

见智精选 | 纽联储副主席回顾2016全年联储货币政策实施与货币市场变迁

2017-04-06 14:47:44

非常感谢大家。很高兴回到加州大学洛杉矶分校，20世纪90年代，我在这里担任经济学助理教授8年。我要感谢主持人的亲切邀请，给了我机会再次与未来金融界、商界以及经济学界甚至中央银行领域的领袖做分享。

由于美联储资产负债表规模庞大，我们正使用新的创新政策框架来控制货币市场利率。自2015年年底以来，我们已经看到货币市场的几个重大变迁，新框架得以测试。这些变化包括新的证券交易委员会（SEC）规则对货币市场基金行业所做的重塑——财政部和外汇储备管理人員的现金管理方式发生了重大变化，实施巴塞尔协议III的资本要求也对货币市场产生了影响。此外，联邦公开市场委员会（FOMC）已经将联邦基金利率的目标范围提高了三次——累积75个基点。

今天我将讨论这些结构性发展的近况，并根据对货币市场竞争和整合的影响来评估美联储政策实施框架的持续效力。我将简要回顾一下我们实施政策的方法，以及我们当下与在金融危机之前的做法不同的原因。我会解释为什么货币市场结构的变化可能会影响货币政策的传导。我们将看到，由于美联储的隔夜逆回购工具（ONRRP）的存在，许多最近的结构性发展的影响已经平滑过渡。此后，我将解读货币市场的一些数据，看看这些进展在实践中有什么影响。

需要表明一点：我们（联储）的框架仍然是高效的，并且已经证明是相当具有弹性的，即使我们处于重大的市场结构转变之中。框架继续得以为联邦公开市场委员会提供对货币市场利率的极佳控制。事实上，联邦基金的有效利率仍然在FOMC的目标范围内，在2016年内，100%的时间都处于区间，如（图1）所示，今年以来亦持续保持了这种状态。联邦基金利率的变化继续以可预测的方式传导到其他货币市场利率，从而影响私人部门信贷的价格和数量，并影响了广义金融状况。然而，近期的隔夜以及定期利率的偏离提醒我们需要持续关注FOMC的政策对货币市场利率的传导。

和往常一样，这些观点仅是我自己的观点，并不反映纽约联储或美联储的观点。我的看法部分是“2016年国内公开市场操作报告”的精简版，这是纽约联邦储备委员会市场部为联邦公开市场委员会编写的报告。本年度报告为美联储的操作业务和资产负债表提供了广泛而详细的细节。它是作为我们使货币政策透明和公众访问的使命的一部分出版的。该报告将于明天在纽约联储网站发布，我推荐您阅读。

回顾我们的新政策框架

让我先来看一下两个基本问题：我们实施货币政策的框架是什么？为什么会有这么大的变化？

在金融危机爆发之前，美联储使用的是一个运作良好的货币政策实施手段，其根基是保持准备金存在稀缺状态。虽然美联储支付给准备金的利率为零，但银行仍然需要持有少量的准备金，以满足准备金要求，同时也用作流动性准备。银行对准备金的需求是向下倾斜的（陡峭）。因此，美联储能够通过系统内的准备金供应进行微调来实现联邦基金利率及其政策目标的期望水平，从而以该政策利率的水平来满足（准备金）需求。每一天，联储需要预测达到利率目标需要多少准备金额，并在有需要的情况下进行公开市场操作——抽走，或者注入准备金。

然而，在当下，准备金不再稀缺。目前的准备金余额大约有2万亿美元左右，而2007年中期则保持在近100亿美元左右。这主要反映了大规模资产购买计划（LSAP/QE）的结果，其中最后一次QE是在2014年结束的，而FOMC的后续方向则是通过再投资到期本金来保持资产负债表规模。由于准备金规模如此之大，通过公开市场操作来快速减少准备金并通过稀缺性控制政策利率显得有些不切实际。

