

## 论文摘要

目前国内还不曾见到有关最后贷款人的系统研究，本文算是一个尝试。本文的研究背景是九十年代的金融危机之后，金融危机的后果是各国调整金融政策，并倾向于建设金融安全网。金融安全网的建设不仅立足于国内，而且也着眼于完善国际金融协调框架。最后贷款人制度作为金融安全网的一环重新得到重视。但它是一把双刃剑。一方面，它在金融危机时作为危机贷款者和危机管理者的作用是显著的，抑制了金融传染效应，从而防止更大范围内的金融失败。另一方面，它会带来道德风险问题。该困难是研究最后贷款人的关键所在。目前理论上对最后贷款人的两难困境仍没有有效的解决方案，本文从国内、国际两个方面对这些理论研究进行梳理，并做出定性的理论探讨；最后着重研究如何建立我国的最后贷款人制度问题。本文共分五章。

第一章 文献综述和本文的分析框架。本章我们对国内外研究最后贷款人的文献进行综述，在文献收集过程中，国内研究最后贷款人的资料很少，并未见专门的研究，仅有一些研究中央银行监管或亚洲金融危机的文献中出现。国外的专文研究较多。我们从两个方面对搜集文献来进行综述。一是最后贷款人的定义和功能，二是传染效应和道德风险。接着讨论了本文的分析框架。

第二章 最后贷款人的概念发展和制度演进。本章第一节首先考察最后贷款人建立的背景，接着分别研究了国内和国外最后贷款人的概念发展，并提出了最后贷款人的定义。第二节我们研究了一国最后贷款人和国际最后贷款人的制度演进。

第三章 一国最后贷款人机制研究。本章第一节分析了银行不稳定性与最后贷款人，认为最后贷款人可以防止挤兑，改善经济绩效。第二节主要分析了最后贷款人制度带来的道德风险问题，并提出三个解决方案：官方监管、加强私人部门的监控和市场约束。同时，认为最后贷款人以“制度的模糊性”来实施能较好地降低道德风险，并提出了一个简单的博弈模型。第三节从纵向方面比较最后贷款人的原则；横向方面，从最后贷款人的实施主体、救援条件等方面对美国、日本和香港进行比较。

第四章 国际最后贷款人机制研究。我们认为国际最后贷款人对防范金融危机的跨国传染是必要的，在当前不可能建立国际性中央银行的条件下，IMF 实施改革从而某种程度上充当国际最后贷款人是可行的。本章共分四节，第一节分析跨国货币危机与国际最后贷款人；第二节阐述 IMF 救援机制的发展，从而合理地推断 IMF 充当国际最后贷款人的可行性；第三节研究了国际最后贷款人的道德风险问题和 IMF 作为危机贷款者和危机管理者存在的问题；第四节讨论 IMF 的改革方案，主要结论是 IMF 要挖掘资金来源和完善内部控制制度及强化危机防范的功能。

第五章 我国建立最后贷款人制度的政策建议。我们认为，为防范金融风险，我国有必要建立最后贷款人制度。目前我国已有最后贷款人的制度基础，但是还不具备最后贷款人制度。我们要积极创造实施最后贷款人的条件，包括：切断再贷款作为商业银行的正常资金渠道、完善货币市场体系和推进利率市场化、强化中央银行的监管和公众信息的披露等措施。本章第一节对我国的再贷款、再贴现、公开市场业务进行历史考察，认为它们主要承担货币投放渠道的职能，而不是行使最后贷款人的紧急资金投放功能，因此我国还没有最后贷款人制度。第二节分析如何建立我国的最后贷款人制度，讨论了建立最后贷款人的条件，并对最后贷款人的实施者、救援对象、救助方式、期限及利率等方面进行探讨。

关键词：最后贷款人      IMF      道德风险

# 目 录

## 论文摘要

绪 论 .....	1
第一章 文献综述与本文的分析框架 .....	2
第一节 文献综述 .....	2
一、最后贷款人的定义与功能 .....	2
二、传染效应和道德风险的研究 .....	3
第二节 本文的分析框架 .....	5
第二章 最后贷款人的概念发展和制度演进 .....	7
第一节 最后贷款人的概念发展 .....	7
一、最后贷款人建立的背景 .....	7
二、最后贷款人的概念发展 .....	8
第二节 最后贷款人的制度演进 .....	10
一、一国最后贷款人的制度演进 .....	10
二、国际最后贷款人的制度演进 .....	12
第三章 一国最后贷款人机制研究 .....	16
第一节 银行不稳定性与最后贷款人 .....	16
一、银行不稳定性理论分析 .....	16
二、挤兑与最后贷款人 .....	17
第二节 最后贷款人的问题及解决方案 .....	18
一、道德风险 .....	18
二、道德风险的解决方案 .....	19
三、最后贷款人的制度模糊性 .....	21
第三节 最后贷款人的比较研究 .....	23
一、最后贷款人的实施原则 .....	23
二、最后贷款人的比较研究 .....	25

第四章	国际最后贷款人机制研究 .....	29
第一节	跨国货币危机与国际最后贷款人 .....	29
一、	国际金融市场的内在不稳定性 .....	29
二、	货币危机传染理论评析 .....	29
三、	国际最后贷款人 .....	30
第二节	IMF 救援机制的发展 .....	31
一、	IMF 紧急救援机制的初创和缓步发展阶段 .....	31
二、	IMF 紧急救援机制朝着国际最后贷款人方向的发展 .....	32
第三节	IMF 作为国际最后贷款人存在的问题 .....	32
一、	道德风险问题 .....	33
二、	IMF 作为危机贷款者存在的问题 .....	34
三、	IMF 作为危机管理者存在的问题 .....	36
第四节	IMF 的改革 .....	37
一、	强化危机贷款者的职能 .....	37
二、	强化危机管理者的职能 .....	38
第五章	我国建立最后贷款人制度的政策建议 .....	40
第一节	我国目前是否存在最后贷款人 .....	40
一、	我国再贷款的历史考察 .....	40
二、	我国再贴现的历史考察 .....	42
三、	我国公开市场业务的局限 .....	43
第二节	我国如何建立最后贷款人制度 .....	44
一、	建立最后贷款人的条件 .....	44
二、	如何建立我国的最后贷款人制度 .....	46
主要参考资料	.....	49
后记	.....	53

## 绪 论

随着金融业务的电子化、复杂化和全球化，金融安全问题成为各国政府关注的焦点。九十年代以来，全球发生了三次重大的地区性金融危机。特别是始于1997年的亚洲金融危机，对亚洲受害国造成的危害之深、影响面之广，令人们始料未及。因此人们重新认识到在扩张本国经济之时，确保金融业稳定的重要性。金融危机的结果之一是各国重新检讨自己的金融政策，并倾向于从制度上建设防范风险的金融安全网。安全网是由一个多层次、多渠道的金融风险预警系统和金融风险分担系统组成，以事前防范、事中控制、事后补救等措施，试图控制风险或把风险损失降低到最低限度。显然，作为金融安全网的一环，最后贷款人制度重新受到了重视。

追溯世界金融史，十九世纪、甚至更早英格兰银行就有过最后贷款人的实践，它在防范金融系统风险方面起了重要作用。当时的银行家和政府就开始考虑银行券的发行弹性及最后贷款人是谁的任务等问题<sup>1</sup>。美国也在1907年的危机后着手对银行业进行了改革，于1913年成立了美联储，其建立目的是发挥最后贷款人的功能<sup>2</sup>。二战以后，1944年7月，在美国的新罕布什尔州的布雷顿森林召开了有44个国家参加的会议，正式通过《国际货币基金协定》，从而成立国际货币基金组织。这标志着具有了当国际金融市场危机时IMF扮演国际最后贷款人的原始框架，其后IMF的功能有所扩展。当然，IMF扮演国际最后贷款人的角色不是没有争议，特别是近几年人们对IMF的期望及它自身的救援实践，人们的争议更为公开化，集中表现在IMF的改革问题上。

虽然最后贷款人制度在防范系统性金融风险方面成绩卓著，但是它并非完美无缺，而是一把双刃剑。一方面，它在金融危机时作为危机贷款者和危机管理者的作用是不容抹杀的，它预防了更大范围内的金融系统失败，抑制了金融传染效应。另一方面，它也带来了一个副产品——道德风险问题。即在有最后贷款人的情况下，银行积极于冒更大的经营风险，这反而易于招致个体银行风险上升，并最终导致金融系统风险增加。这些困难就是研究最后贷款人的关键所在。

---

<sup>1</sup> 金德尔伯格，《西欧金融史》（中译本），中国金融出版社，1991年10月版，P127。

<sup>2</sup> 崔之元，《“看不见的手”范式的悖论》，经济科学出版社，1999年版，P65。

# 第一章 文献综述和本文的分析框架

## 第一节 文献综述

从目前收集的文献来看，国内对最后贷款人的研究非常少，起步也较晚，而且大都出现在中央银行监管或研究亚洲金融危机的文献中，并没有专文研究。郑振龙（1998）的《大警示——冷观亚洲金融危机》文中对货币危机的传染模型、IMF 的最后贷款人功能、金融安全网等方面有较系统的研究和评述。刘宇飞（1999）的著作《国际金融监管的新发展》中有关章节讨论了最后贷款人和国际最后贷款人的相关问题。何秉孟等（1998）主编的《亚洲金融危机：最新分析与对策》中一文“IMF 的药方：理论与行动”较为详尽地介绍 IMF 的历史及充当最后贷款人的制度安排。此外，近几年一些期刊可见到金融安全网和 IMF 的功能等方面的文章。

国外的学者起步研究很早，既有从理论方面进行剖析，也有从实践方面进行论证，形成了庞大、繁杂的资料体系。通过对所获的材料进行分类和梳理，可以发现学者们的研究主要集中于以下几个领域。

### 一、最后贷款人（LOLR）的定义和功能

巴格霍特于 1873 年的货币理论著作《伦巴第人街》给出了 LOLR 的经典定义。近二十年来有不少学者对 LOLR 的定义和功能进行了拓展。Benston(1986), Garcia 和 Plautz(1988), Goodhart(1995), Goodhart 和 Huang (1999), Holmstrom 和 Tirole(1998), Kindleberger (1978), Meltzer (1986), Mundell(1983), Schwartz(1988), Solow(1982) 和 Stanley Fischer (1999) 等都研究过 LOLR 的功能。在国际的背景下，Kindleberger 在二十年前就着手研究国际最后贷款人，近期作出贡献的学者有：Calomiris(1998), Calomiris 和 Meltzer(1998), Capie(1998), 和 Giannini (1998) 讨论了 IMF 作为 LOLR 的潜在功能<sup>1</sup>。

另外也有一些学者从其它的角度来研究 LOLR。Gerard 等(1996)以阿根廷为例分析了货币局制度下最后贷款人的功能<sup>2</sup>。有些研究者则系统地分析了欧洲货币一体化情况下欧洲最后贷款人制度的实施问题，他们提出了一个欧洲中央银行委员会与各成员国中央银行相协调的制度框架<sup>3</sup>。

### 二、传染效应和道德风险的研究

上文已经提出，最后贷款人的实施是为了防止个体金融风险的传染效应，而其后果是商业银行的道德风险。（一般而言，只要有保险存在，都会存在道德风险，非 LOLR 独有。）因此，如何在这两者之间寻求平衡是中央银行 LOLR 制度实施的难点；而能否合理地解决这两难矛盾，找到一个在防止传染效应的情况下对银行有效的兼容约束机制，是经济学家们殚精竭虑地研究的问题。

<sup>1</sup> Stanley Fischer (1999), "On the Need for an International Lender of Last Resort", IMF.

<sup>2</sup> Gerard et al. (1996), "The Lender of Last Resort Function Under a Currency Board—The case of Argentina".

<sup>3</sup> Michel Aglietta (1997), "A Lender of Last Resort for Europe".

经济学家运用了多种分析工具，如博弈论、不完全合同理论等，进行艰苦卓绝的研究，并获得了许多的进展。应该指出的是，早期对这两方面的研究是在经济学独立的领域进行。对金融领域而言，只有在央行对金融系统风险的分担机制提供某种保险后（明确的或含糊的，前者指存款保险制度，后者指 LOLR 制度的模糊性），这两个问题才被结合起来研究。

### 1、传染效应

传染效应根源于信息不对称和个体理性与集体非理性的冲突（著名的囚犯困境），这导致金融体系的失败。这方面的研究结论为央行的监管（干预）提供了理论依据。Diamond 和 Dybvig(1983)提出了一个银行挤兑模型，分析了银行合约比其他类型的金融合约更不稳定的情况下，由于存在银行挤兑的可能性，银行本身能起到最优风险分担的作用。Franklin Allen 和 Douglas Gale(1998)发展了一个最优金融危机模型，他们认为银行恐慌是商业周期的结果，当存款者观测到先行经济指标并觉察到银行收益走低时，发生挤兑。他们发展了这种现象的挤兑模型并运用它证明央行对挤兑的最优政策是提供最后贷款人<sup>4</sup>。Jacob Paroush(1988)发展了多米诺效应(Domino Effect)的一个模型。在该模型下，银行监管的必要性是一个必然结果。他们考察了以下因素：社会寻求的金融系统稳定程度、银行体系的大小、银行所考虑的负外部性的大小、监管的直接和间接成本和多米诺效应的社会成本等<sup>5</sup>。

人们对跨国货币危机的传染性较少研究。第一次系统阐述该理论的是 Gerlach Smets(1995)。他们在受到 1992 年芬兰马克的贬值和随后对瑞典克朗攻击之间关联的启发后，考察了由商品贸易和金融资产联系的两国之间的关系。在他们的模型中，对一方汇率的成功攻击导致它真的贬值，这增强了贬值国家产品出口竞争力，并使另一国产生贸易赤字、央行外汇储备的逐渐枯竭并最终受到货币攻击。传染转移的另一渠道是危机的影响和第一方国家进口价格的下降及第二方总价格水平下降的影响。危机后第一方国家的真正贬值降低了第二方的进口价格。接着依次，这降低它的消费价格指数并减少了居民对本国的货币需求。而居民对外币的过度需求导致央行外汇储备的耗竭。这使第二国从非投机均衡（在此均衡下它的储备足够吸收预期投机数量，从而不存在投机攻击的基础）转向第二个均衡（此均衡下攻击能成功并投机者有激励发动它）<sup>6</sup>。

Buiter 等(1996)使用了一个汇率政策的例外条款模型（escape-clause）来分析在有 N+1 国家的系统中货币危机的传播，N（表示边缘国家）钉住剩余国家（中心）。中心国家比其他国更厌恶风险，因而不愿意从事稳定汇率的共同货币政策制度。中心国家一旦遭受导致其利率升高的负面冲击，将会引起其余边缘国成员重新考虑它们的货币钉住政策。假如边缘国家合作，脱离该体系将是集体最优的——传染的极端例子。更为一般的情况是，边缘国家的一部分——对高利率最难以容忍的国家——将发现在此情况下脱离体系是最优的，因而传染效应被限于这部分国家。然而重要的是，这部分国家脱离共同货币政策的决定稳定了剩余国家的货币钉住政策，因为一些边缘国家货币扩张和货币贬值的政策为中心国家提供了激励，中心国家现在发现自身不断增

<sup>4</sup> Franklin Allen and Douglas Gale (1998), "Optimal Financial Crises", The Journal of Finance.

<sup>5</sup> Jacob Paroush(1988), "The Domino Effect and the Supervision of the Banking System", The Journal of Finance.

<sup>6</sup> Barry Eichengreen (1996), "Contagious Currency Crises: First Tests", The Scandinavian Journal of Economics, P6.

