



本期来源

- 1、 Journal of Financial Stability(Vol 68)
- 2、 Bank for International Settlements(BIS)
- 3、 European Central Bank(ECB)
- 4、 Federal Reserve Board(FED)
- 5、 Financial Stability Board(FSB)
- 6、 International Monetary Fund(IMF)
- 7、 National Bureau of Economic Research(NEBR)



目 录

一、期刊速览	3
二、工作论文	4
三、政策观点	15

一、期刊速览

1. 央行准备金分级报酬负利率政策下的利率传导与银行风险承担

文章使用差异识别来识别负利率对银行行为的影响。首先，我们发现，负值不仅会中断从政策到存款的传递，还会中断抵押贷款利率的传递。为了保护自己的存款经营权，银行通过增加抵押贷款利差为负存款提供资金，它们的市场力量越大。其次，准备金的负利率促使银行削减一些准备金而不进行置换，而将另一些准备金换成风险更高的资产。再加上抵押贷款利差的扩大，资产负债表重组保留了利润，但风险承担增加了。第三，可以通过分级薪酬来减少传递中断和冒险行为。

原文链接:<https://ideas.repec.org//a/eee/finsta/v68y2023ics1572308923000608.html>

2. 股利支付影响企业社会责任的渠道分析

支付股利的公司在第二年的企业社会责任(CSR)表现优于不支付股利的公司。这种效应可以通过企业社会责任的利益相关者关系管理来解释，因为股利支付反映了股东和利益相关者之间的内在冲突。具体地说，对于股利支付者，我们发现在各州通过鼓励董事会关注利益相关者的选区法规后，企业社会责任绩效有所提高，这支持了利益相关者关系管理对企业社会责任影响的因果推断。当管理层对企业社会责任更友好时，股利支付者在选区法规采纳前后的企业社会责任增加更明显，这为利益相关者关系管理渠道提供了进一步的支持。我们发现不支持股息的短期主义观点，也不支持企业社会责任仅仅是公司内部代理问题的结果的观点。综上所述，我们的研究结果表明，股利支付是一种平衡股东和利益相关者利益的机制，从而提高了股利支付公司的企业社会责任绩效。

原文链接:<https://ideas.repec.org//a/eee/finsta/v68y2023ics1572308923000657.html>

3. 腐败对中小企业获得融资证据的影响

本文估计了官僚腐败对 79 个发展中国家制造部门的中小型企业获得融资的影响。腐败可以通过减少利润、增加信贷需求、增加破产的可能性、造成未来利润的不确定性，并加剧借款人和贷款人之间的信息不对称问题，使企业难以获得融资。与这一观点一致，我们的发现表明，腐败显著增加了制造业中小企业受到财务约束的可能性。腐败流行率每增加一个标准差，制造业中小企业陷入财务困境的可能性或概率就会增加 3.5-4.9%。在拥有信用局和更自由运作的信贷市场的国家，由于腐败加剧而受到财务约束的可能性要小得多。这些异质性源于腐败影响中小企业获得融资的具体方式。因此，异质性有助于提高对我们估计中遗漏的变量偏差和反向因果关系的信心。我们还发现，更高的腐败使中小企业更难在竞争更激烈的产品市场获得融资，与中型公司相比，小型公司也更难获得融资。这些发现对反腐败倡议、金融发展和产品市场竞争水平具有重要的政策影响。

原文链接:<https://ideas.repec.org//a/eee/finsta/v68y2023ics157230892300075x.html>

二、工作论文

4. 欧元区银行业压力测试--评估全系统风险和宏观审慎政策的模型

欧元区银行业压力测试(Banking Euro Area Stress Test, BEAST)是一个大规模的半结构模型，旨在从宏观审慎的角度分析欧元区银行体系。该模型将欧元区约 90 家最大银行的动态与欧元区各个经济体的动态结合在一起。它通过复制银行资产负债表和损益表的结构来反映银行的异质性。此外，它还允许银行调整其资产、资金组合、定价决策、管理缓冲和利润分配，以及个别银行的情况，包括它们的资本和流动性要求，以及其他监管限制。银行的反应会影响信贷供应状况，并对宏观经济环境产生反馈作用。模型的随机解为研究多种情景、得出风险度量和估计模型不确定性提供了坚实的基础。该模型经常

被用来评估欧元区银行业的弹性，包括在两年一次的欧洲央行宏观审慎压力测试中，以及分析监管、宏观审慎和货币政策变化的影响。

原文链接:<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2855~1d1d269af4.en.pdf?17d343d1ae6865353d275f185eb96dae>

5. 评估欧元区非上市银行的系统性风险

V-Lab 的系统风险衡量(SRISK)提供了金融机构在经济突然低迷时的脆弱性的市场观点。为了克服其不能适用于非上市银行的缺点，将上市银行的 SRISK 特征映射到资产负债表信息上。规模更大、利润更低、股本融资更少的银行的系统性风险往往更高。资产负债表信息为非上市银行提供了一个令人惊讶的良好的 SRISK 近似值，与 2018 年和 2021 年全欧盟压力测试导致的银行资本枯竭相比。拟议的方法可以有效地补充传统压力测试提供的更全面的概述，为监管机构提供选项，以更高的频率和更低成本评估银行体系的系统性风险。

原文链接:<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2856~8afe6b0a0b.en.pdf?5464d68667e6010947d4c7befef598cc>

6. 货币政策溢出效应与欧盟审慎政策的作用

本文实证检验了审慎政策在多大程度上有助于降低所有 28 个欧盟国家的外国货币政策的宏观金融溢出效应。使用本地预测方法，我表明，实施更严格审慎政策的欧盟国家面临的美国、英国和 EA 货币政策收紧对银行信贷和房价的负面冲击要小得多，也不那么负面。资本缓冲、贷款标准限制和信贷增长限制等宏观审慎政策性质的措施，在缓解美国货币政策的溢出效应方面似乎特别有效，而微观审慎性质的措施，如最低资本金要求、风险权重和对大型敞口的限制，被证明在缓解英国货币政策的溢出效应方面是有效

的。结果表明，国内审慎政策可以抑制欧盟国家对外国货币政策的风险敞口，在面对来自中心国家和欧盟内部的溢出效应时，这可能是一个有用的工具。

原文链接:<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2854~a56378dfe1.en.pdf?f58d402556dfcdf3028b84de81a874c4>

7. 系统性货币政策的识别

我们提出了一种新的识别设计来估计系统性货币政策对宏观经济冲击传播的因果效应。该设计结合了(i)基于联邦公开市场委员会(FOMC)鹰派和鸽派历史构成的系统性货币政策的时变措施，以及(ii)利用 FOMC 投票权的机械轮换的工具。我们应用我们的设计来研究政府支出冲击的影响。我们发现，当联邦公开市场委员会是鸽派时，财政乘数在 2 到 3 之间；当联邦公开市场委员会是鹰派时，财政乘数在零以下。来自联邦公开市场委员会历史记录的叙事证据证实了我们的发现。

原文链接:<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2851~4d974d2c78.en.pdf?4cd7ee5d83a40ae84b8c09a27d7f80fa>

8. 改变美国和欧元区风险分担渠道模式

文章评估了风险分担渠道在美国和欧元区是如何随着时间的推移而演变的，以及它们是作为“补充”还是“替代”运作的。特别是，我们侧重于资本渠道(生产性资产跨境所有权的收入)、信贷渠道(州际或跨国银行贷款)和财政渠道(联邦或国际财政转移)。我们提供三个主要贡献。首先，我们提出了一个具有随机波动率的时变参数面板 VAR 模型，它允许我们形式化地量化风险分担渠道中的时间变化。其次，基于三个风险分担渠道对特殊产出冲击的脉冲响应之间的相关性，我们提出了一个新的互补性与可替代性假设检验。

第三，对于美国，我们基于一些关键的宏观经济和金融变量来解释风险分担渠道的时间变化。

原文链接:<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2849~f36a4321ea.en.pdf?96419052f75cd4430ce4e58a760af958>

9. 货币政策和劳动力市场

经验证据表明受教育程度较低的人的劳动力市场结果比受过良好教育的人的劳动力市场结果的波动性要大得多，后者往往更富有。我们根据教育程度估计了几个欧洲国家的就业率和离职率，发现受教育程度较低的国家就业率较低，离职率较高。在周期性频率下，就业率的波动可以解释受教育程度较低人群高达 80% 的失业率波动。然后，我们构建了一个样式化的汉克模型，该模型增加了搜索和匹配，以及教育程度方面的事前异质性。我们的研究表明，当受教育程度较低人群的就业市场波动较大时，货币政策会产生更大的影响。原因是，这些工人拥有最多的顺周期收入，加上最高的边际消费倾向。扩张性货币政策冲击不成比例地增加了劳动力需求，影响了受教育程度较低人群的劳动力市场，导致他们的消费大幅增加。这进一步扩大了劳动力需求，进一步增加了穷人的劳动收入，放大了最初的效果。同样的机制也适用于前瞻性指导。

原文链接:<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2850~806e7cc56c.en.pdf?a620ec57441ea1d603f1b6362c2456b4>

10. 潜在通货膨胀和不对称风险

我们提出了一种新的潜在通胀衡量标准，它可以实时告知通胀压力前景的不对称风险。这种不对称性是由经济活动引起的非线性产生的。这一新的指标是基于一个多变量

的制度转换框架，该框架联合估计了欧元区高收入国家方案的细分部分，并具有其他几个优点。首先，它能够迅速推断潜在通胀的突然变化。其次，它有助于及时跟踪潜在通胀的转折点。第三，在与通货膨胀监测相关的各种标准方面，拟议的指标也有令人满意的表现。

原文链接:<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2848~07d95d3685.en.pdf?88f4589dde59f9fd935d8dbffa52243d>

11. 劳动力市场歧视和种族失业差距货币政策能否发挥作用

与白人工人相比，黑人工人的失业率更高，就业动态也更不稳定，种族失业率差距在很大程度上无法用可观察到的特征来解释。我们建立了一个新的凯恩斯模型，该模型考虑了劳动力市场上的寻找和匹配摩擦、内生分离和雇主对黑人工人的歧视，以解释这些结果。该模型与总体经济的主要特征一致，并能够解释不同种族群体之间的关键劳动力市场差异。然后，我们使用这个模型来评估美联储新的货币政策框架--利率对就业人数与最高水平的差距做出反应，而不是偏离--对劳动力市场种族不平等的影响。我们发现，从偏离利率规则到短缺规则的转变减少了种族失业率差距和基于模型的劳动力市场歧视衡量标准，但增加了平均失业率。从福利的角度来看，我们发现，在我们的模型经济中，短缺方法并没有对减少种族不平等起到多大作用。

原文链接:<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/labor-market-discrimination-and-the-racial-unemployment-gap.htm>

12. 金融机构的利率风险管理

金融中介机构管理着无数的利率风险敞口。本文提出了一种利用高频金融市场数据

来度量金融中介机构剩余利率风险的新方法。我们的方法利用了所有可用的高频信息，并且在非常弱的假设下是有效的。将该方法应用于美国寿险公司，我们发现它们的利率风险管理策略总体上是有效的。然而，寿险公司对长期利率的变化比财产和意外伤害保险公司更敏感。我们发现，保费这一术语有助于解释这两类保险公司之间的敏感性差异。

原文链接:<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/measuring-interest-rate-risk-management-by-financial-institutions.htm>

13. 量化宽松退出 10 年后的美国利率和新兴市场货币走势

我们的分析表明，在重大贬值时期，美国收益率和新兴市场货币之间的关系强烈依赖于潜在的经济冲击，这强化了最近在不同背景下的研究结果。来自时间序列和横截面数据的证据强调，在这些重大贬值事件期间，风险通道是后次贷危机时代新兴市场汇率的关键驱动因素。在我们考察的 8 个时期中，有 6 个时期新兴市场货币贬值伴随着更广泛金融市场风险偏好的下降。在大多数情况下，推动这些变动的是负增长/风险冲击，而货币政策的冒险渠道在缩减恐慌，尤其是最近的紧缩时期起到了重要作用。以后次贷危机时代的标准来看，缩减恐慌对新兴市场货币来说并不是特别大的冲击，但就寻求收益率和投资者头寸的作用而言，它是独一无二的。此外，我们发现，新兴市场货币的风险感知与这些经济体的宏观经济基本面密切相关。

原文链接:<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/u-s-interest-rates-and-emerging-market-currencies-taking-stock-10-years-after-the-taper-tantrum-20231004.html>

14. 安全需求、经济周期和美元的全球流动

我们开发了一个两国宏观经济模型，该模型适合美国和世界其他地区的一套总价格和总数量。除了标准的一系列冲击外，该模型还包括代理人对安全债券偏好的时间变化。我们允许这种时间差异的一个组成部分在各个国家都是通用的，并偏向以美元计价的安全资产，并将这种组成部分称为全球避险(GFS)。我们发现，全球金融危机冲击是推动全球商业周期的最重要冲击，也是推动美国经济活动、尤其是海外经济活动的重要因素。不利的 GFS 冲击降低了全球 GDP 和通胀，扩大了全球企业信贷利差，并使美元升值。这些影响与结构性 VAR 获得的影响非常接近，结构性 VAR 使用超额债券溢价 (Gilchrist 和 Zakrajšek, 2012 年)作为全球资金转向安全的指标。

原文链接:<https://www.federalreserve.gov/econres/ifdp/global-flight-to-safety-business-cycles-and-the-dollar.htm>

15. 宏观经济周期延长的短期和长期宏观经济效应

我们研究了美国失业保险福利延期在短期和长期内的宏观经济效应。为了做到这一点，我们开发了一个关于 UI 扩展的触发变量的新的州级别数据集，以及一个基于跨越 50 年的详细立法和行政来源的“UI 收益计算器”。我们的识别方法利用了各州在管理延长福利计划的选项中的差异。我们发现，在 UI 福利持续时间已经很长的时间段--例如在大衰退期间--延长 UI 的影响微乎其微。然而，当初始持续时间较短时，失业救济延长对失业率和领取失业救济的人数有重大影响。通过一个搜索匹配模型的镜头，我们表明，我们的估计与对持续时间弹性的微观经济估计是一致的，这意味着用户界面扩展的小的一般均衡效应。

原文链接:<https://www.nber.org/papers/w31784>

16. 战后全球自然利率长期宏观走势与 10 个发达经济体的市场隐含利率

基准金融和宏观经济模型对自然利率和债券风险溢价的估计似乎相互矛盾。这种自然利率之谜不仅适用于美国，也适用于许多发达经济体。我们使用一个带有两个趋势因子的统一的无套利宏观金融模型来估计 10 个发达经济体的自然利率 r^* 。我们比以前的研究覆盖了更长更广的样本，并利用新的来源来构建收益率曲线和超额收益。双趋势模型提高了收益率回归和收益预测的解释能力。收益率的大部分变化是由于宏观趋势 r^* 和 π^* ，而不是债券风险溢价。意外债券收益率的全球组成部分具有影响力，而自然利率的本地组成部分很大。我们的 r^* 估计与增长和人口变量的变化方式一致，与理论和之前的发现一致。

原文链接:<https://www.nber.org/papers/w31787>

17. 预测通货膨胀和汇率动态的美元化编年史

我们在一个简单的开放经济模型中研究了预期的美元化的影响，该美元化是今天宣布的，但计划在未来某个日期实施。出于对考虑美元化的国家的描述，我们做了以下假设。首先，政府面临着美元短缺的问题，无法保证未来国内货币的兑换。其次，在没有美元化的情况下，货币政策通过铸币税为赤字融资。我们关注的是前美元化时期。我们的研究结果如下。首先，这一声明导致了货币在冲击时的离散贬值。其次，在这一跃升之后，相对于没有美元化的基准，贬值速度也会上升。最后，随着时间的推移，货币贬值和通货膨胀率可能会上升。

原文链接:<https://www.nber.org/papers/w31763>

18. 碳税的优点和缺点

经济学家们一致认为，碳税是解决二氧化碳排放对全球气候影响的最佳方法。然而，过去关于气候变化的国际协议却规定了每个国家的排放上限(一个数量目标)。本文探讨了这种使用数量指标的几个优点。首先，如果一个国家征收的碳税税率高到足以修正全球外部性，那么这个税率将远远超过该国自身利益的税率。其结果是鼓励利用其他国内政府政策来鼓励更大的排放，削弱了碳排放税的预期减排目标。取而代之的是建筑数量目标，以限制排放。其次，论文认为，考虑到对任何给定的碳税税率的反应面临的不确定性，数量目标可以更好地确保全球变暖保持在 2 摄氏度以下。第三，可以更灵活地调整为每个国家设定的一套数量目标，以确保大多数国家从参与一项全球协议中受益，同时仍然允许通过给予各国跨境减排努力信用来实现有效的减排模式。

原文链接:<https://www.nber.org/papers/w31754>

19. 住房渠道宽松信贷的环境成本

供暖、制冷和供电的住宅存量约占美国年度温室气体排放总量的五分之一。房屋大小是能源强度的关键决定因素。新建的独栋住宅平均比 20 世纪 50 年代大 50%。使用跨越过去 40 年银行业历史的不同识别策略，我们表明，更充足的信贷会增加平均新屋规模。它还促进了更多的施工，但不会在家庭质量或耐用性方面产生抵消性的提高。这些结果突显了与扩大信贷渠道的货币政策相关的潜在环境成本。

原文链接:<https://www.nber.org/papers/w31769>

20. 货币政策的劳动力需求与劳动力供给渠道

货币政策通常被理解为影响劳动力需求，但对劳动力供应几乎没有影响。我们估计了劳动力市场流动对 FOMC 声明和美联储主席讲话前后利率高频变化的反应，发现与普遍观点相反，紧缩性货币政策冲击导致劳动力供应显著增加：工人减少了他们离开工作转向非就业的比率，而非就业个人增加了他们的求职行为。在供给驱动的劳动力市场流动保持不变的情况下，紧缩货币政策冲击导致的整体就业下降幅度将增加一倍。

原文链接：<https://www.nber.org/papers/w31770>

21. 硅谷银行挤兑的传染效应

本文分析了与硅谷银行(SVB)倒闭相关的传染效应，并确定了导致银行股票回报随后下降的特定银行脆弱性。我们发现，未投保存款、持有至到期证券的未实现损失、银行规模和现金持有量具有显著影响，而质量较好的资产或流动性证券的持有量无助于缓解负面溢出。有趣的是，在美联储加息后，股票在 SVB 之后表现较差的银行在前一年的回报率也较低。股票投资者似乎预见到了与无保险存款依赖相关的风险，但没有预见到隐含损失的实现。虽然中型银行在 SVB 倒闭后立即经历了特别的压力，但随着时间的推移，负面溢出效应变得普遍，除了最大的银行。

原文链接：<https://www.nber.org/papers/w31772>

22. 财政联邦主义与所得税的作用

本文通过假设所得税的目标不是从富人到穷人的再分配，而是为个人提供一些保险，以防范他们未来收入面临的不确定性，从而重新思考所得税的设计，这是布坎南

(1976)提出的税收的动机。所得税通过在网上向个人收取资金来提供保险，在一定程度上，当个人表现不佳时，他们最终会做得很好，为向他们进行的净转移提供资金。每个人面临的未来风险大小各不相同。这些不同的保险品味为各州提供不同的税收/转移项目提供了理由，每个州都吸引了人口中不同的客户。考虑到家庭迁移的便利性，各州的税收政策会给其他州带来财政外部性。此外，本文还探讨了联邦政府可能采取的干预措施，以改善各州在税收政策上的均衡选择。

原文链接:<https://www.nber.org/papers/w31755>

23. 指数基金的市场力量

指数基金是投资者进入金融市场的最常见方式之一，被认为是主动投资管理的一种透明和低成本替代方案。尽管指数基金投资有这些所谓的优点，以及新产品和竞争对手的推出，但许多基金仍然昂贵，基金经理似乎行使着相当大的市场权力。为什么指数基金会有市场力量？我们建立了一个新的指数基金需求和供给的定量动态模型。在该模型中，投资者受到惯性、搜索摩擦和异质偏好的影响。需求方面的这些摩擦为指数基金经理创造了市场力量，基金经理可以通过价格歧视和向散户收取更高的费用比率来进一步利用这一点。我们的结果表明，由于搜索摩擦，散户投资者支付的平均费用比率大约高出 45%，由于惯性，与无摩擦基线相比，惯性高出 40%。在我们的反事实中，我们发现当搜索摩擦低(高)时，搜索摩擦和惯性之间的交互作用会给投资者施加更高(更低)的成本。

原文链接:<https://www.nber.org/papers/w31778>

24. 央行可信度、前瞻性指引的有效性与全球金融危机后的通胀动态

本文研究了当中央银行具有不完全可信度时，前瞻性指引的有效性。利用独特的基于调查的预期通胀、产出增长和利率指标，我们估计了美国和其他 G7 国家以及西班牙的小规模新凯恩斯模型，允许偏离完全信息理性预期。在我们的模型中，聚合异质预期的关键参数反映了央行的可信度，并影响了前瞻性指引的整体有效性。我们发现，美国、英国、德国和其他主要发达经济体的中央银行具有类似的可信度(尽管远未达到完全可信度)；然而，日本中央银行的可信度要低得多。对于每个国家，我们衡量可信度的指标随着时间的推移都在下降，这使得前瞻性指导变得不那么有效。在一项反事实的分析中，我们证明，如果公众认为央行的前瞻性指引声明是完全可信的，那么在全球金融危机之后，通货膨胀率会高得多，短期利率的零下限也不是什么问题。此外，在后新冠肺炎时代的通胀飙升之后，如果有完全可信的理由，通胀会下降得更多、更快。

原文链接:<https://www.nber.org/papers/w31777>

三、政策观点

25. 欧洲央行货币政策会议的欢迎词（Welcome address by Christine Lagarde, President of the ECB, at the ECB Conference on Monetary Policy: bridging science and practice, Frankfurt am Main, 4 October 2023）

过去几年，对于世界各地的货币政策制定者来说，这是一个极具挑战性的时期。我们面临着一系列重叠的供需冲击，创造了一种复杂和快速变化的宏观经济格局。因此，我们看到了货币政策制定的范式转变。

发达经济体的央行曾竭力克服利率下限，但最近它们进入了有记录以来最快的加息周期。

但政策制定本质上是实时运作的。我们根据手头最好的分析和数据做出决定。然而，正是当宏观经济环境发生快速变化时，先前不可预见的知识差距突然暴露出来。

这就是为什么政策制定者--他们本质上是实践者--可以从尖端研究中受益匪浅。新的见解和创新的方法可以大大有助于缩小这些知识差距，帮助政策制定者更有效地驾驭这一新领域。

