

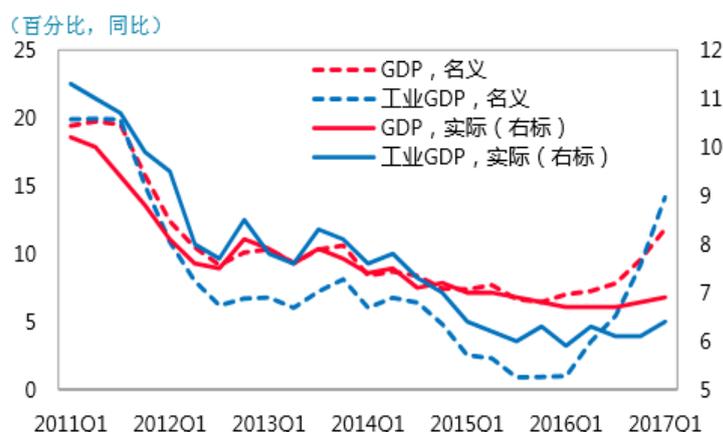
IMF 的“中国体检报告”

国际货币基金组织 (IMF) 近日发布 2017 年中国第四条磋商工作人员报告。该报告认为，刺激政策使中国经济增长强劲，但经济脆弱性依然较高，且中期压力将上升。IMF 建议，未来中国政策应关注转换增长引擎，维持强劲、包容性以及绿色的增长。

背景篇：刺激政策使经济增长强劲，但脆弱性仍高

中国 2016 年的 GDP 增速为 6.7%，低于 2015 年 6.9% 的水平。尽管如此，实际 GDP 增速自 2011 年初以来持续放缓的趋势有所扭转，并从 2016 年下半年开始呈现出增长态势。从需求方面看，中国 2016 年的劳动力市场依然偏紧，消费增强。得益于公共基础设施建设的持续快速增长，投资保持强劲。从供给方面看，主要大宗商品价格大幅回升，工业生产趋稳。

图 1 实际 GDP 增速趋于稳定，名义 GDP 增速加快



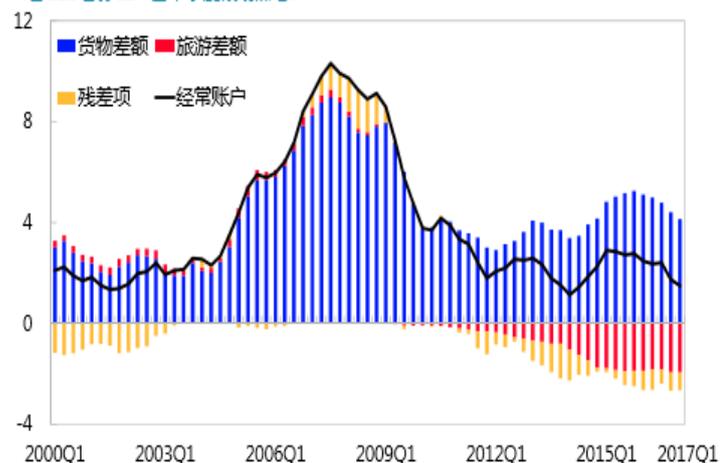
来源：Haver Analytics。

国内需求增强 缓解了中国的外部失衡。
2016 年，经常账户顺差与 GDP 之比下降了

近一个百分点至 1.7%。这是因为货物进口大幅回升，旅游流出保持强劲。经常账户缺口的缩小一定程度上反映了财政和信贷放松的影响。

图 2 经常账户顺差接近 15 年来的最低水平

经常账户顺差接近15年来的最低水平
(占GDP百分比, 四个季度滚动加总)



来源: CEIC数据有限公司; 以及基金组织工作人员的估计。

中国政府在 2015 和 2016 年初放松了房地产宏观审慎政策，这促进了住房库存的减少。从供给侧改革方面看，中国政府完成了煤炭和钢铁行业的产能削减目标，重组了一些薄弱的国有企业，并执行了更严格的环保规定。这些措施促使生产者价格和工业利润回升。

