

最后贷款人制度:设计原则与改进措施*

何德旭 吴伯磊

[摘要]从最后贷款人概念提出至今,西方国家对最后贷款人制度的研究已经有了200多年的历史。最后贷款人制度理论随着金融市场的变迁以及各国的实践也发生了很大的变化。本文回顾了最后贷款人制度的设计原则,包括谁来充当最后贷款人、最后贷款人的制度规则以及如何防范最后贷款人引起的道德风险等,在此基础上结合我国的现实情况提出了完善我国最后贷款人制度的若干建议。

关键词:最后贷款人 中央银行 金融危机

JEL 分类号: E58 G28 H11

一、引言

最后贷款人(The Lender of Last Resort)是当金融机构由于暂时性的流动性不足而发生经营困难甚至危机时,通过提供贷款以向其提供流动性支持的机构。最后贷款人制度是金融安全网的重要组成部分,这一制度对于解决商业银行暂时性的流动性不足、有效防范金融危机的传染、维护金融系统的稳定具有极为重要的作用。

在本次金融危机中,发达国家的中央银行纷纷行使最后贷款人的职责,救助了许多陷入困境的金融机构,有效地防止了危机的进一步扩散和蔓延。以美国为例,次贷危机发生后,美联储首先通过声明表明了美联储控制危机进一步蔓延的决心^①;随后又通过公开市场操作向市场注资以及通过再贴现窗口向一些陷入困境的金融机构提供资金,特别是向花旗集团、摩根大通、美国银行等大型金融机构注资,大大缓解了这些机构的资金压力^②;此外,美联储还通过降低利率、贷款拍卖以及协同金融机构联合救市等行动来防止危机的蔓延^③。在各方的努力下,这次被称为仅次于20世纪30年代大萧条的金融危机虽然重挫了全球的经济,但仅用了两年多时间便取得了全球经济的恢复性增长。国际货币基金组织(IMF)2010年1月26日发布的《世界经济展望》称,全球经济正在复苏,力度比预期更为强劲,预计2010年和2011年世界经济分别增长3.9%和4.3%。虽然还不能将此“功绩”直接归功于各国最后贷款人的救助行动,但毫无疑问,本次金融危机中最后贷款人很好地履行了自己的职责,并没有重犯美联储在大萧条中的错误^④。

必须承认的是,发达国家的中央银行在本次金融危机中之所以能够很好地行使最后贷款人的

* 何德旭,中国社会科学院数量经济与技术经济研究所副所长,研究员,博士生导师;吴伯磊,中国社会科学院研究生院博士研究生。本文系国家社科基金重大项目《构建金融稳定的长效机制研究——基于美国金融危机的经济学分析》(项目编号:08&ZD035)的阶段性研究成果。

① 美联储于2007年8月9日发表声明表示将提供流动性,保持市场持续的良好运作;随后,美联储在各种场合又通过书面和口头表明稳定市场的决心。

② 公开市场操作方面,美联储先后20次向市场注资2717.5亿美元;再贴现方面,美联储于2007年8月17日、9月18日、12月11日、2008年1月22日以及1月31日共5次降低再贴现率共计2.5个百分点。

③ 在美联储的协调下,美国银行、摩根大通和花旗集团于2007年10月15日组建了一个名称为“主要流动性增加工具”的规模达800~1000亿美元的特别基金,用于为收购有问题的按揭证券资产提供融资。

④ Friedman和Schwartz在其巨著《美国货币史》中详细分析了美联储在大萧条中的错误决策,其中最大的失误就是美联储公开市场操作不足,没有采取足够的措施防止危机的扩散。

职责,与其长期的经验积累和正确的理论指导是密不可分的。众所周知,从1797年弗朗西斯·巴应爵士(Francis Baring)第一次提出最后贷款人的概念,西方国家对最后贷款人制度的研究已经有了200多年的历史,特别是随着近几十年全球性金融危机的增多,各国中央银行在实际操作中 also 积累了丰富的经验。

从我国的情况来看,长期实行计划经济体制或者受计划经济体制的影响,金融体系效率低下,最后贷款人制度缺失或者不健全,引发了较为严重的财政亏损;另外,本次金融危机虽然并没有给我国的金融系统造成很大的冲击,但是却为我国相关制度的设计提供的借鉴与启示,尤其是随着我国经济和金融对外开放的进一步扩大,我国的金融系统将更容易受到外部包括全球各种金融危机的冲击,因此有必要进一步完善我国的最后贷款人制度。

至目前,国内学者对我国最后贷款人制度的相关理论已经有了初步的研究。汤凌霄(2005,2009)、周厉(2006)、孙天琦和刘社芳(2007)、汤凌霄和胥若男(2009)等对国外的相关研究进行了述评,其中孙天琦和刘社芳(2007)还总结了国外相关理论对我国的启示;汤凌霄(2005)讨论了我国隐性最后贷款人的相关问题;汤凌霄(2009)从整体上探讨了构建我国最后贷款人制度的目标、范围与原则;此外,本次金融危机爆发后,徐洪才(2009)讨论了金融危机对构建我国最后贷款人制度的启示。从这些研究成果来看,多偏重对国外理论的介绍,虽然在相关制度的构建上也有一些研究,但是还没有从最后贷款人制度的整体设计上提出全面而系统的政策主张。鉴于此,本文拟从最后贷款人的制度设计入手,在回顾相关文献中最后贷款人制度设计原则的基础上,根据我国的现实情况,提出构建我国最后贷款人制度的较为全面的政策建议。

