

# 信息约束博弈、中央银行 独立性与货币、金融稳定政策

苗文龙

**摘要：**以中国金融制度现况为基础，通过构建中央银行-政府-金融机构-居民四部门的博弈模型，将中央银行宏观独立性、微观独立性、货币稳定政策及金融稳定政策纳入统一框架之下。信息约束使中央银行与虚增流动风险、极力游说的金融机构博弈时微观独立性受挫，货币稳定屈服于金融体系稳定；与偏好经济增长和通货膨胀的强势政府博弈时货币与金融双稳定政策屈服于增长政策，进一步加剧通货膨胀风险；居民则被动地为通货膨胀、流动性风险买单。十多年来的货币金融政策操作实践为此提供了佐证，因此，重新设计保证中央银行宏观独立性的机制尤为重要。

**关键词：**宏观独立性 微观独立性 货币稳定 金融稳定

## 一、引言

多数国家的货币当局追随瑞典中央银行、欧洲中央银行实行金融稳定政策，明文规定中央银行具有货币稳定与金融稳定两大职能。中国也不例外，《中国人民银行法》规定中国人民银行承担“制订和执行货币政策，防范化解金融风险，保持金融稳定”的任务。然而，货币、金融双稳定政策的实践效果却不尽人意，研究两者的协调有效则显得尤为重要。

Anna J. Schwartz 是较早研究金融稳定与货币稳定之间关系的学者之一，他认为货币稳定可以降低金融不稳定的概率和程度，反之，货币不稳定会引发金融不稳定 (Schwartz, 1988, 1995)。Bordo 和 Wheelock (1998) 将 Schwartz 的这一论述称为 Schwartz 假设，这解释了金融稳定与货币稳定的一致性。此后，许多学者都认为货币稳定有利于金融稳定，如 Kent 和 Lowe (1997)、Brousseau 和 Detken (2001)、Herrero 和 Rio (2003)、Caprio 和 Klingebiel (2003) 等。但同时也有不少学者认为实施货币稳定的政策加大了金融体系风险，不利于金融稳定，如 Miskin (1996)、Cukierman (1992)、美联储公开市场操作委员会 (FOMC) 的官员 Lindsay (1996)、Borio 和 Lowe (2002) 等。国内学者王自力 (2005) 研究了金融稳定与货币稳定的关系，并得出“金融稳定与货币稳定冲突的短期性、一致的长期性”的结论。陆磊 (2005) 在非均衡博弈框架下分析了中央银行微观独立性与最优金融稳定政策。

他们的研究对推进稳定政策的科学有效实施不乏创见，但该领域的研究仍不成熟，还需更为深入地

推进。本文在相关研究文献的基础上，建立博弈战略函数、分析中央银行宏观独立性对货币稳定、金融稳定政策有效协调的决定和影响。当兼顾货币稳定与金融稳定时，“中央银行政策所涉及的利益相关体就不完全是货币政策情形下的政府、公众和货币当局三者的关系，必须增加机构利益” (陆磊, 2005)。我们把政府、中央银行、金融机构、居民统一于信息约束博弈框架之下分析最优双稳定政策的制定、执行，并以实证研究提供佐证。

## 二、模型建立：博弈战略与决策函数

### (一)“经济增长优先”政府的决策效用函数

一国政府的决策目标往往把经济增长摆在第一位，并兼顾就业水平、物价波动、收支平衡及总供求等因素，而经济增长往往和就业水平、物价、总供求及国际收支正相关。因此，借鉴巴罗和戈登 (1983a, 1983b) 的分析，我们把政府决策简化为函数模型：

$$U_g = \alpha_1 (y - y_n) - \alpha_2 (\pi - \pi^e)^2 \dots \dots \dots (1)$$

即政府的效用取决于经济增长水平和物价稳定情况， $y$  为实际经济增长率， $y_n$  为经济自然增长率，为通货膨胀率。边际效用不变时，经济增长率越高越好，因此它以线性方式进入目标函数；而通货膨胀会产生递增的边际负效用；是政府设置在经济增长提高与持久性通货膨胀之上的相对权重。政府的决策就相应地变成了怎样使函数 (1) 取得最大值。

