

国际货币基金组织  
2015年美国第四条磋商代表团的总结发言  
2015年5月28日

2015年美国第四条磋商重点在于提高政策利率的前景以及对金融稳定风险的展望和政策应对。在这方面，代表团的工作综合了基金组织对美国最新的金融部门评估规划的发现。主要的政策信息如下：

- 经济持续增长和继续创造就业机会的根基依然存在。不过，近几个月来，受一系列负面冲击的影响，势头有所减弱。
- 预计联邦公开市场委员会仍会以数据为决策依据，推迟首次提高政策利率的时间，直到出现比目前更为有力的迹象表明工资上涨或价格通胀。基于本代表团的宏观经济预测，除非在增长和通胀方面出现上行惊喜，升息要等到2016上半年才有可能。
- 而正在出现的一系列金融稳定风险削弱了改善金融体系弹性努力的效果。监管改革仍存在不完善之处，监管结构在众多方面仍有加强的空间。
- 与贫困、生产率和美国经济财政健康有关的一系列挑战基本上仍未得到处理。

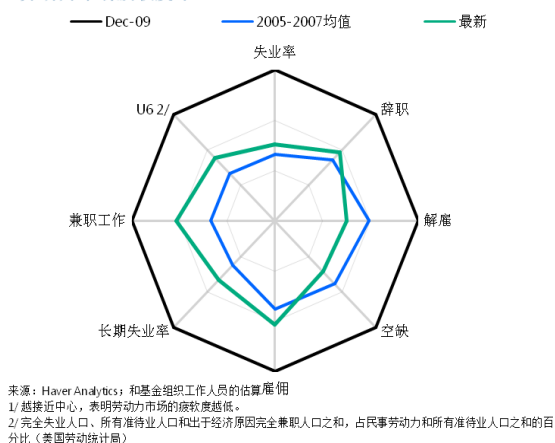
## 宏观前景展望

1. 增长前景。第一季度受不利天气、石油部门投资锐减、西海岸港口罢工和美元走强的影响，美国经济增长势头放缓。但这些因素只会暂时抑制增长，长期来看并不会持续。在本年度余下时间内，坚实的劳动力市场、宽松的金融形势以及油价下降应能够支撑更具活力的增长。尽管如此，前几个月经济表现疲软，无疑会拉低2015全年的增幅。基于目前的情况，预计2015年的增幅为2.5%。

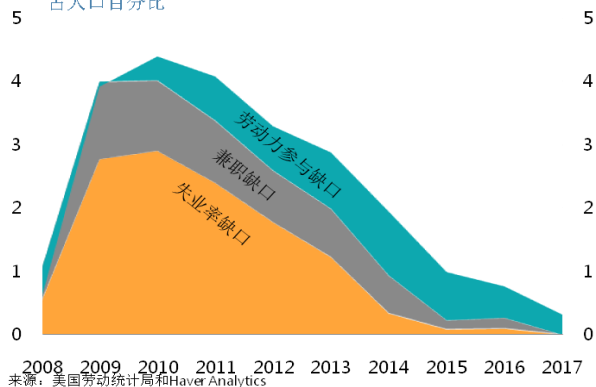
宏观经济预测			
(百分数)	2014 年	2015 年	2016 年
GDP 增长 (年平均)	2.4	2.5	3.0
个人消费支出通胀 (第四季度同比)	0.7	0.7	1.5
核心个人消费支出通胀 (第四季度同比)	1.4	1.3	1.5
失业率 (第四季度)	5.7	5.3	5.2

2. 就业与通胀。过去一年期间，劳动力市场得到稳步修复，多项指标表明就业前景正在回到危机前的正常水平。不过，从长期失业率、较低的劳动参与率以及高水平的兼职工作来看，就业不足的情况依旧存在。整体而言，工资方面的指标表明工资增长不温不火。综合考虑美元升值、贸易品全球价格下滑以及更为能源成本下降，未来几个月内核心个人消费支出通胀有望下滑，到9月末达到1.2%。今年晚些时候，通胀应开始上升，但要到2017年中期才能实现美联储设定的2%中期目标。