二、谁来充当最后贷款人

一般而言,最后贷款人是由中央银行担任的。巴吉特(Bagehot,1873)早期提出的最后贷款人四原则就是针对英格兰银行的,他认为,由于中央银行拥有货币垄断发行权,是一国流动性的最终来源,而且中央银行发行的银行券属于法定清偿货币,加上在金融恐慌时期对高能货币的需求也就是对中央银行银行券的需求,因此只有中央银行才能够担当最后贷款人。

经过200多年的研究和实践,许多学者赞同巴吉特的这种观点,即认为中央银行应该充当最后贷款人。事实上,中央银行作为最后贷款人有很多优点,Humphrey and Keleher(1984)提出部分准备金的金融体系以及中央银行对货币发行权的垄断使其应该是天然的最后贷款人,他们认为中央银行作为货币政策的执行者,对金融市场状况拥有第一手的信息,而这些信息可以帮助中央银行认清市场的形势以及帮助中央银行辨认哪些金融机构是有清偿力的;中央银行拥有再贴现和公开市场操作等能够调节货币市场的工具,在市场或金融机构流动性匮乏时可以通过这两种工具提供流动性。Giannini(2001)认为中央银行作为货币市场和支付体系的核心,在市场上拥有很强的号召力,在危机时刻它可以组织金融机构开展自救或帮助金融机构共同渡过难关,本次美国金融危机中美联储联合美国银行等金融机构开展的互助自救就是一个很好的说明;此外,中央银行有很强的中立性,这保证它作为最后贷款人时不受外界干扰,减少了道德风险发生的可能性,从而可以完全基于社会福利的最大化进行决策。当然,中央银行作为最后贷款人的优势还有很多,它拥有很多私人部门或者其他公共部门无法比拟的优势,Goodhart(1999)甚至称只有在中央银行体制不存在或极不完善的情况下才能选择其他机构作为最后贷款人。

尽管如此,仍然有些学者主张中央银行不是也不应该是唯一的最后贷款人,其他公共机构也可以充当最后贷款人。持这种观点的学者主要有Bordo(1990)、Repullo(1999)等,他们认为中央银行以外的其他公共部门,如财政部、存款保险公司等也可以担任最后贷款人。Bordo(1990)考察了历史上的银行危机以及危机中最后贷款人的实践,他认为某些公共部门可以提供最后贷款人功

能,但不一定是中央银行,例如成立于1934年的美国联邦存款保险公司就大大缓解了银行危机。Repullo(1999)认为中央银行和存款保险公司都可以担任最后贷款人,具体要视情况而定,他还构建了一个基于不完全合约的模型,在其中讨论了金融危机时期由谁来出任最后贷款人,其研究结果表明,面对较小的流动性冲击,应由中央银行来担任最后贷款人;当面对较大的流动性冲击时,应该由存款保险公司来担任最后贷款人。显而易见的是,存款保险公司作为最后贷款人也有一定的缺陷,一方面,在面对较大的流动性紧缺时,存款保险公司并没有源源不断的流动性资源;另一方面,存款保险公司不具有中央银行的独立性,由它担任最后贷款人可能会带来较为严重的道德风险问题。

还有学者提出私人部门也可以担任最后贷款人。Timberlake(1984)考察了1857~1907年间美国清算所的历史,他认为清算所也可以通过功能的拓展替代公共部门来担任最后贷款人。但是,私人部门充当最后贷款人由于存在内生性的缺陷,即在提供流动性时存在季节性的波动,因此这种观点并没有引起其他学者的共鸣,事实上,纽约清算所也于20世纪初瓦解了。

可以看出,上述观点都是在赞同需要最后贷款人制度这一前提下开展讨论得出的结论。而自由银行制度的赞同者则拒绝任何政府或私人机构充当最后贷款人的可能性,他们认为银行恐慌的唯一原因是对银行系统的法律限制;如果没有这些限制的话,自由的银行市场将是一个银行恐慌渗透不了的银行体系。Selgin(1989)认为银行系统最重要的限制有两个:一个是美国禁止银行在全国范围内开设分支机构^①;另一个是商业银行系统禁止自由发行货币(free currency issue)。允许银行在全国范围内开设分支机构能够使银行在全国范围内配置资产,从而可以有效防止相对价格带来的冲击,自由发行货币则可以使银行能够提供个人所需要的现金。但是,赞成自由银行制度的学者并没有提及银行系统在受到系统性冲击时应该如何提供高能货币,事实上,在那种情况下也只有货币当局(中央银行)能够满足条件。