长的高估汇率，为了改善其货币状况，它把压力释放给剩余边缘国家。在该模型中，传染效应是选择性，中心国家冲击的溢出对一些国家是负效应，对另一些是正的。另一篇对传染货币危机进行分析的论文是 Goldfain 和 Valdes(1995)写的。他们集中研究了金融市场无流动性的特征。该模型的主要特征是金融中介的引入，在金融中介存在情况下，作者揭示了小的扰动如何激发大规模的货币挤兑<sup>7</sup>。

## 2、道德风险

道德风险属于保险方面的词汇。用经济学语言描述，是指在“委托—代理”关系中，拥有私人信息的代理方以隐藏行动或隐藏信息的方式损害委托人的福利而使自己的效用最大化的风险。本质上，只要行为不可观测，而其结果却可以观测，这种情况就会发生<sup>8</sup>。在最后贷款人中它表现在如果央行事先规定对有问题银行实施无条件的救援，则商业银行有积极性去从事更高风险的项目投资，倘若项目成功则银行能获得较高收益；若失败并引发流动性困难时，央行的救援承担了其项目失败的风险。某种意义上说，这是一种逆向激励，我们在下文将会发展一个简单的博弈模型来说明中央银行应以“制度的模糊性”来提供 LOLR 才是最优策略。

在现代经济学文献中有关道德风险这个主题的复兴，可追溯到阿罗的《风险分担理论的论文集》(1971)。为了补充阿罗——德布鲁的随机市场所要求的可观察性条件，阿罗强调了自然状态有可能是不可观察的（不可证实性）。在这里，代理人所采取的是某些带来随机后果的行动，后果是可证实的，但随机的自然状态和行动是不可证实的。我们熟知的委托代理的道德风险问题，可更为准确地称作是“隐藏行动”问题（阿罗，1985），主要应归功于莫里斯（Mirrlees, 1975, 1976）和霍姆斯特姆（Holmstrom, 1979）先驱性的工作。格罗斯曼和哈特（1983）发展了一个典型模型<sup>9</sup>。但是经济学家所做的努力，离解决道德风险问题仍还有很长的路要走。

## 3、LOLR 的模型。

A.E.Goodhart and Haizhou Huang (1999)发展了一个最后贷款人的模型。他们把道德风险和传染效应都纳入他们的理论模型。它提供了“大而不倒”的分析基础和“制度的模糊性”的基本理论。其主要结论是：传染效应（道德风险）是主要考虑之事时，央行将有过多（很小）的激励去救援银行，其结果是均衡风险水平很高（低）。当把传染效应和道德风险结合分析时，央行的救援激励只是比单独考虑传染效应稍微更弱。央行的最优政策应该是不仅仅考虑救援银行的规模因素。

## 第二节 本文的分析框架

本文试图能对最后贷款人的历史发展进行比较准确的描述，由于对最后贷款人制度下中央银行所遭遇的两难困境，理论界仍没有很有效的解决方案，本文将对这些理论研究进行梳理，并提出定性的理论探讨，同时本文研究了如何建立我国的最后贷款人制度问题。各国金融实践证明，LOLR 制度及相关配套制度如存款保险制度的建立，对维护金融体系的稳定，树立存款者的信

<sup>7</sup>同上，P7。

<sup>8</sup>张维迎编，《詹姆斯·莫里斯论文精选——非对称信息下的激励理论》，商务印书馆，1997年3月版，P76。

<sup>9</sup>科斯等，《契约经济学》（中译本），经济科学出版社，1999年3月版，P19-25。

心，以防范和化解系统金融风险是功不可没的。本文主要包括以下五个部分：

第一部分：文献综述和本文的分析框架。本部分我们对国内外研究最后贷款人的文献进行综述，在文献收集中，国内研究最后贷款人的资料很少，并未见专门的研究，仅有一些研究中央银行监管或亚洲金融危机的文献中出现。国外的专文研究较多。我们根据搜集到的资料，从两个方面来进行综述。一是最后贷款人的定义和功能，二是传染效应和道德风险。

第二部分：最后贷款人的概念发展和制度演进。本部分我们首先考察了最后贷款人建立的背景，认为 18 世纪西欧货币制度的混乱和银行的激烈竞争使得有必要建立最后贷款人。接着分别研究了国内和国外最后贷款人的概念发展，并提出了自己的定义。第二节我们研究了一国最后贷款人和国际最后贷款人的制度演进。

第三部分：一国最后贷款人的机制研究。本部分第一节分析了银行不稳定性与最后贷款人，认为最后贷款人可以防止挤兑，改善经济绩效。第二节主要分析了最后贷款人制度带来的道德风险问题，接着提出了解决方案，方案内容包括：官方监管、加强私人部门的监控和市场约束。同时，认为最后贷款人以“制度的模糊性”来实施能较好地降低道德风险，并提出了一个简单的博弈模型。第三节对最后贷款人的实施原则从纵向方面进行比较；横向方面，从最后贷款人的实施主体、救援条件等方面对美国、日本和香港进行比较。

第四部分：国际最后贷款人机制研究。我们认为国际最后贷款人对防范金融危机的跨国传染是必要的，在当前不可能建立国际最后贷款人的条件下，IMF 应实施改革从而某种程度上充当国际最后贷款人。本部分分三节，第一节分析跨国货币危机与国际最后贷款人；第二节阐述 IMF 救援机制的发展；第三节研究了国际最后贷款人的道德风险问题和 IMF 作为危机贷款者和危机管理者存在的问题；第四节讨论 IMF 的改革方案，主要结论是 IMF 要挖掘资金来源和完善内部控制制度以及强化危机防范的功能。

第五部分：我国建立最后贷款人制度的政策建议。我们认为，我国目前具备最后贷款人的制度基础，但是还不是最后贷款人制度。我们要积极创造实施最后贷款人的条件，包括切断再贷款作为商业银行的正常资金渠道、完善货币市场体系和推进利率市场化、强化中央银行的监管和公众信息的披露。本章第一节对我国的再贷款、再贴现、公开市场业务进行历史考察，认为它们不是作为最后贷款人的资金投放渠道，因此我国还没有最后贷款人制度。第二节分析了我国建立最后贷款人的条件和如何建立我国的最后贷款人制度。

## 第二章 最后贷款人的概念发展和制度演进

### 第一节 最后贷款人的概念发展

#### 一、最后贷款人建立的背景

最后贷款人的最初意义即为“银行的银行”；它始终是中央银行的传统职能之一。我们考察最后贷款人的历史，实际上也就是研究中央银行制度的演进。一般认为，英格兰银行是现代中央银行的鼻祖。它由商业银行逐渐发展成为中央银行，是典型的功能自然成长的中央银行。下面我们着重来分析英格兰银行成为最后贷款人的背景。

1694年成立的英格兰银行早期实际上是“伦敦银行”；其营业特许状是有期限的，主要从事政府债务业务，将英国政府在几乎不间断的战争中发行的多种多样的债券改变为分布很广的长期债券。它对政府的金融支持使得英格兰能在整个18世纪的对法战争中屡战屡胜。18世纪初，“南海泡沫”事件中，英格兰银行最终救援了南海公司，使其能继续但更加稳重地作为金融公司资助政府债务。但英格兰银行拒绝帮助剑刃银行，后者于1720年9月倒闭。它的倒闭标志着对英格兰银行统治地位最后挑战的消失。1742年特许状的更新使英格兰银行的地位更加巩固，并获得在英格兰发行银行券的垄断权。1825年英国爆发了历史上最早的周期性经济危机，殃及整个国民经济。危机爆发点是从货币信用领域开始。自拿破仑战争以后，英国工业发展很快，1821-1825年棉纺织和冶金工业生产增长了50%，信用跟着扩大。同时，英国对拉丁美洲的投资扩大，特别是矿业公司股票虚涨，促成了股票交易投机狂热。1825年夏，证券交易所出现危机，股票行市下跌40-70%，接踵而来的是支付手段缺乏，货币不足，信用中断，存款挤提，贷款被迫冻结<sup>1</sup>。其结果是使得规模小，抗风险能力差的乡村银行纷纷倒闭。据统计，1825年英格兰的770家银行中有73家倒闭<sup>2</sup>。这次金融危机使得人们认识到最后贷款人的重要性，但对最后贷款人是谁的任务却引发了争议。1825年12月，对由发行国库券的政府还是由英格兰银行充当最后贷款人的问题，进行了十分重要而不公开的争议。英格兰银行极力希望政府带头，但利物浦勋爵反对并给英格兰银行施加巨大压力，迫使它凭存货抵押向商人提供特殊贷款，同时与法兰西银行做硬币掉期交易，并进行正规的贴现<sup>3</sup>。

根据《1844年银行法》，最后贷款人的作用得到了充分发挥。但在1847年、1857年、1866年周期性的经济危机中，英格兰银行的黄金储备迅速下降并接近提供贴现票据能力的极限，市场形成挤兑风潮。在此情况下，英国国会不得不批准英格兰银行的货币发行暂时突破1400万英镑的限制，允许英格兰银行用它的银行券支持一般银行。这种做法大大消除了市场的恐惧，也逐步确立了英格兰银行的“最后贷款人”地位。在此前，英格兰银行有时被迫在危机中贴现票据和银行券，甚至还贴现流动性较差的资产，其反应总的来说是勉强的和防御性的。

<sup>1</sup> 盛慕杰，《中央银行学》，中国金融出版社，1989年2月版，P8。

<sup>2</sup> 金德尔伯格，《西欧金融史》（中译本），中国金融出版社，1991年10月版，P117。

<sup>3</sup> 同上，P128。

## 二、最后贷款人的概念发展

最后贷款人(Lender of Last Resort, 简称 LOLR)是在功能自然成长的中央银行制度演化过程中产生的。上文述及, LOLR 的背景溯源于一国的金融危机, 因而 LOLR 的概念首先是在一国范围内被阐述与研究的。后来随着跨国的贸易活动和资本流动, 金融的系统性风险已不局限于某国内, 它可能引发世界范围内或跨国的金融动荡。因此, 各国在实践中建立了跨国的防范金融系统风险合作机制——国际货币基金组织, 充作有限度的国际最后贷款人。

### 1、国内最后贷款人

最早提及最后贷款人的首推弗朗西斯·巴林爵士, 他称英格兰银行为“银行的银行”; 并在 1797 年谈到该行时用了“最后贷款人”的字眼; 亨利·桑顿(Henry Thornton) 在 1802 年也对货币政策和 LOLR 的任务进行过精辟的论述, 注意到英格兰银行已学会在内部货币枯竭时放松发放贷款<sup>4</sup>。而早期对最后贷款人进行较系统研究的是巴格霍特(Walter Bagehot), 《经济学家》杂志的创办者, 在其 1873 年发表的货币理论著作《伦巴第人街》一书中阐述了最后贷款人规则。他认为, 最后贷款人应当在银行提供好的抵押担保物的前提下, 以惩罚利率对暂时无流动性而有偿付能力的银行提供无限制的贷款<sup>5</sup>。后来许多人对最后贷款人应当做什么进行了研究, 但没有达成一致的定

义。1986 年, 梅尔泽(Meltzer) 概括和发展了巴格霍特的传统概念<sup>6</sup>。他阐述道: 当其他贷款者既没有资金能力又不情愿提供充足的资金以阻止或结束金融恐慌之时, 央行作为最后贷款人是因为它有能借贷, 同时为了使有偿付能力的银行免于失败它必须借贷。他列举了五个要点, 前四个从巴格霍特原则中演化来。

1) 央行是货币体系唯一的 LOLR。

2) 为使无流动性银行免于被关闭, 央行应当满足有担保物的贷款, 该担保物在没有恐慌的正常经济环境下是可销售的。它不应限于正常时期向中央银行申请再贴现的合格票据。

3) 央行的贷款或放款应当是大量的、即时地以高于市场利率方式提供。这切断了那些能从市场获得贷款的(银行)需求。

4) 上述三条原则要预先规定并在危机时被严格遵守。

5) 无偿付能力金融机构, 假如不能作为整体单位被拍卖, 则应当以市场价格出售或清算。所造成损失应由股权、次级债券、债务、未保险存款和存款保险机构来负担, 按破产程序的规定执行。

Meltzer 所做定义的不足之处是没有强调这样的观点: LOLR 压倒一切的目标是防止恐慌导致货币存量的枯竭。若强调这点, 央行的货币控制和作为 LOLR 的目标才没有冲突。最近此定义的内涵被拓展为: 在金融恐慌时中央银行应对市场提供流动性而不是针对个体金融机构。

这里我们根据以上最后贷款人的概念演变, 提出最后贷款人的定义, 它应包括以下要点: 第一, 最后贷款人的实施主体。一般认为, 中央银行是 LOLR。实际上, LOLR 有两种职能, 一是危机时提供融资功能的危机贷款者(crisis

---

<sup>4</sup> 同上, P379。

<sup>5</sup> Curzio Giannini (1999), “‘Enemy of None but a Common Friend of All’? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function”, IMF Working Paper, P6。

<sup>6</sup> Stanley Fischer (1999), “On the need for an International Lender of Last Resort”, IMF, P3。

lender),二是对危机或潜在危机承担责任的危机管理者(crisis manager)。历史上,在中央银行未创立之前,某些机构曾行使过上述一种或两种职能。如美国的财政部、早期的清算所协会。第二,LOLR 是否必须有创造基础货币的能力。一般地说,创造基础货币的能力并非是 LOLR 必要条件。因为 LOLR 作为危机管理者时不一定需要金融资源,只需信用能力。此外,商定贷款(concerted lending)原则在历史上被广泛运用于对个体银行实施救援。第三,中央银行要求受援对象能提供在非危机时期是好的担保品。这可降低道德风险问题。第四,贷款要以较高的利率提供。这也可以降低借款人的道德风险。第五,最后贷款人的救援资金既可以提供给个体机构,也可提供给整个金融系统,应区别对待。第六,最后贷款人必须以“制度的模糊性”来实施,并用事前和事后的透明度来平衡。

## 2、国际最后贷款人

当金融系统风险局限于一国范围内时,最后贷款人的制度安排形成了一道安全网。而面对国际金融市场的系统风险,根本办法之一是寻求国际最后贷款人。可是对国际最后贷款人的定义是困难的,既没有世界政府也没有世界性的中央银行,至此人们对谁充当国际最后贷款人仍争论不休。但是从早期的金融史来看,由“世界经济中心”来充当国际最后贷款人可以找到较多的例证<sup>7</sup>。后来,根据布森顿森林体系建立的国际货币基金组织在某些意义上承担了国际最后贷款人的功能。

我们认为,国际最后贷款人的定义应包括以下要点:第一,国际最后贷款人的实施主体应当有足够的金融资源或融资能力。第二,国际最后贷款人的主要职能是危机贷款者和危机管理者。第三,国际最后贷款人提供救援时应该附有贷款条件,以降低道德风险。

## 第二节 最后贷款人的制度演进

### 一、一国最后贷款人的制度演进

追溯商业银行的发展史,一般而言,吸收存款的业务要早于发钞业务。但从总体上看,在发展了发钞业务之后,银行业才变得重要起来。银行业是从金匠的保存和兑换金银的业务中发展起来的,精明的金匠和其客户发现开据的收条转给卖方比兑现这些收条并转移相应的铸币要方便得多,而且能节约大量的保管费、运费。这种收条后来变为更正式的票券,并充当交换的媒介。在票券发展的过程中,金匠们注意到票券不会被同时兑换,很少一部分铸币即可满足正常的票券兑现要求。更具创意的金匠们不禁联想到:为何不多发些票券贷给那些有暂时购买力需要的人呢?对这想法的实施标志着由“百分之百准备”的银行制度向“部分准备”银行制度的转变。从而,金匠们卓有成效地创造了货币<sup>8</sup>。

在部分准备的银行制度下,对金融体系稳定性的认识爆发了金融理论界长期的论战,这种论战的结果之一是逐步形成了较为完善的中央银行制度和最后贷款人制度。下面我们按时间发展顺序大体划分为三个阶段。

#### 1、英国自由银行业到准中央银行的阶段

<sup>7</sup> 刘宇飞,《国际金融监管的新发展》,经济科学出版社,1999年4月版,P138。

<sup>8</sup> 崔之元,《“看不见手的范式”的悖论》,经济科学出版社,1999年6月版,P55。

仅有部分准备的银行充当货币创造者，这一现象构成了关于中央银行制度的一个核心问题，同时也困扰着制度和理论的发展。“看不见的手”能够操纵银行业这一领域吗？没有集中起来的准备金、没有监管，众多的银行通过票据发行中的自由竞争能实现社会的最优效率吗？亚当·斯密对此作了肯定回答，他的真实票据论认为，银行只要投资于短期自偿的商业票据，就不会引起通货膨胀或紧缩。其理论结论是：把银行的盈利资产限制为真实票据将使银行的负债成功地被限制在尽人意的水平；它将使负债的数量依业务需要变动。在他的真实票据论中，有两个论点值得关注<sup>9</sup>。一是可称之为“回流定律”（Law of reflux），指银行超量发行的纸币将被返还给发行的银行；二是指挤兑银行的危险。

1797年—1821年发生了著名的“金块论战”。双方论争的焦点是，在真实票据论中，当存在派生功能条件下信用链遭到破坏时如何防止挤兑的问题？即提供弹性货币问题？斯密错误地认为短期自偿商业票据本身是有弹性的。而事实上，弹性或流动性并非商业票据的内在特征，没有理由认为挤兑时商业票据恰好到期。

1825年至1865年间，又发生了一场通货派和银行派的争论。通货派认为混合通货不能自动依照“‘纯粹金属通货流通’条件下，黄金流入或流出国境将立即自动导致流通中的通货数量发生相应的增减”的原则流通，从而导出了监管发行银行券数量的必要性。银行派则强调了弹性货币防御危机的作用。英国1844年银行法案表明通货派获胜。但这次胜利并未使英格兰银行承担起最后贷款人的职能，反而造成了1847年的挤兑风潮。事后的结果表明，通货派所倡导的银行法案没有认识到弹性货币供给的需要是挤兑的根源。后来1857年和1866年也发生了银行危机，这些危机表明部分准备的银行体系存在内部不稳定性，必须要有一个最后贷款人提供弹性货币。但由于当时的英格兰银行仍是一家盈利性的私人机构，它有自己的利益目标。在私人利益与公众利益相冲突时，无疑它仍选择前者。因而在上述几次危机中它都没有全力救援。这种制度缺陷使人们认识到只有把英格兰银行改造成一个非盈利性机构，并以监管整个银行体系的安全为目标，人们才能指望英格兰银行真正行使最后贷款人的职责。