经济增长由卢卡斯总供给函数给定，其形式为  $y = y_n + a(\pi - \pi^e) + e$ 。通货膨胀则由货币供给增长率和货币流通速度干扰决定， $\pi = m + v$ 。政府设定

m时,给定公众预期通货膨胀率 $\pi^e$ 。将两者带入函数(1)得到偏好于经济增长的政府决策模型函数:

$$U_g = \alpha_1 [a(m + v - \pi^e) + e] - \alpha_2 (m + v - \bar{y})^2 \dots \dots \dots (2)$$

那么,政府此时的决策就是求解函数(2)取最大值时的货币供给增长率 $m$ 和经济增长率 $y$ 。

(二)“兼顾货币稳定、金融稳定”的中央银行决策目标函数

中央银行兼顾货币稳定、金融稳定而进行决策时,借鉴陆磊(2005)的分析,我们设计其决策模型函数:

$$V_c(m_p, m_f) = \alpha_1 [(m_p, m_f) - \bar{y}]^2 + \alpha_2 \times \min^2[v_c(m_f|S), v_n(S)] \dots \dots \dots (3)$$

其中,  $(m_p, m_f)$ 是实际通货膨胀率,  $v_c(m_f|S)$ 是中央银行在现有金融监督制度 $S$ 下干预支付体系的波动,  $v_n(S)$ 是仅凭金融监督制度支付体系的波动;  $[(m_p, m_f) - \bar{y}]^2$ 是货币稳定目标,  $\min^2[v_c(m_f|S), v_n(S)]$ 是金融稳定目标;  $m_p$ 是中央银行稳定货币而增减的货币供给,  $m_f$ 是中央银行执行金融稳定职能而增减的货币供给;函数模型(3)还满足下列条件:

$$\frac{\partial}{\partial m_p} > 0, \frac{\partial}{\partial m_f} > 0, \frac{\partial^2}{\partial m_p^2} = \frac{\partial^2}{\partial m_f^2} = \frac{\partial^2}{\partial m_f^2} > 0,$$

$$v(m_f) < 0, v'(m_f) < 0$$

当然,中央银行还遵从信息约束:  $m_f = f[l, v_{t+1}^e]$ 。其中,  $l$ 是中央银行预测 $t$ 期的流动性缺口,即  $l = \bar{l} - v_{t+1}^e$ 是中央银行对 $t+1$ 期金融体系波动的预测。若金融稳定的货币投放与流动性缺口线性相关,并且是金融波动预期 $v_{t+1}^e$ 的递增凸函数,那么信息约束函数满足条件:

$$\frac{\partial m_f}{\partial l} > 0, \frac{\partial^2 m_f}{\partial l^2} = 0; \frac{\partial m_f}{\partial v} > 0, \frac{\partial^2 m_f}{\partial v^2} > 0$$

中央银行的目标就是寻求实际通货膨胀率与目标膨胀率偏离值和金融波动值的最小化,即求解(3)的最小值。

(三)“利润最大化”的金融机构反应函数

金融机构 $i$ 面对中央银行和政府的倾向偏好,我们设计其反应函数为:

$$U_i(l_{di}, p_i) = f_i(l_i) + R_i[l_{di} | (S, m_f), ev(p_i)] - C_i(l_i) - C(l) \dots \dots \dots (4)$$

其中: $R_i[l_{di} | (S, m_f), ev(p_i)]$ 是中央银行维护金融稳定给金融机构 $i$ 所带来的转移收入,  $ev(p_i)$ 是基于 $i$ “游说能力”的预期波动,  $l_{di} | (S, m_f)$ 是在当前金融监管制度 $S$ 和中央银行金融稳定“救济” $m_f$ 下极力虚报的流动性;  $f_i(l_i)$ 是金融机构 $i$ 符合金融监管制度时所获得的安全收益;  $C_i(l_i)$ 是 $i$ 履行监管要求所付出的经营成本;  $C(l)$ 是整个金融机构体系在当前监管制度和中央银行金融稳定政策下的流动性引发的通货膨胀成本,它取决于“投机取巧”金融机构假报的流动性 $l_{di}$ 和个数 $k$ ,以及金融机构的实际流动性 $l_i$ 和个

数 $n$ ,当多数金融机构向中央银行虚报军情而获得救助收入时,会引发通货膨胀,承担相应的挤兑风险成本,  $l = l(l_i, l_{di}, k, n)$ 。并且公式(4)满足条件:  $f' > 0, f'' > 0, R_{pi} > 0, R_{l di} > 0, R_{l di} > 0$ 。

