

# 现代中央银行最后贷款人制度的演进

## ——一个制度历史变迁过程的个案研究

范建军

**摘要：**现代中央银行的最基本的制度特征是中央银行的最后贷款人功能。货币政策功能和金融监管功能则是最后贷款人功能的进一步的发挥和引申。前者是人们对中央银行最后贷款人功能在宏观经济层面的有意识借用，后者是实现最后贷款人功能的保障。我们认为现代中央银行制度的形成背后隐含着两个完全不同的制度变迁过程，一个是指以财政融资功能为取向的古典中央银行制度的制度变迁过程，另一个是指能够实现弹性货币供给的最后贷款人制度的制度变迁过程。这两种制度在发达的商业银行体系建立起来以后被人为地融合为一体，形成了如今被各国普遍采用的现代中央银行制度。认清现代中央银行制度的本质特征将会对我们分析具体问题有很大帮助。中央银行执行金融监管功能的目的在于消除实现最后贷款人功能过程中可能引起的商业银行的道德风险问题。通过对具体的货币政策工具在中央银行发挥最后贷款人功能过程中所受到的约束条件的分析，我们可以评价出各货币政策工具在现代经济中的相对重要性。我们的结论是“公开市场业务操作”应该成为一国货币政策的最为重要的政策工具。

**关键词：**最后贷款人 中央银行制度 制度演化 弹性货币供给 货币政策工具

### 一、前言

在现代经济社会，我们通常对中央银行的认知是，它是一个国家制定和执行货币政策、进行金融监管的政府机构，或者说它是提供“货币政策”和“金融管理”服务的一个公共部门。而且，我们对中央银行提供货币政策服务的印象尤为深刻。但是，中央银行的这些突出的“显化功能”很容易掩盖现代中央银行最为基本的制度特征，从而造成我们对现代中央银行制度本质的某种误解。实际上，现代中央银行的最基本的制度特征是中央银行的最后贷款人角色，它是现代中央银行区别于早期中央银行的一个最重要的制度特征。中央银行作为最后贷款人的制度是随着中央银行制度的演进和大批商业银行的出现而逐渐凸显出来的。1914年美联储的建立则是把中央银行最后贷款人功能在法律上进行正式确认的结果。所以，从这个意义上说，美联储的建立是现代中央银行制度得以确立的标志。本文提出这样一个观点，中央银行制度和最后贷款人制度是按照两条不同的制度变迁路径演进的，它们最终相交，从而出现了现代意义的中央银行制度。古典中央银行制度创新的推动力是国家间或国内的大规模战争，它是针对政府融资手段的一种制度创新；而最后贷款人制度演进的推动力则来源于金融恐慌，它是为改进存款合约的不稳定性以及实现货币的弹性供给而创新的一种制度安排。本文试图从两条不同的制度变迁路径，来讨论现代中央银行制度形成的历史变迁过程。本文的结构安排如下：全文共分六节，第一节前言；第二节运用公共选择理论来分析并解释早期（古典）中央银行的制度创新和变迁过程，在这节一里，我们实际上是讨论了“最后贷款人”制度载体得以实现的问题，重点关注制度的供给过程；第三节主要是采用戴·迪布维格银行挤提模型并结合支付体系的特点来讨

论商业银行的大发展所带来的问题——金融恐慌，并在此基础上提出了对“最后贷款人”制度模式的需求问题，而后又对“最后贷款人”制度的创新过程进行了探讨；第四节主要分析“最后贷款人”制度模式的“供给”和“需求”演化路径怎样实现相交；中央银行制度的演化结果，在客观上为商业银行发展所带来的金融安全问题提供了一个有效的制度解决方案；第五节主要探讨了现代中央银行在实现了最后贷款人功能以后的制度演化问题，我们的观点是，自美联储建立以后，现代中央银行制度变迁路径是沿着最后贷款人功能这条路径展开的，它引伸出了中央银行的金融监管和货币政策功能，以及对中央银行独立性的要求。而古典中央银行制度的融资功能则被人为抑制了；第六节全文结论。

### 二、中央银行制度的演进

现代中央银行与其他公共部门一样，向社会提供公共产品或服务。中央银行提供的公共产品和服务包括货币政策、基础利率、“最后贷款人”服务、金融监管等等。实际上，我们可以概括地说，中央银行向社会提供了“国家金融系统稳定”这种公共产品。但是，中央银行在17世纪后半叶的出现，其制度创新的动机却并不是为了提供上述公共服务。早期的中央银行一开始就是和国家间及国内的战争紧密联系在一起的，它是各资本主义国家政府为改进战争时期的融资能力，而创新的一种能够快速而大规模融资的手段（见表1）。

#### （一）集体行动的悖论

我们知道，政府创立“公共部门”是一个向社会提供制度公共产品的过程，所以中央银行制度的创立也不例外。政府是这种特殊公共产品的供应方，而国民则是制度需求方。中央银行制度和普通的公共品，如国家安全、法制、市政服务一样，只有供需双方都能从这种公共品的供应中获得利益，它

才有产生并存在下来的可能性。所以,中央银行制度这种公共品的供应,同样也面临着一个公共选择的过程。

表 1 早期中央银行的特点

	建立日期 (年)	相关战争	组织目标和功能	垄断特权	开始管理全国 储备的年份	作为货币管理 者身份的年份
瑞典风险 银行	1668	连续的国际战争 (1620 - 1721 年)	为了取代瑞典第一银行(在 1688 年破产);在战争期间 向政府贷款。	统一管理政府财政基金(1688 年); 垄断全国货币发行(事实上垄断是 1688 年,立法垄断是 1897 年); 垄断铸币铸造(1688 年)	1890	1890
英格兰银 行	1694	奥格斯堡联盟战争 (1688 - 1697 年)	在战争期间向政府贷款;政 府财政的代理人。	唯一特许的有限责任制的银行(1694);唯 一能借款给政府的银行;对政府财政排他 性的管理权; 垄断银行券发行的特权(事实上垄断是 1708 年,立法垄断是 1844 年)	1860	1870
普鲁士皇 家银行	1765 - 1875	国际战争 (1755 - 1763 年)	为了整治战后通货; 向政府借债;代理管理政府 财政。	垄断管理各政府实体的财政资金(1768 年);垄断发行货币(事实上垄断是 1876 年)	1880	1880
美国第一 国民银行	1791 - 1811	美国独立战争 (1776 - 1783 年)	为了整治战后通货; 在战后的特别时期向政府 借款;管理政府财政。	唯一一个联邦发照银行(1791 年); 唯一拥有全国范围内发行银行券的特权 (1791 年);垄断洲际银行分支机构(1791 年)	—	—
美国第二 国民银行	1816 - 1836	英美战争 (1812 - 1815 年)	为了整治战后通货; 在战后的特别时期向政府 借款;充当政府代理人	拥有和第一国民银行同样的特权; 垄断联邦基金余额存款	1830	1820

资料来源:Lawrence Broz, 1998; Goodhart, Capie and Schnadt, 1994; Pohl, 1994; Conint, 1915.

在 17 世纪的欧洲,各资本主义列强为了争夺市场和殖民地经常发动国际战争。各国政府在战争期间普遍遇到的难题是,怎样为花费巨大的战争筹集资金。各国政府在战场上的竞争,迫使各国政府创新一种新的融资手段来提高其军事实力。中央银行制度正是在这种历史背景下产生的。我们知道,由政府来提供某种公共品的目的,是为了解决公共产品私人供应所普遍存在的集体行动的难题——“搭便车现象”。这种集体性的“机会主义行为”往往会造成公共品市场化供给无法实现。所以在一般情况下,公共产品都是以财政税收为基础,由政府来向社会提供的。由于中央银行制度本身也是公共品,所以在这种特殊的公共品的私人供给,也必然会遇到“集体行动的难题”。但是,创新中央银行制度的目的是为了解决政府的赤字问题,所以这种制度公共品必须由私人来付费提供,这就出现了中央银行制度创新的悖论。

(二) 税收平滑理论和早期政府借款的道德风险问题

根据税收平滑理论,一个国家不能在一个时点通过异常高的税率来为其突然增加的财政费用融资。“尖形”的税收政策是无效率的,它对经济的扭曲和投资的冲击所造成的成本巨大(Baro, 1987),所以它一般情况下不为各国政府所采用,而代之以税收平滑政策。所谓“税收平滑政策”,是指政府在财政花费巨大的年份通过举债的方式(而不是采取增加税收的方式)来融资,在财政节余的年份还款。政府的借贷行为缓解了政府支出与收入在时间上不对称的矛盾,从而平滑了税率的波动,降低了经济扭曲的成本(见 1 图早期英国政府收入和支出的例子)。但是在资本主义国家早期,政府大规模举债存在很大困难,一方面政府财政收入有限,国家信用远未达到现代国家的信用水平;另一方面,由于各国战事不断、花费巨大,结果造成政府与私人的借款合同经常到期不能兑现。政府经常破坏借款合同的行为严重损害了政府向私人借款的能力;再者,由于借款资源分散,政府的签约成本很高,时间上也没有保证。这些客观因素的存在使得政府直接向私人借款的成本非常高。