## 2、美国的准中央银行——清算所协会

美国银行业的发展比英国的迟得多，但美国在防范金融体系风险方面却有自己的特色。早期的美国银行业没有像英国那样有“在同行业中居首位”的英格兰银行作为同业中的“领头羊”，在发生金融危机中扮演救援者的角色。它们形成了一种代替中央银行的“合作式联盟”，就是所谓的“清算所协会”。

美国的第一家清算所协会于1854年在纽约成立。每家位于纽约的银行要成为会员，其资本金不得少于50万美元。会员银行要向清算所公开其账务以备审查，并且要向清算所支付服务费。在遇到银行业危机时，由清算所安排其会员行向发生支付困难的银行贷款。它自己也发行贷款凭证以代替银行间的现金支付。可以说，纽约的银行第一次使用这种贷款凭证起，便伴随着产生了一种机制安排——即各银行手中持有的铸币储备成为共用的资金，这样使整个银行体系不再承受来自银行间的压力。这样形成的共同储备，或称之为“均等储备”（reserve equalization），意味着一家银行不可能再因贷款状况

---

<sup>9</sup> 同上，P6。

影响其自身的储备水平<sup>10</sup>。但是这种清算所协会是为行使最后贷款人目的而设立的，它也存在一些问题：一是各银行对汇集储备的态度不尽相同。如保守经营的银行倾向于自我防范风险而持有更多储备。二是在出现危机时，没有银行愿意“无限制地贷款”给昔日的竞争对手。三是在遭遇经济周期而引发的金融危机时，规模不大且分散的清算所协会也未能有效地抵御危机。因此，可以说清算所协会仅是一种准中央银行制度。

### 3、正式的最后贷款人制度

在国会创建联邦储备体系之前，美国一直遭受周期性金融恐慌的困扰。1907年发生了一场严重的危机之后，许多人美国改变了对现存美国银行制度的看法，认为需要有来自外部的、超乎于清算所协会之上的控制。次年，Aldrich—Vreeland 法案获通过。该法案允许银行在发生流动性困难时组建协会发行应急通货，这就涉及到危机中关键的弹性货币问题。其隐含的意义是建立一个在危机时能增加通货供给的正常机制。因为仅将储备汇集起来或集中于清算所协会是不够的，且没有任何一家银行甘愿在危机时充当最后贷款人。1913年，美国国会通过了《联邦储备法》。该法令声明，其目的是建立联邦储备银行，提供富有弹性的通货，提供商业票据再贴现的手段，实施更有效的银行监管等。显而易见，美联储的目的之一是发挥最后贷款人的功能。

对英格兰银行来说，1844年银行特许法虽然为其实施最后贷款人提供了某种可能，它强化的金融地位能在危机之时超出最高限额发行无黄金准备的银行券，以解决最后贷款人所需的资金来源问题。但它作为私人机构有其自身的激励机制，并不可能很好地承担稳健金融体系的职责。只有到1946年英格兰银行法将英格兰银行国有化后，才使得它真正成为国家机器的一部分。从而最终担起维护金融稳健的责任，并且能够保持超然的最后贷款人的地位。

## 二、国际最后贷款人的制度演进

资本的跨国转移已经形成了当今世界经济的主要特征，因而一国金融风险的负外部效应不仅表现在国内，而且具有通过利率机制、汇率机制向国外传染的趋势。本世纪发生的几次重大世界性经济金融危机就是很好的例证。对一国的中央银行来说，它的监管要求已突破民族国家地域的限制，使它不得不寻求监管的国际合作。纵观金融发展史，呈现了一个特点：当各国有良好的国际金融（汇率）制度安排时，世界经济能比较有秩序、稳定地发展；反之，就陷于混乱甚至战火连绵。一般来说，国际的金融监管合作大致可分为两方面：一方面侧重于事后挽救的制度安排；另一方面则是对金融机构日常监管的制度安排。我们在本节讨论视角限于前者。

国际最后贷款人的地位始终是模糊的并一度引起了争论。它的困难在于：现有的国际金融体制下不存在世界性的中央银行，虽然有国际货币基金组织，但IMF的有效运作前提是各国监管当局的密切合作与协调；而且在提供救援时IMF也遇到弹性货币的供应问题。现有的IMF在防范区域性的金融危机方面或许可以动员足够的可用资源，但在防范世界性的金融危机方面就无能为力了。至少来说，它不能满足“及时性及无限制的贷款”的LOLR救援原则。但是从IMF实际充当救援者的角度来看，它毕竟最有资格作为国际最后贷款人。

---

<sup>10</sup> 同上，P63。

## 1、早期国际最后贷款人的实践

1695—1697年，阿姆斯特丹通过接受欧洲大陆拒收的汇票救援英格兰银行且收取了10%的贴现率。这次行动被认为是第一次国际最后贷款人的行动，而且符合巴格霍特的收取惩罚性价格的原则。后来的荷兰也曾多次对英国甚至法国的银行实施救援。至1763年，英格兰银行和伦敦的私人银行家也相当慷慨地援救了处于危机中的荷兰银行。当然，这被认为并非出于纯粹的利他主义，而是因为认识到不列颠的繁荣与荷兰紧密相关，荷兰危机的加重会切断英国资本的来源<sup>11</sup>。

金德尔伯格借用费尔南德·布劳德尔的一个假说一般地解释了历史上往往由谁来充任国际最后贷款人的问题。布氏假设世界经济具有一定的地理范围，并且总有一个占主导地位的城市或城邦成为极或中心。在金融危机中，当一国的困难行将超越国境时，占统治地位的中心就被认为有责任充当其它国家的最后贷款人<sup>12</sup>。

当然，也存在过两个主要金融中心在紧急时刻合作的例子。例如，1825年英国困难时期，法兰西银行以黄金兑换白银支持英国。1836-1839年间，英格兰银行分别于1836年和1839年向巴黎支取80万英镑和200万英镑，另向汉堡银行支取90万英镑，部分用白银支付<sup>13</sup>。

早期的国际最后贷款人大都源于自发性的金融合作，一般在经济密切关联方之间达成交易，并没有一个国际性的金融合作框架。而且以银行间的相互支持为基础。由于这时期民族国家的地域界限不甚明了，因而也不是纯粹意义上的国际最后贷款人制度。

## 2、国际货币基金组织的发展与演变

二战之后，怎样重建一个新的国际货币体系成为一个令人瞩目的问题。围绕着这一问题，英国和美国提出了各自的改革方案。英国的凯恩斯计划主要立足于其自身经济和力量的衰落，比较强调通过国际金融组织和国际合作来决定国际事务。而美国的怀特计划则强调美国的主导地位，对国际组织持保留态度。最终双方让步的结果是布雷顿森林体系的建立。1944年7月，同盟国家在美国新罕布什尔州布雷顿森林市召开国际货币金融会议，会议通过了《国际货币基金协定》，从此建立起布雷顿森林体制的国际货币制度。根据协定建立了国际货币基金组织（IMF）。IMF规定了对国际收支逆差国提供短期资金融资的条款，这某种意义上就是国际最后贷款人的机制。它通过融资安排来维护各成员国的国际收支平衡，以便稳定固定汇率政策，避免某一成员国汇率急剧变动从而引致整个汇率体系动荡的风险。它的发展经历了以下几个阶段。

（1）IMF的最初目标是维持固定汇率制度，以避免汇率过度波动导致国际金融秩序动荡不稳定的风险。特别是在第一次世界大战以后，传统的金本位制已不能适应近代经济迅猛发展对货币供给的弹性要求，并且在各国造成了通货紧缩、失业、经济衰退，最终使世界经济脱离了金本位制。这段时期的国际金融秩序一片混乱，各国汇率战频繁不断，极大地破坏了国际经济环境。从这段教训中人们积极于建立新的汇率制度。

国际基金组织协定的宗旨包含：维持汇率特定；在充分保障下，以IMF

<sup>11</sup> 详见刘宇飞，《国际金融监管的新发展》，P138。

<sup>12</sup> 金德尔伯格：《西欧金融史》（中译本），P382。

<sup>13</sup> 金德尔伯格：《西欧金融史》（中译本），P383。

的资金暂时供应成员国，使其有信心利用这种机会纠正国际收支的失调现象，同时又不至于采取有害于本国或国际繁荣的措施等内容。如《协议》第三条规定，成员国向基金组织缴纳份额的 25%以黄金或其它可以转换成黄金的货币缴纳，其余的 75%则用本国货币缴纳。这样，当成员国需要国际储备维持汇率稳定时，就可以用本国货币向 IMF 按规定程序购买（即借贷）一定数量的外汇，并在规定的期限内以回购本国货币的形式偿还所借用的款项。因此，基金组织的救援概念是成员国用自己的储备解决暂时性的国际收支逆差为第一道防线，IMF 的资金则是第二道防线。

## （2）IMF 作为国际最后贷款人制度的加强

世界经济的一体化发展加强了各国间金融的密切联系，金融风险呈现交叉扩散的趋势。这种背景下，单靠国内最后贷款人已无力防范巨大的金融系统性风险，只能寻求更加密切的国际监管合作和国际的救援。无论如何，在现有的几个国际金融组织中，IMF 是最具有实施国际最后贷款人能力的机构。实际上，尽管 IMF 的国际救援活动受到一些批评，但它还是比较成功地在九十年代的两次大的区域性金融危机中扮演了救援者的角色，对防止金融危机在更大范围内扩散，其意义无疑是深远的。

1994 年 12 月，墨西哥政府宣布汇率大幅度贬值，使得大量的外资流出，外汇储备在几天之内从 170 亿美元骤减至 65 亿美元。这不仅使墨西哥本国陷入金融困境，而且对拉美和亚洲一些国家的股市、汇市及正常的经济秩序也产生极大的冲击。这次危机，以美国为首的国际社会，包括国际货币基金组织反应迅速，在得到墨西哥政府承诺实施一系列宏观经济复苏计划后，对墨西哥提供了高达 400 亿美元的银行担保和 478 亿美元的援助。这些援助包括，IMF 178 亿美元，美国 200 亿美元，国际清算银行 100 亿美元。这次救援的迅速实施，使墨西哥金融经济秩序很快就恢复平稳，并未引发更大范围内的金融危机。

1997 年 7 月始于泰国的亚洲金融危机中，IMF 在其财政援助职能下经常向处于危机中的成员国提供紧急的资金支持。IMF 积极出面协调筹划，共提供给泰国 172 亿美元、印尼 400 亿美元、韩国 570 亿美元的援助，其援助规模之大在 IMF 历史上是无先例的。但是，由于 IMF 救援所实施的苛刻的贷款条件以及不够及时等原因，使 IMF 的国际最后贷款人职能遭到了广泛的评议。因此，在人们的争论中，IMF 本身也在酝酿一场更深刻的变革。对于这方面的讨论，我们将在后文国际最后贷款人的机制中加以研究。

### 第三章 一国最后贷款人机制研究

#### 第一节 银行不稳定性与最后贷款人

##### 一、银行不稳定性理论分析

现代金融体系具有内在的脆弱性或不稳定性。我们可以把现有的经济学文献对其的解释主要归纳为四种。观点较为极端的两种解释为经济周期模型（米什金的金融体系脆弱性假说）和货币主义模型（以弗里德曼为代表）。前者认为金融体系具有内在的脆弱性或不稳定性，后者则强调是货币存量的紧缩导致了金融危机的发生。观点较为灵活的两种解释分别是，基于信息不对称的若干理论模型以及投机泡沫模型<sup>1</sup>。以上理论只笼统地研究金融体系的不稳定性，但实际中银行业与非银行金融机构仍存在诸多差别，它们两者之间到底存在的主要差别在哪里呢？古德哈特等人1996年的研究总结了非银行金融中介与银行相比的不同特点。主要的结论是，其他金融中介总的来说系统风险较小，甚至不存在；即使存在，也主要是通过和银行体系的联系在发挥作用。因此，从系统风险角度没有太大的必要对其他金融中介采取专门的措施<sup>2</sup>。这一结论解释了最后贷款人和存款保险制度都仅针对银行机构而设置的事实。因此，下文就考虑银行的不稳定性。

银行业内在不稳定的原因主要有以下几点：第一，部分准备制度。银行作为金融中介吸引大量闲散资金，并把它转换成长期投资，是一类重要的承担“储蓄——投资转换机制”的机构。正常情况下，存款人同时提现的可能性是几乎不存在的，部分准备就足以维持银行的日常资金运作。但是，银行部分准备制度赖以生存的基础是储户的信心。储户的信心崩溃（或恐慌）引发的挤兑在不能及时取得足够市场融资的条件下，即使稳健的银行也难以逃脱被清算长期资产的命运。第二，与工业或商业公司不同，银行具有很高的负债比例，高负债比例运营的特征是放大风险和收益，一旦有项目投资失败，易于使少量的自有资本（除去购置营运的固定资产外所剩更少）丧失殆尽。本质上银行是高风险行业，其风险包括信用风险、利率风险、外汇风险、经营风险、违约风险和其他许多风险。这些风险的暴露过大都足以影响市场对银行的信心。

以下我们从银行作为金融中介的角度来看看银行的不稳定性。1983年戴尔蒙（Diamand）和戴伯维格（Dybvig）曾建立一个模型来说明商业银行如何通过传统的活期存款合约来提供流动性保险<sup>3</sup>。其隐含的深义是为什么银行具有内在的不稳定性<sup>4</sup>。设有三个时期： $(T=0, 1, 2)$ ，投资决策取决于生产技术：时期0的单位投入在时期2可产出 $R>1$ ，若生产过程在时期1被打断，残值只有一单位的原始投资。每个存款者在 $T=0$ 是相同的，但时期1将面临类型的选择：类型1的存款者只关心在时期1实现其收益；类型2的存款者只关心在时期2实现的收益。所有存款者与银行签订活期存款合约，在

<sup>1</sup> 刘宇飞，《国际金融监管的新发展》，经济科学出版社，1999年4月版，P43。

<sup>2</sup> 同上，P42。

<sup>3</sup> 周颖刚，《信息不对称、企业监控和金融中介》，厦门大学财金系硕士学位论文，1998年。

<sup>4</sup> 蒋峰，《银行在亚洲金融危机中的作用》，厦门大学财金系硕士学位论文，1999年。

该合约下存款者有两种选择：在时期 1 可按“先来先服务，全额支取”的原则获取  $R_1$ ，或在时期 2 金融中介清算时按比例获得  $R_2$ 。银行使  $1 < R_1 < R_2 < R$  构成一个自选择约束 (Self-selection Constraint)，这样可诱导不同类型的存款者在不同的时期实现其收益，达到分离均衡 (Separate Equilibrium)。但是获得对银行有利的分离均衡的前提是存款者对银行的信心 (包括银行的有效经营管理，银行资产质量状况良好等因素)。否则，会出现不利于银行的混同均衡 (Pooling Equilibrium)，因为在“顺序服务约束” (Sequential Service Contract) 原则下，后提款者可能会面临无款可提的局面。因此，一旦存款者对银行产生怀疑，原本类型 2 的存款者也会纷纷加入提款行列。这就是挤兑的“自实现效应”。

## 二、挤兑与 LOLR

上文说明了单个银行在突发事件中可能引发的挤兑风险。然而，在市场弥漫悲观气氛，银行信息披露不充分，投资者无法识别好银行和坏银行的情况下，个体银行的挤兑可能蔓延到有清偿能力的银行，威胁整个银行体系。这种情况下，银行挤兑变成银行恐慌，对货币的需求增加，存款数量和货币总量急剧下降，表现为整个银行体系的储备干涸。由于银行体系基于部分准备金制度，储备的减少必然伴随着银行存款和货币供应的多倍紧缩。若没有最后贷款人对市场体系注入流动性资产，银行可能被迫清算某些非流动性的资产以对付资金提取。一般来说，大部分银行资产的交易是困难的，而提前清算的结果是减价销售。其造成明显的负面效应：一方面造成银行资产净值的下降，进而导致银行营运能力下降，风险上升，甚至破产；另一方面非流动资产被迫清算影响真实经济部门的经济循环，从而降低实际产出。因为银行作为“储蓄——投资机制”转换机构其资产大量表现为工业或商业企业的负债。因此当失去公众信任且没有最后贷款人干预时，银行挤兑具有传染性，单个银行的破产会通过驱使资产价值下降、提高利率和引起广泛破产的通货紧缩传染给大量其他银行，引起银行恐慌。