相反，我们目前的框架依赖于为市场提供两种隔夜投资的机会，以帮助引导货币市场利率：准备金利率（IOR）和隔夜逆回购（ONRRP）工具。根据法律，IOR仅适用于存款机构。在无摩擦的情况下，IOR决定了利率下限，因为银行之间的竞争可以使他们在批发融资市场上以低于IOR的利率获得资金并赚取无风险套利收益（IOR-融资利率利差，笔者注），这些利率应该与准备金利率相当接近。然而事实上，一些市场摩擦导致货币市场利率低于IOR。而ONRRP，则提供给更广泛的对手方，包括货币市场基金，旨在加剧货币市场的竞争，并加强利率传导到其他隔夜货币市场利率。它也被证明是有用的市场减震器。

货币政策的传导取决于货币市场之间的竞争，亦依赖于货币市场的融合。联邦公开市场委员会的政策目标是联邦基金利率，这是衡量银行从其他银行和政府资助企业取得无担保隔夜贷款的成本一种手段。然而，美联储并没有在联邦基金市场上进行交易，因此不能直接影响联邦基金利率。相反，它依赖于其所在市场（负债操作）的利率之间的可预测的关系，以及联邦资金借款的利率。此外，虽然联邦公开市场委员会的货币政策目标是最大限度的就业和价格稳定，但家庭和企业的经济决策一般不直接取决于联邦基金利率，因为他们不那个市场活跃。相反，他们的决定取决于更广泛的金融市场状况，包括房屋抵押贷款和公司债券的利率，股票的表现以及美元的外汇价值。因此，货币政策，为实现其目标，市场必须良好地得以运作并传递联储的政策立场，无论是与联储直接进行交易还是从政策利率传至其他的货币市场利率，最终都将通过资产定价来直接影响到实体经济。

考虑货币市场结构的冲击会如何影响货币的控制和传导是有帮助的。我将通过三个步骤来分析到这一点：控制我们进行政策操作的市场状况，控制联邦公开市场委员会的目标 - 联邦基金利率，以及对广义金融环境的传导控制。

一些结构性的变化可能会使我们的操作受到影响，利率可能无法有效地传导到其他货币市场利率。例如，由于美联储在回购市场上通过ONRRP工具进行借款，这成为了市场中的有力竞争力量（因为联储是信用最好的借款者，笔者注），交易商对现金投资者提供的利率不会低于这个水平（因为如果低于联储的回购利率，对手方会选择联储做回购的对手方）。如果这种竞争压力不太有效，也许是因为贷方对手方受到更大的限制，也因此，RRP利率的变化在影响回购市场利率方面可能会不太有效。

其他冲击可能会影响我们的操作利率向联邦基金利率的传导。在联邦基金市场、准备金利率和回购市场之间没有强大的金融中介的情况下，美联储控制的利率变动（如IOR利率和ONRRP利率）可能不会影响联邦基金利率。中介的冲击可能导致市场之间的一体化趋于弱化。这种影响也可能是暂时的，例如，如果中介活动最初减弱，但随着市场参与者适应冲击，随着时间的推移会恢复。

最后，联邦基金利率的变化可能不会影响与实体经济中信贷成本相关的其他利率和资产价格。而且，即使联邦基金利率的变化确实影响到其他利率，如果它们之间的联系变得特别嘈杂或难以预测，政策制定者和公众也可能变得越来越难以预测什么水平的联邦基金利率最能最大限度地实现就业和价格稳定。

货币市场结构的近期发展

自2015年以来，我的团队和我一直重点关注货币市场结构的四个变化，一些观察者认为这可能会对货币政策的实施或传导产生影响。

首先，我们现在已经不再处于零利率下限。七年的低利率已成过去式，目前联邦基金利率为91个基点。如图所示（图2），隔夜联邦基金的活跃分布也远离了0利率水平（相比于加息前），图3显示了回购市场的类似情况，同样显示交易利率现在高于零，大部分高于或在ONRRP利率附近。

金融体系的现状会为该水平的利率提供支持。包括实物现金的可用性（规避负利率）和一些货币市场投资者厌恶负利率投资。它们还包括美国货币市场的某些独特特征，例如适用于货币市场基金的法律和监管激励措施以及美联储无力向政府资助企业持有的存款提供准备金利率。