这就是为什么这次会议被称为“科学与实践的桥梁”--因为我们正在讨论的问题确实是那些为我们的决策提供信息的问题。

今天的活动抓住了四个这样的主题。

第一个主题是从大流行前盛行的低通胀机制向我们今天看到的高通货膨胀率的过渡如何影响到冲击的传递。

将在今后两天内提交的文件为这一重要辩论作出了重要贡献。

特别是，我们将看到不利供应冲击的传播是非线性的：当通胀较高时，传播更强烈。我们还将看到企业的定价策略如何变得依赖于国家，并使价格在应对巨大冲击时变得更加灵活。

会议关注的第二个主题自然是从第一个开始的。

在通胀前景如此迅速转变的情况下，货币政策的立场也同样迅速转变。这引发了一个问题，即在长期放松政策后，必须迅速收回宽松政策时，如何才能最好地调整政策。

我们将看到强调可能出现的一些挑战的研究。例如，我们将听到金融稳定面临的挑战，以及解除非常规措施如何影响短期利率控制--这是一个与欧洲央行正在进行的操作框架评估相关的主题。

政策立场的这种快速转变也为我们提供了对会议涵盖的第三个主题的新见解：货币政策的传导。

近年来，关于货币传导的力度和速度，以及不同渠道的相对重要性如何随着时间的推移而发生变化，一直存在很多争论。这给当前的紧缩周期注入了相当大的不确定性。

但现在开始有研究为我们提供更清晰的图景。

我们将听到欧元区住房市场的异质结构如何导致政策在不同国家之间的不对称传递。我们还将看到，解释家庭对政策变化的不均衡敞口的模型，如何解释我们今天看到

的一些传导特征。

第四个话题是不同政策之间的互动。

应对疫情的关键特征之一是货币政策和财政政策的协调一致，这带来了出人意料的强劲复苏。伴随着强劲复苏--以及随之而来的通胀上升--的是全球货币政策的收紧，其同步性是前所未有的。

我们将在未来几天的演讲中看到这些政策互动的影响。我还要补充一句：自我们举行这次会议以来，我们选出的三位年轻经济学家将首次做出一些贡献，他们将在明天举行一次专门会议。

最后，我们有幸听到两位诺贝尔奖得主的主旨演讲，这两位获奖者都与政策制定者今天正在应对的挑战高度相关。

道格拉斯·戴蒙德将与我们讨论利率风险、金融危机和银行监管--鉴于最近美国和瑞士发生的银行业动荡，世界各地的政策制定者都对这种关系变得更加警惕。

彼得·戴蒙德将讨论劳动力市场和货币政策，这或许是当今发达经济体货币政策制定者面临的重大难题。

正是通过开创性的研究，例如我们将在这次会议上听到的发现，政策制定者的知识才能增长。但当然，我们还没有得到所有的答案--尤其是因为我们面临着高度的不确定性。

出于这个原因，欧洲央行已经建立了自己的政策框架，以便对这种局面的复杂性和不确定性保持稳健。具体地说，我们根据三个标准做出了未来的决定：通胀前景、潜在通胀的动态以及货币政策传导的力度。

这一框架帮助我们绘制了一条收紧道路，开始时非常陡峭，然后放缓到更正常的速度。现在，根据我们目前的评估，我们认为欧洲央行的关键利率已经达到了这样的水平，如果维持足够长的时间，将对通胀及时回到我们的中期目标做出重大贡献。

我们未来的决定将继续基于这三项标准，并将确保只要有必要，利率就会被设定在足够严格的水平。

原文链接：<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp231004~61531ca833.en.html>

26. 国际货币与金融委员会的发言（Statement by Christine Lagarde, President of the ECB, at the forty-eight meeting of the International Monetary and Financial Committee, IMF Annual Meetings, 14 October 2023）

尽管自 4 月份的上一次会议以来，全球经济前景大体保持不变，但主要经济体的增长前景一直在变化，主要发达经济体的前景比预期更具弹性。然而，在地缘政治紧张局势持续的背景下，全球经济复苏前景依然脆弱，这种紧张局势尤其源于贸易分化加剧以及金融业可能再度承压。全球整体通胀正在消退，但潜在的通胀压力依然存在，因为劳动力市场继续吃紧。

欧洲央行决心确保通胀及时回到 2% 的中期目标。为了巩固实现这一目标的进展，管理委员会在 9 月份的会议上决定将关键利率上调 25 个基点，使 2022 年 7 月以来的加息总额达到 450 个基点。此外，从今年 7 月起，欧元系统不再根据资产购买计划对到期证券的本金支付进行再投资。根据我们的最新评估，我们认为我们的主要利率已经达到了水平，如果维持足够长的时间，将对通胀及时恢复到我们的目标做出重大贡献。我们未来的决定将确保，只要有必要，欧洲央行的关键利率都将被设定在足够严格的水平。我们将继续遵循依赖数据的方法来确定适当的限制水平和期限。

经济活动

过去一年，欧元区经济明显放缓。在今年上半年普遍停滞不前后，预计实际国内生产总值在未来几个月将保持低迷。即将发布的数据表明，由于全球需求放缓以及融资环境收紧的影响，第三季度经济活动疲软。制造业继续受挫，而服务业在今年上半年表现出韧性，现在也开始走弱。随着时间的推移，经济势头应该会加快，因为不断下降的通胀和更高的工资将越来越多地支持实际收入，并导致消费者支出重新增长。在劳动力市场方面，7 月份失业率处于创纪录低位，就业增长在上半年保持弹性，尽管增长势头正在放缓。

随着能源危机的消退，各国政府应该继续取消相关的支持措施。这对于避免推高中期通胀压力至关重要，否则将需要更强有力的货币政策回应。财政政策的设计应该使我们的经济更具生产力，并逐步降低高企的公共债务。提高欧元区供应能力的政策，如高质量的公共投资和结构性改革，可以在中期内帮助减轻价格压力，同时支持绿色转型。

前景的风险继续倾向于下行。如果货币政策的效果比预期更有力，或者如果世界经济进一步疲软，地缘政治风险加剧，增长可能会放缓。另一方面，如果强劲的劳动力市场、实际收入的增加和不确定性的消退提振了消费者和企业的信心，并导致他们增加支出，增长也可能高于预期。

通货膨胀率

自 2022 年 10 月见顶以来，欧元区整体通胀率已经下降了一半以上。这一下降涉及通胀的主要组成部分，反映出能源大宗商品价格下跌、供应瓶颈缓解以及货币政策收紧的影响。核心通胀率仍处于较高水平，反映出这样一个事实，即过去投入成本飙升的影响正在被劳动力成本上升所抵消。事实上，在劳动力市场吃紧的情况下，员工要求补偿购买力的损失，导致了历史上最高的工资增长。我们预计，由于成本压力的缓解以及货币政策收紧的影响，欧元区的通胀率将继续下降。在劳动力市场吃紧但降温的背景下，受最低工资和通胀补偿上调的推动，预计工资增长将逐渐下降，尽管在预测范围内仍将保持较高水平。去年显著扩大的利润率，预计将在中期内为劳动力成本向最终价格的转嫁提供一定的缓冲。预计 2025 年通胀率将降至接近 2% 的水平。然而，下行路径有两个方向的风险。上行风险源于能源和食品价格上涨压力的重新抬头，通胀预期高于我们的目标，以及工资或利润率高于预期的增长。下行风险包括需求减弱，例如由于货币政策传导更强劲或国际经济环境恶化。

欧元区银行业、非银行金融中介和金融稳定

面对疲弱的增长前景和持续的高通胀，欧元区金融体系表现出了韧性。对金融稳定的担忧正在从利率迅速上升和相关资产价格波动的直接影响，转向金融和非金融部门金融状况收紧的更中期和渐进的影响。

到目前为止，银行业的盈利能力总体上受益于较高的利率环境。银行继续持有相当大的流动性缓冲，并进一步改善了资本状况。资产质量仍然强劲，尽管恶化的早期迹象

正在变得明显。微观和宏观审慎政策和监管有助于银行体系的韧性，我们最近的压力测试显示，银行能够承受严重的经济低迷。尽管如此，银行应继续关注资产质量、流动性和融资风险，并进行审慎和前瞻性的风险管理。此外，银行需要有可信的战略来推进其商业模式，特别是考虑到金融服务的数字化。治理和风险管理框架应与气候相关金融风险的加速同步。展望未来，保持欧元区金融体系的弹性仍是宏观审慎政策的优先事项，因为资本缓冲限制了冲击的潜在后果。

尽管最近投资组合降低了风险，但非银行金融机构(NBFI)部门的信贷和流动性风险继续上升。因此，在宏观经济不确定性、市场动荡和房地产周期转向的情况下，NBFI 仍然容易受到资产价格调整的影响。包括房地产基金在内的几种类型的投资基金，在资产流动性和赎回条款之间表现出相当大的错配。此外，一些 NBFI 在资产负债表内外都显示出实质性的杠杆作用。最近市场震荡的一个重要教训是，需要大幅提高 NBFI 部门的弹性。这需要以国际协调的方式，包括从宏观审慎的角度，全面加强针对非银行机构的政策框架。

支持全球合作

在日益分化的态势下，国际合作比以往任何时候都更加重要。我们支持一个处于全球金融安全网中心的强大的 IMF。稳健的资本状况是 IMF 能够适当支持其成员国的前提条件，尤其是那些最脆弱的成员国。鉴于货币基金组织预防文书在预防危机方面的重要作用，我们欢迎这种妥协精神，这种精神使基金组织能够完成对这些文书的审查。展望未来，应密切监测各国扩大获得国际货币基金组织资源的影响，同时应保留预防性文书的信号效果。

欧盟成员国和央行在国际货币基金组织和最近争取资源的努力中发挥着自己的作用。凭借超过 310 亿美元的承诺，它们做出了重大贡献，并带头将资源转移到国际货币基金组织信托基金(减贫与增长信托基金、复原力信托基金和可持续发展信托基金)。

近年来，地缘经济紧张局势加剧。这些紧张关系可能导致国际贸易和价值链的区域化。贸易碎片化可能会损害全球经济，降低资源配置效率，阻碍创新的传播，并限制获得外部融资的机会。最终，全球产量可能会更低，价格可能会更高--这将损害最贫穷的人的利益。地缘政治紧张局势还可能导致外国直接投资沿着地缘政治路线分割，全球支

付系统变得更加支离破碎，从而逆转金融一体化的部分收益。这不仅会减少全球风险分担，还会限制将资金用于缓解和适应气候变化所需投资的机会。鉴于这些风险，多边合作仍然至关重要。

这也适用于填补投资缺口以实现国际气候目标，因为如果我们错误地实现绿色转型，将会产生高昂的社会成本。需要大规模的跨境投资流动，这需要进一步汇聚和准确评估国家和国际框架。此外，我们需要创造一种环境，在这种环境中，气候融资被大幅拉平，为转型提供资金，公共财政也成为增加私人资本流动的催化剂。欧盟正在努力实现这些目标，并在欧洲绿色协议中规定了长期净零目标，并在其“适合 55 岁”的一揽子计划中规定了中期目标。我们的第二次经济范围气候压力测试最近显示，推迟或推迟过渡将对银行的信用风险产生负面影响，到 2030 年，银行的信用风险将比 2022 年上升 100% 以上。另一方面，在加速转型中，这一增幅将降低 40%。

原文链接:<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp231014~60c5eb8328.en.html>

27. 重塑布雷顿森林委员会和政策中心（Governor Michelle W. Bowman, At the Reinventing Bretton Woods Committee and Policy Center for the New South Marrakech Economic Festival, Marrakech, Morocco, 11 October 2023）

很高兴今天与你们一起讨论中央银行和金融监管机构在有效促进稳定和有弹性的全球金融体系方面的作用。

今天，我将讨论一些我认为最突出的金融体系脆弱性和风险。这些风险和脆弱性是最关心的，但绝不是美联储监控的全部。然后，我将就美联储以及其他金融监管机构和中央银行如何能够应对和缓解这些金融体系的脆弱性和风险提出一些想法，以便货币政策制定者能够继续执行其货币政策任务。

最近的宏观经济经验给各国央行带来了货币政策和金融稳定方面的挑战。在大流行

期间，在许多经济体中，供应链中断，加上各经济体摆脱大流行限制后的强劲需求，起到了催化剂的作用，将通胀率推高至非常高的水平。宽松的货币和财政政策也支撑了总需求，这些政策有助于支撑家庭、企业和地方政府的资产负债表；增加过剩储蓄；并导致劳动力市场非常紧张。

面对这些动态，许多央行都收紧了货币政策，努力使需求和供应更好地平衡，并将通胀拉回目标水平。在美国，在过去的一年半里，联邦公开市场委员会(FOMC)将联邦基金目标区间提高了 5-1/4%，并一直在减少美联储的证券持有量，而在大流行期间，美联储的证券持有量大幅增加。在这段时间里，我们看到在降低通胀方面取得了一些进展。然而，通货膨胀率仍远高于联邦公开市场委员会 2% 的目标。国内支出继续保持强劲势头，劳动力市场依然吃紧。这表明，政策利率可能需要进一步上调，并在一段时间内保持限制性，以使通胀回到联邦公开市场委员会的目标。

在面临价格稳定挑战的同时，各国央行也面临着新的金融稳定风险，其中一些风险与通胀持续高企的环境下利率的大幅变动有关。最近的经验还突显了地缘政治紧张局势如何可能造成金融稳定风险，例如，通过增加金融市场波动性，或更间接地通过其对经济活动和通胀的可能影响。

金融系统的脆弱性和风险

与许多其他央行一样，美联储不断监测金融体系中出现的一系列新风险和脆弱性。我们必须承认，在评估和应对金融稳定风险时，我们需要对不断变化的情况作出反应。作为一个恰当的例子，近年来，似乎许多人低估了利率风险，然而，正是对这种风险管理不善，导致了今年春季金融体系的重大混乱。考虑到这一点，我将更详细地讨论我目前最关注的金融稳定风险和脆弱性。

银行业

从银行业开始，今年早些时候发生的事件突显了美国整体银行体系的实力和韧性。绝大多数美国银行都在充分管理利率和信贷风险，并保持谨慎的资本和流动性状况。

尽管由于紧缩的货币政策和更高的利率，预计银行业将经历更高的融资成本和部分存款外流，但这些结果可能会给一些银行带来脆弱性。银行依赖更昂贵的存款，而且还持有大量长期资产，如较长期贷款或固定利率较低的证券，这些银行可能会继续拖累收

益，特别是如果利率在更长时间内保持在较高水平的话。如果一家银行被迫出售长期资产，已实现的损失可能会对监管资本产生负面影响。如果经济活动和收入疲软，利率环境上升也可能侵蚀银行贷款组合的信贷质量，给银行收益和资本带来额外的风险来源。重要的是监测这些不断演变的风险，并在必要时采取行动，将可能对更广泛的银行和金融体系产生的溢出影响降至最低。在美国，美联储最近对最大银行的资本头寸进行的压力测试显示，资产估值将出现极端下降，失业率将急剧上升。所有接受这项测试的银行都通过了

今年 3 月，我们看到硅谷银行的存款遭到挤兑，以及其他相关的银行业压力，突显出银行体系容易受到信心侵蚀的影响。这种信心的侵蚀--即使是从一家机构自己独特而孤立的问题开始--可能会给更多机构带来风险，这些机构的基础是规模、商业模式或客户基础等方面的相似之处。正如我们过去看到的那样，信心的削弱可能会导致突然出现大量存款外流。如今，社交媒体和技术可能会加速恐惧在储户和银行投资者中的传播，加剧蔓延风险。

商业地产

另一个令人关切的问题是，商业地产(CRE)的物业价值可能会下降，从而导致某些市场的 CRE 贷款质量下降。较低的写字楼回用率，以及目前企业选择减少写字楼占地面积的趋势，可能会导致更高的空置率，这可能会给房地产价值带来下行压力，特别是在某些地方和行业，包括城市中心和零售物业。如果经济大幅放缓，CRE 的贷款质量可能会随着利率居高不下或房地产价值疲软而恶化。自 2008 年以来，大多数美国 CRE 贷款的承销标准和贷款与价值比率变得保守得多。然而，房地产价值下降、租金收入现金流减少或其他冲击仍有可能损害华润置业的投资组合，特别是如果这些贷款到期并以更高的利率进行再融资的话。

尽管许多银行处于有利地位，可以与借款人合作重组贷款或缓解相关损失的风险，但一些拥有庞大、缺乏多元化和地理集中的 CRE 投资组合的银行可能面临更大的风险。我还在监控被打包为商业抵押贷款支持证券(CMBS)一部分的不良 CRE 贷款对金融稳定的潜在影响。与贷款人直接持有的不良贷款相比，重组属于 CMBS 池的不良贷款要困难得多。集合的 CMBS 投资通常由包括大型保险公司和养老金计划在内的机构大量持有或集

中持有。如果这些机构持有的 CMBS 遭受重大损失，可能会对 CMBS 的证券化渠道和 CRE 市场产生更广泛的影响。

非银行金融机构

我还在密切关注大型非银行金融机构带来的其他金融稳定脆弱性。对冲基金的杠杆率仍然居高不下，优质货币市场基金、保险公司和一些公司债券共同基金仍容易受到风险的影响。除了这一风险外，在当前宏观经济和利率环境下，监测这些实体的利率和融资脆弱性也很重要。然而，随着非银行金融机构部门的持续扩张，这些并不是新的漏洞，监控这些风险变得尤为重要。

美国国债市场

美国国债市场压力事件-包括 2019 年 9 月的回购市场压力和 2020 年 3 月的抢购现金-引发了人们对美国国债市场弹性的担忧。去年英国政府证券市场的压力还突显出，这些市场运作的中断可能会扰乱央行的计划，包括削减资产负债表的路径，即使是暂时的。美国国债市场流动性指标保持稳定，国债市场继续运行，但风险依然存在。重要的是要注意国债市场运行受损的迹象，特别是在美联储继续减持国债和国债拍卖数量扩大以满足发行需求的情况下。

设计和调整促进金融稳定的政策

作为一般原则，中央银行和其他监管机构可以选择主动使用监督和监管工具，以减轻金融稳定风险和脆弱性。如果金融稳定风险成为现实，可能有必要实施央行和其他有针对性的紧急流动性或贷款安排。中央银行货币政策的实施可能会影响到最突出的金融稳定风险。在包括美国在内的许多法域，金融稳定工具与货币政策工具分开，可能是缓解和处理金融稳定风险最有效的工具。这些工具的分离可以使货币政策决策继续专注于实现中央银行的货币政策目标。

话虽如此，并不是我所强调的所有金融稳定风险和脆弱性都需要改变政策。事实上，在根据最近的压力调整政策时反应过度，可能会使情况恶化，而不是改善。

银行监管与监管平衡

正如我们从最近的美国银行倒闭中了解到的那样，响应迅速、高效和有效的银行监管是有效缓解金融系统风险和脆弱性的有力工具。这些失败表明，银行监管的缺陷可能

会加剧金融稳定风险。

监管的主要重点应该是及时解决银行的严重缺陷。为了有效地支持金融稳定，银行监管不能简单地依靠查明合规问题、失败的流程或违规行为。它必须进一步审查银行的风险敞口，同时根据银行的财务状况优先考虑核心安全和稳健问题。如果监管过程未能识别和升级关键风险，或未能追究管理层对已知缺陷(如过度承担利率风险)的责任，这可能会增加监管缺陷的可能性，包括预测不断变化的宏观金融格局如何影响银行状况的能力。

随着监管框架变得更加复杂，我们必须确保监督员和审查员有足够的装备来实施和保持最高质量的监督。在我们专注于改善银行监管框架的同时，我们也应该确保监管包括银行管理层及其董事会。在对监督活动作出改变时，这些改变应该是公开和透明的，在实施时应适当考虑到权衡和意外后果。没有问责制，任何监管或监督框架都不可能有效。

监管资本要求，无论多么保守，都不能替代健全的风险管理和强有力、有效、高效和透明的监管。对监管职能的绝大多数改进都可以在不对监管框架进行广泛改革的情况下完成。

虽然对监管框架进行一些改变可能是适当的，以促进金融稳定，但我们应该小心确保这些改变不会损害银行的长期生存能力，特别是中小型银行。在我看来，监管改革可能带来重大的金融稳定风险，特别是如果监管改革未能充分考虑激励效应和潜在后果的话。监管行动也有能力通过减少信贷供应或限制金融产品或服务的供应来抑制经济活动。当改革本身可能效率低下或针对性不强时，这些担忧最为严重。例如，政策制定者应该仔细考虑与最终敲定巴塞尔协议 III 资本标准相关的美国预期大幅增加的资本要求是否符合这一标准，因为它是有效和适当的目标。

银行业的监管方法也必须允许创新。抑制银行业的创新可能会将某些产品和服务的增长进一步推向非银行部门，导致透明度大大降低，并可能带来更大的金融稳定风险。全面的监管方法必须包括通过有效的监管来执行现有的监管，扩大监管范围，并填补监管空白。

非银行金融机构监管

促进金融稳定的一个关键组成部分是确保从事类似金融活动、具有类似风险的每一家机构在监督和监管机构下都得到同样的对待。许多非银行金融机构和产品受到不同程度的监管、监督和监测。虽然银行系统受到良好的监管和监督很重要，但同样重要的是，其他类型的金融机构、产品或服务也是如此。制定监管和监督共同金融市场和产品的有效框架，对于确保对消费者的保护和金融体系的稳定至关重要。美联储赞赏金融稳定委员会(FSB)在这一领域所做的工作，以及我的联合小组成员理事 Klaas Knot 在担任 FSB 主席期间提供的大力支持。

就国债市场的运行而言，同样重要的是，美国应继续认真考虑可能支持国债市场韧性的提议，并降低美联储(Federal Reserve)在压力较大的情况下出手恢复市场运转的可能性。例如，在美国，最大的银行被设定的杠杆率和全球系统重要性银行(G-SIB)附加费远远高于国际标准。这些更高的水平需要重新考虑，以确保交易商有足够的资产负债表能力，在压力时期为国债市场提供中介服务。同样，还应考虑提高市场定价和流动的数据透明度，以鼓励中介进入和竞争。