可能存在金融机构 $i$ 和 $j$ 都没有“谎报军情”取得“诈骗收入” $R_i[l_{di} | (S, m_f), ev(p_i)]$ ,那么上面的反应函数则不存在第二项和第四项,但这种均衡很快会被打破。因为,若 $i$ 虚报流动性而获得中央银行金融稳定的“救济收入”, $j$ 没有虚报流动性不但因此而失去“救济收入”,而且承担 $m_f$ 引发的通货膨胀挤兑风险,对于 $j$ 来说极不公平,必然产生仿效 $i$ 的动机,下期获得“公平的收入”。因此,金融机构都具有谎报“军情”取得诈骗收入的偏好,相应的反应函数必然为公式(4)。

(四)居民的效用

就中国金融改革五十多年来的现实,居民多为政策博弈结果的接受者。因此,我们加入居民因素,不是从博弈的角度,而是分析博弈中福利损失的承担者。我们设计其效用函数为:  $U_h = r(l, m) + \bar{r}_m - (m) - C_h(l)$ 。  $r(l, m)$ 是在货币供给增加 $m$ 、金融体系流动性为 $l$ 的情况下所获得经济增长、货币稳定、金融稳定政策收益,  $\bar{r}_m$ 为可能获得的金融机构破产赔偿固定收入,并承担相应的通货膨胀损失 $(m)$ 和金融机构破产损失 $C_h(l)$ 。

三、模型求解:无信息约束最优解与信息约束博弈均衡解

(一)中央银行与金融机构博弈解:微观独立性与货币稳定、金融稳定

1. 无信息约束时中央银行最优决策

不存在信息约束时,选择最优 $m_p$ 、 $m_f$ 函数(3)的一阶条件为:

$$\begin{cases} \frac{\partial V_c}{\partial m_p} = 2 \alpha_1 [(m_p, m_f) - \bar{y}] \frac{\partial}{\partial m_p} = 0 \dots \dots \dots (5) \\ \dots \dots \dots \\ \frac{\partial V_c}{\partial m_f} = 2 \alpha_1 [(m_p, m_f) - \bar{y}] \frac{\partial}{\partial m_f} = 0 \\ \text{若 } v_c(m_f|S) > v_n(S) \dots \dots \dots (6) \\ \dots \dots \dots \\ \frac{\partial V_c}{\partial m_f} = 2 \alpha_1 [(m_p, m_f) - \bar{y}] \frac{\partial}{\partial m_f} + 2v = 0 \\ \text{若 } v_c(m_f|S) < v_n(S) \dots \dots \dots (7) \end{cases}$$

联立式(5)和(6)或式(5)和(7),可得强势微观独立中央银行不受信息约束情况下最优的稳定货币的 $m_p^*$ 和稳定金融的 $m_f^*$ 。此时,中央银行能够将稳定货币与稳定金融两者有机结合,统一于波动最小的目标通货膨胀框架之下。

2. 信息约束下中央银行的两难决策

存在信息约束时,中央银行选择最优 $m_p$ 、 $m_f$ 函数(3)取决于等式(6)和金融机构微观决策,我们此时纳入微观金融机构的博弈策略。



微观金融机构个体由于能够观察到中央银行为稳定金融流动性而采取的救助措施,加上别的个体可能会“虚报军情”获得“诈骗收入”而自己则白白承担整体流动性风险加大的成本,不可避免地产生利用自身“游说能力”夸大风险、获取“诈骗收入”的动机。因此他们具有虚增流动性危机的偏好,在获得“合法收入” $T_i(l_i)$ 的前提下尽可能多地获得中央银行救济性“诈骗收入” $R_i[l_{di} | (S, m_f), ev(p_i)]$ 。但金融机构投机的同时也承担了相应的风险成本,履行监管要求的成本  $C_i(l_i)$  自不必多言,重要的是  $C(1)$ 。那么金融机构个体决策就是取得函数(4)的最大值,其一阶条件为:

$$\begin{cases} \frac{\partial U_i}{\partial l_{di}} = R_{l_{di}} - C_{l_{di}} = 0 & \dots\dots\dots (8) \\ \frac{\partial U_i}{\partial p_i} = R_{p_i} - C_{p_i} = 0 & \dots\dots\dots (9) \end{cases}$$