Franklin Allen 和 Douglas Gale (1998) 发展了一个存款者挤兑模型，他们认为存款者挤兑是最优的，但是存在多重均衡的情况下，央行的最后贷款人行动虽不能消除挤兑本身，但可以消除挤兑的重税成本 (remove the dead-weight costs of bank runs)，因而可以导致帕累托效率的改进，与 D-D 模型不同之处是：第一，他们认为银行恐慌与商业周期 (business cycle) 有关，而不只是随机事件 (sunspots) 的结果；第二，假定银行持有的非流动性、长期资产是有风险的且各银行状况相同；第三，文中放弃“谁先来，谁先受服务 (first-come, first-served)”的假设。如美国经济危机时期曾实施过“银行休假”来中断挤兑，以平静取款者的恐慌情绪。该文的结论对我们的重要意义是，存款者的挤兑是对银行的重要外部约束，促进经营者提高效率，甚至由此促进商业银行的市场退出。最后贷款人制度不仅可以改进经济绩效，更重要的是可以避免大规模的挤兑传染，维护存款者的信心，从而减少金融恐慌给经济部门带来的恶劣后果。

## 第二节 最后贷款人的问题及解决方案

最后贷款人制度在防范银行的系统性风险、避免金融失败方面成绩卓著。但是它也是一把双刃剑，其造成的负面效应是明显的。最后贷款人（或者包括存款保险制度）的本质特征是将个体银行倒闭的市场成本转让给社会来分担，而最终落到纳税人的头上。从某种意义上说，它削弱了市场机制的调节功能，肆意助长银行承担高风险的动力。最难解决的核心问题是银行的道德风险问题。

## 一、道德风险

道德风险的概念起源于海上保险<sup>5</sup>。它指从保险公司的观点，保险可能对保险者的行为起着反向的效果<sup>6</sup>。一个标准但极端的例子是投了火灾保险的投保人纵火烧掉自己的财产，另一个普遍的例子是投保人与保险前相比不那么关心或采取措施防止财产的毁损。保险公司防范道德风险的措施一般采取部分保险形式，让投保人仍有动力去保管好已保险的财产。从现代的“委托—代理”理论的观点来解释，道德风险是“委托—代理”问题的一种特殊形式，代理人在签约之后以隐藏信息或隐藏行动的形式来最大限度地增进自身效用，显然他以牺牲委托人的利益为代价。道德风险产生的原因可以归结为以下两方面：第一，尽管当事人在签订合约之前对相关合约的信息都是了解的，但对合约签订后所发生的情况却不完全了解，如对委托人来说，代理人的行为不可证实的，他只能观察到活动结果。因此，在不完全信息情况下，风险分担的不对称性就可能产生道德风险。第二，合约的谈判、签订和履行都要花成本。如果这些行动是无成本的，合约双方就会尽量搜集与合约有关的信息，并完全地监督合约的执行情况，那么道德风险也就不会出现。在现实生活中，无成本的合约是不可能的，因此，合约成本的存在是道德风险出现的重要原因<sup>7</sup>。

在实施最后贷款人的情况下，道德风险问题包含两个方面：一方面是由银行的经营者的道德风险，因为他们相信在危机时刻中央银行会通过最后贷款人给他们提供紧急融资。最后贷款人的援助使他们在资产管理方面偏好高风险的投资项目，经营者行为的结果是项目失败的概率加大。因为银行是高负债企业，其资本杠杆效应很大，倘若项目失败银行陷入流动性危机，则 LOLR 的援助承担了其失败成本；若成功，从根本上说增加了经营者本人的福利函数，包括收入、个人声誉等。因此，在项目期望收益相同的情况下，经营者偏好高风险、高收益的项目，从而人为地增加了个体银行的风险。另一方面是由银行的投资者带来的道德风险。因为最后贷款人的援助使银行免于市场失败（被清算），从而也不会造成他们任何的投资损失。这使得投资者疏于监督银行的投资行为。假如最后贷款人让正常情况下无偿付能力的银行破产，而只救援暂时无偿付能力的银行，银行的经营者和投资者就会有一个正向激励<sup>8</sup>。

<sup>5</sup> 卡尔·H·博尔奇，《保险经济学》（中译本），商务印书馆，1999年5月版，P439。

<sup>6</sup> 易宪容，《现代合约经济学导论》，中国社会科学出版社，1997年8月版，P51。

<sup>7</sup> 易宪容，《现代合约经济学导论》，中国社会科学出版社，1997年8月版，P53。

<sup>8</sup> 这个陈述忽视了可能存在的其他扭曲，如由存款保险和“大而不倒”理论引起的扭曲。

## 二、道德风险的解决方案

对经济学家来说，解决道德风险问题尚有一段路要走，但人们至少在解决问题的摸索中见到了曙光。从“委托—代理”理论的观点来看，其难点是委托人对于观察到的结果，既无法判断出是代理人（经营者）的个人行为造成的，还是外生的自然随机事件的结果。因为这两者对委托人都是不可证实的。该理论的解决思路是：委托人如何根据观测到的信息来奖惩代理人，以激励其选择对委托人最有利的行动。即设立一个合理的风险（成本）分担机制。把最后贷款人的道德风险问题转换成委托——代理问题的语言是：中央银行（委托人）的最后贷款人制度设计如何使银行经营者（代理人）避免过度扩大资产的风险头寸，使央行不附加承担由于经营者的冒险经营而产生的失败成本。央行 LOLR 的救援原则是仅对有偿付能力而暂时性缺乏流动性的银行提供帮助，而拒绝对无偿付能力的银行提供帮助。因此，解决 LOLR 制度下的潜在道德风险问题，应设计包括以下要素在内的方案。一是官方监管；二是鼓励私人部门的监控；三是通过对有过失的经营者施加成本，如增强市场退出机制的作用。下文我们将对这三条逐一深入剖析，然后下一节着重发展一个模型讨论中央银行 LOLR 实施的“制度的模糊性”问题。

1、官方监管。大多数的文献都认为官方监管的重要目的是维护金融体系的稳定，避免金融失败带来的金融系统性风险，同时保证信息劣势者——存款人的利益，体现社会公平原则。一个灵活有效的监管体系，不仅能实施其监管目的，而且也能补充内部管理和市场约束的不足，在配合最后贷款人制度方面，能更有效地抵制银行经营者的道德风险。官方监管框架，大体包含以下几方面内容：第一，采用有效的管理规则，对市场准入、资本要求、银行的资本负债管理等方面做出细则性的严格规定。特别是要满足“巴塞尔协议”的最低资本充足率规定，加强抵御风险能力。强化现场稽核与非现场监管的手段，加强对被监管者的风险识别、跟踪工作的管理，通过风险预警指标，约束其风险头寸的过分暴露。道德风险的产生主要体现在经营者的经营策略更倾向于高风险的投资活动，通过上述监管手段，比较分析银行的历史信息，可初步诊断出银行经营策略的变化，有利于事前采取风险控制措施。第二，加强中央银行监管的独立性和权威性。为了有效地监测规则是否得到贯彻执行，央行必须具有充分的独立权威性和足够的能力履行其职责，这些权力包括：制定规则；索取信息、实施现场检查以核实银行数据和报告的真实性和制订恰当的贷款风险准备金以限制银行不稳健的做法；否决许可证的申请和在必要时撤换经营者，迫使银行退出等。鉴于监管业务的复杂性，央行需要高素质的监管人才和财源保障。第三，加强与国际组织的合作，借鉴先进的监管经验，提高监管水平。

### 2、加强私人部门的监控

鼓励私人部门对银行的监控。与此相对应的措施是完善银行的信息披露制度，保证信息质量。外部约束的有效前提是信息能够反映银行经营的真实状况，这有利于私人部门辨别“好的银行”和“坏的银行”，从而实施用手投票和用脚投票的权利，对经营者实施硬约束。为了保证信息的质量，应当让外部审计发挥更大的作用，例如通过强调更有效的内部控制和审计方法，正确地估价银行资产质量状况、风险大小。外部审计还可以及时发现银行错误的会议核算、贷款估价方法等。

### 3、采取更为严厉的市场惩戒措施

监管的目的不是为了保证每一家银行的生存，而是为了确保整个银行体系的稳健。因此，市场惩戒是保证银行经营有活力和效率的重要措施。在破产的情况下，损失应当主要由股权持有者来承担，并通过经营者市场来惩戒经营者。这种不保护股权投资者的姿态可以更为有效地发挥他们的监控作用。另一种较为有效的方法是 LOLR 救援以惩罚性的高利率来提供融资，加大道德风险的成本，但这也应该掌握一个度。这点我们下文将进行详述。

### 三、LOLR 的制度模糊性<sup>9</sup> (constructive ambiguity)

最后贷款人所引发的道德风险问题，上文我们已经开出了三个药方：官方监管、私人部门监控以及市场纪律的约束。从各国对最后贷款人制度的实践来看，实施 LOLR 的制度模糊性可以较好地降低道德风险，但可能会妨碍中央银行的政策信誉。本节在讨论中央银行的信誉之后，发展了一个完全信息下中央银行 LOLR 与银行间的一个静态博弈模型来分析制度模糊性问题。

#### 1、如何维护中央银行的政策信誉 (reputation)

中央银行作为最后贷款人在实施制度的模糊性时，本身就存在着矛盾——央行如何维护其政策信誉。央行是一国的货币政策制订者，必须维护其货币政策目标。如我国的货币政策目标是“保持币值稳定并以此促进经济增长”。为达到此目的，央行应十分重视其政策的可信度，即政策信誉。中央银行树立政策信誉主要有两种方法<sup>10</sup>：一是法律上使中央银行独立于短期政界官僚的压力。二是中央银行建立明确的规章制度，规则必须是明确的并能被理解，因为透明的规则能影响人们的预期，为中央银行达到政策目标打下基础。而 LOLR 的制度模糊性就无助于维护中央银行的政策信誉。如何协调这对矛盾呢？我们同意 Charles Enoch 等（1997）的观点，他们认为 LOLR 的制度模糊性应该用明确的“事前”和“事后”的透明度 (transparency) 来平衡。事前的透明度应当预先颁布将进行什么样的支持和惩罚的明晰规章制度。事后的透明度需要金融救援的提供者公开解释它的行动和对它的行动负责，一旦做出这样的披露不会加深金融部门的困难。事后透明度对总结回顾任何援助的适当性和维护当局未来信誉及政策可信度是至关重要的。例如，英国国会委员会调查银行失败和美国国会调查美国储蓄贷款协会危机的处理是事后的透明度和可信性在实践中的两个例子。

#### 2、LOLR 制度模糊性的完全信息静态博弈模型

对银行来说，其外部约束主要来自于两方面：官方监督（央行）和存款者（社会公众），为简便起见，我们不区分银行的经营者的利益差别，即假设股东不用手或脚投票来约束经营者。涉及的博弈方有三方：银行、中央银行和社会公众。我们还可以进一步简化，因为社会公众的约束方式主要是通过挤兑存款来实现的，而担忧银行挤兑的传染效应正是中央银行实施最后贷款人救助的理由。所以银行时刻都接受社会公众的监督，否则银行也不可能存在由于挤兑而倒闭的风险。因此，博弈方简化为：银行与中央银行。我们也假定双方对信息结构及支付函数等信息都了解。所以该模型是完全信息静态博弈。

<sup>9</sup> 所谓 LOLR 的制度模糊性，是指 LOLR 制度并不明确规定银行面临倒闭风险时，LOLR 必须进行救援，而给 LOLR 留下相机抉择的空间。

<sup>10</sup> Robert Parry，“中央银行信誉、通货膨胀及金融改革”，陈百助等编，《中国金融市场：改革与发展》，经济管理出版社，1999 年版。

I. 构造一个完全信息静态博弈模型，其支付矩阵为：

		中央银行	
		市场退出惩戒	最后贷款人行动
银行	高风险项目	-1, 1	2, -1
	低风险项目	0, 0	1, 1

(2) 关于战略式表述博弈模型的说明：

a、博弈参与方的集合为： $\Gamma = \{\text{银行 B, 中央银行 C}\}$

b、参与双方的策略分别为：

$s_b = \{\text{投资高风险项目, 投资低风险项目}\}$

$s_c = \{\text{市场退出惩戒, 最后贷款人行动}\}$

c、参与双方的混合战略 (mixed Strategies) 分别为： $b = (\theta, 1 - \theta)$ ,  
 $c = (r, 1 - r)$ 。

(3) 解博弈模型的混合战略纳什均衡如下：

银行的期望效用函数为：

$$U_b = \theta [r \cdot (-1) + (1-r) \cdot 2] + (1-\theta) [r \cdot 0 + (1-r) \cdot 1]$$

$$= \theta \cdot (2-3r) + (1-\theta) (1-r)$$

对银行的期望效用函数求  $\theta$  的导数，得银行最优化的一阶条件

$$2-3r - (1-r) = 0$$

解得： $r^* = 1/2$

中央银行的期望效用函数为：

$$U_c = r [\theta \cdot 1 + (1-\theta) \cdot 0] + (1-r) [\theta \cdot (-1) + (1-\theta) \cdot 1]$$

$$= r \cdot \theta + (1-r) (1-2\theta)$$

对央行的期望效用函数求  $r$  的导数，得央行的最优化一阶条件：

$$\theta - (1-2\theta) = 0$$

得： $\theta^* = 1/3$

因此求得的混合战略纳什均衡为： $(b^*, c^*) = (1/3, 1/2)$

(4) 结论：

该均衡解的意义是，银行以 1/3 的概率投资于高风险项目，以获得超额高利润；中央银行以 1/2 的概率让市场退出惩戒的方式对银行给予约束。如果  $\theta < 1/3$ ，中央银行的最优策略是银行挤兑时给予援助；如果  $\theta > 1/3$ ，中央银行的最优策略是任市场去约束银行的经营，包括银行市场破产在内的惩戒。反之，如果  $r > 1/2$ ，银行的最优策略是正规经营；如果  $r < 1/2$ ，银行的最优策略是冒险经营。此外，我们这个例子说明，中央银行在实施最后贷款人时，应当以制度的模糊性来实施，避免自己的行动策略为银行所猜破，这样就可以防止银行的道德风险。我们这个例子只是简单地说明了中央银行“制度的模糊性”策略，若把条件放宽，在动态不完全信息下该例子仍有借鉴意义。

### 第三节 最后贷款人的比较研究

#### 一、最后贷款人的实施原则

国内金融危机管理的理论相对简单，它的宗旨也比较不易引起争议——即维护一国金融体系之稳定。对最后贷款人的认识也是如此。准确地说，最后

贷款人的概念很难被定义，或许它精确的外延随着时间和地点的变化而有所不同。时至今日，对最后贷款人内涵的描述被广泛接受的观点仍是 19 世纪瓦尔特·巴格霍特的经典格言，“以惩罚性的利率和要求提供好的担保物，对暂时无流动性但仍有偿付能力的银行提供自由的借贷”，该格言的推论是无偿付能力的银行应被关闭。虽然该理论简洁明了，实践起来却复杂得多。这不仅因为在该原则付诸实施之前需要有大量的机构采纳，而且该原则的要义在实践过程中均经历了重大的改变。以下我们来阐述这些历史变化。

### 1、是否自由地借贷

最后贷款人必须保证具有充足的可供资源。在理论上，挤兑是当取款者去银行提款时被告知无款而引起的恐慌，LOLR 的功能则是满足银行的暂时流动性需求。央行作为最后贷款人由于它有货币发行权显然能满足该原则，但实际上它面临两方面的约束：第一是 LOLR 希望能避免其决策失误的后果，使得它在行动中谨慎。如避免受援者最终陷入困境而无法还贷的情况。19 世纪这点很为人们所关注，当时新成立的中央银行尚未国有化而需优先考虑股东们的利益。第二，即使中央银行敏感于不加以援助就会造成社会成本的急剧上升，但无限贷款的原则可能造成与现行货币政策的矛盾。因为 LOLR 投放基础货币易引发通胀压力。

因此，在实践中该条原则作了两项修改。第一项是通过商定贷款（Concerted Lending）由众多小银行组成的银行团实施救援。一般由央行或规模最大和较古老的银行作为危机管理者。商定贷款不供给基础货币，而是以再分配储备金的方式来完成援助。这种实践在 19 世纪后期的美国广泛盛行。但是，由于最近几十年金融的自由化和银行竞争的白热化，商定贷款的基础被损害。一个方面可能是竞争导致银行部门传统的高租金消失，银行的退出成本降低；另一方面银行再也不那么愿意扶持潜在的竞争对手。第二项修改是技术代理人（一般为央行）和政治委托人（政府或立法机构）进行分工，当主要银行失败时为避免银行系统的崩溃，注入资金常由委托人实施，代理人仅作为辅助角色。在 20 世纪 30 年代大量的银行陷入困境时，许多国家建立专门机构处理此问题。近来，金融的国际化及金融风险的加剧，政府的作用范围更大了，也相应地增加了其提供救援的责任。根据古德哈特等（1995）经验研究，直到八十年代，救援资金由银行和政府（存款保险）两者提供的案例还大体相当，但近来后者提供资金已为前者的两倍。

### 2、救援对象——暂时无流动性但有偿付能力的银行

最后贷款人易产生道德风险，因而区分无流动性和无偿付能力是必须的，桑顿和巴格霍特就认识到这点。巴氏在阐述一般危机时认为 LOLR 只对能提供“好证券”的银行提供援助。LOLR 要在信息不充分甚至错误信息中迅速地地区分银行是无流动性还是无偿付能力，从而迅速做出救援决定在实践中被证明是极端困难的。但这种区分在事后却能做出。而且，通常时期“好证券”在危机时也可能变得一文不值。为了使 LOLR 在紧急情况下有比较充分的信息，央行应加强事前审慎性的银行日常监管工作来收集银行经营信息，从而区分高风险与低风险的银行。某种程度上，“高一低风险”与“好—坏银行”是一个替代框架。同时，审慎监管标准的实施也给银行提供持续的压力。