因此，当我们处于零下限时，我们无法排除初步加息可能不会有效传导至货币市场利率的可能性。此外，人们可能也担心，随着利率上升，各种货币市场利率可能不会紧随政策利率一起移

动，这意味着在担保和无担保利率之间，或隔夜和有期限工具之间可能出现更大的差价。

2016年10月的第二个变化是新的SEC规则对货币市场基金的生效。新规则要求机构优先货币市场基金变为浮动资产净值，提供流动性费用和基金赎回门槛，并为所有货币市场基金制定更为严格的投资组合多元化和财务报告规则。其中许多改革至少部分是为了加强金融稳定，特别是解决基金潜在的挤兑压力（可能加剧金融压力）。此外，改革也让优先基金（持有大量货币市场资产）对投资者的吸引力变差了，因为投资者更喜欢固定净资产价值（刚性兑付），也担心赎回费用以及门槛。

我们在货币市场基金行业的互动有助于我们预见一些变化，根据自己的操作计划和与客户的讨论，这些改革将导致货币市场基金资产的大幅度转变。预计大量资金将从优先资金流出，并进入政府型货币基金，这些基金一般持有短期国债，一般抵押品回购或类似的超低风险资产。因此，这种重新分配预计会使国债和国债抵押品回购利率略低，无抵押的利率则变高。

重要的是，货币政策实施框架应注意到更广泛的金融市场格局的变化，包括其监管结构，并根据这些变化进行调整。在改革之前，我在2016年初的讲话中讨论的焦点是改革是否会对可能需要适应的货币政策的传导产生影响。特别是，我们想观察市场是否仍然具有足够的竞争力，以便能够对利率进行强有力的控制，并且看看是否转变 - 即政府型基金规模的扩大（以及他们的资产需求） - 将会削弱货币市场竞争。我们也希望看到跨市场的联系是否依然足够强大，以确保利率按照FOMC的预测被传导，特别是考虑到优先基金的广阔的投资范围，以及他们有能力根据相对价值跨市场重新分配。

（流动性）重新分配的规模最终比大多数人预期的要大得多。如所示（图4），约1万亿资产已经从优先基金转换到政府型货币市场基金，其中的主要再分配可见（图5）。这一重新分配对货币市场的结构产生了深远的影响，正如我的一些纽约联储同事最近的博客所述。例如，银行通过优先金融融资的部分需要找到替代的融资来源。大量流入的政府型基金不得不将他们收到的资金进行投资，比如国债、机构证券或者回购。如此重大的结构性变化最终显著地影响了美国货币市场。

好消息是，ONRRP工具作为隔夜利率的减震器很好地发挥了作用。如图6所示，货币市场基金，特别是政府型基金，在过渡期间增加了对RRP的使用。由于有了RRP这一无风险工具，政府型基金理解到：他们能够在寻找新的投资机会的同时，暂时将一些流动性存放在ONRRP工具内，而优先基金则理解到他们将可以使用这一安全的、且流动的隔夜投资工具，以保障它们的流动性水平以迎合不确定的赎回量。ONRRP这种弹性的无风险的投资机会，使得隔夜有担保和无担保利率只受到了这些大资金流的小幅影响，随着联邦公开市场委员会联邦基金利率目标的变化，隔夜市场继续与政策利率同步。也就是说，优先基金资产的转移确实对无期限无抵押利率留下了影响。

第三，近一段时间内，我们非常注重金融机构资产负债表成本上升对货币市场结构产生的影响。

当我参考资产负债表成本时，我的意思是主要与金融机构资产负债表的规模而不是组成（结构）有关的成本。这种成本的一个例子是杠杆比率，这是一个监管要求，银行至少需要有其整体资产的一定百分比的资本。