图 3 住宅房地产库存率下降

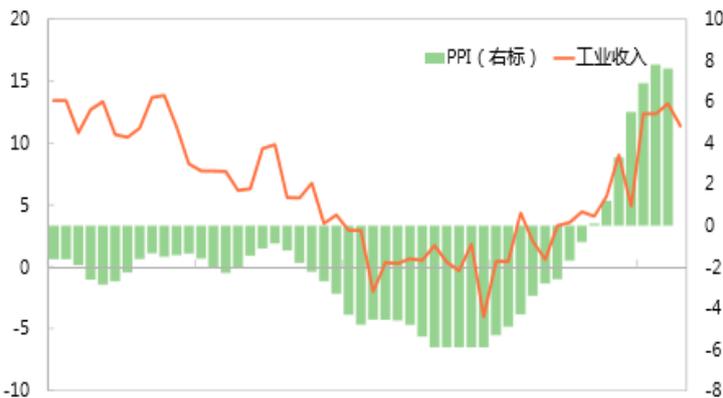
住宅房地产库存率下降
(年数)



来源: 当地房管局, Wigram Capital Advisors, 基金组织工作人员的估计。

图 4 生产者价格指数驱动工业收入的恢复

生产者价格指数 (PPI) 驱动工业收入的恢复
(百分比, 同比增长, 三个月移动平均值)



来源: CEIC数据有限公司; 以及基金组织工作人员的估计。

2016 年下半年至 2017 年初，中国政府开始收紧涉及房地产部门的宏观审慎政策。受此影响，一线城市房地产价格上涨速度放缓。同时，中国政府加大对金融部门风险的监控力度，如人民银行首次将“宏观审慎评估”的范围扩大到表外业务，银监会连续发布文件以减少金融产品之间的监管套利。到目前为止，这些措施的主要影响是金融条件

收紧，金融部门内的信贷大幅下降。

图 5 一线城市房地产价格上涨速度放缓

一线城市房地产价格上涨速度减缓
(百分比, 同比增长, 三个月移动平均值)



图 6 银行间利率急剧上升

利率的上升
(百分比)

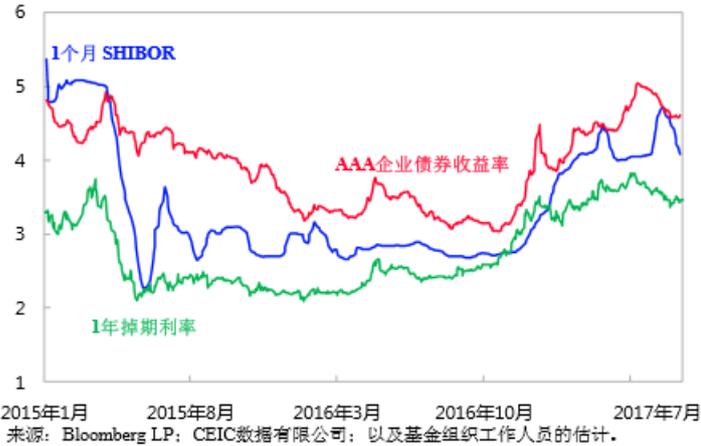
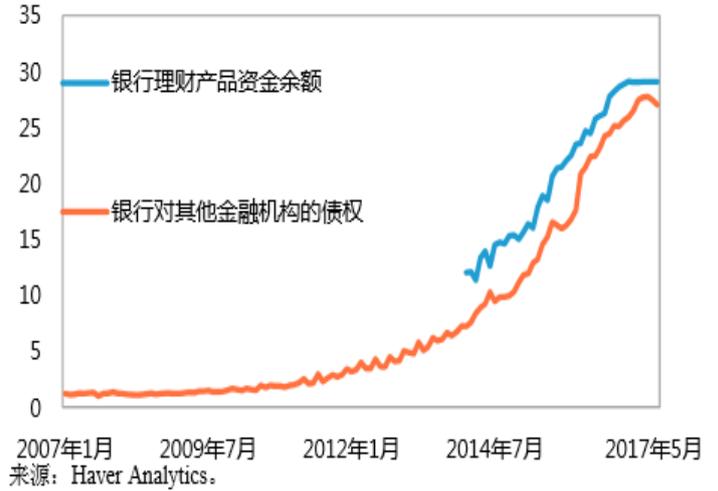


图 7 金融部门内的债权不再增长

金融部门内的债权不再增长
(万亿人民币)



除了收紧金融条件，中国政府还采取措施进行外汇干预。此外，针对资本流出（包括对外直接投资和离岸人民币贷款），中国政府执行了更严格的资本流动管理措施。受此影响，资本外流显著减缓。