### 3、救援方式——以惩罚利率和要求提供好担保品

巴格霍特原则的最后一项是 LOLR 以惩罚利率和要求提供好担保品才给予救援。巴氏本人提出了几种解释：（1）稀缺的流动性资源应配置到能最有

效使用它的人手里；(2) 提供给 LOLR 的抵押物和证券应满足可流通性和谨慎估价的原则；(3) 高利率使银行在其他流动性渠道枯竭后才向 LOLR 求援；(4) 惩罚利率保证一旦紧急危机结束后贷款就能得到偿还。总之，这些原因都是围绕着防止可能出现的道德风险问题，因为惩罚性利率能事前防止银行从事过高风险的投资活动，避免增大挤兑的概率。实践中，这个原则很难被遵守，一方面假如有好的担保品，银行仍可从同业渠道获流动性支持，无需寻求 LOLR；另一方面存在的问题是受援方在高利率条件下会产生高风险投资的赌博心态，特别是那种经营状况一般而陷入流动性问题的银行和无偿付能力的银行，这隐含着道德风险。因此，作为监管者和 LOLR 的中央银行常对受援者保持一种宽容的态度而不是设置态度强硬的融资条款，所以 LOLR 银行援助常按市场或补贴利率。

## 二、LOLR 的比较研究

现代的中央银行制度仍包括三种传统的央行职能，即发行银行、政府的银行和银行的银行职能。LOLR 的主旨是央行（货币当局）向暂时无流动性的银行提供流动性支持，因而它应归入央行的“银行的银行”职能。前文已经阐述，LOLR 的三原则早于 19 世纪就由巴格霍特提出，但各国由于中央银行制度、监管水平及经济发展条件的差别，在具体的 LOLR 操作方面仍有诸多不同。由于资料收集存在着很大困难，因此本文仅对日本、美国和香港特别行政区的 LOLR 制度进行比较研究。

### 1、LOLR 实施主体的比较

日本的中央银行是在大藏省（财政部）管理之下的日本银行，日本的央行独立性较小，而大藏省把所有金融机构都置于其支配之下，一旦发生金融体系危机，大藏省皆采取护航舰队的方式给予化解。因此历史上日本的银行破产事件较少，截止至 1996 年底，仅 24 例<sup>11</sup>。在 7 例中日本银行提供了流动性支援，见表 3-1。1997 年以来，日本出现了二战后最大的金融机构倒闭风潮。1997 年年初以来就不断有小型金融机构破产。4 月日本著名的保险公司——日产生命寿险公司宣布破产，整个金融机构岌岌可危。11 月爆发了严重的倒闭风潮，该月先后有三大金融机构倒闭，分别为三洋证券公司、北海道拓殖银行及山一证券公司<sup>12</sup>。1998 年，日本长期信用银行和日本债券信用银行陷入资不抵债。在这种情况下，日本政府投入了巨大的财政资金来拯救银行业。1998 年 2 月推出 30 兆日元的稳定金融体系计划，其中 17 兆日元用于至 2001 年 4 月 1 日期间对存款者提供资金。1998 年 10 月的金融再生法和早期健全化法的成立，使得政府为处理不良债权准备了总额达 60 兆日元的资金。这些法律实施后，政府采取接管的方式，将日本长期信用银行和日本债券信用银行国有化。1999 年 3 月 12 日，日本政府又决定向 15 家大银行注入 7459.2 万亿日元的公共资金<sup>13</sup>。这些政策措施化解了日本国内外对其金融机构的信心危机，为日本金融业处理不良债权赢得时间和空间。

<sup>11</sup> 根据堀内昭羲（1996），“日本的安全网和金融体系的稳定性”，《战后日本金融体制及其变革》，上海财经大学出版社，P102-103 表 1 和中岛秋（1997），“银行发生稳健性问题时中央银行的作用：日本的经验”，《银行业的稳健与货币政策》（中译本），中国金融出版社，P192-193 附件 I 整理而成。

<sup>12</sup> 刘丽京，“日本：经济金融陷入困境 改革调整举步维艰”，《国际金融研究》，1998 年第 2 期，P11-12。

<sup>13</sup> 袁跃东，“日本经济复苏依然困难重重”，《国际金融研究》，1999 年第 8 期，P11。

美国的金融监管体制比较复杂，监管机构有：货币监理署、美联储、联邦存款保险公司、联邦国内贷款委员会、国民信贷联合会、州立监管机构等六类机构。但根据联邦储备银行法，美联储可以向会员银行提供临时性抵押贷款。除了一般短期调整贷款外，联储还可以向那些由于意外情况而陷入困难的银行提供资金支援。在有些情况下，联邦存款保险公司也作为最后贷款人。如 1984 年伊利诺伊州芝加哥的一家银行破产事件中，联邦存款保险公司、货币监理署和联邦储备理事会认为伊州银行太大，不能倒闭，否则将严重威胁美国银行系统的稳定。于是美联储向该行贷款几十亿美元，满足其流动性的

表 3-1 日本银行对危机、破产金融机构的救援一览表

序号	金融机构	日期	日本银行提供的资金
①	山一证券	1965 年 5 月	发表救济政策，日本银行特别融资
②	平和互济银行	1985-1986 年	1985、11，大藏省、日本银行金融界达成向平和互济银行提供 200 亿日元的支援融资协议，1986 年 11 月，被住友银行吸收合并。
③	东京协和信贷合作社/安全信贷合作社（两家均在东京）	1994 年 12 月 9 日	向东京共同银行提供 200 亿日元资本金。
④	Cosmo 信贷合作社（在东京）	1995 年 7 月 31 日	向 Cosmo 信贷合作社提供了必要的流动性，向东京共同银行提供了 2200 亿日元的贷款，以支持其盈利。
⑤	木津信贷合作社（在大阪）	1995 年 8 月 30 日	向木津信贷合作社提供流动性支持，通过全国信贷合作社联合会办理。
⑥	兵库银行（在兵库市）	1995 年 8 月 30 日	向兵库银行提供了必要的流动性，向缘和银行提供了 1100 亿日元的相关贷款。

需求，联邦存款保险公司也注资几十亿美元。

香港实施特别的货币发行局制度，其最后贷款人是香港金融管理局。

## 2、LOLR 救援条件的比较

### (1) 日本

中央银行无限制地提供资金会削弱金融机构的约束机制和鼓励不负责任的管理。为避免这种道德风险，日本银行规定只有满足以下四个条件时，才能向有问题的银行提供资金。

第一，发生系统性风险的可能性很大；

第二，没有其他替代方法，而且中央银行的援助是成功地解决问题所不可缺少的；

第三，所有有关责任方都应承担责任来避免发生道德风险；

第四，中央银行的金融稳健性将不会受到破坏。

### (2) 香港

提供最后贷款人援助的先决条件，就是金融管理局经过细心评估后，认

为某家有问题的机构若因得不到流动资金援助而倒闭，可能会危害汇率、货币或金融体系的稳定。除此之外，有关机构亦需符合下列条件才可获得最后贷款人援助。

第一，该机构具备足够的还债能力；

第二，有关的最后贷款人援助将会有足够抵押品支持；

第三，该机构申请最后贷款人援助前，已尝试从其他合理途径寻求融资；

第四，该机构有控制权的股东已在合理范围内竭尽所能提供流动资金和资金援助，以展示其对该机构的承诺；

第五，没有表面证据显示该机构的管理层不符合“适当人选”准则，或流动资金问题的出现是因诈骗行为所致；

第六，该机构必须准备适当的补救行动，解决其流动资金问题。

### 3、LOLR 与存款保险制度的关系

目前，香港还没有建立存款保险制度。而美国、日本等大多数主要发达国家都有某种形式的存款保险。总体来说，LOLR 和存款保险制度都作为传统金融安全网的一部分，对维护金融体系的稳定，保证存款者对金融体系的信心及保护小额存款者的利益，被实践证明是至关重要的。

自 1930 年至 1933 年，即美国 30 年代经济大萧条期间，一系列富有破坏性的大规模挤提促使约 9,000 家银行破产<sup>14</sup>，于是美国联邦存款保险公司于 1933 年宣告成立。实行存款保险以来，银行破产大幅减少，即使出现了破产，存款人也得到保险计划所预期的保护。更重要的是，银行挤提和“传染性挤提”的恐惧得到了控制，从而促进了金融体制的稳定。现在，美国存款保险的保护最高限额为 10 万美元，可以说，其建立目的是针对小储户的。

日本于 1971 年引入了存款保险制度，但 1992 年以前还没有运用该制度作为事后的处理措施。不但存款保险制度中破产银行的存款支付措施没有运用过，而且存款保险机构的资金投入破产银行的事后处理的政策也没采用过。严格地说，存款保险机构在 1971 年成立之初仅被赋予有限的功能，在银行破产之时，在一定限度内向存款人兑付的职能。关于存款保险的额度，1974 年 6 月之前是 100 万日元，1974 年 6 月到 1986 年 7 月修改了存款保险法，不仅对存款的兑付，而且对破产银行进行救助的银行资金援助也追加了相应条款。直到 1992 年处理东邦相互银行危机后，存款保险机构才登上安全网的舞台<sup>15</sup>。1997 年 12 月 16 日，为了拯救金融体系，日本正式出台了稳定金融体系的对策。主要内容包括：动用官方资金向存款保险机构注资 10 万亿日元用于稳定金融体系；修改存款保险法，由存款保险机构向金融机构注入资金，以提高金融机构的自有资金比例。修改后的存款保险法允许储蓄存款保险机构设立特别结算账户，其功能在于保护原先不在保险范围内的超过 1000 万日元的账户，以达到充分保护全部存款，稳定金融体系的目的<sup>16</sup>。同时规定，从 2001 年 4 月开始，废除对破产银行存款全额保险的做法，对每一储户的存款最多仅赔偿 1000 万日元<sup>17</sup>。

<sup>14</sup> 陈元，《美国银行监管》，中国金融出版社，1998 年 12 月版，P40。

<sup>15</sup> 堀内昭毅，“日本的安全网和金融体系的稳定性”，童适平编，《战后日本金融体制及其变革》，上海财经大学出版社，1998 年 2 月版，P82。

<sup>16</sup> 谢杭生等，“日本的不良债权及处理方式”，《国际金融研究》，1998 年第 6 期，P32。

<sup>17</sup> 袁跃东，“日本经济复苏依然困难重重”，《国际金融研究》，1999 年第 8 期，P13。

## 第四章 国际最后贷款人机制研究

上章分析了一国金融危机的传染效应下的最后贷款人制度。本章对该问题的研究拓宽到全球角度，着重研究国际最后贷款人的机理。在金融国际化的条件下，国际金融市场的系统风险问题日益突出。面对金融风险跨国传染的可能性，人们逐步重视建立更加完善的国际间金融合作框架，包括建立全球银行的统一监管标准，以及朝着建立国际最后贷款人的方向努力。本文我们就研究后者。

### 第一节 跨国货币危机与国际最后贷款人

#### 一、国际金融市场内在不稳定性

国际金融市场内在不稳定性指国际资本市场容易发生“自我实现”式的金融恐慌，其导火索有可能是一国经济基本面恶化而引发的资金抽逃，也有可能是国际投机者对某国汇率制度的攻击。九十年代以来，国际上发生了三次比较大的金融危机，1992年英国英镑、意大利里拉的贬值导致了欧洲货币体系危机，1994-1995年墨西哥比索危机殃及整个南美以至亚洲国家，1997年泰国危机演变为亚洲金融危机。至于小的危机，更是不胜枚举。分析国际金融市场内在不稳定的原因，大体有以下几种：第一，金融的全球化是不稳定的经济根源。科技的进步，减少了资金国际流动的交易费用，促进了资金的国际余缺调剂，提高了效率。但也加剧了国际金融市场动荡。第二，一些国家仍在维护僵化的汇率制度，从而造成人为的汇率高估或低估，在开放金融市场的条件下，极易引发国际投机者的攻击。这是国际金融市场不稳定的制度根源。第三，由于缺少一个有效的金融危机管理框架，危机在“自我实现”式的金融恐慌下容易跨国扩散，加剧和加深金融危机。因此，寻求国际最后贷款人实施危机管理和作为危机贷款者以防范危机扩散就成为各国金融当局关注之事。

#### 二、跨国货币危机传染理论评析

跨国货币危机的传染是指一个国家的货币危机导致另一个国家发生货币危机的可能性，它强调的是某一个国家发生货币危机的原因就是另一个国家的货币危机。货币危机的传染模型目前主要有两种，一种是波及效应模型；二是净传染模型。

##### 1、波及效应模型

危机的波及效应有两种传染渠道：一种是贸易联系渠道，另一种是金融联系渠道。前者是指，一个国家的危机恶化了另一个与其贸易关系密切的国家的经济基础，从而导致危机。这又可分为“直接双边贸易型”和“间接多边贸易型”。直接双边贸易型传染主要是危机国贬值导致价格优势、出口竞争力加强等使贸易对手国受更大影响而引发危机。间接多边贸易型传染即所谓的竞争性贬值，它是指一个国家的危机导致了与之竞争同一国际市场的另一个国家的竞争力降低，诱发了投机者对另一个国家的货币冲击，如芬兰与瑞典尽管直接贸易较弱，但是由于这两个国家竞争同一出口市场，因此芬兰马克

在 1992 年 9 月 8 日的浮动导致了投机者对瑞典克朗的攻击。后者，即金融联系渠道指，一个市场由于危机而造成的非流动性导致另一个与其有密切金融关系——包括 FDI、银行贷款、资本市场渠道等——的市场的非流动性。它也分为直接型和间接型。

## 2、净传染模型

净传染是指一国的危机并没有恶化另一国家的经济基础，而是由经济中的多维平衡点及投机者的“自我实现”(Self-fulfilling)因素导致的——一国的危机导致投资者重新评估其他类似国家的经济基础(即使这些国家经济基础未发生根本性变化)，从而产生“自我实现”的投机者对类似国家的货币冲击。净传染有许多形式，如经济传染型、政治传染性、文明传染型等。

在亚洲金融危机中，波及效应是明显的，因为亚洲国家间存在很强的直接贸易联系，但它不足以解释危机传染的全部。亚洲国家经济基础、经济政策、汇率体制、金融体制甚至文化间的相似性，使得净传染也有很大的解释力。

## 三、国际最后贷款人

由于金融危机的传染性严重危害了各国的金融体系，损害了各国的经济基础，这迫使各国加强金融合作、统一监管标准，并寻求在发生货币危机时能提供强大金融支持的国际最后贷款人。显然，建立基于各国政权之上的国际最后贷款人是很难行得通的，它的建立有赖于各国的自愿合作精神。最后贷款人的两种基本职能是危机贷款者和危机管理者。对于一国的个体银行风险来说，央行通过行使危机贷款者和危机管理者的职能，既具备约束银行的能力又可以有效地防止危机传染。国际最后贷款人行使上述两种职能时效力有所不同。它行使危机贷款者职能时受到资金的限制，不能供应弹性货币。而且贷款时只能在某种程度上约束受援国政府的宏观经济政策，对银行的行动却无能为力。另一方面国际最后贷款人作为危机管理者，它能对国际资本流动实施监督，在敦促各国银行实施统一的监管标准方面做出努力。同时，建议各国实施较开放的政策，促进浮动汇率，减轻政策措施不当造成的后果。

## 第二节 IMF 救援机制的发展

国际货币基金组织建立的宗旨是为避免二战前的世界经济秩序混乱，以利于战后经济重建，在国际金融方面树立国际合作的框架。IMF 从建立之日起，就存在向成员国提供金融援助的机制。根据国际货币基金协定第一条第五款，IMF 为了缩减成员国国际收支不平衡的时间并减轻其不平衡程度，在有充分保证的条件下向成员国提供资金，帮助成员国充满信心地纠正其国际收支失调的现象，防止成员国采取既有害于本国利益，又有损于国际繁荣的下策。后来，IMF 的功能不断地扩充和发展，特别在给各成员国提供短期融资方面开拓了许多窗口。因此，IMF 在实践中事实上承担了国际最后贷款人的某种功能，我们考察 IMF 救援机制的发展可以合理地推断 IMF 改组成国际最后贷款人的合理性。