以英国为例,在 1689 年之前,经常发生政府以国家安全和财政窘迫为名,破坏政府借款合同的事件。当时英国正在进行与法国争夺海上霸权的战争,战争的花费巨大,而英国

国民普遍对政府借款的信任度降低。英国政府只有通过大幅度提高利率的方式来吸引借贷资金。例如在 1692 年,政府一年期借款的利率提高到 10%,但只筹到 10.8 万英镑,而政府的筹资目标是一百万英镑。政府只得把利率提高到 14%,但仍然未达到计划的筹资数额。英格兰银行正是在这种背景下,于 1694 年英法战争中期建立的。英格兰银行的建立实质上就是为了解决政府借款的道德风险问题(事后借款不还)。这里有两个具体措施:一是英国政府把战争筹款的决策权转移给英国议会,而其中的议员部分是借款人的代理人,这样,借款人就拥有了对政府拖欠贷款的部分否决权。而最重要的创新则是英格兰银行成立的章程中有这样的条款:在英格兰银行向政府提供贷款的同时,政府授予英格兰银行管理政府财政资金的主导权。具体地说,就是把包括政府借款在内的财政资金集中于英格兰银行的政府账户中统一管理。这相当于把政府资金抵押在英格兰银行,从而建立了对政府“机会主义”行为的强有力的约束。从事后的结果看,英格兰银行这种制度创新对制度的供应方和需求方(英国国民)来说都是有利的。

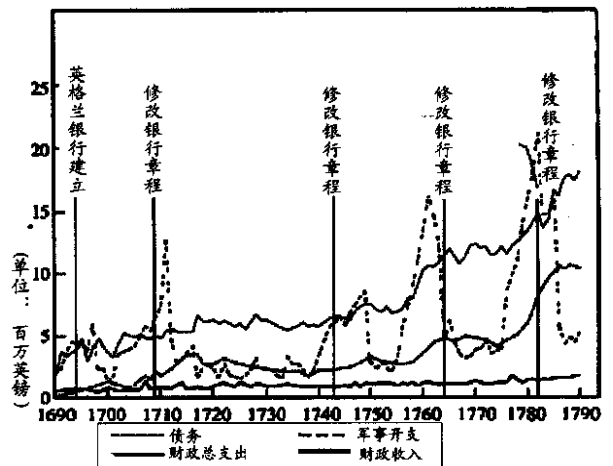


图 1 英国财政支出与收入(1690 - 1790 年)

(三) 两个集体行动的公共选择模型

但是,这样的理论描述却忽略了一个重要的激励问

题——谁来作为英格兰银行的组建者而向政府提供贷款。在垫付政府贷款方面必然会遇到所谓“集体行动的难题”——搭便车现象。虽然全体国民都能从中央银行制度的创新中获得好处,但是享受这种公共产品也是要付出代价的——承担为政府垫支借款资金的风险,而人们的普遍心理是免费享受利益。这样,“中央银行制度”这种公共物品的私人供给就有可能失败。在通常情况下,公共品付费的难题可以通过政府财政资金的支付来解决。但是对于“中央银行制度”这种公共品的供给,却恰恰是为了解决政府资金短缺问题而提出的,所以它不能依赖财政来解决对它的供给。这就是上文所说的中央银行制度创新的悖论。

一种对这个难题的处理态度是,认为这个具体的集体行动的难题是公共选择理论无法解释的(Douglas North, 1981),而只能诉诸于强制性制度变迁理论。因此,他们假定这种制度创新的出现仅仅来自于统治者的强力推动,而与公共选择无关。但是,仔细考察中央银行制度创新的历史背景,就会觉得这种解释显得苍白无力。对于中央银行制度的创新问题,没有国民的主动参与是无法实现的,因为在17世纪的欧洲资本主义国家(如英国),私有产权是得到宪法严格保护的,政府不可能运用暴力手段来大量剥夺私人财产的使用权。

现代公共选择理论的发展告诉我们,在具体问题中,如果放松公共选择理论的一般性假设,集体行动的难题也是有可能得以解决的。迄今为止,公共选择理论至少发展了两种理论模型,来解决公共品私人提供的可行性问题(Lawrence Broz, 1998)。第一种理论是所谓的“特权集团模型”(Olson, 1965; Stigler, 1974)。这个模型放松了公共品利益享用的“一致性”、“对称性”假设。该理论认为,如果国民中存在一个或几个小的集团,它们对公共品利益的享用具有较大的优势,也就是说“公共品供给”的好处在国民中不是平均分配的话,那么能够享受到更多好处的集团就会出面,为公共品的供给单独付费,而其他的受益人则免费搭车。例如1990年的海湾战争,美国和日本承担了战争的绝大多数费用,而其他各国则承担了很少的费用,究其原因,主要因为美国和日本在中东石油供应方面有特殊利益,所以,美日两国愿意为“中东和平”这个公共品单独付费。但是,使用“特权集团”模型来分析中央银行制度的起源却显得不是很合适。以英格兰银行为例,当时英王代表政府,而议会是由地主阶层的代理人把持,作为政府借款的供应者——商人和金融银行家则还远未成为一个庞大的特权阶层(这种情况在英国一直延续到19世纪)(North and Weingast, 1989)。如果商人和银行家在中央银行建立后,能够享受到比地主精英阶层大得多的公共利益时,则地主阶层的代理人——议会,是不会支持和保护这种公共政策的。实际上,提供“英格兰银行”这种公共产品,全体国民(包括控制议会的地主贵族阶层)所享受到是一种共同的,同时也是均质的“税收平滑政策”方面的利益,以及国家安全方面和私有产权保护方面的好处。这种公共品供给的福利效果是针对所有纳税国民来说的,是利益均沾的。所以“特权集团模型”无法解释中央银行银行制度的起源问题。

解决公共品供给“集体行动难题”的第二种理论,是所谓“复合产品”模型。这种模型的具体含义是指,公共品的供给能够产生双重的利益——私人的和公共的,私人的和公共的

利益是复合在同一种公共产品上的。“私人产品部分”的排他性利益可以看做是对私人为公共品付费的一种补偿。在一定的社会偏好条件下,公众对复合产品的免费消费量,反比于这种复合产品作为私人产出的比例。

#### (四) 中央银行制度创新的理论解释:复合产品模型的解释方法

中央银行制度这种公共品的提供存在着集体行动的难题,要解决这个难题,可以借用“复合产品”模型。如果我们将中央银行的制度创新过程分解成一个非排他性的公共品(更有效的税收政策)的生产过程,和一个排他性私人产品(垄断租金)的生产过程,这样搭便车的难题就迎刃而解了。具体地说,政府出面组织一个由部分借款人组成的次级社会集团,允诺一块较大的垄断利益,由这些人来承担起中央银行的借贷风险——垫付借贷资金。这样,政府在该制度创新的过程中获得了财政资金借款的便利,而组织中央银行的这个次级利益集团获得垄断租金的好处。这是一个双赢的结果,所以中央银行制度创新的协议很容易达成。在这个过程中参加并掌管中央银行的次级利益集团通过政府给予的垄断地位,内部化了一部分中央银行的公共利益,只要这块租金利益能够大于其所承担的风险成本,则中央银行制度这种公共产品的提供就会实现。虽然这是一种次优的制度选择过程,但是却解决了中央银行制度私人供给的难题。

在这个模型中,由部分借款人组成的次级利益集团是该公共品的实际提供者。他们通过政府的管制来获得经济租,同时向政府提供巨额贷款。这里的经济租包括由于政府限制其他银行行为带来的好处,以及政府利用自身资源所给予的优惠。由于这些管制条款确实提高了政府的信用能力,税收效率以及国家的战争能力,所以它也可以顺利地得到议会(其他利益集团)的认可。而政府则是中央银行制度的供给方,它利用行政命令的手段来限制市场竞争,使组建中央银行的私人能够获得垄断租金,并向政府提供贷款。在早期中央银行的制度安排中,双方互为人质——政府要依赖中央银行为其战争融资,并把国库帐户交给中央银行管理;而银行一方则向政府提供借款资金,并以此为要挟,向政府索要更大的垄断权利,以便获取更多的垄断租金。由前面图1可以看出,英格兰银行每一次章程的修改都是和战争爆发的时间相对应的,所以英格兰银行和英国政府的讨价还价行为是按照战争的节奏来进行的。