图 8 2015 年末至 2017 年初，人民币汇率中间价总体呈下降态势

过去的升值幅度几乎被逆转

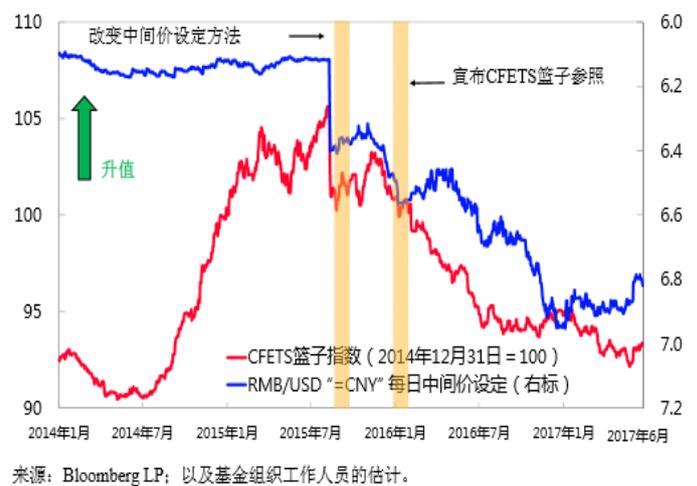
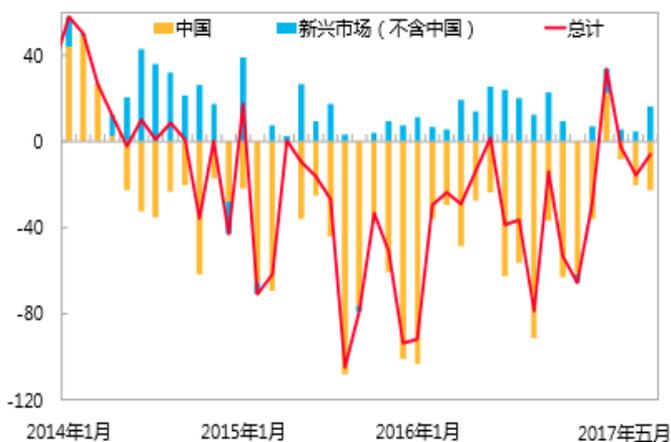


图9 资本外流显著放缓

资本外流显著减缓
(十亿美元)



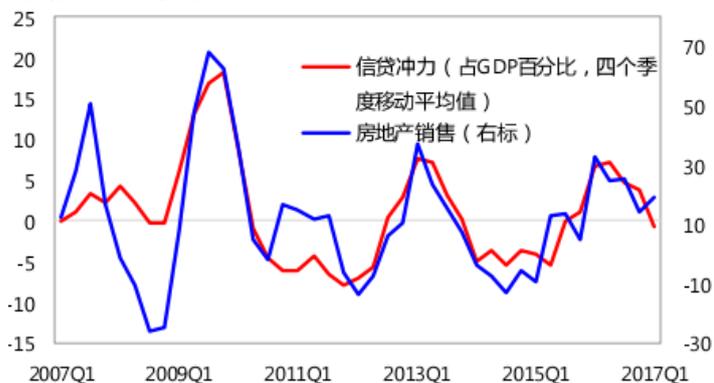
来源：国际金融协会；以及基金组织工作人员的估计。

展望篇：近期前景增强，中期压力上升

IMF 预测中国经济 2017 年增长 6.7%，高于去年发布第四条磋商时的 6.2%。但由于最近采取的监管措施，信贷扩张势头减弱。在国内需求旺盛且贸易条件恶化的情况下，经常账户顺差与 GDP 之比预计将下降 0.3 个百分点至 1.4%。

图10 信贷冲力开始影响房地产

信贷冲力开始影响房地产
(百分比，同比增长)