劳动力市场疲软度<sup>1/</sup>

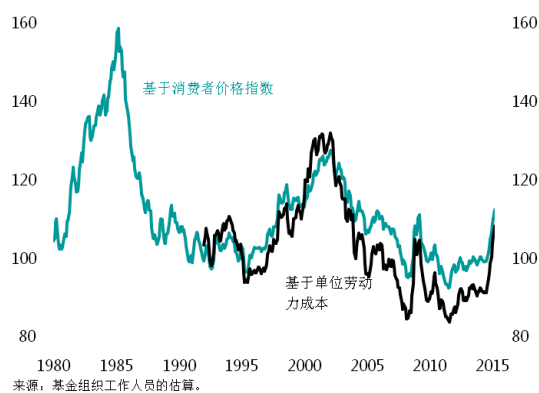


就业缺口  
占人口百分比



3. 美元走强。按实际有效汇率计算，美元在过去12个月里已升值13%。这一变化过程相当快速，是周期性增长分歧、系统内经济体之间货币政策的不同轨迹以及证券组合偏向美元资产的结果。

实际有效汇率



4. 略有高估的货币。从目前的实际汇率水平看，美元略有高估。因此，预计经常账户逆差会进一步偏离中期基本面，中期会超过GDP的3%。迄今为止，全球汇率调整都表明应将需求转移到世界经济体中那些受到通缩和增长停滞威胁最大的地方。尽管如此，美元走强正在影响美国的增长和就业机会创造，也对通胀构成压力。如美元继续大幅升

值，特别是在美国和世界其他地方均缺乏政策应对增长动力不足的情况下，可能会带来严重后果。

## 货币政策

5. 大环境存在诸多不确定性。美国经济的潜力仍未充分发挥，工资和价格压力预期仍将处于低位，而通胀预期表现良好。不过，关于经济增长的未来弹性、离充分就业的距离以及与充分就业和价格稳定性一致的“中性”联邦基金利率的当前水平和未来路径的问题，仍存在重大的不确定性因素。

6. 有升息不够顺利的可能性。美联储对近 9 年来的首次升息进行了细致的准备和信息披露。尽管如此，不管在时机上把握得多么精准，提高美国政策利率仍可能导致重大且剧烈的国际资产组合重新调整，对市场波动和金融稳定的影响将远不仅限美国国内。另外，即使在政策上没有变化，通胀升高但经济活动数据并未得到改善，那么将导致收益率曲线或风险利差突然上行。不管是哪种情况，资产价格波动可能不会在几天时间内结束，对金融形势、增长、劳动力市场和通胀结果可能会产生超出预期的负面效应。与美国保持密切贸易和金融联系的经济体也可能承受重大的溢出效应。

7. 复杂的政策取舍。要衡量提前或推迟加息的净利益，涉及评估一些困难且不确定的取舍。

- 如加息过早，可能触发对于金融形势收紧超出预期，或新一轮的金融不稳定，导致经济增长失速。一旦出现这种情况，美联储可能会被迫改变方向恢复令利率，其可信度可能受到损害。
- 但如果加息太迟，可导致通胀加速，超出美联储设定的 2% 中期目标，那样货币政策将陷入被动的境地。到时需要加快上调政策利率，导致不可预知的后果，包括金融稳定方面的影响。

8. 推迟升息的理由。权衡考虑这些风险的可能性和严重性，包括围绕通胀前景、疲软程度以及中性政策利率等方面仍存在的巨大不确定性，等到出现比目前更明确的工

资或价格通胀迹象时再行加息是明智之举。通胀惯性、难以动摇的预期、美联储的可信度以及通胀与疲软之间相对平坦的关系，表明不太可能出现工资或价格的突然加速。全球消胀趋势以及美元走强的作用也可能是抑制通胀的重要力量。推迟升息也意味着一旦开始升息后节奏要加快，可能导致通胀略高于美联储中期目标（有可能冲高到 2½%）。不过，推迟加息能有效防范消胀、政策反转和重回零政策利率的风险。如果数据的演变与本代表团的预测一致，则除非增长或通胀方面出现上行惊喜，该政策将意味着 2016 上半年前联邦基金利率一直保持 0 - 0.25%。

