

国际货币基金组织
2010年美国第四条磋商代表团的总结发言
2010年6月21日

由于采取了强力而有效的政策回应措施，大衰退后的复苏日益向稳固的方向发展。从2009年中期以来，由于采取大规模的宏观经济刺激措施以及存货周期发生转折，普遍存在的资产负债表压力得到缓解。此外，在金融状况稳步改善的有利条件下，自发性私人需求也开始增加。尽管复苏的力度按历史标准衡量不算强，但仍强于早先预期的力度，主要原因是当局采取了强力而有效的宏观经济回应措施，而且在稳定金融系统方面取得了重大进展。另外，政府还为维持中期增长和稳定采取了重要步骤，包括完成历史性的医疗保险立法，以及在金融监管改革方面取得重要进展（如美国金融部门评估规划，FSAP的评估所述，见下文的专栏）。

随着复苏的进展，前景也趋于好转，但因住户和金融部门的资产负债表仍薄弱，加上失业率居高不下，所以私人消费很可能继续受限。我们预测2010年美国GDP增长率为3.25%，2011年约为3%，通货膨胀率很低，失业率将停留在9%以上。上行因素包括：如果信心和就业率的提高超过预期，则消费可能强于预期；总体而言，几个部门目前的经济活动水平异常低，因此恢复正常状态的幅度可能大于预期。下行因素包括：由于住房部门存在大量赎回权被取消和负净值情况，加上失业率居高不下，因此该部门有二次探底的风险；商业房地产部门的状况不断恶化，使小型银行面临风险；融资状况仍然紧张，依赖银行融资的小型企业尤甚。最近有一个情况使下行风险占了上风，即：欧洲的主权债务紧张状况日益令人担忧，有可能通过金融市场影响到美国，而且通过尾随风险影响到贸易关系。

美国：中期前景						
（百分比变化，除非另有说明）						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
实际GDP	3.3	2.9	2.8	2.8	2.6	2.6
消费品价格	1.6	1.1	1.5	1.7	1.8	2.0
失业率 1/	9.7	9.2	8.4	7.6	6.9	6.3
经常账户 2/	-3.2	-3.4	-3.5	-3.6	-3.7	-3.6

资料来源：基金组织工作人员的估计。
1/ 占劳动力的百分比。
2/ 占GDP的百分比。

在宏观经济领域，美国面临的主要挑战是如何制定可信的财政战略，切实将公共债务纳入可持续的轨道（并且让公众看到这一点），同时又不威胁到经济复苏。从 2007 年以来，公共债务几乎增加一倍，达 GDP 的 64%（1950 年以来的最高水平）；按目前政策判断，该债务到 2020 年将达 GDP 的 95%。此后，随着人口老龄化和医疗费用上升的影响日益明显，到 2030 年债务还将进一步增加到 GDP 的 135% 以上，并在以后各年度继续增加。在此情况下，医疗保险改革为控制费用创造了有利的基础，但初期节省的费用将是有限的，并将取决于许多措施的实施情况。鉴于尚不确定新政策措施能否抵消医疗费用的上升，因此美国独立支付咨询委员会在监督和纠正费用过度增加状况方面必须发挥关键作用。如果费用过度增加状况持续不变，则应考虑采取其它措施，例如减少雇主医疗保险缴款的免税待遇。

	2010	2011	2012	2015	2020
联邦预算余额 1/	-11.0	-8.1	-5.3	-5.6	-7.3
联邦基本余额 1/	-9.8	-6.7	-3.4	-2.0	-2.3
结构性基本余额 2/	-7.6	-5.4	-2.5	-1.8	-2.3
公众持有的联邦债务	64.0	69.0	72.4	80.4	96.3