1/ 信贷冲力是指过去四个季度经调整的社会融资总量的流量与GDP之比的变化。

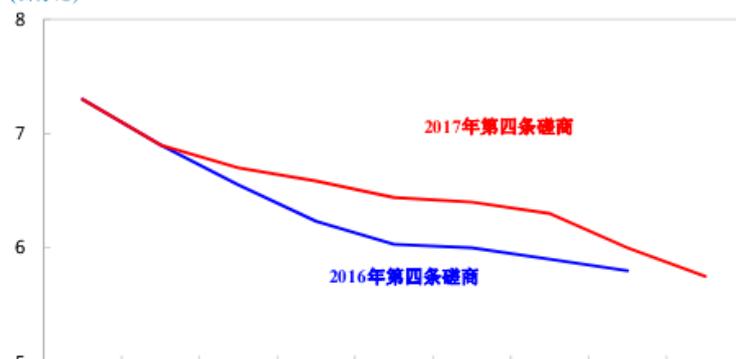
来源：Haver analytics和基金组织工作人员的估计。

相较于 2016 年的第四条磋商报告，IMF 上调 2018-2020 年平均 GDP 增速预测至

6.4%。中国可以实现 2020 年较 2010 年实际 GDP 翻番的目标，但代价是公共和私人债务进一步大幅增加。

图11 实际 GDP 增长路径的向上调整

实际GDP增长路径的向上调整
(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。

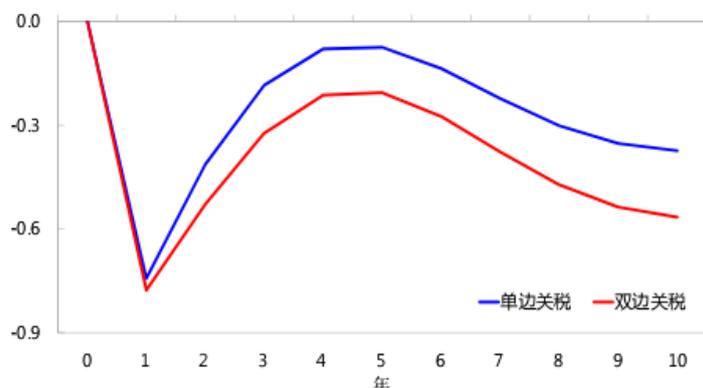
在此基线预测下，一个主要推论是中国正在动用宝贵的财政政策空间支持一条再平衡调整进程更加缓慢、发生急剧调整的概率更大的增长路径。这种潜在调整可能由几个风险触发。

其一，跨境一体化进程倒退。模型显示，如果美国对中国出口征收 10% 的关税，且中国允许实际汇率做出调整，中国的实际 GDP 增速在第一年将下降 1 个百分点左右。如果中国采取报复行动，那么其实际 GDP 增速将进一步收缩。

图 12 关税报复进一步降低 GDP 增速

关税报复进一步降低GDP

(相比基线的百分比变化：对美国进口的中国货物征收10%关税对中国GDP的影响)



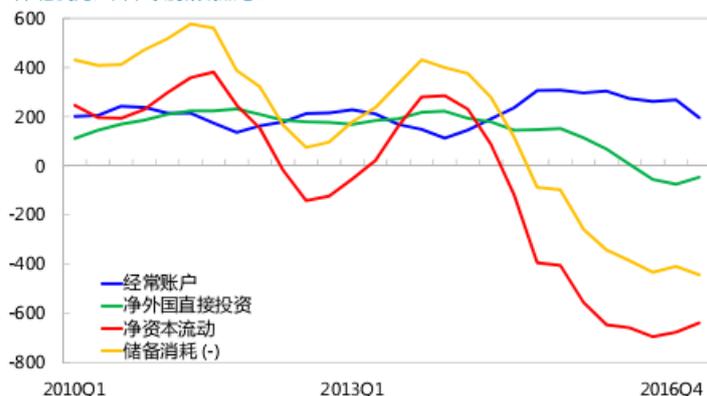
来源：基金组织工作人员的估计。

其二，资本外流。美元利率正常化速度超预期、中国增长显著减弱都会使汇率再度面临压力。但由于资本流动管理措施、国有银行在外汇市场的主导地位及外汇储备充足，中国外汇储备大量流失甚至汇率出现破坏性贬值的风险在短期内的可能性较小。

图 13 空前水平的资本外流

空前水平的资本外流

(十亿美元，四个季度滚动加总)



