

中国

经济报告

东盟与中日韩宏观经济研究办公室(AMRO) 著

CHINA'S ECONOMIC REPORT

2018年5月

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

中国经济报告

东盟与中日韩宏观经济研究办公室 (AMRO) 著

中国财经出版传媒集团

 经济科学出版社
Economic Science Press

图字：01-2018-2692

图书在版编目(CIP)数据

中国经济报告 / 东盟与中日韩宏观经济研究办公室

著. —北京：经济科学出版社，2018.5

书名原文：AMRO China's Economic Report

ISBN 978-7-5141-9263-6

I. ①中… II. ①东… III. ①中国经济—研究报告
IV. ①F12

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第089597号

©ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, 2018

责任编辑：孙怡虹 杨 洋

责任校对：杨 海

责任印制：王世伟

中国经济报告

东盟与中日韩宏观经济研究办公室(AMRO) 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲28号 邮编：100142

总编部电话：010-88191217 发行部电话：010-88191522

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

天猫网店：经济科学出版社旗舰店

网址：http://jjkxcbs.tmall.com

北京中科印刷有限公司印装

880×1230 16开 7.75印张 205000字

2018年5月第1版 2018年5月第1次印刷

ISBN 978-7-5141-9263-6 定价：66.00元

(图书出现印装问题，本社负责调换。电话：010-88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话：010-88191586)

电子邮箱：dbts@esp.com.cn)

报告一 中国经济磋商报告 / 1

摘 要 / 3

1. 近期经济形势及展望 / 6

1.1 实体经济和增长前景 / 6

1.2 对外部门 / 8

1.3 财政政策 / 11

1.4 价格走势 / 12

1.5 货币政策与金融监管 / 12

1.6 金融和房地产市场 / 14

2. 风险、脆弱性和挑战 / 17

2.1 高企的债务 / 18

2.2 金融杠杆 / 19

2.3 与PPP项目相关的潜在风险 / 20

2.4 地方政府融资平台 / 20

3. 政策讨论 / 22

3.1 财政政策和地方政府债务 / 23

3.2 货币政策与金融监管 / 24

3.3 结构性改革和控制企业债务 / 25

专题A：中国汇率制度改革进程 / 27

专题B：中国与东盟日益深化的经济联系及其潜在溢出效应 / 31

附录A：主要经济指标图 / 38

附录B：主要经济数据表 / 43

附录C：对监测数据充足性的初步评估 / 44

报告二 中国企业债务：宏观与行业风险评估 / 45

缩略语 / 47

摘 要 / 49

1. 引言 / 52

2. 总论 / 54

2.1 国际比较 / 54

2.2 中国债务总额和企业债务的近期发展 / 56

2.3 驱动企业债务增长的因素 / 58

3. 行业风险评估：债务集中度和债务风险 / 61

3.1 企业债务的行业集中度 / 61

3.2 企业债务风险评估 / 62

4. 企业债务对金融部门带来的风险 / 74

5. 债务增长趋势模拟 / 77

5.1 国有企业与私营企业的不同特质 / 77

5.2 模型概述 / 78

5.3 基准情景 / 79

5.4 结构性改革不同进度的情景 / 81

6. 结论和政策建议 / 85

6.1 结论 / 85

6.2 政策建议 / 86

专题A：海外外币债券融资及其风险 / 90

专题B：中国政府及有关机构对中国企业债务发展现状及应对政策的看法 / 92

专题C：遏制企业债务的措施 / 94

附录A：关于中国企业债务和相关问题的文献汇总 / 95

附录B：对中国整体非金融企业债务结构及总量的估算 / 99

附录C：行业分类 / 101

附录D：各行业债务估算 / 103

附录E：企业层面的数据处理 / 108

附录F：债务模拟模型和数据 / 110

附录G：债务模拟的补充说明 / 112

参考文献 / 116

报告一

中国经济磋商报告

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、评估及向成员政府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中国政府的重要会议。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. 磋商团代表AMRO感谢中国政府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与中日韩宏观经济研究办公室(AMRO)的观点,并不一定代表其成员政府的观点。AMRO及其成员均不对使用报告信息的后果承担责任。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。

—

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。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。因此，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 将增长 6.6% 左右。主要推动力来自稳定增长的私人消费和服务业以及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，经常账户与资本和金融账户均为顺差。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，另一方面政府也采取措施引导信贷支持实体经济中的特定部门。CPI通货膨胀一直保持在低位，而PPI通货膨胀在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，社会融资规模（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，中国政府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。地方政府债务、隐性担保和非法融资问题也值得关注。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5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的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具前瞻性的降低杠杆金融监管措施，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。我们赞赏中国政府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维护协调进行。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。为了控制企业过高的债务，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。