中央银行流动性供应和借贷便利

如果金融稳定风险成为现实，各国央行必须做好准备，在压力时期向金融机构提供有针对性的流动性，以恢复市场运行和金融稳定。这些贷款方案在大流行期间的使用证明了它们在支持市场运行和压力时期信贷流动方面的有效性。⁸ 如果适当调整，这些方案可以帮助促进市场运行，但从较长期来看限制了美联储在金融市场的整体影响。同样重要的是，明确区分任何旨在促进核心金融市场运转的临时央行资产购买计划与货币政策行动。

在银行体系中，同样重要的是，支持银行流动性和支付的工具--包括贴现窗口操作和美联储内部的 Fedwire[®]--可以延长营业时间，并准备在压力时期提供支持。我们还应该考虑需要采取哪些进一步措施，以确保银行能够获得流动性支持。此外，我们应该鼓励(而不是强制)行使应急资金计划和测试能力，要求银行管理层确保充分的计划到位。

在国债市场，美联储应该确保像常备回购协议(Repo)这样的工具可以作为货币市场的后盾，以支持货币政策的有效实施和市场的平稳运行。良好的国际互换额度和回购安排也有助于促进国债市场和美元市场的运转。当然，所有央行贷款工具都应该充当临时

后盾。中央银行和其他机构应确保监管和市场监督促进审慎的金融机构行为和核心金融市场的弹性。这样做可以提高私人市场和机构在压力时期发挥作用的能力，并降低央行未来干预市场的可能性。

结论

许多央行在努力恢复物价稳定和促进金融稳定的过程中，面临着挑战和不确定时期。稳定和有弹性的金融体系对于货币政策的有效传导和健康的经济至关重要。健康的经济促进金融稳定，金融稳定促进健康的经济。面对高通胀的央行让通胀回到目标水平至关重要。如果做不到这一点，只会通过不确定和不稳定的经济状况以及降低央行的可信度，导致更大的金融稳定风险。

因此，中央银行有必要酌情与其他金融监管机构合作，开发和使用监督和审慎监管工具，以促进金融稳定。有效的监督和监管反过来又将支持货币政策的有效实施，以实现央行的宏观经济目标。随着这些问题超越国界，各国央行和监管机构也必须致力于建立一种国际视角，与全球合作相辅相成，或从全球合作中获得信息。这种观点从未像现在这样重要。

原文链接：<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bowman20231011a.htm>

28. 压力测试中的多种场景（Vice Chair for Supervision Michael S. Barr, At the Stress Test Research Conference at the Federal Reserve Bank of Boston, Boston, Massachusetts, 19 October 2023）

我在这里就压力测试的下一步提供我的想法，特别是为什么使用多个探索性场景将有助于提高我们对银行系统风险的理解。

我们今天所知的压力测试是在 2009 年监管资本评估计划(SCAP)的基础上发展起来的，该计划在全球金融危机最严重的时候进行。在 2008-09 年冬季，市场对银行失去了信心，原因是未来经济发展道路和银行可能面临的损失存在广泛的不确定性。这促使

美联储和财政部进行了一次压力测试，以确定 19 家最大银行在严重不利的经济情景下的健康状况，并公布了结果。结果的公布为最大银行的情况提供了透明度，使企业更容易对自己进行资本重组，并重新开始向经济提供信贷，从而开始了复苏进程。

在压力测试成功后，国会在《多德-弗兰克法案》中授权美联储对大型银行进行年度压力测试，以确定这些银行是否有足够的资本在不利的经济条件下吸收损失。今天，这项测试以及支持它的数据收集是我们评估和帮助确保银行在顺境和逆境中的弹性的主要工具之一。在经济或金融不确定时期，压力测试可以向监管者、市场和政策制定者提供对银行韧性的关键评估。这种透明度有助于市场在压力时期更好地发挥作用。

在压力时期之外，压力测试可以帮助评估充足的资本，并提高对风险的监管洞察力。压力测试还可以为银行间的风险积累提供透明度。根据我们的经验，测试结果为监管者提供了宝贵的信息，以便向个别公司提供反馈，并帮助董事会评估金融体系的稳定性。最近的一项研究证实了这一经验，发现接受压力测试的银行较少受到常见的系统性风险的影响。此外，压力测试有助于使资本要求不太容易受到公司博弈的影响，因此更有可能被设定在适当的水平。这是因为情景的设计可以根据我们对系统中不断增加的风险的观察而改变。情景框架使用的参数在经济更强劲时变得更加严格，这也有助于避免加剧银行在景气时期承担更大风险、在不景气时期变得高度厌恶风险的自然趋势。此外，压力测试随着改进的建模和不断变化的风险而变化，以便测试更好地估计经济低迷时的潜在损失。

在过去的 14 年里，我们从经验中吸取了教训，并继续发展压力测试计划。我们已经采取措施提高压力测试计划的透明度，包括发布我们的模型开发、实施和验证方法以及我们的场景设计方法的广泛描述。对于每一次压力测试，我们披露了压力测试方法的详细摘要，对于几个关键投资组合，我们公开了我们建模损失率、汇总统计数据 and 建模损失率的方法。在 2020 年，我们采用了压力资本缓冲，它使用压力测试的结果来告知公司的资本缓冲要求。该计划还为银行提供了请求重新考虑其压力资本缓冲的机会。

虽然我们的压力测试是衡量银行体系实力和韧性的重要指标，但我们必须认识到，它确实有局限性，任何测试都是如此。我将介绍三个限制，并解释如何通过将多个探索性场景合并到我们的压力测试程序中来至少部分缓解这些限制。我所说的试探性情景是

指不用于设定公司压力资本缓冲要求的情景。然后，我将描述美联储如何利用试探性情景的结果，通过让我们更好地了解潜在风险并改善对这些银行的监管，来帮助确保银行体系保持强大和弹性。

在我们向前迈进时，我们必须认识到，我们中没有人能够自信地预测未来的紧张事件及其后果。

压力测试的局限性

首先，目前的压力测试使用单一情景，重点是信贷驱动的衰退和单一的全球市场冲击，以测试公司的财务状况。单一情景不能涵盖所有大型银行面临的一系列看似合理的风险。这一点已经一次又一次得到证实，包括在最近的经验中。

去年春天三家大型银行的倒闭表明，即使没有严重的衰退，也可能出现严重的银行业压力。然而，最近经历的情况给监管压力情景的设计带来了挑战。最值得注意的是，美联储的压力测试政策声明--它规定了假设情景的确定方式--要求严重不利的情景包括失业率迅速上升到至少 10%，以及房价大幅下跌。从历史上看，这种情况与温和的通胀和利率下降有关。银行业的巨大压力是在截然不同的情况下出现的，这一事实突显了我们当前压力测试过程的局限性。

我们也没有考虑金融体系内部压力的二阶效应，这些效应放大了冲击银行资产负债表的冲击的影响，导致亏损蔓延到整个金融体系。融资市场对一家或多家公司压力的反应就是一个很好的例子。这些网络效应可能会导致我们的压力测试无法完全捕获整个系统的损失。尽管严重不利的情景被校准为包括传染在内的历史衰退，但我们的压力测试可能无法完全反映当今金融体系不断演变的相互联系。

第二个限制涉及我们的模型。在开发监管模型时，美联储工作人员借鉴了经济研究和行业实践；这些模型还得到了压力测试计划之外的一组专家的独立验证。然而，所有模型都有局限性--它们通常是根据历史数据进行训练的，因此对结构突变，如千载难逢的大流行或技术上的重要变化可能不够稳健。扩大压力测试中捕获的风险范围使模型对这些局限性更加稳健，但不能完全解决这些局限性。

第三个限制是压力测试如何影响银行行为。使用年复一年测试相同潜在风险的情景，可能会在测试变得可预测时抑制公司投资于自己的风险管理，并可能鼓励整个系统

集中在测试中得到相对较轻处理的资产上。额外的探索性压力测试情景可以让监管者更好地调查公司的内部风险管理，并评估他们是否持有足够的资本来应对风险。我们发现，公司在运行自己的内部压力测试流程时经常使用大量情景和冲击，我们的监管同行也使用了许多情景。

扩展压力测试中捕获的风险

探索性压力测试场景可以缓解这些风险和其他风险。压力测试的目标应该是充分覆盖可能对银行运营产生不利影响的严重但看似合理的情景类型，并应策划情景和冲击的组合以实现这一目标。这并不意味着有大量的情况。鉴于推动亏损的独特银行业务模式和变量的数量有限，可能只需要相对较少的几种情景就可以为银行系统获取广泛的结果。

在宏观经济方面，可以使用更多的情景来探讨不同性质的宏观经济和金融环境的影响。例如，一种情景可以探讨通胀冲击对供应的影响，而不是通常由需求驱动的衰退。潜在地，一种探索性的情景可以探索资本和流动性之间的相互作用，以帮助确保公司了解其资本对其负债构成或定价快速变化的敞口。

在市场风险方面，目前测试中使用的单一市场冲击是对银行交易账簿中数千个变量的一次性冲击。这只是对决定市场价值变化的一大组风险因素的一个认识。使用额外的市场冲击将帮助我们了解在一系列金融条件下公司的交易账簿和交易对手集中度将如何变化。这可能包括测试公司对不同方向的风险的敞口，例如某些资产价值的突然上升或下降，或相关资产价值的意外背离。对我们来说，考虑一系列市场冲击尤其重要，因为一些集中的交易对手敞口可能只在某些情况下才会暴露。

为了推进改进市场风险测试的目标，去年，我们首次引入了额外的探索性市场冲击成分。与全球市场冲击相比，探索性市场冲击的特点是衰退不那么严重，通胀压力更大。正如我们在业绩披露中解释的那样，银行在探索性市场冲击下总体表现更好，与全球市场冲击相比，它们在探索性市场冲击下经历的交易和交易对手损失较小。这对我们和公众来说都是有价值的信息，因为它表明，在通胀上升的情况下，这些银行的交易和交易对手敞口可能并不是一个意想不到的脆弱性来源(尽管那次测试没有探索利率风险造成的未实现亏损的影响)。由于银行最大的交易对手在探索性市场冲击和全球市场冲击之

间存在差异，这项工作还为银行在不同条件下的交易对手敞口提供了重要的洞察。

在这些经验的基础上，美联储正在为明年的压力测试制定试探性宏观经济情景和试探性市场冲击。如上所述，探索性情景不会被用来设定一家公司的压力资本缓冲要求。相反，试探性情景将被用于指导董事会对公司风险管理的监管评估，以及我们对银行体系中不同风险的理解。

使用附加压力测试结果

让我谈谈我们目前如何使用压力测试，以及未来我们如何使用探索性场景。压力测试目前的一个用途是帮助大型银行设定资本金要求，以帮助企业为抵御严重的经济衰退做好准备，并继续放贷和运营。用于计算资本需求的情景的主要特征每年大致相似。由于压力测试被用来设定每家公司的压力资本缓冲要求，因此具有可预测性，从而使公司能够更好地进行资本和商业规划。在一定程度上，我们将调整用于设定资本金要求的情景的关键特征，我们将通过一个透明、公开的过程来做到这一点。

然而，产生可预测情景的权衡扼杀了情景设计的创造力，降低了银行对一系列潜在情景的适应能力，这就是探索性情景可以有所帮助的地方。使用没有设定公司压力资本缓冲要求的压力情景和冲击，可以提供空间来探索更广泛的脆弱性，为基于风险的监管提供信息。例如，如果试探性方案的目的是向审计委员会或公众通报新的或未得到充分认识的风险，审计委员会可以使用一组不同于其目前在其政策声明中定义的变量来探讨方案的影响。

额外的探索性压力测试情景可以让监管者更好地调查公司的内部风险管理，并评估他们是否持有足够的资本来应对风险。例如，2018年的压力测试显示，一家公司的交易对手敞口高度集中，在假设的压力情景下将成为现实。这导致了对该公司的监督反馈，并迅速缓解了这种担忧。要继续强化监管和压力测试之间的反馈回路。

我们还可以向我们的国际同行学习，他们有效地采用了探索性压力测试。自2017年以来，英国央行(Bank Of England)一直在运行两年一次的探索性情景，旨在探索年度资本压力测试不包括的风险。他们的探索性测试的结果被用来改进与公司风险管理相关的监督反馈。

虽然我们的压力测试结果是信息性的，并提供了一种严格的弹性衡量标准，但监管

性压力测试不能取代公司自己的风险管理或自己的压力测试过程。大型银行组织应对自身风险保持坚实的视线，并集中精力捕捉这些风险并确定资本需求。我们的压力测试旨在提供跨公司的一致风险衡量标准，而不是取代最大银行的全面建模、风险管理和资本规划，使它们能够衡量和管理自己独特的风险。

压力测试的未来发展

试探性方案还将使审计委员会在其建模方法上有更大的灵活性。例如，董事会可以明确地模拟储户对损失的行为反应，考虑到我们今年早些时候看到的那种传染，更广泛的经济和承受压力的银行系统的相互作用，或通过金融系统的非银行部分传递压力。18 英格兰银行最近的压力测试包括一套模型，以更好地了解压力事件期间的反馈和放大渠道如何推动传染损失，并加剧最初冲击的影响。这些反馈循环包括一个传染模型，测试不断恶化的资本状况可能如何影响银行间同业拆借市场。扩大压力测试中探索性情景的使用，将允许在委员会的监督压力测试方案中对风险建模进行更多实验。

结论

总而言之，像这次研究会议这样的论坛是想法和假设检验的极好来源。在思考压力测试的未来演变时，我们将受益于来自学者、其他政策制定者、公共利益团体、银行家和其他市场参与者的广泛意见。

压力测试需要继续发展。引入多种探索性情景--既针对更广泛的宏观经济情景，也针对交易银行的全球市场冲击--将有利于监督银行资产负债表上的潜在风险。这些持续的调整将有助于确保--与《多德-弗兰克法案》的初衷一致--压力测试仍然是评估大型银行是否具有弹性以及我们的金融体系是否稳健的一个强大和相关的工具。

原文链接:<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/barr20231019a.htm>

29. 央行金融市场微观结构会议致辞（Vice Chair Philip N. Jefferson, At the 18th Central Bank Conference on the Microstructure of Financial Markets, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., 19 October 2023）

我很高兴地欢迎各位出席第 18 届央行金融市场微观结构会议。这是首次在美联储理事會举办这一活动。

市场微观结构很重要

央行行长、监管者和市场参与者向金融市场提出了很多要求。我们希望金融市场是有效和高效的，并汇总和反映所有相关信息。我们依赖这些市场来帮助我们衡量经济表现如何，帮助我们衡量市场对货币政策的预期，甚至帮助我们预测未来经济可能会如何发展。我们希望金融市场在景气时期保持深度和流动性，但在经济承压时也保持深度和弹性。我们希望金融市场是公平的，这样就不会偏袒某些参与者。央行官员显然严重依赖金融市场来实施和传导货币政策。过去 20 年，随着我们扩大了我们的政策工具库，随着市场变得更大、更复杂、更多样化，我认为，对我们来说，详细了解金融市场的运作方式变得更加关键。

有效和高效的金融市场不会自动发生。每个金融市场的精确结构、其交易规则、市场参与者的组合及其面临的限制、信息传递的方式和速度--所有这些都是该市场微观结构的一部分--确实会产生重要的影响。我认为，经济学家现在已经更加广泛地认识到了这一事实。但就在几十年前，情况并非如此，当时大多数宏观经济学家在他们的模型中几乎例行公事地假设，金融市场将在后台完美运行。我认为这种情况已经改变--例如，最近几年宏观金融的增长--这种改变肯定是一种改善。

关于项目和跨部门工作的几点看法

现在，让我就本次会议关注的第一个金融市场--美国国债市场说几句话。美国国债市场显然仍是世界上最大、最具深度的政府证券市场。但情况已经发生了很大变化。引用我们在美联储的前同事、现任财政部负责国内金融事务的副部长内莉·梁最近的一句

话：“随着时间的推移，市场发生了重大变化，技术、参与者和法规都发生了变化，未偿还的国债大幅增加。”

美国国债市场的一些压力事件，包括 2014 年的一次闪崩事件，以及最近 2019 年 9 月的国债回购市场混乱，以及 2020 年所谓的逃往现金事件，都将研究人员和美国政府机构的注意力集中在市场的管道及其参与者的组成和行为上。例如，一个由美国财政部、SEC、CFTC、纽约联邦储备银行和理事会的工作人员组成的跨部门工作小组--该小组的几名成员也在这里--一直在研究一系列增强市场弹性的想法。美国财政部也率先采取了提高数据透明度的举措。SEC 还就几项可能实质性改变市场结构的提议征求了意见。

美联储不监管市场，但我们显然对国债市场特别感兴趣，部分原因是我们的一些政策工具通过国债市场运作，也因为国债市场的运行对金融稳定是多么重要。

原文链接:<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/jefferson20231019a.htm>

30. 纽约经济俱乐部午餐会开场白（Chair Jerome H. Powell, At the Economic Club of New York Luncheon, New York, New York, 19 October 2023）

近期经济数据

近几个月来的数据显示，我们在实现最大就业和稳定价格这两个双重任务目标方面正在取得进展。

通货膨胀率

到 2022 年 3 月联邦公开市场委员会(FOMC)加息时，很明显，恢复价格稳定既需要解除与大流行相关的供需扭曲，也需要限制性货币政策为强劲的需求降温，并让供应有时间追赶。这些力量现在正在共同努力，以降低通胀。

在 2022 年 6 月达到 7.1%的峰值后，截至 9 月的 12 个月整体 PCE(个人消费支出)通胀率估计为 3.5%。核心 PCE 通胀率省略了波动较大的食品和能源成分，为通胀走势提供了更好的指标。12 个月的核心 PCE 通胀率在 2022 年 2 月达到 5.6%的峰值，预计截至 9

月为 3.7%。

今年夏季的通胀读数有所下降，这是一个非常有利的事态发展。9 月份的通胀数据延续了下降趋势，但不太鼓舞人心。衡量最近三个月和六个月核心通胀率的较短期指标目前低于 3%。但这些较短期的措施往往是不稳定的。无论如何，通货膨胀率仍然太高，几个月的良好数据只是建立信心的开始，人们相信通货膨胀率正在可持续地向我们的目标下降。我们还不知道这些较低的读数将持续多久，也不知道未来几个季度通胀将稳定在哪里。虽然这条道路可能会坎坷，需要一些时间，但我和我的同事们团结一致，致力于将通货膨胀率可持续地降低到 2%。

劳动力市场

在劳动力市场，由于参与率提高和移民人数回升至大流行病爆发前的水平，强劲的就业创造满足了工人供应的可喜增加。许多指标表明，尽管情况仍然紧张，但劳动力市场正在逐渐降温。职位空缺已从最高点大幅下降，目前仅略高于疫情前的水平。辞职率恢复到大流行前的水平，跳槽的人的工资溢价也是如此。对工人和雇主的调查显示，紧缩程度恢复到大流行前的水平。工资增长指标显示，随着时间的推移，逐渐下降到与 2% 的通货膨胀率一致的水平。

增长

到目前为止，通胀下降并没有以失业率大幅上升为代价--这是一个非常受欢迎的事态发展，但在历史上却是不同寻常的。供应链的修复，加上劳动力市场供需的再平衡，在不大幅削弱经济活动的情况下，实现了通货紧缩。事实上，今年的经济增长一直令人意外地出现上行，最近一次是从本周早些时候发布的强劲零售销售数据中看到的。预测人士普遍预计，第三季度国内生产总值(GDP)将非常强劲，然后在第四季度和明年降温。尽管如此，记录表明，要可持续地回到 2% 的通胀目标，可能需要一段时间的低于趋势的增长，以及劳动力市场状况的进一步疲软。

地缘政治紧张局势高度升级，对全球经济活动构成重大风险。我们在美联储的机构角色是监测这些事态发展的经济影响，这些事态发展仍然高度不确定。就我自己而言，我发现对以色列的袭击令人震惊，更多无辜生命的损失也是如此。

货币政策

在货币政策方面，联邦公开市场委员会在过去 18 个月里大幅收紧了政策，以历史最快的速度将联邦基金利率提高了 525 个基点，并减少了大约 1 万亿美元的证券持有量。政策的立场是限制性的，这意味着紧缩政策正在给经济活动和通胀带来下行压力。鉴于收紧的步伐如此之快，可能仍在酝酿中的有意义的收紧。

我和我的同事们致力于实现一种具有足够限制性的政策立场，以使通货膨胀率随着时间的推移可持续地降至 2%，并保持政策限制性，直到我们确信通胀正走上实现这一目标的道路。我们关注最近的数据，这些数据显示出经济增长和劳动力需求的弹性。持续高于趋势的增长，或者劳动力市场的紧缩不再缓解的更多证据，可能会使通胀方面的进一步进展面临风险，并可能需要进一步收紧货币政策。

与许多其他因素一样，货币政策立场的实际和预期变化会影响更广泛的金融状况，进而影响经济活动、就业和通胀。近几个月来，金融状况明显收紧，较长期债券收益率一直是这种收紧的重要推动因素。我们仍在关注这些事态发展，因为金融状况的持续变化可能会对货币政策的路径产生影响。

结论

我和我的同事们仍然坚定地承诺，随着时间的推移，我们将把通货膨胀率恢复到 2%。一系列不确定因素，无论是新旧的，都使我们的任务复杂化：既要平衡货币政策收紧过多的风险，又要平衡收紧过少的风险。做得太少可能会让高于目标的通胀变得根深蒂固，最终需要货币政策以高就业为代价，从经济中榨取更持久的通胀。做得太多也可能对经济造成不必要的损害。

考虑到不确定性和风险，以及我们已经走了多远，委员会正在谨慎行事。我们将根据整体数据、不断变化的前景和风险平衡，决定额外政策强化的程度以及政策将在多长时间内保持限制性。

原文链接：<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20231019a.htm>

31. 美联储的策略检讨及研讨会 (Governor Michelle W. Bowman, At a Fed Listens event on Transitioning to the Post-Pandemic Economy, hosted by the Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond, Virginia, 18 October 2023)

当我们在 2019 年开始美联储倾听时，该倡议是对我们用来追求最大就业和价格稳定的货币政策目标的广泛、全面审查的一部分。我们会见了全国各地来自不同背景和视角的人，我们了解了许多关于我们的货币政策行动如何影响他们、他们的企业和他们的社区的情况。鉴于我们在最初的听证会上获得的宝贵见解，我们决定扩大美联储听证会的范围，使之成为一个与公众进行持续磋商的过程。