由方程组(8)和(9)可解得金融机构个体的最优值  $l_{di}^*$  和  $p_i^*$ 。此时,微观金融机构个体最优决策将满足当前金融监管制度而获得的收益视为外生前提,把大量的注意力集中在充分利用“游说能力” $p_i$ 、尽力隐瞒自身信息虚增实际流动性水平  $l_{di}$  上。

若中央银行强势微观独立,自然不会为金融机构的蛊惑“游说”而改变原来的最优决策,此时货币稳定与金融稳定仍然统一于目标通货膨胀框架之内,选择决策  $m_p^*$  和  $m_f^*$ 。

若中央银行弱势微观独立,迫于种种“压力”和“威胁”,稳定货币币值的货币调控  $m_p^*$  理论上不变,但金融稳定的货币调控  $m_f$  外生取决于金融机构的行为,均衡解  $m_f^*$  必然改变为  $m_f^{**}$ 。此时最大限度地满足了金融机构产生“道德风险”获取“诈骗收入”,并提高了整个通货膨胀水平,使货币稳定政策屈服于金融机构决定的金融稳定政策之下。Kent和Lowe(1997)以及Brousseau和Detken(2001)均认为,“一个着眼于长期货币稳定的货币政策,不可能避免短期内通货膨胀超过可接受的水平,因为金融体系内不稳定的潜在因素使得短期内必须接受超额的通货膨胀。”金融稳定与货币稳定的冲突,首先来自于对陷入困境的机构的救助可能使通货膨胀率偏离目标,从而使在问题出现时货币当局处于尴尬的两难境地。”(王自力,2005)。所以,中央银行的微观独立性、信息充分程度决定着其货币稳定政策与金融稳定政策是协调还是冲突。

**(二)中央银行与政府博弈解:宏观独立性与货币稳定、金融稳定**

中央银行与政府博弈均衡不但取决于中央银行的理性决策,更要考虑政府的综合决策。根据上文函数模型设计,政府此时决策就是求解函数(2)取最大值时的货币供给增长率  $m$  和经济增长率  $y$ 。在已知  $e$  和给定  $\theta$  的条件下,选择最优  $m$  的一阶条件为:

$$\frac{dU_g}{dm} = a_1 - 2a_2(m + v - \bar{y}) = 0 \dots\dots\dots (10)$$

则求得政府决策解:

$$m = \frac{a_1}{2a_2} - v, y = y_n + \frac{a_2}{2a_2} + a_1 - av + e \dots\dots\dots (11)$$

由解(11)可分析出,政府偏好于经济增长时,必然提高权重  $a_1$ 、降低权重  $a_2$ 。而最优通货膨胀率和货币流通速度  $v$  由制度、经济发展水平、交易技术等长期因素决定,短期内不发生变动,则政府的偏好必然导致较高货币供给增长率  $m$ ,进而提高了实际通货膨胀率。下面我们分析两者博弈均衡状况,为分析方便,将区分为强势宏观独立中央银行和弱势宏观独立中央银行。

**1. 无信息约束时中央银行与政府博弈解**

若不存在信息约束,强势宏观独立中央银行最优决策必为稳定货币的  $m_p^*$  和稳定金融的  $m_f^*$ ,政府决策  $m$  自然顺从于这一结果。此时,货币稳定政策与稳定金融政策仍统一于目标通货膨胀框架下,但此时经济增长率可能偏离政府偏好的经济增长率,尽管从长期来讲前者更稳妥。

尽管中央银行掌握信息充分、决策合理,但它若为弱势宏观独立中央银行,其决策必然取决于政府的决策结果,即稳定货币的  $m_p$  和稳定金融的  $m_f$  顺从于  $m$ 。此时,对稳定货币和稳定金融有不同的影响:第一,若  $m_p^* < m < m_p^* + m_f^*$ ,货币稳定政策可以得到保证,但金融稳定政策受损,整体上仍不能实现目标通货膨胀;第二,若  $m > m_p^* + m_f^*$ ,金融稳定政策得到保证,但货币稳定政策受损,通货膨胀水平高于最优水平。两种情况都使稳定政策屈服于增长政策。