9. 美联储的有效沟通。随着升息临近，公众和市场都会转而关注未来加息节奏。在这样的背景下，每次联邦公开市场委员会的会议之后安排新闻发布会，而且每季度发布货币报告，详细阐述联邦公开市场委员会认可的基线经济预测，并概述联邦公开市场委员会对该基准的一系列观点，仍是相当可取的做法。

10. 货币政策和金融稳定。在当前阶段，不应使用政策利率来降低杠杆比率和减缓金融稳定风险。相反，目前应着力于加强宏观审慎框架、开发监管工具以及处理监管缺口。当然，不管是在学术界还是政策圈内，关于货币政策在应对金融稳定风险上的作用，仍存在激烈的辩论。管理当局应如何在复杂的美国金融体系中开展这些工作，加快研究利率变化与金融脆弱性之间的理论和实证联系，并设法找到衡量金融周期的适当方法。

## 降低金融脆弱性

11. 金融稳定的现状。过去几年时间内，有关各方开展了大量工作来强化美国的金融体系，确保这样的进程（包括多德-弗兰克法案的立法进程）不会出现倒退仍具有重要意义。不过，利率水平长期低下，出于追逐收益的需要，非银行部门资产规模快速增长，有迹象表明多个美国资产市场存在价值高估的现象。从目前的数据看，整个系统中存在诸多脆弱性因素，而非只是广泛过度引起的脆弱性。尽管如此，仍存在一些具有潜在危害性、与宏观经济相关联的金融不稳定因素：

- 非银行机构发挥中介作用，而这些机构所隐藏风险的规模和性质不容易衡量，管控这些风险的监管工具也较少；

- 在一系列固定收入市场，流动性不足的潜在威胁可导致市场价格突发变动，在资产配置存在严重不平衡的情况下尤其如此。
- 实际上保险公司承担的市场风险更多，压力测试表明在严重但可能发生的情景中，如果公司被迫低价抛售资产，行业的很大一部分（特别是人寿保险公司）可能会面临股东权益为负的情况。

12. 进一步投资于经济弹性。在通过多德-弗兰克法案之后，采取了全面的措施来减轻金融部门脆弱性的潜在影响。这些措施包括加强资本和流动性缓冲、提高住房部门承销标准以及增加透明度，以降低对手方风险。为应对不断变化的金融风险形势，有必要开发更多的监管工具。近期来看有五项突出的优先任务：

- **金融稳定监管委员会。**考虑到美国监管系统的复杂性（包括所涉及机构的数量），金融稳定监管委员会及时果断地积极发现并处理风险的有效性至关重要。
  - 为强调这一目标的重要性，金融稳定监管委员会内所有成员机构均应承担明确的金融稳定方面的任务。对于金融稳定监管委员会《年报》中确认的各项重大威胁，应同时说明具体后续行动，并定期报告在处理这些风险方面取得的进展。
  - 对于新指定的实体，应加快完成美联储的监管，对于旨在防范风险的强化监管措施，在落实上要尽量避免拖延。
  - 另外虽然金融稳定监管委员会下面各机构之间的协调有明显改善，但仍需进一步明确各机构对系统性危机准备和管理的职责。
- **数据盲点。**虽然金融研究办公室、美联储和金融稳定监管委员会的其他成员机构在这方面的工作取得进展，但要全面评估和理解金融稳定风险（特别是系统不同部分之间相互关联的渠道），所需要的全面信息仍无法提供。目前在数据上存在各自为政的现象，有些机构对于局部问题有所认识，但却看不清全局形势。在此类数据收集和分析上，不可否认一直在取得进展。不过，仍需要加大工作力度，

克服向金融稳定监管委员会和金融研究办公室提供其所需数据的法律、技术和其他障碍，以对系统性风险形成全面的认识和开展全面的分析。另外也需要继续进行更为广泛的跨机构协作，以更好地理解特定的脆弱性因素。