杠杆比率作为简单的基于非风险基础的资本要求被引入，并设置了完全取决于资产负债表规模的所需资本金额，以及美国银行的资产负债表外敞口的规模，并不取决于资产负债表的构成或风险。在美国，用明确的数字——杠杆比率来作为存款机构和银行控股公司（BHC）及其经纪交易商子公司的资本监管的一部分有着悠久的历史，这可被追溯到1981年，但近年来由于许多大型经纪商在金融危机之前并非BHC的子公司，指标的适用范围已经扩大。在美国的外国银行机构（包括其经纪商）的中介控股公司（IHC）业务也将从2018年1月1日起按照杠杆比率要求服从监管。最后，金融危机期间我们有了经验教训，并认识到可以通过表外资产负债表敞口建立杠杆，因此也引入了新的杠杆率监管指标，这种新的杠杆比率被称为补充杠杆比率，适用于最大的美国机构。

资产负债表成本往往使金融机构在货币市场作为中介机构发挥作用时变得更为昂贵（资本费用）。如果这些成本存在在超低风险，超低利润的货币市场范围内，那么这可能会降低交易商做市并发挥作为金融中介机构功能的动力，只要杠杆比例对于这些企业而言，是基于风险的资本要求，并存在约束。

在计算杠杆率时，包含了所有资产，包括在中央银行持有的现金。由于系统中存在大量的准备金，这可能会使杠杆率对一些企业更具约束力。此外，交易商无法在双边基础上通过不同的交易对手进行会计净额结算，使得他们无法“跨越”杠杆率的影响。只要交易是和相同的交易对手方进行的且结算日期一致，通常允许净额交易。理论上可以通过实施中央交易对手（CCP）来实现“同一对手方”的要求。然而，对于对货币政策传导而言重要的几个货币市场，迄今为止没有任何中央对手方。例如，美国在回购市场上仍然没有中央对手方，也没有外汇互换市场中的中央对手方。通过与向中央对手方提供流动性准备有关的安排，可能会降低执行回购市场的CCP的监管资本。中央对手方的广泛应用也会带来许多额外的问题。

第四个问题：货币市场受到财政部现金管理的变化带来的影响，以及一些持有美元储备的外国官方的现金管理的影响。（图7）和（图8）显示了财政部账户的行为 - 也包含了纽联储的海外回购池，这两者都是隔夜投资的选项，以市场价格为合格的外国官方和国际账户持有人提供服务。

这些现金管理做法的大幅度变化可以通过几种方式影响货币政策的传导。首先，虽然我们目前没有以旧的准备金的稀缺框架进行货币政策操作，但一些分析人员表明，准备金余额的变动仍

然会在中期定价时影响到货币市场。由于这些余额的波动，以及RRP回购的波动，准备金自2016年1月4日伊始就出现了大幅波动，从2017年1月4日的低位水平1.85万亿美元，到2016年3月9日的高达2.5万亿美元，如果准备金的变化足够大，它们可能影响货币市场利率。此外，财政部和外国官方账户的余额的变化常常与其现金管理计划以及其他现金管理的组成部分的变动有关。例如，财政部现金余额最近的转变与扩大发行国债的情况同时发生，外汇储备持有人在某些情况下可能会使用外汇储备池代替短期国债。通过这些渠道，超低风险资产的更大规模和更有弹性的供应可能有助于缓解我之前提到的政府货币市场基金扩张的影响。

政策传导效能的证据：来自Duffie和Krishnamurthy观点

最近，许多学术论文探讨了金融危机后的货币市场运作情况，并试图从理论和实证两方面进行调查 - 讨论结构性变化将如何影响美联储政策实施的方法。Darrell Duffie和Arvind Krishnamurthy在去年的杰克逊霍尔会议上提出了一个特别有趣的实证和理论研究。

Darrell和Arvind的中心实证观察结果是货币市场利率变得更加分散。（图9），显示了隔夜货币市场利率的选择，体现了这种分散。Darrell和Arvind使用广泛的市场利率，从各种来源组合，并通过多种方式进行调整，使之相互比较，构建货币市场利率的“分散指数”，如图10）。计算方法为这些利率的加权平均绝对偏差。这一指标显示，根据他们的测算，货币市场的分散度从2015年下半年开始上涨。即联储决定开始货币政策常态化且货币市场基金开始迎接改革作出改变的时间点。