**2. 信息约束下中央银行与政府博弈解**

当存在信息约束时,我们分为四种情况讨论:第一,中央银行不但强势微观独立、而且强势宏观独立,此时中央银行既不受微观金融机构之“蛊惑”,又不受宏观政府压力,货币稳定与金融稳定仍然统一于目标通货膨胀框架之内,选择决策  $m_p^*$  和  $m_f^*$ ;第二,中央银行强势微观独立、但宏观不独立,中央银行面对金融机构“游说”时能保持理性决策,但面对政府强大压力时不得不屈服,因此博弈均衡为政府的  $m$ ,这对稳定政策的影响同无信息约束时弱势中央银行与政府博弈解;第三,中央银行弱势微观独立、但强势宏观独立,中央银行面对金融机构的“虚报”与“游说”,决策均衡为稳定货币币值的货币调控  $m_p^*$  和外生取决于金融机构行为的  $m_f^{**}$ ,此时同信息约束弱势微观独立中央银行博弈决策,结果提高了整个通货膨胀水平,使货币稳定政策屈服于金融机构决定的金融稳定政策之下;第四,中央银行弱势微观独立、弱势宏观独立,中央银行与金融机构博

弈取得均衡决策  $m_p^*$  和  $m_r^{**}$ , 面临政府决策博弈时又顺从于均衡解  $m$ , 但如果  $m_p^* < m < m_p^* + m_r^{**}$ , 还能保证稳定货币政策的执行, 金融稳定政策受损不大, 若  $m > m_p^* + m_r^{**}$ , 政府与金融机构双重通货膨胀压力配合使稳定货币、稳定金融的双稳政策严重受损。

### (三) 居民的无奈选择: 承担流动性风险、缴纳通货膨胀税

根据函数, 若居民以自身效用最大化来决定  $l$  和  $m$ , 那么满足条件:

$$\begin{cases} \frac{\partial U_b}{\partial l} = \frac{\partial r}{\partial l} - \frac{\partial c}{\partial l} = 0 & \dots\dots\dots (12) \end{cases}$$

$$\begin{cases} \frac{\partial U_b}{\partial m} = \frac{\partial r}{\partial m} - \frac{\partial c}{\partial m} = 0 & \dots\dots\dots (13) \end{cases}$$

由方程(12)和(13)分析得出, 居民的效用取决于金融机构的现实流动、中央银行金融、货币稳定政策和政府经济增长政策三者之间的均衡结果, 即存款股票等投资收益与金融体系流动性风险成本及通货膨胀成本的比较。

表 1 中国人民银行 1999-2005 年金融稳定性救助不完全统计

目的	手段及时间	对象	金额(亿元)
国有商业银行不良资产剥离	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
		长城资产管理公司	3 458
		东方资产管理公司	1 162
		信达资产管理公司	474
	小计	6 041	
	2004年第二次不良资产剥离, 按 50% 名义价格收购中、建、交三行 3201 亿可疑类贷款	信达资产管理公司	1 604.84
	2005年第三次不良资产剥离, 按 100% 名义价格收购工行 4590 亿可疑类贷款	四大资产管理公司	4 590
	合计		12 236
关闭地方金融机构, 地方财政担保	1998-2002	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	1 411
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	10
		汉唐证券	20
		大鹏证券	18
		恒信证券	48
		德恒证券	
	中富证券		
	合计	300	
证券投资者保护基金	2005		100
农村信用社改革	专项票据核销不良资产		1 000
	总计		约 1.6 万

资料来源: 于宁:《细解央行再贷款》, 载《财经》, 2005-07-25, 总第 138 期。

表 1 是中央银行清理整顿信托投资公司、城市信用社、农村基金会、城市“三乱”、注销国有银行不良资产等对金融机构再贷款的不完全统计, 因此而增发基础货币的金额也不言自明。

### (二) 中央银行宏观独立性受损: 货币政策对政府经济增长偏好的屈服

## 四、实证研究: 货币稳定与金融稳定的冲突

### (一) 中央银行微观独立性受损: 货币稳定政策对金融稳定政策的屈服

当监管信息不完全的中央银行受到微观金融机构个体的游说与蛊惑, 为了兼顾金融稳定, 常常采取“不科学”的救济措施, 以增发基础货币来弥补金融机构的流动性不足, 使原来合理的货币稳定政策偏离目标。“金融稳定与货币稳定的冲突, 首先来自于对陷入困境的机构的救助可能使通货膨胀率偏离目标, 从而使货币当局在问题出现时处于尴尬的两难境地”(王自力, 2005)。据人民银行 2004 年统计, 金融稳定支出(1.6 万亿元存量)占基础货币投放的 30% 左右, 并通过货币乘数引发广义货币供给大幅上升。因此, 我们说中央银行在信息约束博弈中微观独立性受损时, 被动地发行货币, 使货币稳定政策屈服于金融稳定政策, 并可能导致较高的通货膨胀, 金融机构群体从通货膨胀中分得一杯羹。