我期待着从今天的与会者、我们的小组成员以及在座的各位的角度来学习。通过美联储监听以及其他理事会和系统会议，我们能够直接通过直接与那些体验经济的人接触，获得关于经济状况的重要见解。您的观点和经验补充了我们监测的经济数据，提供了重要的色彩和背景。这些讨论帮助我们更深入地了解高通胀带来的持续负担-从家庭在做出支出决定时的考虑，到企业主在申请贷款以进行资本投资(如新建筑或设备以扩大业务)时所权衡的因素。

这些对话帮助我们了解国家层面以下的情况，了解美国不同地区的美国人的情况。我相信，我们今天将听到的一些问题和挑战是美联储第五区独有的，而其他主题将与美国不同地区经历的大致相似。这种地方性视角是美联储区域结构和美联储倾听倡议的巨大优势之一。

今天在这里的对话也帮助我们了解了联邦公开市场委员会下一次会议的想法。通货膨胀率已经回落，但我们知道它仍然太高，对于那些最没有能力管理食品、住房和交通等必需品成本较高的人来说，这可能尤其困难。我和我的同事们高度关注将通货膨胀率恢复到 2% 的目标。我们实现这一目标的能力，重要取决于能否将暂时性事件的短期影响与经济的长期结构性转变区分开来。大流行的经历突然改变了大多数美国人及其家人的生活，也改变了许多长期存在的经济模式，政策制定者依赖这些模式来解读经济发展。

这种变化的一个例子是我们在过去几年中看到的美国消费者支出构成的重大转变。在大流行之前的几十年里，我们观察到由商品构成的总消费支出的份额缓慢但稳步下

降，而服务在总支出中的份额相应增加。在疫情爆发后的头两年里，支出的余额大幅回落到商品上，而不是服务上，尽管考虑到政府的封锁和服务业有这么多企业倒闭的事实，这种变化并不特别令人惊讶。

然而，有些令人惊讶的是，商品支出的相对强势一直在持续，而不是恢复到大流行前的趋势。与其他发达经济体相比，我们在美国看到的这种模式也是不寻常的，在其他发达经济体，商品与服务支出的构成似乎已恢复到历史正常水平。对于这些新出现的支出模式，有许多潜在的解释--一些可能是暂时的，另一些可能更持久。例如，今年电脑、电视和视频游戏机的强劲销售可能反映了早些时候供应短缺后一些持续被压抑的需求，或者它们可能反映了由于我们许多人在家里花费的时间更多，对这些商品的偏好发生了更持久的变化。

鉴于他们在零售、酒店和医疗保健等领域的不同经验和领导作用，我相信我们的小组成员--实际上，也包括在座的所有人--已经观察到了自疫情以来你们自己的生活、你们的企业和你们的社区发生的这些和其他变化。在今天的讨论中分享这些观察结果，将有助于我们作为政策制定者尽最大努力促进一个强大和充满活力的经济。

原文链接:<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bowman20231018a.htm>

32. 伦敦的欧洲经济金融中心（Governor Christopher J. Waller, At the Distinguished Speaker Seminar, European Economics and Financial Center, London, United Kingdom, 18 October 2023）

我相信我今天的主题是一个我相信对这个全球金融中心感兴趣的话题--即美国经济前景及其对货币政策的影响。美联储开始加息以控制通胀已经一年零七个月了，而且取得了相当大的进展。但不确定性依然存在，既有将塑造未来几个月经济前景的力量，也有货币政策是否已经达到足以支持继续朝着联邦公开市场委员会(FOMC)2%的通胀目标迈进的限制性水平。让我分享一下我的想法：最近的经济数据可以，在某些情况下，不能

告诉我们有关货币政策的前景和合适的环境。

过去几个月的数据对联邦公开市场委员会的就业最大化和物价稳定这两个目标都是压倒性的利好。经济活动和劳动力市场一直很强劲，经济增长看起来远远高于趋势，失业率接近 50 年来的最低点。与此同时，在降低通胀方面取得了持续、渐进的进展，工资增长也有所放缓。这是个好消息，虽然我倾向于乐观，但事情看起来太好了，不像是真的，所以它让我觉得有些东西必须要放弃。要么增长放缓，创造条件支持继续朝着 2% 的通胀目标前进，要么增长不会，可能会破坏这一进步。但谁会给出--经济的真实一面还是名义一面？

我发现自己在思考未来几个月经济可能出现的两种情况。首先，经济的实际面放缓。这是 FOMC 参与者在 9 月份的经济预测摘要(SEP)中广泛反映的情景，需求放缓有助于使经济与供应更好地平衡，并使通胀更接近我们 2% 的目标。在这种情况下，我相信我们可以保持政策利率不变，让经济以理想的方式发展。

但我也不能不想到第二种情况，需求和经济活动继续保持最近的速度，可能会给通胀带来持续的上行压力，阻碍甚至逆转通向 2% 的进展。在这种情况下，如果不能及时采取行动，就有相当大的风险，可能会破坏一直相当稳定的通胀预期，并可能破坏我们迄今所做的工作。因此，需要在政策利率上采取更多行动，以确保通胀回升至目标水平，并确保预期保持不变。

在谈到经济数据之前，让我先谈谈自 7 月份以来中长期利率的上升。10 年期美国国债收益率上升了约 90 个基点，而较短期限国债的收益率仅增长了四分之一，而且主要是在这一时期的早期。有几个因素被提到来解释这一趋势，包括强于预期的第三季度经济活动数据，对美国赤字的更多关注和相关国债发行量的增加，以及地缘政治事件和避险。无论是什么原因，我都将关注这些利率在未来几个月的演变，以评估它们对金融状况和经济活动的影响。

现在让我们深入研究最近的经济数据，首先是那些帮助我们掌握需求强度的经济活动数据。2022 年下半年和 2023 年上半年，实际国内生产总值(GDP)年增长率约为 2%。最近的数据表明，这一步伐在第三季度加快了。蓝筹股对商业预测者调查的最新共识估计是，第三季度实际 GDP 增长 3.5%，亚特兰大联邦储备银行的 GDP Now 模型甚至更

高。下周我们将首先看到第三季度的 GDP 数据，但似乎很明显，7 月至 9 月的经济活动比今年早些时候要高得多。

问题是，实际活动的加速是否会持续下去。有时，活动增加之后会出现一些回报，或放缓。例如，如果企业因为天气好而提前施工，那么当前的建筑投资现在将很高，但在下一个时期将下降。因此，我们希望谨慎行事，不要过于关注具体月份的经济活动，而是几个季度的平均增长，以更清楚地了解经济的潜在实力。

要更清楚地看到这一点，请回忆一下，今年年初，个人消费支出在第一季度大幅增长，但随后在 2023 年第二季度增长较慢。类似的动态现在可能正在上演。另一方面，如果第三季度的数据代表着需求持续走强的开始，那么我们可以预期这种强劲将在第四季度的数据中显现出来，包括通过对价格施加上涨压力，这可能会对未来的货币政策决策产生影响。

在思考这两种可能性时，让我告诉你我对今年 GDP 增长的两个关键组成部分的看法。

消费支出占 GDP 的近 70%，2023 年到目前为止一直相当强劲。尽管家庭支出一直不稳定，但过去几个季度的平稳表明了潜在的势头。昨日公布的 9 月份零售销售数据显示，消费持续强劲。

在货币政策收紧的情况下，强劲的支出表明，家庭强劲的资产负债表以及对未来劳动力收入的信心可能会支撑消费。我将密切关注支出数据，包括那些暗示经济放缓的数据。尽管很难衡量，但家庭似乎正在动用他们的流动资产。其他一些支持放缓的数据包括今年信用卡使用量的增加和消费贷款违约率的恢复，在疫情期间，消费者贷款的违约率大幅下降，基本上恢复到疫情前的水平。此外，正如我前面提到的那样，自 7 月以来，金融状况大幅收紧。当然，我已经等待了一段时间，等待金融状况收紧导致支出大幅放缓，我一直对消费者支出的弹性感到惊讶。因此，我将耐心等待数据，以记录支出是如何演变的。

我将关注的 GDP 的另一个组成部分是对非住宅建筑的投资。制造业投资提振了今年上半年的实际 GDP 增长，部分原因是半导体和电池工厂的建设激增，这些工厂在新的政府补贴颁布之前就开始建设，并在该立法的推动下走高。最近的数据表明，这一支出正

在一个新的、更高的水平上趋于平稳：近几个月来，建筑支出增长已经趋于平稳，新项目开工也是如此。此外，过去三个月相当高的利率可能会抑制这种增长。只有时间才能证明，这些因素是否会减缓投资活动，或者补贴计划以及对国内芯片和电池生产的热情是否会继续鼓励更高的投资支出。

现在让我来谈谈劳动力市场。自联邦公开市场委员会 9 月会议以来，劳动力市场数据表明形势持续紧张。9 月份，美国经济创造了 33.6 万个就业岗位，这一强劲的数字远远高于预测者的预期。尽管前两份就业报告显示就业增长放缓，但对这两份报告的修订又增加了 10 万个工作岗位。尽管低于去年上半年的较高水平，但最新的三个月新增就业岗位平均值为 26.6 万个，与 2022 年底的三个月平均值 28.4 万个没有太大差别。由此得出的结论是，就业增长仍然异常强劲，今年并未出现太大放缓。

然而，其他数据显示，劳动力市场的状况正在继续放松。例如，纵观每月的波动，2019 年每个被算作正在找工作的人的职位空缺数量为 1.2 个，并在 2022 年 3 月飙升至 2 个的峰值。由于我们收紧了政策，对劳动力需求施加了下行压力，这一比率在去年这个时候降到了 1.8，目前是 1.5。此外，今年劳动力参与率显著上升，特别是在黄金年龄工人中。纵观各种衡量劳动报酬的指标，尽管失业率接近 50 年来的最低点，但工资增长速度也有所放缓。这些指标还没有达到大流行前的水平，但正在接近与 2% 的通货膨胀率一致的水平。

总而言之，尽管从各种指标来看，劳动力市场出现了放松的迹象，但它仍然异常紧张。虽然我预计它将继续放松，但我将密切关注，以确保这仍然是真的。

现在让我们来谈谈通胀。根据一周前的报告，在截至 9 月份的 12 个月里，基于消费者价格指数(CPI)的整体通胀率为 3.7%，明显低于去年同期的 8.2%。不包括能源和食品价格的核心通胀率为 4.1%，低于去年 9 月的 6.7%。下周我们将获得个人消费支出(PCE)通胀的最新数据，但根据我们截至 8 月份获得的数据，PCE 通胀率 12 个月的变化为 3.5%，核心 PCE 通胀率为 3.9%。

关注通胀三个月的年化变化可以提供更好的通胀动态指标，尽管有些嘈杂。根据这一指标，基于 7 月至 9 月的数据，核心 CPI 为 3.1%。核心 PCE，在 6 月至 8 月的基础上增长了 2%。在构成这些价格指数的各个类别中，人们发现其中一半以上的价格按年

率计算的月度涨幅不到 3%。

显然，这就是进步。还有一些因素预计会在未来几个月给通胀带来下行压力。货币政策是有限制性的。家庭正在花费疫情期间积累的超额储蓄，债务水平不断上升，这可能会减缓支出增长。过去几个月中长期利率的上升应该会拖累家庭和企业支出。

但是，尽管过去三个月核心 PCE 通胀率已降至我们的 2% 目标，但有几个理由担心这种进展可能不会继续下去。首先，在最新的 CPI 报告中，尽管预期继续减速，但住房服务价格从月度变动 0.3% 跃升至 0.6%。自 5 月份以来，我一直担心住房服务通胀的卷土重来，这个数字加剧了我的担忧，即住房服务通胀没有放缓，也可能不会放缓到维持回到我们 2% 的目标所需的水平。同样，过去两个月，超核心通胀，也就是不包括住房的核心服务，继续以每月约 0.5% 的强劲速度增长。同样，这一读数还没有达到朝着我们的目标取得进展所需的水平，我们需要关注这些数字是否表明通胀正在重新加速。

令人担忧的第二个原因是，尽管有一定的理由预期通胀将继续下降，但我要提醒大家，正如我多次指出的那样，我们看到一系列良好的通胀报告在最近几年多次消失。因此，我将关注接下来的几份报告，以寻找更明确的迹象，表明通货膨胀率正处于 2% 的轨道上。

这对货币政策意味着什么？我将仔细研究这些数据，看看经济的实际面是开始降温，还是价格--经济的名义面--开始升温。就今天而言，现在下结论还为时过早。因此，我认为我们可以等待、观察和观察经济如何演变，然后再在政策利率的路径上采取明确的行动。如果经济的实际面疲软，我们将有更多的空间等待进一步的加息，并让最近较长期利率的上升发挥部分作用。但是，如果实体经济继续显示出潜在的实力，通胀似乎企稳或重新加速，尽管较长期利率最近有所上升，但很可能需要更多的政策收紧。

因此，我将密切关注核心通胀率是否高于预期，或许是受到支出和投资持续强劲的支撑，或者，如果需求和实体经济放缓，核心通胀率将放缓。我对政策的适当路径的看法，将基于对即将到来的数据和金融市场发展的仔细评估，以及对是否正在继续朝着 2% 的通胀率持续前进的判断。

原文链接：<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20231018a.htm>

33. 负责任的货币和支付创新（Governor Michelle W. Bowman, At Roundtable on Central Bank Digital Currency, Harvard Law School Program on International Financial Systems, Washington, D.C., 17 October 2023）

货币和支付领域的创新可以采取多种形式。我们继续看到人们对数字资产的兴趣，如加密资产、稳定货币、中央银行数字货币(CBDC)和可编程支付平台，包括基于分布式分类账技术(DLT)的支付平台。除了这些创新，我们还抓住机会，通过采用和发展即时支付，规划未来的技术升级和改进，以及考虑其他更直接的变化，如延长批发支付基础设施的运营时间，来改善现有的支付基础设施。

今天，我将分享我对其中几个潜在改进的看法，包括 CBDC、其他数字资产和批发支付创新。我还将讨论确定创新的好处是来自新技术本身，还是来自需要采用新技术的政策选择的重要性。

在整个过程中，我将阐述负责任的创新愿景，承认私营部门创新的重要作用，并利用明确的审慎监管和监管支持的美联储体系的优势，我将讨论政策如何支持支付体系和更广泛的金融体系的持续发展。

数字资产

关于支付格局演变的讨论往往集中在新的支付形式上，包括 CBDC、稳定的 Coin 和其他形式的数字资产。

中央银行数字货币

首先，我要谈一谈 CBDC。出于讨论的目的，我将 CBDC 定义为广泛向公众提供的一种新的、数字形式的中央银行货币。一些人将其称为“一般用途”或“零售”CBDC。这种类型的零售 CBDC 与通常所说的批发 CBDC 之间有很大的区别，批发 CBDC 是一些人用来指用于结算银行间大额交易的数字央行货币。虽然我稍后会回到批发 CBDC 的概念，但我想分享我对美国引入零售 CBDC 的辩论的看法。

正如我以前在其他场合指出的那样，政策制定者在考虑 CBDC 时应该问两个基本问

题。首先：政策制定者试图解决的是什么问题，有没有更有效的方法来解决它？第二：政策制定者在决定采用 CBDC 之前和在设计 CBDC 的运作时应该考虑哪些特点和考虑因素，包括意外后果？

关于第一个问题，我们在关于发行 CBDC 的公开辩论中看到了一系列论点，包括解决支付系统内部的摩擦，促进金融包容性，以及为公众提供获得央行安全资金的途径。这些都是重要的问题。我还没有看到令人信服的论点，即美国 CBDC 可以比替代方案更有效或更高效地解决这些问题，或者对消费者和经济来说下行风险更小。

然而，在美国，我们有一个安全高效的支付系统，它通过负责任创新继续发展，比如 FedNow 服务，这是美联储新的银行间即时支付系统，于今年 7 月推出。通过 FedNow，参与银行、企业和消费者可以在一年中的每一天、每天 24 小时、使用立即可用的资金，实时收发即时付款。

FedNow 和一项类似的私营部门服务旨在帮助使日常支付更快、更方便，使消费者能够在当天立即收到资金，并使小企业能够更有效地管理现金流，而不会出现处理延迟。未来的创新可能会进一步建立在这些服务的基础上，以更有效地解决支付系统摩擦和金融包容性问题。其他拟议的解决方案很有可能解决 CBDC 将解决的许多或所有问题，但以更有效和高效的方式。

此外，美国 CBDC 的潜在好处尚不清楚，引入美国 CBDC 可能会给金融体系带来重大风险和权衡。这些风险和权衡包括对美国银行体系的潜在意外后果，以及相当大的消费者隐私担忧。美国的银行体系是一个成熟、运转良好和有效的体系，为我们的经济带来了重要的好处。在这个系统中，银行扮演着许多重要的角色，包括为消费者提供信贷和其他银行和支付服务，所有这些都是既定的监管范围内进行的。此外，银行合规和报告项目支持重要的公共政策，如阻止犯罪活动和保护消费者金融数据。银行在货币政策的传导中也发挥着至关重要的作用，它们为一个运转良好的经济和金融体系提供了基础。

美国的中介银行模式有助于将消费者金融活动与不必要的政府越权隔离开来，我相信这是未来金融创新的合适模式。如果设计不当，CBDC 可能会扰乱银行系统，导致非中介化，可能损害消费者和企业，并带来更广泛的金融稳定风险。作为政策制定者，我们

需要仔细考虑如何设计一个由私营部门服务提供商组成的中间型 CBDC，以保持金融机构的参与，最大限度地减少或理想地消除对更广泛的美国金融体系的相关干扰。

我认为，重要的是继续研究潜在的美国 CBDC 的可能好处、风险和权衡，并跟踪可能对美国产生影响的国际 CBDC 的发展。然而，鉴于我们拥有安全高效的支付系统和运转良好的银行系统，美国 CBDC 的潜在用途仍不清楚，同时可能带来重大风险和权衡。尽管如此，认识到金融体系的相互关联和全球性质，我认为随着其他司法管辖区继续积极追求 CBDC，继续研究和了解潜在技术和相关政策影响是有价值的。这样做可以确保我们意识到并能够对任何事态发展做出反应，并能够在未来继续支持一个安全和高效的金融体系。

稳定的硬币

但 CBDC 只是不断发展的支付格局中的一个潜在部分。传统货币和支付形式的另一种选择，或 CBDC 的另一种选择是稳定硬币。这种支付形式的出现主要是为了支持加密资产的交易，但越来越多地被提议作为传统支付的替代办法和价值储存手段。稳定币号称与美元一对一可兑换，但实际上与传统形式的货币相比，它的安全性、稳定性和监管程度都较低。

数字资产被用作货币和支付的替代形式，包括稳定的硬币，可能会给消费者和美国银行系统带来风险。因此，重要的是要了解与数字资产以及用于银行和支付的新安排相关的风险和权衡。虽然我支持有利于消费者的负责任的创新，但我告诫不要采取可能扰乱银行体系的解决方案，这些解决方案可能会损害消费者，并导致更广泛的金融稳定风险。而且，如果活动发生在监管范围之外，消费者将得不到我们今天在美国受到监管和监督的银行所提供的充分保护。

一个全面的监管框架

出于这些原因，我对负责任创新的愿景包括一个明确而明智的监管框架，在这个框架中，我们纳入了目前在美国银行体系中运作良好的东西，允许私营部门在既定的屏障内进行创新。在这一框架内，存在相同风险的相同活动必须受到相同的监管--无论产品是什么名称以及由谁提供。我认为，对“新”的渴望往往会导致我们忽视现有的成功，无论是在监管方法方面还是在金融服务方面。与其猜测替代机制的构成，我们不如问一

问，如何才能让这些新产品和供应商达到与银行相同的标准，尤其是在消费者保护方面。

例如，如今的稳定币发行人通常在州一级获得货币服务企业或信托公司的许可或特许，在某些情况下，它们提供类似银行的服务，包括存储资金的能力。然而，尽管其中许多发行人受到国家监管，但它们并不受适用于银行的全面审慎监管，如资本金要求和审慎监管。他们也没有受益于银行可以获得的支持和保护，比如存款保险覆盖范围，以及在压力时期获得央行流动性的机会。为了保护消费者，存在相同风险的活动必须受到同样的监管，并提供同样的保护。这种做法还将使银行能够在公平的竞争环境中推出产品和服务，使消费者受益。这种类型的监管明确性可以为负责任的创新提供支持。

批发支付创新

接下来，我将谈一谈批发支付方面的潜在改进，包括技术创新。批发支付通常是指大额的银行间交易，而不是消费者向其他消费者汇款。这指的是银行在幕后用来结算付款的金融管道。

美联储继续与广泛的利益相关者交谈，并就新兴技术进行研究，包括那些可能支持或支持未来美联储运营的支付基础设施的技术。其目标是更好地了解新的批发支付平台的潜在机会和风险，包括那些建立在 DLT 基础上的平台，以及存款机构在这些平台上使用“象征化”形式的数字央行货币(有时称为批发 CBDC)进行交易的相关风险和好处。

在我看来，尽管“批发 CBDC”一词被广泛使用，但它通常是一个用词不当的词，导致混淆，因为我们已经有数字形式的中央银行货币可供银行进行批发交易。今天，银行和其他符合条件的实体在美联储以数字余额的形式持有中央银行的货币-通常被称为储备。持有这些准备金的目的有很多，包括结算大额银行间支付。银行间支付服务，如 Fedwire Funds Service 和其他私营部门服务，对于金融系统和更广泛的经济的运作和稳定至关重要，因为它们使重要的金融市场功能得以发挥。

由央行运营的批发支付基础设施往往通过充当支付和更广泛的金融体系的基础来支撑国内和国际金融活动。这一基础设施允许支付在美国国内和国际上的消费者和企业之间安全流动。由于这一基础设施对支付系统如此关键，我们有必要调查和了解批发支付创新的潜在机会、风险和权衡，以支持安全高效的美国支付系统。今天，这些批发系统

安全高效地运行，但我们看到了基于创新技术的新支付平台，这些技术产生了人们对新功能的兴趣。这包括处理“象征化”形式的货币和资产，以及通过使用所谓的智能合同转移资金来提高支付的可编程性。这些平台还被探索为提高某些金融交易的支付、清算和结算效率的一种方式，包括用于跨境目的。

政策制定者应该注意创新批发平台可能包括的具体特征，以及它们可能带来的风险、权衡和其他考虑因素。例如，正在审议的一个潜在模式是共同平台或共享分类账的概念，它可以促进数字资产交易，包括商业银行和中央银行的责任。这类分类账可以针对一个法域(例如仅在受监管的金融机构之间进行美元交易)，也可以跨法域并包含多种货币。