根据这些数据和理论模型，Darrell和Arvind得出结论，货币市场的传导效率可能低于危机前的效率。因此，他们预计，随着联邦公开市场委员会开始逐步地推升联邦基金利率，其他利率可能不会逐一上升。其结果是，由于货币政策收紧，美联储可能会随着时间的推移更多地利用其RRP工具，因为这些工具提供的利率可能随着目标联邦基金利率范围而提升 - 将相对于其他市场利率变得越来越有吸引力，他们预计市场利率的上涨速度将会更慢。但至少现在仍未出现这个情况。

我认为这篇论文提出了一个有关于货币政策传导的重点：货币政策控制并不能以有效的联邦基金利率为终点，我们的框架必须确保货币政策的立场转化为其他货币市场利率。然而，我不太相信当前Darrell和Arvind对该框架的评论。

首先，我认为最近在货币市场上看到的分散波动，可能不能告诉我们将来会发生什么。近年来货币市场发生的很多事情可能与货币市场基金改革、一些偶然性因素和零利率下限的抬升有关。

其次，研究者的数据存疑。

第三，对我来说，这个指标的较高或较低的水平对应于“更好”或“更糟糕”的货币传导之间的关联是不明显的。不考虑市场摩擦和风险溢价，分散度将为零。在实践中，有相当多的分散。这些差价是由流动性，信贷，期限和其他基本风险溢价驱动，随着时间的推移不断变化。有效的货币传导不需要零分散 - 相反，它要求市场利率适当地响应联邦基金利率的变化，市场利率之间的关系是可以合理预测的。换句话说：如果市场结构的一些变化导致整个市场的利率更加分散，但是每个货币市场中的每个交易利率都会在联邦基金利率上升25个基点之后上升25个基点，那么我们能说传导变得更差了吗？

最后，如果我们离散度作为衡量货币政策效能的衡量标准，我们应该利用个别交易层面的数据，看看我们的工具如何有效地统一地影响到每个货币市场的交易价格。由于交易级数据不公开，Darrell和Arvind的指数是基于每个资产类别的“平均”或“市场”利率。这意味着它们只能评估货币市场上的差异，而不是内化于货币市场的。

使用交易数据来进行评估

在我看来，市场内的离散和市场间的离散差异揭示了货币市场潜在变化的性质。如果竞争变得衰弱，我可能会期望每个市场的利率都会有更大的价差，因为竞争的下降可能会使单个借款人和贷款人有更大的市场力量，因此引发更多的价格歧视。相比之下，如果中介活动受到损害，我会预期货币市场价格将会出现更高的分散，即使是非常类似类型的投资，也会随着时间的推移变化。这是因为中介活动的损害可能导致更大的市场分割。

当然，市场内部或跨市场的这种变化也可能来自其他变化，如风险溢价的变动。降低风险溢价变动影响的一种方法是仅关注隔夜交易。这还有一个优点，即不需要对期限利率进行复杂的调整，以考虑市场对隔夜利率变化的预期。

为了在货币市场中获得离散度的感知，我们可以在FR 2420表格中获得联储收集的无担保融资市场（联邦基金和欧洲美元）中隔夜交易水平的数据，并从收到的客户与交易商进行的三方回购市场数据入手分析。（图11）和（图12）显示了这些市场的离散指数，与Darrell和Arvind所做的工作类似。（图13）将所有这些活动组合成一个单一的交易级别离散指数。

我来说三点：

首先，在货币政策收紧的情况下，我们并没有看到在担保或无担保市场中货币市场利率离散有一个明显的上升趋势。这表明，近期联邦基金利率的上涨已经立即一等的传递到这些市场的活动中。

事实上，在有担保的融资市场中，我们看到离散度的下跌。这似乎与货币市场基金改革后的有担保利率普遍下滑有关，这导致回购市场交易变得更加集中在ONRRP工具利率附近。有趣的

