

## 国际货币基金组织

### 2013 年美国第四条磋商代表团的总结发言

2013 年 6 月 14 日

1. 过去一年中，美国的经济复苏依然不温不火，但基本面在逐步改善。2012 年实现了 2.2% 的适度增长，这反映了金融危机的遗留影响、财政赤字削减、疲弱的外部环境，以及与极端天气有关事件的暂时影响。尽管有这些不利因素，复苏的性质似乎正在发生变化。特别是，住房价格和建筑业活动有所回升、住户资产负债表加强、劳动力市场状况改善、企业的盈利能力和资产负债表保持强劲（大型企业尤其如此）。由于存在庞大的产出缺口，以及通胀预期得到良好的控制，通胀保持在较低水平；过去一年里，通过增加资产购买，将短期利率路径与经济实绩的数量性指标联系起来，美联储持续加大货币宽松政策的力度，将长期利率维持在异常低的水平，这种做法是适当的。由于风险利差收窄、股市估值超过危机前的高峰，以及银行的信贷条件逐步放松，总体金融形势有所缓解。

2. 然而，由于财政赤字下降速度过快，预计今年的经济增长率将放缓至 1.9%，明年将加速到 2.7%。工作人员的基线预测假设，广义政府赤字将下降 2.5% 以上，将对 2013 年的增长造成 1.25 至 1.75 个百分点的拖累；债务上限将上调，且不会对美国 and 全球经济造成任何影响；今年年底之前，美联储将继续其资产购买计划。预计 2013 年全年的失业率将保持在 7.5% 左右。随着产出增长加速，预计就业增长将在今年年底和 2014 年有所恢复。随着那些原本无心找工作的工人重返劳动力市场，预计劳动力参与水平将在 2014 年有所恢复，预计明年的平均失业率将下降到 7.2%。由于存在广泛的产出缺口，预计今年和明年的通货膨胀将保持较低水平。随着金融危机的遗留影响进一步减弱，预计国内私人需求将继续复苏，但一些贸易伙伴的经济增长疲软预计将对美国的出口增长造成一些影响。

#### 美国：宏观经济预测概括

(百分比变化，除非另有说明)

|                   | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 实际 GDP            | 2.2  | 1.9  | 2.7  | 3.5  | 3.6  | 3.4  | 2.9  |
| CPI, 总体通胀         | 2.1  | 1.8  | 1.8  | 1.9  | 2.1  | 2.2  | 2.3  |
| 失业率 (百分比)         | 8.1  | 7.5  | 7.2  | 6.8  | 6.2  | 5.7  | 5.4  |
| 经常账户 (占 GDP 的百分比) | -3.0 | -2.9 | -3.1 | -3.2 | -3.2 | -3.2 | -3.2 |

来源：基金组织工作人员估算。

### 3. 前景面临的风险略偏于下行。

- **财政整顿的影响增大、外部环境更加疲软，以及结构性失业增加是主要的下行风险。** 迄今为止私人消费较好地抵御了税率提高和所谓的“自动减支”的影响，但是，这两类措施可能仍会对未来几个季度的消费需求构成强大的阻力。反过来，复苏步伐放慢将延迟劳动力市场实现正常化，从而降低长期增长率，因为会有更多的失业工人失去技能和重返劳动力市场的意愿。从外部环境看，欧元区可能会再度出现金融压力，并通过贸易和金融渠道影响美国，包括更高的风险厌恶情绪以及安全港地位带来的资本流入造成美元走强。由于一些新兴市场经济体增长率下降，全球经济活动回升缓慢，这也会抑制外部需求。
- **财政政策和货币政策挑战也会对前景造成一些下行风险。** 未能及时提高债务上限，或未来在削减长期赤字方面不能取得进一步进展，都将导致主权风险溢价升高，从而对美国 and 全球经济造成严重后果。长期低利率环境可能埋下未来金融脆弱性的隐患，因为尽管监管部门对金融稳定风险重视有加，但投资者和金融机构仍疯狂寻求高收益。另一方面，当联储为实现货币政策条件正常化而出台初步举措时，市场还可能作出过度反应，导致长期利率急剧上升和金融市场波动，如果此形势持续下增，会对经济恢复造成影响，并在国际范围内产生负面溢出效应。
- **住房部门恢复快于预期、企业投资更为强劲，以及能源供应日益高涨给我们的核心预测情景带来上行风险。** 尤其是，抵押贷款条件（仍然偏紧）进一步放松，会刺激住房市场更快恢复，从而带动财富积累的良性循环、促成更宽松的金融条件以及刺激更强劲的消费需求。资本支出也可能加速，并超出我们的预期，特别是如果改善的消费需求前景能吸引大型企业更加积极地从囤积现金和股票回购转向资本开支。中期来看，在非传统石油和天然气开采方面取得的进步可以促进增长超出预期，特别是，如果较低的国内能源价格可以显著提高美国制造业的竞争力，则对增长的作用更大。

