

国际货币基金组织
与美国的 2009 年第四条磋商
基金组织代表团的总结发言

2009 年 6 月 10 日

背景

1. **美国的金融和经济危机造成了严重的全球影响。** 在危机酝酿期，风险被显著和广泛低估（特别是在住房市场），并且，杠杆率不断上升，流动性不匹配日益加剧（特别是通过受监管程度较低领域的表外工具和非银行实体）。在全球金融条件宽松的背景下，这种态势促使金融失衡以不可持续的方式积累起来，尤其是在住房市场。始于 2007 年的房价急剧下跌削弱了几个具有系统重要性的金融机构，最终，雷曼兄弟公司崩溃，揭示了美国监管框架的重大薄弱环节。随后，发生了大萧条以来最严重的全球金融恐慌，广泛市场承受极度压力，资本流动和汇率发生波动，并相继发生一系列系统性事件。全球经济活动崩溃，贸易大幅收缩，先进经济体作为一个整体经历了战后最急剧的生产下滑。在贸易收缩和国际融资条件收紧的情况下，新兴市场经济体也承受了巨大的压力。

2. **雷曼公司事件之后，美国当局采取了更加强有力和综合的政策回应。** 这包括大规模货币和财政刺激，财政刺激符合二十国集团商定的目标；采取行动减轻住房市场压力；以及采取各类措施恢复金融稳定。另外，政策回应是透明的，当局就其采取的举措公布了大量信息，对于化解冻结的市场发挥了重要作用，这从最近的监管资本评估计划（SCAP）可以看出来。此外，美国也基本上避免了在危机高潮期间采取保护主义措施（尽管刺激法案中的“购买美国品”的规定使贸易伙伴产生担心），并提出将对外援助逐步增加一倍（尽管相对于联合国的目标仍然较少）。

前景和风险

3. **近期数据显示，产出的大幅下降目前可能结束，但经济活动依然疲弱。** 经济指标显示，经济恶化的步伐在放慢，特别是在劳动力和住房市场，这两个市场是经济复苏和金融稳定的关键。同时，金融状况明显改善。在政府、联邦存款保险公司和联邦储备委员会部署有关措施之后，利差缩小，对金融稳定的信心不断增强。不过，按历史标准衡量，金融和经济指标依然面临压力或处于较弱水平。

4. **工作人员对前景的判断依然是，经济将逐渐复苏，与金融和住房市场危机方面的国际经验相一致。** 金融压力以及住房和劳动力市场的不断调整在一段时期内将抑制经济增长，预计坚实的复苏仅在 2010 年年中才会出现。在这一背景下，按年度平均值计算，预计 2009 年 GDP 将收缩 2.5%，2010 年将小幅扩张 0.75%（按第四季度同比计

算，2009 年将收缩 1.5%，2010 年将扩张 1.75%）。与此同时，经济疲弱加剧，失业率在 2010 年将达到接近 10% 的顶峰，这将推动核心通货膨胀率达到非常低的水平，总体消费者价格指数在 2009 年将下降 0.5%，2010 年将上升 1%。

5. **近期前景异常不确定，风险平衡仍偏于下行。**正如一些会谈者指出的，强劲的政策回应有可能产生更典型的迅速复苏，形成信心提高和金融状况增强的良性循环。但是，也存在显著的下行风险，包括收回抵押品赎回权和房价进一步下跌，加上失业率上升，将对住户以及国内和国外金融资产负债表造成进一步压力，并增加通货紧缩风险；商业房地产市场可能将在相当大的程度上继续恶化；由于担心财政可持续性，利率面临上升的压力；企业困境加剧。美国前景在很大程度上还将取决于国外的形势发展，包括在加强金融机构和市场方面取得的进展。

今后的政策：从复苏到稳定

6. **在当前关头，美国当局面临三项相关的挑战：**

- 实现近期经济和金融稳定，为持续复苏奠定基础；
- 在与其他国家协调的基础上，制定退出大规模公共干预的战略；
- 解决危机的长期影响——金融体系重塑，财政失衡加剧，以及住户资产负债表遭受破坏。

虽然实现稳定是重中之重，但这在很大程度上取决于其他目标——特别是，货币和财政刺激可能引发对通货膨胀和债务上升的忧虑，对利率造成上行的压力。近期和长期挑战的这种动态的相互关系突出表明，需要制定和沟通关于从特别支持中退出以及应对长期挑战的战略，并严格加以执行，以巩固信心。此外，按历史标准衡量，潜在增长可能会在相当长的一段时期内处于较弱水平（金融危机的典型后果），这将增大所有这些挑战。

