

# 西方最后贷款人理论的发展与评价

周 厉

**摘要：**充当最后贷款人是中央银行的一项主要职能，也是西方经济学研究的热点问题之一。古典最后贷款人理论从中央银行对付系统性危机的实践出发，从宏观上论证了最后贷款人存在的必要性、中央银行作为最后贷款人的可能性和现实性，并从收益和成本衡量的角度出发，提出了具体政策措施——巴吉特原则。伴随着20世纪70年代以来金融危机的频繁发生以及危机理论的发展，当代最后贷款人理论从多角度深化了对最后贷款人制度的合理性、经济效应、政策措施的研究，使最后贷款人制度的理论基础更加接近现代金融环境，在研究视角、手段、方法和成果上出现了进步和创新。当代最后贷款人理论受到了当代西方经济学两大宏观经济思潮——国家干预与自由放任交替式地分别占据主流地位的局面的影响，所有争论最后都归结到一个焦点问题上，那就是作为公共部门的中央银行是否应该对市场进行干预以及应该怎样进行干预。

**关键词：**最后贷款人 中央银行 银行危机 系统性风险

## 一、古典最后贷款人理论及其验证

对于中央银行充当最后贷款人行为的研究，最早源于弗朗西斯·巴林爵士(SIR Francis Baring)，1797年他在《英格兰银行成立之研究》一文中，将英格兰银行向身处危机中的其他银行提供的流动性贷款称为“最后贷款”，这是关于“最后贷款人”(Lender of Last Resort,简称LOLR)的首次阐述。1802年，亨利·桑顿(Henry Thornton)在对1797年英格兰银行终止兑付银行票据的行为进行考察后，在《大不列颠纸币信用的本质和效用观察》一文中，对最后贷款人的概念和方法进行了首次系统性的论证。1873年，瓦尔特·巴吉特(Walter Bagehot)出版了《伦巴德街》(Lombard Street)一书，重新论证了桑顿的许多重要观点，并全面阐述了最后贷款人理论，提出了著名的巴吉特原则：“在有良好的抵押物的基础上，以高利率进行无限制的贷款”。

桑顿和巴吉特的论述构成了古典最后贷款人理论的核心，他们的基本观点有：

(一)最后贷款人的首要职责是保护流通中的货币供应量。他们从经验中得出结论，恐慌会引发通货紧缩，导致失业增加、产出减少，“对信用造成全面打击”并“给英格兰带来灾难”(Thornton, 1939)。因此，当金融恐慌来临时，中央银行首先应维护流通中的货币总量，进而保障整个经济的正常运转。中央

银行之所以能够承担此项最后贷款人职能是与其自身特点分不开的。首先，中央银行拥有货币发行权，就拥有了对外部货币资源的独有的控制，可以通过创造高能货币满足任何紧急性的流动性需求；其次，中央银行是黄金储备的保管人，当挤兑发生时，可以通过暂时增加自身的货币发行量来满足这些提款，防止流通中货币供应量的急剧萎缩；第三，中央银行与其他银行不同，它承担着公共责任，不是对某些股东负责，而是对整个经济负责。

(二)最后贷款人的目标是维护整个经济体系的整体利益，而不是救助某个特定的机构。古典学派分析了最后贷款人作为宏观经济管理者的角色问题，并充分考虑到了道德风险(Moral Hazard)的影响，明确提出了仅仅只给好的机构贷款并任由那些缺乏清偿力的机构破产的政策。桑顿写道：“没有任何理由让英格兰银行去承担因商业银行卤莽经营带来的不良后果，如果英格兰银行这么做的话，将会鼓励商业银行没有远见的行为。要让商业银行在成立之初就知道可以寻求援助，但是也要让他们经常地意识到想要寻求援助是件很困难的事情。救助不应该太过于及时和自由，这样避免了那些行为不端的银行不用承担他们行为带来的后果，救助也不能够不足或者太慢，导致最终对公众的利益造成影响。”桑顿对那种一旦银行危机发生必将损害经济整体利益的说法也表示了质疑，他指出，那些大规模、经营

不善的银行会以此为借口向中央银行寻求援助,或许任由他们破产对整体经济更好,因为资源再分配对经济的促进作用将超过这些银行倒闭的不良效应。巴吉特将最后贷款描述成影响到整个银行体系的危机发生时的一剂良药,而不是用于应对一个孤立的、或者仅会对几家银行带来影响的危机事件。他不赞成最后贷款成为防止非常巨大或者关键性银行因经营不善导致的破产的工具,认为这样做并不是缓解恐慌所必需的。巴吉特强调指出,恐慌会被各种各样的事件触发,“在恐慌来临的混乱时期,一家机构的倒闭会引发多个机构的倒闭。”问题是,如何去“阻止最初的失败”造成的“派生出来的失败”。他提出的解决方法是,给予整个金融体系流动性保障,而不是仅仅对出了问题了的银行贷款。

(三) 最后贷款人的行为必须和长期的货币稳定增长目标保持一致。古典学派关注到了中央银行的角色冲突问题。一方面,中央银行承担着稳定货币的职责,必须持续、适度地控制货币发行的规模和速度,维持货币在固定汇率下的可兑换性或者在浮动汇率下防止发生通货膨胀。另一方面,中央银行承担的最后贷款人职能,又使其在恐慌来临时,往往会被迫临时性地放松或废除对货币发行的管制,采取扩张性的货币政策,增加货币的发行。这样,在中央银行稳定的货币增长政策和应急性的最后贷款人政策方面往往存在矛盾,这就是“中央银行的两难选择”。

