

最后贷款人与货币稳定研究

李世宏

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

内容摘要: 本文把中央银行最后贷款人纳入到货币政策的框架下, 分析最后贷款人对中央银行货币稳定目标的影响。本文首先回顾与评述了有关货币稳定与金融稳定的国内外文献, 接着针对我国维护货币稳定与金融稳定实践作实证分析, 最后提出相应的政策建议。

关键词: 最后贷款人; 货币稳定

最后贷款人受到的最大质疑在于其引发的道德风险问题, 另一大质疑是过多的行使该职能, 会增大基础货币投放, 影响到中央银行货币稳定的基本职能, 和货币政策相冲突。特别是在我国, 央行再贷款不仅要救助高风险的银行机构, 还要救助高风险的证券公司; 不仅发挥着紧急流动性支持的作用, 还通过再贷款注资金融资产公司和投资者保护基金, 承担着准财政的职能。本文把最后贷款人纳入到货币政策的框架下, 分析最后贷款人对中央银行货币稳定目标的影响。

一、文献回顾与评论

(一) “货币稳定促进论”

以 Schwartz 假设为代表, Schwartz (1988) 认为维护货币稳定 (或称价格水平稳定, 以下同) 的货币政策不但可以降低金融不稳定发生的概率, 同时也会降低金融不稳定的严重程度, 可以使中央银行行使最后贷款人的需要降到最小。维护货币稳定的货币政策同样也可以实现金融稳定。Bordo 和 Wheelock (1998) 将 Schwartz 的这一论述称为 Schwartz 假设。该假设实际上把货币稳定作为金融稳定的充分条件, 因而是一种非常强的假设。之后学者在此基础上研究, 逐渐放松了这一强假定, 并非常慎重地认为, 虽然二者之间存在着某种一致性, 但也只是简单地认同货币稳定能够促进金融稳定, 或者说货币稳定对于金融稳定是有益的 (Lssing 2003), 而并非金融稳定的充分条件 (Bordo 和 Wheelock 1998, Bordo、Dueker 和 Wheelock 2000)。该理论也未排除二者在短期内的冲突性。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胀。Herrero 和 Rio (2003) 利用 Caprio 和 Klingebiel (2003) 提供的银行危机的数据, 使用统计计量的方法, 对银行危机的发生与中央银行货币政策目标之间的关系进行了统计回归。他们回归的结果表明, 在其他条件给定的情况下, 一般来说将中央银行的政策目标专注于货币和价格水平的稳定减少了银行危机发生的可能性。但是依据不同的情形会略有不同。

(二) “货币稳定不利论”

认为, 以实现货币稳定为目标的货币政策造成了金融体系的动荡, 加大了金融体系的潜在风险, 不利于金融稳定。Miskin (1996) 分析到, 对于控制通胀所必须的高利率政策恶化了银行的资产负债表和企业的净值, 特别是如果他们由于吸引资本流入导致过度的负债和较高的信用风险, 或者由于外国资本流入而出现币种的不匹配。Cukierman (1992) 认为, 保持低通胀的政策要求迅速和实质性地提高利率, 如果银行不能迅速地进行资产和负债的转化, 就会加大利率的不匹配, 从而面临较大的市场风险。这些观点都认为保持低通胀的货币政策会带来金融不稳定的隐患。Sehinasi (2003) 另外还指出, 中央银行会面临这样的困境, 是

为了抑制通胀而将利率提高 300 个基点，而结果将会使一些对利率非常敏感的大银行面临更大波动性的风险，还是为了这些大银行的安全而放松他对货币政策目标的承诺。美联储公开市场操作委员会(FOMC)的官员Lindsay在1996年提出，中央银行成功地将通货膨胀控制住，可以形成对经济发展前景的乐观预期，但是人们的思想一旦被这样一种观念占据，他们对安全性的错误感觉就可能加大引起资产的波动性，从而形成潜在的问题。Borio和Lowe(2002)也分析到，对中央银行保持货币稳定的信任可以减少通货膨胀的压力，使价格和工资保持粘性，但同样可能促使金融不平衡在金融体系内累积。因为价格的稳定如果是在经济高涨时暂时的供给方的正向冲击带来的，因此会产生对于经济前景和资产价格过于乐观的预计，这会导致过度的投资和信贷增长。而资产价格的波动和信贷增长又会互相促进，因为资产价格的上涨使可用于抵押的产品价值增加，导致信贷的扩张。

