过之前四年的增幅。税收占总一般公共预算收入的83.7%，同比增长10.7%。由于PPI

<sup>1</sup> 人民币对美元汇率中间价的定价模型包括三个因素：逆周期因子、收盘价及一篮子货币汇率变化。根据中国人民银行的数据，逆周期因子的计算方法是先从上一日收盘价较中间价的波幅中剔除篮子货币变动的影响，由此得到主要反映市场供求的汇率变化，再通过逆周期系数调整得到“逆周期因子”。逆周期系数由各报价行根据经济基本面变化、外汇市场顺周期程度等自行设定。



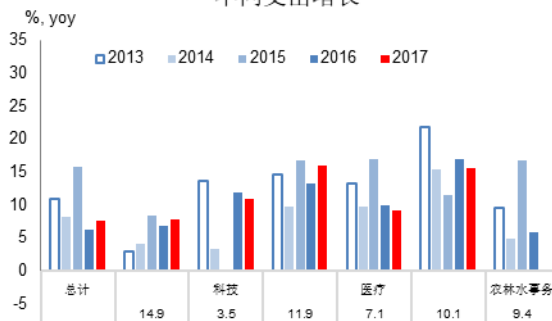
指数大幅上升，企业收入和利润增加，进而带动企业所得税收入增加。同时，名义工资增长较高，与个人收入和消费有关的税收也在增加（图8）。

图 8. 财政收入增长相对强劲  
不同税种增长



注：各项税收下的数字为各税收占总税收在最近两年的百分比。  
资料来源：中国财政部, AMRO

图 9. 财政政策继续保持扩张态势  
不同支出增长

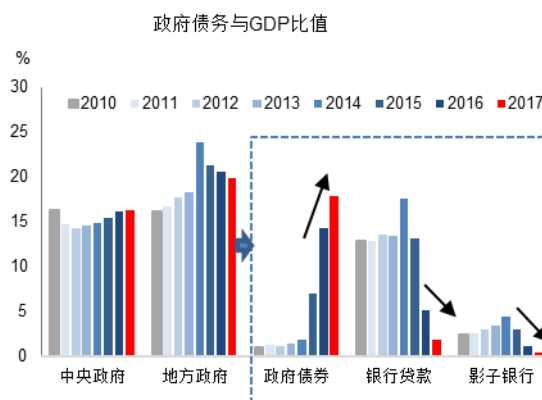


注：各项支出下的数字为各支出占总支出在最近两年的百分比。  
资料来源：中国财政部, AMRO

10. 扩张性的财政政策更强调对结构调整的支持。2017年一般公共预算支出增长7.7%，其中与促进潜在增长和加强社会安全网有关的项目增速较快，包括科技、社会保障和就业、健康和教育等（图9）。当局还采取措施降低包括中小企业在内的企业部门税收负担和费用。据有关部门统计，2017年，减税降费超过了1万亿元人民币（占GDP的1.2%）。2017年官方财政赤字目标为GDP的3.0%，基本上会按计划实现。

11. 由于对地方政府债务持续的管控措施，地方政府债务与GDP比率在2017年下降，且地方政府债务对银行贷款和影子银行的依赖有所下降。由于加强了对地方政府债务的管理，政府债务与GDP的比率自2014年以来持续下降。根据AMRO计算，截至2017年底，地方政府债务与GDP的比率从2014年的23.9%下降到2017年的19.9%。此外，地方政府债务置换取得明显效果，债务构成变化较大：低息的债券比重增加，而高息的贷款和影子银行比重下降（图10）。

图 10. 地方政府债务构成变化明显



资料来源：国家统计局，中国财政部，中国人民银行，AMRO

12. 政府和社会资本合作（PPP）项目的投资速

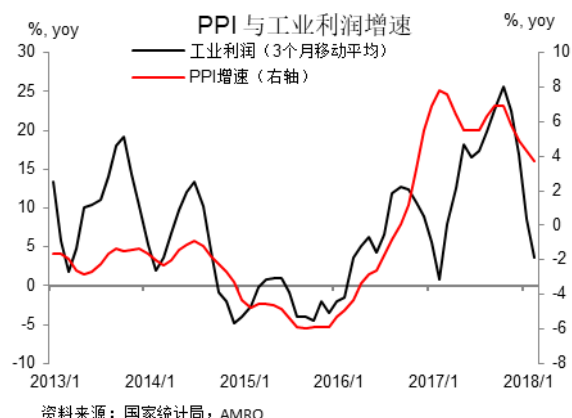
度加快，主要集中在交通和市政建设。当局积极推广PPP项目，作为减轻财政负担、提高政府效率和支持增长的重要举措。截至2017年10月，财政部PPP库共有14,059个PPP项目，预计总投资额17.7万亿元，比2016年1月增长118%，其中35%的项目进入执行期，其余分别处于识别、准备或采购阶段。按行业分，PPP项目主要集中在交通和市政建设，截至2017年9月，它们分别占总数的31%和27%。

#### A.4 价格走势

13. **CPI 指数涨幅保持在低位，而 PPI 涨幅在 2017 年初大幅上涨后已有所放缓。** CPI 涨幅自 2017 年 2 月有所回升，但受食品价格低迷的影响，总体上仍然处于较低水平。2017 年，CPI 通胀率平均为 1.6%，而 2016 年为 2.0%。但是，核心消费物价指数通胀继续呈上升趋势，从 2015 年 1 月的 1.2% 上升至 2017 年 12 月的 2.2%。如果食品价格上涨，产出缺口持续为正值，那么 CPI 指数涨幅将上升。PPI 涨幅在 2017 年 2 月达到

7.8% 的最高点后，在 2017 年 12 月放缓至 4.9%，这主要是受到矿产品价格上涨放缓等的影响。总体而言，2017 年 PPI 通胀仍然相对较高，部分原因是由于削减过剩产能以及关停污染企业导致一些产品供给紧张。另外，PPI 的上涨也可能部分是由于金融投机行为导致。PPI 的上涨有助于提高工业（图 11），特别是上游行业的利润，鼓励工业部门扩大生产并为 GDP 增长带来更多贡献。由于基数效应等因素，预计在 2018 年 PPI 涨幅将有所放缓。

图 11. 较高的 PPI 增速推动工业利润的增长



#### A.5 货币政策与金融监管

14. **货币政策的重点是维护宏观金融稳定。** 中国人民银行表示，将继续实施“稳健中性”的货币政策，灵活地为市场提供流动性。AMRO 认为，整体上看，货币政策的立场已经转向稍微收紧，更加注重维护宏观和金融稳定，但当局也采取措施来引导信贷流向实体经济中的特定行业。由于外汇占款下降，导致基础货币供应增长放缓，中国人民银行通过公开市场操作和借贷便利工具管理流动性。2017 年初，中国人民银行上调了借贷便利工具的利率水平。2017 年 12 月 14 日，考虑到美联储将利率上调了 25 个基点，中国人民银行也将逆回购和中期借贷便利（MLF）利率上调了 5 个基点。<sup>2</sup>另一方面，为支持与中小企业、三农及普惠金融有关的贷款，<sup>3</sup>对于符合条件的银行，中国人民银行于自 2018 年 1 月起降低了其存款准备金率（RRR）。<sup>4</sup>2017 年 12 月 29 日，中国人民银行决定建立“临时准备金动用安排”，以满足春节前商业银行因现金大量投放而产生的临时流动性需求。

15. **当局也大力强化了对金融部门监管。** 在 2017 年第一季度，表外理财（WMP）被纳入了宏观审慎评估（MPA）中广义信贷指标范围。同时，银监会加强了对监管套利的监管力度。11 月，当局成立了国务院金融稳定与发展委员会，作为决策机构，审议和协调各金融部门的重大改革、监管

<sup>2</sup> 根据中国人民银行声明，此次上调有利于市场主体形成合理的利率预期，避免金融机构过度加杠杆和扩张广义信贷。我们认为，此次上调表明了略微收紧的政策取向，这在美国减税可能导致部分资本回流对背景下可以缓解人民币贬值风险；另一方面，加息幅度略小于美联储加息幅度有助于在体现政策意图的同时尽量避免对市场产生负面影响。

<sup>3</sup> 根据联合国的定义，普惠金融旨在使个人及小微企业获得金融服务。

<sup>4</sup> 根据中国人民银行声明，凡前一年有关贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调 0.5 个百分点；前一年有关贷款余额或增量占比达到 10% 的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调 1 个百分点。

和发展计划。2017年11月，监管机构宣布了强化对金融机构资产管理业务监管的措施。<sup>5</sup>在这些政策措施的影响下，金融部门的杠杆率开始下降，但风险仍有待进一步缓解。

## A.6 金融和房地产市场

**16. 社会融资总额继续稳定增长，但M2增速放缓。** 2017年末，社会融资总额增长12.0%。由于利率上升，企业部门债券融资增长放缓，银行贷款成为社会融资增长的主要贡献因素。<sup>6</sup>相对于社会融资总额的稳定增长，M2增长自2017年初以来则一直减速（图12），部分原因是由于金融监管的加强导致表外融资趋缓，以及由于缴税和政府债券发行增加导致的财政储蓄上升。另外，住房抵押贷款的发放也趋于收紧。总体而言，在持续遏制企业和金融杠杆的政策作用下，同时考虑到由于2017年名义GDP增速较快，信贷-GDP缺口已经从2016年的高峰开始下降（图13）

图12. 总融资增速保持稳定但M2增长放缓

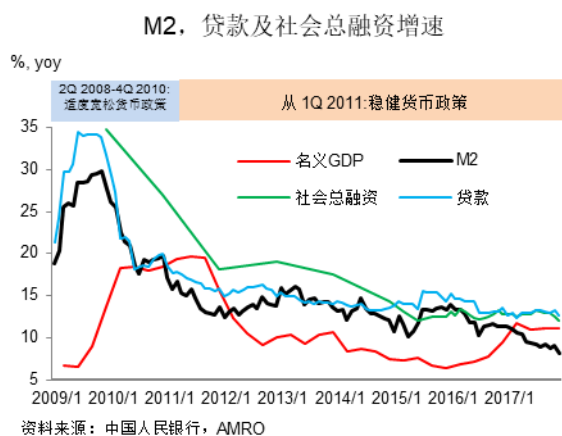


图13. 信贷-GDP缺口从高峰回落



**17. 自2017年第二季度以来，股市大体上呈现上涨态势。** 宏观经济改善有助于稳定市场情绪。同时，2017年6月21日，全球主要的股票指数发布公司MSCI宣布自2018年6月将把中国A股纳入MSCI新兴市场指数和MSCI ACWI指数，这增强了国内外投资者对中国股票（尤其是蓝筹股）的信心。中国共产党十九大以来宣布的改革和承诺，也加强了外界对中国经济向好的看法，在一定程度上有助于改善股市情绪。有鉴于此，主要股指自2017年第二季度到2017年底逐步上升，其中科技股表现强于整体市场，特别是与互联网、大数据和人工智能相关的股票。

<sup>5</sup> 此举旨在协调监管标准，实施公平的市场准入和监管，并消除监管套利。

<sup>6</sup> 贷款增加的因素包括：总体经济增长稳步扩大；更严格的金融监管减少了对非标融资的需求，导致贷款需求增加；由于债券收益率上升，公司部门发行的债券减少等。

18. 部分由于监管和流动性状况的收紧，债券市场在 2016 年底到 2017 年底的压力增加。与股票市场相比，债券市场自 2016 年底以来出现调整。抑制金融市场杠杆的监管措施在一定程度上收紧了流动性，影响了债券市场。宏观经济的改善及缓慢上升的通涨走势，增加了利率上升的预期。此外，由于中美两国债券收益率相关性近年来增加，美联储加息进程也在一定程度上影响了中国债券市场。自 2016 年 10 月以来，尤其是 2016 年 10 月至 12 月和 2017 年 9 月至 11 月期间，债券市场出现一系列调整（图 14）。

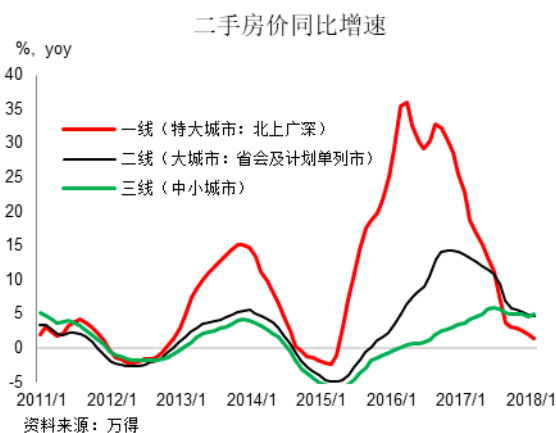
图 14. 债券市场压力在 2017 年底有所增加



19. 不良贷款率保持稳定，而特别关注贷款率与 2016 年三季度相比有所下降。2016 年第一季度，官方公布不良贷款率升至 1.75%，此后到 2017 年第三季度，该比率一直保持相对稳定的水平，其中大型商业银行的不良贷款下降，部分原因是经济和企业利润的改善。与此同时，特别关注贷款率在 2017 年第三季度末下降至 3.6%，低于去年同期的 4.1%。这表明整体上银行体系的压力有所缓解。然而，农村商业银行的不良贷款率仍然继续上升，部分原因是一些借款人的盈利下降，同时处置不良贷款的步伐缓慢。

20. 在收紧的房地产限购政策及改善租赁市场等政策的影响下，部分大城市房地产市场继续降温。自 2016 年下半年以来，当局采取审慎措施限制房地产投机，并着力发展和改善租赁市场，以减少对房地产市场的购买需求压力。这些措施导致一线和部分二线城市的价格上涨速度放缓，在部分城市，价格下跌（图 15），房地产库存也有所下降。另一方面，中小城市的房价总体上仍保持增长态势。

图 15. 部分大城市的房地产市场继续降温



### 当局观点

21. 当局指出，在各个领域，经济呈现出改善势头。关于对外部门，当局认为进出口实现了较快的增长，结构将进一步优化。跨境资金流动从净流出转为基本平衡。外汇的供求基本平衡。此外，人民币汇率的灵活性增加，双向波动更为明显。人民币汇率预期总体平稳。在价格走势方面，当局强调 CPI 将温和上涨，而 PPI 则在大幅上涨后有所放缓。关于银行业，资产质量和盈利能力一直保持稳定，而银行业抵御潜在风险的能力也有所增强。关于房地产市场，当局认为到目前为止所采取的措施已经取得效果。他们相信这些措施并未对经济造成负面影响，并会采取进一步措施稳定房地产市场。



## B. 风险、脆弱性和挑战

22. 经济增长与国内宏观经济形势面临的短期风险有所减弱。下表 2 显示了 2016-2018 年中国经济风险的演进状况。在 2016 年中国年度经济磋商报告中，AMRO 当时提出，主要风险包括投资与外部需求放缓带来的经济下行压力、大城市房地产市场的杠杆和投机行为增加、持续产能过剩、国有企业（SOE）改革放缓以及公司债务上升等。2017 年，企业盈利能力和经济增长反弹，加之通过政策措施削减了过剩产能，强化了对金融和企业杠杆的管理，并遏制了房地产市场投机，这些使得经济增长面临的下行风险已经降低。目前来看，化解过剩产能正按照政府计划在实施，<sup>7</sup>一线和二线城市房价涨幅有所下降，而企业和金融部门杠杆率的上升态势开始放缓。

表 2. 中国宏观经济风险演进

风险		发生可能性			2018 年的潜在影响程度
		2016	2017	2018	
国内	经济硬着陆	高可能性	低可能性	低可能性	大
	高房价	高可能性	中等可能性	高可能性	中
	持续产能过剩	中等可能性	高可能性	高可能性	小
	缓慢的国企改革	中等可能性	高可能性	高可能性	中
	高企业债务	高可能性	中等可能性	高可能性	中
	上升的地方债务	中等可能性	高可能性	高可能性	小
	金融风险	高可能性	中等可能性	高可能性	中
外部	贸易争端	高可能性	中等可能性	中等可能性	小/中
	资本外流压力	中等可能性	高可能性	高可能性	中
	地缘政治风险	中等可能性	中等可能性	中等可能性	小