(四) 最后贷款人应该向借款人收取惩罚性利率,并且要求他们提供良好的抵押品。古典学派认为,中央银行有最后贷款的义务,但是应该对这部分贷款收取相对高的利息,这样做能够促使银行在向中央银行申请最后贷款前充分利用市场资源和融资渠道获得流动性,通过市场价格来分配稀缺的流动性资源,阻止对中央银行的过分依赖,提高整个金融体系的分配效率。使用惩罚性利率还可以保护国家的黄金储备不被耗尽,而且保证了一旦危机结束,银行会立刻归还贷款,使最后贷款行为不过分偏离中央银行维持长期货币稳定的轨道。巴吉特区分了借款人和用于抵押的资产的种类,他认为,不应该对中央银行接受的抵押品或借款人的种类进行限制,任何一个能够提供良好担保的机构,无论是厂商、银行、还是声誉良好的任何人,都应该有资格成为英格兰银行贷款的对象,而任何一种良好的抵押品,无论是可转换债券、政府债券、或者“所有好的银行票据”都可以作为中央银行可以接受的抵押品,判断这些抵押品是否良好的标准不是看它们在危机中的市场价值,而是看它们在正常时期的资产价值。

(五) 为了消除不确定性,在危机发生前就宣布

最后贷款人的政策。古典学派认为,在恐慌来临时,中央银行未必要实际地给予贷款,而只是暗示将会这么做就足以终止恐慌了。最后贷款人的职责不仅在于给予贷款支持,而且也包括在未来的危机发生前,就预先宣布将会在危机时给予无限制的贷款。巴吉特指出,“公众有权知道我们最终的银行储备的持有人是否认识到了他的职责,并且做好了承担职责的准备。”他认为,这种保证将消除人们对最后贷款人行为不确定性的预期,将有助于化解未来的风险。

古典最后贷款人理论在19世纪中期英格兰银行对抗系统性危机的实践中开始得到了大量的运用,19世纪中期以后,绝大多数的发达国家都建立了中央银行,并由中央银行承担了金融市场上流动性管理的责任,中央银行的出现对整体经济活动来说是有很大积极作用的,它减轻了危机和经济周期的严重危害(Miron,1986),在中央银行体系下最后贷款人政策也逐步成为西方各国中央银行应对危机的一项重要手段。根据《美国历史数据》中报道的数据计算,1875-1914年期间,美国银行破产率每年都低于1%,而且只比非银行业的破产率略高一点,银行年破产率仅在1877、1878及1893这3年中超过了2%,即使是在被称为“危机年”的1844、1890及1907年中,也仅为1.7%、5%、4%。

## 二、20世纪以来最后贷款人理论的新进展

最后贷款人制度弥补了自由市场的内在缺陷,作为危机救助和管理的关键政策,其理论发展进程与金融危机的出现和危机理论的深化息息相关。20世纪30年代中期到1973年期间,西方国家经历了一段非同寻常的金融稳定时期,其间,人们对金融危机的关注逐渐淡化,在最后贷款人理论上也没有形成大的突破。然而,1972-1973年的危机之后,通货膨胀的压力立刻在世界各国传播开来,石油危机、布雷顿森林体系的瓦解使整个金融体系动荡不安,越来越频繁出现的金融危机和潜在的系统性风险的存在使人们对最后贷款人理论研究的兴趣复苏了。一方面,系统性金融危机的存在验证了最后贷款人制度是具有合理性的,在危机中,常规的机制和融资渠道都失效了,单个机构的倒闭可能因为传染效应对整个银行或者金融体系造成打击,考虑到系统性危机的灾难性后果,建立一种危机的防范机制是很有必要的,在实践中,很多国家的中央银行将为银行活动构建所谓的“安全网”作为一个重要的目标,以存款保险、监管和管制、最后贷款人制度为核心的银行安全网通常被认为有助于减少了恐慌性挤兑的发生(Friedman,1959)。另一方面,在微观层面上,在最

后贷款人功能应该如何付诸实施和最后贷款人是否应该干预等问题上又存在着激烈的争论,越来越多的人认为,“银行安全网”式的救助行动导致了银行更多的风险承担意愿,最后贷款人的救助活动甚至被指责为不仅没有终止危机,反而导致了危机的日益盛行。20世纪后半期,伴随着银行危机理论不断发展,关于最后贷款人理论的研究成果在西方经济学界大量涌现,对最后贷款人行为及其影响的分析也成为金融学 and 中央银行实践中被广泛讨论的重要问题。1999年,在德国法兰克福的金融研究中心和英国伦敦经济与政治学院分别就最后贷款人的问题举行了两次专题研讨会,对最后贷款人理论进行了集中讨论,一系列学术成果得以发表,使西方经济学界对最后贷款人理论的关注和研究再一次达到了高潮。

当代最后贷款人理论集中围绕着最后贷款人存在的必要性和巴吉特原则在现代金融市场条件下是否依然有效这两个基本命题展开,主要的理论观点有:

#### (一) 最后贷款人存在的合理性

在最后贷款人存在的合理性问题上存在争论。货币学派认为,在危机中,只要银行同业拆借市场仍然维持高效运转,那么具备清偿力的银行永远不会缺乏流动性,向这些银行提供过多的流动性是不必要的,当从市场上获得流动性更加便宜、更加便捷时,银行寻求最后贷款人支持是毫无道理的(Milton Friedman; Anna Schwartz, Chari and Kehoe, 1999)。相反,银行学派则从危机的形成机制和造成的负外部性的角度出发,论证了最后贷款人存在的必要性:(1) 银行的特征决定了挤兑行为易于发生:银行资产负债平衡表的显著特征是“借短贷长”,资产是大量的缺乏流动性的长期贷款,负债则绝大部分是没有担保的短期存款,而订立存款合同的基础是银行预先向存款人承诺资金是可以随时或者在预先通知的情况下马上以面值得到偿付的,资产与负债的不匹配性决定了银行容易遭受到存款者的挤兑,一旦出现流动性问题,在得不到外部援助的情况下,银行只有变现资产,或者折价销售,这又会进一步引起存款人对风险的警觉,存款人出于协调问题而加剧挤兑的行为,从而导致银行从缺乏流动性迅速转化为缺乏清偿力而破产。1983年, Diamond 与 Dybig 首次建模对流动性危机进行了分析,他们的流动性危机模型是一种多重均衡的博弈,从而奠定了对银行体系中的金融脆弱性进行模型分析的基础,论证了任何能够引发存款人相信其他存款人可能从银行提取存款的具有不确定性的外部事件都会导致银行挤兑,在流动性危机中银行如果不寻求外部支持,就难以

避免挤兑引发的破产。(2) 信息不对称使具有清偿力的银行一样容易遭到挤兑。通过在协调问题中引入不完全信息的概念,证明除了外部事件以外,如果银行的稳健性是不确定的,不同的贷款人关于银行状况是否良好具有不同的看法,在挤兑发生时,挤兑行为本身是一个容易被存款人观察得到的信号,某一存款人比其他存款人更快地取出存款是具有合理性的(Morris and Shin, 1999)。在一个多银行的体系下,由于信息不对称,存款人会收到不完全的信息,出于清偿的外部化和信息的外部化引起的羊群效应,“无效率”的恐慌将会发生,存款人将对那些具有清偿力的银行进行挤兑(Chen, 1999)。(3) 代理问题也导致挤兑容易在银行业发生。由于存款人并不能很容易地获得银行状况的信息,存款人与银行的管理者之间就引发了代理问题,如果存款人认为管理者的行为是不够谨慎的,他们可以用提款的方式来约束管理者,这也就造成了挤兑(Calomiris and Kahn, 1991; Davis, 1995)。(4) 市场失败导致市场不能顺利地提供流动性正是金融危机的特征。信息的外部化将导致银行间市场遭到破坏,由于“柠檬市场问题”的存在,使得同业市场上那些有流动性剩余的银行很难弄清楚有流动性需求的银行的动机和资产负债的真实情况,在危机发生时,银行同业市场变得越来越谨慎,也越来越不愿发放同业贷款,这样的后果是,银行同业市场就此崩溃,即使是具备清偿力的银行也无法顺利地市场上获得流动性(Flannery, 1996)。同时,每家银行都会因为自己如果缺乏流动性时难以从市场上借到款,而会拒绝借款,因此,银行同业市场的流动性将会枯竭(Freixas, Parigi and Rochet, 1998)。(5) 银行挤兑的传染性给整个金融体系带来巨大的系统性风险。与其他银行相比,银行业更加容易发生挤兑传染,无论是“信息性挤兑传染”抑或是“非信息性挤兑传染”,这是因为,一方面存款人对存款的银行的内部信息通常都缺乏足够的、准确的了解,因而在恐慌出现时,无法区分银行的不同,当一家银行或部分银行倒闭时,存款人出于对其他银行的清偿能力的关注和对无法得到偿付的担心,将会采取行动争取尽快地从银行中取出存款,这种行为的极端表现形式就是银行的挤兑及挤兑的传染(Diamond and Dybig, 1983)。另一方面,银行是同业市场的积极参与者,亦是支付系统的主要结算者,银行的内在关联性导致金融系统成为一个脆弱的网络,在这个网络中,遍布着银行之间彼此关联的借方-贷方的关系,一旦一个很小的危机出现,都会通过敞口在系统内不断地被放大,从而给整个系统带来巨大的风险(Solow, 1992)。当代经济学者从模型和实践的角度对挤兑的传染渠道和机制进行了

多角度的研究,证明银行挤兑的传染性具有引起其他银行乃至整个金融体系震荡的溢出效应,其结果可能会导致更大范围的挤兑,危及公众对整个金融制度的信心,影响银行系统功能的发挥,最终会对宏观经济造成沉重的打击,这些研究从不同侧面验证了金融体系的脆弱性,在现代金融市场上,单个银行的失败将有可能导致整个系统遭受到“瀑布般快速坠落的冲击”(Allen and Gale, and Freixas, Parigi and Rochet)。当代最后贷款人理论中比较一致的看法是,由于信息不对称及市场失灵导致即便是具有清偿能力的银行在危机中都无法获得流动性贷款,挤兑通过传染效应给整个金融体系带来系统性风险,从而会引发更为严重的危机,最终给实体经济带来损害,因此,公共部门在必要时承担干预的职责已经成为必需。