来源：CEIC 数据有限公司；以及基金组织工作人员的估计。

IMF 认为，如果当局不再那么强调增长目标，经济增速可能会低于预测，但将更可持续。在“积极主动”情景中，中国若能实施两项关键改革，就有可能将 GDP 增长

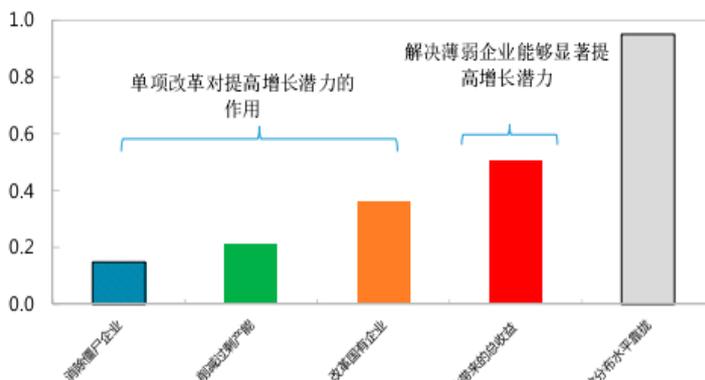
稳定在高于中期基线预测的水平上。

一是中国在处理薄弱企业和在效率上向国际先进水平看齐方面取得更大进展（估计该努力将在长期内使生产率对经济增长的贡献程度提高 1 个百分点左右）；二是中国调整财政政策，为经济从投资转向消费的再平衡提供支持。具体包括增加医疗、教育和社保支出，减少基础设施投资，降低土地出让和社保缴款的比重，提高个人所得、财产和环境税，增加国有企业利润上缴，大幅提高化石燃料税和污染税（如碳税和燃煤税）等。

图 14 通过解决薄弱企业来改善资源配置 有助于提高增长潜力

通过解决薄弱企业来改善资源配置，有助于提高增长潜力

(百分比，每年)



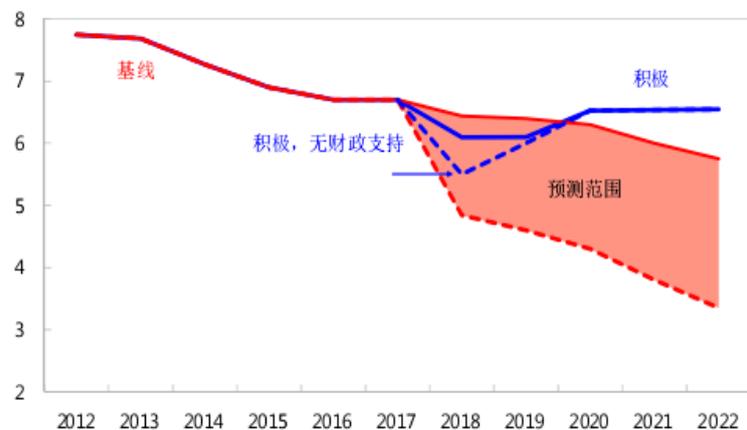
来源：Hsieh 和 Klenow (2009年)；基金组织《财政监测报告》(2017年)；国家统计局；以及基金组织工作人员的估计。

短期内，处置薄弱企业和减少投资的改革可能对产出和就业造成不利影响。积极改革情景下的增长路径是不确定的，取决于改革的深度、推进速度和顺序、周期性波动、外部条件等。

图 15 增长前景下的下行风险增加

增长前景的下行风险增加

(百分比, 同比增长率)



来源: CEIC数据有限公司; 以及基金组织人员的估计和预测。

中国当局认可 2017 年的增长可能会略高于 6.5% 的全年目标的判断。从中期看, 尽管当局同意其设定的实际 GDP 到 2020 年相较 2010 年翻番的目标很可能会实现, 但认为到目前为止的债务累积是可控的, 并且随着改革措施发挥效果, 债务累积步伐会进一步放慢。他们认为外部环境面临诸多不确定因素, 如全球需求意外下降, 或全球化进程出现倒退。