理论上,由于最后贷款人的职责是在金融恐慌时提供公共产品,所以,作为公共产品的供给主体一般就是政府部门。从世界范围的实践来看,多数国家的最后贷款人是由中央银行扮演,在中央银行充当最后贷款人存在不足时由其他部门补充。林平(1999)总结了世界上主要国家最后贷款人的新的制度安排,这些新的形式主要有三种:中央银行牵头,由其他特别机构或专门资金提供财政支持;中央银行牵头,组织大银行集资救助;中央银行出面担保,帮助问题银行渡过难关。从上述讨论可知,最后贷款人并没有统一的承担部门,一个国家由哪个部门(或机构)来担任最后贷款人,要根据国情而定,例如中央银行制度的完善程度、金融市场的健全状况以及信息的透明度等。

三、最后贷款人的制度规则

巴吉特在其出版的《伦巴德大街》(Bagehot, 1873)一书中全面阐述了最后贷款人理论,并提出了著名的巴吉特“四原则”。这四个原则成为后来各国最后贷款人制度实践中最基本的原则,至今仍然具有很强的指导意义。但是,随着经济社会的变迁和金融市场的发展,巴吉特原则的可操作性以及其引发的道德风险受到了质疑,并引发了国内外学者广泛而激烈的讨论。

(一)最后贷款人的救助对象

传统的巴吉特理论认为最后贷款人只应该救助那些有良好的资产作为抵押并且未来有清偿能力的借款人。然而在实践中,区分金融机构是否具有清偿能力是异常困难的。由于一些大型金融

^① 这个限制在1994年已经取消。1994年的瑞格-尼尔跨州银行业务和分支银行制效率法案(the Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act, IBBEA)将区域性的协议扩展到全国,废除了麦克法登法案(The McFadden Act of 1927)和对银行控股公司法案的道格拉斯修正案(the Douglas Amendment of 1956),并允许银行控股公司从1997年6月1日起将其跨州拥有的银行合并为一家。

机构的倒闭会引发社会恐慌,所以最后贷款人常常会倾向于救助一些不具备清偿能力的金融机构,而这种行为又引发了金融机构的道德风险。对此,学术界在是否救助没有清偿能力的金融机构这一问题存在着较大的分歧。

支持传统观点的学者主要有 Meltzer(1986)、Bordo(1990)和 Kaufman(1991)。Meltzer(1986)认为中央银行应该允许破产的银行倒闭,因为如果不那么做的话将会鼓励金融机构冒更大的风险;如果中央银行能够允许金融机构破产,那么单个银行的破产将不会引起公众对其他银行的怀疑,也不会造成金融体系的恐慌,导致金融恐慌最大的原因恰恰是因为中央银行没有遵守巴吉特的四大原则。Bordo(1990)认为救助不具备清偿能力的银行将会引发道德风险,会使银行在未来需要更大的救助,总体上会加大问题银行的处置成本;而且,救助没有清偿能力的银行会损害市场的公平竞争,对健康经营的银行是不公平的。Kaufman(1991)认为,赞同救助无清偿能力银行的学者低估了过度救助金融机构带来的风险,这会导致金融机构在未来需要更大的援助。

更多的学者支持最后贷款人应该救助一些没有清偿能力的问题银行的观点。Solow(1982)认为最后贷款人应该为金融系统的稳定负责,任何银行(特别是大银行)的倒闭,都会造成银行系统的动荡,为了防止由于某个银行的倒闭而带来的信心危机在银行系统的扩散,最后贷款人应该救助破产的银行。Goodhart(1987)赞同中央银行在紧急情况下要援助破产的银行,他认为区分银行的“流动性不足”和“破产”是很困难的,一个因为流动性不足而需要最后贷款人帮助的银行经常被怀疑是陷入破产,因为准确评估银行的资产并不容易,中央银行即使知道陷入流动性不足的银行也有可能是破产的银行,但是中央银行不得不立即决定是否提供流动性;他还认为,当储户拼命地从破产的银行取现时,银行和借款者辛辛苦苦建立起来的信任关系也会一扫而去,而原来的关系一旦失去,想要建立新的信任关系就需要更大的成本,同时借款人也要承担一定的损失,因此,为了保护借款者,Goodhart认为中央银行应该回笼资金借给有问题的银行。然而,Schwartz(1988)也指出,借款者也许并不需要这种安排,相反,他们可以通过同时许多金融机构中既存款又贷款来达到这一目的。

由此可以看出,认为最后贷款人不应该救助无清偿能力银行的学者主要是从救助成本、救助引发的道德风险以及市场公平的角度进行考虑,而赞成最后贷款人救助无清偿能力银行的学者则强调大银行的倒闭容易引发金融系统的恐慌,所以要防止银行危机就应该救助一些无清偿能力的银行。应该说这两种观点都有一定的道理。Goodhart和Huang(1999)将挤兑传染和道德风险引入最后贷款人救助模型,并且在这个模型框架下重点考虑了最后贷款人的救助决策。研究表明,如果仅考虑传染风险,那么最后贷款人总是有激励去救助陷入困境的银行;而如果只考虑道德风险,那么最后贷款人总是拒绝救助陷入困境的银行。因此,道德风险是最后贷款人为了解决银行倒闭的传染风险的副产品,两者同时存在,中央银行必须综合权衡救助陷入困境的银行所带来的收益和与之伴随的道德风险的成本。虽然道德风险的存在降低了中央银行救助陷入困境的银行的欲望,但是当问题银行的规模达到一定程度时,中央银行为了顾及大的银行倒闭所带来的损失,也会救助大的银行。