## (二)最后贷款人功能是否应该由中央银行承担

在这一问题上亦存在着不同的观点。Bordo (1990)从验证最后贷款应该扮演的角色出发,通过对历史上发生的银行危机事件及中央银行在这些危机中的最后贷款人政策进行实证研究,得出结论:公共部门可以提供最后贷款人功能,但是公共部门不一定必须是中央银行,如1934年美国联邦存款保险的出现,缓解了美国的银行危机问题。Timberlake (1984)则通过对1857-1907年期间的美国清算所联盟的考察,提出了当危机发生时,私人部门(纽约清算所)是可以通过功能的拓展替代公共部门(联储)发挥作用的。然而,私人部门扮演的最后贷款人,由于提供流动性时受到了季节性波动的影响而难以为继,这种缺乏中央银行的机制被证明是具有内生性的缺陷的,20世纪初,清算所体系瓦解了。

而更多的制度研究则从中央银行的功能、地位等角度出发,通过对19世纪最后贷款人理论的历史著作重新验证和论断、深化和拓展,支持了最后贷款人职责只能也必须由中央银行承担的论点:(1)从部分准备金体系及中央银行对法定货币发行权垄断的角度出发,再次验证了最后贷款人职能应该也必须由中央银行来承担(Humphrey and Keleher, 1984);(2)中央银行的非赢利性和独立性确保了最后贷款人担负的是宏观经济责任而不是微观经济责任,最后贷款人的义务是针对整个经济体系,而不是单个银行;(3)中央银行对信息的把握更为充分:作为一国的货币当局,中央银行能够接触到对银行监管的信息,对银行的评估要比市场上的准确,这使得中央银行在拥有第一手的监管信息的基础上,贷款给那些被同业市场错误地认为是没有偿付能力的银行是有效率的(Berget, 1998);(4)中央银行拥有再贴现、公开市场操作等货币政策工具,能够在流动性缺乏时通

过不同的操作方式予以支持;(5)作为银行的银行,并且作为货币和支付体系的核心,中央银行具有组织私人部门进行流动性支持的优势,使它更加易于成为一个首要的调解人,通过组织其他银行给那些处于困难之中的银行进行协商贷款等方式进行流动性支持(Gannini, 1999)。总之,当代的诸多研究从不同侧面表明,中央银行具有其他公共部门和私人部门无法比拟的优势,更适合作最后贷款人职责的承担者,只有在中央银行体制不存在或者极不完善的情况下,次级的保障机构才会应运而生(Godhart, 1990)。

当代西方经济学者还从中央银行的最后贷款人职责承担的基础出发,对国际货币基金组织(IMF)和欧洲中央银行(ECB)是不是跨越国境的国际最后贷款人问题进行了研究,指出国际最后贷款人与一国国内的最后贷款人存在着本质上的差别:在国际最后贷款人背后并没有一个具有完全的国际权利和税收管理权的政府和世界中央银行,IMF不拥有货币的发行权,也就不拥有发行弹性货币去创造流动性的能力,而ECB则不具备维护欧盟各国国内金融稳定的权利和手段。另外,从国际最后贷款人损失的承担机制上来看,一旦出现损失,在如何对这些损失进行责任分担的问题上,不可避免地存在各国利益难以协调的问题。目前较为一致的看法是,国际最后贷款人角色理论上虽然是可行的,但是具有严重的局限性,理想状态的国际最后贷款人功能目前只是一个概念,在现实中则难以操作。

## (三)最后贷款人政策的经济效应

无论是古典理论亦或是当代理论,在最后贷款人政策的正效应上都存在着比较统一的看法,由于银行只有在无法从其他途径获得流动性支持的情况下,才会向中央银行寻求最后贷款,因此一旦中央银行给予最后贷款支持,其收益宏观上阻止了危机系统性的蔓延、维护了货币政策的稳定、弥补了市场失灵带来的财富损失,微观上使缺乏流动性但是具有清偿力的银行免于倒闭或者资产免遭折价销售的损失,都是明显和易于为人察觉的。

最后贷款人政策的负效应则体现在,如果中央银行错误地给予了缺乏清偿力的银行流动性贷款,一旦银行倒闭将给中央银行的资产带来损失,直接损害纳税人的利益,这可以看作是最后贷款人的直接成本。最后贷款人的间接成本则体现在,容易与长期的货币政策冲突导致通货膨胀风险,容易造成中央银行的声誉损失以及引致“道德风险”和“逆向选择”三方面。在如何看待最后贷款人政策可能引起的道德风险方面,存在着分歧。货币学派继续支持古典学派的想法,认为最后贷款人行为容易弱化

自由市场竞争和优胜劣汰的核心法则,导致负外部性,因此在实施最后贷款人政策之前首先应该考虑和衡量成本,特别是道德风险的问题,他们认为道德风险的影响在于:一是会导致银行的管理者和股东过度的风险承担(Freixas and Rochet,1997);二是由于中央银行作为公共部门会给予将破产的金融机构提供风险资本,这将使得那些没有受到存款保险保障的存款人对于他们存款机构的行为和表现的监管动机弱化(Kaufman,1991;Rochet and Tirole,1996);因此,货币学派认为,只有在对缺乏流动性机构的清偿能力作出正确判断和衡量,得出收益大于道德风险可能带来的负效应的前提下,最后贷款人行为才是正确的。必须指出,货币学派的观点暗含了两个前提条件:一是银行同业市场能够发挥作用;二是对一个陷入流动性危机中的机构进行紧急救助具有高的费用,这主要是在直接导致对纳税人的直接费用和对市场规则的弱化上。