是，回购市场有部分交易甚至低于ONRRP利率；这主要反映了不是美联储对手方的公司的回购融出利率，因为他们不能使用我们的工具（所以只能以更低的利率融出给交易商，笔者注）。

第二，在每个市场中，我看到周期性的短暂波动的离散情况。在无担保的市场中，这些情况通常发生在月末和季末。我们通常不会在客户-交易商回购市场中观察到这种情况，但是在英国脱欧的第二天，2016年6月24日，却看到了离散度的飙升。这个飙升可能反映了短期内与此类事件进展相关的交易对手层面风险略有上升的定价。

这些周期期末无抵押市场活动的变动与杠杆率要求的诱因一致。杠杆敞口计算的频率因国别范围存在差异：美国和英国需要对受监管银行进行每日或每周平均的表内风险敞口计算，而其他一些区域只需要以季末或三月平均值计算。如前所述，美国的杠杆比率要求适用于外国银行机构的有保险存款机构、BHC和IHC业务。虽然这些期末方法的执行可能比每天或每周的平均水平低，他们可以激励企业在季度末的时期暂时调整资产负债表，以报告更高的资本比率：资产负债表增长在大多数时间内不会产生成本，但在一个季度的一到三天内就会产生重大的资本成本。无担保市场上的大量活动则是低利率的中介活动，银行从非银行借款，并将其存入美联储以获得存款准备金利率；杠杆率受限制的外国银行在计算该比率的几天内，这种活动可能不太可能存在收益。

第三，自从2015年12月加息以来，我看到有担保和无担保市场的离散度在逐渐上升。这种增长似乎分为两个阶段：一次在加息时，又一次在2016年秋季。相比之下，FOMC在2016年12月和2017年3月的加息后，几乎没有出现变化。同时，在这些时间段，无担保利率和有担保隔夜利率之间的差价也在上升。

这些现象可能是偶发的一次性因素。首先，货币市场利率的波动在某种程度上被零利率下限所压制，随着利率逐步转正，受到的压制在一定程度上被“纾解”。此外，在加息时，FOMC决定将IOR和ONRRP的利差扩大5个基点，从而略微降低了有担保利率相对于无担保利率的水平。这两个因素解释了为什么离散度扩张围绕着第一次加息发生，而不是在之后的两次加息时体现。最后，新的SEC货币市场基金规则带来了超低风险投资需求的回升，对无担保投资的需求相应下降。如果这些一次性因素是这种扩张扩大的主要原因，我们预计未来两个月会逐步恢复正常（一等一的政策利率传导）。

传导至更广泛的货币市场

这种控制和传导的证据是令人鼓舞的。然而，最近有一些迹象表明，利率在转向传导到更广泛的货币市场。

其中最明显的就是LIBOR-OIS的变化，图14中为3个月期限的价差变化。这个数字表明，银行在三个月内获得资金的成本相对于隔夜借款的成本（例如联邦基金或欧洲美元市场）在上涨，

并且通过互换对冲这种借款的隔夜利率风险。在金融危机期间，随着投资者对银行信贷风险的看法的变化，波幅非常显著。相比之下，最近的变化与货币市场基金改革有关：有期限融资利率大幅上涨，因为优先货币市场基金的规模在缩小，并降低负债期限以提高流动性水平，近期，市场已经逐步走稳，也适应了货币市场的结构变化。

在图15中，是客户对交易商，与交易商对交易商的国债回购利率。客户和交易商的市场主要由现金投资者，如货币市场基金借给交易商，而交易商与交易商市场则反映出交易商之间的贷款利率。这两个利率之间的价差体现了交易商在两个市场间的做市成本。由于所有的借贷都是以美国国债为抵押品的，所以这种中介活动的风险非常小。

图16展示了美元和外币交叉货币互换的利率。美国和外国货币市场通过交易商中介活动的外汇衍生品市场联系在一起，允许企业将货币市场贷款和借款从一种货币转换为另一种货币。中介这种传导的交易商可以在概念上被认为是提供有担保的贷款，其中借出美元并以外币现金作为抵押品。这样的交易有适度的风险。