1/ 赤字估计数字根据向金融部门提供支持的净现值加以调整。
2/ 不包含利息净额、周期效应以及向金融部门提供支持的资本。
资料来源：基金组织工作人员的估算。

值得欢迎的是，美国当局承诺到 2013 年将预算赤字减少一半，并打算到 2015 年将公共债务稳定在稍高于 GDP 的 70%，但为了达到这些目标仍需作出巨大努力。鉴于我们所采用的假设经济状态不如美国政府的那样乐观，因此我们认为有必要实现比美国当局设想的规模更大的调整才能使债务达到稳定，具体而言就是到 2015 年使联邦基本余额达到 GDP 的大约 0.75%（这个目标大于美国政府向财政委员会下达的基本余额目标）。为实现该目标，又需要在此期间使对应的财政调整幅度（不包括正常的周期反弹）达到 GDP 的大约 8%（这个数字比美国政府的计划高出 GDP 的 2.75%）。该调整幅度的一部分可以通过减少开支来实现（为此，我们欢迎美国政府冻结非安全领域相机抉择开支的打算）。然而，还需要采取增加收入的措施，代表团认为其中可包括：通过减少税收减免（尤其是减少抵押贷款利息的税收减免）来扩大税基；提高能源税；征收全国性消费税；或征收金融活动税（该税项还可降低系统性风险）。展望 2015 年之后，目标应是坚决将公共债务纳入下行轨道，为采取财政行动留出空间（尤其是因为州和地方政府退休金计划和医疗保险计划的大规模资金短缺可能带来严重的风险）。

调整措施的时间安排和内容设计必须慎重，以最大程度地降低对需求的影响，同时还要维护其可信性。为此，可信的财政计划可包含以下三个基本要素。第一，2011 财年开始进行前期调整；在目前情况下，我们认为 2011 财年预算将结构性赤字减少 2% 这个目标大致上是合适的；第二，为达到这个目标，应明确承诺未来各年度需要采取的跟进措施，包括通过立法将目标和/或措施写入法律；第三，进一步采取措施减轻福利压力，尤其是解决社会保障基金的失衡状况（这方面需要采取的政策是众所周知的）。应制定即时措施，尽量减少对需求的影响（例如，减少高收入住户的免税待遇）。如有必要（例如在出现下行风险的情况下），还可在以上三者之间进行权衡取舍。例如，若一致同意进行大规模的福利改革（很可能对需求没有什么影响），则可对即时措施进行更多后倾处理。

在此期间，对目前美国国会正在审议的其它经济活动支持措施，应根据 2011 财年预算中规定的框架仔细确定其目标，并尽可能在未来年度中加以抵消。在这方面，由于持续存在劳动力技能与地理区域搭配不当现象（这种现象可能因房价不抵房贷状况的增多而更趋严重）和高失业率，结构性失业现象有可能加剧，也许有必要通过财政支持协助求职和就业。随着失业率下降，若能逐渐从加强对失业人员的财政支持转向目标更具体的措施（例如奖励雇用），则可能促进就业岗位增加和求职，同时又能减少因长期提供失业支持而使失业人员技能下降、使结构性失业增加的风险（例如，对于现行的失业保险延长措施，可以根据各地区劳动力市场的状况来调节支持的力度）。此外，如果住房市场状况恶化，可能有必要根据现行框架继续为缓解赎回权取消困境提供支持。如果情况更坏，可能有理由重新考虑实行强制批准程序。如果采取此类目标具体的措施，为了保持长期财政稳定，必须规定在住房和劳动力市场压力减轻时自动解除，并在未来根据有约束力的现收现付规则通过紧缩开支来抵消。

关于货币政策，联邦储备委员会巧妙地调控了近期支持措施与中期财政可信性这两者间的平衡。美联储恰当地维持了异常低的政策利率，并表示打算长期加以维持，以支持经济和金融稳定。与此同时，美联储还取消了几乎所有紧急贷款机制，并结束了规模庞大的资产收购方案，但对市场几乎没有产生不利影响，其间谨慎而高效的信息沟通发挥了辅助作用。在近期内，由于通货膨胀率很低，我们认为合适的做法是保持目前高度宽松的货币政策，这样就能对冲货币紧缩风险，有助于抵消未来财政因素对经济活动的拖累，同时还可改善金融状况。

展望更远的未来，美联储有能力妥善掌控货币政策措施退出阶段存在的不确定性。不确定因素包括：关于货币政策操作对联邦资金利率的影响，目前的不确定性比以往更高；什么水平的储备才符合较为正常的操作状态；最近采纳的工具是否有效。美联储拥有多样化的工具组合（包括储备利息、反向购回和定期存款），因此看来有能力妥善掌控货币政策的退出操作，同时还能顺利处理上述各种仍然存在的不确定因素。另外，美联储已用可信方式传达其承诺，即：保持适当宽松的货币状况，同时开始采用