(三)“协调论”

王自力(2005)认为，第一，金融稳定与货币稳定在短期内具有冲突性，因救助问题金融机构需要而增加经济中的流动性供给，从而在短期内增加通货膨胀的压力。但是，这只是救助行为只是短期的行为，而且金融机构出现流动性问题并不一定总是与通货膨胀压力同时出现，因而二者之间的这种冲突性具有一定的偶然性。第二，金融稳定与货币稳定在长期内具有一致性，保持货币稳定有利于创造经济和金融体系的平稳运行环境，促进金融机构和整个金融体系的稳健发展。金融体系长期保持稳健发展也有利于保持货币稳定供给，实现货币稳定。并且，对于短期内为维护金融稳定而向金融体系提供过的过多流动性，货币当局可以通过对冲措施在长期内予以收回或者进行抵消。当然其前提条件是，在这个长时期里，影响金融不稳定的因素能够消除。第三，金融稳定与货币稳定之间的短期冲突性和长期一致性，并不互相矛盾。短期内，如果金融机构的资产对价格的下跌较为敏感，则必须容忍一定程度的通胀率上升。但从长期看，只有保持货币的基本稳定，才有利于企业合理安排投融资和有利于居民平滑消费，从而降低金融机构的风险暴露；货币稳定不会使企业因为价格水准的大起大落遭受未曾意料的损失，从而保障金融机构资产的安全；货币稳定意味着较低的利率水平，从而降低资金市场上的逆向选择和道德风险，加强金融机构的安全性。

(四)“在既定条件无影响论”

Gaetano Antion, Elisabeth Huybens&Todd Keister(2000)在其《货币稳定与流动性危机：最后贷款人的作用》通过建立模型论证到：1. 在没有 LOLR 的情况下，银行能够满足企业因意外冲击所需要的流动性，能够实现均衡状态，但不是有效率的。2. 引入 LOLR 提供无成本、无限制的资金有利于缓解银行的困境，这是帕累托优化，但是易引发通货膨胀，不是帕累托最优。3. LOLR 收取利息，并且利息足够高，或者限制 LOLR 提供的资金上限，而且上限足够低，那么就不会引发通货膨胀，实现帕累托最优。该模型的假定条件是，LOLR 不会受到政府跨时期的预算限制；银行经营者不因 LOLR 而更冒险；不考虑新兴市场美元化或者以美元为锚货币的国家。

(五)其它观点

国内学者重点考察了央行紧急再贷款对货币政策的冲击，以及质疑央行行使职能的合理性，谢平(2003)认为，LOLR 职能投放基础货币，实际是把金融机构不良贷款“货币化”；王君(2005)认为，频繁过度动用央行资金一是对央行独立性和可信度的伤害，二是造成资源的浪费；胡祖六(2003)认为，央行承担本应有财政承担的部分化解风险的职能，实际上是通过印钞票来承担准财政的功能，即隐性财政赤字货币化及政府公信力下降，有可能引发恶性通货膨胀，长期来讲，难以为继。

(六)评论

央行同时肩负货币稳定和金融稳定职责，两者的确在短期存在冲突，但长期又是相互促进和一致的。最后贷款人的行使也会在短期对通货膨胀形成压力，影响到货币政策的独立性，

最终效果要取决于央行货币政策操作空间有多大，控制通货膨胀的能力如何，发达国家可以通过对冲手段抵消掉这种影响，发展中国家和新兴市场国家则要取决于是否有健全的宏观金融环境和货币体系等金融基础设施是否健全。