政策篇: 转换增长引擎, 维持强劲、包容性、绿色的增长

IMF 建议, 未来中国政策应关注: 转换增长引擎, 维持强劲、包容性以及绿色的增长。具体可以从四个方面推进。

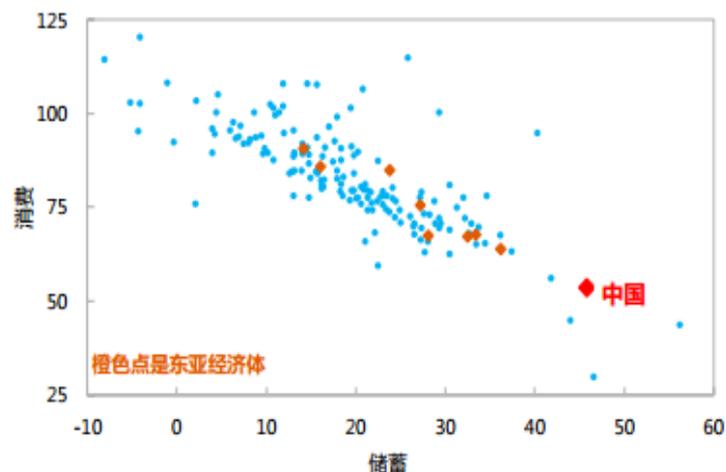
**一、改善资源分配, 促进可持续增长
过高的储蓄**

IMF 认为, 低消费和高国民储蓄导致中国人的福利较低、投资和债务过高。

图 16 在储蓄和消费方面, 中国情况与其他国家显著不同

在储蓄和消费方面, 中国情况与其他国家显著不同

(占GDP百分比, 155个国家)



来源: 《世界经济展望》; 以及基金组织工作人员的估计。

虽然储蓄将随人口变化逐渐减少, 但有针对性的结构性改革 (特别是财政改革) 能帮助进一步提振消费并降低收入不平等。改革的优先项包括:

- 增加税收制度的累进性。
- 进一步增加对贫困家庭的社会转移支付。
- 继续增加公共医疗、养老和教育支出。
- 应增加国有企业向国家预算缴纳的利润。

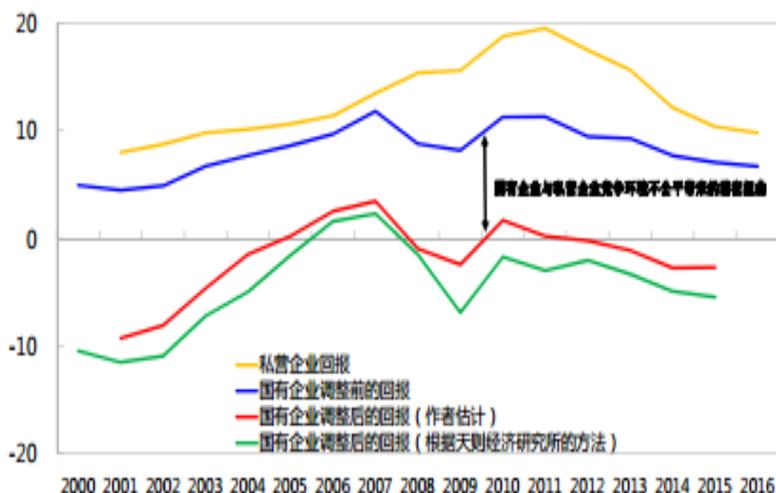
国有企业改革和改善竞争

国有企业相比私人部门存在结构性低效, 这降低了整个经济体的生产率。

图 17 国有企业股本回报率低

国有企业股本回报率低

(总所有者权益的净回报：百分比)



来源：统计年鉴（2015年）；天则经济研究所（2015年）；以及基金组织工作人员的估计。
 基于工业国有企业名义利润，减去财政补贴、通过使用土地和自然资源得到的隐性支持以及较低的隐性融资成本。

尽管国有企业改革被认为是政府的首要任务且已取得了一定进展，但国有企业改革仍应加快推进。国企改革过程中仍存在以下问题：在历经多年裁员后，国有企业在全球金融危机后开始增长；“混合所有制”改革（允许私人资本投资于政府经营的企业）等加强国有企业治理的举措仍处于起步阶段；解决不可持续债务的工作正在进行中，但尚未完成；虽然高层做出了若干声明（如限制外资投资的行业数量将从 93 个减少到 63 个），但在让国有企业面临更多竞争这一方面，目前的进展似乎很少，这是因为改革措施有限且实施缓慢。