基于这一分析,各国最后贷款人对救助对象的态度(或行为)应根据具体情况而定。在经济形势较好的时期,最后贷款人应更关注道德风险,尽量少救助或不救助不具备清偿能力的金融机构;而在金融危机时期则应更关注大型金融机构倒闭带来的冲击,采取措施救助一些虽然没有清偿能力但影响巨大的金融机构。

(二)最后贷款人的救助方式

巴吉特认为最后贷款人的救助应该采用窗口贴现(DWL)的方式,这是因为在他所处的时代金融市场并不发达,窗口贴现是中央银行最主要的工具;而且巴吉特主张最后贷款人只向暂时陷入困境但是有清偿能力的银行贷款,因此,窗口贴现在当时无论是在理论意义上还是在操作层面上

都是最优的工具选择。但随着金融市场的发展,公开市场操作(OMOs)日益成为中央银行货币政策的主要工具,与窗口贴现相比,公开市场操作更加关注的是市场,并不需要对金融机构是否具有清偿能力做出判断,因此很多学者提出最后贷款人的救助应该采用公开市场操作的方式,于是就出现了观点对立的两种主张:一种主张最后贷款人应该将窗口贴现作为主要的救助方式,另一种主张公开市场操作应该成为最后贷款人的主要救助工具。

不少学者(如 Goodfriend and King, 1991; Bordo, 1990; Schwartz, 1988; Capie, 1998 等)认为最后贷款人应该通过公开市场操作向市场提供流动性。Goodfriend and King(1988)为最后贷款人的职能做了很强的假定,他们认为最后贷款人只能采用货币政策(专指公开市场操作)来调节市场上的高能货币,并不需要通过被称为银行政策的贴现窗口贷款来改变高能货币。银行政策之所以被他们认为是多余的,是因为中央银行贴现窗口的贷款和私人部门提供的贷款很相似,都需要监管,在这些业务方面中央银行并不比私人部门更加有效;他们还认为现阶段美联储更加有优势的原因是美联储可以做全额的抵押贷款而商业银行在目前的管制下则不行。因此,目前的监管制度使贴现窗口只能帮助缺乏流动性的银行,但是没有人能够阻止美联储迫于政治压力贷款给破产的银行。而且,贴现窗口贷款延迟了银行破产前把其最好的资产用来偿还没有保障的存款者的时机,降低了存款者的监督激励,提高了银行的经营风险。总之,赞同公开市场操作方式的学者主要强调的是窗口贴现会引发金融机构的道德风险,认为直接向金融机构进行贴现会使一些没有清偿能力的银行得不到惩罚,从而诱发银行的道德风险(Capie, 1998);Kaufman(1991)也认为,除非是最后贷款人在金融机构的清偿能力方面有足够的信息,否则最后贷款人就不需要直接救助某个金融机构。

对于主张公开市场操作方式的观点,支持窗口贴现的学者也提出了质疑:一方面,公开市场操作作为中央银行货币政策执行的最基本的工具,如果将公开市场操作作为最后贷款人的工具,那么,如何区分中央银行日常的公开市场操作行为是在执行货币政策还是在行使最后贷款人职责,Goodhart(1999)指出,在中央银行的实践中,要区分这两种职责是很困难的。另一方面,相比窗口贴现所引起的道德风险,某些金融机构由于缺少必要的直接救助而倒闭所引发的社会恐慌将要严重的多,特别是大型金融机构倒闭所带来的损失要数倍于救助成本。

还有学者(Falko and Marcel, 2003)从市场体系的角度讨论了最后贷款人的最优救助方式。他们区分了市场主导的和银行主导的两种金融体系,在两种不同的金融体系下最后贷款人的最优救助方式是不同的。他们的研究表明:最后贷款人用两种方式干预都是有益的,甚至直接干预要优于市场化的间接干预,特别是在一个银行主导的金融体系中;在面临严重的流动性短缺时,直接向银行提供流动性要优于通过市场提供流动性,而且银行主导的金融体系下的市场干预所造成的福利损失要大于市场主导的金融体系的福利损失;如果把最后贷款人所需要的信息成本考虑进去,那么在银行主导的金融体系中最后贷款人直接干预是最优的策略,但这在市场主导的金融体系中则不成立。

从这些争论中可以看出,采取什么方式救助问题银行事实上是救助有清偿力银行与无清偿力银行之争的延续(汤凌霄和胥若男, 2009)。支持窗口贴现方式的学者更关注的是特定的金融机构,其重点是防范单个金融机构的倒闭带来的系统性风险;而支持公开市场操作方式的学者关注的是市场的流动性,其重点是防范对单个金融机构的救助所带来的道德风险和市场公平的损失。从各国的实践来看,两种方式在长时期内都是共存的,美国 1974 年的富兰克林国民银行案就是通过窗口贴现的方式解决的;1987 年 10 月和 1989 年两次股票市场的崩溃则是通过公开市场业务解决的;在本次金融危机中,美联储为了防止金融危机的进一步蔓延,采取了窗口贴现和公开市场业务两种方式。因此,在具体的实践中,最后贷款人要根据当时的具体情况、所掌握的信息以及面临的不同的环境而采取适当的方式,对于具有广泛影响的金融机构,可以采取窗口贴现的方式;而对于市场普遍性的流动性短缺,则可以通过公开市场操作的方式。