### 4. 在此背景下，政策制定者面临的主要挑战是支持经济复苏，同时解决威胁中期经济增长、公共财政和金融稳定的脆弱性。工作人员认为，应对这一挑战的理想政策战略应包括以下内容：

- 在短期内，撤销“财政扣押”并采取更加平衡和渐进的财政整顿步伐；
- 尽快提高债务上限，避免对美国 and 全球经济造成严重冲击；
- 实施一套全面和后倾式措施，恢复长期财政可持续性；
- 继续为逐步和有序实现货币政策条件正常化奠定基础，同时监测金融稳定风险；
- 提高美国 and 全球金融体系的风险抵御能力，同时降低国际金融监管框架分割的风险。

5. **在财政领域，2013 年的赤字削减速度过快，且设计不尽合理。**特别是，自动削减支出（“财政扣押”）不仅会对短期内的增长造成严重影响，而且不加区分地削减教育、科学和基础设施支出也将影响中期潜在增长。应根据政府的预算提案，用后倾式综合措施（一方面要在福利领域节流，另一方面要通过新的渠道来开源）来取代这些削减。同时，工资税下调的结束和高端边际税率提高也可能会对经济活动造成进一步的拖累。当货币政策为经济复苏提供进一步支持的空间有限时，放慢赤字削减步伐将有助于恢复。

6. **尽管在过去几年里大幅削减了赤字，但由于利率水平逐步正常化，并考虑到人口老龄化和医疗费用对支出的影响，公共财政在较长时期内仍然不可持续。**广义政府赤字已经减少了一半以上，预计将从 2009 年占 GDP 的 13% 以上下降到 2013 年占 GDP 的 5.9%。根据工作人员的基线预测，在未来几年，预算赤字将继续下降，部分原因是经济增长加速带来收入恢复。广义政府债务总额将在 2015 年升至占 GDP 的 110% 左右的高峰，然后，部分地是因为有利的“利率-增长率差异”（反映了仍然较低的利率和复苏步伐加快），此比率将开始下降。但是，长期内的债务状况仍将不可持续。尽管主要医疗保健计划和社会保障支出的增长率在过去几年有所放缓，如不实行进一步的改革，预计这方面的支出在未来十年仍将增加 2 个百分点。此外，随着利率逐步恢复到中性水平，预计利息开支将较去年同期增加近 2 个百分点。这些因素将导致财政赤字扩大，并使公共债务占 GDP 的比例再次回到上行轨道，而且是从一个比较高的起点。

