

# 基于货币契约论视角的中央银行金融危机管理理论

周轶海

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

**摘要:** 本文从研究货币的本质开始, 认为货币是以某种信用为担保的契约关系的载体, 金融危机管理的目的是维护货币契约关系的稳定, 但是在不同阶段契约关系稳定的侧重点会有所不同。在此基础上, 构建出我国金融危机管理的三阶段动态框架。

**关键词:** 金融危机管理; 货币政策; 金融稳定; 货币契约论

## 引言

由 2007 年美国次贷危机引发的国际金融危机, 是自大萧条以来最为严重的金融危机。从 2007 年美国次贷危机的爆发到 2008 年的全球金融海啸, 以及 2009 年主要发达国家全部陷入经济衰退的过程, 世界经济金融格局发生了显著的变化, 市场信心丧失, 流动性的突然“干涸”, 使全球金融市场呈现高度不稳定状态, 国际金融体系发生系统性危机的风险在不断累积, 对全球经济金融体系造成了巨大冲击。为缓解危机对金融市场和实体经济的冲击, 以美联储为代表的各主要国家央行推出大量以信用宽松和量化宽松为特点的“非常规”货币政策作为危机管理措施, 对危机中受损的货币政策传导渠道进行弥补, 并加强了各国央行的合作力度, 起到了补充市场流动性、稳定投资者信心的效果, 舒缓了危机带来的负面冲击, 对于促进经济复苏发挥了积极作用。与以往相比, 危机应对中的货币政策不论在政策利率的设定、最后贷款人职能的范围, 还是在政策工具的创新和使用以及国际合作方面, 都有不同程度的突破。对货币政策传导机制理论和金融危机管理理论起到了有益的拓展和补充。

本次危机发源于金融中心、起因于金融体系, 通过金融产品和金融市场传导, 甚至连诱因都和不恰当的货币政策、监管政策等金融管理政策和金融制度设计密切相关, 与以往危机具有不同的特点, 必然要求作为金融主管部门的中央银行在危机管理中发挥更加重要的作用, 因此, 研究中央银行如何进行金融危机管理具有重要意义。

## 一、前人对中央银行金融危机管理的相关研究

### (一) 金融危机的定义和成因

#### 1. 金融危机的定义

王德祥 (2004)<sup>1</sup>认为金融危机是金融系统中爆发的危机, 集中表现为金融系统运行过程中发生的金融资产价格等金融指标在短期内急剧变化的现象, 这些金融指标包括货币汇率、短期利率、证券资产价格、房地产价格、金融机构倒闭数目等, 金融危机使金融系统陷入混乱, 丧失为经济活动分配资本的功能, 从而导致经济震动或经济危机。卜明根 (2006)认为金融危机直接地表现为金融指标的急剧恶化和由于人们丧失信心而采取保值减值措施造成的金融领域的严重动荡及其对整个经济引起的一系列后果。金融系统的平衡包括货币供求、信贷规模、金融市场和国际收支的平衡等等, 这四种基本平衡状态被破坏到一定程度, 就会爆发不同程度的金融危机。

货币主义者马克尔·博多 (Michael Bordo)<sup>2</sup>将金融危机定义为十大因素或十大关系, 包括: 预期的变动, 对某些金融机构资不抵债的担心, 试图将不动产或者流动性较差的资产转化为货币、货币供应量下降等。让·梯若尔 (2003)<sup>3</sup>认为金融危机通常具有下列特征:

<sup>1</sup> 王德祥, 2004:《经济全球化条件下的世界金融危机研究》, 武汉大学出版社, P3。

<sup>2</sup> 马克尔·博多, “金融危机: 历史教训”, 该文是提交第五届国际金融大会的论文, 该大会于 1987 年 4 月召开, 转引自金德尔伯格著, 朱隽、叶翔译, 2006:《疯狂、惊恐和崩溃: 金融危机史 (第四版)》, 北京, 中国金融出版社。

<sup>3</sup> (法) 让·梯若尔著, 陈志俊 闻俊译, 2003:《金融危机、流动性与国际货币体制》, 北京, 中国人民大

净私人资本流向的突然逆转，汇率下跌和货币贬值，银行被清算和资产价格大幅下跌。IMF在1998年《世界经济展望》中将金融危机分为四类：货币危机、银行业危机、外债危机及系统性金融危机。