(三)最后贷款人是否执行惩罚性利率

在巴吉特最初提出的最后贷款人“四原则”中,他认为应该向借款的银行收取惩罚性利率,因为惩罚性的利率可以提高资源的配置效率并且能够维护金融市场的公平竞争。

但在各国最后贷款人的实践中,特别是随着金融市场的迅猛发展,向问题银行征收惩罚性的利率受到了越来越大的挑战。首先,收取惩罚性利率可能会使银行危机更加恶化,惩罚性利率可能会加重银行的负担,非但不能帮助银行渡过难关,很可能会成为银行经营恶化的又一因素;其次,收取惩罚性利率向市场传递了一个信号,即施加惩罚性利率的银行经营状况较差,这会导致市场对银行的挤兑;再次,如果要征收惩罚性的利率,那么利率水平的确定也是一个大难题(Goodhart, 1999; Kaufman, 1991),因为不同时期利率的高低标准有很大的差异,金融危机发生时市场利率本已很高,此时再征收惩罚性的高利率可能没有几家银行能够承受;最后,收取惩罚性利率可能会引发更严重的道德风险,因为在危机时刻,问题银行渡过难关已属不易,如果收取惩罚性的利率,面对高昂的借贷成本以及本已很高的破产概率,银行经营者很可能会铤而走险,冒更大的风险,这对于整个社会来说可能是得不偿失,既付出了救助成本,又没有救助问题银行。

事实上,在各国最后贷款人制度的实践中,执行惩罚性的利率并不常见。Giannini(2001)考察了历史上银行危机时期最后贷款人的利率执行情况,发现最后贷款人很少执行惩罚性的利率,相反,最后贷款人很多时候是按照当时的市场利率或者低于市场利率进行贷款,甚至有时还没有抵押品。以美国为例,美联储在早期倾向于执行高于市场短期利率的利率,但是情况在1920年以后发生了变化,美联储更加倾向于按照市场利率或低于市场利率进行贷款(汤凌霄和胥若男,2009);在20世纪80年代美国储贷危机时期,美联储对于银行的短期贷款收取了较为优惠的利率,而对于长期贷款则收取了高于市场利率的利率。

总的来说,对于最后贷款人救助银行时的利率,可以考虑短期利率按照市场利率或者低于市场利率来执行,而长期利率则应该收取高于市场水平的利率,因为对于最后贷款人来说,其本意是救助那些暂时陷入流动性困境但具有偿债能力的金融机构,因此应该鼓励金融机构短期的借贷,而惩罚长期的借贷。

四、最后贷款人制度中的道德风险

(一)最后贷款人制度引致的道德风险

在存在最后贷款人制度的经济体系中,一旦银行经营者认为可以受到最后存款人的保护,那么银行经营者就有可能将其资产投入到收益高但风险大的资产中去,即使受到挤兑也会有最后存款人的保护;而储户在意识到自己存款的银行受到最后存款人的保护后,也就不会有积极性去监督银行的经营行为,这样,银行经营者和储户对最后贷款人援助行为的预期最终将推高银行的经营风险。这意味着虽然最后贷款人能够有效防止银行系统的恐慌,但它助长了银行经营的道德风险。

Mishkin(2000)认为这种道德风险更容易发生在大金融机构身上。由于大型金融机构的影响巨大,其倒闭将会引发经济系统的恐慌,甚至有可能引发金融危机,因此大型金融机构的经营者相信自身发生危机时最后贷款人不会坐视不管,这样他们就会放松自我的风险管理,这种情况就是人们常说的“大而不倒”。当存款者知道最后贷款人会在危机时救助大型金融机构后,必然会放松对这些金融机构的监管,因此就削弱了市场约束。此外,这种大型金融机构在危机时刻得到救助的预期也不利于市场的竞争,因为大型金融机构有最后贷款人的救助,存款者就会将储蓄放在这些大型银行中,而一些小的银行就会面临储蓄不足的问题,因此“大而不倒”在很大程度上损害了市场竞争。

可以看出,最后贷款人制度的存在会导致市场约束作用的扭曲,从而滋生种种机会主义行为,

在对问题金融机构的救助中,对管理者的宽容、姑息更加重了管理者个人利益至上的倾向;同时信息不对称造成监管当局的有限理性,产生了激励结构与政府有效约束能力的冲突,使激励约束机制弱化。因此,在最后贷款人制度的实施过程中需要重点解决的是救助政策的适度及有效防范道德风险问题,在此基础上促使银行管理者追求并实现社会福利的最大化。