低可能性	中低可能性	中等可能性	高可能性
------	-------	-------	------

资料来源：AMRO

23. 当前及未来仍有待解决的主要风险涉及企业和政府债务、金融杠杆和国有企业改革。虽然企业债务增长放缓，风险有所缓解，但企业债务总量较高，仍然是一个主要风险。关于地方政府债务，当局继续努力遏制债务增长，但仍然存在与 PPP 项目相关的风险、隐性担保和非法融资。同时，国企改革需要进一步加强政策措施，在市场化方面取得预期成果。由于加强监管，金融杠杆开始下降，但仍需要采取措施加以严控。从外部环境看，资本流出压力有所缓和，但如果美国和其他发达经济体货币政策正常化的进程加快，或者中国经济增长下行压力加大，这些可能会加剧资本外流压力。此外，地缘政治风险是可能存在的尾部风险。

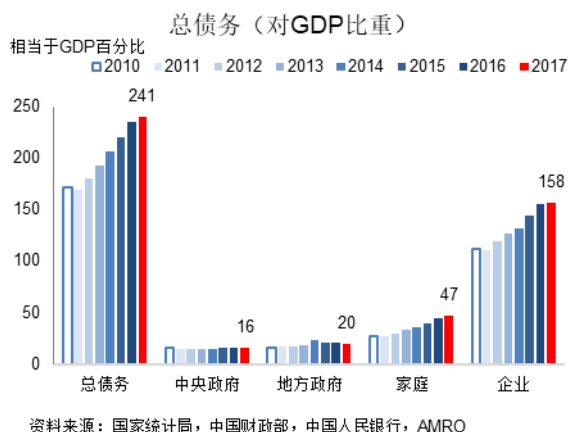
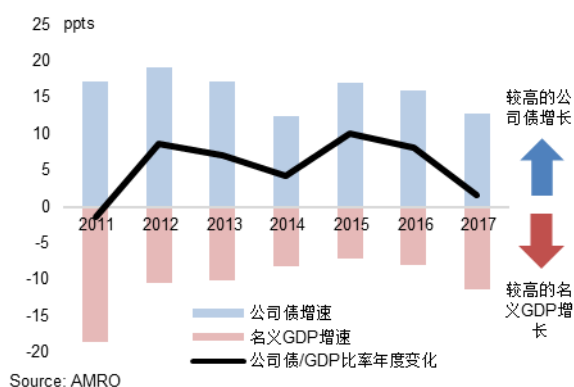
### B.1 高企的债务

24. 虽然债务总额仍在上升，但其增速在 2017 年有所放缓。在政府加大控制债务增长政策力度等因素作用下，2017 年整体债务（包括政府债务，家庭债务和非金融企业债务）的增速相比 2016

<sup>7</sup> 根据国家统计局的数据，2017 年产能利用率上升至 77%，为过去五年来的最高水平。

年已经放缓（图 16）。根据 AMRO 的计算，截至 2017 年底，中国总债务相当于 GDP 的 241.0%。这一比率虽然比 2016 年高出 4 个百分点，但其增幅为过去六年来的最低。2017 年，企业债务占总债务的三分之二，以较慢的速度上升：企业债务对 GDP 比率增长了 2 个百分点，远低于 2012 年至 2016 年的年均 8.0% 的涨幅。

图 16. 中国整体债务增速放缓

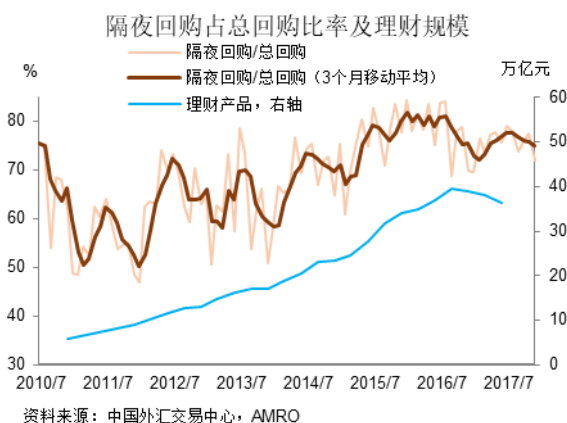
图 17. 在较高的名义 GDP 增速等因素影响下，企业债务/GDP 比率在 2017 年增长放缓  
公司债/GDP 比率年度变化的贡献因素分解

25. 脆弱部门的高水平债务及家庭债务的上升问题值得关注。目前，中国的企业债务对 GDP 的比率高于全球主要国家，只有实施重大的调整改革才能扭转这一趋势。根据 AMRO 的计算，由于 2017 年生产者价格反弹明显，带动名义 GDP 在一定程度上较快增长，从而使得公司债务对 GDP 的比率增长放缓（图 17）。如果生产者价格及名义 GDP 在 2018 年增长下降，不排除企业债务对 GDP 的比率可能会加快增长。总的来看，高杠杆率和沉重的债务负担给钢铁、采掘、公用事业、交通运输和制造业等部分国有企业（SOEs）带来了较大压力，导致其盈利能力和竞争力下降（见专题三：中国企业债务：宏观及行业评估）。消除对企业债务的隐性担保预期有助于增强市场风险意识，但仍有空间加强对企业信用风险的管理。另一个值得关注的问题是家庭债务的增速已经超过其他债务，其主要原因是家庭举债购买住宅。根据 AMRO 估计，截至到 2017 年底，中国的家庭债务对 GDP 的比率估计为 47.3%，而 2010 年这一比率仅为 27.2%。

## B.2 金融杠杆

26. 金融部门去杠杆化进程取得一定进展，但与某些复杂及不透明金融产品相关的风险依然存在。2016 年，我们在中国经济磋商报告中强调，随着不良贷款率上升、影子银行业务扩张以及债券违约压力增加，中国金融部门面临的风险增加。2017 年以来，由于工业生产价格和利润反弹，不良贷款率呈现稳定迹象。与此同时，当局还采取措施遏制金融部门的杠杆率上升（图 18）。然而，鉴于一些金融产品的高度复杂性和相互关联性，相关的风险

图 18. 金融业去杠杆进程逐步推进





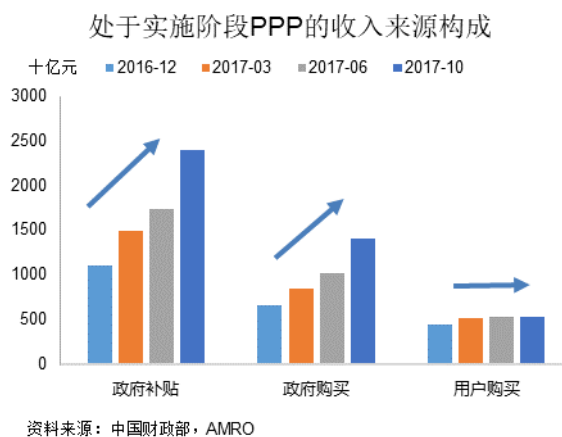
险尚未完全能够得到识别，可能会形成传染性风险。不同监管机构对资产管理行业的监管规则 and 标准不一致，也会导致监管套利。另一方面，去杠杆等因素使得债券市场的流动性紧张，并在一定程度上引发了债券市场的调整。

### B.3 与 PPP 项目相关的潜在风险

27. 虽然 PPP 项目设立的目的是为了减轻地方政府的负担并遏制地方政府债务的增加，但不规范的 PPP 可能会造成财政压力。在过去三年期间，PPP 项目已成为许多地方政府的重点工作之一。为控制财政负担，中央政府规定地方 PPP 项目占一般公共预算支出比例不得超 10%。然而，为推动 PPP 项目实施，一些地方政府通过使用政府基金或其他形式的财政资金，突破这一上限，这在一定程度上增加了财政负担并挤占了其他财政支出。此外，为了吸引非政府资金，地方政府为一些 PPP 项目的收入或回报间接提供

担保。一旦政府被要求履行这些担保承诺，势必会增加其财政负担。图 19 显示，85%处于执行的 PPP 项目依靠政府补贴或支付作为其收入来源。<sup>8</sup>另外，一些地方政府更多地关注 PPP 项目的建设，而不是确保建成后的 PPP 项目运行的持续性。此外，为了推动某些建设项目，例如商业房地产项目，一些地方政府将其归为 PPP 项目，以便顺利获得政策支持。如果这些不规范的 PPP 操作无法得到有效制止，那么在中期内地方政府融资可能面临较大的压力。一旦这些不规范的 PPP 项目引发破产或出现违约，又可能会对地方经济和金融稳定构成威胁。

图 19. 目前的 PPP 项目依靠政府补贴或购买作为主要收入来源



### B.4 地方政府融资平台

28. 地方政府融资平台应转型以市场为导向的经营实体，这个进程还需时日。2014年10月，国务院发布的第43号文规定融资平台公司不得新增政府债务。从2015年起，地方政府融资平台债务也被排除在政府债务之外。此外，地方政府融资平台被要求转变为正常的国有企业或PPP项目，或被清理。实际上，由于地方政府融资平台需要举债以完成未完成的项目和进行市政建设，地方融资平台的债务自2015年以来仍然持续快速增长。根据万得数据，截至2017年上半年末，地方融资平台负债总额为人民币44万亿元（占GDP的55%）（图20）。<sup>9</sup>此外，地方政府融资平台向市场主体转型的进展缓慢，部分地方政府融资平台的盈利能力和债务支付能力有一定恶化。根据

<sup>8</sup> PPP项目有三种收入来源：1）“政府补贴”，2）“政府购买”，是指政府购买PPP项目提供的服务；3）“用户购买”，指公众支付PPP项目提供的服务。

<sup>9</sup> 计算基于2008年地方政府融资平台负债（Liabilities）而非有息债务（Debt）数据。负债数据通常比债务数据更大且更易获得。国际货币基金组织估计2015年地方政府融资平台贷款总额约占国内生产总值的41%。德意志银行估计，截至2017年上半年末，固定资产投资贷款债务约占GDP的42%。

AMRO 测算，地方政府融资平台的资产回报率（ROA）从 2010 年的 2.1% 下降至 2017 年上半年的 1.1%（图 21）。考虑到地方政府是地方政府融资平台的最大股东，并为地方融资平台提供资金支持或补贴，低效率和经营困难的地方融资平台会增加财政的潜在负担。

图20. 地方融资平台债务继续较快增加

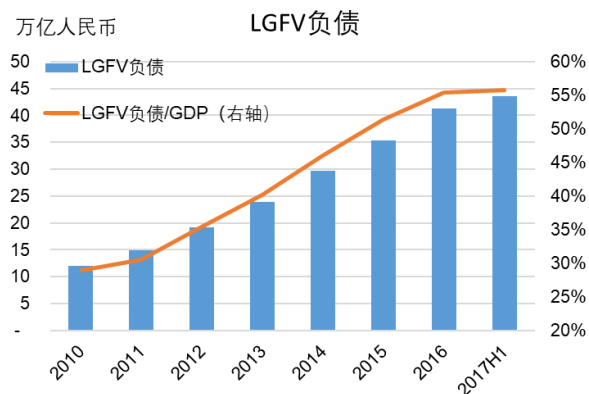
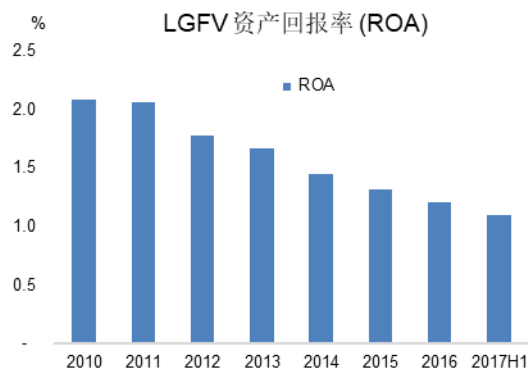


图21. 地方融资平台的盈利能力不容乐观



资料来源：万得，AMRO

## 当局观点

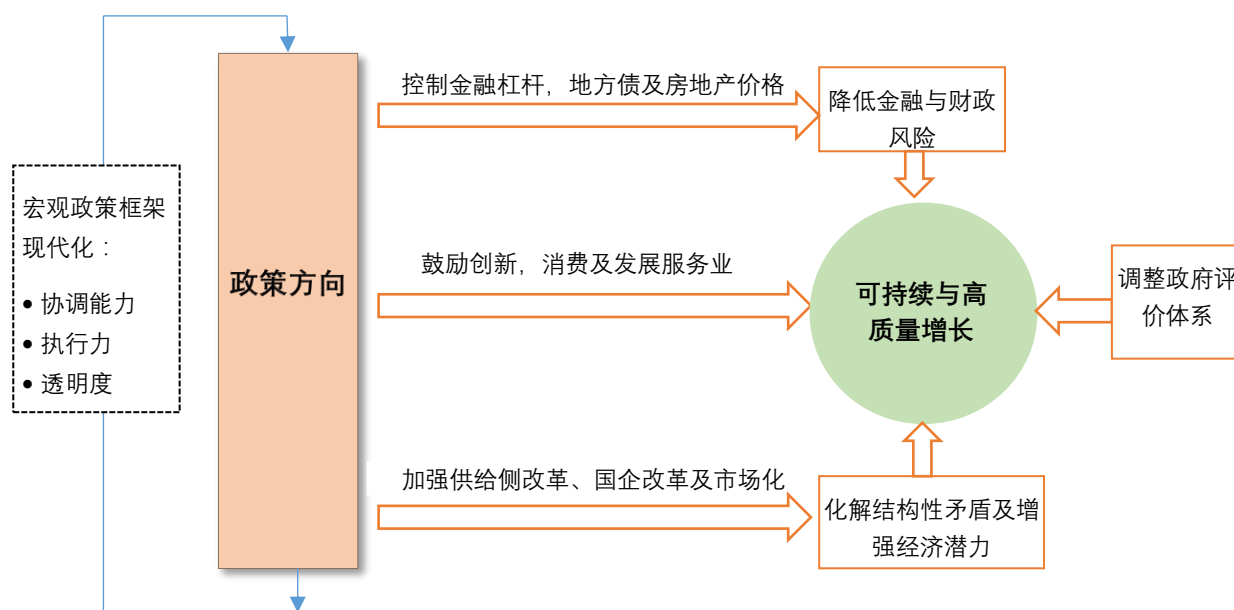
### 29. 当局意识到中国经济面临的风险和挑战，结构性矛盾仍较突出，结构调整和改革任重道远。

近期企业业绩的改善主要集中在上游和中游，如煤炭，钢铁和化工行业。然而，一些较弱的行业的瓶颈尚未解决，总体杠杆仍然较高。由于杠杆率高，运营效率低，企业面临较大的债务压力，尤其是国有企业。防范金融风险 and 去杠杆化的任务已经取得显著进展，但仍然很艰巨，特别是考虑到金融产品的复杂性。关于外部风险，当局承认中国仍面临着高度复杂和难以预测的国际环境和压力。他们对美国和其他发达经济体货币政策可能发生的调整保持警惕，这些风险可能会对全球经济和资本流动产生影响。总体而言，全球贸易和投资尚未出现稳定增长的趋势，而地缘政治风险及不确定性也可能加大。

### C. 政策讨论

30. 今后两大优先政策选项应为推行改革降低宏观经济和金融领域的风险。过去五年来，中国经济一直在进行结构调整。由于经济增长有所放缓，导致人们普遍担心中国经济硬着陆并对全球经济增长产生重大影响。然而，最近中国经济虽然有所放缓但增长趋于稳定，同时，经济结构调整取得了重大进展，更依托消费为主导。随着消费和服务业的升级和扩张，相对于以往的投资驱动型增长模式，经济增长和就业更具可持续性。有鉴于此，再考虑到当前已经实施了有力度且前瞻性的降杠杆金融监管措施，我们认为经济硬着陆（或经济意外下滑）不是一项重大的短期风险。我们赞赏当局宏观经济管理和结构调整的能力。然而，尽管近期风险有所减少，但结构性挑战依然存在，如果不加以解决，它们可能对可持续增长和宏观金融稳定构成风险。尤其是，政策制定者应继续优先化解过去在投资拉动增长模式下积累的风险，例如高企业杠杆率和低效率。需要进一步努力遏制地方政府债务的增加，鼓励金融去杠杆化和遏制高房价。减少这些风险将有助于提高中国经济的韧性，抵御国内外的冲击。除了防范这些风险外，进一步的市场化改革将显着提高国有企业的效率。推动宏观政策框架的现代化也很重要，包括政策制定者通过改革货币政策框架及加强政策透明度和沟通等。此外，应改革对经济的评估指标以体现对高质量增长和环境的重视（图 24）。