银行学派则对货币学派的观点提出了挑战,Solow(1992)指出,最后贷款人制度与任何性质的保险一样,都不可避免地面临道德风险的问题,但是不能因为道德风险的存在而否定保障的作用。由于累积的链式反应,在金融恐慌中,初始的一个微小差别就会导致最终结果的极大差异。无论银行是否到了无法偿债的境地,一旦其破产威胁到了银行体系的安全,中央银行都应该出手救助。最后贷款人制度提供的保障由于分散风险所获得的社会效用要大于它由于减少了“谨慎”的程度而产生的损失。Goodhart(1999)则把“道德风险无处不在,并且是任何时期中央银行都必须考虑的首要问题”的论点直接形容为一个“神话”。他指出,尽管道德风险是如此广泛,但仍然应该考虑到可能导致的损失程度的问题,如果中央银行拒绝成为最后贷款人,传染性的系统性恐慌将会蔓延,中央银行提供最后贷款人的正效应将会抵消此后道德风险带来的损失。在现实中,中央银行出于维护金融稳定,进而稳定人们对政府信心的角度出发,也绝对不会对危及金融系统稳定的恐慌袖手旁观。Goodhart与Haizhou Huang(1999)建模分析了当最后贷款人同时面临着传染性风险和道德风险时,如何作出权衡,并在数理和归纳论证的基础上得出下列结论:(1)在假设只有道德风险或者只有传染风险存在的单一模型中,当一个造成银行系统不稳的结构性变化出现时,中央银行理所当然地会倾向于拒绝或者满足各种大小商业银行的援助请求,而且并不关心那些银行的规模是否达到了门槛水平;(2)在单一模型中,与纯粹的传染相比,在道德风险下的均衡风险与问题银行的规模相关程度并不太强,尽管均衡风险水平的确由问题银

行的平均规模决定——平均规模越大,均衡风险越大——但这种由规模大小不同造成的风险高低的不同已经不是那么显著了。这和现实吻合:当规避道德风险是中央银行的首要目标时,中央银行总是有很强的动机去拒绝问题银行的最后贷款援助请求。当避免传染风险成为首要目标时,规模大小成为了选择的因素,大银行总是最让中央银行担心的,同时大银行也会要求中央银行采取迅速的最后贷款人行动;(3)在传染风险和道德风险同时存在的动态模型中,银行是否能够得到中央银行的救助,取决于中央银行对传染风险和道德风险负外部性的衡量;(4)系统性风险与银行的规模相关,由于不确定性的存在,使大银行的倒闭及其引起的恐慌造成具有更大的负外部性,导致“太大以至于不能破产”(“Too Big to Fail”),这使得最后贷款人行为的合适度更加难以掌握。

#### (四)最后贷款人政策操作

尽管古典最后贷款人理论依然影响着现在的中央银行政策的制定,但在现代金融环境下,古典学派提出的最后贷款人政策也越来越受到质疑。当代学者结合实证分析,从五个方面对传统的最后贷款人政策进行了批判或补充:

一是在贷款对象上,区分缺乏流动性和缺乏清偿力是不现实的。Goodhart(1995),Lasrea(1997),Goodhart与Huang(1999)指出,现实中,当一家机构面对突然的流动性危机时,中央银行要及时获得详细的信息以作出对其清偿力的正确判断通常来说是很困难的,时间甚至已经来不及让他们进行严格的考察了。另外,尽管在实际操作中,最后贷款人有时可以按照以往的经验进行判断,将明显的最差者淘汰出局,但是在绝大多数情况下,银行的清偿力并不能根据以往的经验来判断,例如,受到未来整个经济状况恶化或者银行折价销售资产的影响,一家具有清偿力的银行也可能很快会变得资不抵债。在这样的环境中最后贷款人应该制定一个清晰的退出战略,并将判断是否进行最后贷款的标准从对清偿能力的判断转变到对是否具有系统性风险的标准上来。

二是在贷款方式上,将最后贷款人行为限定在公开市场操作上是不合适的。古典学派及其支持者认为中央银行只应该通过公开市场操作为整个市场提供流动性支持,而不是直接救助单个机构。例如,当代货币学派认为,公开市场操作是以市场为主导的分配机制的最佳选择,这种方法可以调节货币总量,而不是直接去分配货币,因此,当整个市场发生紧急性的最后贷款需求时,中央银行应该也只通过公开市场操作进行支持(Godfriend and King,1988;Bordo,1990;Schwartz,1992,1995),Humphrey与Keleher认为,即使