尽管人们对共享分类账可能提供的新功能和效率感兴趣，但在共享分类账上处理央行资金可能会带来额外的风险和操作复杂性。这将取决于平台将如何管理，以及允许哪些实体参与。例如，在美国，这项技术将带来今天不存在的风险和复杂性，因为共享账簿可能会让央行的资金在一个不由央行拥有和运营的平台流通。在评估潜在利益的同时，需要彻底考虑重要的法律、政策和业务问题。

另一种可能的模式是，中央银行维护自己的分类账--就像它们今天所做的那样--并将 DLT 用作不同分类账之间的桥梁，以实现互操作性，并促进跨国界、跨货币支付。例如，一些试验着眼于将更快的国内支付系统相互联系起来，以促进跨境支付，甚至探索如何逐步改进现有的国内支付基础设施。虽然我对负责任创新的愿景包括对不同选择的广泛理解，但我继续强调，为了帮助集中精力，我们必须首先问一问“我们试图解决的具体问题是什么？”

政策选择的重要性

这让我想到一个问题，创新的潜在好处是来自新技术，还是来自对现有政策的改变。尽管有关支付创新的讨论往往聚焦于技术能力，但政策制定者必须运用批判性的视角，理解是否有必要改变法规或政策，以解决具体问题。一些潜在的技术解决方案假定-甚至需要-政策更改，例如与运营时间和帐户访问相关的问题。在这些情况下，仅靠一项新技术不能解决问题。一些人指出，支持数字资产的分散基础设施是解决目前跨境支付中的摩擦的一种解决方案，比如支付速度和成本。然而，这些感知到的支付限制并不总

是源于现有技术的问题，而是源于现有的政策、法律，甚至是消费者和企业的偏好。在国际范围内，一些变化可能需要跨司法管辖区更大程度的协调。

一些所谓的支付限制或摩擦的存在是出于与管理关键风险相关的特定原因，而政策制定者可能不想改变这些原因，了解这些政策决定的权衡非常重要。让我们用合规要求的例子来阻止金融犯罪和打击资助恐怖主义。这些政策的存在是为了实现特定的政策目标，并由银行实施，它们在遏制犯罪的透明度需求和保护消费者金融信息免受政府越权之间取得了平衡。在这些情况下，现有支付系统中感知到的障碍是出于重要的公共政策原因而建立的，而不是现有技术本身造成的限制。重要的是，不仅要彻底了解技术创新能做什么，而且要在一个稳健、运转良好的银行和支付系统的更广泛背景下，了解这些创新应该能做什么。

我对负责任创新的愿景要求我们继续区分哪些具体的支付摩擦可以受益于技术创新本身，哪些是政策问题并有充分的理由存在，以及认识到我们不应以创新的名义损害重要的公共政策。

继续研究的重要性

美联储仍然对改善支付环境的多种选择持开放态度。我们继续进行研究，以充分了解技术创新及其相关的好处、风险和权衡。我们还必须充分理解对美联储支付基础设施和政策结果的任何相关影响。

研究人员涵盖了广泛的政策领域，包括支付政策、隐私考虑、金融包容性、金融稳定性和货币政策影响。由于新的数字资产目前专注于某些传统甚至新类型货币的符号化，符号化是美联储和全球央行的研究主题。虽然这一主题与 CBDC 的研究工作有关，但它也将为其他问题领域提供信息--包括关于稳定和稳定监管、新的银行活动监管以及努力改善当前支付系统的讨论。

董事会和储备银行的技术人员一直在进行重点研究和实验，以深入了解与数字资产(包括 CBDC)和可支持支付基础设施改进的可编程平台相关的技术能力和风险。这些实验为研究人员提供了新技术的实践经验，并使美联储能够检查新兴技术在零售、批发和跨境使用案例中的应用。

联邦储备委员会继续在与数字支付相关的问题上与国际同行密切合作。这包括与国

际清算银行、G7、金融稳定委员会等多边机构的接触，以及与其他央行的双边接触。这项工作反映了全球金融体系的相互关联性，使我们能够跟踪其他司法管辖区采取的行动，并了解对美国的任何相关影响。

结论

随着货币和支付格局的发展，我继续强调展望未来并分析可能在未来出现的潜在变化的重要性。通过了解可用于改善支付的广泛选择，包括技术、对现有支付基础设施的改进以及政策选择及其影响，可以最有效地做到这一点。考虑到这一领域的广泛活动，我认为政策制定者必须明确他们试图解决的问题，了解可以解决任何问题的替代方案的范围，包括政策和技术选择，并彻底分析相关的风险和权衡。

尽管美联储参与了这项工作，但我支持以负责任的方式进行创新，承认私营部门创新的作用，受益于美国银行体系的优势，并将重点放在政策制定者对支付和金融系统基础设施和有效政策的思考上。为了实现这一目标，我支持一个明确的监管框架，该框架提供负责任的创新，同时建立在目前运作良好的基础上，防止美国银行和支付系统中断。

原文链接:<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bowman20231017a.htm>

34. 纽约预测俱乐部（Vice Chair for Supervision Michael S. Barr, At the Forecasters Club of New York, New York, New York, 02 October 2023）

感谢您给我这个机会与您交谈。今天，我想和大家谈谈我作为美联储监管副主席和联邦公开市场委员会(FOMC)成员在美联储的两个角色的交集。我将特别关注货币政策和金融稳定政策的互动。

对货币政策和当前形势的几点看法

首先，我对当前货币政策的看法。

我完全专注于我们的双重使命，即促进美国人民最大限度的就业和稳定的物价。我强烈同意鲍威尔主席经常提出的观点，即没有价格稳定，经济就不会对任何人起作用。

价格稳定对于实现持续的强劲劳动力市场状况至关重要，这将使所有人都受益。

我去年加入联邦公开市场委员会时，正值整体 CPI 通胀率达到约 9% 的峰值，我们已经开始采取政策应对措施。自去年开始收紧政策立场以来，已经取得了很大进展。8 月份，CPI 通胀率 12 个月的变化约为 3-3/4%。委员会已将联邦基金利率上调 5-1/4 个百分点，同时还削减了美联储约 1 万亿美元的证券持有量。我们强有力的措施确保了通胀预期保持良好的锚定。

尽管通胀一直在放缓，但即将发布的经济活动数据显示出的韧性比我预期的要强得多。我们正受益于供应的改善。我现在认为，美国经济实现价格稳定的可能性比以前更大，而不会出现通常伴随着重大货币政策收紧周期的失业程度。然而，历史记录警告说，这一结果可能很难实现。

当然，劳动力市场吃紧，数据显示就业在整个 8 月继续扩张，但即将公布的数据也表明，我们在让劳动力需求和供应恢复更好的平衡方面正在取得进展。就业增长放缓，劳动力参与率继续提高。移民人数增加了，职位空缺也下降到了更正常的水平。

我的基线预测是，随着限制性货币政策和收紧的金融状况抑制经济活动，明年实际 GDP 增长将放缓至略低于潜在增长率，我预计这种低于趋势的增长将与劳动力市场的一些进一步疲软有关。在我们观察局势如何演变的同时，我仍然高度注意实现我们任务的两个组成部分所面临的风险。

关于货币政策传导的滞后性；过去的紧缩政策需要多长时间才能完全生效，人们展开了激烈的辩论。虽然这些滞后时间很难估计，但我预计，过去收紧货币政策的全部效果还没有在未来几个月显现出来。我强烈同意鲍威尔主席关于我们在紧缩周期中所处位置的说法。鉴于我们已经走了多远，我们现在可以在确定必要的货币政策限制程度时谨慎行事。在我看来，目前最重要的问题不是今年是否需要进一步加息，而是我们需要将利率维持在足够有限的水平多长时间才能实现我们的目标。我想这需要一些时间。在即将召开的会议上进行评估时，我将继续评估一系列即将公布的数据。作为其中的一部分，我将继续跟踪经济的信贷成本和可获得性，我将在稍后的讲话中讨论这一点。

货币政策与金融稳定

现在让我转向我今天的重点，那就是货币政策和金融稳定的相互作用。货币政策通

常以广泛和渐进的方式影响经济中的信贷成本和数量。然而，金融不稳定可能会以一种剧烈而突然的方式影响信贷成本和数量。这两种力量都对经济活动产生了影响，因为流向企业和家庭的信贷对支出、招聘和生产至关重要，从而支撑了经济增长。

金融稳定是 1913.2 年创建联邦储备系统的一个关键动机。尽管当时还没有使用“金融稳定”这个术语，但美联储的成立在一定程度上是为了提供“弹性货币”--在这个时代，银行业周期性的紧张导致货币囤积、大范围的银行挤兑和倒闭，对我们的经济造成严重损害，这是一个令人担忧的主要问题。然而，在我们随后的大部分历史中，美联储倾向于将金融稳定和货币政策分开考虑。在全球金融危机之后的几年里，这一观点发生了很大变化，这对我们如何看待金融稳定和美联储的作用产生了许多影响。多德-弗兰克法案在减少金融部门的脆弱性方面发挥了关键作用，这些脆弱性是导致危机的原因之一，随之而来的资本和流动性规则改革也加强了银行体系的弹性。

低利率环境下的金融稳定性考量

全球金融危机后，美联储多年来一直保持低利率，以重振严重受损的经济。研究人员、市场参与者和政策制定者注意到，极低利率有可能鼓励投资者“追求收益”，即在追求更高投资回报的过程中承担更大的风险。这种行为可能包括承担更高的利率、信贷和流动性风险。在某些方面，投资者追求收益率表明，货币政策正在帮助刺激经济活动。降低借贷成本会增加任何融资投资的预期回报。这意味着较低的利率会导致更多的投资或项目获得绿灯。因此，随着经济活动的增加，更多的人找到了工作。

但在那种利率处于创纪录低位的环境下，人们对金融危机的破坏记忆犹新，人们理所当然地想知道，追求收益的动机是否会推动过度的冒险行为，从而导致脆弱性的积累，最终可能威胁到金融体系和经济的稳定。这些风险是否如此巨大，以至于在作出货币政策决定时应考虑到对金融稳定的担忧？与此同时，一些风险正在转移到银行体系之外，这导致一些人担心，建立银行复原力的措施将忽视这些风险。事实上，正如当时的行长杰里米·斯坦所指出的那样，货币政策“堵住了所有的裂缝”，因此可以阻止过度的冒险行为，不仅是在银行，而且是在整个金融系统。

从低利率走向高利率的金融稳定性思考

这场大流行导致了国内外前所未有的供需错配，而这些力量是高通胀的最初推动

力。从普遍较低、缓慢调整利率的环境，到去年开始在全球范围内迅速、近乎同时收紧货币政策的转变，为金融体系带来额外压力埋下了伏笔。例如，在英国，较长期政府债券收益率的最初跃升，因负债驱动型投资基金的困境而被放大。在低利率时期，这些基金受到许多养老基金的欢迎，并面临流动性紧缩，因为它们不得不迅速提供抵押品，以弥补衍生品损失。这导致了去年秋天英国国债市场的大范围混乱，要求英格兰银行实施一项临时的、有针对性的购买长期政府债券的计划。

在美国，从 2022 年开始，联邦公开市场委员会开始了一段快速大幅提高联邦基金目标区间的时期，以对抗过高的通胀。虽然大多数银行都做好了应对加息的准备，但加息对那些没有适当管理利率风险的银行的资产负债表产生了严重影响。当硅谷银行(SVB)宣布，它已经意识到出售价值下降的证券造成了巨大损失，并打算筹集资金来填补这一缺口时，这种管理不善成为人们关注的焦点。没有保险的储户突然向银行挤兑--实际和计划中的资金外逃在 24 小时内总计约占银行存款的 85%--银行立即倒闭。SVB 的倒闭引发了广泛的蔓延，迅速导致 Signature Bank 倒闭，最终导致 First Republic Bank 倒闭，并给其他银行带来了严重压力。只有在援引了系统性风险例外，允许联邦存款保险公司保护破产银行的所有储户(包括未投保的储户)，并利用美联储的紧急贷款授权创建了银行定期融资计划(BTFP)后，压力才有所减轻。BTFP 允许银行在长达一年的时间内，根据其以固定利率发行的优质证券的面值，获得美联储的流动性。

这一反应帮助稳定了银行业的状况。存款流动恢复正常，银行信贷普遍而严重收缩的前景消退。这样的收缩很可能损害经济，甚至引发经济衰退。事实上，最近的一项研究查看了 46 个国家 150 年来的数据，发现银行压力出现后，银行贷款和经济活动往往会持续多年的大幅下降。尽管我们对 3 月份的压力事件做出了有效的反应，但货币政策目标是否与金融稳定相冲突的问题再次出现。

鉴于这些历史经验，我认为，我们密切关注货币政策和 3 月份银行业压力的影响是如何影响银行行为和向经济提供信贷的，这一点尤为重要。最近的数据与银行面临的压力相比 3 月份有所缓解是一致的。然而，尽管存款波动性有所减弱，但一些银行不得不转向成本更高的资金来源，以弥补存款的损失。而在所有规模的银行中，核心贷款增长似乎都相对停滞。虽然低贷款增长的部分原因是贷款需求减弱，以应对更高的信贷成

本，但也有部分原因是银行收紧了标准，因为它们报告说，他们在过去几次发布的高级信贷官对银行贷款实践的意见调查中就是这样做的。

在我们继续跟踪事态发展的同时，我们也在继续从这一事件中吸取教训。正如我在其他讲话中以及在国会证词中所讨论的那样，我们正在利用从3月份事件中吸取的教训，考虑如何既加强我们的监管，又适当调整我们的法规，以应对我们拥有监督和监管权力的机构的风险。

稳定的金融体系是可持续地实现联邦公开市场委员会最大限度就业和稳定物价的货币政策目标的必要条件。至关重要的是，银行拥有足够的资本，以保持对这些压力的弹性。银行业的安全和稳健，对实现我们的货币政策和金融稳定目标至关重要。每个美国人都依赖于一个安全稳定的金融体系，它向企业和家庭提供信贷，以便它们能够发展和雇佣工人，从而使它们能够应对经济的起伏，并投资于未来。当然，金融部门的大部分不受联邦审慎监管。正如我今年较早时在一次有关银行资本的演讲中指出，我们也需要担心银行业以外的风险如何威胁金融稳定，因为更广泛的金融市场的压力往往会传导到银行体系。

文献与政策辩论的视角

最近的经验与学术研究相一致。我认为有三个基本发现。首先，当银行等金融中介机构发挥重要作用，将资金从储户输送到借款人手中时，它们经常通过各种形式的到期和信贷转换来做到这一点。这种转变导致它们的资产负债表上产生了风险。发行短期、流动的负债(包括无保险的存款)，为较长期、流动性较差的资产提供资金，就是期限转换的一个例子。这些资产，如贷款，也可能有信用风险成分。这些类型的活动是金融体系如何支持经济的关键方面。但它们也可能导致金融脆弱性的积累。当然，银行在从事交易活动时也有自己的一套市场风险敞口，这是监管和监督方面的一个问题。

研究人员的第二个结论是，这种金融脆弱性可能会放大不利冲击对经济的影响，就像全球金融危机期间所见证的那样。

第三，有一些证据表明，货币政策可以影响金融脆弱性。例如，我描述了低利率环境如何影响投资者追求收益的倾向，以及利率上升环境如何暴露糟糕的资产负债管理。

尽管研究人员对货币政策如何影响金融脆弱性的积累有一些共识，但对于货币政策

决策是否应该受到对金融稳定的担忧的影响，存在更多的争论。一种观点认为，货币政策的目标和金融稳定之间往往存在明显的权衡，货币政策决定应考虑对金融体系稳定的后果。另一种观点认为，货币政策和金融稳定政策应严格分开。根据这一观点，这些目标往往是相辅相成的，特别是从长远来看，即使在它们确实发生冲突的情况下，冲突也是短暂的，更好地通过一套具体和单独的工具来处理。例如，本·伯南克、唐·科恩和拉尔斯·斯文森等人认为，使用货币政策解决金融稳定风险的可能成本大于收益。我的观点介于这两种观点之间。让我解释一下我的意思。

货币政策是一个迟钝的工具，影响着每个人、投资者和企业。相比之下，金融稳定的威胁可能来自金融体系的不同部分。正确调整货币政策，以针对金融体系某一部分特有的金融脆弱性，很可能是不可能的。此外，货币政策的反应，即使是对广泛的收益率的追求，也可能需要大幅提高利率，从而造成广泛的经济损害。此外，如果金融系统的某一部分承受压力，但不影响更广泛的信贷条件，通过货币政策减轻整个经济的融资成本可能是不合适的。有针对性的监督和监管行动往往更有效。如果金融压力大到导致宏观经济下行，那么货币政策和金融稳定政策就很好地契合了，目标函数可以明确定义为恢复经济增长。因此，货币政策制定者通常最好专注于他们的宏观经济目标。

话虽如此，政策制定者需要认识到金融体系中正在发生的事情以及金融稳定风险的任何积累，因为这些风险可能威胁到实现这一双重任务。作为我们拥有权威的第一道防线，监管和监管最适合在金融体系出现脆弱性时加以应对。如果这些工具部署得当，这些操作可能就足够了。但有时他们不会这样。回到 SVB 的例子，该银行倒闭是因为教科书上的管理不善，特别是利率和流动性风险。结果是该公司的倒闭产生了金融稳定风险，需要紧急干预。

货币政策不能对金融稳定风险无动于衷。当金融稳定事件成为现实时，它们可能会对经济的信贷价格和数量产生重大影响。在这一点上，金融稳定问题成为货币政策关注的问题，因为它们可能对家庭和企业的信贷流动产生不利影响，并抑制经济活动。

正如我前面提到的，联邦公开市场委员会在审议货币政策时，会考虑信贷状况对经济的影响。我们定期收到关于金融稳定风险的简报，我认为这些简报非常有价值。但我们也需要意识到，鉴于金融体系的复杂性和不断演变的性质，我们预测金融体系将如何

应对冲击的能力存在内在限制。多德-弗兰克法案的改革以及银行资本金和流动性要求的提高，大大提高了我们应对金融稳定风险的能力。但我们可以预计，经济仍然容易受到意外冲击的影响，这些冲击既影响金融稳定，也影响经济增长。在继续增强我们有权这么做的金融部门的韧性的同时，我们也必须继续监测新兴的金融部门风险可能如何威胁到更广泛的经济。

关于美联储流动性供应的总结思考

今天，我想通过讨论美联储最古老的货币政策和金融稳定工具之一：贴现窗口来结束我的想法。我将再次回顾我们的建国之路，并指出，向银行提供后备流动性是美联储系统的最初目的之一。

如今，贴现窗口发挥着重要作用。目前，基本信贷利率被设定在联邦基金利率目标区间的上限。基本信贷利率是指财务状况总体良好的银行可以获得的利率。通过这种方式，如果短期融资市场出现压力，这一工具以及目前利率也设定在目标区间顶端的常备回购工具，可以帮助将联邦基金利率保持在联邦公开市场委员会确立的目标区间内。然而，对于支持利率控制的贴现窗口，银行需要愿意并准备在其他支持其融资和流动性的手段--如利用联邦基金市场--成本更高时使用它。我一直在努力确保符合条件的机构知道，监管机构希望它们做好准备，并愿意使用贴现窗口。我们最近发布了一份联合机构的信息，说明随时准备利用应急资金来源的重要性，包括贴现窗口。

当谈到金融稳定时，准备使用贴现窗口也是至关重要的。当金融体系受到冲击，导致普遍的压力时，融资市场往往无法有效地分配流动性。在这种情况下，贴现窗口可能对需要流动性的机构以及美联储阻止功能失调蔓延和恢复稳定的努力特别重要，但同样重要的是，前提是银行提前完成这项工作，并准备好并能够使用它。正如我们在3月份看到的那样，许多银行发现，准备好将资产货币化的不止一种选择是重要的。银行的其他资金来源，甚至是联邦住房贷款银行，都依赖于私营部门金融市场的运转，为客户提供流动性。当市场不运转时，这样的资金和流动性来源就会面临压力

相比之下，即使银行发现没有其他资金来源，贴现窗口也可以向准备使用它的每一家符合条件的机构提供流动性。从这个意义上说，贴现窗口是支撑金融稳定的重要手段。

总之，货币政策需要认识到金融压力可能导致信贷价格和数量的突然变化，从而可能对实体经济造成重大损害的风险。与此同时，将货币政策决策的重点放在宏观经济目标上，并使用其他工具来促进金融稳定，可能是最谨慎的道路。即使我们从过去的金融压力中吸取教训，美联储也必须对未来可能面临的金融稳定的潜在风险保持警惕。金融机构需要立即拥有一系列公共和私人应急资金来源，以应对各种情况。

原文链接:<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/barr20231002a.htm>

35. 货币政策分析与美联储政策制定的发展（Governor Christopher J. Waller, At "The Legacy of Bennett McCallum and Lessons for Monetary Policy Today," a conference sponsored by the Mercatus Center at George Mason University, Washington, D.C., 10 October 2023）

很高兴来到这里，通过讨论贝内特·麦卡勒姆在货币政策方面的工作来纪念他的遗产。多年来，我有幸与本相遇过几次--从我还是一名年轻的学院派经济学家，到我在圣路易斯联邦储备银行担任研究主管。但是，像你们中的许多人一样，我接触到的本·麦卡勒姆的大部分思想都来自于阅读和学习他关于货币政策的著作。

本是一位颇具影响力的研究员，他专注于货币政策的一些关键话题，其中一些话题在今天的小组会议上得到了强调，包括政策规则、工具和目标。当我还是一名学者的时候，这些都是我和本共同的研究兴趣。最近，自从我成为联邦公开市场委员会(FOMC)的成员以来，同样的问题一直是我工作的首要问题，我将在今天的讲话中解释这一点。

我将在讨论过去四分之一世纪美国货币政策的广泛发展的背景下讨论这些问题。为此，我的动机是麦卡勒姆 1999 年的论文《货币政策分析中的近期发展：理论和证据的作用》，这篇论文回顾了过去的 25 年。在我的讲话中，我将首先谈论自 20 世纪 90 年代以来联邦公开市场委员会执行政策的方式发生的变化。然后，我将转向讨论货币政策规则，本是如何看待这些规则的，它们作为政策制定者决策的输入，以及政策规则中工具和目