7. **在短期内放慢赤字削减速度的同时，当局应及时采取全面的和后倾式计划，降低福利支出增长，增加收入。**增加收入包括实行根本性的税制改革，简化税收代码和拓宽税基（通过减少减免和抵扣），以及引入碳税和增值税。需出台支出措施遏制公共医疗和养老金支出增长，而且早期采取立法行动很重要，以便在未来十年内在这些领域产生有意义的节约（这类节约的积累步伐非常缓慢）。在这方面，政府 2014 财年预算提出一些建议措施，包括健康保健节约及将公共养老金重新与链式消费物价指数重新挂钩。但是，还需采取其他行动，以遏制强制性支出占经济比重的稳步增长。总体而言，在较长时期内实现占 GDP1% 左右的广义政府基本盈余（相比工作人员基本赤字占 GDP1% 左右的基线预测）可以确保让债务比率走上稳步下降的轨道。

| <b>美国的政府财政：基线方案</b>     |       |       |       |       |      |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|------|
| (占 GDP 的百分比)            |       |       |       |       |      |
|                         | 2012  | 2013  | 2014  | 2022  | 2023 |
| <b>基金组织工作人员的基线预测 1/</b> |       |       |       |       |      |
| 联邦预算余额 2/               | -6.9  | -4.5  | -3.4  | -3.8  | -3.7 |
| 公众持有的联邦债务               | 72.6  | 75.4  | 76.3  | 74.6  | 75.4 |
| 广义政府的预算余额 2/ 4/         | -8.6  | -5.9  | -4.8  | -4.9  | ---  |
| 广义政府的结构性基本余额 3/ 4/      | -4.5  | -2.0  | -1.3  | -0.9  | ---  |
| 广义政府债务 4/               | 106.5 | 108.8 | 109.6 | 108.5 | ---  |
| 备忘项目                    |       |       |       |       |      |
| 联邦预算余额 (当局) 5/          | -7.0  | -6.0  | -4.4  | -2.1  | -1.7 |

来源：管理和预算办公室，议会预算办公室和基金组织工作人员的估算。

1/ 预测采用基金组织的宏观经济和政策假设。

2/ 包括工作人员对一次性项目的调整，包括支持金融部门的成本。不包括政府支持企业某些会计变化产生的支付部分。

3/ 不包括净利息、经济周期的影响以及金融部门支持的成本。占潜在 GDP 的百分比。

4/ 包括州和地方政府，数字基于日历年度。

5/ 总统 2014 财年的预算建议。

8. 正如 20 国集团相互评估过程所强调的，在顺差国努力扩大内需的同时，**美国实现本财政战略将有助于短期内的全球经济增长，有利于中期内的全球需求再平衡和全球失衡减少。**从短期来看，这将部分缓解货币政策支持经济复苏的负担，降低长期低利率给美国 and 全球金融稳定造成的风险。从中期来看，这将有助于遏制未来长期利率上升，促进经济增长，降低国债市场发生动荡的风险，从而避免给国内和全球经济造成严重影响。

9. **虽然资产购买带来的宏观经济好处继续高于成本，但美联储应继续作出平稳退出的准备。**高度宽松的货币政策态势为美国 and 全球经济复苏提供了重要支持，根据工作人员的增长预测，大规模购买至少应延续至 2013 年底。然而，利率长期处于异常低的水平可能会给国内金融稳定带来意想不到的后果，并导致一些新兴市场的宏观政策环境复杂化。虽然美联储拥有的一系列工具（包括调整超额准备金利率，以及与更多的对手方展开吸收储备的操作）有助于从当前高度宽松的政策态势中退出，但是，撤消宽松的货币政策可能会带来挑战。大量的超额储备和美国货币市场分割的状态可能会影响政策利率向短期市场利率的传导。与此同时，就退出战略进行良好沟通，并仔细确定时机至关重要，这样可以减少长期利率持续过度波动的风险，从而避免产生不良的全球性影响，包括流向新兴市场的资本发生逆转和国际金融市场波动加剧。

10. **尽管住房部门在过去 12 个月取得了一定改善，但仍有提供政策支持的空间。**住房部门反弹受益于政府支持的、旨在推动再贷款以及修改受困贷款的计划。由于住房市场仍是美国经济复苏的一个重要组成部分，保持这些计划，并将其扩展到一些领