近期稳定

7. **宏观经济政策正在对需求提供良好支持。**预计有针对性的、及时的、多元化的财政刺激将使年度 GDP 在 2009 年增加 1%，在 2010 年增加 0.25%。同时，适当辅之以高度扩张性的货币政策和“信贷放松”措施，这也对金融压力起到缓解作用。鉴于当前的不确定性，必须继续明确地就短期前景进行沟通，以便锚定通胀预期。如果经济活动弱于预期，联储可进一步放松信贷，并进一步加强其对维持高度宽松政策立场的承诺。如果有必要，还可以考虑采取进一步财政刺激，侧重于见效快的措施，尽管需同时辅之以更有力的中期调整。

8. **稳定金融和住房市场的措施正在对金融状况产生显著效果。**在“金融稳定计划”下采取的措施以及联邦存款保险公司和联邦储备委员会采取的举措对稳定金融状

况发挥了很大作用。在这些措施中，监管资本评估计划、临时流动性担保计划和银行注资使得对主要金融机构稳定的信心显著改善。展望未来，公共私人投资计划（PPIP）将为清理银行资产负债表提供一种途径。然而，这种机制是否将得到广泛使用仍有待观察，因为银行可能必须在账面上记录所售贷款的大量损失，投资者可能担心诸如补偿等方面的限制。在住房市场方面，对抵押贷款支持证券的购买使抵押贷款利率下降，尽管最近利率波动不定。一个重要的不确定性是，鼓励调整抵押贷款的努力将在多大程度上阻止取消抵押房产赎回权（推动房价下跌）情况的大量发生，特别是考虑到许多住户的房产权益为负，这可能需要采取进一步措施，如补贴减记，以起到缓和作用。

9. **当务之急是完成增强银行资本头寸的工作，同时继续防范下行风险。**如果经济增长持续低于正常水平（低于基金组织的基线预测），盈利将受到抑制，信贷损失将加剧，使资本下降到低于监管资本评估项目瞄准的水平（按历史标准衡量较低）。这要求继续密切监控金融体系，同时开展常规压力测试，以评估脆弱性；此外，在实现持久复苏之前，审慎的做法是保留政府拟为金融稳定基金留出的预算储备。另外，必须迅速实施非银行金融机构拟议清理框架，以避免再次发生类似雷曼公司的事件，提高大型复杂金融机构清理过程的可预测性，从而降低道德风险。

退出战略

10. **针对危机采取的政策回应最终使公共部门在经济中的作用大幅增加。**大规模干预是必要的，能够稳定金融状况，抑制可能导致经济螺旋式下滑的宏观金融反馈回路。展望未来，从干预措施中退出将带来重大挑战，并且，鉴于金融部门存在较高水平的跨境竞争，需开展国际协调，以促进平稳退出。

11. **一个关键问题是，可持续的经济复苏一旦形成，就应制定和沟通取消货币刺激的退出战略。**一些短期的机制正在自然解除，因为其条件现在不如市场利率有利。但是，定期资产支持证券贷款工具（TALF）以及目前对国债和抵押贷款支持证券（MBS）的购买可能使资产负债表大幅扩张，其中增加的主要是长期资产，取决于未来金融市场状况，可能需要较长时间撤回这些资产，以避免扰乱市场。在这一背景下，需要采取一项具有广泛基础的方法，以提供最大程度的灵活性，并使市场相信联储能够在必要时撤回流动性。在这方面，在利用现有手段（包括对超额准备金付息以及传统的逆向回购操作）的同时，可辅之以机构和抵押贷款支持证券的逆向回购操作，利用补充融资计划（可能需要相应调整联邦债务上限），或者在必要时发行联储票据（需国会批准）。此外，如联储与财政部 3 月联合声明中所预期的，应尽早将 Maiden Lane 贷款机制转给财政部，以降低联储面临的信用风险。

12. **随着市场状况趋于正常，政府应当从对金融部门的支持中平稳退出，以避免扭曲、财政风险和治理问题。**将根据今后金融状况的改善调整退出步伐，但总体而

言，对于可能需要展期的任何贷款，应力求逐步减少补贴并收紧使用条件，以尽量降低风险，并区分较强健的机构和长期薄弱的机构。应鼓励健康的公司偿还注资并发行无担保债务，以表明其具有生存力。明确沟通政府的战略，特别是在退出条件方面的战略（与计划目标挂钩），将有助于维持市场信心。