中央银行与强势政府决策博弈使得中央银行的宏观独立性受损、甚至丧失, 中央银行的货币稳定政策顺从于政府的增长优先政策, 这种均衡解一定程度上揭示了近年来货币政策的低效率。

表 2 解释了实际货币供给和物价对目标的偏离。在经济繁荣的 1994-1996 年和 2002-2005 年,

本应实施紧缩型货币政策、减少货币供给,由于金融机构乐观预期和政府“趁热打铁”的经济增长偏好对中央银行的左右,现实显示了实际的货币供给的 $M_1$ 、 $M_2$ 都超过了目标值,实际物价水平也相应地高于目标值;而经济较为萧条的1998-2001年,本应实施扩张型的货币政策、增加货币供给,由于金融机构悲观预期对中央银行的左右,现实显示了实际 $M_1$ 、 $M_2$ 都低于目标值,实际物价水平也相应地低于目标值。表2很大程度上解说了中央银行货币政策遭遇强大的偏好高速增长政府时,必然顺从于政府安排,政府出于对经济增长的偏好和关注,加大经济增长的权重决策系数、降低相应的通货膨胀稳定的权重(根据包含预期因素的菲利普斯曲线),经济增长往往伴随高水平的通货膨胀率,并且导致经济过热而失控,弱势宏观独立中央银行的货币稳定政策在经济增长优先的宏观政策下显得力不从心。

表2 1994-2004年 $M_1$ 、 $M_2$ 、物价等指标实际值与目标值偏离(%)

	$M_1$		$M_2$		目标物价水平(CPI或RPI)	实际物价水平(CPI或RPI)	国内生产总值(GDP)增长率
	目标	实际	目标	实际			
1994	21	26.2	24	34.5	10	21.7	12.6
1995	21-23	16.8	23-25	29.5	15	14.8	9
1996	18	18.9	25	25.3	10	6.1	9.8
1997	18	16.5	23	17.3	6	0.8	8.6
1998	17	11.9	16-18	15.3	3	-0.2	7.8
1999	14	17.7	14-15	14.7	2	-0.4	7.1
2000	14	16	14	12.3	2	1.1	8
2001	15-16	12.7	13-14	14.4	1-2	0.4	7.3
2002	13	16.8	13	16.8	1-2	0.2	8
2003	16	18.7	16	19.6	1	0.8	9.1
2004	15	13.6	15	14.6	2	3.9	9.4
2005	15	11.8	15	17.3	2	1.8	9.8

资料来源:根据1995-2005年《中国金融年鉴》、中国人民银行《货币政策执行报告》及《中国统计年鉴》整理。

### (三)中央银行双重独立性受损:通货膨胀与金融流动性风险并存

尽管中央银行以货币稳定、金融稳定为政策制度之最高依据,但面临信息约束、强大的政府压力和金融机构“流动性威胁”,宏观微观双重独立性丧失,不但解决不了通货膨胀和金融流动性风险,反而助长了物价水平上升和金融波动,出现通货膨胀与金融流动风险并存的局面。从表3我们可以分析出中央银行向“危险”金融机构提供的救助性贷款并没有从本质上降低不良贷款,没有解决金融机构降低不良资产、提高信誉的激励问题。“调整后的国有商业不良贷款率和不良贷款余额表明,近年来,虽然国家对国有商业银行采取了多种积极的改革措施,从2002年起,国有商业银行的账面不良资产、不良贷款率和不良贷款余额连续数年实现了‘双降’的监管目标,但是,如果剔除两次政策性剥离和贷款分类方法改变的影响,国有商业银行的不良贷款率并没有显著

下降,不良贷款余额也没有显著减少”(施华强,2005)。由此,我们说金融机构并没有主动地从内部降低流动性风险,而是紧紧缠住国家中央银行这一“有求必应”的摇钱树,以获取“诈骗收入”。因此,中央银行金融稳定政策救助反而埋下金融流动性风险隐患。表3刻画了中央银行采取注销国有商业银行不良资产措施前后不良资产变动情况。