### 一、IMF 救援机制的初创和缓步发展阶段

1、最初，IMF 的金融援助具有资金周转性质和恢复信心的功能，着眼于

帮助成员国解决暂时性的国际收支不平衡问题。其贷款一般不考虑国际收支的不同类型，推行“一个窗口”办法。后来，在战后经济重建的五十年代至六十年代，金融援助的方式得到进一步发展，出现了“备用安排”、“出口波动补偿贷款”和“缓冲库存贷款”等形式。其中，“备用安排”条款是由成员国与国际货币基金组织事先商定，准许成员国在规定的有效期（一般为1年）内根据需要使用。另外两种属于特别贷款，贷款期限比较长，为3至5年。如设立于1969年6月的缓冲库存贷款是为帮助初级产品出口国稳定国际市场价格而建立缓冲库存（主要是锡、可可和糖）提供所需资金，贷款额度最高为成员国份额的50%。这些贷款并非严格意义上的国际最后贷款人的制度安排，但它为以后IMF实行国际最后贷款人建立了制度基础并积累了贷款操作经验。而且一些贷款形式也为IMF后来的紧急融通资金机制中所采用。在一九九七年的亚洲金融危机中，IMF对亚洲三国的紧急援助，就有一部分采用“备用安排”的形式。

2、七十年代初，在全球石油危机的情况下，IMF的金融援助职能得到进一步加强，发展了“石油贷款及其补贴账户”、“中期资金”、“补充融资资金”、“信托基金”等形式。其中，“补充融资资金”旨在更好地保证能够有充分的资金对有调整国际收支需要的成员国及时给予帮助。1977年的做法是由石油盈余国和美国等其他有盈余的国家各提供一半资金。该形式是亚洲金融危机中IMF安排救援资金时的先例。

3、八十年代初，在拉美债务危机发生之际，IMF的金融救援机制进一步发挥作用并趋于完善。1988年8月，国际货币基金组织新设立一项补偿与应急融资资金以取代1963年设立的出口波动补偿贷款。这一新的融资渠道服务于两个项目，一是提供资金弥补出口短缺或由于成员国不可控因素造成的粮食进口费用的超额上涨；二是当成员国面临着不可预测和范围广泛的反向外部冲击时，提供一项IMF支持的安排以保持成员国经济调整的势头。

## 二、IMF救援机制朝着国际最后贷款人方向的发展阶段

九十年代以来，连续发生了三次大规模的地区性金融危机，国际金融市场亦随之动荡不安。在此背景下，人们对密切国际金融合作以防范金融风险寄以厚望，经济学界对实施国际最后贷款人制度提出了仁者见仁，智者见智的看法。国际货币基金组织由于其长期在调整国际收支不平衡、维护国际汇率环境稳定以及在提供紧急救援资金方面的诸多成功实践，成为人们争论的焦点。不管人们如何争论，九十年代以来，IMF在防范金融危机、提供紧急融资机制上进行了更深入的改革，至少是最像国际最后贷款人的组织。1994年底，墨西哥爆发金融危机。这是发展中国家第一次大规模爆发国内金融危机，特别是汇率机制的危机。这也是IMF第一次处理此类问题，这次IMF提供了178亿美元的救援资金，包括美国等国的救援资金高达478亿美元。这对墨西哥迅速摆脱汇率危机，真可谓是雪中送炭。1995年，在墨西哥金融危机之后，IMF建立了“紧急筹资机制”，对金融危机国实施紧急救援，这在制度上向国际最后贷款人迈向了新的一步。此后，在亚洲金融危机期间的1997年12月，IMF设立了“补充储备贷款”(SRF)，用以资助面临市场信心危机的新兴市场经济国家。

### 第三节 IMF作为国际最后贷款人存在的问题

即使 IMF 作为国际最后贷款人，一方面，它也面临着同各国中央银行一样的困境，它无法逃避道德风险问题。另一方面，自身尚存在很多问题。国际最后贷款人一般有两种职能。第一是危机的贷款者，它在处理危机中提供融资功能，这种资金既可以提供给市场也可能给个体机构。第二是危机的管理者，它为处理危机或潜在的危机承担责任<sup>1</sup>。以国际最后贷款人的这两种职能作为框架来衡量 IMF，可以分析 IMF 作为国际最后贷款人存在的问题。

## 一、道德风险问题

对受援国实施救援时，国际最后贷款人（IMF）面临着道德风险问题。该问题来源于两方面：一方面是受援国本身；另一方面是受援国的债权人。前者指受援国预期有国际最后贷款人的援助而对本国经济金融风险置之不理的风险。实际上，我们认为前者在实际中几乎不太可能发生。因为受援国产生道德风险的后果是国际信誉的下降，伴随外资流入的减少，以及本国威信的降低。这对任何一个国家的政权来说都是不可忍受的。而且，国际最后贷款人对受援国附有严格的贷款条件，如前述亚洲金融危机中要求受援国实施广泛的经济金融改革。因此，存在国际最后贷款人的条件下，道德风险表现为后者。即 IMF 资金救援所引发的道德风险是国际债权人有意放松或疏忽对其信贷风险的控制，一味地追求高额的回报。因为他们预期如果债务国发生偿债困难陷入危机，国际最后贷款人会提供援助资金来保护他们的利益。这种道德风险进一步发展，就可能会形成一种国际债权者的联合行动，诱使发展中国家迅速开放本国金融市场，借越来越多的国际短期贷款，而国际债权者也会变得争先恐后地向发展中国家提供短期信贷，忽视越来越高的风险。

显然，抑制国际债权者道德风险的有效措施是制订更为公平的风险分担机制，创造一种双向风险监控氛围和责任制度。合理的机制应当是双向的：债务国家改善金融风险管理水平，增加财务信息的透明度和可信度，提高公司管理水平；另一方面，债权者应承担评估国家风险和企业的信用状况的责任。债权国家管理机关也应承担相应的管理责任。如果一家金融机构贷给发展中国家的资金超过其资产某一比例时，有关当局应要求其增加风险准备。当一个国家经常项目赤字超过其 GDP 一定比例时，国际债权者提供的贷款也应视为高风险投资，如果发生偿付危机，投资者应承担相应责任。国际最后贷款人还应制订严格的贷款条件，如在提供资金援助时规定，那些以优惠条件展期的国际私人机构贷款在受援国尚未偿还国际间政府和 IMF 提供的援助性信贷之前将暂不被偿还，从而使私人债权者也分担危机的成本。

## 二、IMF 作为危机贷款者存在的问题

作为危机贷款者，LOLR 的首要目标是在个体银行或市场缺乏流动性（偿付手段）时向它们注入资金（包括本币资金或外汇清偿手段）以避免市场的大范围崩溃。它必须有足够的金融资源以满足市场无限制资金匮乏的需求，即向市场提供弹性货币。在一国范围内的 LOLR（央行），它本身就是某一政体之下的金融管理机关，拥有货币发行权，能够创造货币，在理论上它可提

---

<sup>1</sup> Stanley Fischer (1999), "On the need for an International Lender of Last Resort", P4.

供无限制的弹性货币以满足市场需求。然而，目前既没有世界政府，也没有世界性的中央银行，现存的 IMF 不能创造无限的国际储备，它行使国际危机贷款者的功能就值得怀疑。

IMF 的资金来源有以下几方面：一是成员国出资缴纳的份额，这是基金组织的主要资金来源，根据 IMF 协定第三款规定，原始成员国的份额按布雷顿森林方式计算而出，其他成员国的份额由理事会根据其国民收入、黄金、外汇储备、进出口贸易额以及其它经济指标来决定。份额的大小不仅决定各成员国出资的多寡，也决定每个成员国投票权的多少，能取得贷款的额度以及能分得 SDR 的数目，每五年对成员国的份额进行一次总检查和调查。1997 年 6 月底份额总额已达近 2000 亿美元<sup>2</sup>。二是 SDR，它是 1970 年 IMF 为弥补国际储备不足正式创立的记账单位，属于一种额外的资金来源，由 IMF 按各成员国的份额分配。三是借款，在 IMF 与成员国协议下，向成员国借入资金。包括“借款总安排”协议；石油贷款资金；补充贷款资金；扩大资金贷款的资金等。四是捐款。五是经营收入。1997 年 9 月，成员国经过协商后，把总的认缴份额再提高 45%。即大约增加 900 亿美元，并签订了“借款新安排”，允许 IMF 在国际货币体系受到威胁时，向由经济发达国家组成的 25 国集团借款。这一安排使 IMF 的补充资金力量大大增强，比原先的“借款总安排”增加了 1 倍<sup>3</sup>。从 IMF 的五项资金来源构成来看，弹性最大的为第三项借款，但它受制于资金借出国本身的政治、经济状况，往往在借出资金时常附有一些较苛刻的条件。从 1997 年亚洲金融危机中 IMF 出面积极协调筹划后借贷给危机各国的资金来看，很大一部分是由其它国家组织筹借的。见表 4-1。

虽然自 1945 年以来 IMF 随着份额的增加，其资金规模也有所增加，但是与世界经济规模及跨国资金流动相比反而缩减。假如 IMF 现在维持与 1945 年的成员国产出相比相同规模的话，那么份额的增长应是目前的三倍以上，假如运用 1945 年的份额公式计算现在的份额，则应是目前五倍的数量。假如 IMF 以贸易量衡量的话，则就应是目前的九倍，即份额需达到 2.5 亿美元<sup>4</sup>。

---

<sup>2</sup> 郑振龙，《大警示——冷观亚洲金融危机》，中国发展出版社，1998 年 6 月版，P186。

<sup>3</sup> 郑振龙，《大警示——冷观亚洲金融危机》，中国发展出版社，1998 年 6 月版，P186。

<sup>4</sup> Stanley Fischer (1999)，"On the need for an International Lender of Last Resort"，IMF，P11。

表 4-1 国际货币基金组织援助亚洲四国情况一览表

受援国	泰国	菲律宾	印度尼西亚	韩国
时间	1997 年 8 月 20 日	1998 年 2 月	1997 年 10 月 31 日 (1998 年 3 月 4 日达成协议)	1997 年 12 月 4 日
援助金额	39 亿美元 (国际社会承诺总额 172 亿美元)	16 亿美元 (国际社会承诺总额 26 亿美元)	230 亿美元 (国际社会承诺总额 400 亿美元)	550 亿美元 (国际社会承诺总额 570 亿美元, 估计最终超过 600 亿美元)

资料来源: (1) 泰国、韩国材料引自《经济日报》1998 年 1 月 16 日第四版。

(2) 菲律宾材料引自《金融日报》1998 年 2 月 27 日第三版。

(3) 印度尼西亚材料引自路透社 1998 年 3 月 4 日报道。

转引自“袁木等,《震撼世界的亚洲金融危机》,当代中国出版社,1998 年 5 月版”。

另一存在的主要问题是在亚洲金融危机中 IMF 作为危机贷款者并未履行从速救援的原则,反而由于其一些做法而广招批评。1997 年的亚洲金融危机具有私人部门发生金融恐慌的所有要素。亚洲的银行是外国银行的大债务人,而且一大部分债务是短期债务。尽管亚洲经济表面上仍健康——如财政盈余、高储蓄率等,外国债权人还是对货币高估、银行丑闻和脆弱的房地产市场产生忧虑并日益加重,自 1997 年初开始撤资。这种忧虑由于年中的泰铢贬值而进一步恶化,由于预期到债权人将拒绝向亚洲国家提供新贷款,债权人开始大规模撤资。在这种动荡局势下,公共政策的作用本应是帮助市场摆脱溃散。IMF 及发达国家本应采取措施避免大幅度撤资,以避免一场自我打击式的恐慌,以确保共同利益。然而,1997 年 7 月到达泰国的 IMF 所带来的却是一堆哗众取宠的宣言:这里全盘皆错,需要立即进行根本的手术。IMF 加剧了恐慌感,不仅因为它可怕的公开宣告,还因为它开出的药方——提高利率、缩减预算、立即关闭银行——使市场确信,亚洲将进入严重萎缩。IMF 不是迅速灭火,而实际上是在剧院里惊呼“起火”。<sup>5</sup>

同时,IMF 在预备给受灾国援助时也行动迟缓,而且加上了过多的苛刻条件。如在给泰国的救援中,从泰国 1997 年 7 月 2 日向 IMF 寻求“技术性援助”,到 8 月 11 日 IMF 宣布向泰国提供 160 亿美元的一揽子救助计划,再到 8 月 20 日 IMF 批准向泰国提供 39 亿美元贷款为止,泰铢已跌至 1 美元兑 30 泰铢以上,跌幅达 20%以上。<sup>6</sup>

### 三、IMF 作为危机管理者存在的问题

危机管理者的任务是对处理危机或潜在的危机承担责任,在金融恐慌时寻找有效的手段解决联合行动问题,从而避免恐慌的传染。在一国范围内中央银行或管理机构通过运用 LOLR 手段向市场注入流动性,可避免市场崩溃。但 IMF 作为国际危机管理者就有如下问题。

<sup>5</sup> 杰弗里·萨克斯,“IMF 和亚洲金融风波”,《改革》1998 年第 3 期。

<sup>6</sup> 郑振龙(1998),《大警示——冷观亚洲金融危机》,P310-314。

### 1、IMF 的代理问题

IMF 是政府间自愿的联合，现有 182 个成员，它由一个代表所有成员国的金融当局的执委会管理。但是实际上，执委会在很大程度上是美国财政部和欧洲及日本主要金融管理当局以及 IMF 自身高级官员的橡皮图章机构。表决权是按各国认缴的资金比例来衡量的（即所谓的配额），因而美国、欧盟、日本联合起来就能得到稳稳当当的多数，而且配额的分配一开始就保护发达国家的投票权。执委会对 IMF 官员在操作中的监督也十分薄弱；它几乎从不看 IMF 官员报告以外的东西，也几乎从不寻找独立的信息或独立的后续评估。而且，由于 IMF 计划文件是自动保密的，公众几乎没有能力影响 IMF 的决策。

### 2、IMF 贷款条件的弊端

IMF 作为以稳定各国关系为行动宗旨的国际经济组织，在提出贷款的条件时，总的来说是将恢复贬值国的外部经济均衡，特别是维护这些国家货币在外国投资者和贷款人眼中的信誉放在首位加以考虑。同时，提出贷款条件时，总是从自由市场经济的理论出发，鼓励各国通过经济开放和金融自由化，积极参与到世界经济的竞争，从而实现经济的健康增长。这是 IMF 贷款条件的两个基本特征。通常贷款条件常强求受援国经济上进行改革，即实施经济调整方案，而这种要求过分深地介入受援国的政治，使得受援国在感情上不易接受。最为极端的例子是亚洲金融危机中韩国国民视接受 IMF 的援助条件为不堪忍受的“国耻”。

西方的一些经济学家也认为，IMF 派往各国的金融专家提出的调整方案过于轻率。他们在受援国实地调查时间很短，不可能提出适合各国具体情况的政策建议，而且对受援各国所提建议大同小异。例如，对于墨西哥和泰国来说，他们的储备率大约分别为 20% 和 40%，而 IMF 专家小组提出的经济调整方案大体相同，除了实行市场化改革，扩大经济开放程度以外，强制他们统统大幅度调低经济增长率的建议，就不一定符合这两个国家在储蓄率方面的特点。

### 3、危机缓解机制的缺陷及不公平问题

目前体制下，IMF 牵头所募集的救援资金，其援助目的是让受援国维持清偿能力，不使它破产，从而不使国际债权债务的锁链断裂，避免国际金融体系遭受重创，至于受援国的经济发展要求，通常并非首要考虑的。这也是前述的侧重外部经济平衡问题。于是这类资金援助的最大受益者实际上并非受危机冲击国家本身，而是危机国的债权人，这也引发了严重的道德风险问题。从墨西哥危机被 IMF 资金和国际资金解救后，国际债权者在亚洲过度投放资金，承担了过高的风险这一事实可以印证。因此，IMF 作为危机管理者未能合理地考虑到债权者和债务者投资风险的合理分担问题。

以上 IMF 作为危机贷款者和危机管理者存在的问题，其根本出路在于对 IMF 实施根本性的改革，强化其职能。这将在下文详论。

## 第四节 改革 IMF

在经济金融全球化、国与国之间资本与货币运动逐渐联为一体的大背景下，缺乏一个国际最后贷款人，显然是难以应付国际货币危机的。目前情况下成立世界性中央银行不现实的，但 IMF 扩充其职能在某种程度上扮演国际

最后贷款人是可行的。这就需要 IMF 不仅以维护稳定的国际汇率环境为宗旨，而且将维持成员国一定程度的信用能力为宗旨。当成员国发生货币危机时，IMF 应及时提供资金援助，以防止危机的跨国扩散。因此，IMF 要朝这一方向改革，它必须有更雄厚的资金能力，同时也应承担更多的危机管理责任，强化危机管理和危机防范的职能。

## 一、强化危机贷款者的职能

上文谈到，IMF 充作国际最后贷款人不能创造弹性货币的问题。因此 IMF 需具有巨大的金融资源或筹资能力。我们检视 IMF 的资金来源方，以挖掘 IMF 的金融资源。事实表明，危机发生时，恢复债权人信心是减弱危机的关键因素，而 IMF 所必须具备的巨大金融资源是克服危机恢复信心的重要保障之一。