- **保险。**全国性标准或综合监管缺失，注定只能对保险行业的风险做试探性和不全面的评估。制度框架方面存在很大的改善空间。具体而言，需要：
  - 制定协调且全国一致的监管（特别是关于估值和偿付能力要求）、监督和压力测试方法。这样可实现标准和监督实践的统一，消除监管套利，例如，通过专业自保人进行套利。
  - 指派独立机构负责保险监管。该机构具有充分的资源，负责全国范围内的监管，运作上独立，具有适当的权力，且对自己的行为负责。从目前的配置看，联邦保险办公室或全国保险专员协会均无力担当这一角色（当然对于新成立的全国性机构而言，这两家机构的专业知识无疑是不可或缺的）。
- **资产管理。**系统性问题的重点已转向非银行机构，而美国的监管体系未能跟上这一变化的节奏。高收益率债务基金持有的资产规模扩大，一些资产经理进行流动性转换，构成了一个通过资产流动性和融资渠道放大冲击的潜在渠道。
  - 由于存在这些脆弱性因素，需对该部门的风险管理和内部控制提出明确要求（特别是关于流动性和衍生品使用的要求），同时也需要对资产经理进行更为频繁和严格的审查。
  - 需要采取结构性努力，针对一系列下行冲击（包括缺乏流动性和对手方风险）开展该行业的压力测试。结果应予以公布，以帮助形成更好的行业数据环境，对隐藏的风险形成更全面的理解。日后，这样的努力可与加强版的多德-弗兰克法案压力测试流程相结合，后者探讨了互联性以及银行-非银行的反馈链条。
- **货币市场。**尽管开展了改革，但三方回购市场中仍存在重大的脆弱性因素（包括对两家清算银行的依赖）。

- 未来可采取的措施包括通过中央交易对手清算所进行回购交易。但这样做将需要中央交易对手清算所落实充分的风险管理要求，包括网络弹性、标准化压力测试以及恢复和处置制度。
- 要求一些货币市场基金到 2016 年开始使用浮动资产净值，这是一项积极的举措。不过，很大一部分基金仍可保持稳定资产净值，使机构和零售投资者可将其投资处理为类似于存款的投资。应重新考虑将所有货币市场基金转变为采用浮动资产净值。

13. 提高对互联性的理解。考虑到制度复杂性，为转移和对冲风险而广泛使用衍生品，以及非银行实体发挥的重要作用，显然需要协调努力，以更好地追踪整个系统中的相互关联以及蔓延渠道。可扩大美联储定期压力测试的范围，对通过机构间联系而产生的传播效应进行更为深入的分析 and 评估。

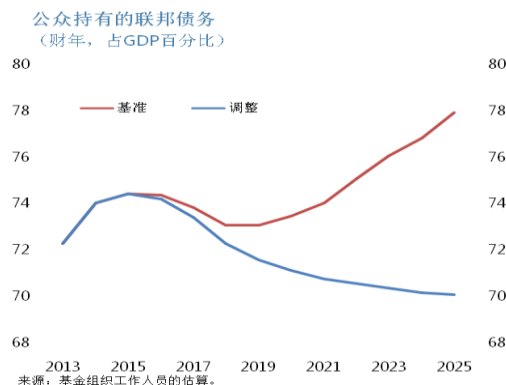
14. 简化机构结构。应逐步简化监管系统，减少机构数量，以缩小缺口和重叠，降低监管套利的可能性。这样也将使金融稳定监管委员会更容易发挥协调作用。

15. 跨境处置。美国五大银行持有银行体系 45% 的资产，与十年前的相比，这一份额增加了一倍。因此，大型银行制订有效的处置和恢复计划，是维持金融系统稳定的重要基础。应继续针对存在明显跨境成分的严重不测事件，全面评估现有计划。为管理具有重大国际影响的金融机构的处置，最近已与相关境外管理当局签署了合作协议，接下来应关注协议执行情况。另外，可能需修改立法，避免过度资产隔离和外国债权人地位降低。

## 财政政策

16. 当前财政政策功能紊乱。国会和执行机关不能共同通过预算和相应的预算拨款法案，导致严重的财政不确定性，危害美国经济。与联邦债务上限有关的政府关门或僵持局面可能造成的扰乱影响，给增长和就业创造带来了重大的(但可避免的)下行风险。2015年早些时候，债务上限的问题可能会再次成为热点问题。