表3 国有商业银行的不良贷款率和不良贷款余额(1994-2005)

	账面不良贷款情况		按五级分类标准调整后不良贷款情况		剔除政策性剥离不良贷款情况	
	不良贷款率(%)	不良贷款余额(亿元)	不良贷款率(%)	不良贷款余额(亿元)	不良贷款率(%)	不良贷款余额(亿元)
1994	20.00	6 371.26	25.00	7 964.08	25.00	7 964.08
1995	22.00	8 597.33	27.00	10 551.27	27.00	10 551.27
1996	24.00	11 574.69	29.00	13 946.56	29.40	13946.56
1997	27.00	14 279.88	32.00	16 924.30	32.00	16 924.30
1998	35.00	21 453.21	40.00	24 517.95	40.00	24 517.95
1999	39.00	25 027.47	44.00	28 236.12	44.00	28 236.12
2000	29.18	19 251.80	34.18	22 866.86	55.11	36 866.86
2001	25.37	18 773.80	30.37	22 473.80	49.29	36 473.80
2002	26.10	22 080.60	26.10	22 080.60	42.65	36 080.60
2003	19.74	19 641.30	19.74	19 641.30	35.79	35 610.30
2004	15.57	15 751.00	15.57	15 751.00	34.11	34 507.00

资料来源:施华强(2005)根据国内外研究文献、国有企业负债间接推算和典型调查等方式结算获得。

### (四)居民承担的通货膨胀税:存款利率、股票收益率与物价上涨率比较

居民作为政府、中央银行和金融机构博弈的旁观者,不具有制定博弈规则和参与博弈的权利,只能被动地接受博弈结果——中央银行独立性丧失导致的货币稳定、金融稳定对通货膨胀的屈服,并默默承担着历年来的通货膨胀。我们比较居民投资所得的收益率(存款利率和股票收益率)与其承担的通货膨胀成本(当然还应该考虑更多的风险及交易成本,出于分析目的我们仅分析通胀率)来进一步验证这一观点。2002年以来,通货膨胀率(CPI)平均水平在4%左右,2004年的年通货膨胀率一度在7、8月达到5.3%,已经接近于加息前一年贷款利率5.31%,远远高于多年来一直实行的一年期存款利率1.98%,也高于股票投资收益率2%。居民手中的货币无论存款还是现金在光天化日之下白白地被剥夺去了。

## 五、政策应用:货币稳定与金融稳定的“两全”

### (一)保证中央银行微观独立性的机制设计:金融稳定内含于货币稳定

#### 1. 纠正“扭曲行为”:健全制度、加大惩罚

制度的扭曲必然导致扭曲的行为。金融机构在当前的制度体制下,充满了隐藏信息、游说中央银行和冒犯道德风险的偏好。因此,我们首先应健全中央银行的救助制度,如明确中央银行宗旨、目标、责任、范围、职能等定位,并用公开市场业务、对特定机

构贷款等多种形式,严格限定救助对象为有清偿力的银行,提高贷款利率,坚持透明原则等。更重要的在于消除微观机构的“诈骗动机”。“机构个体在金融稳定政策中并不承担或较少承担成本,而收益却非常可观”(陆磊,2005)。因此,在健全救助制度的基础上,更需限制金融机构股东、管理层道德风险,在对有问题金融机构救助的同时,使管理者失去工作、股东失去资本等承担损失义务责任。美国采取的“立即行动措施——资本充足率下降到某一门槛后,对经理人、股东采取诸如限制业务自由处置权、禁止从事支付股息或赎回股本的资本分配、限制主管人员的报酬、要求撤换和重新选任董事或高级主管等惩罚性措施”很值得我国中央银行借鉴。

## 2. 消除“信息约束”:加强检查、及时沟通

从模型理论推理中可以看出,信息是否完全是中央银行决策均衡的重要条件,怎样使中央银行掌握更多的金融流动性信息成为重中之重。随着2003年银监会的成立,银行、保险、证券的监管业务实质上全部从人民银行中剥离出来。这一举措,积极意义毋庸置疑,关键在于中央银行作为最终“贷款人”却未能及时、真实、全面、有效地掌握问题机构的运作信息,这种脱钩结果只有一个,无疑是中央银行全面听从政府指令,救助谁、什么时候救助、救助多少都与中央银行的决策分离。那么,不论以代理人、派驻董事、审查财务报告,还是尽职调查、与三会监管信息交流等方式,加强中央银行对金融机构的流动性信息掌握很具操作意义。

