

# 国际货币基金组织

## 2014 年美国第四条磋商代表团的总结发言

2014 年美国第四条磋商突出了在加强复苏和改善长期前景方面的五大主题：提高生产力的增长和劳动参与度、应对贫困问题、使公共债务持续下行、管理好从零政策利率中的退出，以及确保金融体系更加安全。为实现这些目标并巩固经济前景，美国的政策重点应围绕实施更积极的劳动力市场政策，降低长期失业并提高劳动参与率；加强劳动所得的税收抵免，同时提高最低工资；投资基础设施；改善税收结构并增加税收收入；对社会保障制度实施根本性改革；以及降低医疗卫生费用的增长。

### 增长与减贫

1. **近期增长与就业。**今年年初，由于恶劣的冬季天气与其他因素（包括库存缩减、房地产市场持续低迷以及外部需求增长放缓），美国经济势头减弱。然而，近期数据显示，经济活动正在出现有明显反弹，今年剩余时间及 2015 年的增长应能大大超过潜在水平。然而，重获增势仅可以部分抵消第一季度的弱势增长，因此目前我们预测美国 2014 年将增长 2%，2015 年增速将上升至 3%。随着经济走强，预计经常账户赤字会缓慢扩大，财政整顿以及与能源自给自足水平上升相关的贸易差额的改善仅会部分抵消进口需求的上涨。尽管经周期调整的经常账户情况稍有欠佳，但美国外部头寸看似与中期基本面及可取政策大体一致。就业增长稳健，但劳动力市场弱于总体失业数据所暗示的水平：长期失业率高企，劳动力参与大大低于人口结构因素可以解释的水平，且工资增长停滞。随着增长前景的改善，美国应该能在创造就业方面稳步好转。然而，总体失业水平预计仅会缓慢下降，其部分原因是经济前景向好将吸引自愿脱离就业的劳动者重返市场。长期失业回落到历史水平尚需时日。

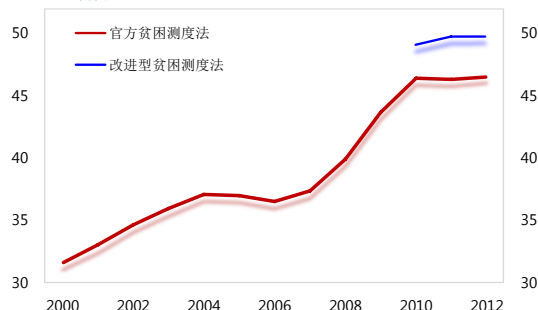
(百分比)	2013	2014	2015
GDP 增长率 (年平均)	1.9	2.0	3.0
CPI 通胀 (期末)	1.5	1.9	1.8
个人消费支出通胀 (期末)	1.2	1.6	1.5
失业率 (期末)	6.7	6.2	5.9

来源：基金组织工作人员的估计。

2. **长期增长。**根据预测，未来几年，潜在增长的平均增速将位于 2% 左右，低于历史平均值和上一次第四条磋商评估的前景。多个因素的共同作用拉低了长期增长，包括人口老龄化的影响和较为缓慢的生产力增长前景。因此，需立即采取措施提高生产力、鼓励创新、增强人力和实物资本，以及提高劳动参与率。这些举措应涉及投资基础设施和教育、改善税收制度并实施积极的劳动力市场政策。还需要各方就广泛的、基于技能的移民改革方案达成一致（以增加劳动力、提高平均劳动生产力并支持中期财政调整），以及在保护环境的同时，充分利用美国能源独立性增强带来的好处（包括通过取消当前对美国石油出口的限制）。任何单一的措施均不足以实现目标，必须采取多重解决方法。目前，通过公开讨论，人们得出的好想法很多，因此未来的挑战是就具体立法在政治上达成一致。

3. **贫困。**最新数据显示，美国有近 5000 万贫困人口（根据美国人口调查统计局的改进型贫困测度法衡量），且尽管经济不断恢复，官方贫困比率一直位于 15% 以上。减贫首先要求更加强劲地恢复增长和创造就业。其他政策也可发挥作用。近期扩大医疗补助和健康保险覆盖范围便是具体举措，其对贫困和健康结果的作用应该会随着时间的推移变得更加明显。将劳动所得税收抵免扩大至没有子女的家庭、老年劳动者和低收入

生活在贫困中的人口数  
(百万)