IMF 表示，虽然严格地说，私有化并不是改善资源配置的必要条件，但“竞争中性”显然是必要的。

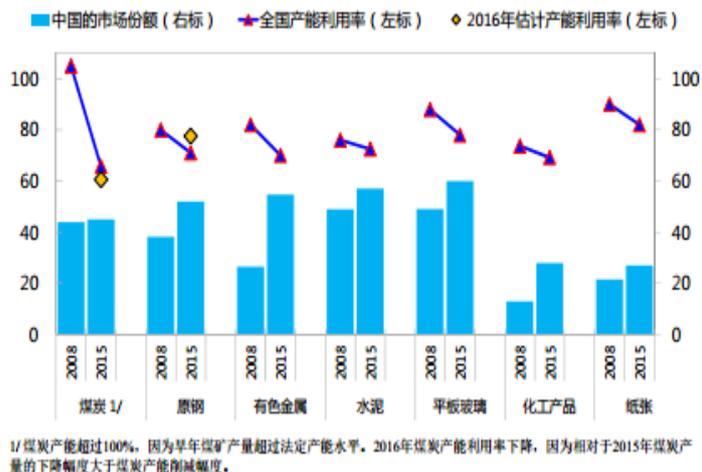
产能过剩

虽与国有企业的角色有关，但产能过剩问题横跨了公共和私人部门，且具有国内和国际两个层面。

图 18 产能过剩：利用率下降和高全球份额

产能过剩：利用率下降和高全球份额

(占法定产能的百分比 (左标) 和全球产量的百分比 (右标))



1/ 煤炭产能超过100%，因为早年煤矿产量超过法定产能水平，2016年煤炭产能利用率下降，因为相对于2015年煤炭产量的下降幅度大于煤炭产能削减幅度。

IMF 认为，中国已在削减过剩产能方面取得了初步进展，未来应更多依靠市场力量扩大、深化改革。

图 19 削减过剩产能

削减过剩产能

	实际				目标		
	2013	2014	2015	2016	2016	2017	2018-20
原钢							
产能 (百万吨) 1/	1,082	1,160	1,200	1,144	1,155	1,104	1,097
就业 (百万) 2/	4.9	4.7	4.2	3.8	3.9	3.5	2.9
煤炭							
产能 (百万吨) 1/	-	-	5,700	5,410	5,450	5,370	5,160
就业 (百万) 2/	5.3	4.9	4.4	4.0	4.2	3.9	3.9

来源：CEIC数据有限公司；WIND；以及基金组织工作人员的估计。

1/

宣布的官方目标是相对于2015年水平的净变化。这些目标是工作人员对宣布的目标所隐含的产能目标水平的估计

2/

对于煤炭和钢铁行业，当局打算在2017年减少50万就业岗位（中期内总计180万工人）。根据2015年就业水平，这里假设2016年削减目标是总目标的五分之一。2016年之后是根据近期报告得出的预测数，不是目标。

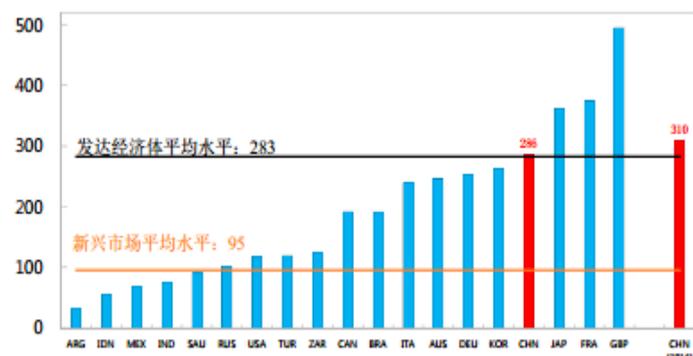
二、跟踪金融稳定风险

目前，中国的银行业规模已经跻身世界最大之行列。近年来中国银行业的快速增长，既体现在对实体经济信贷的增长上，也反映了金融行业内部债权的增加。这些敞口的规模、复杂性和相互关联程度不断增加，使风

险急剧上升。

图 20 银行部门的规模处于世界前列

银行部门的规模处于世界前列 (占GDP的百分比, 2015年)