1. 近期经济形势及展望

1.1 实体经济和增长前景

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，在实际工作中或有更好结果，如图1.1所示）。从需求侧看，消费对增长贡献度在增加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（如图1.2所示）。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。

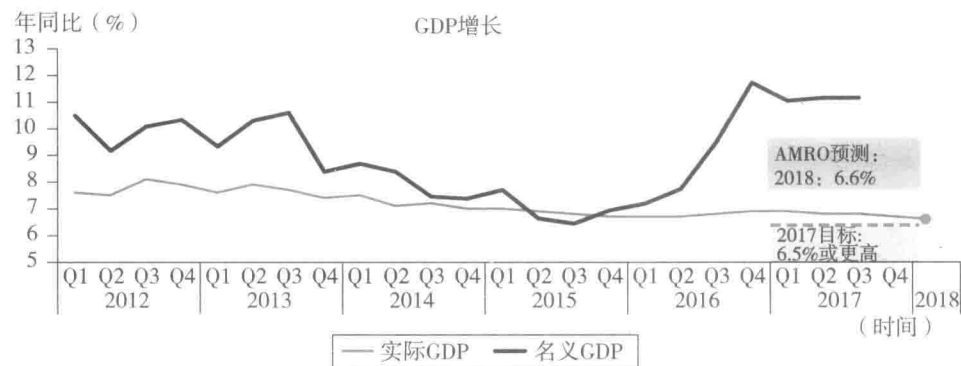


图 1.1 2017 年 GDP 增长较 2016 年加快

资料来源：国家统计局、AMRO。

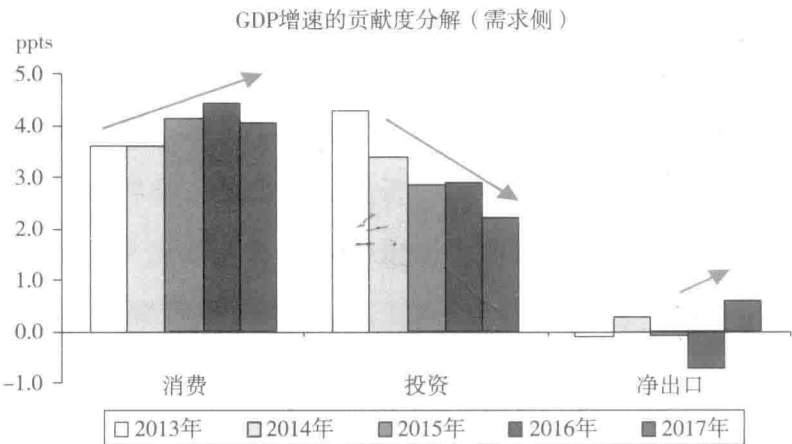


图 1.2 消费对增长的贡献度在提高而投资的贡献度则有所下降

资料来源：国家统计局。

中国政府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，这次大会还制定了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”（如表1.1所示）。

表 1.1 中国共产党第十九次全国代表大会要点

发展规划	(2020 ~ 2035 年)：基本实现社会主义现代化 (2035 年 ~ 21 世纪中期)：建成社会主义现代化强国
经济转型	消费对经济发展的基础性作用 从高速增长向高质量发展过渡
市场开放	深化利率和汇率市场化改革 大幅度放宽市场准入，保护外商投资合法权益
财政政策	建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系 加快建立现代财政制度
金融监管	健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架
国有企业改革	发展混合所有制经济 培育具有全球竞争力的世界一流企业
国际合作	积极促进“一带一路”国际合作 积极参与全球治理体系改革和建设

资料来源：AMRO 整理。

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（如图1.3所示），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（如图1.4所示）和净出口，后者与中美贸易紧张关系有关。

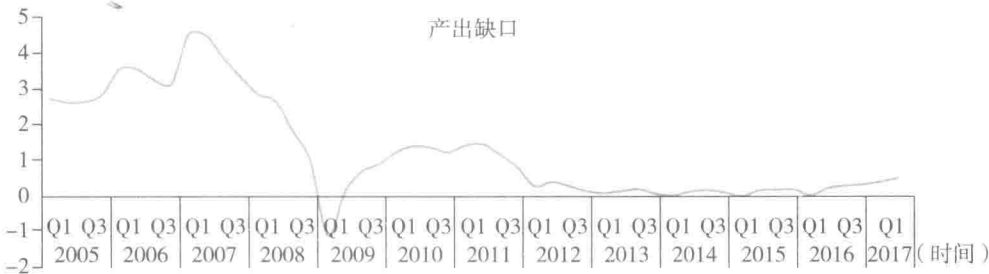


图 1.3 产出缺口转为正值

注：AMRO此处采纳的衡量GDP周期的方法来自 Mathias Drehmann, Claudio Borio 及 Kostas Tsatsaroniset 的文章：“Characterising the financial cycle: don’t lose sight of the medium term!”，国际清算银行论文（第380号），2012年6月。