二、实证分析

各国关于 LOLR 与货币供应量、利率、汇率关系，由于资料所限因此很难进行实证分析。本节以我国 1998—2004 的数据来分析 LOLR 与货币稳定的关系。

在我国，人民银行发放金融机构正常周转调剂性贷款和政策性扶持贷款以外的再贷款，与我国转型时期金融改革任务有关，与化解金融危机有关。以 1997 年 1 月关闭中国农村发展信托投资公司标志，我国开始了金融体系类的清理整顿，一大批城市信用社、信托投资公司以及各种基金会相继清理退出市场，与此同时，金融体制改革随着 WTO 过渡期的结束加快了步伐，金融资产管理公司的成立，两次不良资产的大剥离，四大国有银行的注资，券商重新洗牌，证券投资者保护基金的建立，人民银行再贷款都发挥着重要作用。与此对应，我国经济保持了良好的发展势头，货币保持基本稳定（由于我国汇率实行有管制的浮动，在此只讨论货币的对内价值），期间，经历了 1998—2002 年通货紧缩时期，2003 价格抬升。

（一）救助类再贷款引发的被动货币投放

中央银行再贷款在 1993—1997 年期间曾经是中国调控货币量最灵活的手段，但 1997 年后，随着取消商业银行信贷规模调整，再贷款作为货币政策工具的灵活性和主动性明显减弱，1998 年末中央银行贷款余额是 12525 亿元，比 1997 年末减少了 2000 亿元。虽然再贷款作为货币政策工具的作用在降低，但是，作为化解风险维护稳定的“最后”贷款的作用却在上升。1998 年以来，为了维护金融和社会稳定、防止金融风险的扩散和蔓延，中央银行通过紧急再贷款、救助性再贷款的发放，以及贷款给金融资产管理公司剥离不良资产等方式，既维护了稳定，又促进了改革。

表 1 中央银行再贷款不完全统计

项目	时间	投放目的	方式	期限	利率	累计额度 (亿元)	偿还情况
专项再贷款	1998 - 2002	偿付被关闭的城市信用社、信托投资公司、农村基金会的个人债务和合法外债	地方政府担保，向中央银行借款	6 - 8 年	2.25%	1411	19 个省（区）欠还本息，财政部从转移支付和税收返还资金按每年应还未还本金的 50%
紧急贷款	1998 - 2004	解决银行类机构和证券公司的流动性问题以及偿付个人债务和客户保证金	再贷款	最长 2 年，可展期 1 次	2.25%	近 300 亿	
国有商业银行不良资产剥离	1999 - 2001 年	第一次剥离，收购国有银行和国开行不良资产	再贷款			6041	
	2004 年	第二次剥离，收购中行、建行、交行可疑类资产	再贷款			1604.84	
	2005 年	第二次剥离，收购中行可疑类资产	再贷款			4590	
证券投资者保护基金	2005 年	用于基金启动	再贷款			100	
合计						约 1.4 万亿	

（二）1998—2004 年我国基础货币投放

1998 年，居民消费价格指数首次出现负值，之后连续四年在 0 附近波动。开始了长达 5 年的通货紧缩时期，人民银行自 1996 年 5 月起 8 次降息，适当增加货币供应量，引导贷款投向，执行金融稳定工作计划，促进商业银行深化改革，改善货币政策传导机制。到 2000 年，我国国民经济运行出现了重要转机，国内生产总值达到 8.9 万亿元，增长 8%；物价涨幅持续下降的趋势得到遏制，全年居民消费价格指数同比上涨 0.4%。2003 年，国民经济运行中出现了粮食供求关系趋紧，固定资产投资增长过猛，货币信贷投放过多，煤电油运供求紧张等问题。居民消费价格指数自 2003 年 9 月起快速上升，12 月达到了 3.2%的水平；进入 2004 年后继续保持快速上涨态势，从 1 月份的 3.2%升至 6 月份的 5.0%，7、8、9 三个月均维持在 5%以上的较高水平。2004 年进入了宏观调控时期，严格控制土地和信贷的投放，加大了调控力度。

下表可以看出 1998—2004 年我国基础货币投放的变化，前面一项是基础货币投放量，后面三项是基础货币的运用，重点考察货币当局对存款银行类的债权、对非存款银行类金融机构债权，以及外汇占款的变化。

表 2 1998-2004 基础货币投放情况一览表 (亿元, %)