长期遗留问题

13. **从危机得出的一个核心教训是，需对金融危机的预防和解决框架进行重大改革。**在这方面，我们欢迎政府提出的建立系统性风险监管机构的建议。应赋予该机构确保系统性稳定的明确任务和责任，并为其提供管理宏观-审慎风险所必需的信息和权力。该监管机构还可以发布定期系统稳定性审查报告，重点突出风险和脆弱性。为了控制机构规模、复杂性和相互关联性，应对系统性机构采用更严格的管理、监督和破产解决制度。如盖特纳财长建议的，可通过对有关机构征税（最好与其对系统性风险的贡献成比例）的方式为稳定成本预先筹资。更广义地说，监管结构整合可以加快决策、明确责任分工、促进与国际论坛的互动，并避免造成系统性风险积累的缺口重现。20 国集团和其他国际论坛提出的解决顺周期和危机中暴露其他问题的措施将进一步巩固金融稳定。

14. **重新启动私人证券化市场，并提高其弹性对于恢复健康的信贷流动速度至关重要。**虽然 TALF 是一个重要的中间步骤，但监管机构和私人市场参与者需共同努力，解决现行证券化模式存在的弱点，包括通过改善评级过程和相关信贷的披露，对证券化产品采用不同的评级；增加打捆机构的责任，以提高其问责；以及通过市场行为准则，鼓励更标准化和更简单的证券化。一旦金融体系的未来形态更加明朗，还需为房地美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）规定更适当的作用。无论选择何种模式，应明确住房机构的负债是否有明确担保，而且这些机构应受到严格的监督和管理。

15. **同其他国家一样，金融危机还将导致公共财政状况严重和持久恶化，加剧已存在的因庞大的福利成本带来的严峻挑战。**工作人员预计，2009-2011 年期间的联邦赤字平均将达 GDP 的 9%，公共部门持有的债务将翻一番，几乎达到 GDP 的 75%；由于债务期限缩短，预计资金总需求将达 GDP 的 30%，几乎是危机前水平的两倍。展望未来，债务的这种增加可能给国债利率造成巨大压力，此因素加之较低的潜在增长率，将加剧财政挑战。此外，财政前景还面临其他风险，包括可能被要求支持私人养老金和州财政；促进金融部门支出（弥补干预损失以及为联邦存款保险公司和住房机构提供资金）。

16. **当局 2010 财年预算提出了适当的中期财政目标，为实现这些目标，还须采取进一步的措施。**我们对预算文件透明度提高表示欢迎，包括提供 10 年期预测、为国防开支和税收政策提供更切合实际的假设、提议采用法定的“现收现付”规则；以及全

力支持早日稳定公共债务的基本目标。尽管如此，如国会预算办公室也指出的，预算是基于相对乐观的长期经济假设；根据工作人员的经济假设，为实现预算确定的中期债务路径，还需作出大得多的财政努力（2019 年之前，规模约为 GDP 的 3.5%）。较历史水平，相机抉择开支已经较低，因此还需增加收入。步骤可以包括扩大基础（包括降低公司债务和住户抵押贷款利息的税收扣减）、出台联邦消费税、提高能源税和提高依法纳税水平（总统税收改革工作组正在对最后一项进行检查）。

17. **此外，需采取大量和进一步的措施控制较长时期内的福利成本飞涨。**在这方面，政府把重点放在医疗改革（主要的长期风险）方面尤其令人欢迎。改革目标包括实现资金完全到位的全民保健，并将成本的年增长率降低 1.5 个百分点，主要将通过提高治疗的成本效益来实现。然而，评估降低成本措施（对于稳定医疗保险/医疗补助资金至关重要）的影响却十分困难，因为这取决于能否为患者和私人医疗服务提供者厉行节约提供有力的刺激。相应地，需密切监测医疗费用，如果无法实现改进，还需迅速采取进一步的措施。我们欢迎政府在完成医疗保健改革之后就社会保障制度改革达成政治共识的意向。

18. **金融危机还将对美国的对外账户及美国在全球经济中的作用产生重大影响。**展望未来，随着住户重建资产负债表，住户储蓄将继续上升，加之财政整顿和更严格的融资条件，这将巩固近来的经常账户逆差下降，并使其在中期内降至更可加持续的水平。考虑到最近的贬值，工作人员估计，美元汇率目前只是略高于中期基本面所代表的水平；尽管如此，美元汇率在很大程度上将取决于国外对美国资产需求的变化，这突出了进行财政和金融市场改革的重要性。更广义地说，在可预见的将来，美国消费者不太可能发挥全球“最后买方”的作用，这表明，其他地区将需发挥更大的作用，以支持全球经济增长和调整。