域（包括将再贷款计划扩大到不是由政府赞助企业担保的贷款）至关重要。已公布一些主要的监管规定，如合格抵押品的规定。关于风险承担的剩余规定的最终定稿有助于减少不确定性（这种不确定性可能会影响抵押贷款的发放），并有助于私人资本回到住房融资体系。此外，随着住房市场恢复，应考虑采纳一个十分明确的中期战略，逐步减少政府资助企业的介入。

11. **持续低迷的劳动参与率和高水平的长期失业表明，应制定积极的劳动力市场政策，以辅助拉动内需的各项努力。**这些政策可以包括培训和为求职提供支持，以及加强教育系统（特别是社区学院）与雇主之间的联系，包括通过学徒计划。这些努力有助于降低人力资本损失的风险，此风险会降低美国经济的潜在增长率。

12. 在过去一年中，美国银行的健康状况显著改善，但也有一些迹象表明，在持续低利率的环境下，金融部门正在出现新的脆弱性。银行已经扩大了资产负债表、增加了贷款规模，并改善了流动性状况，同时降低了投资组合的风险度。资本的数量和质量有改善，联储 2013 年对美国最大的 18 家银行进行的压力测试和资本规划评估表明，它们足以抵御非常严重的冲击。尽管如此，由于低利率挤压了存贷差，有一些初步迹象表明一些地区银行对利率和信贷风险的暴露均有上升。非银行金融机构的脆弱性也在积累，代理房地产投资信托基金（REIT）的快速扩张削弱了杠杆贷款市场的贷款标准（低门槛贷款发行已恢复到危机前的水平），而且养老基金和保险公司的信贷及流动性风险均有升高。对金融体系的严格的宏观审慎监管和监督对于控制这些脆弱性仍然至关重要。

13. **相比危机之前，监管架构有所加强，但在提高美国金融体系的抵御能力并减少国际金融监管分割风险方面还任重道远。**主要任务包括：完成具有系统重要性的非银行金融机构的认定工作，进一步加强对货币市场基金的监管（如证券和交易委员会最近建议的），降低三方回购市场上的系统性风险，并推进巴塞尔协议 III 的实施。还需确保“沃尔克规则”最终完成及其实施能最大限度地防止系统性风险从银行体系转入监管较松的金融机构，同时避免对世界其他地方造成负面影响。<sup>1</sup> 根据 20 国集团的承诺，在制定关于场外衍生工具中央清算的新规则方面取得了显著进展。在实施这些新规则时需十分小心，以便解决场外衍生工具跨境性质造成的司法管辖区之间的冲突和不一致。更广义地说，加强监管政策以支持金融稳定的工作需与全球金融改革议程协同进行，因为这将减少全球金融监管分割，限制不确定性，减少监管套利。

14. 在中期内，通过略降低经常账户逆差（2010 年以来一直保持在 GDP 的 3%），从而加强美国的对外状况是可取的。在未来几年，油价走低和国内能源生产增加抵消

---

<sup>1</sup> Viñals 等人在 13/4 号（2013 年 5 月）题为“建立安全的金融体系：Volcker、Vickers 和 Liikanen 提出的结构性措施有帮助吗？”的工作人员讨论说明中讨论了这些问题。

了强劲内需带来的进口增加，因此，预计经常账户逆差将大致保持稳定。不过，这将意味着美国的净国际投资头寸进一步恶化（尽管这种恶化可能是缓慢的），都会逐步导致美国的海外利息支付增加。通过渐进、但持续的预算赤字下降，以及美元一定程度的贬值，再加上贸易伙伴国为全球再调整进行的政策调整，美元小幅高估的情况将会结束，美国的外部状况也会改善。在充分就业的背景下，这将加强美国的经常账户差额，幅度为 GDP 的 0.5-1%。在推动复边和双边贸易协定方面取得的最新进展应有助于经济增长，因为它们带来更加开放的贸易和更深层次的一体化，包括通过解决非关税措施。这些进展对于新的推动多边贸易议程的努力而言是一种助力。