	基础货币		银行债权			非银行债权			外汇占款		
	总额	增长率 (比上年)	总额	占比	增长率	总额	占比	增长率	总额	占比	增长率
1998	31335.3		13058	41.7		2962.8	9.46		13087.9	41.8	
1999	33620.0	7.3	15373.9	45.7	17.7	3833.1	11.4	29.4	14061.4	41.8	7.4
2000	36491.4	8.5	13519.2	37.0	-12.1	8600.4	23.57	124.3	14814.5	40.6	5.4
2001	39581.7	8.5	11311.6	28.6	-16.3	8547.3	21.59	-0.6	18850.2	47.6	27.2
2002	45138.2	14.0	9982.56	22.1	-11.7	7240.3	16.04	-15.3	22107.39	49.0	17.3
2003	52841.4	17.1	10619.47	20.1	6.4	7256	13.73	0.2	29841.8	56.5	35.0
2004	58856.1	11.4	9376.35	15.9	-11.7	8865.1	15.06	22.2	45939.99	78.1	54.0

资料来源：据《中国金融年鉴》整理

从上表可以，1998 年以来，我国基础货币投放呈上升趋势，2004 年底供给量为 58856.1 亿元，较上年上涨 11.4 个百分点，2003 年增长最快，为 17.1 个百分点。从基础货币的运用来说，对存款银行类债权和外汇占款的比重最大，1998 年分别为 41.7%和 41.8%，两项合计占了基础货币投放的 83.5%，但是，自 1999 年以后，两项在基础货币中的比重出现分化，对银行类机构的债权在不断下降，继 1999 年增长 17.7%，2003 年增长 6.4%以外，其余 4 年都是负增长，2004 年在基础货币中的占比仅为 15.9%，不到 1/5。以此相反，外汇占款一直出现攀升势头，6 年平均增长率都在 20%以上，2004 年的增长率为 54%，在基础货币中的比重也不断加大，2003 年超过 50%，2004 年达到 78.1%。另外，关注一下非银行类机构的债权情况，该项出现明显的不稳定特征，2000 年该项总额比 1999 年翻了一番，由 3833.1 万亿猛增到 8600.4 亿元，2001、2002 出现负增长，2004 年又出现大幅增长，达到 22%。该项在基础货币中的比重基本呈上升趋势，在 2000 年达到最高。下图分别是这三项在基础货币的比重，和增长率的变化情况。