#### (五) 古典中央银行制度演化的结果

由以上分析我们可以得出如下的合理结论:(1)战争造成了政府开支的大量增加,政府为了寻求税收平滑的融资政策,建立中央银行。(2)一部分利益集团的寻租者为了获得排他性的垄断权利,受政府委托组建了中央银行这种公共产品,向政府提供贷款。(3)一旦政府限制了竞争,中央银行的力量将会迅速膨胀,这为其最终承担起真正的现代中央银行的功能,创造了自我演化的动态条件。(4)旷长日久的战争(尤其在近代欧洲各国)使得中央银行的垄断特权得以长久被政府确认,而且随着中央银行垄断力量的积累,其对金融体系影响力的深度和广度都有不断扩大的趋势。(5)中央银行的宏观能力将随着其垄断特权的膨胀而不断的增强,这将最终改变中央银行的政治和经济地位。随着各中央银行垄断权力的扩大,它们逐渐具备了影响全国信用的实力。这主

要体现在它们逐渐具有了管理各商业银行储备的实力和可能性:由于其强大的实力和良好的安全性,各商业银行普遍采用中央银行发行的货币作为日常储备,并在头寸短缺时向它要求贷款,从而使它逐渐在事实上垄断了货币的发行。

(6) 商业银行系统储备单一化的结果使得中央银行具备了充当各商业银行最后贷款人的资格和实力,从而使它统一控制和管理全国储备成为可能。(7) 随着资本主义国家生产力的飞速发展,各国政府的税收能力和信用能力得到了很大的改善,这样中央银行的融资功能逐渐退化,而其管理商业银行储备的功能却日益凸显出来了。

在 19 世纪,欧洲各国的中央银行都逐渐不约而同地发现了自己可以充当“银行的银行”的角色 (Goodhart, 1988),各商业银行在头寸短缺时,都普遍向中央银行要求贷款,补足储备,这样各国中央银行实际上也具有了影响利率水平的能力。正如 Walter Bagehot 在《考察现代中央银行在英国的出现》一文中所说的那样:“一个银行业的储备系统在不经意之间建立起来了,它是许多孤立的事件共同渐进的结果,同时也是一个特殊银行所拥有的特权逐渐积累的结果……”(Lawrence Broz, 1998)。

### 三、支付系统、活期存款合约的特点以及最后贷款人制度的创新

商业银行制度是近代资本主义社会最为伟大的制度创新之一。商业银行沟通了借款人和贷款人之间的联系,从而使人们的流动性风险在整个社会范围内实现了最优分担 (Diamond and Dybvig, 1983)。但是,从 19 世纪到 20 世纪初,资本主义各国的商业银行体系已发展成为一个竞争激烈、数量众多的行业。一些小的商业银行在遇到季节性或是突发性的现金需求冲击时,常常因银行券的挤提而头寸枯竭,最终导致破产。然而个别银行的挤提又很容易在公众心理预期的推动下造成更大范围的恐慌,以至于蔓延到全国。在第一次世界大战期间 (1914 - 1918 年),实行金本位制度的欧洲国家普遍发生了通货膨胀,银行券的币值很不稳定,由银行支付危机引发的金融恐慌在这些国家非常普遍。而美国则在南北战争后 (19 世纪 60 年代) 到 1907 年近半个世纪内,共发生了数十次的大规模的金融恐慌,一些小的局部危机也时有发生。可观察到的现象是金融恐慌往往在那些还未建立起中央银行制度的国家较为频繁,而且破坏也更大。

可见金融恐慌内生于一个发达的商业银行体系之中。深入研究发现,它是由支付体系和存款合约的不稳定性造成的。金融恐慌发生的外部原因是因为整个经济缺乏一个有效的最后贷款人来为遭受流动性冲击的银行提供再贷款救助,我们把这个外因称为货币供给的刚性约束。而恐慌发生的内在原因则是由于存款合约具有不稳定的特性而引起的。后者是由戴蒙德和迪布维格于 1983 年在他们的经典论文《银行挤提,存款保险和流动性》中首先提出的。外部原因往往是危机发生的导火索,而内在原因则是使危机不断放大的机制。商业银行的大发展要求金融体系创新一种新的制度来解决日益频繁发生的金融恐慌,最后贷款人制度正是在这种历史背景下于 19 世纪中后期出现的。

#### (一) 支付体系的不稳定性

支付体系具有不稳定的特点。一个经济中的购买活动

是随机的,在一些特别情况下,如农产品收获季节,偶发性自然灾害等因素往往使人们面临现金短缺(即所谓流动性约束)。银行业的存在大大缓解了各经济主体的流动性约束问题,它使人们的流动性风险在整个社会范围内实现了最优分担。但是某些异常的现金需求往往会给整个银行业造成较大的冲击,使其也面临流动性问题。<sup>⑪</sup> 银行业自身也经常面临流动性短缺的主要原因是,银行作为贷者和借者的中介机构,存在贷款合约和存款合约到期日不匹配的矛盾。如果银行在发生流动性问题时,把非流动性的金融资产(如贷款、有价证券)在市场上变现,转化成流动性的现金,则要付出高昂的代价(贴现损失),而这种贴现损失正是促使银行业在发生货币危机时纷纷倒闭的本质原因 (Diamond and Dybvig, 1983)。从这个意义上讲,商业银行发生支付危机的外部原因在于不稳定的支付系统存在于一个刚性货币供给的金融体系之中。<sup>⑫</sup> 银行业虽然部分解决了微观经济主体的流动性问题,但是它却无法解决包括其自身在内的宏观层面的流动性约束问题。

#### (二) 存款合约的不稳定性

在整个银行史发展过程中,银行挤提是每一次金融恐慌的一个共同特征。那么,什么是银行挤提的始作俑者呢?要回答这个问题,就要对活期存款合约做一番考察。戴蒙德和迪布维格观察到银行与存款人之间的活期存款合约与其他金融合约,如贷款合约、股票合约相比,具有极不稳定的性质:传统的活期存款合约很容易造成银行挤提的发生,而且银行的挤提也很容易传染业内其他商业银行,即具有扩散效应。最终的结果是不论是业绩优良还是业绩差的银行都会因储备的枯竭和高昂的贴现成本而破产。他们认为造成活期存款合约很不稳定的原因是,在存款人与存款人之间的博弈中,存在着“顺序服务约束”。所谓“顺序服务约束”是指,当所有存款人都得到存款开户银行有可能面临破产的传言后,他们所选择的最优策略都是尽可能比别人更早地赶到开户银行排队取款,即使这种传闻的可信度很小。取款人选择这种策略的原因是,由于信息不对称,存款人无法辨别谣传的真假,所以每个人所想的都是,万一其他存款人相信了这种传言去取款,而取款服务是按照排队的先后顺序而不是按照存款人对银行内部经营信息了解的多少服务的,这样排在队尾的人有可能空手而归。在这个博弈的过程中,排在队前的取款人虽然并不增加排在队后面的取款人关于银行是否运转良好的信息,但是他们却增加了队后面的人对银行即将破产的预期,因为即使这家开户银行运转良好,但是在这样大规模挤提冲击下也会遭致破产。“顺序服务约束”,又称为“自我实现的预言”,这是活期存款合约所特有的一种约束。“顺序服务约束”所造成的均衡结果是一种最差的均衡:在这样一个博弈过程中,每一个存款人的行为都是理性的,但最终却导致了一种集体非理性状态,这就是博弈论中所经常提及的“囚徒博弈的困境”。由于银行挤提内生于活期存款合约中,所以,我们认为存款合约的不稳定性是发生金融恐慌的内在原因。<sup>⑬</sup>

(三) 最后贷款人的作用:弹性的货币供给和对存款合约信息结构的改善

最后贷款人制度是随着商业银行的发展而逐渐演化出的一种制度安排:由于支付系统和活期存款合约都具有不稳

定的特点,商业银行的发展客观上要求创新一种新的机构,它能够在各商业银行流动性短缺时向商业银行提供再贷款支持。其制度创新点在于,为整个支付体系提供一种弹性货币供给的机制。如果说商业银行的制度创新解决了个人和企业的流动性问题的话,那么最后贷款人制度的出现则解决了商业银行乃至整个支付系统的流动性问题。除此之外,我们可以从下文的分析知道,最后贷款人制度也能部分解决活期存款合约的不稳定性问题,所以说它在经济社会中最重要的功能是抑制金融恐慌。这主要表现在以下几个方面:

1. 最后贷款人制度是实现货币的弹性供给的一种制度安排

所谓“弹性货币供给”是指,当一国经济在整体上受到流动性冲击时,最后贷款人能够通过“再贴现窗口”或者“公开市场业务操作”等手段,向银行,进而向公众吐出货币;而在货币需求宽松时,最后贷款人收回贷款,回笼货币,从而保持支付体系长期稳定的一种货币供给制度。作为最后贷款人,其发挥弹性货币供给功能的条件是:(1)它有能力统一并管理各商业银行的日常储备,即各商业银行都以其发行的货币作为日常储备;<sup>⑭</sup>(2)它必须在理论上具有不受任何条件限制地发行货币的能力。事实上,只要最后贷款人具备了第一个条件,它就可以部分实现弹性货币供给的功能。<sup>⑮</sup>弹性货币供给的制度安排抽象地说,是最后贷款人向广义债权人针对流动性约束而提供的一种保险服务。所以,理想的最后贷款人制度可以彻底改进支付体系的稳定性,消除爆发金融恐慌的外因——商业银行的流动性约束问题。

2. 最后贷款人制度对活期存款合约信息结构的改进

道格拉斯·戴蒙德和菲利浦·迪布维格注意到一个非常有趣的现象,通过改变活期存款合约的信息结构,存款人之间的博弈会出现几种完全不同的均衡结果。传统的存款合约则是最坏的一种。他们发现,这些均衡结果是和存款人对存款安全性的信任度——对应的,信任度越高则存款合约越稳定。在他们的模型中,他们提出了两种改进存款合约信息结构的方法:(1)为小额活期存款提供全额保险;(2)附加约定条款方法。他们证明这两种改进存款合约信息结构的方法都可以得到最好的均衡结果:杜绝挤提的发生。但是,他们的模型忽略了最后贷款人制度在存款合约信息结构改进方面的决定性作用。实际上,最后贷款人制度才是对活期存款合约的信息结构进行改进的最基本手段。而他们提出的两种解决方案只有在存在最后贷款人制度作为保证的前提下才是有效的。最后贷款人制度具有这样的承诺信息:各储蓄银行在流动性资产短缺时,可以向中央银行以平价的贴现率请求有附加条件的票据再贴现(再贷款)。有了这种承诺信息,存款合约的信息结构将得到很大的改善。首先,这种制度安排是一种弹性货币供给的制度安排,它使得存款人相信,整个宏观经济环境以及各个银行的流动性约束有了根本性的改善,从而提高了存款人对开户银行的信任度。具体表现为存款人不再如“惊弓之鸟”,存款人对一些以前被认为是“破产前奏”的坏消息有了较强的承受力,同时银行自身也有了较强的抵御突发性的非系统流动性风险的能力,从而使“坏消息的溢出量”大大降低。其次,最后贷款人制度的经济学意义在于,最后贷款人向各商业银行提供了一种“季节性 and 突发的流动性约束”的保险服务。流动性风险是无法人为

控制的,它们经常是早期银行业爆发全面恐慌的最主要的触发因素。有了这种保险,商业银行日常储备可以大大减少,从而增加了商业银行的竞争力和实力,使商业银行抗击风险的能力大大增强。最后,中央银行的存在,给予存款人一个强有力的信号,一旦某银行发生挤提,政府会督促最后贷款人对其进行救助,不会束手无策地任事态扩大。从这个意义上说,“顺序服务约束”将会随着排队提款的人数的增加而降低。<sup>⑯</sup>所以说,最后贷款人制度可以大大改善存款合约的信息结构,从而有力地抑制发生金融恐慌的内因——存款合约的不稳定性。

当然最后贷款人制度并不能完全抑制银行“挤提”现象的发生,要完全抑制银行“挤提”的发生还要借助戴蒙德和迪布维格提出的两种方法:(1)为小额活期存款提供全额保险。这是一种基本上能杜绝挤提现象发生的制度安排:每个存款人在事前就被被告之,即使银行真的破产了,他们在事后也能获得全额赔偿。这样,即使开户银行发生了流动性问题,甚至即将面临清算,存款人也没有积极性去排队提款,挤提也就不可能发生了,更不会蔓延。存款保险制度可以彻底改善存款合约的信息结构,从而使存款人间的“顺序服务”博弈达到一种最好的均衡结果——占优均衡(Diamond and Dybvig, 1983)。(2)附加约定条款方法。戴蒙德和迪布维格提出的第二种改善存款合约信息结构的办法是,银行在签署存款合约的同时,在合约中附加一条“约定条款”：“如银行发现银行提款密度大于某一数值时,银行将自动停止提款,并事先规定停止提款的期限”。有了这样一条事前约束条款,活期存款的信息结构也将得到彻底改善,从而可以杜绝挤提的发生。但是需要注意的是这一方法在运用中会出现银行和存款人之间的逆向选择问题。<sup>⑰</sup>

如果仔细研究第一种改善存款合约信息结构的措施,我们就会发现,存款全额保险制度实际上也是“最后贷款人机制”在发生作用。如果把存款保险机构看成是“最后贷款人”的话,活期存款的全额保险相当于在危机发生时,存款人直接向存款保险机构要求再贴现(绕过银行这个中介),贴现的依据是存款人持有的存单(相当于一种票据)。而在通常情况下,最后贷款人制度的实施程序是,存款人向银行要求提款,如果这时商业银行头寸短缺,它就以手中持有的商业票据(相当于债权合约)为抵押,向最后贷款人请求再贴现,取得贷款,然后向存款人支付提款。由此可以看出以上两种过程,虽然形式和程序不同,但本质却是一致的。即两个过程都有一个“最后贷款人”,而且都达到了解决流动性约束的弹性货币供给的功效。所以,存款全额保险这种制度安排实质上也是利用“最后贷款人”的原理,来改善活期存款合约的信息结构的。

但是,大家肯定会有这样的疑问,既然存款保险机构这种“特殊的最后贷款人”能够彻底解决银行挤提问题,那么传统意义的最后贷款人是不是多余的?答案是否定的,存款保险机构只能是后者的一种补充形式,而不能取而代之。首先,最后贷款人制度能够在危机发生前解决由于季节性、突发性,甚至是银行经营失误造成的短期流动性约束问题,而存款保险机构则没有这种能力。其次,如果没有最后贷款人制度,存款保险改善活期存款信息结构的功能是不可置信的。只有存款人在已知存在一个具有无限弹性货币供给(理

论上)的强大的最后贷款人,能够在各商业银行头寸暂时短缺时提供再贴现服务,存款人才有理由相信保险机构所做出的保险承诺。<sup>⑧</sup>如果把金融恐慌比作是随时可能泛滥的洪水的话,那么最后贷款人制度就相当于一座大坝,而存款保险制度仅相当于安置于大坝上的泄洪闸门。如果大坝不存在了,闸门也就失去了赖以存在的基础和依托。最后,如果不存在一个弹性货币供给的最后贷款人,则各商业银行抗击流动性风险的能力必然变弱。这样,银行的破产概率将大大提高,在这样高的银行破产率的经济环境中,任何一种性质的存款保险机构都是无法长期生存的。所以从根本上说,最后贷款人制度是改善活期存款合约信息结构,从而抑制金融恐慌发生的关键所在。

我们在这里指出了三种优化存款合约信息结构的方法,它们都具有改进均衡结果的功效。但是,正如我们在前面已经提到的那样,这三种改进措施的重要性不是居于同一水平线的。传统的最后贷款人制度虽然不能达到最好的均衡结果(彻底防止银行挤提),但是,这一制度却是改善存款合约信息结构的的最基础的同时也是最重要的制度安排。而另外两种制度设计是在最后贷款人制度的基础之上发挥作用的,所以说是两种补充性质的制度改进方法。

综上所述,最后贷款人制度不但能彻底解决引发金融恐慌的外部原因——交换经济中的流动性约束问题,而且它也能在很大程度上改进传统存款合约的信息结构(它的变形形式——存款保险制度甚至能完全抑制银行挤提的发生),从而抑制金融恐慌的内因发生作用。由于金融恐慌内生于发达的商业银行体系,所以,随着商业银行业的发展壮大,作为一种抑制金融恐慌的有效手段,最后贷款人制度也就成为人们的一种必然选择。

#### 四、现代中央银行制度的形成

虽然早期的中央银行随着其垄断权利的积累而使其天然具有了充当最后贷款人角色的功能,但是,我们认为中央银行制度和最后贷款人制度并不是天然合一的,它们具有不同的制度演进的路径。中央银行制度最初是作为一种政府快速融资的工具而被创新出来的,其制度演进的结果是中央银行垄断特权的积累使其实际上(并不一定是在法律上)垄断了货币的发行,并在此基础上具有了管理商业银行储备的实力,与此同时其融资功能则随着资本主义国家的税收能力和信用能力的增强而逐渐退化了。而最后贷款人制度则是在商业银行体系发展到一定程度后出现的,它在没有中央银行的国家通常采用“银行联盟”(如清算所协会)为具体的制度载体,它的产生是为了解决内生于发达的商业银行体系之中的金融恐慌问题。