(二)建设性模糊策略

近年来,针对最后贷款人制度安排所带来的道德风险问题,不少学者提出的解决方案是建设性模糊(constructive ambiguity)策略,其实质是中央银行事先不对其是否履行最后贷款人职责的条件做出具体说明,使银行不确定自己是否成为援助的对象,从而对银行形成一种压力。“十国集团”(Group-10,G10)对建设性模糊策略进行了定义:对任一金融机构的所有经营活动,中央银行从谨慎角度出发,关于是否、何时、在何种条件下提供支援的任何预先承诺都应该制止;此外,在做出这种决策时,要严格分析是否存在系统风险;如果已经存在,要考虑应对系统传染效应的最优方式,并须尽量减少对市场运行规则的负面影响。

其实,建设性模糊策略的意义极为复杂,它是建立在权变性理论之上,也依赖于中央银行为了维持可信性的灵活性需要。建设性模糊并不是不救助大银行,但它在是否救助、何时救助以及通过什么方式救助的选择上都是不确定的。Goodhart(1999)认为,保持中央银行的可信性是中央银行不愿意采用透明原则的原因,因为政策制定者希望保留这些规则的使用权,尤其是当微观目标与宏观目标相冲突的时候。为了不给大银行投机的机会,中央银行往往不设定具体的规则,因为大银行会根据规则来选择有利于自己的最优资产配置。而建设性模糊策略就意味着中央银行时刻关注银行业的发展,但并不是中央银行要承担银行经营失败所带来的损失,在银行失败没有威胁到金融系统的稳定性时中央银行不会救助任何银行,这在很大程度上减轻了大银行的道德风险。

综合起来,实施建设性模糊策略具有以下优点:首先,建设性模糊策略意味着中央银行救助的不确定性增加,这使得风险回避者(如存款者等)不确定政府是否会救助银行,可以有效降低银行经营者、储户的道德风险,有助于增加储户监督银行经营的激励,从而可以降低银行破产的风险。其次,有利于维护中央银行的信誉,当微观目标和宏观目标有所冲突时,中央银行为了平衡二者的冲突需要灵活处理,而模糊性使中央银行的政策更具有弹性和可信性,这样既维护了中央银行的权威性,又增加了中央银行政策实施的变通空间。再次,也有利于维护公众的信心,由于信息不对称的存在,中央银行对于陷入困境的银行的财务状况、资产的风险状况并没有充分的信息,所以中央银行难免会救助一些经营状况较差的银行;而经过救助的银行一旦陷入破产将极大地影响公众的信心,即公众对于中央银行的救助选择能力以及银行系统的整体状况会产生怀疑,这会严重影响最后贷款人制度作用的发挥;因此,从这个角度来看,中央银行必须审慎提供最后贷款人帮助,不能高频率地使用,而建设性模糊策略恰好可以使中央银行进行更加隐蔽的操作。

五、我国最后贷款人制度存在的主要问题

在新中国成立后的很长一段时间里,我国并不存在最后贷款人制度。自从1983年中国人民银行被确定行使中央银行职能以后,中央银行开始尝试提供最后贷款人服务。尽管中央银行事实上承担着最后贷款人的责任,但是其运作实践却与最后贷款人制度的核心思想相去甚远。目前中央银行在履行最后贷款人职责方面存在以下突出问题。

第一,缺乏对救助对象的甄别机制。从我国中央银行行使最后贷款人职责的实践来看(见表1),中央银行并没有一套很明确的甄别机制。前已述及,最后贷款人的贷款对象(救助对象)是暂时陷入流动性短缺但是未来偿债性良好的金融机构,但是,很显然我国中央银行在行使最后贷款人职责时却背离了这个最基本的原则。在近年来对金融机构的处置过程中,无论是农村合作基金会的

表1 我国中央银行近年来的“最后贷款”情况

目的	投放时间	对象	金额(亿元)	年利率	期限
国有商业 银行不良 资产的剥离	1999~2001年第一次 不良资产剥离,用于收 购四大国有银行和国 家开发银行不良资产	华融资产管理公司	947	2.25%	未确定期限, 每年(后改为 每季)签合同
		长城资产管理公司	3458	2.25%	
		东方资产管理公司	1162	2.25%	
		信达资产管理公司	474	2.25%	
		小计	6041		
关闭地方金融 机构,由地方 财政担保	1998~2002年	被关闭的城市信用社、 信托投资公司、农村基金 会等金融机构的债权人	1411		26个省市区 期限不同
关闭和托管 券商,偿还 保证金窟窿 和个人债务	2002年以来	鞍山证券	40		
		大连证券	10		
		新华证券	14		
		南方证券	80		
		辽宁省证券	40		
		闽发证券	近10亿元个人债务		
		汉唐证券	挪用10多亿元客户保证 金,10多亿元个人债务		
		大鹏证券	18亿元保证金窟窿, 数亿元个人债务		
		恒信证券	保证金窟窿和个人 债务总计48亿元		
		德恒证券			
		中富证券			
小计	近300亿元				
证券投资者 保护基金	2005年		100		
总计			约1.4万亿元		