## 2. 对本次金融危机成因的研究

以2007年爆发的大萧条以来最严重的金融危机为例，众多中外学者如约翰·泰勒(2007)、埃里克·马斯金(2008)、米什金(2009)、邱兆祥(2008)、许小年(2008)、巴曙松(2008)、张建华(2008)、吴念鲁(2009)、王国刚(2009)、李稻葵(2009)、吴晓求(2009)、裴小革(2009)、刘迎秋(2009)、陈雨露(2009)等学者都对本次金融危机的成因进行了深入研究，大体可以归纳为“制度说”、“政策说”和“周期说”三种基本类型。

“制度说”一般认为，高度自由、过度竞争的经济制度和金融体系以及由此引发的政府监管缺位是全球金融危机产生的制度原因。“周期说”一般认为这次金融危机是全球经济周期的一种反映，是虚拟经济过于脱离实体经济、经济结构失衡的必然结果。“政策说”一般认为，长期的低利率和宽松的货币政策是全球金融危机形成的政策基础。

实际上，“制度说”、“政策说”“周期说”在不同层次上解释了这次金融危机的产生原因，它们具有某种内在的联系。本文更倾向于从周期的角度解释危机。一是因为制度因素、政策因素本身就是周期的构成因素之一，因此可以较好地将几种学说融合；二是从上文对危机概念的探讨中，本文更倾向于认为危机是偏离均衡的一种状态，这和周期说中虚拟经济偏离实体经济的描述是一致的；三是从周期说出发更便于构造动态多阶段的危机管理框架，金融危机深层次的原因是虚拟经济与实体经济的偏离程度过大、时间过长，从而引发了收敛性的回归，因此深层次的危机管理问题，实质上就是对虚拟经济和实体经济的发散和收敛过程进行管理的问题。如何让两者更加协调地发展，避免过大大幅发散从而形成的过大大幅收敛带来的金融危机损害，是对危机进行管理的关键，危机管理不是消除波动，这是不可能的，只是让波动的幅度在可以接受的范围之内。也就要求央行掌握更多的逆周期政策工具，而且根据经济金融形势的变化及时开展逆周期的操作，提前预防经济过冷和过热、杠杆化程度过高或过低、金融创新过快或过慢，这实际上提醒我们危机管理是一项持之以恒的工作，并不是只有危机形成了才有危机管理的问题，只要实体经济和虚拟经济的发散和收敛过程持续存在，危机管理就持续存在。

## (二) 金融危机管理的已有研究

### 1. 金融危机管理的定义

金融危机管理有狭义和广义之分。狭义的金融危机管理一般特指金融危机的应对，也就是金融危机的救助或者是救济，重在金融危机爆发后，如何在短期内，通过迅速采取具有针对性的措施将已发生的金融危机的危害控制在最小范围内，防止其进一步向其他机构、市场和地区蔓延，金融危机应对措施主要集中在资金、价格和运行机制等方面。如，赵静梅(2008)<sup>4</sup>对金融危机救助的定义是：金融危机救济（救助）是指在金融危机发生后或在金融危机的爆发已不可避免的时候，由政府、中央银行、国际金融机构等公共部门提供的，以政策倾斜和资金融通为主要内容的，以减缓危机冲击力、控制危机蔓延、降低危机对经济体的破坏力的行为。

广义的金融危机管理与罗伯特·希斯所定义的危机管理范畴更为接近，涉及的范围即包括控制、化解金融危机，减轻金融危机对经济增长及社会福利破坏力，也包括通过采取一系列预防性措施构建一个稳健的金融体系，将潜在风险控制在最小范围内，从而实现延缓金融危机的发生，或在某一特定时间内不发生金融危机的目的，还包括危机的事后恢复和经验总结工作，也就是说，金融危机管理旨在形成一套集事前预控、事中管理和事后恢复于一体的，