17. 中期调整。美国的公共财政仍处于不可持续的境地。虽然未来几年联邦债务和赤字有望减少，但在当前一系列政策下，这样的下行轨迹将不会持久。到2019年，随着与老龄化相关的支出压力持续存在以及利率进入更正常的区间，联邦债务将会再次上升。受此影响，联邦债务到2025年将上升到占GDP 78%的水平。



要解决这些中期不平衡问题，将需要在多个方面采取行动：

- 税收改革。**美国税法改革一拖再拖。多年来不断增加的复杂性和漏洞侵蚀财政收入，也不利于生产率提高。基金组织的长期建议是，通过规定个人所得税抵扣的上限或直接取消抵扣，重在简化系统，取消对于商业税的税务优惠豁免和抵扣；改变跨国公司的税务处理以限制税基侵蚀和利润转移。除了改善系统结构，之前的建议也值得重申，即应通过广泛基础的碳税，提高联邦燃气税以及推出联邦层面的增值税来增加财政收入。
- 养老金改革。**为避免社会保障信托基金被耗空，需逐步延后退休年龄，提高福利累进度，提高社保缴款的最高应税收入，并将福利和缴款规定与链式消费者价格指数相挂钩。
- 卫生保健。**成本压力已有所减轻，但仍需要更多的努力。立法要发挥作用，注重确保更好地协调针对慢性病患者的服务，采取措施控制过度使用昂贵的手术和



---

技术，包括提高与受益人的成本共担程度，同时取消更慷慨的雇主赞助的卫生保健计划的税收减免。

18. 近期的财政重点。处理更为长期的财政挑战，将为适度扩大近期预算封套提供一定空间，为供应方措施提供资金，支持未来经济增长、就业创造和生产率。这其中包括前置基础设施支出，提高劳动力参与（例如，使用为托儿服务提供补助这样的政策），鼓励私人创新，加强教育支出（包括加强实习和职业培训），以及改善就业协助计划。为高速公路信托基金制定稳定融资方案，可防止不断临时打补丁的需要，这是最迫切的优先事项。

### 贫困、生产率和增长

19. 人口结构变化和未竟的政策议程给美国经济带来重大的根本性挑战。专栏 1 中总结了以往第四条磋商针对这些挑战所提出的建议，这些建议仍值得重申。

## 专栏 1：基金组织长期政策建议

### 应对贫困

- 扩大劳动收入税收抵免的范围（对象为无被赡养人的劳动者、低收入年轻人以及仍未享受社会保障的年老劳动者），并综合使用提高联邦最低工资的措施。
- 将这条于 2017 年到期的税收规定永久化，包括延长对于大家庭的劳动收入税收抵免，减轻税收上的婚姻惩罚，并提高子女税收抵免。

### 提高生产率

- 投资于基础设施，特别是水陆运输。制定高速公路信托基金永久融资解决方案，扩大基础设施融资来源。
- 恢复并永久化研究和实验税收抵免。
- 支持各州改善培训计划，与行业和高等教育机构建立伙伴关系开展职业培训。更加有效地投资于幼儿教育和支持科学、技术、工程以及数学计划，改善教育的成果。

### 促进劳动力参与

- 改善家庭福利，包括工作家庭的托儿服务，修改联邦残障保险，鼓励受益人参加兼职工作。

### 移民改革

- 开展全面且基于技能的移民改革。这种规划通过增加劳动力供应（进而提高未来经济增长率），提高生产率以及降低赡养率，对增长和财政金融产生将产生重大的积极影响。

### 贸易政策

- 推动多边和双边贸易协定，进一步努力推动多边贸易议程。

### 住房融资改革

- 减轻政府足迹，促进私人部门发挥更大作用，具体做法是扩大使用市场交易将第一损失风险转移给私人投资者；建立单一的证券化平台；使政府赞助企业的担保费用更多以风险为基础；使政府赞助企业接受与其他系统重要性金融机构类似的监管要求；并降低政府赞助企业可进行证券化的抵押贷款规模上限。