来源：美国人口调查统计局。

的青年人将是提高非常贫困人群生活标准的又一有效工具。同样，政府应将劳动所得税收抵免的各种扩大规定和原拟于 2017 年到期的儿童税收抵免的改进规定长期化。最后，鉴于当前最低工资水平偏低（与美国历史水平和国际标准相比），应提高最低工资。这有助于提高数以百万的贫困工作者的收入，并与劳动所得税收抵免的改进措施建议形成有力互补，共同确保国内最贫困家庭的税后所得能实实在在地上升。

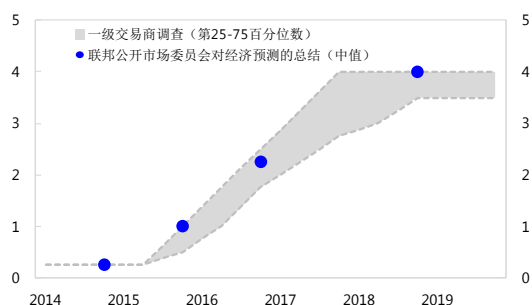
## 宏观经济与金融政策

4. **宏观经济政策组合。**鉴于经济中的大量闲置产能，美国有充分理由为经济继续提供政策支持。理想的措施是，应批准并实施一个可靠的中期财政整顿计划，从而为近期增加对经济的财政支持提供灵活空间。设计此类财政支持措施时，应侧重于鼓励生产力、资本存量和劳动力供给的长期增长。如果以这种方式助推经济增长和创造就业，则可以更早退出非常规货币刺激，进而缓解由于延长极低的政策利率而给国内和国际金融稳定带来的潜在风险。从经济视角看，这是最佳政策组合，但令人遗憾的是，依然难以就该方法达成政治共识。

5. **货币政策立场。**目前，美联储苦于应付多个领域的不确定性：美国劳动力市场的闲置程度；这种闲置对未来工资和价格通胀的影响程度；以及未来政策利率上升向实体经济的传导程度。这些重大的不确定性使美国货币政策前景极其不确定，美联储在政策沟通时也反复传达这一观点。与这种不确定性形成鲜明对比的是，市场对未来政策利率走势的观点较为集中，且当前资产定价的波动性处于历史低位。同时，较长期国债的收益率和期限溢价被压在非常低的水平。因此，即便成功地、并通过良好沟通地提高了利率，未来几个月仍存在市场资金流动和价格大幅震荡的风险。

如果发生这种波动性，其可能会对美国以外的国家和地区产生影响，给基本面较差的国家带来潜在压力，进而给美国的增长形成二次影响。根据工作人员的基线预测，只有到 2017 年底经济才有望实现充分就业，通胀压力有望继续保持温和。如果真是这样，零政策利率可以一直维持到市场目前预测的 2015 年中期之后。然而，政策必须继续警惕金融稳定风险，特别是那些本质上难以通过可用的监管工具加以控制的风险。如果通胀增速快于预期且经济依然远未实现充分就业，容忍通胀暂时适度超出长期目标符合美联储的均衡方法，只要能持续稳定通胀预期且金融稳定风险小。

对未来政策利率的预期  
(百分比)



6. **美联储的沟通。**美联储在提高透明度方面做出了重要的实质性努力，在沟通方面采取了更具适应能力的方法。近期转而实行质化前瞻指引为美联储提供了更大灵活性，但也因此更需要通过明确、系统的沟通来引导预期，尤其是考虑到沟通不当给国际市场带来的潜在负面后果。为了在退出道路上降低发生市场波动的可能性，加强美联储的政策沟通工具箱将是自然之举，这包括每次联邦公开市场委员会会议之后由美联储主席召开记者招待会（从而为解释委员会不断演变的想法提供一个更加频繁、正式的途径）。还可能包括发布经联邦公开市场委员会批准的货币政策季报，从而更详细地传达联邦公开市场委员会在前景、政策和基线情景不确定性方面的主流观点。该报告还可以传达联邦公开市场委员会内部的不同观点，以及联邦公开市场委员会对合理的、非基线假设情景的政策应对意见等信息。最后，联邦公开市场委员会可以更清楚地阐明其货币政策对金融稳定问题的考量。

7. **金融稳定风险。**过去几年，美国在降低金融体系风险方面做了大量工作：银行变得更加稳健、企业资产负债表较为健康、总体杠杆水平得到了控制，并且监管框架得到大大改善。但是，长期实行非