图 24. 降低宏观经济和金融领域的风险及推行改革的政策框架



资料来源：AMRO

## C.1 财政政策和地方政府债务

### 31. 财政政策应着重支持结构调整和提高支出效率。

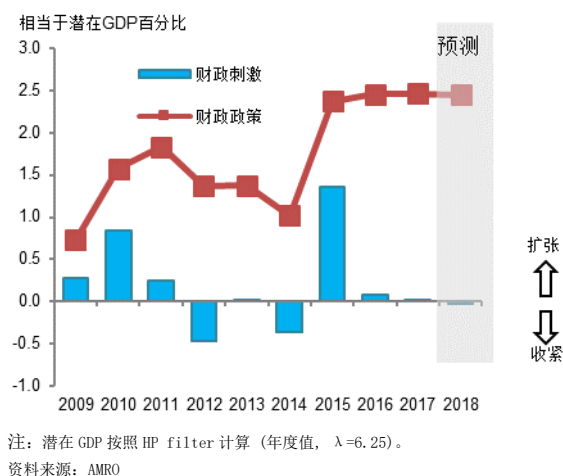
根据当局的观点，自 2008 年以来，中国实施了“积极的”财政政策，并强调 2017 年财政政策会“更积极有效”。因此，2016-2017 年财政赤字上升至 2.9%。鉴于财政赤字已经较高以及未来人口老龄化带来的潜在社会支出压力，应对财政赤字与 GDP 的比率设定上限（图 25），以便为未来增加的财政支出构建缓冲。关于目前的财政支出，应进一步优先支持以消费为主导的增长模式的再平衡，一个关键是要建立全面的社会安全网，这将有助于减少预防性储蓄并支持消费。财政支出的另一个优先事项应是支持国有企业改革，包括将国有企业的办社会职能转移给政府，并救助受影响的员工，包括帮助他们再就业。到目前为止，减税降费工作取得重大进展，但仍需要进一步努力，以进一步降低企业税负以增强国际竞争力。同时，当局应采取措施，致力于提高支出效率和财政投资回报（尤其是与 PPP 项目有关的支出），例如，对于造价庞大但难以充分利用的基础设施项目加强审批。

**32. 需要采取更严格和更为根本的措施来控制地方政府债务。**自 2014 年以来，当局控制地方政府债务的努力有助于稳定地方政府债务（对 GDP 的比率）。然而，官方口径的地方政府债务仅包括政府偿还的债务，不包括政府担保债务和承担一定救助责任的债务（或有负债）。未来需要作出更多的努力来控制或有负债的增长，以确保政府不会因为或有负债违约而增加政府债务负担。同时，需要继续努力严防不规范借贷，并加强对 PPP 项目的监管。应建立一个合理的地方政府绩效指标，在维持 GDP 增长与控制债务增长之间保持平衡。从根本上说，地方政府的财政收入和支出责任失衡是地方政府债务迅速增长的一个原因（如地方政府占政府总支出的 86%，但仅占政府总收入的 45%）。有鉴于此，需要全面评估两种调整中央-地方财政收支平衡的思路，即将支出责任从地方政府转移到中央政府或将收入从中央政府转移到地方政府，以减少地方财政收支不平衡以及衍生的问题。

#### 当局观点

**33. 当局认为政府债务风险得到控制，但强调需采取进一步措施遏制债务增长。**据有关部门介绍，各级政府为降低金融风险建立健全规范的债务融资机制，自 2015 年以来这方面取得显著成效。目前，地方政府只能在中央政府批准的范围内通过发行地方政府债券来融资。截至 2017 年末，中国政府债务负债率（债务余额/GDP）为 36.2%，低于主要市场经济国家和新兴市场国家水平，风险总体可控。展望未来，当局承诺推动地方融资平台向市场化企业转型，并支持地方融资平台开展市场化的融资。在财政改革方面，当局清醒地认识到需要平衡中央政府与地方政府之间的财政关系以及建立现代财政体系的必要性。

图 25. 财政扩张程度应有所减弱



## C.2 货币政策与金融监管

**34. 货币政策应继续关注维持宏观经济和金融稳定。**2017年，中国经济增长势头强劲，产出缺口转为正值。虽然当前通货膨胀率仍然偏低，但可能逐步上升。我们预计，虽然2018年的经济增长会略有放缓，但仍将保持在潜在增长率之上，产出缺口仍将保持正值。鉴于近期较为强劲的增长前景和总体温和的通胀水平，我们认为，货币政策应优先考虑维护宏观经济与金融稳定，进一步遏制金融领域过度杠杆和风险。同时，进一步增强流动性管理对于确保金融市场平稳运行至关重要。当然，如果核心通胀明显上升，应考虑适度收紧货币政策。

**35. 允许进一步提高汇率灵活性，资本管制放松可与外部稳定性协调进行。**2017年中国人民银行推出的逆周期因子有助于人民币汇率更好地反映经济基本面，并增加了汇率灵活性。目前，资本流出压力已经减退，人民币对美元汇率相对稳定。尽管如此，当局应密切关注美联储加息的潜在影响。在美国减税措施等影响下，不排除美联储加息进程可能会快于预期。另外，考虑到人民币已经成为国际储备货币，我们鼓励当局进一步加强汇率政策沟通和透明度。

**36. 宏观审慎政策和金融监管应继续重点遏制过度杠杆和降低风险。**中国人民银行于2017年初将表外理财纳入MPA框架，同时金融监管机构采取了系列的加强金融监管，这些都有助于遏制金融杠杆。同时，利率上升加大了银行间融资成本，抑制了表外融资活动。在以上政策作用下，近期金融体系的杠杆率上升的势头已经得到扭转，但仍有进一步改善的空间。鉴于不同金融机构之间密切且复杂的联系和金融产品的复杂性，影子银行和表外活动的透明度应得到进一步的加强。在这方面，应实施进一步的监管协调和在金融领域和产品（包括互联网融资）推行标准化，以更好识别及应对潜在、跨部门和系统性的风险。此外，在追求进一步去杠杆化的同时，需要密切监控流动性收紧对金融市场活动的冲击并做好化解工作。

### 当局观点

**37. 维持金融稳定是当局的政策优先。**中国人民银行表示要加强金融监管协调，采取具体措施维护金融稳定及缓解系统性金融风险。当局强调要健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。自2018年一季度评估时起，中国人民银行已经将部分同业存单纳入宏观审慎评估（MPA）同业负债占比指标进行考核。至于货币政策，中国人民银行强调，他们将继续实施“稳健中性”的货币政策，为供给侧结构性改革和高质量发展营造中性适度的货币金融环境。当局重申，从2018年1月起降低特定商业银行的存款准备金率并不会改变“稳健中性”的货币政策立场。他们解释说，这一政策举措是对现有存款准备金安排的调整。同时，货币政策与其他政策的协调将继续加强。此外，当局将深化利率和汇率市场化改革。



### C.3 结构改革和控制企业债务

**38. 需要进一步采取措施将国有企业转变为独立的市场主体。**国有企业改革是中国结构调整中的一个重点。没有成功的国有企业改革，经济结构调整就不会成功。这是因为国有企业债务占企业债务总额的一半以上，国有企业产出占钢铁、煤矿和其他产能过剩行业总产量的一半以上，有效的国有企业改革势必能解决高企的企业债务和产能过剩的问题。在推进国企混合所有制改革的进程中，需要进一步采取措施以吸引私营部门的参与，包括保护私人股东的权利，并鼓励他们积极监督和参与决策过程。由于混合所有制改革涉及将国有股份转让给私营部门，因此应采取措施防止在此过程中国有股份被低价出让。同时，将国有企业转变为具有全球竞争力的企业的工作应着重于提高其效率，而不是基于非市场原则分配给其更多资源，以使其成为垄断企业。更多的垄断性国有企业不仅可能会抑制私营部门的发展，也可能导致国企管理和运营效率的恶化。

**39. 在国有企业改革中，措施协调至关重要。**在推动国有企业向更加市场化的经营主体转变的过程中，需要配套建立全国层面的覆盖全体员工的社会安全网，尽快完全移除国企办社会的职能。同时，应拨出足够的财政资金支持国企改革。此外，需要做更多的努力来支持地方政府融资平台的转型，这些融资平台从政府中分离出来并被视为国有企业，但由于这些实体的市场化程度较低，面临着高负债和低利润率的问题，因此应采取有针对性的具体措施帮助其加快向以市场为导向的实体转型。

**40. 为了控制高水平企业债务，需要采取综合措施来管理脆弱行业并降低财务风险。**遏制国有企业债务是控制整体企业债务的关键所在，而通过改革是提高其效率至关重要的措施。处置“僵尸”企业和进一步削减过剩产能将有助于提高企业盈利能力和增加市场驱动型投资的回报，进而减少不良债务。就具体行业而言，应继续针对房地产行业采取宏观审慎措施以遏制债务增长。在公用事业，交通运输和建筑业，PPP项目可以作为融资的替代来源适当推广。加强对脆弱部门有较高风险暴露的金融机构的缓冲能力有助于降低金融体系面临的风险。此外，应改善企业和金融部门的财务数据的收集质量及披露，以便实施更全面的风险评估和监测。最后，应加强政策制定者之间的协调，这有助于成功减少企业债务和化解风险。

#### 当局观点

**41. 当局强调，混合所有制改革正在取得进展，当局支持国有企业做大做强。**当局指出，国有企业改革已经取得了进一步进展，68.9%的中央国企和47.0%的地方国企已完成混合所有制改革。<sup>10</sup>这有助于改善企业治理结构并提升运营效率。另一方面，当局也承认国有企业改革发展仍然存在许多矛盾和问题。国有经济布局结构不合理现象仍然突出。当局承诺采取措施进一步深化国有企业改革，发展混合所有制经济，并支持某些国有企业成为具有全球竞争力的企业。当局还解释说，国有企业中的党支部将在帮助落实中央的要求方面发挥关键作用，同时改善国有企业纪律，遏制腐败。

<sup>10</sup>国家发展和改革委员会（NDRC）于2017年10月5日发布的声明。



42. 当局指出，尽管债务风险已经减缓，但仍将采取进一步措施来遏制风险。当局通过引用国际清算银行的数据强调，<sup>11</sup>中国企业的杠杆率呈下降趋势。展望未来，他们指出，降低国有企业杠杆率仍将是政策优先，处置“僵尸”企业是减少企业债务的重要一步。当局继续支持在市场化基础上使用债转股来减少公司债务。另外，债转股也是促进国企改革的一项重要举措。

---

<sup>11</sup>根据国际清算银行的统计，截至 2017 年第二季度，非金融企业杠杆（信贷占 GDP）比率为 163.4%，较 2016 年第二季度的峰值（166.8%）有所下降。

## 专题

## 专题一：中国汇率制度改革进程

本专题总结了人民币汇率制度的发展情况以及各个时期面临的挑战。在过去近四十年来，伴随着宏观政策重点从贸易和投资转向维护金融稳定和应对外部压力，中国的汇率制度已经发生了相当大的变化。

## 1. 汇率双轨制度（1981年至1994年）

官方和市场汇率分别适用于计划内和计划外的贸易交易，并且随着贸易和经常帐户的逆差而逐年贬值。在1978年中国经济改革之前，由于外贸规模很有限，汇率在计划经济中并不占有重要地位。<sup>12</sup> 改革开放以后，中国开始鼓励对外贸易，汇率的作用也相应增强。80年代初，美元/人民币的官方汇率在1.5-1.8元区间内波动，但对外贸易交易时美元/人民币的汇率则为2.8。<sup>13</sup> 随后，为了满足外汇交易的需求，中国于1986年在主要城市建立了外汇调剂中心（FEAC），企业可以调剂其外汇头寸。<sup>14</sup> 与官方汇率不同的是，这些调剂中心的汇率（以下简称“FEAC美元/人民币汇率”）反映了企业对外汇的供需情况。随着中国进一步的开放，资本品进口激增，在此期间经常账户多次出现逆差，这使得FEAC美元/人民币汇率与官方汇率逐步贬值（见图S1.1-S11.3）。

图 S1.1 人民币汇率长期的发展进程



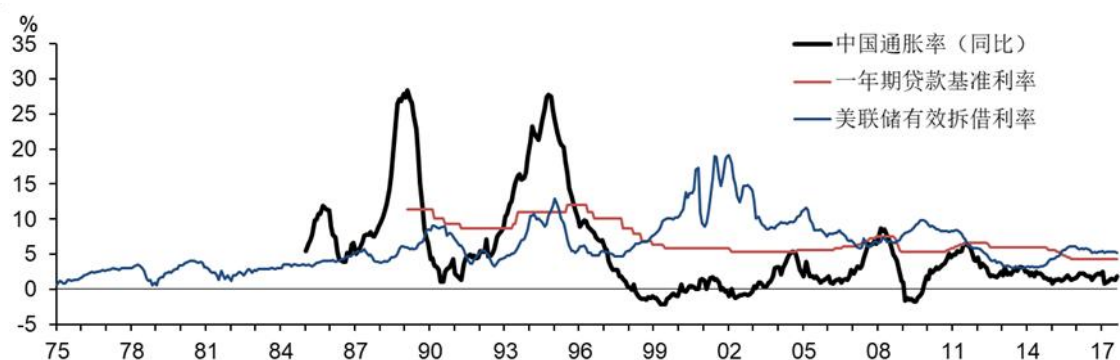
注：由于缺乏数据，1986年的FEAC值通过线性插值获得  
资料来源：CEIC、世界银行（1994）：《中国：外贸改革》

<sup>12</sup> 官方汇率主要编制财务报表和统计数据等，人民币于1956年开始与美元挂钩。1973年主要发达经济体实行浮动汇率制度后，人民币又与一篮子货币挂钩。

<sup>13</sup> 内部结算率反映了1978年的平均出口成本加上10%的利润率。

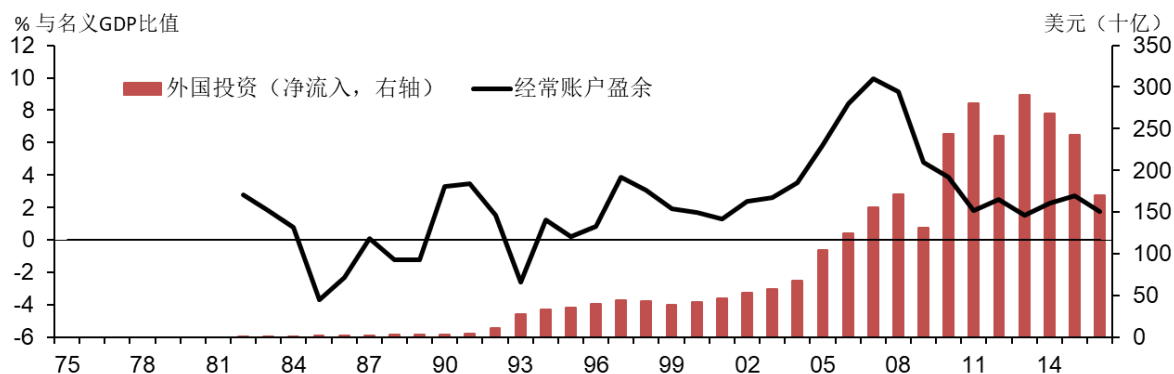
<sup>14</sup> 1979年，政府允许公司持有通过外贸获得部分外汇收入，进而公司对外汇交易产生需求。