1、最主要的资金来源是各成员国认缴的份额，至 1997 年 9 月以后，各成员国的认缴总额已达近 2900 亿美元。因此，增加 IMF 的基金份额，扩大其资金实力仍是解决救援资金缺乏的根本。可以考虑按现有比例再逐步增加成员国 50% 的缴纳份额，这样达到大约 4500 亿美元。也可以根据当初亚洲金融危机时亚洲国家曾考虑设立“亚洲货币基金”的设想，由 IMF 组织成立若干个区域货币基金，并强调 IMF 的领导协调职能。当区域发生货币危机时，由区域货币基金组织提供资金援助，而区域资金不足则向 IMF 及其它区域货币基金寻求帮助，强化 IMF 协调下的全球化风险分散机能。

2、正如已在亚洲金融危机中 IMF 所做的一样，加强 IMF 在金融危机时的临时资金筹措能力，签订与成员国的“借款新安排”。

3、于 1970 年创设的 SDR 是 IMF 现在能发行的一种国际货币，用于弥补成员国在国际储备方面的不足。现 IMF 每五年对此进行一次评估。在准备一份详细阐述和还款条件的备忘录的前提下，IMF 的条款可以修改成在金融的非常时期允许 IMF 迅速地发行特别提款权<sup>7</sup>。这部分地解决 IMF 的弹性货币问题。

在 IMF 有了充足的金融资源的前提下，IMF 就可以精力集中于制订在成员国金融危机时如何迅速有效地向其实施金融救援的规则上，以减轻成员国金融危机的深度和广度，并防止其跨国传染。

## 二、强化危机管理者的职能

IMF 应尽可能减少其决策中因政治因素带来的负面影响，要平衡发达国家与发展中国家的关系，摆脱受西方发达国家操纵的局面。该目标的实现主要取决于 IMF 机构本身，发达国家、发展中国家的利害关系及实力的比较，尤其要受“份额与投票权挂钩”机制的根本性制约，目前解决这个问题尚存很大困难。长远来看，IMF 应当强化其独立性地位，而不仅仅是作为橡皮图章的代理机构，在加强自身资金实力的同时，使它能够对潜在的全球性金融危机承担起责任，并加强与各成员国央行的协调。总体上说，加强 IMF 本身的内部控制建设和强化危机防范功能是一个健全的、负责任的 IMF 所必需的。

### 1、IMF 内控制度的完善和发展

首先，IMF 执委会必须履行对其官员的监督职责，而不是作为其官员们订出计划的橡皮图章。一个功能合理的执委会，应按各国实际经济的份额来调

<sup>7</sup> 理查德·N·库珀，“试评国际金融体系”，《经济学动态》，1999 年第 12 期。

整投票权，要认识到在 IMF 之外可以获得比该机构内部更多的信息、意见和各界的想法。对于实施国际最后贷款人等方面的复杂问题，执委员应当充分吸纳各方意见，并且测试 IMF 官员的建议和措施。执委会还应当采取措施最低限度地形成外部评论和对过去计划的评估的程序。

其次，IMF 在对受援国进行援助评估并制订贷款条件时，一方面要抵制来自美国、日本和其它主要国家希冀将其贸易和投资计划作为 IMF 援助条件一部分的巨大压力；另一方面，要对受援国的经济状况进行详细评估。判断一国出现的问题是否为短期流动资金问题，既充分考虑其短期内的外部平衡又注意其内部平衡，特别是注重两个平衡在中长期的良性发展。而 IMF 不只是一味地不分青红皂白地对不同经济状况国家开出相同的药方，而把自己演化成一个官僚机构。

最后，引入对 IMF 的外部监督机制。首要的是所有的 IMF 计划文件必须公开化，并接受公开讨论和批评性的分析。现有制度是计划的文件 30 年不予公开，这很荒谬。IMF 公开的档案便于学者和市场参与者更好地理解 IMF 过去曾经做了什么，在哪些方面不成功。

## 2、IMF 应强化危机防范的功能

第一，提高信息的流动性、及时性、准确性和充分性。IMF 一直鼓励成员国充分公开信息，提高透明度，并为此制订了《特别信息披露标准》加此规范。今后，IMF 要进一步完善这一标准。成员国的信息总体质量的提高，有助于投资者事前对国别风险、项目投资风险的评估，充分发挥市场机制的作用。另一方面，IMF 本身也应对信息进行跟踪与分析，提高对危机信号的敏感度。

第二，更有效地发挥 IMF 的监督作用。IMF 应重点加强对国际资本流动的监督，及时洞察潜在的风险。还应对长期处于严重逆差的国家进行改革规劝及对政策实施提供技术援助。

第三，实行统一银行监管标准，促使成员国健全本国金融体系。推行全球统一的监管标准，加强银行监督机制和风险管理。敦促各国严格遵循巴塞委员会关于银行监管的原则。

第四，改善资本市场的运行机制。

## 第五章 我国建立最后贷款人制度的政策建议

一九九七年发生的亚洲金融危机，我们幸运地与之擦肩而过，这主要得益于我国的金融开放程度比较低，资本项目下仍未放开，短期国际投机资本无法大量涌入。但是，对我国的金融现状是否就可以高枕无忧呢？答案显然是否定的，其最根本的原因是：第一，我国现有银行业资产质量普遍低下，金融风险很大；第二，随着加入WTO脚步的临近，我们在与国际金融业存在的差距面前不能裹足不前；第三，1998年以后，国内有相当部分中小金融机构出现支付危机甚至资不抵债，有部分信托投资公司（如广国投）和城市信用社以关闭或解散的形式实施市场退出。这些机构负债额巨大，且相当部分是对自然人负债（即吸收个人存款）。如果对其不迅速处理或处理不当，极易引发系统性金融风险。因此，防范和化解金融风险就是摆在我们面前的紧迫任务。我们进一步追问，我们是否也应建立包括最后贷款人和存款保险在内的金融安全网？对于后者，理论界讨论得比较多，但对前者却鲜有涉及。本章分析我国的最后贷款人建设问题。

### 第一节 我国目前是否存在最后贷款人

我国的主流观点认为目前存在最后贷款人（谢平，2000），谢平认为央行的最后贷款人作用有多种方式：省政府通过地方商业银行向中央银行借款，承诺在若干年后还款并付较低利率；中央银行贷给资产管理公司用于冲销国有商业银行的呆帐；中央银行向农村信用社贷款；中央银行向中小金融机构（如城市商业银行）直接贷款；其他紧急贷款。我们认为，除了“其他紧急贷款”外，其它类型的贷款在内容和形式上都不是最后贷款人，它仅是货币投放渠道，主要目的是解决这些金融机构的中长期资金来源问题。因为最后贷款人的主要目的是避免挤兑波及其它银行，并导致的系统性危机，辅助目标是保护支付系统的完整性和防止某个银行流动性呆滞导致不必要的破产。目前，我国央行已有再贴现窗口和公开市场业务操作，这可以说为央行实施最后贷款人提供了基础，但它的实施状况如何？下文我们将详细说明。

#### 一、我国再贷款的历史考察

自1984年中国人民银行行使中央银行职能以来，我国的货币供给长期存在着倒逼机制，即沿着公众（企业、政府等货币需求者）→银行→中央银行的双重逼迫增发货币过程<sup>1</sup>。因此，这包含着企业对银行信贷资金的过分依赖和银行对央行的大量借款的现象。对后者来说，从人民银行与国有商业银行的存贷关系来看，1980年—1994年的15年中，当年增加额出现借差的年份共12年，只有1991年、1992年和1994年这三年中出现存差<sup>2</sup>。1995-1997

<sup>1</sup> 详见薛万祥，《中国货币调控模式选择与制度设计》，上海财经大学出版社，1998年9月版。

<sup>2</sup> 根据《中国金融年鉴》各期有关数据。转自武捷思，《中国国有商业银行行为研究》，P119。

年的三年中，当年新增额都出现存差。<sup>3</sup>若从存款货币银行年度存贷余额的角度研究这一问题，我们同样可以得出一致的结论。表 5-1 是我国存款货币银行从 1989 年到 1998 年存、贷及其比例变化的情况。

表 5-1 我国存款货币银行存、贷款及存、贷比例变化<sup>4</sup>

单位：亿元

年度 项目	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
各项存款	10043.6	13029.3	16657.9	21296.9	26087.7	35674.0	47849.8	61715.7	75309.9	95697.9
各项贷款	13469.5	16541.3	19810.5	24038.1	30892.8	38640.0	48086.0	58231.6	70691.0	86524.1
存贷比例 【%】	74.57	78.77	84.09	88.60	84.45	92.32	99.51	105.98	106.53	110.6

表 5-1 反映出的存、贷变化趋势与上述国有商业银行的新增存贷关系的变化趋势是一致的，它说明我国银行系统对央行过度依赖的情况确实存在，虽然依赖程度有逐渐降低的趋势。1995 年底，我国金融机构存款占贷款的比率为 99.51%，若考虑到法定准备金和超额储备的因素，这个比例至少要降为 80% 左右。1996 年以后，存贷比上升，反映了金融机构对再贷款的依赖下降。

在我国银行长期借差的情况下，我国实践中长期存在着中央银行再贷款，即人行向国有商业银行、其他商业银行和非银行金融机构，以多种方式融通资金。从形式上应包括信用放款、抵押放款和票据再贴现。但通常意义上的再贷款指信用放款。1984 年建立中央银行制度以来，人们一直运用再贷款和贷款限额对基础货币和信贷规模进行直接调控，再贷款成为基础货币投放的主渠道。我国对再贷款的分类可划分为两个时期<sup>5</sup>，第一时期是 1994 年以前，包括：年度性贷款、季节性贷款、日拆性贷款和再贴现贷款。第二时期是 1994 年以后，分为对商业银行、对政策性银行、对中国农业发展银行和对其他商业银行及非银行金融机构的再贷款。1998 年末，中央银行再贷款余额是 12525 亿元，其中政策性银行 6754 亿元<sup>6</sup>。

因此，从对中央银行再贷款的历史考察来看，它是商业银行的重要资金来源渠道，也是中央银行基础货币的投放渠道。在银行为国家所有并且国家对存款人提供无限制的隐性保险的情况下，再贷款根本不是承担防范银行挤兑风险的功能，因而它并不是提供最后贷款人功能。

## 二、我国再贴现的历史考察

人民银行再贴现业务始于 1986 年，由人行上海分行首次开办，后全国其他

<sup>3</sup>根据《中国金融年鉴》1998 年表 1.1.9、表 2.11.4，《中国金融年鉴》1997 年表 2.11.4 计算整理而成。国有商业银行包括中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建筑银行。

<sup>4</sup>资料来源：1990-1998 年各期《中国金融年鉴》、1999 年《中国统计年鉴》。1989-1992 年的“存款货币银行”包括国家银行和农村信用合作社。1993-1997 年“存款货币银行”包括国有商业银行、其他商业银行、城市合作银行、城市信用社、农村信用社、财务公司和中国农业发展银行。1998 年的存、贷数字统计口径为“金融机构”，包括人民银行、政策性银行、国有独资商业银行、邮政储蓄机构、其他商业银行、城市合作银行、农村信用社、城市信用社、信托投资公司、租赁公司和财务公司等。

<sup>5</sup>吴军等，《适度从紧的货币政策操作与实施》，西南财经大学出版社，1998 年 8 月版，P104--105。

<sup>6</sup>谢平，“新世纪中国货币政策的挑战”，《金融研究》，2000 年第 1 期。

城市也陆续开办,但进展缓慢。至 1993 年底,全国再贴现余额为 48.66 亿元,仅占同期中央银行再贷款余额的 0.49%。1994 年 11 月人行开始推广和扩大再贴现业务,1997 年 3 月开始,人行总行对四大国有商业银行总行办理再贴现业务,同时,对上海和深圳地区实行单列的再贴现。但是,由于社会信用机制不健全,商业票据使用不广泛,再贴现始终未能形成规模。表 5-2 说明了中国人民银行再贴现业务的发展。1998 年的再贴现余额仅 332 亿元<sup>7</sup>。

表 5-2 中国人民银行再贴现业务的发展<sup>8</sup>

年份	再贴现额(亿元)	再贴现占再贷款的比重 (%)
1993	48.66	0.49
1994	143.00	1.89
1995	844.00	7.22
1996	1358.00	9.28
1997	1332.00	8.11
1998	332.00	2.65

我国目前再贴现政策的作用主要是:一是作为调节货币供应量的手段。二是作为央行法定利率的传递渠道,对市场利率起到引导和指示的作用。三是通过对再贴现票据附加一些限制性条款,引导资金流向,达到调整产业结构的目的。四是通过再贴现业务央行执行最后贷款人的职能。但是,我国当前商业银行尚无倒闭之虞,实际上它从来未承担过最后贷款人的职能。

我国的再贴现利率一般低于同业拆借利率。1995 年的同业拆借利率为 13.32%-13.59%,而同期的再贴现利率则为 9.72%—9.972%。1996 年末变。1997 年 11 月 5 日的 4 个月再贴现利率和同业拆借利率分别为 8.18% 和 10.12%<sup>9</sup>。这样的利率结构难免诱使商业银行从人行获取再贴现资金,再转贷至同业拆借市场赚利差;而且使商业银行一遇到困难首先求助于人行,而不是同业拆借市场。因此,这种扭曲的利率结构不符合最后贷款人应以惩罚性贷款利率的原则和最后贷款人的求援者应该在自身其它融资渠道枯竭时才求助最后贷款人的原则,否则最后贷款人就沦为银行资金头寸不足的庇护者。

### 三、我国公开市场业务的局限

公开市场业务是指中央银行在公开市场上买卖有价证券以吞吐基础货币、实现货币政策目标的活动,买卖的对象主要是国债。同时,它作为最后贷款人的政策工具,也是最后贷款人向银行系统注入流动性的媒介。

1993 年 12 月 13 日,上海证券交易所国债交易专场开展国债回购业务,为以回购形式开展公开市场业务奠定了基础,1994 年 1 月我国开始了公开市场业务。1996 年 4 月 9 日,人行本币公开市场操作才正式启动,至当年底,共进行 51 次短期国债回购业务,回购总交易量为 43 亿元<sup>10</sup>。从理论上说,公开市场业务的操作目标有二个:一是商业银行的储备头寸,二是市场利率。由于我国尚未建立完善的市场利率体系,因此操作目标为前者。目前我国公开

<sup>7</sup>同上 6。

<sup>8</sup>资料来源:1993-1994 年数据来自吴军等,《适度从紧的货币政策操作与实施》,西南财经大学出版社,1998 年 8 月版, P111。1995-1997 年数据根据 1996-1998 年《中国金融年鉴》各期整理。1998 年数据来自谢平,“新世纪中国货币政策的挑战”,《金融研究》,2000 年第 1 期。

<sup>9</sup>胡海鸥,《中国货币供给机制转轨研究》,复旦大学出版社,1998 年 9 月版, P60。

<sup>10</sup>胡海鸥,《中国货币供给机制转轨研究》,复旦大学出版社,1998 年 9 月版, P62。

市场业务的主要存在问题有：第一，以短期国债作为主要操作工具，但我国短期国债发行量少，品种也单一，制约了公开市场业务的规模。第二，近几年由于国有企业经济效益低下、负债率高且风险大，商业银行普遍“惜贷”，而把国债作为优质资产长期持有，加之银行准备金充分。因此，公开市场业务不活跃。第三，央行缺乏债券资产，难以进行卖出债券或以持有的债券向商业银行做逆回购业务收回基础货币，而只能是一种投放短期资金的单向操作，不能发挥公开市场业务的双向调节作用，灵活性受到了束缚。总之，从我国公开市场业务操作实施起，它主要作为调节商业银行储备头寸的政策工具，加之银行体系的准备金大量盈余，它没有必要执行最后贷款人的流动性窗口。

以上我们分析了目前我国的再贷款、再贴现及公开市场业务操作的现状，它们主要作为货币政策的调节工具，是基础货币的投放渠道。最后贷款人虽然在向银行注入流动性时也投放基础货币，但它主要是满足银行暂时性的货币需求。目前我国银行面临着较大的金融风险，但由于我国银行大部分为国家所有或地方政府所有，有国家信用的支撑，存款者根本尚未形成银行倒闭的心理，近几年银行存款的持续上升就是存款者信心的一个佐证。因此，上述的一些制度尚不是作为金融安全网而存在的最后贷款人制度。

## 第二节 我国如何建立最后贷款人制度

前文已经分析，我国目前还没有最后贷款人制度，最主要的原因是银行的主体仍是国有银行，金融市场未开放，因此潜在的金融风险尚不至于构成现实的系统性金融风险。但是随着我国经济金融体制改革的深化，以市场化的现代企业制度来构筑银行治理机制是迫切的事情，入关的紧迫步伐已让人看到了国门口虎视眈眈的外国银行。因此，确保“经济金融安全，化解金融风险”就成为举国注目的大事了。各国金融安全网的实践，被证明是防范系统性金融风险的一道防火墙。我国也应积极加以构建和实施。但由于我国经济金融处于转轨过程中所特有的复杂性，各项旧制度的脐带仍未割断，所以新制度的创新是一项艰巨的任务，它既要保证新制度的顺利实施，又要避免过渡时期的经济波动，这些困难注定了它并非一蹴而就。从建立最后贷款人制度来说，理顺原有体制的关系，排除外围干扰是成功实施的制度保证。