常低的利率继续引起人们对于金融稳定的担忧，特别是与所谓的“影子”银行以及其他非银行中介机构活动相关的担忧，包括：

- 通过共同基金或交易所交易基金（特别是那些投资信贷工具的基金）进行的期限和流动性转换的规模不断上升；
- 一些领域的贷款标准持续降低，尤其是与信用风险高的杠杆企业贷款相关的标准；
- 资金为追求收益，流向信用风险高、期限更长的资产；
- 大型金融机构融券业务隐含的杠杆和风险不确定；
- 保险业监管分散、存在数据缺陷，且不了解保险公司全球业务与风险的整体情况；
- 经纪自营商减少参与做市活动，在市场出现压力时可能会妨碍市场运行和价格发现。

在短期利率上升或当前受到压抑的风险和期限溢价上升的背景下，这些不断演进的脆弱性的组合作用会引发市场动荡。尤其是，投资者匆忙退出部分市场的这种尾部风险（资金流出交易所交易基金和共同基金以及近期市场缺乏流动性可能加剧风险）可能触发一系列的金融资产出现骤然的、自我强化的重新定价过程。这反过来会（通过财富效应、难以展期或获得新融资，以及公司部门压力）对美国的增长产生破坏性影响并在全球产生负面连锁效应。

**8. 监管行动。**可采取措施应对这些风险，进而降低对全球经济产生负面溢出效应的可能性，这些措施包括：进一步对贷款标准进行监管审查，对部分资产（例如杠杆化贷款或高收益债券）的大额敞口实行更高的风险权重和更严格的限制，并对受监管实体持有的证券化贷款（例如贷款抵押债券）实行更严格的审慎标准。应对货币市场基金和三方回购市场的剩余脆弱性也依然是首要任务。此外，美国应继续实施有序处置太重要而不能倒的金融机构的措施，包括通过深化与其他国家与地区的合作，管理好具有大量跨境业务的机构的处置工作。保险业值得特别关注；实施更严格且更加统一的资本充足水平和偿付能力监管标准，改进并协调压力测试练习，努力消除数据缺口，进一步确定系统重要性企业，以及扩大联邦机构在保险监管方面的作用都将有利于保险业的健康发展。美国还应继续发挥牵头作用，推进全球监管改革议程，确保各国遵循统一做法，以及继续关注监管改革对全球金融体系的溢出影响，从而限制监管套利的机会。

**9. 房地产金融。**抵押贷款融资有限是经济增长面临的紧迫约束。一系列因素导致贷款标准保守，包括：对潜在的“退回”风险（即房利美或房地美因为贷款审批或文件存在差异，要求抵押贷款发起人购回贷款）存在持续担忧；贷款人面临诉讼和声誉风险；监管环境和监督审查更加严格；以及未来抵押贷款行业的结构存在不确定性。为减少上述因素的影响，美国做出了政策努力，包括为满足最低标准的合格抵押贷款设立“安全港”，以及澄清退回条件。然而，恢复向信用评级低的借款人提供抵押贷款很可能是一个缓慢的过程。旨在明确政府未来在房地产金融方面角色的立法改革也有助于解决这一问题。最终目标应是建立这样一个体系，即：

- 由私人资本承担大量的第一损失风险（而不是纳税人）；
- 具有明确的公共支持措施，仅用于补偿含有风险担保费的重大信贷损失；
- 发挥监管机构在制定承销标准中的作用；
- 建立证券化的共同平台；以及
- 明确描述并公开解释为推动实现社会目标而在房地产市场进行的公共干预。

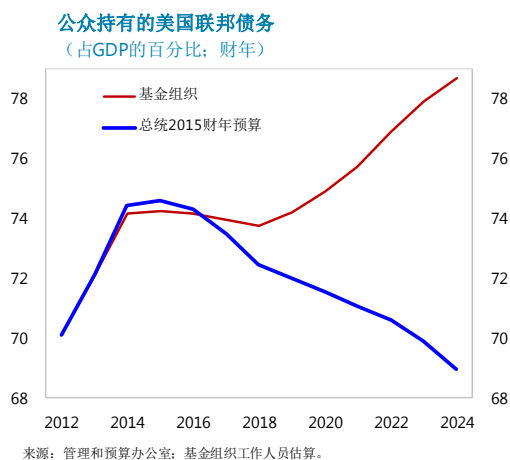
难以就立法达成一致，但估计实施广泛的立法改革，仍可通过行政手段在中期实现上述许多目标，包括扩大市场交易的使用，将第一损失风险由机构转移至私人投资者；逐步实施更高且更严格基于风险的担保费；在减少机构参与房地产金融的同时，稳步增加机构的资本；以及建立单一的证券化平台。