图 S1.2: 通胀率和利率



资料来源: CEIC

图 S1.3: 经常账户余额和外国直接投资



资料来源: CEIC

## 2. 实际上与美元挂钩的固定汇率制度（1994 - 2005 年）

**1994 年取消汇率双轨制度，1997 年人民币汇率与美元挂钩。**1994 年，官方汇率贬值至 FEAC 汇率，两个汇率统一。其中的原因包括：（1）中国加入关税和贸易总协定（GATT）将显著促进外贸和外国直接投资，但 GATT 要求废除汇率双轨制；（2）官方汇率作用下降。汇率并轨后，中国采用了管理浮动汇率制度，一方面汇率相对稳定成为了政策考虑的重点，另一方面一定的浮动管理也有助于市场力量影响人民币汇率，促进外贸和投资。在新制度下，中国允许人民币在前一个交易日收盘价的 $\pm 0.3\%$ 的范围内波动，但实际波动范围更小。与此同时，为了整合全国外汇交易，中国于 1994 年成立了外汇交易中心（CFETS），并随后关闭了外汇调剂中心（FEAC）。1992 年邓小平南巡讲话鼓励了外商直接投资强劲增长，带动贸易顺差增长。相应地，1994 年至 1996 年间，人民币对美元名义汇率升值 4.6%，实际有效汇率升值 33.3%，1997 年，亚洲金融危机（AFC）导致亚洲新兴市场经济体的货币贬值，也引起市场对人民币可能贬值的担心。在此压力下，为维持中国与区域金融稳定，中国维持了人民币兑美元汇率稳定。自 1997 年 11 月至 2005 年 7 月中旬，美元/人民币汇率保持在 8.28 左右。

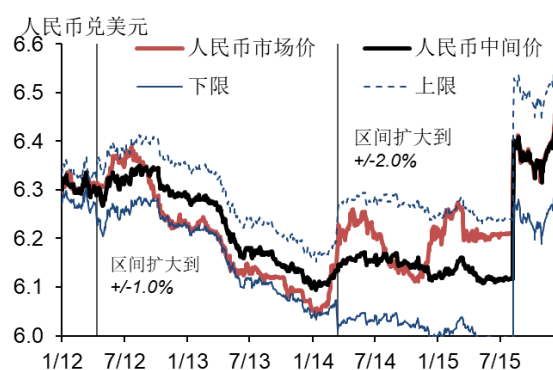
### 3. 基于市场供求关系，参考一篮子货币的管理浮动（自 2005 年开始）

2005 年 7 月，与美元挂钩的汇率安排被更为灵活的浮动管理（参考一篮子货币）安排所取代。<sup>15</sup> 与此同时，人民币对美元升值约 2 个百分点。与美元脱钩反映了中国转向更为灵活和市场化的汇率政策。2007 年 5 月，兑美元的交易区间从之前的 $\pm 0.3\%$ 扩大至 $\pm 0.5\%$ 。同时，允许人民币兑其他货币在 $\pm 1.5\%$ 的区间内波动，幅度大于前期的 $\pm 1.0\%$ 区间。这些调整的一个推动力是来自国际的压力，因为一些国家认为人民币被低估，加剧了全球经常账户失衡。<sup>16</sup> 汇率安排调整的另一个重要推动力是国内经济改革的需要。事实上，中国的国际收支盈余导致了充裕的流动性，尽管中国人民银行的干预措施有助于吸收部分流动性，但整体流动性充裕的状况支撑了固定投资快速增长。因此，人民币汇率升值有助于缓解这些国内外的不平衡。从 2005 年 7 月至 2008 年 9 月（雷曼倒闭事件），人民币对美元名义汇率升值了 17.2%，实际有效汇率升值了 14.6%。

在全球金融危机期间，为维护总体上金融系统的稳定，中国保持了人民币汇率的稳定，但当危机有所缓解，又允许人民币更加灵活地浮动。在全球金融危机期间，人民币兑美元汇率基本稳定，而国际关注点也转向发达经济体的金融体系。在此期间，中国实施了大规模的经济刺激方案，支撑了全球经济复苏，这也导致了进口增加，经常账户顺差下降。中国经济的强劲复苏（增长率从 2009 年第一季度低谷的 6.4% 反弹到 2010 年第一季度的 12.2%），增加了当局信心，进而允许汇率有更大的灵活性。因此，2010 年 6 月，中国人民银行发表声明，宣布“进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性”。考虑到经过一段宽松的货币环境，通货膨胀压力已将加大，这一改革举措是及时的。随后，人民币逐步升值。2012 年 4 月，官方允许人民币对美元汇率波动幅度扩大至 $\pm 1.0\%$ ，2014 年 3 月又升至 $\pm 2.0\%$ 。

2015 年 8 月，中国人民银行宣布调整每日定价，随后官方美元/人民币中间价贬值近 2%。鉴于美联储即将实施货币政策正常化，加之美元已经升值，人民币兑美元汇率在 2015 年上半年已经移至波动期间上限（贬值）附近（图 S1.4）。2015 年 8 月，汇率区间的中间价贬值。更重要的是，为了更好地把市场机制纳入到定价过程中，中国人民银行宣布调整每日中间价定价方式。在确定次日的中间价时，将考虑前一日的收盘价（而不是中间价）。这标志着人民币汇率的改革进一步市场化。这发生于国际货币基金组织宣布决定将人民币纳入 SDR 一篮子货币的四个月之前。在采取了这一政策后，随着中国经济增长放缓、美国货币政策逐渐正常化，资本外流增加，人民币贬值压力增加。

图 S1.4 人民币对美元的中间价与市场价



资料来源：彭博

<sup>15</sup> 人民币篮子中的各个货币权重没有披露。

<sup>16</sup> 2003 年，美国财政部长公开表示美国希望人民币汇率更加灵活。2005 年 4 月，七国集团的声明强调，“主要国家或经济地区的汇率缺乏灵活性，应以市场机制为基础来促进国际金融体系顺利和全面的调整，汇率应更具灵活性”。在中国汇率改革公布后，七国集团发表声明表示欢迎。

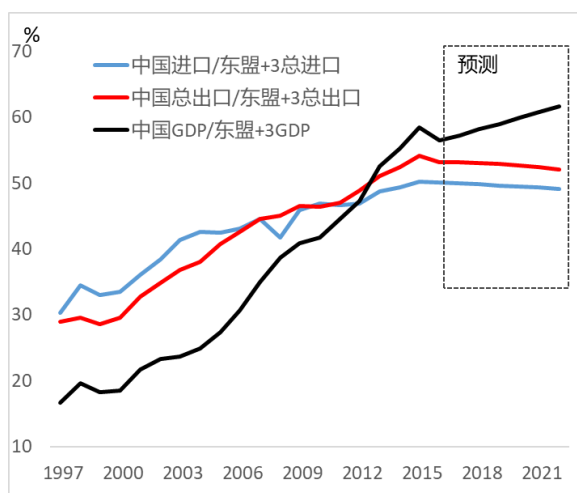
到 2016 年底，人民币兑美元达到了 6.96 的高点。在 2017 年 5 月，中国又采取了一些政策措施，即引入逆周期因子，旨在使汇率能够更好地反映经济增长的基本面，从而缓解了市场中不合理的影响和自我强化的预期，这项措施使得人民币兑美元汇率逐步升值。

**回顾过去三十多年来的发展历程，人民币汇率灵活性逐步增加，更加市场化。**中国正在进行多项改革，包括逐步开放资本账户、人民币国际化和货币政策框架的进一步完善。在推进这些改革时，需要精心策划和考虑国内和外部条件，理顺进一步改革的时机和先后顺序。展望未来，中国需加强政策沟通，短期内这可以避免政策变化带来的意外影响，长期看这可以提高汇率政策的有效性。

## 专题二：中国与东盟日益深化的经济联系及其潜在溢出效应

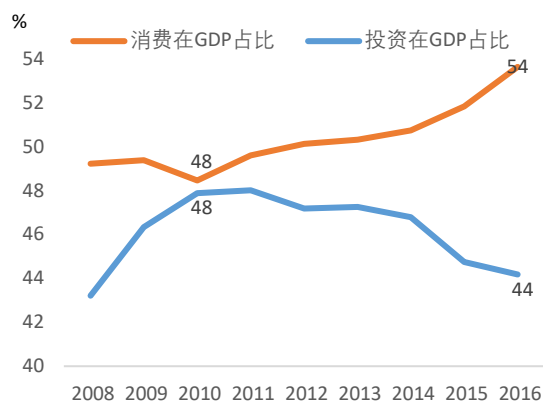
随着中国经贸及对外投资规模快速增长，中国与东盟的经济联系日益深化，通过不同的渠道体现出越来越明显的影响。中国的 GDP（按市值）在 2000 年占东盟+中日韩 GDP 总和（以下简称“东亚”）的 19%，到 2016 年升至 57%。在中期内，考虑到中国的增长速度可能高于东亚的平均水平，预计五年后这一比例将进一步上升至 60% 以上（图 S2.1）。另外，中国的对外贸易在过去三十年中迅速增长。在东亚整体的国际贸易中，中国份额从 1996 年的 27% 上升到 2016 年的 52%。中国经贸活动规模的扩大（量变）对东盟有着影响巨大。不仅如此，中国不断变化的经济结构和持续的改革（质变）也对东盟产生了深远的影响。中国的经济结构调整和改革包括：（1）向更多依靠消费驱动的增长模式转型（图 S2.2）；（2）加大环保力度和提高能源使用效率；（3）继续保持开放并发展以市场为导向的金融市场；（4）提出“一带一路”倡议并增加对外投资。在此背景下，中国对东盟的溢出效应经历了从单一货物贸易渠道扩展到由货物、服务、投资及金融市场等多渠道且逐步增强的过程。本专题讨论了中国通过不同的渠道对东盟产生的溢出效应，并通过模型对溢出效应程度进行了定量分析。

图 S2.1：中国 GDP 与贸易在东盟+3 的份额



资料来源：IMF, 当局及 AMRO

图 S2.2：中国结构调整：GDP 中消费与投资的变化



资料来源：国家统计局, AMRO

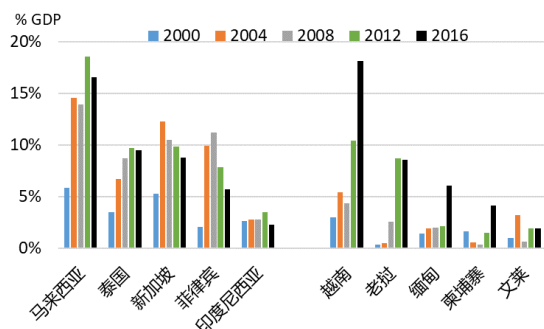
### 1. 中国与东盟的经济联系日益深化

#### 1.1 货物贸易

随着对华货物出口持续增加，多个东盟国家对华出口与其 GDP 的比率逐步上升且数额较大，这是中国溢出效应发挥作用最重要、最直接的渠道。1990 年，东盟对华出口占东盟总出口份额只有 2%，到 2016 年，这一比例平均升至 12% 以上。如图 S2.3 所示，2016 年东盟对华出口与其各自 GDP 的比率相当高，特别是越南（18%）、马来西亚（17%）、泰国（10%）、新加坡（9%）、和老挝（9%）。同样，如图 S2.4 所示，从出口增加值来看，东盟对华出口对其 GDP 贡献份额也呈上升趋势。这些都表明中国已成为这些经济体 GDP 增长的一个重要拉动因素。

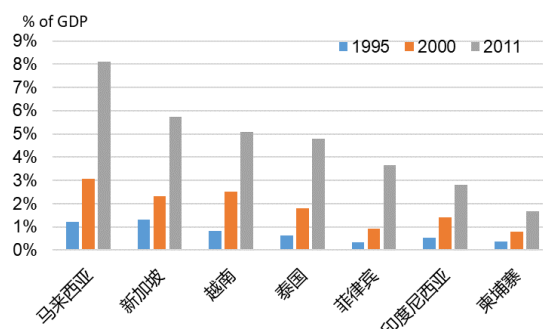


图 S2.3: 东盟对华出口占东盟各国 GDP 的份额 (2000, 2004, 2008, 2012, 2016)



资料来源: 联合国 COMTRADE (报告国=中国)、各国当局、AMRO 估计

图 S2.4: 东盟对华的出口对其 GDP 的贡献: 出口增加值衡量 (1995, 2000, 2011)



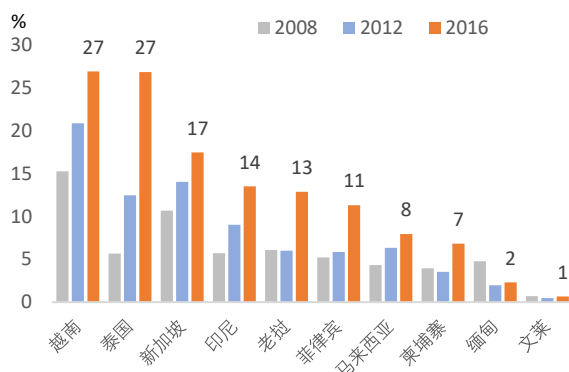
资料来源: OECD、各国当局、AMRO 估计

## 1.2 旅游业

近年来, 中国出境人数及旅游支出迅速增加。自 2012 年以来, 随着中国人均收入增长和中产阶级的不断壮大, 出境旅游业务增速加快。中国出境游客占全球游客比重从 1995 年的 1% 升至 2015 年的 9%。中国出境游客的支出增长更快, 其在全球旅游支出比例从 1995 年的 1% 升至 2015 年的 25%。

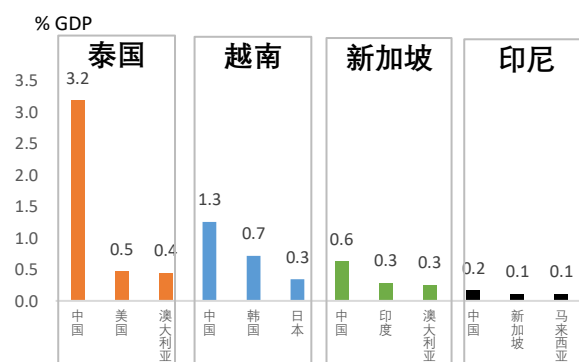
东盟各经济体受益于中国快速发展的出境旅游。近年来, 中国前往东盟的游客快速增长。2016 年, 在东盟大多数经济体中, 中国游客数量位居各国游客首位。如图 S2.5 所示, 在越南和泰国, 中国游客占比都为 27%, 其它经济体比例也很高: 新加坡 (17%)、印度尼西亚 (14%)、老挝 (13%) 和菲律宾 (11%)。从与各国 GDP 的比率来看, 中国游客在东盟一些经济体的消费可观, 包括泰国 (3.2%)、越南 (1.3%)、新加坡 (0.6%) 和印度尼西亚 (0.2%) (图 S2.6)。

图 S2.5. 中国游客占东盟各经济体总游客的比例



资料来源: 东盟各国当局、AMRO

图 S2.6. 2016 年各经济体排名前三的游客消费额占其 GDP 的比重



资料来源: 东盟当局、AMRO

### 1.3 对外投资

中国对外投资总体持续快速增长。在 2015 年，中国对外直接投资首次超过了外国在华直接投资。2016 年，随着中资企业海外市场业务不断扩大，投资多元化需求以及当局鼓励企业走出去和发起“一带一路”倡议，中国对外直接投资继续迅速升至 1830 亿美元（图 S2.7）。

中国对东盟直接投资继续上升，集中于制造业、批发零售业以及租赁和商业服务业。中国对东盟直接投资比其他地区增长更快。2015 年，中国对东盟投资占其总对外投资份额增长至 6%，而 2007 年这一比例仅为 3%。中国对东盟累积投资从 2007 年的 40 亿美元增至 2015 年的 630 亿美元。由于一些发展中的东盟经济体劳动力成本较低，中国对这些经济体的制造业投资份额较大。另外，鉴于东盟消费市场发展较快且潜力巨大，中国在批发零售贸易、租赁及商业服务等方面对东盟的投资也增长很快（图 S2.8）。

图 S2.7：外国对华以及中国对外的直接投资

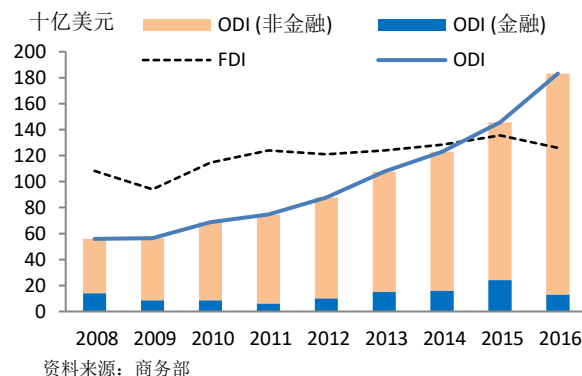
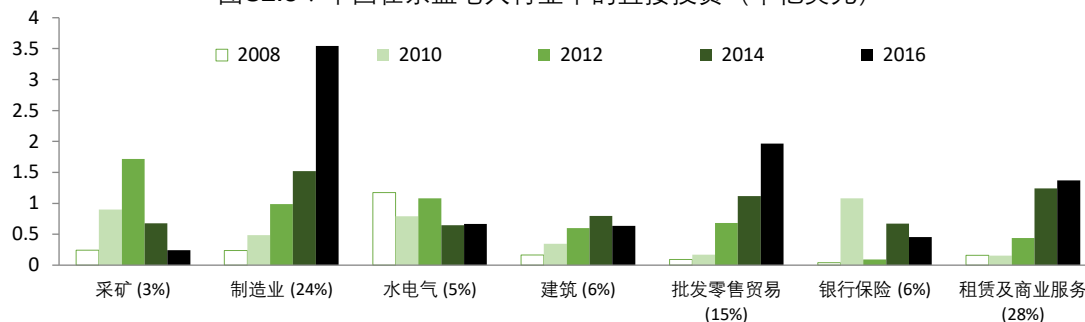