资料来源：国家统计局、国际清算银行、AMRO。



图 1.4 消费增速超过投资增速且将持续

资料来源：国家统计局、AMRO。

政府观点

中国政府强调，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。中国政府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。中国政府认为，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，中国政府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，中国政府强调中国经济增速将处于合理区间。

1.2 对外部门

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”。一方面由于经济表现强劲，美联储加息步伐放缓以及中国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（如图1.5所示），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1.5 进口增速超过出口增速

资料来源：海关总署、AMRO。

由于资本外流压力缓解，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，也得益于经济表现强于预期。此外，非美元货币的走强也使得以美元计价的储备资产增加（如图1.6所示）。

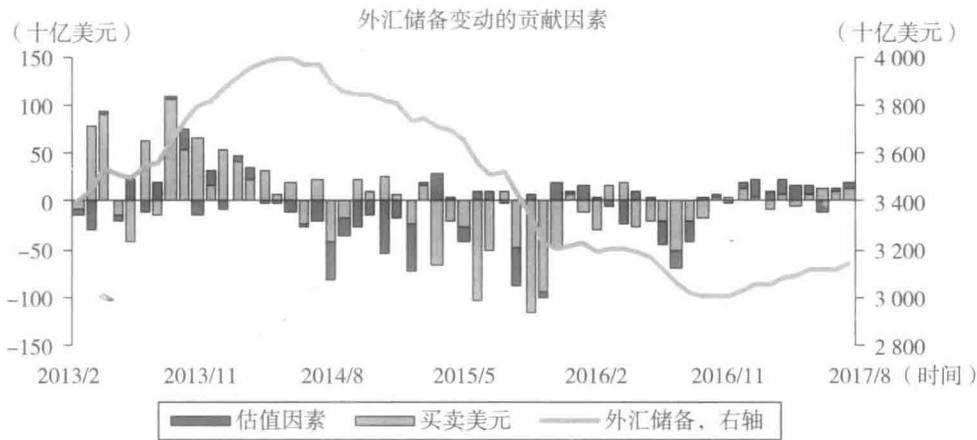


图1.6 外汇储备规模逐步回升

资料来源：中国人民银行、AMRO。

人民币贬值情绪消退，汇率灵活性有所增加。2017年5月，中国政府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。¹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（如图1.7所示），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中国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月对美元走强，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A：中国汇率制度改革进程）。



图1.7 人民币汇率弹性有所增强

资料来源：美联储、欧央行、日本央行、中国人民银行、AMRO。

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。中国经济贸易活动规模的扩大（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适应了中国的逐渐变化的需求，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B：中国与东盟日益深化的经济联系及其潜在溢出效应）。

¹ 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。

1.3 财政政策

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（如图1.8所示）。

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（如图1.9所示）。中国政府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。

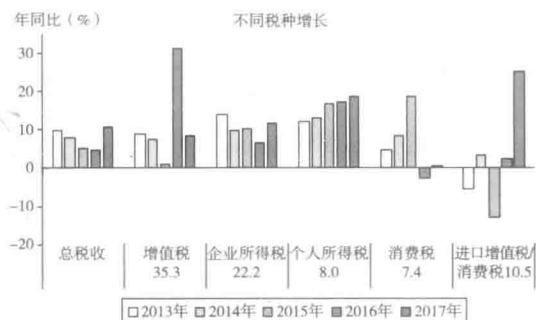


图 1.8 财政收入增长相对强劲

注：各项税收下的数字为各项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。

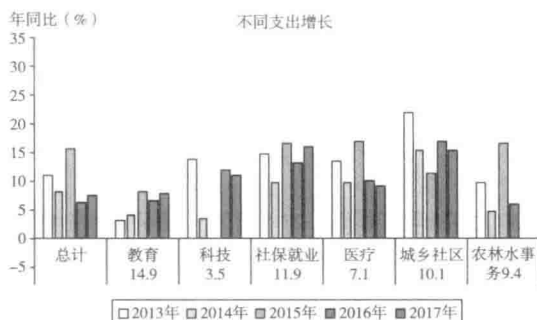


图 1.9 财政政策继续保持扩张态势

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。

由于持续加强对地方政府债务的管理，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（如图1.10所示）。

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。中国政府积极推广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%。