正如我所提到的，由于流动性，信用和其他类型的风险溢价，市场上的一定量的离散是正常的，也是可被理解和预期到的。近几个月来，市场价差也大幅下滑。这可能是由于市场适应了我所描述的变化。然而，数据显示，利差的可变性还是很强，有时会大幅增加，在周末和季末的回购、交叉货币互换市场中尤为显著。

回购和外汇互换市场利差的增长与两个因素的汇合有关：我之前提到的杠杆比率压力导致了对金融中介活动的限制，加上一些金融和非金融机构受到美元货币市场的准入限制。在期末减少资产负债表规模的压力会影响国内货币市场一体化，并影响全球货币市场的整合，正如我们之前讨论过的无担保市场与IOR之间的联系一样。由于一些公司持有大量美元贷款和证券投资组合，且他们无法获得美元存款或直接向货币市场基金融资，这些压力更加严重。

展望

总的来说，货币市场传导的这些变化并不构成货币政策制定或实施的问题。虽然LIBOR和其他一些利差更大，但随着时间的推移，它们会稳定下来且缓慢变动，因此联储能够在制定货币政策预测时纳入这些利差。最近我们观察到，政策利率的变化仍然可被预测地转化为所有这些市场的利率变化。临时性的、可预测的且非破坏性的期末波动不太可能对实体经济产生有意义的影响。最后有证据表明，货币市场基金改革中出现的市场利率差正在收窄封闭，市场已经适应了新的货币市场结构，并在投资组合和交易对手方上做了微调。

但是，如果市场离散度太大，可能会给货币政策带来各种挑战。这种离散可能会影响货币政策传导，改变某些借款人的信贷价格。如果政策制定者越来越难预测未来变化对联邦基金利率的影响，这可能使货币政策的制定变得复杂化。这种离散也可能影响我们的操作。

正如我所指出的，货币市场离散的近期转变似乎已成为改善全球金融体系安全性和健全的重要监管改革的副产品。现在货币市场基金改革已经到位，而杠杆率和其他许多“巴塞尔协议III”的规则并没有完全生效，而实际上大多数银行都在遵守这些规定。因此，我们在货币市场上观察到的情况可能会简单地反映出新的监管结构对资产价格重新调整的影响。

结论

总结：有效执行货币政策框架让我感到振奋，这使得联邦公开市场委员会对联邦基金利率的控制非常完美，并将货币政策态势的可预测性转化为更广泛的货币市场状况。交易层面的离散度表明了市场具有竞争力性，并表明政策收紧的影响是按我们的预期实现了的。这证明，货币市场结构的重大冲击，包括货币市场基金行业的重塑，都是有弹性的。

我仍然非常有信心，我们的框架将继续表现良好。不过，我们应该继续监测货币市场利率离散度走高的可能性。收集有关货币市场的越来越多的数据是朝这个方向迈出的有益的一步，我的同事和我正在积极参与。通过理论和经验建模更多地了解政策传导是另一项有益的工作。

正如最近的“国际清算银行”报告中所述，“金融监管旨在影响银行和其他金融中介机构提高其抵御能力和支持金融稳定的行为。鉴于这些中介机构在货币政策实施的背景下与中央银行进行互动，监管环境的变化必将产生中央银行需要考虑的影响。”，经济与金融稳定性密切相关；例如，货币政策传导在2007年可靠且有效，但2008年由于系统性的金融压力而变得相当悲惨。在考虑这些问题时，我的同事和我都受到美国联邦储备体系跨学科政策分析的整合的帮助。

点击此处看[图表](#)。

文末提及的BIS论文，请[点击此处](#)。

本文来自纽联储EVP-Simon Potter

非常感谢大家。很高兴回到加州大学洛杉矶分校，20世纪90年代，我在这里担任经济学助理教授8年。我要感谢主持人的亲切邀请，给了我机会再次与未来金融界、商界以及经济学界甚至中央银行领域的领袖做分享。