图 S2.8：中国在东盟七大行业中的直接投资（十亿美元）

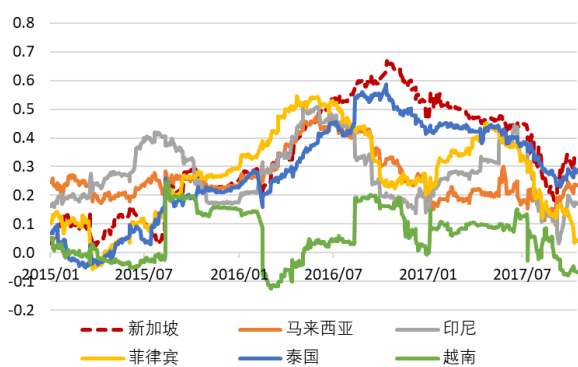


区域金融中心在中国对东盟投资中发挥了重要媒介作用。随着中国企业越来越熟悉国际市场和运营，以中国大陆为来源地的对外投资不断增加。不过，中国香港仍然是中国对外投资的重要中转地。这是因为中国企业通常在香港设立海外分支机构，香港的信息、资金、人才和法律制度也更有利于海外投资。来自中国的大量投资可能通过香港进入东盟。在东盟范围内，中国的投资集中在新加坡（占 2014-2016 年新加坡占中国对东盟投资总量的 51%）。这是因为大量的中国公司在新加坡设立地区总部或分支机构，一些公司对外投资先投向新加坡，再间接投资于其他东盟经济体。

### 1.4 金融渠道

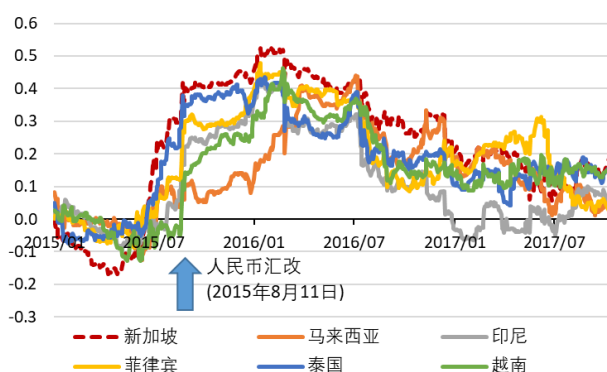
市场情绪是中国对东盟金融溢出效应最重要的渠道。到目前为止，中国与东盟投资者在对方金融市场的投资组合风险敞口规模均很小，两者之间直接金融投资联系有限，但鉴于中国是东亚最大经济体，也是东盟主要出口市场和重要增长动力之一，因此中国金融市场波动会影响整个东盟金融市场。例如，2015年8月11日中国改革人民币汇率兑美元中间价格机制，人民币兑美元在当日贬值2.0%，马来西亚林吉特、印度尼西亚卢比、泰铢和新加坡元也在同期贬值，人民币与东盟货币之间相关程度上升（图 S2.9）。与此同时，中国股市也对该地区产生了重大影响。中国股市在2015年8月下旬和2016年1月初出现调整，导致大部分东盟市场股市下跌。如图 S2.10 所示，与外汇市场类似，中国股市与东盟股市之间的相关性在此期间呈上升趋势，不过近期相关性有所下降。

图 S2.9 人民币汇率（兑美元）与东盟货币的相关系数



注：系数估计使用一年的移动窗口  
资料来源：彭博社、AMRO 计算

图 S2.10 中国股票指数与东盟股票指数的相关系数



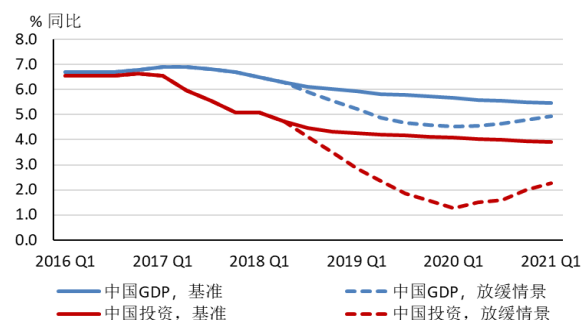
注：系数估计使用一年的移动窗口  
资料来源：彭博社、AMRO 计算

## 2. 中国对东盟溢出效应的模型分析

我们使用两种方法来实证研究中国对东盟的溢出效应。它们是宏观经济计量模型

（Oxford Economics 开发）和全球矢量自回归（GVAR）模型。Oxford Economics 模型旨在发现全球经济中关键关联性。短期预测时模型使用凯恩斯主义的方法，长期预测时使用货币主义方法。GVAR 模型是 AMRO 与日本成蹊大学井上智夫教授的共同研究成果。

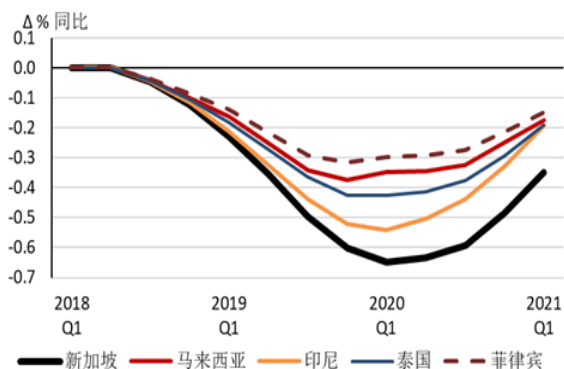
图 S2.11. 中国 GDP 增速(不同情景)



资料来源：Oxford Economics、AMRO 计算

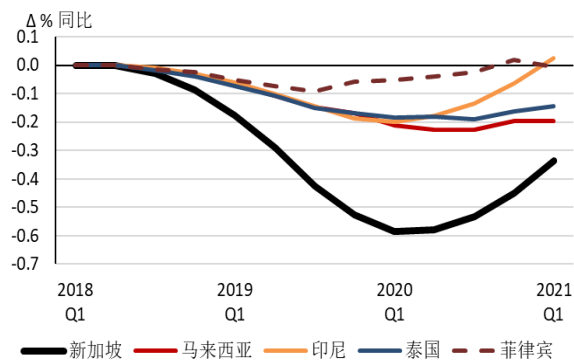
Oxford Economics 的模型的结果表明，中国的增长变化对东盟具有重大影响。如图 S2.11 所示，我们假设中国经济增长率将下降，在 2020 年其增长率将比基准情景低 1.0%，然后再反弹。模拟显示，中国将减少对包括东盟在内的世界货物和服务出口的需求。在这样的冲击下，到 2020 年，东盟五国的出口将下降 0.3-0.6%（图 S2.12）。同时，由于东盟国家对贸易依存度高，出口占 GDP 份额大，因此这对东盟 GDP 的影响也很大（图 S2.13），从 0.1% 到 0.6% 不等。

图 S2.12: 中国经济放缓对东盟出口的影响



资料来源: Oxford Economics、AMRO

图 S2.13: 中国经济放缓对东盟 GDP 的影响

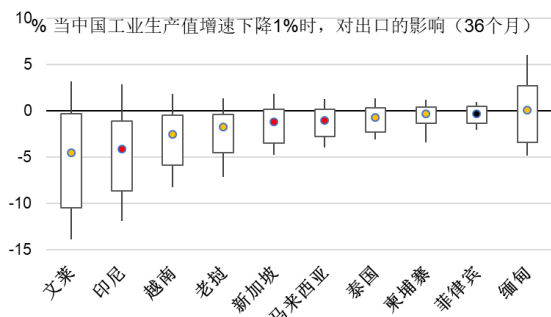


资料来源: Oxford Economics、AMRO

在金融市场上，商品出口国对人民币大幅贬值最为敏感，所有地区股票市场都对中国股市大幅波动敏感。我们使用 Oxford Economics 模型模拟中国金融市场对东盟的影响，分析过去两年人民币在贬值较快时期（2015 年 8 月 10 日至 25 日以及 2016 年的第一周）对东盟货币的影响。结果显示，大宗商品出口国货币对人民币贬值最敏感。如人民币贬值 5%，印度尼西亚卢比和马来西亚林吉特将贬值超过 5%。Oxford Economics 模型还显示，中国股市下降 10%，区域内所有股市也同步下跌，下跌幅度为 4.8%至 6.1%。

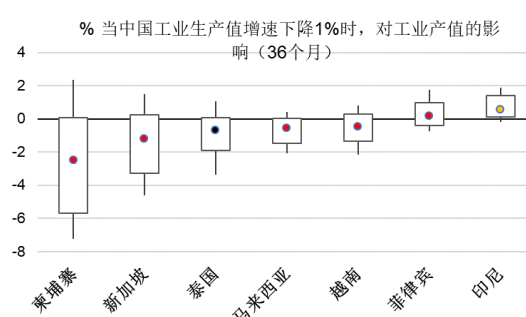
GVAR 分析的结果还表明，<sup>17</sup>中国的增长冲击（以工业生产值为指标）对东盟具有重大影响。就名义出口值而言（以当地货币计算），中国工业生产下降 1.0%对东盟出口产生负向溢出效应（图 S2.14），并且对东盟工业生产值也有重大影响（图 S2.15）。与来自日本和美国等其他国家的冲击相比，来自中国的冲击对东盟工业生产值的影响更大，也更持久。

图 S2.14: 实体 GVAR 模型：中国对东盟出口的影响



资料来源: AMRO 估计

图 S2.15: 实体 GVAR 模型：中国对东盟工业生产值的影响



资料来源: AMRO 估计

### 3. 总结：中国通过不同渠道对东盟的经济影响

<sup>17</sup> 实体经济GVAR模型，使用此经济的特定变量，如工业生产值、消费者价格、贸易、名义有效汇率（NEER）和利率以及其他全球变量，如石油和食品价格。此模型使用月度数据。

东盟国家受益于与中国经济上更紧密的联系，而一些国家也从中国的经济再平衡中受益。根据不同渠道的溢出效应分析，我们得出以下结论。首先，中国经济增长，制造能力提高，对外投资和海外旅游也迅速增长，而大多数东盟大国家都从中受益。中国对消费品的需求日益增长，而若干东盟国家对华出口也随之调整。另一方面，随着中国正在转向消费为导向类型的经济，东盟的资本品和大宗商品出口商继续面临中国需求疲弱的影响。在金融市场上，中国的市场波动可能会影响东盟大多数新兴和发达国家，而由于金融市场欠发达，东盟的发展中经济体受到的影响较小。

### 专题三：中国企业债务：宏观及行业评估

本专题从宏观及行业层面总结了企业债务状况，以及其对银行体系的风险，并讨论了相关的政策建议。本专题选取自 AMRO 最近的一篇工作论文，题为《中国企业债务：宏观及行业风险评估》，详见本出版物的第二部分。

中国的非金融企业债务（企业债务）增长迅速，2017 年企业债务与 GDP 的比率为 158%（图 S3.1，AMRO 估计）。企业债务快速增长的主要推动力来自结构性因素、制度性因素以及国际金融危机期间与刺激经济有关的周期性因素。这些因素的大多都与当前中国经济和金融发展阶段有关，具有中国特色，这包括高水平储蓄率、快速城镇化进程与基础设施投资、发展相对滞后的股权融资市场等。

图 S3.1 债务-GDP 比率

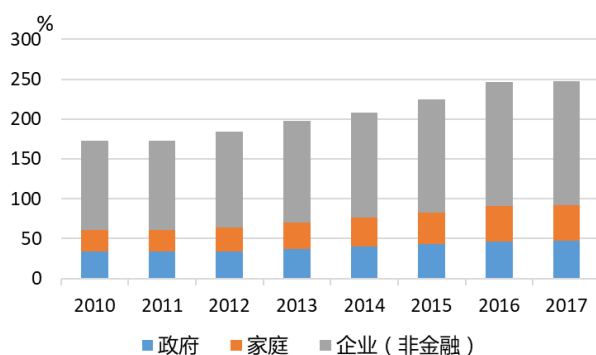
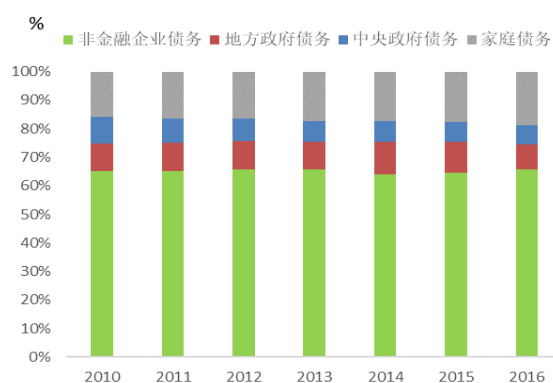


图 S3.2 债务-GDP 比率



注：AMRO 对中国企业债务的估计低于国际清算银行，这是因为因为 AMRO 避免对于部分政府债务和企业债务进行重复计算。  
资料来源：BIS, AMRO 工作人员计算

资料来源：AMRO

银行贷款是企业融资的主要来源，但企业债券和影子银行的占比持续增长（图 S3.2）。长期以来，在中国，银行一直是企业的主要债权人。而与此同时，由于当局大力发展债券市场，鼓励直接融资并降低企业融资成本，企业债券在企业总债务中的占比逐步上升。影子银行的活跃使得相关贷款的份额也在增加。至于海外借贷，由于人民币升值，其于 2010 年至 2014 年的份额有所增加，但随着人民币贬值及国内债券市场扩张，自 2015 年以来海外借贷的比例基本稳定。由于近期收紧了对影子银行活动的监管，而且利率呈现上升趋势，传统的银行贷款的份额可能会有所增加。

企业债务集中在以投资为导向增长模式的行业（图 S3.3）。以下这些行业在企业债务总额中占据了相当大的份额：制造业（20%）、房地产业（15%）、公用事业（14%）、建筑业（12%）和交通业（12%）。与其占生产总值的份额（图 S4.4）相比，公用事业和运输业的债务份额要大得多，制造业和服务业（不包括租赁）的情况则相反。



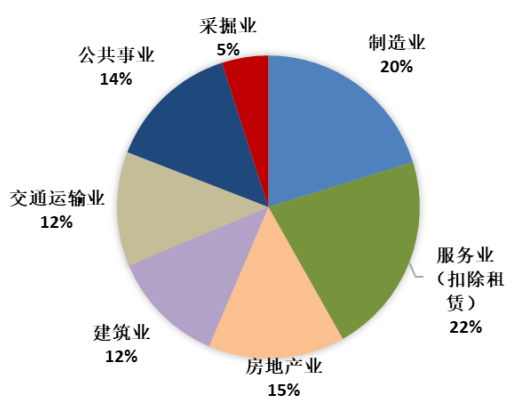
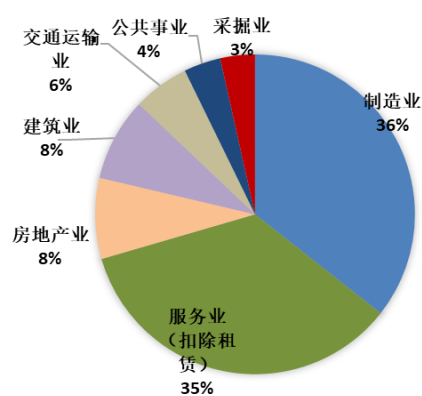
图 S3.3 企业债务的行业分布(2016年)<sup>18</sup>