标的选择。

1998-2023 年货币政策的发展

麦卡勒姆的评估报告主要撰写于 1998 年，对比了 1973 年和 1998 年的货币政策分析。1973 年，许多经济体正在适应布雷顿森林国际货币体系的消亡，它们的国内货币政策制度开始随着浮动汇率以及在这一年出现的第一次石油危机而发展。在美国，人们对经济表现的持续不满--尤其是高通胀--导致了保罗·沃尔克在 1979 至 1982 年间实施的限制性货币政策。在这一政策带来的通货紧缩之后，在后来被称为大缓和的时期，整体经济表现大幅改善。在艾伦·格林斯潘(Alan Greenspan)领导的美联储(Fed)时代，大缓和也与通货膨胀率进一步下降有关，与价格稳定一致的利率有关。

因此，到麦卡勒姆 1998 年的回顾时，美国的货币政策已经建立了备受推崇的记录。人们普遍认为，就抗击通胀的意愿而言，美联储在 20 世纪 70 年代已经失去了信誉。沃尔克主席的行动恢复了美联储的信誉。在沃尔克通缩之后，经济研究聚焦于货币政策策略只有在可信的情况下才会完全有效的观点。这一观点引发了一场关于“规则与自由裁量权”的激烈辩论。问题是如何维持沃尔克创造的美国货币政策的基础。正如我将进一步讨论的那样，我们需要的是—种维持该机构信誉的方法，而不是依赖于单个美联储主席的信誉。—种方法是联邦公开市场委员会承诺遵守政策规则和明确的政策目标，同时向公众传达其政策规则。而这种方法是本·麦卡勒姆工作的—个关键方面。

自 1998 年以来的 25 年里，美国的货币政策安排发生了多次变化。其中包括几项重要的改革，这些改革基本上与本和其他人倡导的路线—致。在多个方面，联邦公开市场委员会的政策框架已变得清晰得多。2007 年底，联邦公开市场委员会开始发布季度经济预测摘要，收集个别与会者预测的信息。然后，在 2012 年 1 月，联邦公开市场委员会发布了一份关于长期目标和货币政策战略的声明，也被称为我们的共识声明。协商一致声明每年都得到重申，并多次修订。从—开始，它就让我们国会授权的价格稳定目标变得更加具体，因为它表明，美联储的政策制定者将其解读为 2%的长期通货膨胀率(在个人消费支出价格指数中)。2011 年，本·伯南克开创了会后新闻发布会的做法，在美联储主席鲍威尔的领导下，现在每次 FOMC 会议都会举行新闻发布会。

2020 年夏季，联邦公开市场委员会与会者发布了一份经修订的共识声明，进一步阐

述了他们对最大限度就业和价格稳定的双重任务目标的解释，以及委员会将如何实现这些目标。新的声明明确承认了资产购买和联邦基金利率前瞻性指引的政策工具。这些工具是在 2008 年底开始的期间开发的，当时联邦基金利率处于有效下限(ELB)，并在 2020 年 3 月开始的新 ELB 事件中再次使用。

正如许多观察家多年来注意到的那样，2%通胀目标的引入和美联储货币政策框架的其他正规化实际上发生在沃尔克领导下实现反通胀并在格林斯潘领导下得到巩固之后很久。人们可能会问，在 20 世纪 90 年代中期左右确保了价格稳定的情况下，为什么认为这些正规化是必要的。答案在于，需要一个广为人知的货币政策制度，使物价稳定和固定的通胀预期成为经济环境的持久特征。宣传该制度的主要特征--包括数字通胀目标和政策制定者的反应功能--使其在公众眼中具体和透明，同时也提高中央银行的可信度和货币政策的有效性。

在这方面，现代央行政策制度的设计很大程度上借鉴了有关货币政策规则的文献。在 20 世纪 90 年代和 21 世纪头 10 年央行透明度、框架和沟通方面取得重大进展的那段时期，人们对货币政策规则的研究重新燃起了兴趣，这并非巧合。有关货币政策规则和通胀目标制的文献为美国货币政策框架如何实现最大就业和稳定物价的双重目标提供了见解。我们已经利用了这些洞察力。通过设定长期通胀目标，同时表明我们将最大就业视为一个主要由非货币因素决定的长期变量，我们清楚地表明，我们并不认为我们的使命是授权我们通过一轮又一轮的宽松货币政策来寻求不可持续的高水平实际产出。正如有关时间一致性的文献所显示的那样，这种货币政策宽松不仅会牺牲长期物价稳定的成果，而且甚至不会在长期内提供更高的产出。本·麦卡勒姆曾将这一共识总结为：“通胀目标制的务实论点始于这样一个命题，即从长期(即稳定状态)的角度来看，货币政策对一个经济体的(平均)通货膨胀率具有主导影响，而对其失业率或相对于产能的产出的影响可以忽略不计。这一命题得到了央行官员和学术界的广泛支持。”

我们最近的经验清楚地表明，一个明确、透明的政策制度的好处是显而易见的。当联邦公开市场委员会在 2022 年 3 月开始提高联邦基金利率以抑制通胀时，它使用前瞻性指导来明确我们的意图，即达成一个具有足够限制性的政策立场，以使通货膨胀率回到 2%。我相信，这一指导使我们的政策行动更加有效。

联邦公开市场委员会的反应函数与货币政策规则分析

前瞻性指导和会后声明是联邦公开市场委员会能够向家庭、企业和金融市场传达我们反应职能的关键方面的主要手段。反应函数将我们主要政策工具-联邦基金利率-的决策与通胀和其他关键变量联系起来，例如劳动力市场状况的数据。

反应函数与本·麦卡勒姆的一个关键研究兴趣有关：政策规则。麦卡勒姆强调的关于规则的三个关键信息已经被广泛接受。

第一个信息是，规则可能是反周期的。麦卡勒姆对政策规则感兴趣的时候，这些规则与所谓的非激进主义政策制定密切相关-定义为不涉及货币当局对产出和就业等实际变量的波动做出反应的方法。当时，研究文献关注的是所谓的 $k\%$ 规则，即货币供应量的固定增长率。这一规则旨在抑制较长期的通胀率，但它排除了货币政策对商业周期状态的反应。相比之下，麦卡勒姆以及他那一代的其他经济学家，如斯坦利·费舍尔和约翰·泰勒，认为既考虑非激进主义政策规则，也考虑刻意反周期或活动的规则是适当的。根据这一观点，政策规则可以系统地对产出、就业和通胀的变化做出反应，使用一种旨在随时间和不同情况适用的公式。

麦卡勒姆工作的第二个相关信息是，不同的规则规范可以具体表征经济学家在适当货币政策上的差异。上世纪 70 年代，政策规则的整个概念与货币主义和理性预期的倡导者密切相关，凯恩斯经济学被视为反对政策规则。麦卡勒姆反对这种二分法，并指出：“在我看来，经济学家之间的争论似乎相当清楚，他们之间的争论是关于不同政策规则的可取性。”也就是说，麦卡勒姆希望将货币政策的不同视角表现为不同的规则规范，他敦促研究规则，以此作为理解各种政策处方及其对经济的影响的一种手段。这种对规则的看法也已成为标准。事实上，经常出现在联邦储备委员会货币政策报告中的关于货币政策规则的方框提供了一份政策规则菜单，旨在反映关于适当制定货币政策的各种观点。同样，多项规则处方以及替代规则对经济结果的可能影响，多年来一直是每次联邦公开市场委员会会议前提交给政策制定者的定期简报材料的一部分，使决策者能够将这些处方纳入他们的思考和讨论。

麦卡勒姆关于规则的研究的第三个信息是，遵循“类似规则”的行为的实际政策是有好处的。他认识到，政策规则不太可能被字面上或机械地用作决定货币政策行动的手

段。即便如此，麦卡勒姆认为，规则提供了有关对经济状况的响应的信息，这些信息可能与更成功的政策制定有关。根据这一推理，来自政策规则的处方提供了有价值的基准。正如麦卡勒姆所说，“当然，实际的中央银行不太可能正式采用这样的规则，但对其影响的考虑在实践中仍然是有帮助的。”

麦卡勒姆还指出，约翰·泰勒在他 1993 年的介绍泰勒规则的论文中强烈提出了这一观点。值得研究泰勒规则的一些特征，因为这将有助于揭示政策规则文献和美联储实践之间的联系。我对这些特征的讨论将强调这样一个事实，即政策制定者反应函数的可预测性加强了货币政策的稳定属性，这一点如今已被广泛接受。从这个意义上说，政策制定者明白以“像规则一样”的方式做出决策的价值。

首先，我将讨论泰勒规则公式的左侧-它的仪器规格。然后，我将转向它的右侧--仪器响应的目标变量。

货币政策工具

正如麦卡勒姆所说，“泰勒的论文(1993)在有趣的中央银行家们制定规则指导的政策制定方面取得了卓越的成功。”尤其是，泰勒的文章帮助货币政策研究更好地与中央银行的实践保持一致，将焦点直接放在利率规则上。学术界的许多货币政策分析都考虑了政策工具是货币或储备总量的规则。我希望你们大多数人都知道，麦卡勒姆在这个问题上的研究有两个分支。一方面，麦卡勒姆本人在 1980 年代和 1990 年代的一些论文中提出的规则是关于货币基础的规则，旨在通过引入反周期反应和允许货币需求的变化来改进 $k\%$ 货币增长规则。但另一方面，他也提出了基本的分析工作，表明利率规则是可行的，他 1981 年的论文确立了这种规则可以为经济的名义变量提供锚。

各国央行同样乐于接受对利率规则的分析--尤其是泰勒规则。他们的有利反应是由两个因素推动的。首先，在经历了货币目标制之后，各国央行对专注于货币总量的政策分析不再抱有幻想。其次，利率规则与政策相关，因为这些规则是以央行实际做出决策的短期利率来表示的。正如麦卡勒姆所说：“事实是，工业化国家的实际中央银行以更准确的方式执行货币政策，将[利率]写为工具。”反映这一现实的是，我们的货币政策报告中考虑的所有规则都是利率规则。

货币政策目标

泰勒规则的另一个吸引力是，右边的变量与央行设定目标的经济变量密切对应：通胀和对实际总需求或劳动力市场状况的估计。我将就与这些目标相关的考虑因素发表几点意见。

当谈到政策规则中通胀条款的具体规定时，就美国而言，重要的是通胀目标与我们的双重使命一致，其中包括价格稳定目标。1993年，约翰·泰勒提出，2%的通胀目标很好地体现了美联储在格林斯潘早期的行为。这一目标随后成为正式目标。正如我早些时候指出的那样，2012年，委员会将2%的通胀目标作为对价格稳定目标的正式解释。选择2%的长期目标反映了一个广泛的共识，即这个比率与美国有效的价格稳定相对应。在世界各地，以通胀为目标的央行也将2%视为与物价稳定相对应的利率。联邦公开市场委员会进一步判断，2%的通胀目标与实现我们的双重使命最为一致。自2012年以来，我们一再重申这一数字目标，自去年年初以来收紧货币政策，明确表示我们决心将通货膨胀率降至2%。

在考虑将通胀率恢复到2%所需的适当货币政策反应时，我发现参考政策规则文献的发现是有用的。这些发现包括“泰勒原则”的概念，即通货膨胀偏离目标的情况很可能通过联邦基金利率的一对一反应来满足--这种反应有助于确保在政策收紧过程中提高实际利率。

我们双重任务的另一部分是实现最大限度就业的目标。反映出这一目标指的是劳动力市场，而不是经济活动，货币政策报告中考虑的利率规则将真正的目标放在失业缺口方面，而不是产出缺口。关于如何将这一规则用作政策制定的投入，我要强调的主要一点是，劳动力市场状况有多个维度，以及关于最大就业水平的相当大的不确定性。因此，在让货币政策对缺口估计做出回应时，谨慎是合理的。因此，我认为麦卡勒姆警告货币政策不要对产出缺口做出强有力的反应是有道理的。在这方面，阿塔纳西奥菲尼德斯的研究表明，对经济疲软(或过度需求压力)的第一差的估计可能比相应的水平估计更不容易受到错误测量的影响。这些考虑意味着，第一差利率规则的规定--也出现在货币政策报告中--是对泰勒规则更标准变体的规定的有用的交叉检查。

结论

停留在政策目标的话题上，我认为有必要强调一个重要的方面，自1998年本·麦卡

勒姆(Ben McCallum)回顾货币政策发展以来，情况一直没有改变。他指出，“总的来说，自 20 世纪 70 年代以来，最根本的变化是央行承担了对通货膨胀率表现的责任。1998 年，如果看到央行的一份声明，以一种暗示这些前景不受货币政策行为影响的方式讨论中期通胀前景，那将是极其令人惊讶的。”1973 年和 1998 年的差异也是 1973 年美国货币政策未能发挥其在恢复价格稳定方面所需发挥的作用与联邦公开市场委员会在过去两年的行为的重要对比。稳定物价是美联储的首要职责。这就是为什么我们采取了旨在降低通胀的有力措施，也是为什么我们将继续工作以实现我们的目标。

原文链接:<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20231010a.htm>

36. 美国全国商业经济协会 (Vice Chair Philip N. Jefferson, At "Beyond the Business Cycle: Adapting to a New Global Paradigm" 65th Annual Meeting of the National Association for Business Economics, Dallas, Texas, 09 October 2023)

我将借此机会与大家分享我对美国经济的展望。我还将讨论经济面临的风险。然后，我将转向货币政策的传导，包括最近关于政策滞后效应来源的一些证据。最后，鉴于货币政策的滞后效应，我将讨论在努力管理风险之后对货币政策的考虑。这些考虑包括需要谨慎行事，因为货币政策收紧过多的风险与收紧不足的风险更接近平衡。说到这里，让我来谈谈我对美国经济的展望。

通胀前景

尽管最近的通胀数据令人鼓舞，但通胀仍然过高。在截至 8 月份的 12 个月中，个人总消费支出(PCE)价格上涨 3.5%，图 1 中的黑线。剔除波动较大的食品和能源类别，核心 PCE 价格上涨 3.9%，红线。为了更好地理解核心通胀趋势，我发现看一下构成核心 PCE 价格指数的三大类别是有用的，因为导致这些行业通胀的因素有所不同。第一类是核心商品通胀，随着与供应链相关的价格压力继续缓解，核心商品通胀已显著放缓。第二类

是住房服务价格通胀，新租户的租金涨幅有所放缓。相比之下，第三类核心非住房服务(蓝线)的价格涨幅尚未出现明显放缓。由于这一部分占整个核心 PCE 指数的 50%以上，我们需要看到这一领域的进一步放缓，以实现我们的通胀目标。然而，我相信随着劳动力市场进入更好的平衡，核心 PCE 价格将进一步放缓。

劳动力市场

尽管上周我们收到了强劲的 9 月份劳动力市场数据，但有证据表明，劳动力需求和劳动力供应之间的失衡继续缩小，因为劳动力需求降温，同时劳动力供应改善。即便如此，劳动力市场依然吃紧。

与劳动力需求降温一致，从 1 月底到 8 月底，职位空缺减少了近 100 万个。然而，如图 3 所示，职位空缺仍比大流行前的水平高出约 30%。与此同时，裁员人数保持在非常低的水平，就业人数增加的步伐依然强劲，9 月份非农就业人数增加的幅度高于预期。此外，失业率为 3.8%，这一水平仍接近历史低点。过去一年，在通胀率下降的情况下，失业率和裁员人数一直保持在较低水平，这一事实表明，有一条恢复价格稳定的途径，而不会出现失业率大幅上升的情况，而这种情况往往伴随着显著的紧缩周期。

劳动力供应的改善也有助于劳动力市场的再平衡。例如，自今年年初以来，图 4 所示的黄金年龄劳动力参与率进一步上升。移民人数也有所增加，进一步推动了劳动力供应的增加。劳动力需求放缓和劳动力供应改善缓解了劳动力市场的压力，我的预期是劳动力市场状况将进一步逐步缓解，因为限制性货币政策继续减缓劳动力需求，而不会导致裁员或失业率突然增加。

总量经济活动

到目前为止，我们收到的数据表明，第三季度经济增长稳健，与今年早些时候经济将放缓的预期相反。7 月和 8 月的消费者支出都很强劲。住房开工率如图 5 所示，在被广泛认为是由更高的利率导致的放缓之后，正在反弹。尽管今年的经济出现了韧性的迹象，但一些分析师预计今年秋季经济增长将放缓，这让我想到了下一个话题：美国经济面临的一些短期风险是什么？

美国经济面临的风险

到目前为止，经济一直具有弹性，通胀一直在消退；然而，我认为我的前景存在高

度不确定性，并看到了多重风险。我特别关注通胀的上行风险，例如与经济 and 劳动力市场过于强劲而无法实现进一步反通胀相关的风险，以及与能源价格意外上涨相关的风险。由于能源价格波动较大，我倾向于审视能源价格的变化，在我的考虑中更多地关注核心通胀。我注意到，通胀持续高于联邦公开市场委员会(FOMC)2%的目标，会增加通胀预期失控的风险。因此，无论其来源如何，我的目标是让通胀回到联邦公开市场委员会2%的目标。

我刚才提到了通胀的上行风险，但经济活动也存在重要的下行风险，比如外国经济增长放缓。随着房地产活动的下降，中国的经济似乎失去了动力，包括零售额在内的其他指标也表明经济活动疲软。在欧洲，制造业和服务业采购经理人指数最近都处于收缩区间。我正在关注这些事态发展，特别是如果国外情况急剧恶化，它们可能会对美国经济产生影响。

论货币政策的传导

如你所知，货币政策通过影响广泛的金融状况，包括市场利率，传导到经济的其他部分。更高的市场利率提高了家庭和企业面临的利率，减少了他们的支出--最明显的是，企业固定投资、住宅建设和耐用消费品的支出。更高的利率也会影响资产价格。例如，在其他条件不变的情况下，更高的利率会提高美元的汇率，进而促进进口，减少出口。此外，更高的利率，以及更高的预期政策路径，导致投资者以更高的利率贴现与长期投资相关的现金流。这降低了股票市场的价值，进而通过财富效应减少了消费，通过资本成本减少了商业投资。此外，货币政策会影响风险溢价。收紧货币政策往往会降低投资者承担风险的意愿，从而扩大收益率差，降低一系列资产类别的价格，并扩大上文所述对利率和资产价格的直接影响。

在去年春天的一次演讲中，我指出，我们仍在了解在大流行后的这个周期中收紧政策的全面影响。因此，我也注意到可能削弱或推迟货币政策传导的因素。其中一个因素是，自联邦公开市场委员会 2022 年 3 月开始收紧货币政策以来，大公司发行的大部分公司债券尚未进行再融资。

大型企业依赖公司债券和银行贷款作为债务融资来源。公司债券往往是固定利率债务，而银行贷款往往是浮动利率债务。由于大多数非金融公司债务是在 2022 年前发行的

公司债券，所有未偿还公司债券的平均利率仍然很低。明年，当更大比例的到期公司债券需要再融资时，这一利率可能会上升。鉴于这种额外的紧缩措施已经准备就绪，现在就自信地说我们已经收紧了足够多的货币政策，让通胀回到 2% 的目标可能还为时过早。与此同时，在我考虑未来是否有必要进一步收紧政策时，我会注意到由于我们过去的加息而正在进行的额外紧缩。这就引出了我的下一个话题：根据我的经济前景对货币政策的考虑，以及我已经提到的货币政策面临的风险。

货币政策考虑因素

自 2022 年初以来，联邦基金利率的目标区间上调了 525 个基点。在此之后，我的观点是，联邦公开市场委员会能够谨慎行事，评估可能需要的任何额外政策收紧的程度。我们正处于风险管理的敏感时期，我们必须在收紧不够的风险和政策限制过多的风险之间取得平衡。这两种风险的平衡是我们在最近一次联邦公开市场委员会会议上维持政策利率不变的一个很好的理由。

正如我前面提到的，实际长期国债收益率最近有所上升。在一定程度上，实际收益率的上升可能反映了投资者的评估，即经济的潜在动力比之前认识到的更强劲，因此，可能需要比之前认为的更长时间的货币政策限制性立场，才能将通货膨胀率恢复到 2%。但我也注意到，投资者对风险和不确定性态度的改变可能会导致实际收益率的增加。展望未来，我将继续意识到债券收益率上升导致金融状况收紧，并将在评估未来政策路径时牢记这一点。在评估经济前景和围绕前景的风险，以及判断未来适当的政策方向时，我将考虑金融市场的发展以及即将公布的全部数据。

原文链接：<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/jefferson20231009a.htm>

37. 美国银行家协会（Vice Chair for Supervision Michael S. Barr, At the American Bankers Association Annual Convention, Nashville, Tennessee, 09 October 2023）

在我的职业生涯中，我花了相当多的时间思考金融体系对个人和他们所在社区的生活产生影响的潜力。获得信贷和其他金融服务是家庭驾驭面临的许多挑战和建设更美好未来的关键。对这一目标的追求也激励着你们中的许多人从事自己的工作。但为了让金融体系发挥这一作用，它必须能够经受住意想不到的压力，并继续为客户和社区服务。这要求银行拥有足够的资本，这是这些机构最近提出的一项征求意见的提案的主题。

今天在座的大多数银行--以及这个国家的绝大多数银行--将不会受到董事会最近关于银行资本的“终局”提案的约束。该提案只影响最大的几家银行。即便如此，我怀疑你已经听说了很多关于它的事情！拟议中的大部分改革已经酝酿了十年，顾名思义，该提议是填补全球金融危机以来监管漏洞的最后一项主要措施。

由于联邦储备委员会刚刚开始收到对拟议规则的评论，我不能说这些规则将如何演变，但我可以尝试提供更多背景，说明为什么我认为该提议的好处将超过成本。我还将讨论我们在规则制定过程中对公众参与的重要性，以确保我们在规则的成本和收益之间取得适当的平衡。

该提案预计将为大型银行筹集资本。这可能会导致更高的融资成本。但这只是故事的一半。资本还使银行能够吸收更多损失，而不会危及它们偿还债权人的能力。

本提案中与放贷活动有关的资本要求的实际增加只占估计资本总额增加的一小部分。拟议中的规则预计要求的资本增加，大部分归因于贷款以外的交易和其他活动-这些活动在大型银行和我们当前规则存在缺陷的领域造成了过大的损失。贷款活动平均所需资本的估计增幅--包括信用风险和操作风险要求--是有限的。我们认识到，一笔特定贷款的融资成本将取决于该活动的具体风险权重，并可能通过其他渠道提高资本金要求。在这一领域，评论者可以阐明对该规则的成本和收益的额外考虑。