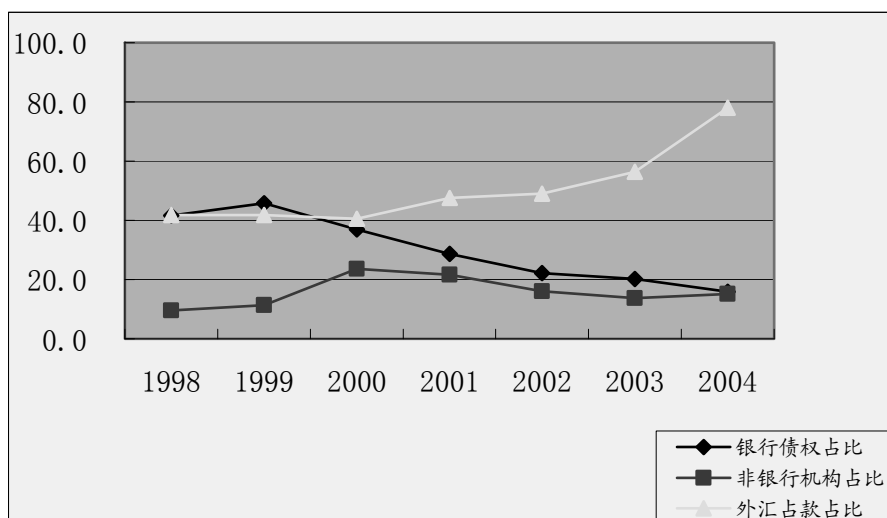


图1 中央银行对银行机构债权、非银行机构债权和外汇占款
在基础货币占比变化情况

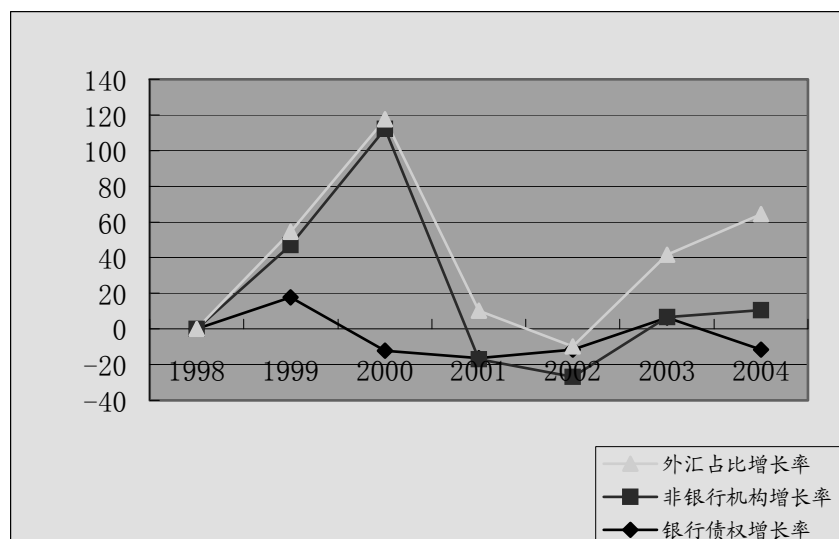


图2 中央银行对银行机构债权、非银行机构债权和外汇占款
增长率变化情况

三、结论及政策建议

(一) 央行资产负债表中反映的基础货币运用变动趋势与近几年我国最后贷款人职能履行呈现一致性

虽然央行再贷款还包括支农再贷款、中小企业再贷款等其它政策性贷款，但从上表的趋势能够反映出人民银行在履行最后贷款人职能的实践。1998、1999、2000 年是人民银行运用再贷款化解风险，维护稳定比较集中的年份，这三年中对银行类机构的再贷款和对非银行机构的再贷款呈上升趋势，2004 年，对证券公司的救助力度加大，因而央行对非银行机构债权增加了 1609.14 亿元，占 2004 年基础货币净赠额的 26.75%，在基础货币供给中位居第二。

(二) 最后贷款人引发的被动货币投放具有短期特征，与利率、汇率关系不敏感，不会

危及到货币稳定

从理论上讲，LOLR 引发通货膨胀的通道是存在的，但是在实践中很难发生。从 1998 年以来的数据来看，我国基础货币投放的主要渠道是外汇占款，其在基础货币投放的占比逐年上升，相比而言，对银行类金融机构的债权呈占比下降趋势，虽然对非银行机构的债权呈上升趋势，但占比不大。中央银行履行最后贷款人职能会导致基础货币的投放，但对货币稳定的冲击不会太大。当然，我们这里只考察了 LOLR 与货币投放的关系，实际上，从利率、汇率的相关分析中，也检验不出 LOLR 与利率和汇率有任何关系。

（三）要有效利用对冲手段抵消掉由于维护金融稳定给通货膨胀带来的冲击

1999 对金融机构再贷款增加 1222 亿元，比上年增加 3194 亿元，占当年基础货增加额的 33%；2000 年支持金融资产管理公司剥离国有银行不良资产和实施债转股，支持地方政府关闭严重资不抵债的地方金融机构，以及支持农村信用社增加农户贷款和支持城市商业银行补充正常流动性再贷款新增幅度再次加大，增加再贷款 2000 多亿元。人民银行通过公开市场操作有效地进行了对冲。从 2000 年 8 月 1 日启动正回购操作，到年底最高时净收回基础货币 3299 亿元，不但把 1998、1999 两年投放约 2621 亿元基础货币全部收回，而且多收回了 678 亿元，全年通过公开市场操作净回笼 822 亿元。