最后贷款人制度最初起源于商业银行间的拆借行为。由于各商业银行在日常借贷业务中经常出现头寸短缺或盈余的情况,所以银行间经常发生短期借贷的行为。但是,当所有的商业银行都面临季节性或突发性的提款冲击下,就很难找到一个头寸盈余的银行进行短期借款,这样使各商业银行的生存面临很大的威胁。所以,在19世纪中后期以及20世纪初期,金融恐慌在欧美各国非常普遍。如果在当时,一国拥有一个中央银行的话,各商业银行就可以向这个实力强大并具有货币发行权的中央银行贷款,以解决自身的流动性

不足的问题,这时中央银行就实际上充当了最后贷款人的角色。但是,一个可观察到的现象是,在1900年以前,世界上只有14个国家拥有中央银行(见表2)。所以,在更多不存在中央银行的资本主义国家,必须创新一种最后贷款人制度,来解决日益严重的金融恐慌问题。

表2 1900年之前的中央银行

	银行	成立日期(年)
瑞典	瑞典风险银行(Sverige Risksbank)	1688
英格兰	英格兰银行(Bank of England)	1694
法国	法兰西银行(Banque de France)	1800
芬兰	芬兰银行(Bank of Fenland)	1811
荷兰	荷兰银行(Nederlandsche Bank)	1814
奥地利	奥地利国民银行(Austrian National Bank)	1816
挪威	挪威银行(Norges Bank)	1816
丹麦	丹麦国民银行(Danmarks National Bank)	1818
葡萄牙	葡萄牙银行(Banco de Portugal)	1846
比利时	比利时国民银行(Belgian National Bank)	1850
西班牙	西班牙银行(Banco de Espana)	1874
德国	德国风险银行(Reichsbank)	1876
日本	日本银行(Bank of Japan)	1882
意大利	意大利银行(Banca D'Italia)	1893

资料来源:Lawrence Broz(1998)。

最后贷款人制度创新的一个很好的例子就是于19世纪后半叶在美国大行其道的清算所协会(Clearing House)。美国虽然临时性地在1791年和1816年分别成立了第一、第二国民银行(期限都是20年),但是由于美国传统自由主义的政治价值取向和对垄断势力深深的恐惧,再加上美国联邦制的政治架构,使得中央银行这种集权化的垄断力量很难在美国这样的国家生存下来。所以,第一、二国民银行分别于1811年和1836年关闭。但是在美国频繁发生的金融恐慌,促使银行业自己创新了一种新的合作抗击挤提风险的制度形式——清算所协会。1854年,第一家清算所在纽约成立,它由当地一些资本金大于50万美元的银行组建,会员银行要为清算所支付服务费。会员银行同时也必须向清算所提供详实的帐务数据,以备清算所审查头寸的损益。清算所主要向会员银行提供两种形式的服务,第一,清算所为会员银行间的日常帐目往来提供结算服务;第二,当清算所发现某家会员银行头寸短缺时,会组织其他会员银行动用各自的储备向该银行提供贷款,甚至发行贷款凭证来结算银行间的借贷差额。<sup>⑨</sup>

到1914年美联储成立时,在美国各大城市内清算所已发展到162家。这种制度创新是挣扎在金融恐慌边缘的美国银行业为寻找最后贷款人这一角色而做的一项卓有成效的尝试。在1893年美国银行危机中,至少有十余家清算所发行了超过6800万美元的贷款凭证。而在1907年的危机中,清算所创造了价值约5亿美元的各种类型的现金替代物,当时美国通货总量也才仅有30亿美元(Smith Vera,1936;崔之元,1997)。

可见,最后贷款人制度和早期的中央银行制度在本质上是可以相互分离的,它们可以采用不同的制度载体。但是,在充当最后贷款人方面,早期以融资为目的而逐渐演变出的“中央银行”制度形式,先天具有比其他制度形式更好的优势。关于这一点,我们可以通过对清算所制度形式弱点的分析来得到进一步的证实。首先,清算所力量比较薄弱,它不可能实现完全弹性的货币供给。由于清算所是把会员银行的储备集中在一个盘子里,实现了系统内流动性风险的最优



分担,并且可以利用贷款凭证这种货币创造工具降低沉淀资金,但是其货币供应的弹性有限。个别银行出现支付危机时,其作用是有效的。而一旦出现全面性的支付危机,清算所很难有效地控制局面了。第二,清算所一般都是由一些有业务往来的银行组成,但是对于那些诸如信托公司、证券公司等非银行金融中介却没有被纳入这个系统。而在当时,这些中介性金融企业已在金融体系中占有举足轻重的作用<sup>②</sup>。

由于19世纪末各国的中央银行在垄断特权的长期庇护下,已发展成为垄断国家货币发行,并实际管理着各商业银行日常储备的实力雄厚的银行,所以在这些国家,人们都不约而同地发现中央银行具有充当最后贷款人角色的功能。这样拥有中央银行的国家纷纷借助中央银行来抑制不断发生的金融恐慌。但是,在那个时代,中央银行大多具有私人的性质,这在维护国家金融安全方面有很大的缺陷。我们以英格兰银行为例来说明这一点。英国在1847、1857和1866年先后发生了金融恐慌,在英国这些早期发生的金融恐慌,虽然都因存在一个强大的英格兰银行,并在政府的干预下得到平息,而且其造成的破坏力,也不如在那些没有中央银行的国家破坏力那么大。但是,在拥有当时世界上最为实力雄厚的中央银行的英国也频繁发生金融恐慌的事实说明英格兰银行作为最后贷款人的制度安排有很大缺陷。首先,英格兰银行作为一个私人性质的银行,与其作为最后贷款人角色是相冲突的。作为一个逐利的银行,追求利润最大化的努力总是使之把储备保持在最低的水平(因为储备不产生利息收入)。这个最低水平是以自身支付的安全性作为考虑基础的;其次,为整个金融系统的安全计,政府不可能把银行券的发行决策权无限制地下放给私人性质的英格兰银行。所以在危机期,明哲保身的生存哲理使之在有限的储备条件下,首先想到的是保全自身的安全,而不愿把储备贷给其他银行。而且它还会把贴现率定得很高,限制了各商业银行的再贴现能力。英格兰银行作为最后贷款人,其莫棱两可的地位直到19世纪末才有所改观(崔之元,1997)。由此可见,中央银行有效行使最后贷款人角色的途径只能是中央银行国家化。

在20世纪初的美国,由于缺乏一个强大的中央银行,其金融体系被认为是世界上最糟糕的金融体系。在经历了一系列金融恐慌折磨之后,美国的一些经济学家如Sprague(1909)、银行家如White和Johnson(1909)通过比较美国与英国、加拿大等国的金融系统现状发现,必须建立一个像英格兰银行那样的最后贷款人来统一管理全国储备,才能从根本上抑制金融恐慌的发生。并且认为,它必须是一个能够在危机期提供充分弹性的货币供给,充当最后贷款人角色的政府性质的机构。只有这样,才能从根本上增加国民对银行系统的信任度,增强银行业在危机时期抗击风险的能力。<sup>③</sup>

美国于1914年建立的联邦储备委员会(美联储)是针对西欧各国中央银行制度进行移植和改进的产物,其和欧洲各国早期建立的中央银行的不同之处在于,美国政府更为看重中央银行能够充当最后贷款人的功能,而不是其融资功能,而且,美联储从一开始就实现了国家化(虽然它含有少量私人股份)。美联储的建立被视为是现代中央银行制度确立的标志,在30年代各国普遍废除金本位制而采用信用货币体制以后,现代中央银行制度最终成型。在1900年之前,世界

上只有14个国家建立了中央银行(见表2),到20世纪初18个,1950年59个,1990年161个(Forest Capie,1998),中央银行制度之所以能在20世纪大量扩散应该说得益于美国对中央银行能充当最后贷款人角色的发现以及信用货币体制的引入。<sup>④</sup>现代中央银行制度把最后贷款人制度融入了早期中央银行的融资功能之中,所以说,现代中央银行制度最基本的制度特征是它的最后贷款人的功能,其次才是其垄断货币发行的功能,即所谓融资功能。

## 五、现代中央银行最后贷款人功能的延伸:金融监管、独立性和货币政策功能

现代中央银行的“显化功能”——货币政策功能与金融监管功能,以及中央银行制度近年来的发展方向:中央银行的独立性趋势,都可以归结为是对中央银行最后贷款人制度变迁过程的延伸。金融监管功能和中央银行的独立性趋势来源于中央银行最后贷款人制度所可能引起的两种“道德风险”问题。而中央银行的货币政策功能则是对中央银行最后贷款人功能在宏观经济层面的人为发挥。