资料来源:于宁(2005)。

关闭,还是商业银行的关闭或者是证券公司的关闭与重组,中央银行最后贷款人的身影可以说无处不在。不管金融机构是由于系统性的风险而导致流动性短缺还是由于自身的经营管理方面的原因所导致的流动性短缺,中央银行都大包大揽、毫不吝啬地伸出援救之手。结果是,虽然我国于1999年专门成立4家资产管理公司对口处置4大国有商业银行的不良资产,但依然没有改善四大国有商业银行的经营状况,特别是随着国有商业银行股份制改造的推进,国家还必须巨额注资国有商业银行,而且这仍然没有换来国有商业银行的高效经营。其中的主要原因之一,就在于中央银行不适当的救助策略,即作为“第一贷款人”(而不是“最后贷款人”)频频为国有商业银行“排忧解难”,使得国有商业银行没有激励去改进自身的内部治理;而广大储蓄者也由于把银行信用等同于国家信用,如果某些金融机构出现问题而导致广大中小投资者的利益受损,那么他们会直接向国家要钱。因此,中央银行因缺乏明确的甄别机制而实施的不当的救助策略在某种程度上推高了金融机构的道德风险,也加剧了资产错配的程度。

第二,中央银行实施最后贷款人救助提供的大部分是资本金而不是暂时性的流动性。纵观中央银行对国有商业银行的注资,中央银行并不是提供通常意义上的流动性手段,而是提供日常经营的资本手段,这也是有悖于巴吉特所提出的最后贷款人四大原则的。最后贷款人的职责是救助

暂时陷入困境的金融机构,防止由于个别银行的倒闭、传染及其形成系统性的危机。但从我国中央银行作为最后贷款人的实践来看,中央银行提供的更多的是资本性的注入而不是救助性的贷款。例如,1998年财政部发行2700亿元特别国债用于充实国有商业银行资本金、1999年成立四大资产管理公司用于剥离商业银行的不良资产、2003年为应对“加入世界贸易组织”挑战而向国有商业银行的注资以及本世纪初对证券公司的综合治理等,都证明了这一点。

第三,中央银行救助贷款利率过低。由于最后贷款人向问题银行提供贷款并向其收取惩罚性利率可能会加重银行危机,因此各国都采取了“隐含价格”的做法,即对救助银行施加某些条件限制,如要求接受监管、限制其发放新贷款等,这些做法使“明示价格”的重要性有所降低。从全球范围的实践来看,香港金管局规定最后贷款利率为基准利率和市场状况的利率差;美联储规定最后贷款利率在任何情况下都不得低于贴现率加0.5%。而我国中央银行,其最后贷款却执行了较为优惠的利率。从表1可以看到,中央银行对四大国有商业银行剥离不良贷款时仅收取了2.25%的利率,这远低于当时的市场利率。这种低利率造成了对最后贷款的过旺需求,从而导致市场上出现大量的套利行为。

第四,最后贷款人的救助方式过于单一。前面提到提供最后贷款人援助的手段一般是窗口贴现和公开市场操作,但在我国,再贷款差不多成为中央银行行使最后贷款人职责的唯一手段。单一的救助手段在一定程度上限制了中央银行最后贷款人作用的有效发挥。

六、完善我国最后贷款人制度的相关建议

第一,明确最后贷款人的职能定位。应借鉴一些最后贷款人制度比较成熟和健全国家(如英国、美国等)的经验,建立统一的最后贷款人制度框架,明确最后贷款人的宗旨、目标、责任、范围、方式等,增强救助的目的性、规范性、操作性和时效性。可以考虑在《中国人民银行法》中明确中央银行的最后贷款人的地位及职能,赋予中央银行应有的自主决策权,提高中央银行在决策方面的独立性。

第二,规范最后贷款人的救助程序。我国最后贷款人制度目前最突出的问题之一就是不管金融机构出现什么问题,中央银行总是第一个出来救助,最后贷款人变成了“第一贷款人”,偏离了最后贷款人的宗旨。因此,中央银行应该明确对金融机构的救助程序,并向市场公开和接受监督。金融企业在陷入困境时,应先让金融企业展开自我救助、同业救助和股东救助,在这些救助都无效的情况下中央银行才进行最后贷款人救助。

第三,明确救助对象的标准。中央银行应分析问题银行是由于系统性的风险而陷入流动性危机还是由于自身的经营管理不善而陷入危机,对于自身经营管理不当而引起的流动性问题应由市场决定其命运,而对于由于系统性的风险而导致流动性不足的金融机构,中央银行应该展开救助,以避免造成更严重的金融危机。当然,在经济危机时期,对于一些举足轻重的金融机构,即使没有偿债能力,中央银行依然要对其实施救助,防止这种大型金融机构倒闭所引发的社会恐慌。

第四,完善救助手段。一般情况下,对于轻度的流动性短缺,最后贷款人无需任何干预;对于中度和严重的流动性短缺,最后贷款人需要适时进行干预,甚至应该直接向银行提供流动性。由于我国目前还是银行主导的金融体系模式,所以在对问题金融机构的救助中选择再贷款方式无可厚非,这一方式的效果可能更加明显。当然,救助问题金融机构的前提是系统性的流动性短缺,而不是去救助所有陷入困境的金融企业。此外,在我国市场融资比例日益提高的背景下,中央银行应该寻求救助手段的多元化,充分发挥窗口贴现和公开市场操作的作用,特别是要根据金融风险的程度、金融企业的经营状况等搭配使用。