### 一、建立最后贷款人的条件

#### 1、切断再贷款作为商业银行正常的资金供应渠道

再贷款长期以来作为我国货币供应的主渠道之一，可说是计划经济体制下的产物。公众预留计划资金缺口逼商业银行，而后者也通过同样的手段倒逼央行。这在企业、银行都为国有且它们都为非法人企业的情况下，两者都处于预算软约束，这激励它们盲目扩大资产负债规模。现有我国央行仍保留着再贷款作为吞吐基础货币的手段，如1998年末，中央银行贷款余额仍有12525亿元，同期金融机构负债为95697.9亿元<sup>11</sup>，央行贷款占13.1%。因而，它仍是银行正常的资金渠道。因此，为了让最后贷款人发挥作用，应该关闭中央

<sup>11</sup> 数据来源：1999年中国统计年鉴，表19-2。

银行的再贷款窗口，至少是关闭对商业银行的再贷款窗口。这样才能断绝商业银行对中央银行资金的依赖心理，而注意去挖掘其他的筹资渠道。

## 2、完善货币市场体系、推进利率市场化。

与资本市场相比，我国的货币市场发展严重滞后，按金融市场的发展逻辑来看，货币市场应该是资本市场成长的基础。就货币市场本身而言，其中的子市场也发展不平衡。现代货币市场主要由票据市场、同业拆借市场、短期债券市场及银行短期借贷市场构成。目前，我国的同业拆借市场较为完备，而票据贴现市场、国债回购市场受到票据发行规模及国债结构中短期券种偏少的制约。而且，各子市场相对分割，未形成统一有序的完整货币市场体系。这种状况既不利于资金在各子市场间的充分流动，也使中央银行规范的货币政策传导机制无法建立。同时，造成的负面影响还包括：国有银行的大量闲置资金无处可去，却有相当一部分非国有金融机构因难以融到资金而陷入困境；企业直接融资渠道受阻；个人部门缺乏短期投资渠道等。

因此，应当分清主次地发展各子市场，目前来说，由于各家银行普遍“惜贷”，准备金充足，同业拆借市场不宜优先发展。重点应该是票据贴现市场，其原因有以下几点：第一，企业是市场经济的基本细胞，企业融资是整个市场融资的基础，货币市场的构建应首先服务企业融资，为企业解决交易中的支付困难问题。第二，银行聚集了大量过剩资金，而这又是许多企业所饥渴的，因此，大量的合格商业票据可以成为银行的重要投资渠道，这既支持了企业融资，又减轻了金融风险。第三，商业票据的广泛运用有助于树立企业的商业信用，这是市场经济不可缺少的要素。在货币市场各子市场发展有所侧重的基础上，逐步建立和完善各子市场的微观运行基础，并建立各子市场的微观联系。逐步完善货币市场的同时，放宽对货币子市场的利率调控幅度，在建立类似美国联邦基金利率（如短期国债利率为参照）的基础上，最终完全放开利率，使得货币市场利率完全反映供需双方的资金需求状况。

我们以完善的货币市场体系和利率市场化作为最后贷款人制度的基础是因为，一方面这可以反映银行的市场筹资成本，强化市场对银行（包括同业拆借市场中银行对银行）的监控；另一方面，最后贷款人的前提是银行由于无法在货币市场上获得流动性时才向中央银行求援，因此中央银行可以通过对银行市场筹资成本的高低来推断银行的经营状况，从而事前做出反应。如，某家银行筹资成本的上升可能隐含着其经营状况不佳的信息，央行可以通过监管手段来详细监测银行，并采取必要手段化解其隐含的金融风险。这可以防范最后贷款人去救助无偿付能力的银行。

## 3、加强中央银行的监管和对公众信息的披露

央行应以风险管理为核心，完善各类监管方法，走现场监管与非现场监管、差别管理与持续管理相结合的全程性监管道路。（1）完善非现场监管指标体系，确保监管报表统计口径的一致性。（2）根据各类金融机构的不同现状，如资产状况、收益等情况进行分类，对其实施差别监管。（3）加强对金融机构表外业务的监管。（4）在持续监管的原则指导下，坚持现场检查与非现场监管相结合，运用多种监管手段，实施对金融机构的监管。

加强监管的同时，提高银行业的透明度，特别是银行信息的公开披露。向公众披露某个银行及其经营环境方面的信息是实施市场纪律的重要的方式。由于一些银行信息对市场是敏感的，央行应有选择地向公众披露信息。披露的信息要能满足所有市场需求者的要求。公开披露主要是通过年度财务报

告和季度财务报表中发布数量化和定性化的信息来进行。

央行的有效监管和市场纪律是最后贷款人制度的可靠保证。最后贷款人针对的对象是暂时无流动性而有偿付能力的银行，因此，市场机制可以过滤无偿付能力的银行，而央行的监管则可以监测出“高风险—低风险”、“好银行—坏银行”，从而为实施最后贷款人还是实施市场退出提供可辨别的信号。

4、实现我国商业银行的真正商业化。严格按照“自主经营、自担风险、自负盈亏、自我约束”的原则使商业银行成为真正的企业法人，强化其预算约束。当务之急是真正地落实政策性业务从国有商业银行分离出来的政策。否则，最后贷款人可能沦为商业银行的正常资金来源渠道。

5、存款保险制度的建立。存款保险制度作为金融安全网的另一环，它通过对中小存款者的事前保证，能够较好地避免银行的恐慌性挤兑。一般来说，存款保险制度和最后贷款人结合使用，能更好地防范系统性金融风险。

## 二、如何建立我国的最后贷款人制度

随着我国金融改革的深化，中央银行对部分管理差、风险大的金融机构采取了重组、注资、债转股等措施进行了救援；对于一些违法违规、资不抵债、问题极为严重的金融机构，进行了依法接管、关闭或破产处理。1995年，接管了中银信托投资公司，对其进行清理整顿以后，由广东发展银行收购。1997年，关闭了中国农村发展信托投资公司，由中国建设银行托管。1997年底，中国人民银行对海南省34家城市信用社进行了处理，其中1家保留，5家被依法关闭，28家并入海南发展银行。1998年6月宣布关闭海南发展银行。1998年6月又关闭了经营管理不善的中国新技术创立投资公司<sup>12</sup>。1999年1月，广东国际信托投资公司宣布将申请破产。因此，金融机构的破产倒闭已确实发生在我们身边。从现有的材料来看，关闭这些金融机构没有导致系统性的金融恐慌，因为在处理过程中善待了中小储户。很显然，这种把破产成本统揽到政府身上最终由纳税人承担有失公道，政府财政也难以支撑，也助长了金融机构的道德风险。所以，建立更为规范的最后贷款人制度就更显迫切。前文我们讨论了最后贷款人有效实施的条件，下文具体讨论最后贷款人的实施办法。

### 1、最后贷款人的实施者和救援对象

在我国，法律赋予中国人民银行行使中央银行的职能，既作为货币政策的制定实施者，又作为金融监管者。显然，中国人民银行可以提供无限制的弹性货币，在执行最后贷款人时又可以协调与货币政策的矛盾。因此，中国人民银行作为危机贷款者和危机管理者，它都符合条件。中国人民银行虽然能发行弹性货币，但其行使最后贷款人功能的资源应该限于各家银行缴存的准备金，除非特殊情况下才动用发行库的发行基金（即货币发行）。

最后贷款人的救援对象应是暂时无流动性但有偿付能力的银行。具体地说应符合下述基本条件：（1）商业银行的总行，因为最后贷款人是为防范由于暂时无流动性而导致的破产事件和避免系统性金融风险，而只有总行一级法人才有破产的概念。另一方面，分支行无流动性时可寻求系统内的融资援助。

（2）该机构有偿还能力并提供足够抵押品，即它是暂时陷入流动性危机。（3）该机构申请最后贷款人援助之前，其它的流动性融资渠道已枯竭。（4）该机

<sup>12</sup>资料来源，《中国人民银行五十周年——中央银行制度的发展历程》，中国金融出版社1998年11月版，P88。

构必须准备采取适当的补救行动，解决其流动资金问题。

## 2、最后贷款人援助的方式、期限及利率

最后贷款人援助的方式应依具体情况分别对待。第一，个体银行由于暂时无流动性申请救援时，央行可通过贴现窗口向其提供援助，也可以通过债券回购方式进行。第二，当遇到系统性金融恐慌时，中央银行宜通过公开声明方式消除取款者的疑虑。必要时候，在征得国务院同意后进行紧急货币发行。

最后贷款人其旨意在提供短期融资机制，因此，期限不宜过长，应在 1-2 个月内。受援银行在流动性问题缓解后即归还资金。其利率一般应高于央行的基准利率（同业拆借利率），但又不能过高，一方面避免加剧救援者的道德风险，另一方面不违背最后贷款人援助的愿意，即防止流动性资金不足演变为无力偿债的事件。

## 主要参考文献

### 中文部分：

- 1、查理士·恩诺克编：《银行业的稳健与货币政策》（中译本），中国金融出版社，1999年版。
- 2、陈百助等：《中国金融市场：改革与发展》，经济管理出版社，1999年版。
- 3、陈元：《美国银行监管》，中国金融出版社，1998年12月版。
- 4、崔之元：《“看不见的手”范式的悖论》，经济科学出版社，1999年6月版。
- 5、戴相龙主编：《中国人民银行五十年——中央银行制度的发展历程（1984-1998）》，中国金融出版社，1998年11月版。
- 6、大卫·福克兹——兰道等：《迈向金融稳定的框架》（中译本），中国金融出版社，1998年9月版。
- 7、胡海鸥：《中国货币供给机制转轨研究》，复旦大学出版社，1998年9月版。
- 8、何秉孟等主编：《亚洲金融危机：最新分析与对策》，社会科学文献出版社，1998年7月版。
- 9、杰弗里·萨克斯：“IMF和亚洲金融风波”，《改革》，1998年第3期。
- 10、江曙霞：《银行监督管理与资本充足性管制》，中国发展出版社，1994年6月版。
- 11、蒋峰：《银行在亚洲金融危机中的角色》，厦门大学财金系硕士学位论文，1999年。
- 12、科斯等：《契约经济学》（中译本），经济科学出版社，1999年3月版。
- 13、卡尔·H·博尔奇：《保险经济学》（中译本），商务印书馆，1999年5月版。
- 14、李子白：《商业银行信贷管理》，厦门大学出版社，1996年12月版。
- 15、刘宇飞：《国际金融监管的新发展》，经济科学出版社，1999年4月版。
- 16、理查德·N·库珀：“试评国际金融体系”，《经济学动态》，1999年第12期。
- 17、孟龙：《市场经济国家金融监管比较》，中国金融出版社，1995年4月版。
- 18、P·金德尔伯格：《西欧金融史》（中译本），中国金融出版社，1991年10月版。
- 19、盛慕杰：《中央银行学》，中国金融出版社，1989年2月版。
- 20、童适平：《战后日本金融体制及其变革》，上海财经大学出版社，1998年2月版。
- 21、王春峰等：“货币危机的传染：理论与模型”，《国际金融研究》，1999年第1期。
- 22、武捷思：《中国国有商业银行行为研究》，中国金融出版社，1996年9月版。
- 23、吴军等：《适度从紧的货币政策操作与实施》，西南财经大学出版社，1998年8月版。
- 24、谢平：“新世纪中国货币政策的挑战”，《金融研究》，2000年第1期。
- 25、《香港金融管理局季报》，1999年第8期。
- 26、薛万祥：《中国货币调控模式选择与制度设计》，上海财经大学出版社，1998年9月版。

- 27、易宪容：《现代合约经济学导论》，中国社会科学出版社，1997年8月版。
- 28、郑振龙：《大警示——冷观亚洲金融危机》，中国发展出版社，1998年6月版。
- 29、郑振龙：“国际货币基金组织反危机功能评析”，《国际金融研究》，1998年第5期。
- 30、张亦春主编：《银行信贷管理学》，厦门大学出版社，1990年版。
- 31、《中国统计年鉴》，中国统计出版社，1999年。
- 32、《中国金融年鉴》，中国金融出版社，1993-1998年各期。
- 33、中国人民银行研究局：《金融热点问题（二）》，经济科学出版社，1999年3月版。
- 34、张维迎编：《詹姆斯·莫里斯论文精选——非对称信息下的激励理论》，商务印书馆，1997年3月版。
- 35、曾永艺、姚正春：“中央银行维持金融稳定两种制度选择的博弈分析”，《财经研究》，2000年第2期。
- 36、周颖刚：《信息不对称、流动性与金融中介》，厦门大学财金系硕士学位论文。

## 英文部分：

1. Aglietta, Michel (1997). "A Lender of Last Resort for Europe".
2. Allen, Franklin and Douglas Gale (1998). "Optimal Financial Crises", The Journal of Finance, August.
3. Benston, George, Robert Eisenbeis, Paul Horvitz, Edward Kane, and George Kaufman (1986). *Perspectives on Safe and Sound Banking : Past, Present, and Future*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
4. Buiters, Willen, Corsetti, Giancarlo and Pesenti, Paolo (1996). *Financial Markets and International Monetary Cooperation*, Cambridge University Press, Cambridge.
5. Calomiris, Charles (1998). "Blueprints for a New Global Financial Architecture". Unpublished; New York: Columbia Business School.
6. Calomiris, and Allen H. Meltzer (1998). "Reforming the IMF". Unpublished, New York, Columbia Business School.
7. Capie, Forrest (1998). "Can there be an International Lender of Last Resort". Unpublished; London: City University Business School.
8. Diamond, Douglas and Davig, Phillip (1983). "Bank runs, deposit insurance and liquidity". Journal of political Economy 91, 401-19.
9. Eichengreen, Barry, et al, (1997). "Contagious Currency Crises : First Tests", M. Andersen and Karl O. Moene. .
10. Enoch, Charles Peter Stella, and May Khamis, (1997). "Central Bank Safety Net Operations", IMF Working Paper.

11. Fischer, Stanley (1999). "On the Need for an International Lender of Last Resort", IMF.
12. Garcia, Gillian and Elizabeth Plautz (1998). *The Federal Reserve: Lender of Last Resort*. Cambridge, Massachusetts: Ballinger.
13. Gerard, et al , (1996). "The Lender of Last Resort Function Under a Currency Board—The case of Argentina "
14. Gerlach ,Stefan and Smets ,Frank,(1995). "Contagious speculative attacks European "; Journal of Political Economy 11,5-63.
15. Giannini, Curzio (1999). " 'Enemy of None but a Common Friend of All' ? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function", IMF Working Paper.
16. Goodhart, Charles A. E. (1995). *The Central Bank and the Financial System*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press
17. Goldfajn ,Ilan and Valdes ,Rodrigo(1995). "Balance of payments crises and capital flows: The role of liquidity". Unpublished manuscript ,MIT.
18. Goodhart, Charles A.E. and Haizhou Huang(1999). "A Model of Lender of Last Resort", IMF Working Paper.
19. Holmstrom, Bengt and Jean Tirole(1998). "Private and Public Supply of Liquidity", Journal of Political Economy, 106,1(February),pp.1-40
20. Kindleberger , Charles (1978) *Manias , Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*, New York: Basic Books.
21. Meltzer, Allan(1986). "Financial failures and Financial policies " in G. G. Kaufman and R.C. Kormendi (eds), *Deregulating Financial Services: Public Policy in Flux*, Cambridge, Massachusetts: Ballinger.
22. Mundell, Robert(1983). "International Monetary Options", Cato Journal ,3,1,pp.189-210.
23. Paroush, Jacob(1988). "The Domino Effect and the Supervision of the Banking System", The Journal of Finance, December.
24. 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 American* .Washington: American Enterprise Institute for Public Policy Research.
25. Solow, Robert (1982). "On the Lender of Last Resort" in C.P. Kindleberger and J.P. Laffargue (eds), *Financial Crisis: Theory, History, and Policy*. Cambridge: Cambridge University Press.

## 后 记

三年转眼就过去了，这篇论文算是学习生涯的一个总结。回首三年，能在财金系接受诸多老师的教诲，领略金融的博大精深，令我受益非浅、终生难忘。在此向众位师长表达敬意与感激之情。有幸师从郑振龙教授，更让我学到治学、为人的道理。三年来，郑老师不仅学习上而且生活中都给予我极大的关爱。论文在选题、构思、收集资料以及写作、定稿等各个方面都得到郑老师的悉心指导和帮助，没有恩师的帮助，要顺利完成本文是不可能的，谨此特别向郑老师表示衷心感谢。另外，与十楼的师兄弟的讨论中得到不少灵感，在收集资料的过程中得到林海、王艺明师弟的帮助，在此一并致谢。

论文由于在资料收集上存在较大困难，定存在很多不足。敬请答辩委员会的老师们批评指正，待日后的研究中加以完善。

路漫漫其修远兮，吾将上下而求索。

江 孔 亮

2000年4月4日

于厦大凌云（二）1002室