## (二) 保证中央银行宏观独立性的机制设计:内含货币稳定的经济增长

四十多年来改革实践证明,我国平均高达7.5%的经济增长速度是非常必要的,但在当前局势下,这种必要条件并不是我国经济发展的充分条件。经济增长的目的无非是提高全国居民福利,随之而来的通货膨胀却大张旗鼓地损害着居民福利,有效协调经济增长和通货膨胀才能真实地使居民受益,而有效协调两者的关键在于政府与中央银行的博弈均衡。因此,政府充分考虑中央银行的宏观独立性、充分考虑中央银行的稳定政策,制定内含货币稳定的经济增长政策是理想经济发展的一把金钥匙。

## 六、结论

我们以中国金融制度和金融操作的现况为基础,结合货币稳定与金融稳定理论,构建了中央银行-政府-金融机构-居民四部门博弈模型,将中央银行宏观独立性、微观独立性、货币稳定政策及金融稳定政策纳入统一框架之下,分析怎样综合中央银行独立性制定最优的货币稳定及金融稳定政策,可得出以下结论:第一,与虚增流动风险、极力游说的金融机构博弈,在信息约束下中央银行微观独立

性受挫,货币稳定屈服于外生的金融稳定,偏离通货膨胀目标;第二,面对偏好经济增长和通货膨胀的强势政府,信息约束使中央银行宏观独立性受挫,并导致货币与金融双稳定政策屈服于政府增长政策;第三,金融机构获得“诈骗收入”,政府赢得良好政绩的同时,居民被动接受博弈均衡解而为通货膨胀、流动性风险买单;第四,设计保证中央银行的宏观独立性、使金融稳定内含于货币稳定、货币稳定内含于经济增长的协调机制。

### 注释:

金融稳定含义国际上存在许多争论,本文指中央银行通过货币发行、注资、不良贷款剥离等方式向金融机构提供的流动性支持。

### 参考文献:

1. 张维迎:《博弈论与信息经济学》,上海,上海三联书店、上海人民出版社,2004。
2. 卡尔·E·瓦什:《货币理论与政策》,中文版,北京,中国人民大学出版,2001。
3. 周小川:《保持金融稳定,防范道德风险》,载《金融研究》,2004(4)。
4. 王自力:《金融稳定与货币稳定关系论》,载《金融研究》,2005(5)。
5. 陆磊:《非均衡博弈、央行的微观独立性与最优金融稳定政策》,载《经济研究》,2005(8)。
6. 汤凌霄:《我国经济转型期隐性最后贷款人问题研究》,载《金融研究》,2005(12)。
7. 施华强:《国有商业银行账面不良贷款、调整因素和严重程度:1994-2004》,载《金融研究》,2005(12)。
8. 陈利平:《货币存量中介目标制下我国货币政策低效率的理论分析》,载《金融研究》,2006(1)。
9. 于宁:《细解央行再贷款》,载《财经》,2005(15)。
10. Bergman, U.M. and Hansen, J., 2002. “Financial Instability and Monetary Policy: The Swedish Evidence.” Series Risk Bank Working Paper, No. 137, June.
11. Bordo, M.D. and Wheelock, D.C., 1998. “Price Stability and Financial Stability: The Historical Record.” Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September/October.
12. Bordo, M.D.; Dueker, M.J. and Wheelock, D.C., 2001. “Aggregate Price Shocks and Financial Instability: A Historical Analysis.” Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series, No. 12000-005B, September.
13. Bordo, M.D., 2000. “Sound Money and Sound Financial Policy.” Paper Prepared for the Conference “Anna Schwartz, The Policy Influence”, April.
14. Chant, J., 2003. “Financial Stability as a Policy Goal.” Bank of Canada Technical Report, No. 195, Sep..
15. Schinasi, G.J., 2003. “Responsibility of Central Banks for Stability in Financial Markets.” IMF Working Paper, WP/03/121, June.
16. Fischer, S., 1995. “Central Bank Independence Revisited.” American Economic Review, 85(May), pp. 201-206.
17. Houben, A.; Kakes, J. and Schinasi, G., 2004. “Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability.” IMF Working Paper, WP/04/101, Washington D.C.: IMF.

(作者单位:中国人民银行西安分行 西安 710004

(责任编辑:N、Q)