### (一)中央银行的金融监管功能与中央银行的独立性趋势

中央银行作为一个最后贷款人,向整个经济提供了一种弹性的货币供给机制。弹性的货币供给制度最大的优势在于,它能在短期内熨平一国经济“流动性”的波动,从而在很大程度上缓解内生于发达的商业银行体系并频繁发生于19世纪下半叶和20世纪初的金融恐慌问题。但是弹性货币供给的制度安排在信用货币体制下也有不利的方面,这牵涉到两个方面的道德风险问题。<sup>⑤</sup>

首先,是来自政府方面的道德风险。这首先是指政府在后常常把商业银行归还的贷款挪用为财政资金,而不从流通中退出,或者是政府利用自己的权威,直接命令中央银行向财政透支,也就是说,政府在铸币税的享用上存在着道德风险的可能性。其次,弹性的货币供给制度向政府提供了能够影响宏观经济绩效的货币政策手段,从而使它产生了利用“意外的货币政策”提高就业和产出水平以及出口能力的动机。但是,公众的理性预期机制往往使政府的“意外的货币政策”失败,最终可能是只产生了通货膨胀,而产出和就业仍停留在原来的水平上,这就是所谓货币政策的动态不一致性。这是政府在货币政策操作上的道德风险问题。政府在这些货币供给上的软预算约束是造成通货膨胀的根本来源。抑制政府在货币弹性供给方面的道德风险的一个有效办法就是采用相对固定的货币供给规则。但是,这需要一个可置信的“承诺技术”来保证政府执行货币政策规则的可信度,而中央银行在法律上独立的制度安排则是一个很好的“承诺技术”。由此看来,中央银行的独立性要求是现代中央银行制度变迁过程的延续,它同时也是中央银行最基本的制度特征——最后贷款人功能的客观要求。

货币弹性供给的第二个道德风险问题是指来自于商业银行的道德风险问题。弹性货币供给的承诺降低了各商业银行进行有效风险管理的压力,从而使那些经营管理不善的银行也能与业绩良好的银行一起以同等的平价贴现率得到流动性支持。如果贴现行为发生得过于频繁,而且贴现率又很低时,中央银行的弹性货币供给政策就相当于以很低的成

本向各商业银行提供了一份长期沉淀资金,这不利于商业银行的运营效率。如果中央银行通过过分抬高贴现率的方式来惩罚经营不善的银行,中央银行作为解决流动性约束的最后贷款人的功能也就部分地失去了。<sup>④</sup>所以,中央银行需要在道德风险成本和危机发生的可能性之间做出权衡。通常应付商业银行道德风险的对策有三条,一是将贴现率适度抬高(稍高于同期短期货币市场利率);二是实行法定准备金制度;三是将享受贴现好处的各商业银行纳入中央银行的监管视野内。其中第三条在实践中最为重要。我们知道最后贷款人功能是针对那些具有偿债能力,但暂时缺少流动资金的金融企业,而不是那些由于过度风险经营而资不抵债的企业,因此,中央银行在行使最后贷款人角色时,一定要对金融机构的内部经营信息有充分的了解,即中央银行有必要对各商业银行(包括所有被纳入贴现对象范围的非银行金融机构)进行金融监管。所以说最后贷款人功能引申出了中央银行的金融监管功能。中央银行实现监管功能的一个有效途径是:通过在中央银行内开立结算帐户的办法使中央银行获得商业银行资产负债情况的即时信息。开立这种帐户有三个功能:(1)可以监管银行的最低储备情况;(2)可以实现银行间的统一结算,方便银行间的业务往来;(3)有利于中央银行掌握各银行金融机构经营状况和流动性方面的信息,从而能及时发现和解决银行业内的潜在风险。<sup>⑤</sup>在这里我们必须指出的是,由于中央银行金融监管的必要性来源于中央银行的最后贷款人功能所可能导致的银行的道德风险问题,所以中央银行在具体实施金融监管功能时,需要围绕这个中心展开工作。

## (二) 中央银行的货币政策功能

现代货币政策的出现是和两个相关事件的发生紧密联系在一起,一是信用货币(特别是现代法定信用货币)的出现,另一个就是中央银行的最后贷款人身份的确立。在纯粹的金本位制下,不可能存在现代意义的货币政策(Ben Bernake and Harold James, 1990)。它受制于黄金储备的限制,如果不存在大规模的黄金流入和黄金流出,则国内物价水平和利率水平是稳定的,货币政策在这种前提下甚至是多余的。中央银行作为最后贷款人的角色,发挥着稳定金融系统的作用。但它在宏观经济意义上又是现代经济生活的一次深刻的革命。中央银行在发挥最后贷款人作用的同时,引申出了现代意义的货币政策这个概念。信用货币的出现使中央银行作为最后贷款人角色有了可资利用的手段,而这两个概念的结合又客观上为国家制定应付宏观经济波动的货币政策提供了可能性。现代货币政策的三大工具:贴现率、公开市场业务操作和法定准备金率,无一不是在信用货币体系中中央银行发挥最后贷款人功能的具体表现形式。

我们在前文中已经提到,法定准备金是在中央银行承担了各商业银行的最后贷款人角色的前提下,防止道德风险而采取的一种强制性存款准备的制度安排。很明显,它也是统一管理商业银行储备的一种具体措施。如果降低法定准备金率,可以把它看成是中央银行增加对商业银行的贷款,反之则是减少贷款。所以说“法定准备金率”这种货币政策是对中央银行最后贷款人功能的一种具体的发挥。通过改变法定准备金率,可以调节基础货币存量的结构以及货币乘数的大小,从而达到调节货币供给总量的目的。由于改变法定

准备金率对货币供给具有巨大的影响,所以这种政策工具很少被货币当局采用。

再贴现率政策工具是对现代中央银行的最后贷款人功能在宏观政策层面的一种最为直接的运用。通过改变再贴现率,中央银行可以改变商业银行再贷款的成本,从而影响利率水平和信用扩张的力度。但是运用这种政策工具也会遇到各种限制。首先,中央银行提供再贴现服务要面对商业银行的道德风险问题。如果中央银行的贴现率低于一些流动性较差但回报率较高的有价证券时,各商业银行有利用中央银行提供的这种“特别服务”套利的动机。比如说,贴现率是10%,而政府债券的利率是12%,当某商业银行遇到短期流动性问题时,它的选择不会是把政府债券在市场上变现,而是到中央银行要求再贷款,它可以从这个过程中套利2%。再进一步说,如果商业银行频繁地向中央银行要求贴现,并用借来的资金进行套利或者是开展贷款业务,那么在商业银行中就会长期沉淀下来一块“再贴现资金”,这相当于中央银行向商业银行垫付了一块营业资金,如果这种情况出现的话,再贴现就变成了一种实惠,而不是一种保险服务了。还有更为严重的情况是,如果商业银行在中央银行再贴现制度庇护下,去从事高风险的投资活动,这将会增加整个银行业的风险,使金融业更不稳定。由此可以看出,如果不谨慎对待中央银行的再贴现服务,就很有可能把好事变成坏事。又由于中央银行采用这种货币政策工具时,并不能直接控制货币的供给量,而是依靠市场的力量间接实现其政策目的的,它存在政策的时效性,甚至于使政策的实施无效,所以中央银行处于一种被动的地位。这些内在的缺陷说明贴现工具是一种力度有限且很被动的调节手段。<sup>⑥</sup>

公开市场业务操作是指中央银行在金融市场上买卖有价证券(主要是短期政府债券)的活动。这种政策工具也是最后贷款人制度的一种变形形式,两者都能达到弹性货币供给的功效。不同之处在于前者是最后贷款人与具体的商业银行发生关系,而后者是最后贷款人与货币市场直接发生关系,目的都是为了达到弹性货币供给的目的。公开市场业务操作是发达国家最主要的货币政策工具,被称为“发达国家最重要的稳定经济的武器”(刘祖霞、陈勇, 1996)。操作公开市场业务这种货币政策工具会产生三种不同的政策效应。第一种政策效果是它可以直接改变基础货币的供应量,从而实现调节货币供给的目的。所以,中央银行通过公开市场业务操作可以直接控制基础货币的增加或减少的数量,从而能够比较主动地达到既定的货币政策目标。公开市场业务操作所能达到的第二种政策效果是,它可以直接和间接地影响利率水平。首先,增加或减少基础货币本身能最终改变利率水平,这是通过货币市场供求机制来完成的,有时滞效应。<sup>⑦</sup>第二种政策效果是中央银行可以通过影响国债的价格来直接调节利率水平。当国债需求增加,国债的价格将会上升,而平均利率水平则会下降(国债价格与利率水平的变动方向相反),两者互动的灵敏度非常高,几乎不存在“时滞效应”。第三种政策效果是,它可以改变利率的结构,进而影响对不同利率有不同敏感度的贷款和投资,实现多重政策目标。由于国债可以有各种品种(按利率和期限划分),所以,中央银行如果有选择地买卖不同种类的国债品种,则可以起到调节整个金融市场利率结构的功能。因此,公开市场业务操作这