**10. 近期财政政策。**过去几年，就财政政策达成政治共识的难度显而易见，其对美国 and 全球经济产生了负面影响。2013 年 12 月颁布的《两党预算法案》和随后的提高债务上限是降低财政风险、改善近期减赤速度和分布的重要举措。未来，即便未能制定十分清晰的中期整顿计划，仍有空间在现有进展的基础上继续前进，即，通过确定目标领域扩大近期财政封套，并用未来年份具有抵消作用的储蓄来提供资金。应予以支持的具体近期措施包括以下几条，其中许多措施纳入了政府的预算提案：

- 集中在前期的基础设施支出。急切需要额外的投资来升级美国的基础设施质量，特别是地面交通。最迫切的需求是明确高速公路信托基金未来的融资问题。然而，此工作只是第一步。还需采取行动实现联邦和各州的基础设施支出的持续增长，并由福利计划节约的资金、额外税收收入和扩大的融资来源（包括诸如“美国快速前进债券”这样的创新）为其提供资金。
- 税收制度的变化。应限制或逐步取消个人所得税的分项扣减，包括抵押贷款利息扣减。应大幅提高联邦汽油税。还可以更加有效地使用税收制度激励私人创新，例如应恢复已于 2013 年底到期的研究实验税收抵免并使其长期化。此外，应考虑向雇佣长期失业者的雇主提供有时效性的税收抵免或工资补贴。
- 教育支出。重新调整支出，将早期儿童教育（包括普及幼儿园预备班）放在优先位置，以及加大对科学、技术、工程和数学项目的支持，从而改善教育效果。

**11. 中期整顿。**近年来，财政赤字迅速下降。但广义政府债务仍未步入长期可持续的通道，很可能到 2018 年开始再次上升。迫切需要就可靠、详细的中期财政整顿计划在政治上达成一致。为实现政府确保债务步入下行轨道的目标，工作人员认为需到 2023 年实现广义政府基本盈余占 GDP 的 1.25%，为此需采取的措施包括：

- 控制医疗卫生成本。已经在控制上升的医疗卫生成本引起的财政压力方面取得了一些进展，部分原因是实施了《可负担的医疗法案》，但还需要做更多的工作，包括更好地调整向慢性患者提供的服务，加大受益人的分担成本，以及限制成本更高、由雇主提供的健康计划的税收减免额。
- 加强社会保障融资。应对社会保障信托基金的预期耗尽问题要求进行根本性改革，继续逐步提高退休年龄（可以与未来预期寿命相关联），提高社保可征税收入的上限，以及将福利和税收规定与链式消费者价格指数挂钩。
- 改善税收结构并增加收入。除了上述近期税收措施之外，早就应执行全面的公司税改革，应降低边际税率、简化制度、取消一系列的减免，以及限制税基侵蚀和跨国公司的利润转移。此外，美国应全面征收碳税，并引入联邦层面的增值税。



**12. 制度性的财政改革。**近期经历的债务上限困局和政府关闭再次显示了与财政政策有关的政治分歧产生的潜在经济伤害。2015年春季，这些问题可能再次出现。虽然并非灵丹妙药，但改变一些预算程序可能会对降低财政政策不确定性产生长期效果。有用的措施可能包括：两党就一个清晰、简单的中期财政目标达成一致（针对所有预算职能以及债务和赤字的数值目标形成统一意见）；采用精心设计的机制，以便在突破目标时能触发收入或支出调整措施；一旦就广泛的预算参数达成一致，便能自动提高债务上限的程序；转而采用每次确定两年期的年度支出水平的预算周期（但可以在两年期内根据具体的条件提出补充预算决议）。

**13. 总而言之，**未来的议程内容多且充满挑战，需要许多年才能完成。在相关领域齐头并进将改善长期增长前景、减少贫困、使公共财政具有可持续性，以及降低金融稳定风险。所有这些均有利于美国和世界经济。