是巴吉特也应该会同意这种观点,尽管他一直在描述通过贷款来终止恐慌,而不是通过公开市场来购买资产,这主要是因为“公开市场操作在巴吉特时期并没有得到广泛运用”。对上述观点,当代银行学派从两方面提出了质疑:首先,公开市场操作是货币政策中最为基础的,在正常环境下每天都被中央银行使用着的工具,因此就出现了一个问题,即怎样才能区分中央银行是在给整个市场提供最后贷款或是运用货币政策进行调控。Goodfriend 与 King (1998) 认为,为了满足对储备货币供应需求的增加,储备货币供应将会增加,利率水平将随之上升,从这个角度上看,最后贷款人政策就是一种货币政策,其目的是平滑利率。Godhart (1999) 认为,在实践中,要区分最后贷款人的公开市场操作和非最后贷款人的公开市场操作几乎是不可能的,因此他甚至认为,公开市场操作只能算是一种货币政策而不应算是最后贷款人政策,最后贷款人这个概念应该只能界定在中央银行向私人银行提供流动性支持的情况下。其次,考虑到银行同业市场的失灵将导致具有清偿力的银行贷不到款以及系统性风险的存在等因素,部分学者得出结论,在某些情况下让缺乏清偿力的机构继续存在下去比让它破产的费用要低得多 (James, 1991; Guttentag and Herring, 1983),最后贷款人应该权衡利弊,当利大于弊时,就应该对单个机构进行救助。对当代银行危机处置的案例的经验性研究也表明,对失败银行的处理方法更通常的是注入资本而不是清算。例如,Godhart 和 Schoenmaker (1995) 集中对 24 个国家的有效救助策略进行了举证,通过研究 104 家破产银行的案例,发现其中有 73 例被救助,只有 31 例破产清算。Santomero 和 Hoffman (1998) 回顾了 1985 - 1991 年间美国的最后贷款人政策,发现美联储也经常运用再贴现窗口对那些资不抵债、CAMEL 评级低的银行进行救助。这一方面验证了在实践中最后贷款人对单个机构进行救助是有现实需要的,另一方面也从实证的角度对古典理论中提出的“任由那些大规模或经营不善的银行破产”的政策进行了反驳。

三是在贷款条件上,采取惩罚性利率并要求提供良好的抵押品存在操作困难及弊端。在现代金融环境下,巴吉特原则中以惩罚性利率进行贷款的观点经常受到挑战,在实践中,许多情况下给予单个的具有清偿力的银行紧急性贷款并没有进行罚息,而通常都是以当前的市场利率发放的,例如,在美国的储蓄与信贷协会危机中就出现了这种情况 (Godhart and Schoenmaker, 1995; Prati and Schinasi, 1999)。与巴吉特原则出现这种分歧的原因是多方面的,当代学者通过理论和实证研究发现,如果用高利率进行

贷款将会使银行危机恶化 (Grochett, 1996; Garcia and Plautz, 1998); 给市场一个信号,促成了挤兑,除非秘密地进行;使得管理者更加倾向于采取高风险高收益的战略来摆脱麻烦(“为复苏而孤注一掷”),这种风险在现代金融体系中更加有可能存在。另外,Godhart (1999) 指出,在正常条件下,出于利率、声誉、贷款的便捷程度等方面的考虑,银行更倾向于通过货币市场去调整流动性,而不是直接去向中央银行贷款,除非银行无法在货币市场上满足自身的流动性需求。几乎可以肯定的是,如果这种情况出现,这些银行一般都不可能提供真正良好的抵押品做抵押,而其他银行也不可能在没有良好的抵押的情况下给予它们贷款,它们只有转而求助于最后贷款人。因此,中央银行越是坚持对最后贷款收取“惩罚性利率”,商业银行就越倾向于用它们已经存在的真正意义上良好的抵押品首先从市场上获得贷款。

四是在贷款政策的实施上,应在“模糊”和“保密”的前提下贯彻“政策的透明性原则”。为应对道德风险,当代学者较为一致地赞成在最后贷款人政策的实施上引入“建设性的模棱两可”的概念。10 国集团 (G10) 对最后贷款人采取“建设性的模棱两可”政策作了如下定义:任何预先承诺采取特别的措施去支持一家金融机构的做法是监管当局应该避免的,当局应该对于是否或者什么时候以及在什么样的条件下给予支持保持相机抉择的能力 (BIS, 1997)。Corrigan (1990) 指出,在提供支持时,要引入不确定性的原则,不确定性的压力会使得银行维持谨慎经营,因为它们自己也不知道到底它们会不会得到救助。在实践中,由于不确定性的存在,采取“建设性的模棱两可”是一个复杂的概念,由于在操作上存在着“建设性的模棱两可”,最后贷款人行为变得不那么透明了。中央银行通常在最后贷款的过程中首先要持“保密”的做法,这样做防止了银行的“模仿效应”,也避免了中央银行不得不向公众解释为什么在一样的情况下会采取不一样的处理办法。英格兰银行行长 George (1994) 指出:“我们经常试图秘密地提供系统性支持,如果有人意识到我们是如此地关注着系统的脆弱性,那么我们将被断定为肯定是要提供系统性支持的,这将导致信心的更大范围的丧失,人们将更加关注于这种支持的程度,我们也将很快地发现我们所处的形势,我们将实际上要对所有的银行系统的负债进行承兑。”尽管如此,在“模糊”和“保密”的原则下,对最后贷款人政策进行事后的“透明化”的揭示是有必要的,这一方面有助于在危机中用政策的透明度来减少不确定性,对金融市场起到平静的效果,另一方面,中央银行在处理个案时的判断力也能够在严格的规定和事后良好的政策揭示中取

得平衡 (Enoch, Stella and Khamis, 1997)。从实证上来看,事前事中的“模糊”和“保密”原则与事后的“政策的透明度”之间的配合也是当今中央银行普遍采用的做法,这在英格兰银行 20 世纪 90 年代处理小银行危机的过程中得到了验证,在那次事件中,英格兰银行只对一小部分的小银行进行了秘而不宣的支持,然而,当直接的系统性打击转移了以后,英格兰银行这才向公众揭示了它们的做法并说明了原因。