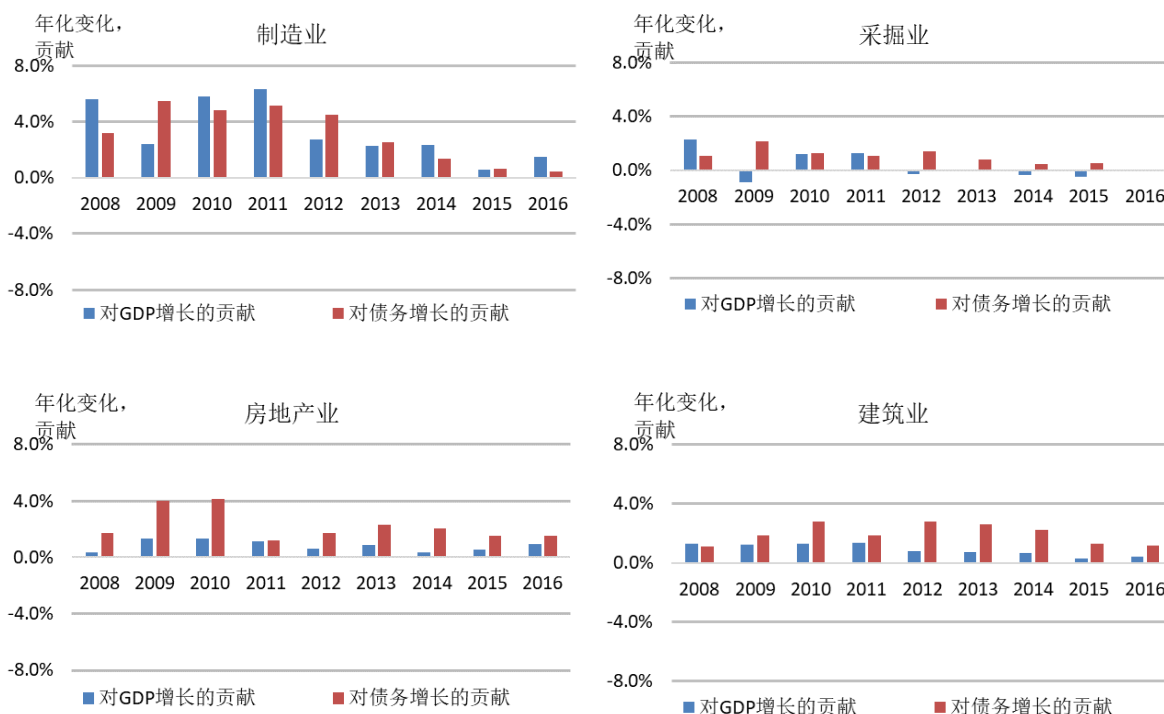
图 S3.4 生产总值的行业分布(2016年)



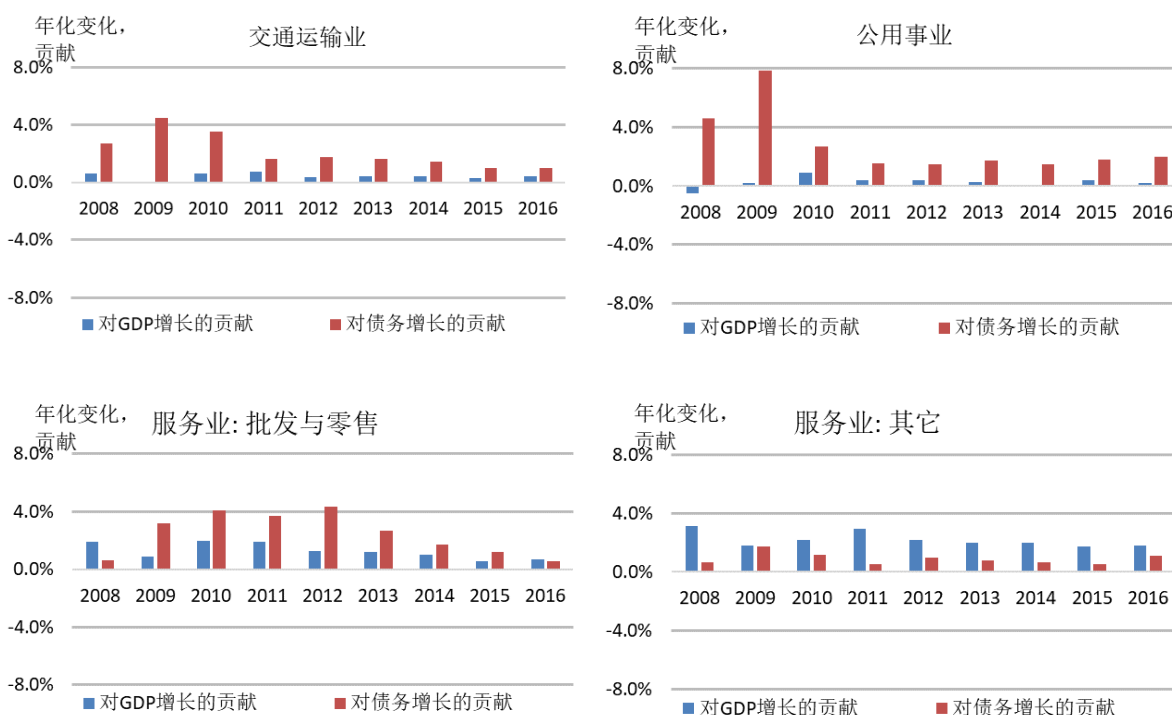
资料来源：万得、中国人民银行、银监会、中国信托业协会、AMRO 估计  
资料来源：国家统计局、AMRO 估计

近年来，各行业债务增幅有所放缓，但仍超过其产出增幅，这在公用事业、交通运输、房地产和建筑业尤其如此。图 S3.5 显示了 2007 年至 2016 年各行业对总债务增长和 GDP 增长的贡献。总体来说，自 2011 年以来，大部分行业的债务增幅放缓，同时其产出（名义 GDP）的增幅也在放缓。然而，对于公用事业、交通运输、房地产和建筑行业来说，债务增长继续快于产出。如图 S3.6 所示，在这些部门中，债务-产出的比率很高。此外，在采掘和建筑业方面，债务-产出比率从 2007 年至 2016 年增加了两倍多。

图 S3.5：各行业对经济增长与总债务增长的贡献



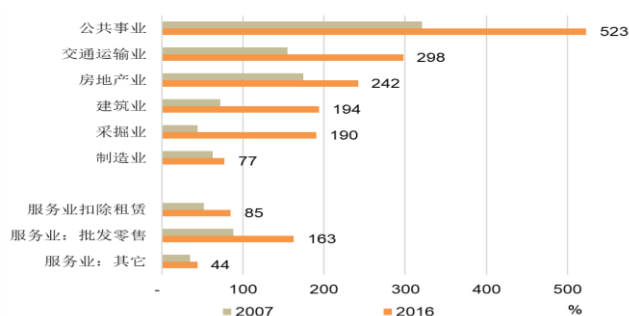
<sup>18</sup> 租赁和商业服务行业（包括飞机租赁）等有大量负债，其受益于投资主导增长的模式。不过，本文排除了“租赁和商业服务”这个行业，因为这一行业具有与金融服务相似的特征，而与一般的非金融企业行业有所差别。



资料来源：国家统计局、万得、中国人民银行、中国银监会、中国信托业协会、AMRO 估计

风险集中在若干行业，例如采掘业、房地产业以及钢铁企业，这是由于它们的利润和债务偿还能力出现下降。对于大多数行业来说，中国企业的负债-资产比率并没有上升，<sup>19</sup>而是保持相对稳定。这是因为企业在扩张和升级的过程中，在累积债务的同时也增加了资产。但是由于利润率下降，利息覆盖率有所下降，特别是采掘业和房地产业行业。

图 S3.6：各行业对债务与产值的比率



资料来源：国家统计局、万得、人民银行、银监会、信托业协会，AMRO

在工业部门中，<sup>20</sup>从某些指标看，国有企业的偿债能力要低于非国有企业。国家统计局数据显示，与非国有企业相比，国有企业的负债-资产比较高（图 S3.7），（毛）利润率（图 S3.8）和债务偿还能力较低（按照利息覆盖率计算，图 S3.9）。另外，在负债-资产比率和利润率方面，与 2008 年至 2010 年期间相比，国有企业与非国有企业之间的差距在 2014 年至 2016 年间也有所扩大。工业企业（特别是国有企业）的效率要低于非国有企业，部分原因是国企负有额外的社会责任，例如在养老、社区教育及医疗等方面的开支。即使这样，仅仅通过工业部门的这

<sup>19</sup>这里使用总负债对资产的比值，而不是“带息负债”对资产的比值，这是因为国家统计局没有公布带息负债这个财务指标。

<sup>20</sup>工业部门包括制造业、采掘业、电力、天然气和水务（公用事业的一个子行业）和建筑业。

些指标（包括利息覆盖率）衡量偿付能力存在有一定的局限性。这是因为，虽然大多数国有企业为投资规模大、较长时间回收资本及利润率低的上游行业，但它们比中下游行业更为稳定，且拥有大量固定资产来支持其偿付能力。

图 S3.7 国企与非国企：负债-资产比率

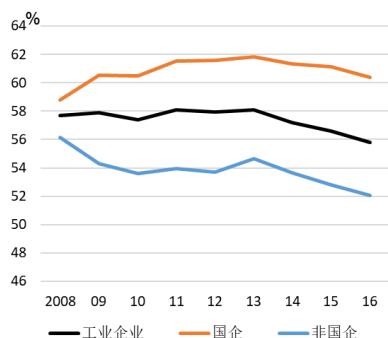


图 S3.8 国企与非国企：毛利润率

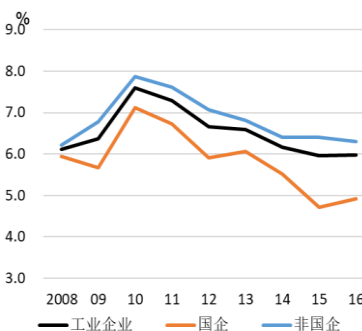
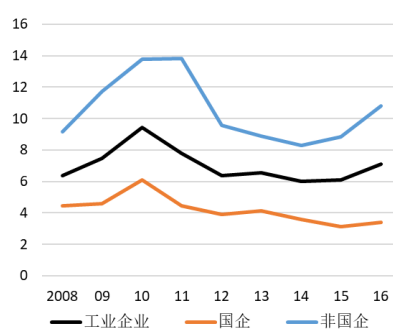


图 S3.9 国企与非国企：利息覆盖率



资料来源：国家统计局和 AMRO 估计

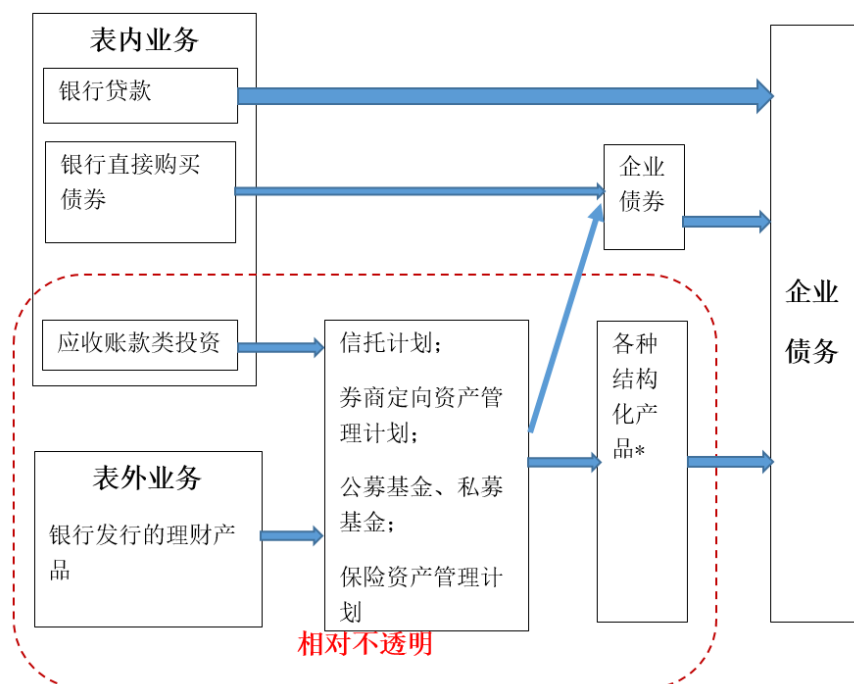
房地产行业 and 产能过剩行业的行业（尤其是采掘业）更多地依赖短期融资，这使它们面临较大的流动性风险。由于房地产行业的公司更多地依赖影子银行贷款，它们更容易面临流动性冲击，因为影子银行产品的期限通常很短，而且资金往来自银行间市场或理财产品。在债券市场中，产能过剩行业的企业（特别是煤矿企业）发行了更多的短期债券，<sup>21</sup> 这样要频繁地将债务展期，面临着债务展期风险。随着利率上升及对影子银行业务的监管的收紧，这些企业的再融资成本将上升。我们的分析表明，在中国的上市企业中，短期债务（一年以内）占总债务的比重超过 70%，高于全球其它国家的水平。

中小银行对风险较高的行业敞口较大，这些敞口有些通过传统银行贷款，有些通过影子银行和企业债券这两个途径。如图 S3.10 所示，除了银行贷款之外，银行也持有不少企业债券，并通过其表内及表外融资工具，展开影子银行业务，为企业提供信贷。如图 S3.11 所示，就传统银行贷款来看，中小银行对风险高的行业贷款数额更大，例如批发和零售业、房地产业和建筑业。另外，中小银行的影子银行业务庞大，而影子银行总体上更倾向于高风险行业，同时透明度较低，流动性风险较高，这样，中小银行更容易同时受到信用和流动性风险的影响。

中期来看，需要采取协同措施以控制企业债务-GDP 比率和减少企业部门和金融体系面对的风险。我们的研究表明，需要集中在两个主要方面制订应对政策：抑制企业债务上升的速度和降低薄弱行业企业对金融业产生的风险。需要在行业整体和子行业层面进行风险评估和监测。应继续推动结构性改革的政策，通过加强金融行业和财政方面的政策来控制企业债务和降低风险。债转股方案的推进和股票市场的发展将有助于减少企业对债务融资的依赖。应继续采取宏观审慎措施来限制房地产业等风险；应加强对影子银行业务的监管，同时鉴于一些中小银行对薄弱行业有较高的风险敞口，应加强这些机构的抗风险能力。在财政措施方面，决策者应继续提高地方政府融资平台的透明度，完善 PPP 机制，并利用适当的财政资源鼓励过剩行业去产能。

<sup>21</sup> 原因有以下几点：（1）对于煤炭等部分风险较高行业，投资者对较长期限的债券需求有限；（2）一些企业因为短期利率较低而倾向于短期借款；（3）对发行期限较短债券的监管比较宽松。

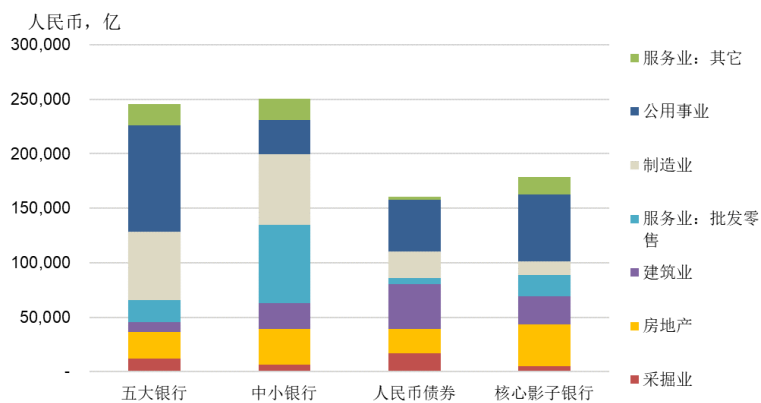
图 S3.10: 银行业产品与企业债务的关系



注: \*各种结构性产品的数额接近核心影子银行的数额。

资料来源: AMRO

图 S3.11: 企业债按照行业与融资渠道的分布 (截止 2016 年)