各种工具为今后的退出操作做好准备。随着退出操作的展开，美联储必须继续进行明确的信息沟通，尤其是如果美联储需要在今后某个阶段出售资产。

正如最近美国金融部门评估规划的评估中所强调的那样，恢复金融稳定方面取得了很大进展，但仍存在一些重大风险。虽然基于风险的资本比率已反弹到历史平均水平左右，但其部分原因是人们转向风险较低的资产（这种现象在贷款增加时就会逆转）。展望未来，如果证券化活动的增强不如预期，则需要更多资本来支持银行增加贷款，并用于执行预期将提高的法定资本规则。总体而言，正如金融部门评估规划的压力测试所示，银行系统的一些重要部分仍然容易受到冲击的影响。最近美联储的一份调查显示，对商业房地产借款人给予贷款延期的情况有所增加，而目前对该部门的弱点普遍存在担忧，而且对于银行是否有效解决了房价不抵房贷的风险也存在担忧。在此背景下，银行十分有必要充分认识到其资产负债表所包含的风险，并有必要拥有充足的资本来支持当前的经济复苏。

正如金融部门评估规划的评估所强调指出的，为弥补这次危机所暴露的缺口，有必要大力改革监督和监管制度。目前美国国会正在审议的法案将朝这个方向大步前进，包括建立一个机构间委员会（金融稳定监督委员会，简称“FSOC”），负责查明和解决金融稳定面临的新风险，增强有系统重要性机构的破产解决框架，颁布更严格的资本和流动性规则（尤其是对有系统重要性的企业），以及减少衍生产品市场的系统性风险、提高其透明度。尽管如此，现有的立法方案没有抓住机会大幅度减少监督机构的数量，而这种情况使有关机构必须为开展有效合作、避免监督工作缺口、避免重叠而承担沉重的责任。

有效实施以上步骤将是成功的关键。金融稳定监督委员会必须迅速制定统一的宏观审慎管理重点，建设信息透明的文化，确立有关金融稳定问题的先进理念。为此，采取以下措施将大有帮助：定期进行广泛的压力测试（参照 SCAP 的形式）；定期发布金融稳定报告，其中包括压力测试结果，并以前瞻性方式指出金融稳定风险。对有系统重要性机构的监管应足够严格，以阻止机构规模和复杂性达到有系统重要性的程度，从而防止道德危害以及系统性风险的外部效应。因此，我们认为美国财政部和美联储在金融稳定监督委员会将发挥重要作用，其中美联储将在 SCAP 研究工作的基础上把宏观经济分析和金融分析结合起来。对“事前预嘱”应进行严格的审查，并经常更新；如果某机构的“事前预嘱”在危机中无法执行，则应精简该机构。最后，我们支持提高信息透明度和减少场外交易衍生产品的对手方风险。

一个关键的挑战是如何使私人部门的证券化业务恢复活力，以补充银行信贷的不足。当前提出的立法草案正确地强调要恢复“安全的证券化操作”，具体措施包括：加大监督力度；增强评级机构的问责性；提高信息透明度；注重投资人尽职调查；交易发起人“参股”，使其更有理由审慎进行资产审查和交易结构设计。鉴于证券化以往发

挥了重大作用，而银行资产负债表增加信贷的潜力有限，因此十分有必要迅速实施以上措施，以免限制信贷供应，影响经济复苏。另外，还有必要协调国内和国际的改革，确保进行“安全的证券化操作”并建立公平的竞争环境。

一个尚未完成的关键任务是对住房融资体制的改革。目前的住房融资体制成本高昂、效率低下、十分复杂，其提供的许多补贴似乎并不能长久提高住房拥有率。因此，我们欢迎美国目前对住房融资体制进行审查，并尤其注重对税收支出情况的审查（税收支出规模巨大，受益人主要是较富的人群）。另外，美国的政府支持企业在危机前拥有公共兼私人身份，被事实证明是不可持续的。政府支持企业的任务应加以精简，其留存的投资组合应加以私人化，因为这些投资组合是以往亏损的来源，与这些机构的组装和担保核心业务部门无关。这些业务部门（可以说是提供公共货物）应被明确赋予公共身份。