在创建一个更健康、更具弹性的金融体系、降低金融危机的可能性方面，必须权衡资本的私人成本和资本增加的社会效益。正如我们在终局提案的序言中指出的那样，历

史经验--特别是我们在全球金融危机期间的经验--表明，个别银行组织的困境或倒闭可能对美国银行体系的稳定产生严重影响。15年前，全球金融危机赤裸裸地揭示了资本不足的银行体系给社会带来的代价。在金融危机之前，这些规定没有完全涵盖次级抵押贷款、证券化和衍生品等资产类别的信贷和操作风险，这导致银行蒙受巨大损失。可悲的是，银行因这些损失而资本金不足。金融危机颠覆了人们的生活，对经济造成了严重破坏，导致了自大萧条以来最严重、持续时间最长的衰退。就业恢复用了六年时间，在此期间，长期失业人数创下历史新高，1000多万人陷入贫困。600万家庭因丧失抵押品赎回权而失去了家园。即使在政府做出前所未有的巨大回应的情况下，这些成本也出现了。

研究表明，金融危机的代价是相当大的。虽然估计数字差异很大，但经济活动的累计损失一直被估计在年度GDP的20%以上--在某些估计中，高达GDP的100%。对美国而言，这些估计意味着，根据目前的国内生产总值，金融危机造成的损失将达到5万亿至25万亿美元。增加资本的宏观经济利益来自于降低发生这种代价高昂的事件的可能性。资本更充裕的银行能够更好地吸收损失，并在压力时期继续向家庭和企业放贷，这反过来有助于确保我们拥有一个健康而强大的经济。

最初改革的力度

在2010年颁布《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)后，董事会通过了一系列初步改革，以提高资本的数量和质量，进行年度监管压力测试，并对全球系统重要性银行(G-SIB)设定资本附加费，以反映这些银行对美国金融稳定构成的更大风险。这些初步改革极大地加强了我们的银行体系，最大银行机构的普通股权益资本比率增加了一倍多，从2009年的5.5%增加到去年年底的12.4%。

随着这些初步改革的实施，银行业的许多人声称，这些变化将损害贷款和更广泛的经济。自那以来，美国经济大幅增长，美国银行系统的资产从12万亿美元增长到23万亿美元。银行盈利能力指标--在全球金融危机期间大幅下降--已基本回升，接近历史平均水平。因此，随着银行增加资本缓冲，它们的盈利能力和市场估值都有所提高。实力的增强使银行能够支持经济。美国银行一直保持着在全球资本市场活动排行榜上的领先地位

位。

这并不是要驳斥资本增加可能损害经济的观点--只是为了指出，类似的警告在最近的经验中并未得到证实。

在最初改革的基础上继续发展的理由

在实施初步改革时，银行监管机构承认，这些变化是一项部分措施，资本规则中还有一些内容需要调整：减少对信用风险内部模型的依赖；应以标准化方式计入操作风险；资本要求没有完全计入市场风险。

首先，该提案将不再使用银行的内部模型来设定信用风险资本要求。根据这些机构的经验，对内部模型所作的主观选择在各银行组织之间对具有类似风险的风险敞口的要求上产生了不必要的差异。这可能会削弱信心，降低透明度，并对各银行组织之间的资本充足率进行比较。

出于这些原因，该提案将用非建模方法取代信用风险的内部模型方法。这种所谓的“扩展的基于风险的方法”将对信用风险的重要驱动因素敏感，但将是标准化的、透明的，并在所有银行中保持一致。该提案包含了相对于国际巴塞尔资本协议的调整，以确保平均而言，小型银行和大型银行的关键信贷组合需要持有类似水平的资本。受该提案约束的大银行也将继续遵守适用于所有公司的相同的美国标准化方法，以便在所有信贷提供者中保持有竞争力的股本。鉴于美国的标准化方法要求以及拟议要求的总体校准普遍较高，这些机构已就这种竞争公平方法征求意见。

其次，在操作风险方面，大型银行在过去 20 年因操作不善而蒙受重大亏损。经验表明，操作风险是所有银行产品、活动、流程和系统中固有的风险，最大的银行组织的损失可能是巨大的。

在当前的资本规则下，最大、最复杂的银行组织使用内部模型计算操作风险的风险加权资产。在各机构的提案中，操作风险资本要求将是标准化的，而不是模型化的，将是银行组织业务量和历史业务损失的函数。研究表明，总体业务量较高的银行组织可能面临更高的操作风险。此外，更高的运营亏损与更高的未来运营风险敞口相关。

第三，全球金融危机给监管机构和银行上了许多艰难的教训，让他们认识到稳健的资本金要求对交易和做市活动的重要性。银行当时的资本不足，特别是因为证券化和其

他非流动性资产出现了巨额亏损。尽管目前的资本金规定在危机后进行了更新，以更好地反映这一风险，但目前的方法存在一些重大缺陷。最值得注意的是，目前的框架可能会导致在压力期间增加资本金要求，而不是要求公司在压力之前持有足够的资本，以便在压力期间进行管理。该框架也没有考虑到交易敞口的大范围流动性状况。

修订后的市场风险框架的目的是全面总结全球金融危机的教训。修订后的框架将允许银行使用自己的模型来计算市场风险资本要求的要素，前提是此类风险可以很好地建模。新框架下的模型将需要更好地考虑大型离群点事件的可能性--尾部风险--以及一些交易敞口的非流动性。该框架还将认识到，在平静时期有益的多样化可能不会在压力下实现。该框架将通过一种新的市场风险标准化方法来支持内部建模，该方法将应用于银行无法证明其模型充分捕捉风险的交易组合。

评论的重要性和评论期限

评议期是规则制定过程的重要组成部分。正如我以前所说，我想重申，我们对公众的意见非常感兴趣。120天的评议期反映了我们对公众参与和开放意见的承诺，超出了标准评议期的长度。

我们已经听说，对抵押贷款、税收抵免投资、交易活动以及产生收费收入的活动拟议的基于风险的资本处理可能高估了这些活动的风险。我们欢迎为各机构提供额外数据和视角以帮助确保规则准确反映风险的所有意见。

原文链接:<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/barr20231009a.htm>

38. 康涅狄格州银行家协会年会（Governor Michelle W. Bowman, At the Connecticut Bankers Association Annual Meeting, White Sulphur Springs, West Virginia, 07 October 2023）

作为一名前社区银行家和一名前州银行专员，我为我在联邦储备系统理事会的服务带来了独特的视角。这些不同的经历帮助我对美联储在银行监管和监督中的重要作用提

出了看法。在过去的五年里，我发现我在美联储的工作中最有见地、最令人愉快和最有成效的方面之一就是听取银行家们关于对你和你的客户至关重要的问题的意见。当然，这包括美联储监管和监督的影响。因此，今天我想分享一些关于这方面的想法，以及如果有必要改变银行监管框架，我们如何支持深思熟虑和深思熟虑的改变。

在我们开始我们的谈话之前，我想根据联邦公开市场委员会(FOMC)上个月的会议，对经济和货币政策提出一些看法。如你所知，在那次会议上，我和我的同事投票决定将联邦基金利率的目标区间维持在 5-1/4 到 5-1/2%，在过去一年半的时间里，为了降低通胀，大幅提高了利率。自那以来，在降低通胀方面取得了相当大的进展，联邦公开市场委员会今年的回应是以更渐进的步伐加息。按照这种做法，我们在 6 月份保持政策利率不变，7 月份加息 25 个基点，然后在上个月再次保持稳定。通货膨胀率仍然过高，我预计委员会可能会适当地进一步提高利率，并在一段时间内将其保持在限制性水平，以便及时将通货膨胀率恢复到我们 2% 的目标。

最近，基于个人消费支出(PCE)指数的最新通胀读数显示，总体通胀上升，部分原因是油价上涨。我认为一个持续的风险是，高能源价格可能会逆转近几个月来我们在通胀方面取得的一些进展。

与此同时，随着联邦公开市场委员会收紧货币政策，经济保持强劲。实际国内生产总值(GDP)稳步增长。消费者支出保持强劲，房地产行业似乎继续反弹。最新的就业报告显示，劳动力市场就业岗位稳步增长。过去一年就业增长的平均速度有所放缓，同期劳动力参与率也有所提高，这表明劳动力市场供求可能正在更好地平衡。

银行体系继续保持强劲和弹性。由于利率和融资成本上升，以及对未来监管要求的预期，银行收紧了放贷标准。但是，尽管收紧了贷款标准，但信贷并没有大幅收缩，这会显著减缓经济活动。银行贷款余额增长放缓，但持续强劲的家庭和企业资产负债表，再加上非银行贷款的重要性日益增加，表明货币政策对银行贷款和经济的影响可能比过去要小。

鉴于最近发布的喜忧参半的数据--强劲的支出数据，但通胀下降，以及前几个月创造的就业岗位向下修正--我支持联邦公开市场委员会维持联邦基金利率目标区间的决定。自那以后，GDP 和就业数据也进行了修正。最近数据修订的频率和范围让预测经济

将如何发展的任务变得更加复杂。但我仍然预计，可能需要进一步收紧政策，才能及时将通货膨胀率恢复到 2%。9 月份联邦公开市场委员会会议发布的经济预测摘要显示，与会者预计通胀率至少在 2025 年底之前将保持在 2% 以上。这一点，再加上我自己的预期，即考虑到当前的货币政策克制水平，通胀方面的进展可能会很缓慢，这表明，需要进一步收紧政策，以可持续和及时的方式压低通胀。

重要的是要注意到，货币政策并没有走在预设的轨道上。我和我的同事将根据即将公布的数据及其对经济前景的影响做出决定。我仍然愿意在未来的会议上支持提高联邦基金利率，如果即将公布的数据表明，通胀方面的进展已经停滞，或者进展太慢，无法及时将通胀率提高到 2%。让通胀率回到联邦公开市场委员会 2% 的目标，对于实现一个可持续强劲的劳动力市场和一个对所有人都有效的经济是必要的。

现在，我想就我在董事会的日常工作中如何看待银行监管架构责任的演变发表一些看法。作为这次讨论的框架，我想回顾一下董事会在过去一年中采取的几项监管行动。我将找出我们可以从这些行动中吸取的几个教训，并考虑在考虑正在进行的和未来的银行监管框架改革时，如何应用这些教训。

具体而言，我想谈谈三个广泛的主题：**(1)**效率应如何成为政策讨论中的一个关键因素；**(2)**如何考虑对执行政策决定的委员会工具的限制；**(3)**适当程序和公众参与规则制定的重要性。

效率应该在政策制定中发挥核心作用。政策制定者应该考虑如何以有针对性的方式实现预期的政策目标，从而最大限度地减少金融机构的成本和行政负担。今年 6 月，美联储与 FDIC 和 OCC 一起发布了针对各种规模银行的第三方风险管理指导意见。正如我当时所指出的那样，我继续支持指导意见的总体目标和有价值的目标，但我认为各机构失去了在发布指导意见方面最大限度地提高效率的机会。案文承认需要资源来协助社区银行满足指导意见中提出的未经调整的期望，但未能在本应提高社区银行透明度和相互了解的时间表上提供这些资源。在缺乏明确预期的情况下，监管机构应该补充已公布的指导意见，以确保最小的银行了解如何将指导意见应用于其第三方关系。2 多年来，银行监管机构一直在努力改进我们的方法，在我们的监管建议和指导意见中考虑金融机构风险、业务模式和资产规模。这一指引没有达到这一标准，我们应该对规模最小、但数

量最多的银行做得更好。

有效方法的好处远远超出了规则制定和指导，并广泛适用于美联储方法的各个方面。例如，正如我本周早些时候在圣路易斯储备银行社区银行会议上指出的那样，拖延处理申请可能对各种规模的银行都有害。委员会的申请审查程序应支持有效地解决申请。委员会可以这样做的一种方式是在公众提出不利意见的情况下处理申请的方法。当最近的监督记录处理了抗议中提出的关切，并且记录与批准一致时，决定应委托储备银行作出决定。我们的目标应该是确保适当地考虑公众提出的真诚关切，而不会导致不必要的处理延误。

另一个重要问题涉及政策制定者应如何考虑现有监管工具的限制。在董事会使用其监管或监督权力之前，我们需要问一个基本的问题：董事会是否有法律权力以预期的方式使用该工具？去年年底，委员会公布了大型金融机构与气候有关的金融风险管理原则，征求公众意见。虽然我支持公布原则草案，但我当时指出，委员会“由国会设立，负有监督控股公司和银行的具体职责，重点是这些受监管机构的安全和稳健性。”当然，任何决定都应以独特的气候金融风险的证据为基础，并确定需要针对这一领域提供更多指导。当然，任何新的指导也应该补充现有的标准。正如我在提出气候指导意见时所观察到的那样，“新的原则考虑了公司在无限期的时间范围内监测和衡量更广泛的一组与气候有关的风险的额外义务。”这种狭隘和具体的指导意见有超出安全和稳健范围的风险，因为它侧重于对金融机构影响最小的狭隘、遥远和不确定的风险。我担心董事会可能会无意中干预银行管理层作出信贷分配决定的能力。在任何情况下，董事会都不应该强制要求银行做出信贷分配决定--直接通过禁令，或者间接通过指导等政策工具--我们必须仔细评估这种指导，并着眼于我们使用的政策工具在这种情况下是否合适。

我想强调的另一个例子是在应用程序中使用条件。在审议提交给委员会的申请的过程中，委员会可以在某些情况下施加限制或限制，以解决申请所提出的具体监管或政策问题。虽然这可能是一个重要的工具，但它不能取代规则制定。

在去年批准一家大型银行申请的董事会命令中，董事会行使其承诺权的方式是，“可以在未来的某个固定日期对一家公司实施更高的审慎标准”，而这种方式“与董事会现有的监管框架不一致，该框架基于对公司潜在风险的明确、定量的衡量来施加量身定制的

要求”。董事会的这一行动突显了政策制定者在使用众多银行监管工具中的一种时应该提出的另一个问题，即该工具是否适合当时的情况。联委会的规则和条例往往是解决监督和金融稳定问题的最适当和最有效的工具。

最后，我想谈谈正当程序和促进公众参与如何改善规则制定过程，包括通过帮助政策制定者了解拟议规则的影响。去年 10 月，这些机构最终敲定了对委员会规则 II 的修订，实施了关于不同网络上的借记卡路由的新规则。在公开征求意见的过程中，社区银行对该提案提出了实质性的担忧，特别是围绕欺诈规则修订的不确定性和合规成本。但规则制定过程中的一个关键因素是，参与规则制定进程的银行分享了它们的反馈意见，特别是关于潜在的欺诈问题以及规则要求系统改变和执行的执行速度，而不考虑实际执行和处理机功能的限制。

社区银行有独特的视角和担忧，向政策制定者提出这些问题可能会对任何最终规则的轮廓产生影响。在过去 12 个月里，在我与州成员银行的交谈中，许多人表达了他们对成为或维持其作为经认证的社区发展金融机构(CDFI)的标准的拟议修改的担忧。虽然 CDFI 认证是 CDFI 基金在财政部内的唯一权限，但我理解最近对这些准则的拟议修订可能对近 200 家银行 CDFI 及其服务的社区产生的影响。但这也表明，受影响的利益攸关方有机会也有必要积极地公开参与。

我和我的同事不时会在政策问题上意见不一。但是，当政策制定者拥有为我们的讨论和辩论提供信息所需的全部信息时，规则制定过程就会受益。这使我们能够充分认识到我们的政策决定的实际影响。

规则制定过程为政策制定者提供了一条可遵循的道路，旨在确保我们在理解每项提案所产生的预期和意外后果时意识到重要的权衡和考虑因素。

结论

最后，我想强调你和其他公众评论者在使规则制定过程按预期工作方面发挥的关键作用。这是我经常提出的一个话题，即积极的公众参与美联储和其他联邦银行机构的规则制定议程的重要性。

一些规则已经被提出征求意见，或者目前正在酝酿之中。其中一些已经公布，包括通过大幅扩大资本金要求并降低合规门槛，将资产超过 1000 亿美元的所有银行仅包括最

大的银行，以及将长期债务要求从仅限于最大的银行扩大到所有资产超过 1000 亿美元的银行，从而实施《巴塞尔协议 III》的“终局”。还有一些提案尚未公布或进入规则制定进程的下一阶段，包括《社区再投资法》规则制定、对气候指导的进一步审议等。审计委员会还公开表示，今后可能会提议对条例二作进一步修订。

其中一些改革的范围将是广泛的，可能重塑银行监管框架的轮廓，包括社区银行，并可能限制消费者和企业从特许金融机构获得信贷和其他金融服务的能力。至关重要的是，利益攸关方参与评论进程并与政策制定者沟通，以分享他们对规则制定议程的看法，包括任何变化的具体影响--有意和无意的--。公众评论、数据和分析有助于在整个规则制定和提案过程中为决策提供信息。在座的银行家和全国各地的银行家对银行体系和更广泛的经济都至关重要。随着改革的形成，重要的是我们纳入了你对任何考虑过的变化的现实世界后果的观点。

原文链接:<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bowman20231007a.htm>

39. 社区银行研究会议（Governor Michelle W. Bowman, At the 2023 Community Banking Research Conference sponsored by the Federal Reserve System, the Conference of State Bank Supervisors, and the Federal Deposit Insurance Corporation, St. Louis, Missouri, 04 October 2023）

很高兴回到圣路易斯参加一年一度的社区银行研究会议。

我们从这次会议的几个方面来探讨这些问题--过去政策选择的有效性和有助于塑造未来政策改革的见解--当然，包括将提交的研究和 CSBS 年度社区银行调查的结果。我们还从与会者的经验和观点中获得洞察力：你们在未来几天提出的问题和评论可以提供关于过去政策决定的预期和意外后果的重要背景。聚集在这里的广泛专家--研究人员、监管者、政策制定者和银行家--的综合观点将为我们提供宝贵的见解，帮助我们在未来更好地制定和调整银行监管和监管政策。

研究、数据和分析对于深思熟虑的银行监管改革至关重要。这些工具可以用来确定必须解决或补救的问题；它们可以帮助我们评估当前银行监管框架的哪些要素可能有效或无效，它们可以帮助我们制定改革方案，更清楚地了解预期和意外的后果。总而言之，这些工具可以帮助我们制定和实施适当的监管改革，既不损害我们多样化的美国银行体系的长期健康，也不阻碍其未来的增长，使我们能够避免未能实现这些重要目标的改革的陷阱。

今天，我将首先讨论一些关于社区银行的研究，以及它们在美国银行体系中扮演的角色。然后，我将讨论这项研究如何为政策提供信息，包括帮助我们对改革的意外后果更加敏感，并讨论如何将这一视角应用于银行并购的评估。最后，我将提到我认为研究可以作为规则制定过程的投入的其他几个领域。

研究、数据和分析在规则制定中的作用

好的研究会带来好的政策。你们中的许多人可能会对这句话耳熟能详，就像圣路易斯联邦储备银行前行长吉姆·布拉德(Jim Bullard)在过去几年里描述这次会议的主要目的之一一样。多年来，自 2013 年会议首次启动以来，许多大会演讲者和演讲者都表达了同样的观点。

在我今天的发言中，我将讨论以证据为基础的银行监管政策的重要性，这一直是本次会议的一个长期主题和目标。虽然研究可以提供宝贵的见解，为银行监管政策的修订提供参考，但在涉及直接影响社区银行的监管努力时，研究尤其重要，包括修改《社区再投资法》的规定，或改革社区银行的监管标准和期望。研究在帮助我们理解间接影响社区银行的政策改革方面也发挥了重要作用，例如，原本只适用于较大银行的监管要求最终可能会被推低到较小的社区银行。

研究和基于证据的规则制定可以使银行体系免受政策随时间的广泛波动的影响。由于三家大型银行在早春倒闭，银行体系今年面临重大挑战。正如我当时所指出的，在应对这些失败时做出的政策选择将对美国银行体系产生重要的长期后果。我们在这段时间做出的政策选择的潜在深远后果突显了清楚地识别我们试图利用数据来制定有效、有针对性和高效率的解决方案的重要性。银行倒闭需要审查，但银行倒闭本身并不能证明全面修订银行监管框架是合理的。在我们进行旨在解决导致银行倒闭的问题的改革之前，

我们不仅需要全面了解这些根本原因，而且需要全面了解潜在改革的成本和意想不到的后果。研究可以防止过度反应的监管，特别是那些效率不高、经过调整和量身定做的监管，以应对银行体系面临的实际风险和挑战。

我坚持以证据为指导，并不是说我反对监管改革，而是说人们应该期待政策制定者展示他们的工作。银行体系并不完美，政策制定者应该不断问自己，是否有办法改善监管和监督。我总是乐于考虑以证据为基础的建议，以解决我们监管框架中已知的缺陷和缺陷，但任何此类建议都必须停止干扰或介入管理金融机构的角色。

我很高兴，这个研究和政策会议在成立 11 年来继续蓬勃发展。你们所有人所做的研究工作，特别是你们为制定政策而开发数据和分析的努力，是规则制定过程中的关键投入。

虽然研究是审慎监管政策的基础，但在这一框架下运营的社区银行是我们聚集在圣路易斯联邦储备银行的原因。因此，让我们在此基础上强调社区银行在美国银行体系中的作用。

社区银行在美国银行体系中的作用

在研究会议上发言是必要和恰当的，让我们从研究开始。研究有助于强化政策制定者经常提出的一种说法，即各种规模的银行--包括社区银行--是健康、充满活力的银行体系的关键组成部分。今天，美国大约有 4,200 家社区银行，这些社区银行在当前的美国银行系统和它们所服务的社区中扮演什么角色？

虽然我的讨论不可能公正地解释大量关于社区银行在提供信贷和支持社区方面的重要作用的研究，但我想强调几个可能会引起社区银行家和研究人员共鸣的研究结果。

经济学家 Allen Berger 和他的合著者在 2002 年发表的一篇经典论文着眼于银行如何处理信息以做出信贷分配决策，目的是评估小银行和大银行之间的差异。该论文提供了经验证据，表明小银行在发放小企业贷款方面相对于大银行具有相对优势，因为它们有专门的能力有效地产生关于小公司的“软信息”，并根据这些信息做出有效的信贷决策。相比之下，该论文发现，在向能够产生更多易于核实和记录的“硬信息”的大公司放贷时，较大的银行处于相对优势。这项研究验证并确认了社区银行利用“关系银行”的力量，并在这样做的过程中，是经济的一个关键部分的重要信贷来源。这一发现也有助于