注: 不包括租赁和商业服务。其中, 采掘业、房地产和建筑业被认为是较薄弱的行业。

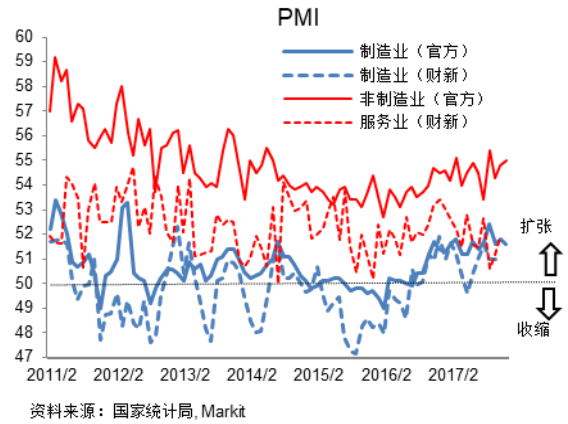
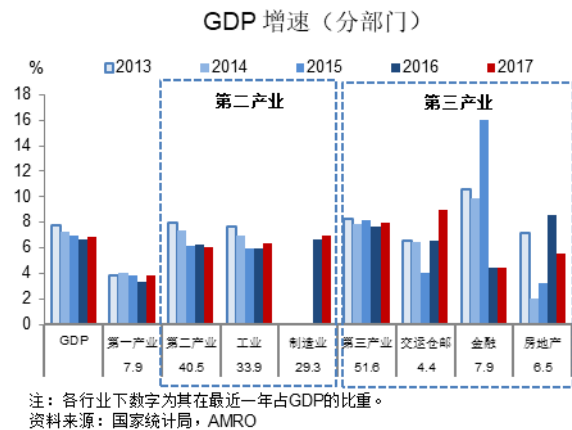
资料来源: 万得、彭博、中国人民银行、中国银监会、中国信托业协会、各大型银行财务报表和 AMRO 估计

附件

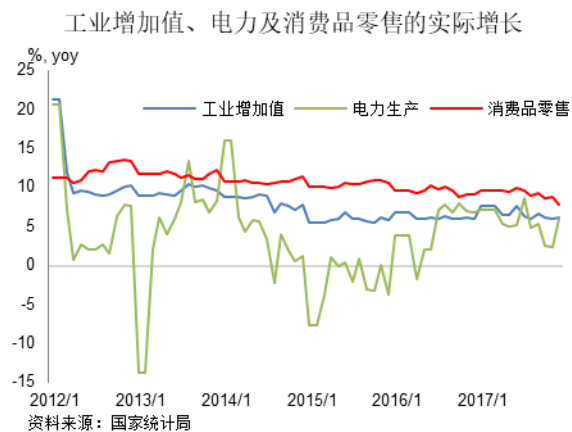
1. 主要经济指标图

附图 1. 经济增长与劳动力市场

增长驱动因素包括由于价格上涨和利润改善推动的工业扩张以及服务业增长。非制造业扩张的步伐快于制造业。



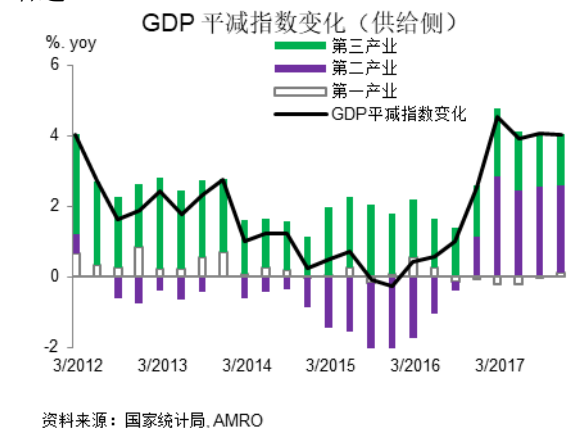
零售与工业增加值的增长相对平稳。



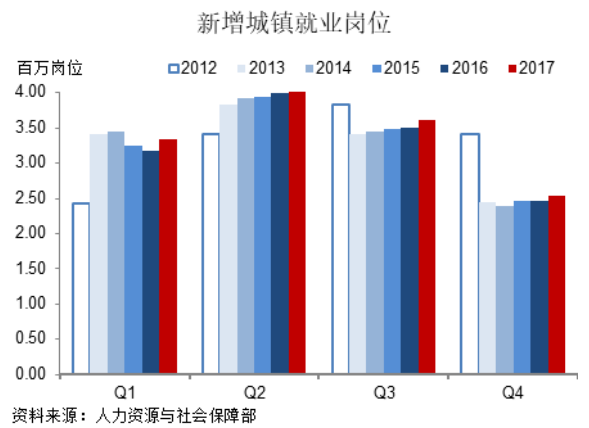
固定资产投资特别是私人投资增速继续放缓。



2017年，在服务业及工业品价格上涨的带动下，GDP平减指数增长加快，显示了较高的名义GDP增速。



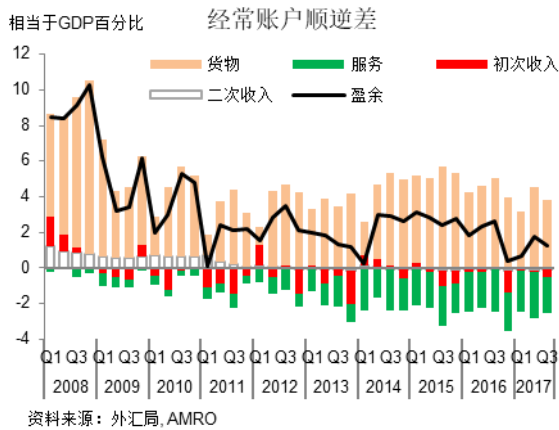
受益于放松行政审批及服务业扩张，新增就业岗位进一步增加。



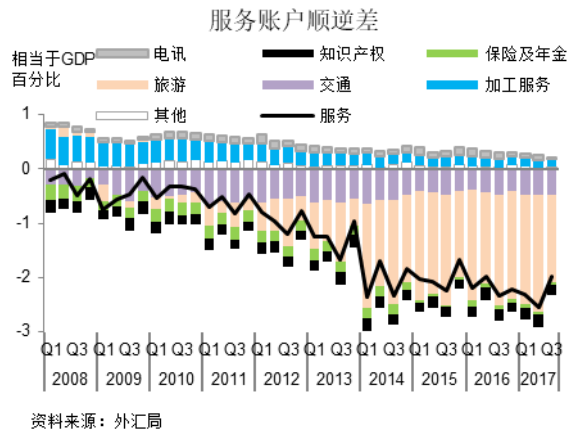


附图 2. 对外部门

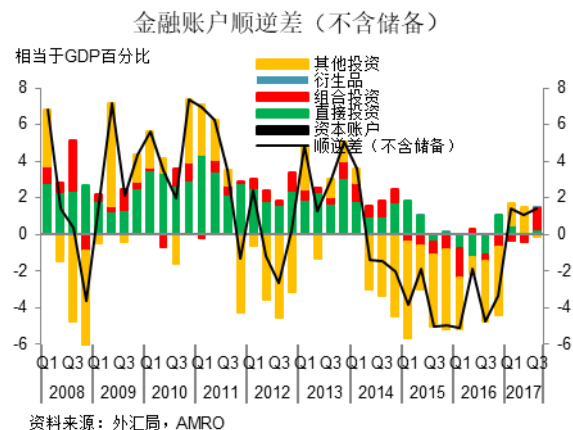
经常账户盈余继续收窄。



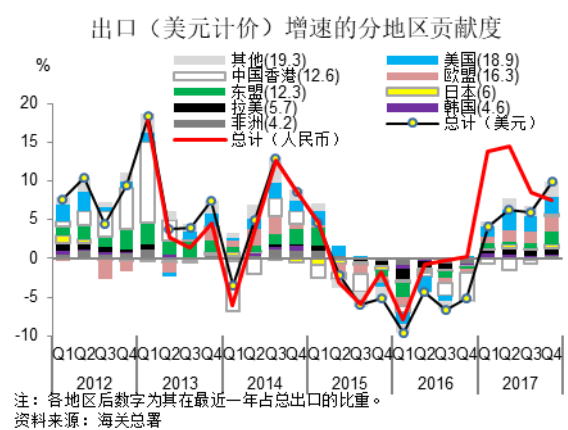
增长的境外旅游支出是服务贸易逆差的主要原因。



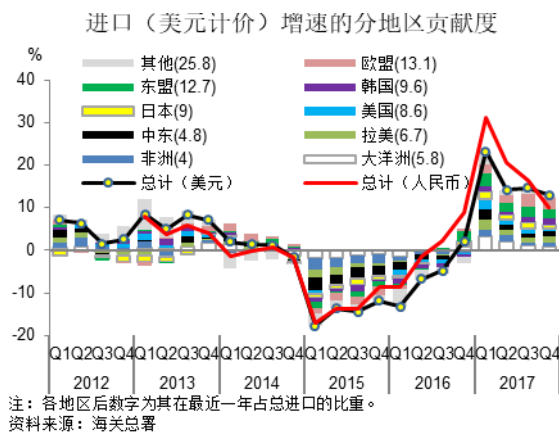
2017年，资本与金融账户四年来首次呈现顺差。



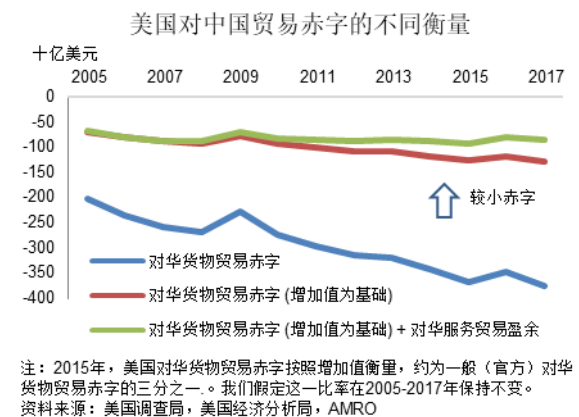
出口增长强劲，尤其是对美国及欧盟。



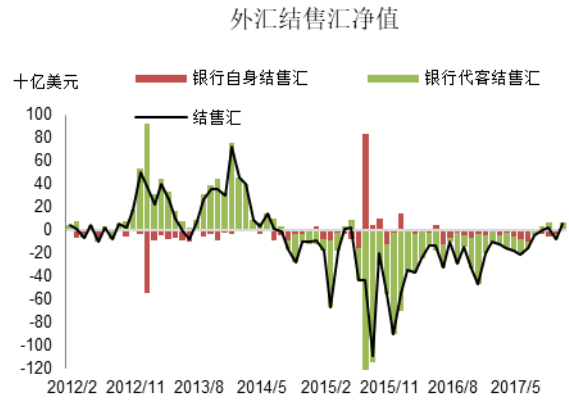
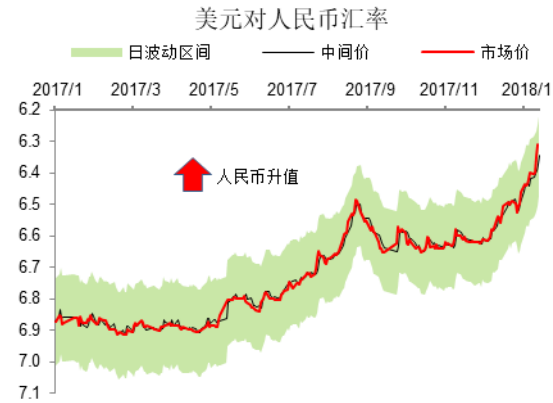
进口继续增长但自2017年初以来增速放缓。



按增加值衡量，美国对中国贸易逆差较小，如果考虑到服务贸易，则逆差更小。

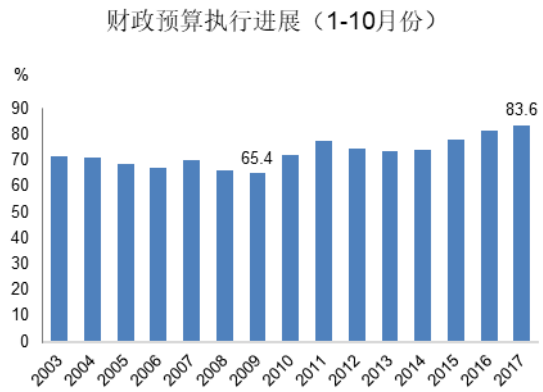
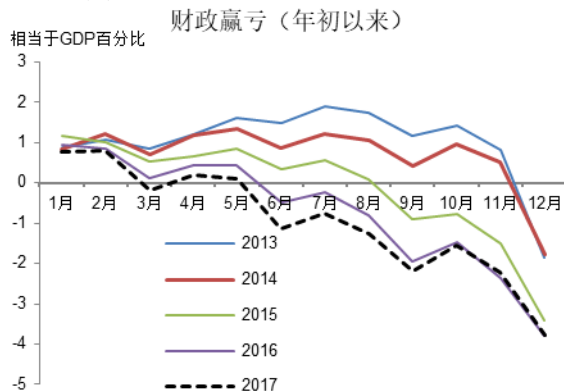


人民币对美元汇率在 2017 年 6-8 月及 2018 年 1 月升值，同时汇率灵活性增强。资本流出压力已经缓解。

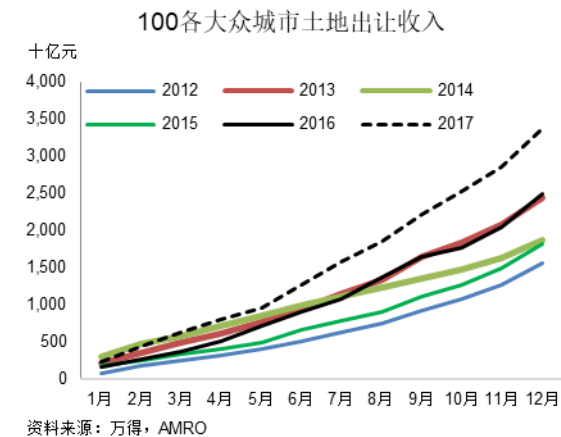


### 附图 3. 财政

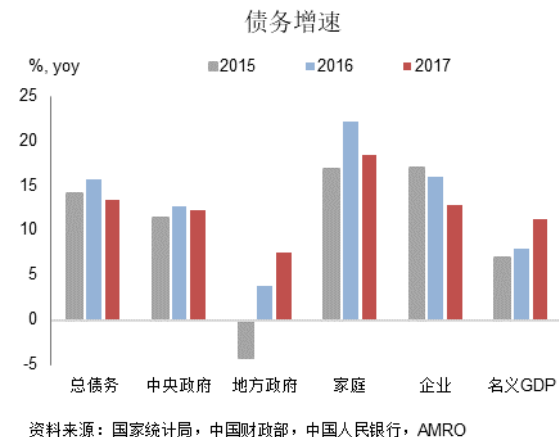
2017 年财政赤字（赤字相当于 GDP 比值）与 2016 年值接近。财政预算执行自 2014 年以来有所改善。



2017 年地方政府的土地出让金收入增长较快。

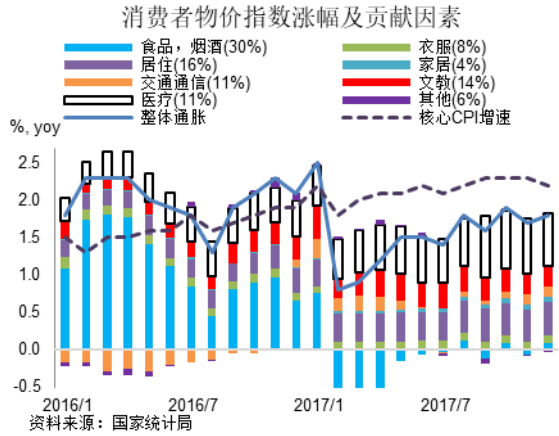


在控制债务增长政策措施等的的作用下，债务增速放缓。

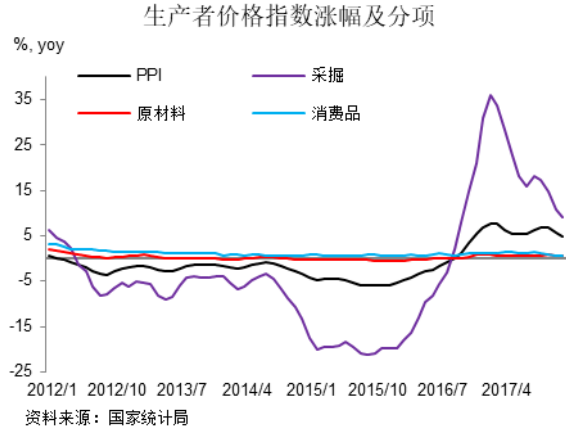


附图 4. 价格及货币政策

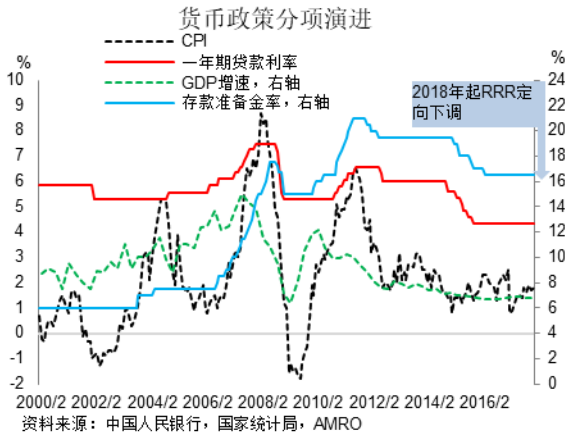
消费物价指数涨幅自 2017 年 2 月有所回升，但受食品价格低迷的影响总体上仍然处于较低水平。