第五,收取惩罚性利率。应改变目前救助贷款利率过低的状态,在提供最后贷款援助时,适当提高救助贷款的利率,高利率的贷款会增加问题银行寻求最后贷款人帮助的成本,减少因利率过低而引起的金融机构的过度寻求帮助行为。另外,在救助贷款的期限方面,应缩短贷款的期限,在

经济形势转好或银行的经营状况转好时及时归还贷款,毕竟中央银行提供最后贷款不是提供经营性资本,而是应急性的资本,在渡过危机后应立即归还贷款,从而增加金融机构努力经营的约束。当然,还可以考虑在收取较高利率的同时辅之以一些其他手段(如在贷款时附加更加严厉的“监管条款”等隐性手段),以避免收取过高利率的负效应。

第六,灵活运用建设性模糊策略。一般情况下,在经济形势好的时候,个别金融机构出现问题并引发系统性风险的概率并不大,而且这种背景下陷入困境的金融机构大多是由于自身的经营管理不善所导致的,因此这种情况下的最优策略应该是减少救助的概率,以降低道德风险;而在经济环境较差甚至经济衰退时期,金融机构陷入困境的原因多是受到大环境的拖累,这时就应该加大救助的力度。当然,在这个过程中,规范中央银行最后贷款的决策机制也是至关重要的。

参考文献:

- 林平(1999):《关于金融安全网的理论及政策思考》,《南方金融》,第11期。
- 孙天琦、刘社芳(2007):《最后贷款人理论发展综述及对我国的启示》,《上海金融》,第7期。
- 汤凌霄(2005):《我国经济转型期最后贷款人问题研究》,《金融研究》,第12期。
- 汤凌霄(2009):《构建我国现代最后贷款人制度的目标、范围与原则》,《财政研究》,第10期。
- 汤凌霄、胥若男(2009):《现代最后贷款人操作规则的创新与发展》,《长沙理工大学学报》,第3期。
- 徐洪才(2009):《全球金融危机对完善我国“最后贷款人”制度的启示》,《中国金融》,第12期。
- 于宁(2005):《细解中央银行再贷款》,《财经》,第15期。
- 周厉(2006):《西方最后贷款人理论的发展与评价》,《经济评论》,第3期。
- Bagehot, W. (1873): *Lombard Street: A Description of the Money Market*. London: H. S. King.
- Bordo, M. (1990): “The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience”, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, 76, 18–29.
- Capie, F. (1998): “Can There Be an International Lender of Last Resort?”, *International Finance*, 1, 311–325.
- Falko, F. and M. Tyrell (2003): “Optimal Lender of Last Resort Policy in Different Financial Systems”, Working paper.
- Friedman, M. and A. Schwartz (1963): *A Monetary History of the United States: 1867–1960*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Giannini, C. (2001), “Pitfalls in International Crisis Lending”, in C. Goodhart and G. Illing (eds.), *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort: a Book of Readings*, Oxford: Oxford University Press.
- Goodfriend, M. and R. King (1988): “Financial Deregulation, Monetary Policy, and Central Banking”, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, 74, 3–22.
- Goodhart, C. (1987): “Why Do Banks Need a Central Bank?”, *Oxford Economic Papers*, 39, 75–89.
- Goodhart, C. (1999): “Myths about the Lender of Last Resort”, *International Finance*, 2, 339–360.
- Goodhart, C. and H. Huang(1999): “A Model of the Lender of Last Resort”, LSE Financial Market Group Discussion Paper, No. 131.
- Humphrey, T. and R. Keleher (1984): “The Lender of Last Resort: A Historical Perspective”, *Cato Journal*, 4, 275–318.
- Kaufman, G. (1991): “Lender of Last Resort: A Contemporary Perspective”, *Journal of Financial Services Research*, 5, 95–110.
- Meltzer, A. (1986): “Financial Failures and Financial Policies”, in G. Kaufman and R. Kormendi (eds), *Deregulating Financial Services: Public Policy in Flux*, Cambridge, Massachusetts: Ballinger.
- Mishkin, F. (2000): “Prudential Supervision: Why Is It Important and What Are the Issues?”, NBER Working Paper, No. 7926.
- Repullo, R. (1999): “Who Should Act as Lender of Last Resort? An Incomplete Contracts Model”, *CEMFI and CEPR Working Paper*, No. 9913.
- Schwartz, A. (1988): “Financial Stability and the Federal Safety Net”, In W S Haraf and G. E. Kushmeider (eds), *Restructuring Banking and Financial Services in America*, Washington, D.C.: American Enterprise Institute.
- Schwartz, A. (1995): “Systemic Risk and the Macroeconomy”, in G. Kaufman (ed.), *Banking Financial Markets and Systemic Risk: Research in Financial Services, Private and Public Policy*, Hampton: JAI Press.
- Selgin, G. (1989): “A. Legal Restrictions, Financial Weakening and the Lender of Last Resort”, *Cato Journal*, 9, 429–459.
- Solow R. (1982): “On the Lender of Last Resort”, In Charles P. Kindleberger and Jean-Pierre Laffargue (eds.), *Financial Crises: Theory, History, and Policy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Timberlake R. (1984): “The Central Banking Role of Clearinghouse Associations”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 16, 1–15.

(责任编辑:赵一新)