五是在贷款政策的拓展制度安排上,应针对不同情况,强化对股东和管理层的惩罚约束,从而防范道德风险。在实践中,“惩罚”那些不谨慎经营的管理者和股东被普遍认为是至关重要的, Crockett (1996) 指出:“如果让管理层明确地知道他们会失去工作,股东明确地知道他们会失去资本,那么失败和道德风险的事情就会减轻。”但在现实中,这种情况也有可能发生例外,如在 1995 年的巴林银行危机和 1998 年的美国 LTCM 危机中,某些最高管理层仍然得到了留任而引起了舆论的哗然,其原因是出于在当代的金融环境下,执行官们对内部信息有某种垄断,在危机中这种信息对机构的救助和复苏是具有特别的意义的。

### 三、评价

西方最后贷款人理论的发展来源于中央银行作为金融系统性危机管理者的实践,正是在对金融危机的研究和反思中,引起了人们对公共部门的危机救助功能的研究兴趣。最后贷款人制度弥补了市场的缺陷,为金融体系的稳定提供了一种隐性的担保,因而也成为维系现代金融体系稳定的重要支柱。

古典最后贷款人理论的进步在于,一是从中央银行对抗系统性危机的实践出发,反对古典货币学派主张的完全由“看不见的手”引导,通过对流动性资源的自由竞争,从而实现经济效率最优,进而无须中央银行作为最后贷款人的观点,从宏观上论证了最后贷款人干预市场的原因所在,进而论证了最后贷款人存在的必要性。二是论证了中央银行作为最后贷款人的可能性和现实性,并揭示了中央银行最后贷款人政策的直接成本及间接成本——道德风险,从收益和成本衡量的角度出发,指出了最后贷款人的具体职责——针对整个市场而不是单个机构,提出了具体政策措施——巴吉特原则。

从本质上看,古典最后贷款人理论奉行的仍是新古典经济学的观点,即虽然反对完全由市场主导,主张进行干预,但却认为在干预的过程中,必须以维护自由市场的核心规则——自由竞争和优胜劣汰为前提,同时把防止公共部门直接或间接损失作为重要的出发点。古典最后贷款人理论的不足之处在

于:一是对最后贷款人行为的成本和收益分析还不完全;二是从古典最后贷款人理论的历史背景来看,19 世纪的中央银行体制刚刚建立,大多数的西方国家的中央银行还带有私有的性质特点,出于对中央银行行为动机上的考量,古典学派也认为没有一家中央银行会因为任何良好的意愿而将自己的资产暴露在可能发生的风险之下,导致政策过于从保护中央银行资产的角度出发,过于强调干预的成本;三是忽视了政策发挥效用的前提条件,导致在实际操作中存在理论和实践的背离。

从理论的发展进程来看,20 世纪以来的当代最后贷款人理论从多角度深化了对最后贷款人制度的合理性、经济效应、政策措施的研究,使最后贷款人制度的理论基础更加接近现代金融环境,在最后贷款人研究中引入了博弈论和行为学等新的视野,同时从更多的危机和危机救助案例中进行总结归纳和实证研究,在研究视角、手段、方法和成果上出现了进步和创新。然而,当代最后贷款人理论在上述几个关键问题上却一直处于争论的状态,这种争论随着当代金融环境的日益复杂而更加尖锐和激烈了。通过对当代最后贷款人理论观点进行归纳,我认为,当代最后贷款人理论体系虽然比较庞杂,但追根溯源,受到了 20 世纪以来当代西方经济学两大宏观经济思潮——国家干预与自由放任交替占据主流的局面的影响,当代最后贷款人理论的所有争论实际上最后都归结到一个焦点问题上,那就是作为公共部门的中央银行是否应该对市场进行干预以及应该怎样进行干预。

从理论根源上看,我们同样可以把当代最后贷款人理论分为两大流派:一是以 Humphrey Keleher、Fredman、Schwartz、Kaufman、Godfriend 和 King 等人为代表的自由市场学派,其最后贷款人理论尽管肯定了最后贷款人制度存在的合理性和必要性,但延续了古典学派的观点,认为市场是主流,强调最后贷款人制度潜在的道德风险等问题对资源配置的影响,认为必须对最后贷款人的行为进行严格限定,防止最后贷款人行为可能对市场规则的破坏。二是以 Godhart、Solow 等人为代表的干预学派,他们强烈地反对自由市场学派对最后贷款人行为的限制,认为这些限制的理论前提是不存在的,因此自由市场学派提出的政策成了“乌托邦”,干预学派强调中央银行应该承担公共职责,通过最后贷款人制度对系统性危机进行管理,从而对金融市场进行直接干预,维护金融市场的稳定。

必须指出的是,两种流派都存在片面性:自由市场学派以银行同业市场的有效性等为前提条件,明显地忽视了市场失灵的内在性缺陷,忽视了中央银

行维护金融市场稳定的公共职责和动机,因此对最后贷款人的制度功能揭示不充分;在政策上,过于强调限制道德风险对市场核心规则的破坏和影响,忽视了流动性风险的传染效应对金融体系稳定的影响,提出的严格控制下的最后贷款人政策在操作中往往难以执行。干预学派更多地偏向于肯定最后贷款人行为的收益,但也低估了道德风险对市场基本规则的侵蚀和长远影响,因此两种流派的最后贷款人理论都具有片面性和局限性的特点。