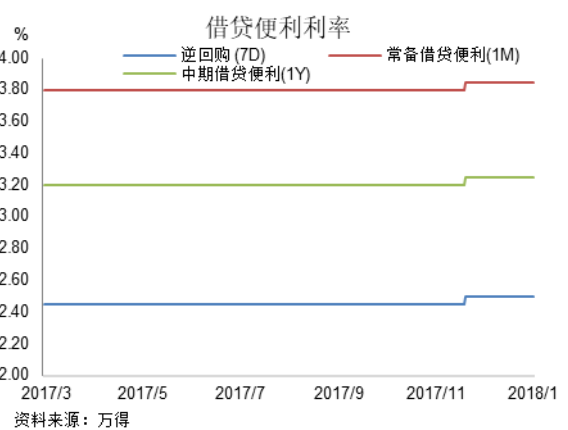
在 2017 年 2 月份达到 7.8% 的峰值后，PPI 通胀进一步放缓。



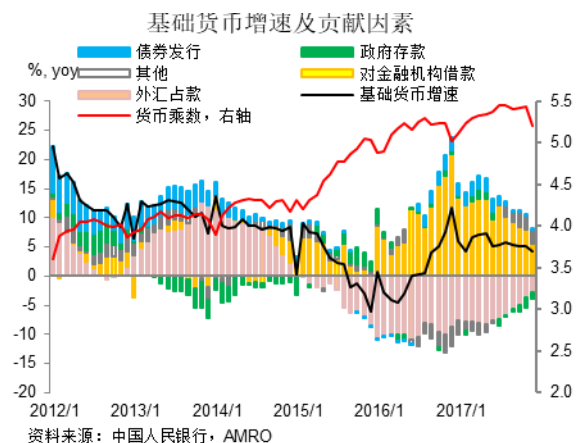
中国人民银行宣布从 2018 年 1 月起实施定向降准。



考虑到 2017 年 12 月美联储加息等因素，中国人民银行相应提高了逆回购和 MLF 利率。

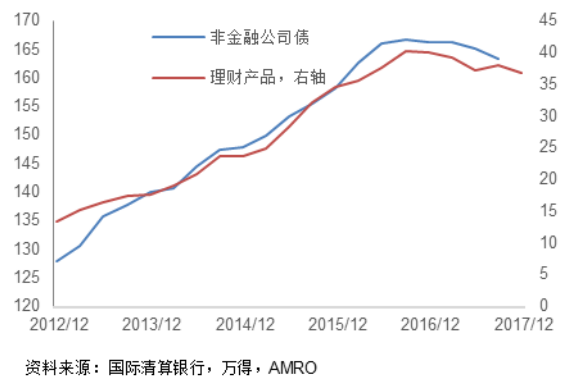


中国人民银行继续为金融机构提供流动性以支持基础货币供应。



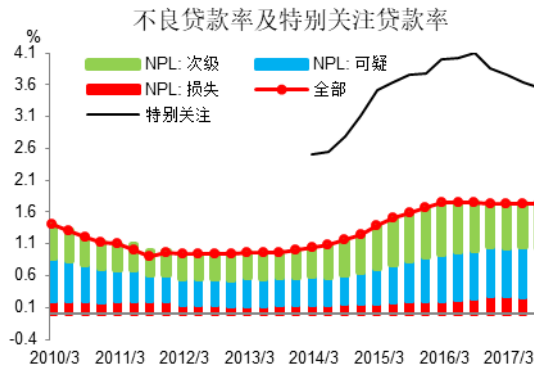
公司和金融部门的杠杆水平开始下降。

非金融企业债及理财产品规模（相当于GDP规模）



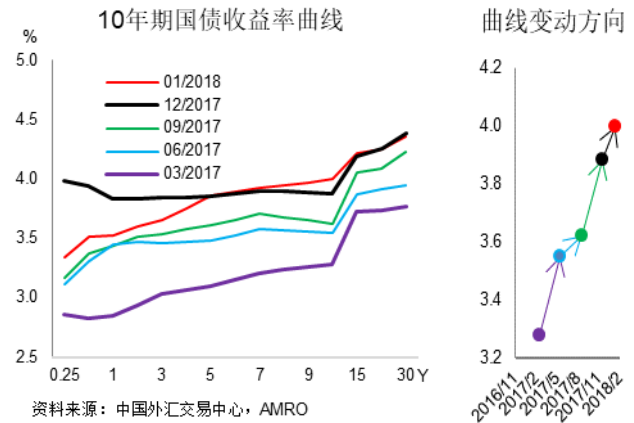
附图 5. 金融市场与房地产市场

与几个季度前相比，不良贷款率持平，而特别关注贷款（SML）率下降。



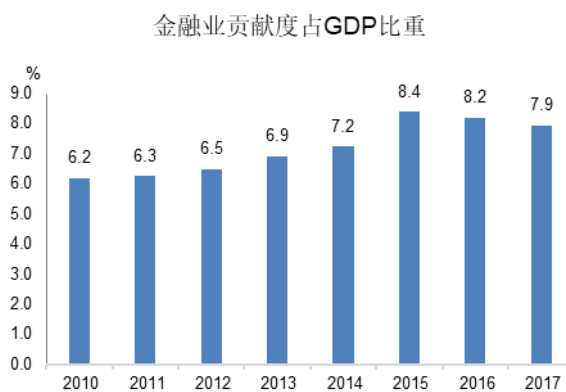
资料来源：中国银监会

2017年，由于流动性收紧，债券收益率上升。



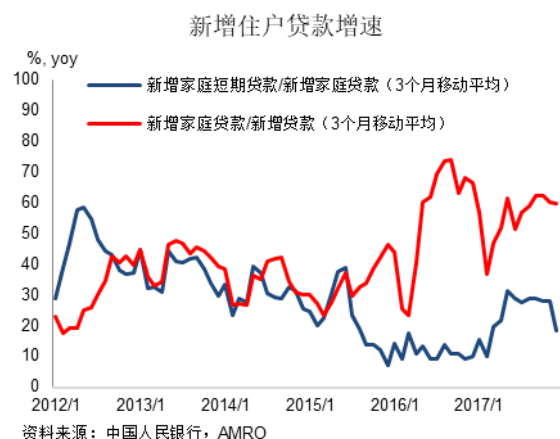
资料来源：中国外汇交易中心，AMRO

政策措施抑制了金融部门的杠杆增长，并导致金融部门的增长放缓。



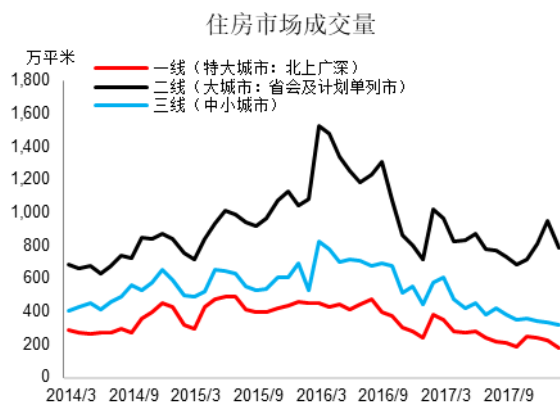
资料来源：国家统计局

2017年，家庭短期贷款的比重大幅增加。



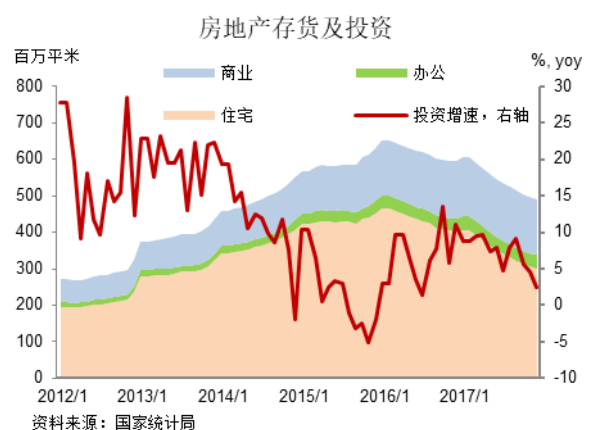
资料来源：中国人民银行，AMRO

房地产市场的交易有所下降，尤其在一线城市。



资料来源：万得，AMRO

库存自2016年以来有所下降，近期投资增长放缓。



资料来源：国家统计局

## 2. 主要经济数据表

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
						预测	
<b>实体部门</b>							
名义GDP (10亿人民币)	59524	64397	68905	74359	82712	90239	97954
名义GDP (10亿美元)	9686	10449	10964	11191	12250	14100	15070
实际GDP 增速 (% , 同比)	7.8	7.3	6.9	6.7	6.9	6.6	6.4
消费 (% yoy)	6.8	6.7	7.8	8.3	7.5	8.1	7.8
固定资本形成 (% , 同比)	9.0	7.1	6.0	6.0	4.7	4.7	4.6
PMI (制造业)	51.0	50.1	49.7	51.4	51.6		
PMI (非制造业)	54.6	54.1	54.4	54.5	55.0		
<b>就业市场</b>							
新增城镇就业 (百万)	13.1	13.2	13.1	13.1	13.5	13.0	13.0
城镇登记失业率 (%)	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	3.9	3.9
平均工资 (人民币)	51483	56360	62029	67569	74325.9		
平均工资增幅 (% , 同比)	10.1	9.5	10.1	8.9	10.0		
<b>对外部门</b>							
进口 (% , 同比, 根据美元值)	7.8	6.0	-2.6	-6.4	6.7	5.0	4.0
出口 (% , 同比, 根据美元值)	7.3	0.7	-14.4	-5.4	15.9	10.0	12.0
贸易盈余 (十亿美元)	261.4	380.1	601.7	547.1	438.0	367.8	220.4
贸易盈余 (相当于GDP份额, %)	2.7	3.6	5.5	4.9	3.6	2.6	1.5
经常账户盈余 (十亿美元)	148.2	236.0	304.2	202.2	136.5	155.1	150.7
经常账户盈余 (相当于GDP份额, %)	1.5	2.3	2.8	1.8	1.2	1.1	1.0
金融与资本账户盈余 (非储备, 十亿美元)	346.1	-51.4	-434.1	-416.4	148.5	42.3	30.1
金融与资本账户盈余 (相当于GDP份额, %)	3.6	-0.5	-4.0	-3.7	1.2	0.3	0.2
FDI (十亿美元)	123.9	128.5	135.6	133.7	136.3		
ODI (十亿美元)	107.8	123.1	145.7	196.1	...		
外债 (十亿美元)	863.2	1779.9	1383.0	1415.8	...		
外汇储备 (十亿美元)	3821.3	3843.0	3330.4	3010.5	3139.9		
汇率 (平均值, 对美元)	6.15	6.16	6.28	6.64	6.75		
<b>货币及价格</b>							
M2 (% , 同比)	13.6	12.2	13.3	11.3	8.1	8.0	7.5
社会总融资 (% , 同比)	17.5	14.3	12.6	12.8	12.0		
贷款 (% , 同比)	13.9	13.3	14.5	12.8	12.1		
贷款利率 (一年期, 期末, %)	6.0	5.6	4.4	4.4	4.4		
核心消费者价格指数 (期平均, % , 同比)	2.6	2.0	1.4	2.0	1.6	2.0	1.8
消费者价格指数 (期平均, % , 同比)	1.7	1.6	1.5	1.6	2.2		
生产者价格指数 (期平均, % , 同比)	-1.9	-1.9	-5.2	-1.4	6.3	3.0	2.5
<b>财政</b>							
收入 (% , 同比)	10.2	8.6	5.8	4.5	7.4	6.5	6.3
支出 (% , 同比)	11.3	8.3	13.2	6.3	7.7	7.0	6.0
收入 (相当于GDP份额)	21.7	21.8	22.1	21.5	20.9	20.4	19.9
支出 (相当于GDP份额)	23.6	23.6	25.5	25.2	24.6	24.1	25.6
财政盈余/赤字(相当于GDP份额)	-2.0	-2.1	-2.4	-2.9	-2.9	-2.6	-2.7
中央政府债务 (相当于GDP份额)	14.8	15.0	15.8	16.1	16.3		
<b>金融与房地产</b>							
上证综指	2116	3235	3539	3104	3307		
隔夜SHIBOR (%)	3.15	3.53	1.99	2.23	2.84		
10年期国债收益率 (%)	3.86	4.15	3.36	2.87	3.61		
银行资本充足率 (%)	12.2	13.2	13.5	13.3	13.7		
不良贷款率 (%)	1.00	1.25	1.67	1.74	1.74		
新建住房价格 (期平均, % , 同比)	5.9	2.6	-3.8	6.2	8.3		
二手房价格 (期平均, % , 同比)	3.2	1.1	-2.8	5.3	6.9		

注:

(i) 数据截至2018年1月26日

(ii) 自2005年起外债包括人民币形式外债

资料来源: 国家统计局, 财政部, 中国人民银行, 商务部, 人力资源和社会保障部, 中国海关, 中国银行业监督管理委员会, 国家外汇管理局, AMRO估算



## 3. 对监测数据充足性的初步评估

监测标准或主要指标	数据可得性 <sup>(1)</sup>	发布频率/及时性 <sup>(2)</sup>	数据质量 <sup>(3)</sup>	一致性 <sup>(4)</sup>	其他 <sup>(5)</sup>
国民账户	可得	季度 GDP, 月度 CPI 和 PPI, 月度工业生产, 月度固定资产投资, 月度零售贸易	自 2015 年以来, 中国实施了新的季度 GDP 核算测算	-	建议发布需求侧的更多实际 GDP 数据
劳动市场	可得	新增城镇就业季度数据和月度失业数据		-	可进一步提升准确性
国际收支平衡表及对外部门	可得	本季度结束后 3 个月内发布的季度 BOP 数据; 本季度结束后 3-4 周内的月度贸易数据。	净误差与遗漏有时数值较大	-	建议发布数据时间缩短
政府预算及债务/外债	可得	本季度结束后 3-4 周内发布月度财政数据。本季度结束后 3 个月内发布的季度外债数据。年度结束后 6 个月内公布年度政府未偿还债务数据。	-	-	
货币供应及信贷增长	可得	本月份结束后的 2-4 周内发布月度数据	-	-	-
金融部门稳健性	可得	本季度结束后 3 个月内发布的季度数据	-		建议发布数据时间缩短
国有企业数据	部分数据可得	-		-	建议定期发布详细数据

注:

(1) 数据可得性是指官方数据是否可通过任何公开方式获取。

(2) 报告频率是指发布数据的周期; 及时性是指发布数据的时长。

(3) 数据质量是指定方法下得出的数据准确性和可靠性程度。

(4) 一致性是指数据序列本身内部的一致性, 以及与同一类别或不同类别的其他数据序列的横向一致性。

(5) 其他标准也可能适用, 包括且不限于数据充足性的潜在改进领域。

(6) 2015 年 10 月, 中国宣布采用基金组织的数据公布特殊标准 (SDDS), 这将有助于改善宏观经济数据质量。

资料来源: AMRO 工作人员汇编。该初步评估将构成 EPRD 数据库的“数据充分性补充评估”。