注：阿根廷、中国、印度、沙特阿拉伯和美国是非标准报表。所有其他国家按标准报表报告数据。

来源：国际清算银行，以及基金组织工作人员的估计。

非金融私人部门债务

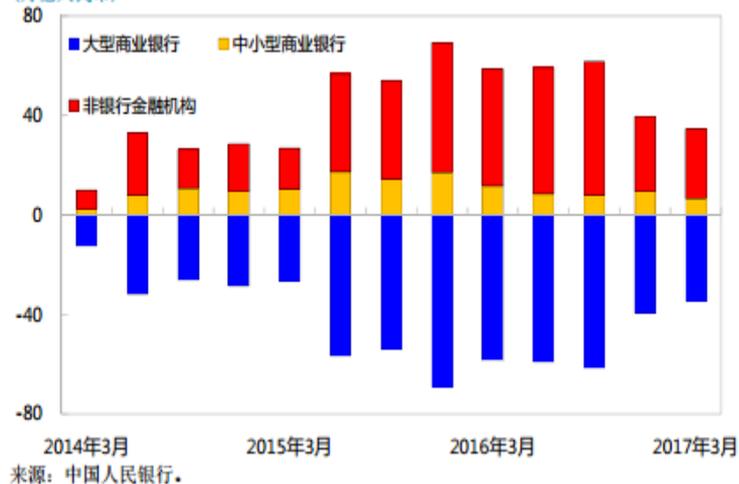
中国非金融部门债务的近期增长，引发了各方对中期宏观经济稳定性的担忧。去年，中国已开始推出重要的初步措施，促进私人部门去杠杆。IMF认为，鉴于经济增长势头较好，现在是大力实施去杠杆措施的时候了。去杠杆应集中在存量债务和流量债务两方面。

金融体系内部信贷的规模及复杂性

金融部门内部的巨大信贷存量给金融稳定持续带来了重大风险。这些风险敞口存在资本、流动性和复杂性等问题。

图 21 大银行在批发市场上向小银行和非银行金融机构提供资金

大银行在批发市场上向小银行和非银行金融机构提供资金 (万亿人民币)



来源：中国人民银行。

因此，IMF认为，中国近期收紧监管的做法至关重要。即便这意味着会带来一定程度上的金融紧张及增长放缓，也应该继续下去。目前正在开展的金融部门评估规划将提供工作人员有关金融部门框架、风险及建议的全面评估。

三、更可持续的宏观政策组合应在转型中发挥出关键作用

IMF认为中国应综合使用财政政策、货币政策和汇率管理等宏观政策。

财政政策方面

中国拥有一定的财政空间，但空间的大小取决于是否将预算外投资的负债考虑在内。未来的财政政策应以支持再平衡为目的，促进向新增长模式的过渡。首选的做法包括：能加快再平衡进程的财政改革、逐渐降低“增扩”赤字以及降低经济转型在中短期的成本。

货币政策方面

IMF表示，如果核心通胀继续上涨，逐渐取消宽松的货币政策将具有合理性。

汇率管理方面

自2015年以来，中国已经采取了包括：

确立了参考篮子、减少了干预、汇率大体符合预期、抑制了贬值预期等措施，使中国（即使是近期）在增加汇率弹性方面准备更为充分。然而，过去一年中针对外汇流动和汇率的行政管制措施有所增多，IMF 认为，中国应继续努力促进汇率的市场化形成机制和提高汇率灵活性。

中国拥有 3 万亿美元的外汇储备，这远远超出了继续缓步转向浮动汇率制这一进程的所需水平。

图 22 储备远远超过相关充足性尺度



来源：基金组织工作人员的估计。

此外，虽然进一步推进资本账户开放在中期是可取的，但应谨慎确定其顺序。

“一带一路”倡议可增进多国在贸易、投资和金融方面的合作，为该地区带来亟需的基础设施和互联互通。

四、推进政策框架的现代化

IMF 建议应从三个角度推进政策框架的现代化：

1、财政框架

应深入推进当前的财政框架改革，以支持消费、减少不平等并确保中期债务可持续。随着改革的不断推进，一些问题有待研究，

如目标明确的收入和支出规模、责任分配、政府间转移以及融资。

2、货币政策框架

中国在向更为市场化的经济转型中，需要在货币政策框架现代化方面继续取得进展，主要包括政策目标、主要政策工具和政策沟通三个方面。

3、数据框架

IMF 认为，重要的数据缺口仍然存在，这对政策制定和政策信誉、基金组织的监督工作以及中国对二十国集团的承诺造成了不利影响。体现在：

- 覆盖面。一些关键性的数据仍然缺失，包括按照支出（如消费、投资、出口及进口的季度数据）和供给（如对“其他服务”和“工业”进行分解）划分的实际 GDP 的完整细分数据。

- 完整性。当局已出台重大举措来提高数据的完整性，包括近期出台的《中国统计法》实施条例。持续贯彻这些法规十分重要。

- 准财政行为。对所有类型的公共投资（如地方政府融资平台、公私合营模式、政府指导性基金）开展密切监测十分必要，这既是为了避免公共债务可能出现的突然上升（如 2014 年），也是为了评估公共政策对总需求的影响。

- 政策沟通。在发布数据的同时开展更为详细的政策沟通，将提高透明度和信誉。