解释为什么与大银行相比，社区银行在大流行期间能够更有效、更大规模地实施 Paycheck 保护计划。

另一个最近的例子是，经济学家伊丽莎白·伯杰(Elizabeth Berger)去年发表的一篇文章，为社区银行的角色和目前正在辩论的政策问题提供了更多背景。本文主要研究社区银行在创造服务业就业机会中的作用。几十年来，随着美国经济摆脱以制造业和生产型为基础的就业，我们已经看到了服务型工作对就业增长的重要作用。这份白皮书既考察了小企业实际接触当地关系型贷款机构在多大程度上支持服务业就业增长，也探索了这种增长是否是接触当地银行机构的结果。她发现，服务业创造的就业机会不仅得到当地社区银行关系型贷款的支持，还依赖规模较小的关系型贷款机构实现增长。她的主要发现是明确的：“金融[提供者]必须是当地的，以促进服务业就业机会的创造。”

这些研究结果肯定不会让社区银行家、州银行监管机构或那些直接看到社区银行对当地社区的积极影响的人感到惊讶。但从政策制定者的角度来看，同样重要的是，这些文件告诉我们，一家社区银行退出当地社区和周围市场的影响。如果一家小企业没有当地的社区银行家来花时间了解其业务，而其商业模式是建立在发展长期银行关系的基础上，会发生什么？如果小企业的银行关系与大型、非基于关系的银行机构建立关系，小企业是否会得到更好的服务？或者，如果小企业的唯一替代信贷来源是来自不受与银行相同监管的非银行贷款机构？

了解这些问题可以提供重要的背景，不仅可以了解当前的银行业格局，还可以评估改革建议的优点。由于监管过度或合规负担过重而导致损害社区银行业未来或取消社区银行特许合并或收购的改革，可能会对当地社区的小企业的形成产生重大的不利影响，因为新的小企业在寻求信贷时面临障碍。而且，尽管人们可能忍不住认为，会出现其他信贷来源来填补社区银行留下的缺口，但这并不是必然的。例如，尽管信用社在许多银行市场上与银行竞争，但信用社在设计、结构和监管方面都不是小企业贷款人。

今天晚些时候和明天将公布的一些研究探讨了社区银行的不同方面，以及社区银行在当前银行市场中所扮演的角色。我期待着更多地了解这项研究，以及它如何为当前和未来的银行监管改革努力提供信息。

证据对监管政策的影响

我早些时候提到的研究对政策制定者具有重要影响，因为它表明，导致社区银行数量和贷款足迹减少的因素可能会导致一些负面影响，包括对小企业和小企业初创企业的信贷限制。当一个市场--一个服务不足的市场--失去社区银行作为信贷来源时，这个问题可能会特别严重。这项研究强调，银行业沙漠不仅会影响个人，还会对小企业、当地就业机会和当地经济产生毁灭性影响。

对银行业市场竞争的一个重要影响是银行并购，包括监管机构在审查和批准这些交易方面的重要作用。虽然人们可能自然而然地认为，批准合并总是会导致社区银行贷款的减少，但情况并不总是如此，因为在被视为对大型或地区性银行不那么有吸引力或不受欢迎的市场，社区银行生存的唯一选择可能是与同一地理区域的其他社区银行合并。当然，一定程度的整合比社区银行的关闭和银行业荒漠或僵尸银行的永久化更可取。

在去年的这次会议上，我描述了我所说的“银行业竞争的新格局”，并强调了更新和更新联邦银行监管机构和司法部用来评估拟议中的银行合并的竞争影响的框架并使其现代化的紧迫性。我提出了几项常识性建议，这些建议应该指导我们对未来如何评估银行合并的思考，并强调，鉴于我们有证据表明社区银行在当地社区提供信贷方面的作用和影响，正确调整我们的指导方针对社区银行至关重要。

在这些想法中，包括更有系统地将非银行竞争对手和信用合作社纳入我们的竞争格局。我还建议在竞争分析中考虑数字银行，以及那些在全国范围内建立了强大的数字业务的更传统的银行。事实证明，这些机构在吸引来自全国任何地方的存款方面非常有效，因此显然在美国各地的城市和农村市场与银行竞争。

为什么这很重要？

在我们目前的体系中，我们确实拥有的许多竞争对手和新进入者(非银行、金融科技公司、信用社)被系统性地忽视了。我们目前框架中的基线假设是，信用社不与银行竞争，然而，就在上个月，我们看到信用社宣布了五次收购社区银行的交易。尽管有这种趋势，但在社区银行被信用社收购后，由此产生的信用社不再被视为市场上其他社区银行的基线竞争对手。我认为质疑这一观点是否符合现实是公平的。

我们还看到消费者获得银行产品和服务的方式发生了重大变化，并观察到许多类型的贷款从银行部门转移到非银行部门，包括 1-4 个家庭住房抵押贷款。事实上，美国最

大的三家抵押贷款机构都是非银行机构。即使是美国最大的银行，在抵押贷款来源方面也落后于这些非银行银行。但在评估涉及社区银行的合并时，我们不会将这些实体视为竞争对手。

在我们目前的框架下，监管机构似乎关闭了一系列潜在合并的大门，这些合并被认为会在农村市场引发竞争担忧，他们使用了人为的狭隘视角来评估竞争担忧。许多合并提案经常被迫经历广泛、漫长、最终代价高昂的审查过程。正如我们在最近几个月看到的那样，这可能会导致潜在合并的处理时间延长，有时长达一年。虽然申请数据的报告存在滞后，但 2022 年的数据显示，从 2019 年到 2022 年，各种规模的银行申请的平均处理时间大幅增加。美联储公布的信息表明，这一增加主要是由于董事会同时审议了几个需要董事会采取行动的相对较大和复杂的并购提案。截至 2023 年上半年的数据显示，平均处理时间有所改善，但批准的并购申请量比一年前大幅下降，而 2023 年上半年撤回的并购申请数量已经超过了 2022 年全年撤回的总数

报道的信息突出显示，从 2021 年到 2022 年，社区银行组织对并购申请的处理时间也有所增加，10 亿美元以下的银行的平均时间从 63 天增加到 72 天，资产从 10 亿美元的银行从 51 天增加到 96 天。虽然 2023 年上半年社区银行并购申请的平均处理时间略有改善，但关于银行申请的最新半年度报告承认，2023 年上半年社区银行的并购申请较少，因为与可能提出新问题或关切的 2022.13 项申请的上半年相比，但这应该会引起政策制定者的担忧。

虽然此类延误的原因可能各有不同--例如，收到对一项提案的负面评论也可能导致较长的申请处理期--但漫长的审查期可能会对公司和银行系统产生重大不利后果。长时间的拖延可能会导致许多负面后果，包括失去关键员工、暂停新的投资和开发新的消费者和企业产品、系统集成的代价高昂的延误、声誉风险和股东损失。我们还看到，当一项合并漫长的过程后获得批准或被否决时，涉及的机构通常会比在更合理的时间框架内做出决定的情况下更弱。这不是一个负责任的监管体系或健康的银行体系的秘诀。

当然，除了这种关于农村市场竞争的观点之外，还有其他选择。正如我早些时候引用的研究指出的那样，在研究潜在银行合并的竞争影响时，更合适的做法可能是看看市场上的小企业在寻求信贷时将在多大程度上有包括社区银行在内的选择，而不是只看一

家机构在给定银行市场的整体存款份额。

这项研究发出了一个强烈的信号，即保留以当地关系为基础的社区银行对当地经济至关重要。这表明，监管审查框架不应被设计为阻碍合并，这些合并将导致更强大、更多元化的社区银行，并拥有关系业务模式。显然，这些政策需要改变，除非目标是促进银行产品和服务进一步整合到少数国家参与者手中。

这项研究的意义不仅仅在于银行合并政策。例如，虽然银行监管改革提案可能会考虑受监管机构的增量额外负担，但这种方法可能过于狭隘，特别是对社区银行而言。监管的累积负担加上广泛的监管指导可能会成为社区银行的重大逆风，社区银行服务的当地社区和客户往往承担后果。

未来的研究领域

在为拥有社区银行或州银行监管经验的人指定的董事会席位服务了近 5 年后，我受到了研究塑造政策以反映实际现实的潜力的启发。在座的许多人都为推动政策讨论和辩论做出了重要的研究。我相信，今年的研究论文阵容将引发类似的讨论。

年复一年，研究人员提出的证据表明，拥有多样化商业模式和规模的银行体系更有利于业务形成，并导致金融服务产品更好地渗透到所有行业。您已经向小型企业(包括以农业为基础的企业)和非传统抵押贷款借款人展示了当较小的本地贷款机构在市场中运营时的直接好处。您已经展示了社区银行如何提供了解当地经济和当地产业的窗口，并提供对美国经济健康状况的总体看法。

展望本次会议，我想提出几个值得进一步研究和辩论的领域。

对社区银行资产门槛的再思考

首先，我们的监管体系非常复杂，而增加这种复杂性的一件事是我们使用的定义经常不一致，包括“社区银行”的定义。这些定义很重要--它们用来阐明哪些要求和规则适用于某一类型的机构。政策制定者应该努力避免在这些门槛上出现不必要的复杂性或混乱。

最常见的是，当我们提到社区银行时，我们指的是总合并资产不到 100 亿美元的机构。这一门槛在多德-弗兰克法案的几个章节中被提及，作为区分银行要求的一种方式，并在随后的经济增长、监管救济和消费者保护法案中明确提到。当然，现实是，我们的

监管系统对不同机构适用不同的规则，涉及广泛的资产规模。例如，《社区再投资法案》规定的资产门槛远远低于人们对社区银行的普遍理解。在整个银行监管框架中，这一定义将被合理化，这是完全有道理的。

这些资产规模阈值是否得到了适当的校准，当银行超过这些不同的阈值时，对机构和客户的影响、成本和收益是否合理？这些门槛是否创造了正确的激励机制，以促进审慎放贷，同时适当平衡风险？

我们还需要一个更好的框架，以理解我们在根据不同银行构成的风险调整监管规则时，是否应该超越简单的资产规模门槛--或许不是基于规模，而是基于商业模式。此外，有没有可能超越资产规模门槛，同时仍然以对所有利益相关者都清晰透明的方式应用我们双重银行体系的量身定做的监督和监管方法？

再次，研究继续表明，基于关系的商业贷款机构为社区提供的好处。我认为，制定一个明确和透明的框架来界定这些贷款人是谁，以便我们能够适当地调整我们的监管，这一点至关重要。

银行融资模式中的有保险存款和无保险存款

第二个值得进一步研究的领域是银行如何为自己融资，以及存款基础设施--包括存款保险--是否可以得到改善，包括让银行体系在金融压力时期更具弹性。正如我们今年早些时候看到的那样，客户使用现代技术转移资金的速度是前所未有的。就像我们的竞争框架一样，我们需要确保我们今天建立的框架支持明天的银行体系，而不是昨天的银行体系。

在存款保险改革方面，联邦存款保险公司在 2023.16 年 5 月发表的《存款保险改革方案报告》奠定了重要的基础。报告的框架与联邦存款保险公司的利弊相同，即提供无限制的存款保险覆盖范围或根据不同的账户类型提供有针对性的覆盖范围。报告建议，有针对性的覆盖可能是维持金融稳定和保护储户的最佳选择。我们需要确保我们的存款保险基础设施能够支持银行业在面对当今科技带来的挑战时保持稳定。

然而，这份报告不仅应该呼吁政策制定者对为应对银行挤兑危机而制定的有限范围的选项做出反应，还应该被视为呼吁研究界对这些选项和其他选项提供有证据的研究和分析。我看到了一个机会，让利益相关者广泛参与，并就存款保险和存款做法的演变进

行公开对话。在今年春天与社区银行家的交谈中，我了解到，大量忧心忡忡的客户打电话给他们当地的社区银行家，询问有关存款保险的问题。社区银行家对我们目前的存款保险基础设施的好处和挑战有直接的经验 and 洞察力。他们的见解可以补充对这一主题的研究，并可以为这一重大的公共政策问题带来有价值 and 现实的实践者的视角。

结论

当我回想起我参加这次会议的过去七年，首先是作为一名州银行专员，现在是作为理事会成员，我感到震惊的是，在某些方面，这次会议采取的方法是我所认为的有效决策方法的较小规模模型：

在我看来，我们从这次会议发出的行动呼吁，是要抵制在处理政策问题时采取反动行动的冲动。相反，政策制定者应该选择保持克制和耐心，考虑证据，并努力制定全面纳入改革的成本、收益和影响的适当政策，并补充现有监管框架，而不是使其复杂化或相互矛盾。

原文链接：<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bowman20231004a.htm>

40. 略论经济与银行监管（Governor Michelle W. Bowman, At the CEO/Executive Management Conference sponsored by the Mississippi Bankers Association and the Tennessee Bankers Association, Banff, Canada, 02 October 2023）

在我们开始我们的谈话之前，我想在联邦公开市场委员会(FOMC)上个月的会议之后，对经济和货币政策提出一些看法。如你所知，在那次会议上，我和我的同事投票决定将联邦基金利率的目标区间维持在 5-1/4 到 5-1/2%，在过去一年半的时间里，为了降低通胀，大幅提高了利率。自那以来，在降低通胀方面取得了相当大的进展，联邦公开市场委员会今年的回应是以更渐进的步伐加息。按照这种做法，我们在 6 月份保持政策利率不变，7 月份加息 25 个基点，然后在上个月再次保持稳定。通货膨胀率仍然过高，

我预计委员会可能会适当地进一步提高利率，并在一段时间内将其保持在限制性水平，以便及时将通货膨胀率恢复到我们 2% 的目标。

最近，基于个人消费支出(PCE)指数的最新通胀读数显示，总体通胀上升，部分原因是油价上涨。我认为一个持续的风险是，高能源价格可能会逆转近几个月来我们在通胀方面取得的一些进展。

与此同时，随着联邦公开市场委员会收紧货币政策，经济保持强劲。实际国内生产总值(GDP)一直在稳步增长。消费者支出保持强劲，房地产行业似乎继续反弹。最新的就业报告显示，劳动力市场就业岗位稳步增长。过去一年就业增长的平均速度有所放缓，同期劳动力参与率也有所提高，这表明劳动力市场供求可能正在更好地平衡。

银行体系继续保持强劲和弹性。由于利率和融资成本上升，以及对未来监管要求的预期，银行收紧了放贷标准。但是，尽管收紧了贷款标准，但信贷并没有大幅收缩，这会显著减缓经济活动。银行贷款余额增长放缓，但持续强劲的家庭和企业资产负债表，加上非银行贷款的重要性日益上升，表明货币政策对银行贷款和经济的影响可能比过去小。

鉴于发布的数据喜忧参半--强劲的支出数据，但通胀有所下降，以及前几个月新增就业岗位的下修--我支持联邦公开市场委员会维持联邦基金利率目标区间的决定。自那以后，GDP 数据也进行了修正。最近数据修订的频率和范围使预测经济将如何发展的任务变得更加复杂。但我仍然预计，可能需要进一步加息，才能及时将通货膨胀率恢复到 2%。9 月份联邦公开市场委员会会议发布的经济预测摘要显示，与会者预计通胀率至少在 2025 年底之前将保持在 2% 以上。这一点，再加上我自己的预期，即考虑到当前的货币政策克制水平，通胀方面的进展可能会很缓慢，这表明，需要进一步收紧政策，以可持续和及时的方式压低通胀。

重要的是要注意到，货币政策并没有走在预设的轨道上。我和我的同事将根据即将公布的数据及其对经济前景的影响做出决定。我仍然愿意在未来的会议上支持提高联邦基金利率，如果即将公布的数据表明，通胀方面的进展已经停滞，或者进展太慢，无法及时将通胀率提高到 2%。让通胀率回到联邦公开市场委员会 2% 的目标，对于实现一个可持续强劲的劳动力市场和一个对所有人都有效的经济是必要的。

我还想简要讨论一下银行业监管的近期和未来发展。今年早些时候的银行倒闭和随之而来的银行体系压力清楚地表明，美联储，以及在某些情况下的其他联邦银行机构，需要解决监管缺陷，并可能考虑修订一些与破产相关的银行监管规定。我以前曾指出，我对前进道路的看法是，建议应(1)侧重于纠正已确定的问题和缺陷；(2)基于数据、分析以及每个参与机构内政策制定者之间的真正辩论和讨论；以及(3)通过透明和公开的程序制定，使政策制定者和公众能够了解拟议改革背后的背景、数据和分析。这一过程还必须包括征求有意义的公众意见的机会。

今天，我们有机会重温监管改革的道路，首先是我們是否发现了相关问题和不足。已经有许多报告讨论了硅谷银行(SVB)倒闭的根本原因，就在过去一周，董事会监察长办公室发布了一份报告。

总而言之，这些报告为银行倒闭提供了一些有价值的见解，但在我看来，仍有许多工作要做，以确保我们确定了导致 SVB 倒闭以及 Signature Bank 和 First Republic 随后倒闭的所有因素，包括监管机构在倒闭之前和之后的行动。尽管迄今发表的报告中的许多结论有重叠之处，但这些报告并未得出完全一致的结论。

有效确定和解决这些问题的一种方法是聘请独立的第三方进行审查。正如我在银行倒闭发生后不久所说的那样，第三方审查应该审查和分析比迄今涵盖的有限时间段更长的时间段，包括更广泛的主题和问题，这些主题和问题可能会确定需要进一步改革的领域。尽管这种审查将是一个不寻常的步骤，但在像这里这样推动监管改革议程的现有有限审查以及这些银行倒闭造成重大损失的情况下，这种审查是合适的。

换句话说，独立第三方审查的目的将是分析围绕这些银行倒闭的事件，以便我们能够充分了解是什么导致了这些倒闭。这将是追究自己责任的合乎逻辑的下一步。在就未来解决因果问题的适当应对措施得出结论之前，我们需要准确、公正和彻底的信息，以告知辩论可能具体需要什么来解决我们的监管和监管框架中的任何问题。虽然董事会已向公众提供了一些关于 SVB 的机密监管信息，但外部人士在调查围绕银行倒闭事件的过程中存在一个固有的劣势-他们无法获得完整的监管记录，也没有能力进行广泛的员工面谈。审计委员会只需聘请一个独立的第三方编写一份更全面和范围更广的报告，并给予该方必要的获取信息的机会，就可以很容易地平息这种批评。

当然，准备内部审计的工作人员但这两份报告本身都承认其范围有限，与时间限制和所探讨的具体问题的性质有关。

尽管迄今发布的报告提供了一些见解，但值得停下来反思的是，我们的监管和监督优先事项是否与最近发生的事件所表明的最紧迫需求保持一致，以及我们是否从这些事件中吸取了正确的“教训”。随着监管机构继续推进进一步的监管和监管改革，我们也应该停下来反思，这些变化是否得到了适当的校准和执行。

需要明确的是，监管重点已经受到今年早些时候银行倒闭的影响。目前的趋势似乎是，监管机构正在以更严厉的方式进行监管，在某些情况下，主要关注季度催缴报告数据，而没有受益于与目标金融机构的直接接触。

审计委员会早就发现，在定期审查之外收到的信息可能表明，有必要认真考虑银行评级是否仍然适当。³但在进行这种不定期审查时，我们应考虑这一过程是否经过适当调整，对金融机构是否透明，以及它是否使金融机构有能力与审查人员进行有意义的对话和讨论。在我看来，完全在非现场环境中进行的银行数据分析阻止了监管机构利用与金融机构接触的重要机会来有效地传递监管信息。表示关切或与管理层进行对话，或根据报告的数据更好地了解银行的战略方向或风险管理方法，是完全合适的。财务结果是关键，但在监管的连续体中，我们不应忘记基础更广泛的监管方法的价值，这种方法使用所有可用的工具，并考虑所有相关因素。

我们还应该仔细考虑目前我们的做法是否合适：联邦银行机构在其银行监管活动中是否以一致的方式行事？在审查州特许银行时，联邦银行机构是否与州银行机构进行了适当的协调？从根本上说，监管决策是通过比较或横向审查可能具有非常不同的业务活动和风险概况的机构之间的差异来驱动的吗？监管者的行为是顺周期的，还是对 2023 年 3 月的事件反应过度？当机构采取更具对抗性的监管方法，或采用与风险不成比例的标准时，这是否会对银行与审查机构进行公开沟通的能力和意愿产生负面影响？

问这些问题可以帮助我们适当地调整我们修订后的银行监管方法，并帮助我们避免采取与机构对银行体系的风险不成比例的反应方式。

在结束我准备好的讲话之前，我想讨论一下美联储和其他联邦银行机构的规则制定议程。一些规则已经被提出征求意见，或者目前正在酝酿之中。一些建议已经发表征求

意见，包括大幅扩大资本金要求并将合规门槛降低至只包括最大的 GSIB 银行的资产超过 1000 亿美元的所有银行，以及将长期债务要求从仅限于最大的银行扩大到所有资产超过 1000 亿美元的银行，从而实施巴塞尔协议 III 的“终局”。还有一些提案尚未公布或进入规则制定进程的下一阶段，包括《社区再投资法》规则制定、对气候指导的进一步审议等。审计委员会还公开表示，今后可能会提议对条例二作进一步修订。

其中一些改革的范围将是广泛的，可能在重要方面重塑银行监管框架的轮廓，包括针对社区银行的改革。至关重要的是，利益攸关方参与评论进程并与政策制定者沟通，以分享他们对规则制定议程的看法，包括任何变化的具体影响--有意和无意的--。公众评论、数据和分析有助于在整个规则制定和提案过程中为决策提供信息。在座的银行家和全国各地的银行家对银行体系和更广泛的经济都至关重要，随着改革的形成，重要的是，我们纳入了你们对任何考虑过的改革的现实世界后果的看法。

原文链接:<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bowman20231002a.htm>

声 明

国际研究镜鉴

主编：胡滨

本期责编：刘亮

本期编译：黄艺，曾连杰，邹宗霖，苏洁

《国际研究镜鉴（Financial Regulation Research International）》为内部交流刊物，报告中所引用的信息均来源于公开资料，中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地（以下简称“研究基地”）对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。文中的观点、内容、结论仅供参考，研究基地不承担因使用本信息材料而产生的任何责任。本刊物的文字内容归研究基地所有，任何单位及个人未经许可，不得擅自转载使用。

中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地是由中国社会科学院批准设立的院级非实体性研究单位，由中国社会科学院金融研究所作为主管单位，专门从事金融法律与金融监管领域的重要理论和实际问题研究。

地址：中国北京东城区王府井大街 27 号

邮编：100710

网址：<http://www.flr-cass.org>

电话：+（8610）65265190

E-mail：flr-cass@cass.org.cn