（四）要加强与货币政策配合

最后贷款人职能虽然严格意义上，不属于货币政策的范畴，但是它作为中央银行货币创造的工具，又会直接影响到货币政策的操作，因此，必须加强两者之间的配合，从大的范围来讲，也即是中央银行在货币稳定和金融稳定两者之间要密切配合。最后贷款人影响货币政策体现在三方面：一是影响货币政策的传导，加大实施货币政策成本。金融机构在出现问题时不会根据货币政策传出的信号而进行操作，其关心的重点是如何摆脱困境，因此，货币政策对其是无效的，另外，货币市场不会对问题银行提供资金支持，由此造成的市场分割不利于中央银行对整个市场进行监控，其传出的错误信号给中央银行决策带来困难。二是影响货币政策的独立性。独立性的目标既要求中央银行要摆脱政治利益集团或金融机构的利益牵涉，独立地实施货币政策，也包括中央银行的货币政策工具是中央银行可调控的，可掌握的，央行能够主动调控的。而金融稳定的目标一是使得中央银行在决定“最后贷款”时受到金融机构和地方政府的游说或威胁，不能处于超脱地位。二是“最后贷款”投放了基础货币，那么就得通过其它的货币政策工具进行冲抵，缩小了货币政策的操作空间，在通货紧缩时期，货币投放和央行的政策目标是一致的，但是在通货膨胀时期央行能对冲的工具就很有限了。由此，金融稳定的目标要纳于货币稳定的目标之中，突发性事件的金融稳定支出要纳入年度货币供给量总体计划，而不是根据金融稳定货币投放简单压缩货币政策性投放。事实上，金融稳定和货币稳定的工具有一些交叉（见下表），关键是要统筹考虑。

表 3 货币稳定和金融稳定使用工具一览表

	工具	货币稳定目标	金融稳定目标	
			系统性稳定	个体机构
1	货币政策策略	XX	X	
2	短期利率	XX	X	
3	公开市场操作	XX	X	
4	支付系统		XX	
5	公共和私人的预期	XX		
6	紧急流动性支持		XX	XX
7	危机中的合作			
8	审慎管制		O O	O O
9	审慎监督		O	O O
10	存款保险		O	

注释：两个记号(例如 XX) 表示是主要的工具，一个记号(例如 X)表示是附加工具；X：没有监管职能的中央银行的工具； O：不是中央银行使用的工具；□：中央银行和其它监管机构都能使用的工具。

参考文献

- [1] 查理士·恩诺克 约翰·格林, 1999,《银行业的稳健与货币政策》, 中国金融出版社
- [2] 谢平, 2004,《货币监管与金融改革》, 生活·读书·新知 三联书店
- [3] 周小川, 2004,《保持金融稳定 防范道德风险》,《金融研究》
- [4] 谢平, 2003,《论防范金融风险的财政措施》(未公开发表)
- [5] 王自力, 2005,《金融稳定与货币稳定关系论》,《金融研究》
- [6] 李世宏, 2004,《香港最后贷款人制度研究及启示》,《西南金融》
- [7] 谢平, 2000,《新世纪中国货币政策的挑战》,《金融研究》
- [8] Anna J.Schwartz,2000, “Earmarker of a Lender of Last Resort”
- [9] Bordo and Anna J.Schwartz,2002, “Charles Goodhart’s Contribution to the History of Monetary Institutions”,NBER Working paper8717
- [10] Schwartz,Anna J.1992,“The Misuse of the Fed’s Discount Window”, Federal Reserve Bank of St.Louis Review
- [11] Bordo,M D ,1990, “The Lender of Last Resort:Alternative Views and Historical Experience.”,Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review,Jan/Feb,pp.18-39
- [12] Bordo,1989, “The lender of last resort:some historical insights”, Working paper No.3011,1989
- [13] Capie,Forrest,1997,“The Evolution of Central Banking”, Cambridge University Press
- [14] Capie,Forrest,1998, “Can There be an International Lender of Last Resort”,International Finance,Vol.1
- [15] Catherine L.Mann,1998, “An International Lender of Last Resort and the International Financial Markets”
- [16] Michael Berlemann,Kalin Hristov and Nikolay Nenovsky,2002,“Lending of Last Resort,Moral Hazard and Twin Crises:Lessons from the Bulgarian Financial Crisis 1996/1997”,William Davidson Working paper NO 464
- [17] Forrest Capie, 2002, “Learning to Avoid Financial Crises:the Bank of England”,City University Business School

The study on lender of last resort and monetary stability

Li Shihong

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics,Chengdu,610074)

Abstract: this paper analyzes the effects on central bank's monetary stability objectives which are caused by lender of last resort under the framework of monetary policy considering central bank's lender of last resort. The paper first reviews and comments the study from in and abroad scholars on monetary stability and financial stability, Then it makes an empirical analysis for monetary stability and financial stability which is safeguarded by our government in practice, finally it provides corresponding policies and advice.

Keywords: lender of last resort; monetary stability

收稿日期: 2007-5-15

作者简介: 李世宏, 女, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 金融理论与实践