种货币政策工具具有比较优势:它具有比其他两种政策工具更大的灵活性和主动性。从这个意义上说,它是一种最为理想的政策工具。<sup>②</sup>

## 六、结论

现代中央银行在一国经济中的突出地位和重要作用是毋庸置疑的。然而,对于大多数拥有中央银行的国家(包括我国)来说,可能并未经历中央银行制度变迁的历史全过程,其建立的中央银行大多是对制度进行模仿和移植的产物,它在很大程度上只是一个制度形式的学习过程,而其内涵,却往往被人们忽略甚至淡忘了。这样就容易造成人们在认识和实践上的不足。我们知道,虽然各国中央银行的具体制度形式是千差万别的,但是肯定存在某种共同的内在本质的东西,把千差万别的制度形式统一到现代中央银行制度这个范畴上来。要寻找这样一个制度的内核,制度变迁的历史分析方法可能是一个很好的分析工具。

本文采用的就是这种分析方法。我们对中央银行制度变迁的分析结论是:现代中央银行制度背后隐含着两个完全不同的制度变迁过程,一个是指以财政融资为主要功能的古典中央银行制度的制度变迁过程,另一个是指能够实现弹性货币供给的最后贷款人制度的制度变迁过程。<sup>③</sup>这两种制度在发达的商业银行体系建立起来以后被人为地融合为一体,并使其国家化,形成了在信用货币体制下,如今被各国普遍采用的现代中央银行制度。1914年美联储的建立是这两种制度相互融合的标志,而美联储对中央银行最后贷款人功能的强调说明它是现代中央银行最为重要的制度特征。也正是由于这一制度特征在现代中央银行制度中的凸显,才引发了自美联储建立以来现代中央银行制度在20世纪世界范围内的加速扩散。

中央银行制度在美联储成立以后,其制度变迁的路径不再延续古典中央银行财政融资的制度变迁路径(虽然其财政融资功能依然存在)。相反,其制度变迁路径已经转向最后贷款人制度演变这条道路上了。由我们的分析可知,现代中央银行的两个“显化功能”:金融监管功能和货币政策功能,以及中央银行独立性的制度要求都能从中央银行的最后贷款人功能找到对它们的解释,所以我们可以把它们看做是现代中央银行制度变迁过程的延续。金融监管功能是针对中央银行的最后贷款人功能所可能导致的商业银行的“机会主义”行为而采取的一种补救措施;中央银行的独立性要求则是针对最后贷款人功能所带来的政府在弹性货币供给方面的道德风险问题的一种抑制措施;而现代中央银行的货币政策功能则是对中央银行最后贷款人功能在宏观经济层面的一种人为的直接运用。并且,通过分析具体的货币政策工具在中央银行发挥最后贷款人功能过程中所受到的约束条件,我们可以评价出各货币政策工具在现代经济中的相对重要性。我们的结论是,“公开市场业务操作”应该成为一国货币政策的最为重要的工具,而在使用贴现率政策工具和法定准备金率政策工具时则要相当谨慎。

### 注释:

所以美联储的建立过程又可看成是对古典中央银行制度和最后贷款人制度的一个有意识的融合过程。

这里需要指出的是,中央银行财政融资功能的客观能力随着

最后贷款人制度的出现是增强了而不是退化了。但是,现代经济社会已不再看重中央银行的这项融资功能,相反,随着中央银行理论和实践经验的不断的丰富以及税收能力和信用能力的不断增强,中央银行的融资功能又有被抑制的趋势。

所谓“搭便车现象”是指由于公共品的消费具有“外部性”,公众对这种产品的消费具有“非排他性”的特点,所以人们的普遍心理是“免费搭车”。它会导致公共品的私人供给无法实现。张五常把这里的“外部性”表述为“产权缺位”(见张五常:《经济解释》,北京,商务印书馆,2001)。

由此可以看出,中央银行天然就是政府财政资金的管理者。

所谓“一致性”、“对称性”假设是公众能从公共品的供给中享受到无差别、一致性的好处(如市民对公共道路、良好的空气条件等公共品的享用,就是无差别的、均质的)。

诺思和温格斯特(North and Weingast,1989)在《西方世界的兴起》一书对政治制度创新的分析实际上暗含了这种分析框架,因为他们对制度创新分析的焦点集中于社会的一个次级集团——富人阶层。马克思的阶级分析框架也能看到这种理论的影子。

例如,我国的某些大的湖泊是由某些渔业公司经营,渔业公司需要投资湖泊的环保并进行生态环境的维护,同时,它们也可以从渔业捕捞中获得可观的收益。在这里,“良好的湖泊生态环境”就是一个“复合产品”。

所谓垄断租金,是指私人部门通过从政府那里取得一定垄断权利,而获得的在市场竞争条件下无法获得的收益。

这些好处和优惠包括:禁止其他银行发行银行券,以政府借款为依据对等发行银行券的特权,对政府财政资金的垄断管理权等。

商业银行系统储备逐渐单一化的趋势,在19世纪已建立中央银行的欧洲各国是一种普遍现象(Goodhart,1988)。

①例如,美国在1914年以前,每当农产品收获季节,银行业都会面临一个短期的大的现金需求的冲击,这种冲击的外在表现是异常高的季节性短期利率的波动(见Milton Friedman,1968 and Anna J. Schwartz,1963)。

②正是这样一个刚性的货币供给体系的存在,使各商业银行无法解决流动性约束的问题(包括个别商业银行由于经营不善而发生的支付危机),这是促成早期金融恐慌的最直接的原因。

③活期存款合约虽然内生有银行遭受挤提的可能性,但是,它也是一种能使存款人所面临的流动性约束风险在存款人中最优风险分担的合约,也就是说银行对存款人提供了一种服务,它能使每一个存款人都可以在需要现金时,从银行获取流动性支持,并且还能获得确定的利息回报。这就是为什么传统的活期存款合约虽然内生有银行挤提的可能性,银行仍能够吸收到存款的原因(Diamond and Dybvig,1983)。

④这实际上表明最后贷款人在客观上必须垄断货币的发行。所以,单一货币制度来源于最后贷款人制度,而不是来源于国家主权。

⑤当最后贷款人统一管理各商业银行的日常储备这一条件满足时,各商业银行之间也相当于实现了流动性风险的最优分担,所以说这时最后贷款人部分实现了弹性货币供给的功能。关于风险的最优分担可参考《微观经济分析》(瓦里安,经济科学出版社)中的相关文章。

⑥具体地说,排队提款的人越多,则政府拯救的可能性和力度就会越大,从而人们去排队提款的积极性就会越低,其最终的均衡结果很可能是没有一人去排队(至少对于不很严重的流动性问题是这样的)。

⑦这是因为对于银行一方,如果某家银行在合约中附加这一条款,则给予存款客户的信息是:存款到我这里有一定的风险。如果另一家银行在存款合约中不附加这一条款,则生意将被这家银行抢去。所以最终的结果是所有的银行都不会在合约中附加这一“约定条款”。而对于存款人一方,其最优的策略也是选择没有这一附加条款的银行作为开户银行,因为存款人无法了解关于银行资产质量和管理水平的内部信息,所以,对于一个理性的存款人来说,选择一个没有附加条款的银行作为开户银行将更加可靠。由于信息不对称所导致的“逆向选择”,使得这种改进活期存款合约信息结构的措施无法依赖市场机制来实现。一个有效的解决办法是政府出面拟定一个银行行业的管理条例,强制所有的银行都在其存款合约中注明这一条款,这样就可以实现这一改进措施了。

⑧存款保险制度只是保证存款人利益的最后手段,而最后贷款人的再贷款功能才是商业银行预防和克服危机的最重要的缓冲带。

⑨这里隐含了至少两种制度上的创新。第一种创新,有点类似于现代银行业的同业拆借市场,即把所有会员银行的储备都集中在一个盘子里,以应付个别银行的支付危机。第二种创新是,清算所所发行的贷款凭证近似于现代银行再贴现的功能。这种贷款凭证只需会员银行向清算所提供担保品,就可以获得清算所开出的贷款凭证,