从当代西方中央银行最后贷款人制度的实践来看,在危机处置的过程中,西方中央银行目前实际上更多地采用了干预学派的观点,在现代金融市场上,危机频发已经成为不争的事实,最后贷款人理论的争论将继续存在,最后贷款人政策该继续沿着积极干预的方向发展抑或是向着消极干预的方向调整还是一个有待实践检验的重要问题。

#### 注释:

1974年 Herstatt Bank 在德国宣布倒闭,1974 - 1975年英国发生了 Fringe Bank 危机,1982年爆发了发展中国家债务危机,1994年爆发了墨西哥比索危机,1997年爆发了亚洲金融危机,1998年俄罗斯 GKZ 票据拒付造成了传染性的影响,此间还发生了 LRM 基金濒临破产的事件。

所谓“柠檬市场问题”是出自 Akerlof (1970)对旧车市场的不对称信息的交易情况的分析,他把旧车市场上出售的旧车比喻为柠檬,其核心观点是在信息不对称的情况下,市场上出售的商品都是次优的,质量优良的商品是不会被出售的。

信息性挤兑传染:指存款人基于银行的相似性这种信息作出挤兑的决定,一家银行的倒闭会导致与该银行相类似的其他银行的存款人从后者中取回存款,在信息性挤兑传染中,银行的相似度越高,受挤兑行为影响的可能性就越大。

非信息性挤兑传染:指一家银行的倒闭就会引起范围广泛的银行挤兑,而不基于对银行是否相似的判断,又称为“单纯恐慌性挤兑传染”。

在中央银行与监管部门分设的体制下,应考虑信息的交流和共享程度,以及中央银行得到的信息是不是第一手的、最新的和充分的。

最后贷款人对整个市场进行救助时,将会导致储备货币供应量的增加,而救助一个特定的机构则不会发生这种情况,尽管中央银行的资产构成发生了变化,但货币供应量并没有发生变化。

#### 参考文献:

1. Freixas, Xavier; Gannini, Curzio; Hoggarth, Genn and Soussa, Farouk, 1999. "Lender of Last Resort: A Review of the Literature." *Financial Stability Review*, Nov. .
2. Thornton, Henry, 1802. "An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain," Edited by F. A. Hayek. Fairfield: Augustus M. Kelley.
3. Bagehot, Walter, 1873. *Lombard Street: A Description of the Money Market*. London: H. S. King.
4. Hirsch, Fred, 1997. "The Bagehot Problem." *The Manchester School Journal*.
5. Humphrey, Thomas M. and Keleher, Robert E., 1984. "The

Lender of Last Resort: A Historical Perspective." *Cato Journal*, Spring/ Summer.

6. Bordo, Micheal D., 1990. "The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience." *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review* Jan./ Feb., pp. 18 - 29.

7. Timberlake, Richard H. Jr., 1984. "The Central Bank Role of Clearinghouse Associations." *Journal of Money, Credit and Banking*, February.

8. Godfriend, Marvin and King, Robert G., 1991. "Financial Deregulation Monetary Policy and Central Banking." *Economic Review*, May/June.

9. Kaufman, George G., 1991. "Lender of Last Resort: A Contemporary Perspective." *Journal of Financial Services Research* No. 5.

10. Solow, Robert M., 1992. *On the Lender of Last Resort*. Cambridge University Press.

11. Flannery, Mark, J., 1996. "Financial Crises, Payment System Problems, and Discount Window Loading." *Journal of Money, Credit and Banking*.

12. Godhard, Charles, 1999. "Myths about the Lender of Last Resort." *International Finance*.

13. De Bandt, Olive and Hartmann, Philip, 2000. "Systemic Risk in Banking: A Survey." *Financial Stability Forum*.

14. Diamond, Douglas W. and Dybvig, Philip H., 1983. "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity." *Journal of Political Economy*, 91(3).

15. Allen, Franklin and Gale, Douglas, 2000. "Optimal Currency Crises." *Carnegie Rochester Series on Public Policy*, Vol. 53, pp. 177 - 230.

16. Chen, Yehning, 1999. "Banking Panic: The Role of the First-come, First-served Rule and Information Externalities." *Journal of Political Economy*, 107(5).

17. Allen, Franklin and Gale, Douglas, 2000. "Financial Contagion." *Journal of Political Economy*, 108(1).

18. Freixas, Xavier; Parigi, Bruno M. and Rochet, Jean-Charles, 2000. "Systemic Risk, Interbank Relations, and Liquidity Provision by the Central Bank." *Journal of Money, Credit and Banking*, 32(2).

19. Capie, Forrest, 1998. "Can There be an International Lender of Last Resort?" *International Finance*, 1(2).

20. Schwartz, Anna, 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: American Enterprise Institute.

21. Schwartz, Anna, 1995. "Systemic Risk and the Macroeconomy," in G. Kaufman, ed., *Banking Financial Markets and Systemic Risk: Research in Financial Services, Private and Public Policy*, Vol. 7. Hampton: JAI Press Inc., pp. 19 - 30.

22. Fisher, Stanley, 1999. "On the Need for an International Lender of Last Resort." *Journal of Economic Perspectives*, 13(4).

23. Gannini, Curzio, 1999. "Pitfalls in International Crisis Lending." *Princeton Essays*.

24. Godhard, C. E. A. and Huang, H., 1999. "A Model of the Lender of Last Resort." *LSE Financial Market Group Discussion Paper*, dpo 131.

(作者单位:武汉大学经济学系博士生 武汉 430072  
中国人民银行上海总部 上海 200120)  
(责任编辑: N、Q)