采用多边方式对经济政策进行管理，这在复苏阶段与在危机期间具有同样重要的意义。我们欢迎美国当局在各种国际论坛发挥领导作用，并欢迎其为促进国际稳定所作的努力（最近的相关措施是美联储重新启动其互换额度）。在中期内，根据 20 国集团相互评估过程，美国对全球增长和稳定可做出的关键贡献包括：增加国内储蓄（尤其是通过财政整顿），将经常账户逆差保持在限度之内；恢复和增强美国的金融部门。因此，正如去年的第四条磋商中也曾强调的那样，美国已无法继续承担全球最后消费者的角色，所以有经常账户顺差的国家很有必要采取措施促进增长和需求。鉴于美元价值从中期看在一定程度上被高估，因此其他国家同时还须提高汇率的灵活度和升值幅度。

最后，我们欢迎美国对保护主义措施的使用加以限制。实际情况是，美国总统提出了在五年内将出口增加一倍的目标（在数量上来说是个很大的目标），但他发出了一个重要而正确的信号，即：有必要加大而不是缩小开放的程度。因此，我们鼓励美国当局与其他国家共同加倍努力完成多哈回合的谈判，以增加市场准入和提高市场准入的牢靠性，从而促进美国和全球各国的出口。

美国金融部门评估规划评估的主要结论和建议

美国金融部门评估规划的评估正值一个重要关头。金融系统刚开始从重大危机中复原，而美国国会正在讨论意义深远的改革措施。在此关头，代表团面临评估系统风险的独特挑战，同时也获得解决监管问题的独特机会。

通过稳定性分析发现仍存在一些脆弱环节。缓冲资本状况已有改善，但基线宏观经济假设情况仍很可能存在压力，原因包括：经济衰退对信用质量存在滞后影响；实施新监管规定；杠杆率持续下降。一些中、小型银行可能因对商业房地产部门的风险暴露而需要更多资本。

在此背景下，金融部门评估规划代表团提出以下几个具体的政策建议：

- **危机管理、破产解决、安全网：**代表团支持通过立法建立新破产解决机制，允许对大型复杂性金融集团采取监管干预措施。代表团还建议采取措施加强存款保险制度，并认为有必要明确制定未来美联储向非银行机构提供流动性的指导原则。
- **监管和监督：**代表团强调美国有必要加强风险管理与合并监督等领域的金融监督工作。监管范围需要扩大，从而进一步涵盖影子银行部门，尤其是衍生证券、购回证券等非交易所市场。美联储在系统性金融基础设施方面的责任必须加以澄清。
- **系统监督：**代表团欢迎关于建立金融稳定监督委员会的建议，其中由美国财政部将担负正式职责，由美联储担任其“牵头执行人”，负责监督所有可能有系统重要性的银行和非银行金融集团。这些措施将可进一步明确各机构之间监督和限制系统性风险的工作流程。有效的实施将是成功的关键。
- **监督架构：**美国监督制度异常复杂、监督机构繁多，容易使监督工作出现缺口、重叠、低效率现象。因此，代表团建议大胆采取措施精简制度（超出目前美国国会计划的程度），包括：建立单一的联邦机构来监督所有商业银行和存款机构，并建立单一机构来监管所有证券和衍生证券交易。

金融部门评估规划代表团敦促采取果断行动，解决“大到不能倒”问题。代表团支持采取当局目前正在审议的一系列措施，阻止金融集团的规模过大、复杂性过高。这些措施包括：执行更加严格的资本、流动性、风险管理准则；严格审查“事前预嘱”，从而简化复杂的集团结构；制定可信的应急计划，中心是新的机构分解机构；建立与激励目标相符的薪酬制度和政府规则。

另外，评估还指出美国的信贷政策是改革的重点之一。由于美国长期采取措施促进人们获取信贷和拥有住房（最突出的是通过住房领域政府支持企业采取此类措施），因此扭曲了竞争状况，加大了监督任务的难度，促成了过度的风险承担行为。有必要尽早采取行动解决这些问题，并完成住房领域政府支持企业头寸的清理工作。