它可用于会员银行间的轧差(有时这种贷款凭证甚至可以当作现金在公众中流通)。这样就节约了一大笔长期沉淀下来的用于银行间结算的宝贵储备资金,从而使银行系统能集中力量应付对公众的支付。

②由于这些金融机构没有被纳入清算所系统,清算所很难获得这些机构偿债能力的信息,从而不能及早发现并及时对其进行拯救。1907年发生于美国的那场金融恐慌就是由于纽约城市信托公司的支付危机引发的,如果不是纽约银行界最终决定联合对其救助,这次危机很可能会波及到整个银行业。根据 Mben 和 Tallman(1992)的研究,1907年纽约城市信托公司的贷款量迅速下降了37%,而同时纽约城市国民银行的贷款量却上升了8%(崔之元,1997)。这充分说明,由于信托投资公司被排除在清算所协会之外,在这些信托投资公司储备资金由于挤提而出现严重不足时,而没有得到清算所协会的及时救助。

③他们认为建立这样一个中央银行,是一种疏堵并举的措施。“疏”是指疏导国民的恐慌心理;“堵”是指在银行业发生流动性问题时,能够向银行提供充分弹性的再贷款,使各银行和其他非银行金融机构在危机期,不再受到流动性的约束,从而能够迅速堵住恐慌蔓延的缺口。

④美国于20世纪20年代金融体系金融稳定的良好局面可以在很大程度上归因于美联储的建立。但是弗里德曼认为,虽然联邦储备法规定美联储的主要责任是向商业银行提供流动性支持,但由于当时人们并未充分认识到美联储的最后贷款人功能,所以美国也没有能够避免在20世纪30年代发生的金融崩溃(Friedman, M., 1968)。Bernake(1995)认为30年代初世界普遍发生的金融崩溃的原因是一次大战后各国普遍恢复了金本位制,造成欧洲黄金大量向美国外流,从而发生普遍性的通货紧缩,而美国虽然黄金储备充足,但是当时的银行当局并未主动承担起向经济提供流动性支持的责任,即并未主动采取货币扩张政策措施阻止通货紧缩和经济衰退。这也在一定程度上反映出西欧和美国当时并未充分认识到最后贷款人制度的宏观经济功能。

⑤所谓道德风险问题是指,各当事人为了谋取各自的经济利益而签订合同,而在签约后,各当事人都有在不遭受严重损失的情况下违约的“机会主义”动机,即道德风险问题。产生道德风险问题的根源有两个,一是各当事人信息的不对称;二是合约具有不完备的特性。

⑥因为各商业银行完全可以在市场上通过支付高贴现金的方式把自身非流动性资产转化成为流动性的货币来应付挤提,所以各国中央银行普遍采用的做法是,针对各储蓄存款银行,实行无差别的但是有贴现条件限制的平价贴现政策。中央银行在向商业银行贴现时一般会要求该商业银行提供充分的证据证明其贴现要求是正当的和绝对必要的,所以实际发生的贴现行为是非常少的,它一般出现在危机时期(Frederic Mishkin, 2000)。

⑦当然,中央银行实现金融监管还可以采用其他途径,如开业审批制度、定期检查制度等等,这不是我们在这里需要研究的问题。

⑧中国人民银行至2003年2月已经连续8次降息,并在积极的财政政策配合下,才使通货紧缩的不利局面得以扭转。而美国在2002年连续11次降息,联邦贴现率从6.5%降到1.75%,仍未使美国经济摆脱衰退的不利局面,这在一定程度上反映了再贴现政策工具的局限性。

⑨一般来说,增加货币供给在初期会降低利率水平,但是随着投资和消费的增长,以及物价的上升,利率水平将逐渐反弹,甚至超过原来的水平(Milton Friedman, 1968)。

⑩需要注意的是,由于公开市场业务能够影响货币市场利率。所以,这就需要它和再贴现货币政策工具之间进行配合,只有这样,才能达到最理想的货币政策效果。否则,将会导致相互冲突的政策效果。

⑪前一个制度变迁过程的最好实例是英格兰银行(建立于1694年)的演变过程,而后一个制度变迁过程的最好实例则是发生于19世纪后半叶至20世纪初从清算所协会到美国联邦储备委员会的制度变迁过程。

#### 参考文献:

1. 黄达:《宏观调控与货币供给》,北京,中国人民大学出版社,1997。
2. 王广谦 主编:《中央银行学》,北京,高等教育出版社,1990。
3. 谢平:《中国金融制度的选择》,上海,上海远东出版社,1996。
4. 道格拉斯·诺思:《经济史中的结构与变迁》,中文版,上海三联书店、上海人民出版社,1994。
- 道格拉斯·诺思:《西方世界的兴起》,中文版,北京,华夏出版社,1997。

5. 奥尔森:《集体行动的逻辑》,中文版,上海三联书店、上海人民出版社,1995。

6. 孙国峰:《信用货币制度下的货币创造和银行运行》,载《经济研究》,2001(2)。

7. 崔之元:《不完全市场与中央银行》,载《经济社会体制比较》,1997(4)。

8. 王燕:《从私人股份银行到中央银行——英格兰银行三百周年回顾》,载《上海金融》,1995(10)。

9. 刘扭霞、陈勇:《我国中央银行公开市场业务的条件分析》,载《山西统计》,1997(12)。

10. Barro, Robert J., 1987. *Macroeconomics*. 2d ed. New York: John Wiley and Sons Press.

11. Bernake, Ben S., 1995. "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach." *Journal of Money, Credit and Banking*, 27, No. 1, pp. 1 - 28.

Bernake, Ben S., 1990. "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison." Working Paper.

Bernake, Ben S., 1988. *The Evolution of Central Banks*. The MIT Press.

12. Broz, Lawrence, 1998. "The Origins of Central Banking: Solutions to the Free - Rider Problem." *International Organization*, 52, No. 2, pp. 231 - 268.

13. Champ, Bruce; Smith, Bruce D. and Williamson, Stephen D., 1996. "Currency Elasticity and Banking Panics: Theory and Evidence." *Canadian Journal of Economics*, No. 4, pp. 828 - 864.

14. Capie, Forest, 1998. "The Evolution of Central Banking." Working Paper.

15. Colomatto, Enrico and Macey Jonathan R., 1998. "Central Banking in the European Monetary Union: A Public Choice Perspective." Working Paper.

16. Diamond, Douglas W. and Dybvig, Philip H., 1983. "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity." *The Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, pp. 401 - 419.

17. Freeman, Scott, "The Payments System, Liquidity, and Rediscounting." *The American Economic Review*, Vol. 86, No. 5, pp. 1126 - 1138.

18. Friedman, Milton, 1968. "The Role of Monetary Policy." *The American Economic Review*, Vol. 58, No. 1, pp. 1 - 17.

Friedman, Milton, and Schwartz, Anna J., 1963. *A Monetary History of the United States 1867 - 1960*. Princeton University Press.

19. Gorton, Gary, 2001. "Panics, Coalitions, and the Origin of Central Banking." Working Paper.

20. Gregory, T. E., 1925. "What Can Central Banks Really Do?" *The American Economic Review*, Vol. 15, No. 1, pp. 53 - 59.

21. Gossman, Richard S., 1994. "The Shoe That Didn't Drop: Explaining Banking Stability During the Great Depression." *The Journal of Economic History*, Vol. 54, No. 3, pp. 654 - 682.

22. Lucas, Robert E., 1993. "Review of Milton Friedman and Anna J. Schwartz's 'A Monetary History of the United States, 1867 - 1960'." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 34, pp. 5 - 16.

23. Mishkin, Frederic S., 1999. "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, pp. 579 - 605.

24. Mben, Jon R. and Tallman, Ellis W., 1999. "Why Didn't the United States Establish a Central Bank until after the Panic of 1907?" Working Paper.

25. Towey, Richard E., 1974. "Money Creation and the Theory of the Banking Firm." *The Journal of Finance*, Vol. 29, No. 1, pp. 57 - 72.

26. Vera, C. Smith, 1936. *The Rationale for Central Banking*. Liberty Press, Reprint in 1990.

27. Sprague, O. M. W., 1909. "Central Banks." *American Economic Association Quarterly*, Vol. 10, No. 1, pp. 359 - 369.

28. Stigler, George J., 1974. "Free Riders and Collective Action: An Appendix to Theories of Economic Regulation." *Bell Journal of Economics and Management Science*, 5, pp. 359 - 365.

29. White, Horace and Johnson, Joseph French, 1909. "Central Bank: Discussion." *American Economic Association Quarterly*, Vol. 10, No. 1, pp. 28 - 31.

(作者单位:国务院发展研究中心金融研究所 北京 100010)  
(责任编辑:Q)