---

学出版社。

<sup>4</sup> 赵静梅，2008：《金融危机救济论》，成都，西南财经大学出版社，P3。

行之有效的金融危机应对机制和行为策略。

## 2. 对金融危机管理的相关研究

对金融危机应对措施的研究一般和危机成因的研究紧密联系。“制度说”学者一般强调引导社会思潮、改革金融体系、对金融创新进行有效监管、降低杠杆率等，“周期说”学者一般强调处理好虚拟经济与实体经济关系、优化经济结构、改善国际分工结构和消费储蓄结构等，“政策说”学者一般强调建立逆周期的宏观审慎监管体系、合理制定和实施货币政策等。由于本次危机起源于全球金融中心华尔街，集中爆发在掌握世界经济命脉的欧美核心国家，这些国家掌握当今世界上大部分金融资产，危机爆发的原因也和各国央行的政策有密切的联系，因此在危机应对过程中，主要国家中央银行采取了什么措施尤其引人注目，一些学者对此进行了专门研究。

如张雪春（2009）<sup>5</sup>对货币政策危机管理的历史进行了回顾，对当前主要国家在危机管理中的货币政策工具进行了分析和效果评估，彭兴韵（2009）<sup>6</sup>对美联储应对危机的货币政策工具的国际协调问题进行了研究。这些研究普遍认为美联储应对危机过程中的货币政策工具操作对中央银行危机管理的理论和实践都有所突破。

危机应对措施的退出研究是后危机时期的研究热点，市场和政府机构的研究报告对此研究较多，但缺乏深层次的理论分析文章，很多仅停留在对现有退出情况的归纳阶段，可能与退出政策的不确定性有较大关系。现有研究主要集中在三个方面，对美联储退出策略的研究、对中国退出策略的研究以及对各国退出政策的国际比较，理论基础一般集中在泰勒规则和菲利普斯曲线，比较统一的结论一般在退出的规则和顺序方面，对退出的时间普遍争议较大。如，陈华（2009）<sup>7</sup>认为刺激政策退出的标准有四条：通货紧缩的压力是否已经完全消除，失业问题是否出现好转、持续性的需求增长态势是否已经确立，财政赤字率是否已经接近或达到警戒线。王磊、彭兴韵（2010）<sup>8</sup>着重阐述了过晚退出的后果，比较了几个主要国家的退出策略，并对我国刺激政策的退出进行了展望。

通过对现有文献的归纳，对金融危机管理的研究最深入的是对危机成因的研究，有着凯恩斯主义和货币主义的相关理论作为基础，有着三代危机模型的理论延续，而且危机的应对正是针对危机的成因采取的措施，因此对危机成因的研究是相对深入和全面的，但是对危机应对的研究、应对措施退出的研究、退出后如何完善制度的研究相对还是比较薄弱，国内尚缺乏从金融危机管理事前、事中、事后进行全面的金融危机管理的研究，可能主要是因为涉及的内容过于广泛，涉及多个政策的配合、以及众多的利益相关者、涉及到经济金融的方方面面，因此难以找到合适的切入点。本文将从危机管理的主体出发，探讨中央银行在金融危机管理中需要而且能够发挥什么作用，构建我国央行的金融危机管理多阶段框架。

## 二、从货币契约论看金融危机的实质

### （一）货币契约论

#### 1. 货币契约论的一般性理论

陈彩虹（1995）<sup>9</sup>认为，货币是商品或是劳务交换中处于等价形式一方的社会承诺或是社会担保，它体现一种社会的信用经济关系。现代经济是信用经济，经济运行是建立在支付链的基础上，货币本身就是一种信用证书，货币契约作为交易中的资产抵押对市场经济极为重要。当货币契约不能稳定执行时，如同信用链中断会引起经济崩溃一样。货币契约是否得

<sup>5</sup> 张雪春，2009：《货币政策的危机管理》，《金融研究》2009年第6期。

<sup>6</sup> 彭兴韵，2009：《金融危机管理中的货币政策操作—美联储的若干工具创新及货币政策的国际协调》，《金融研究》2009年第4期。

<sup>7</sup> 陈华、赵俊燕，2009：《经济刺激计划退出标准、路径的国际比较研究》，《经济学动态》，2009年12期。

<sup>8</sup> 王磊、彭兴韵，2010：《中国危机管理货币政策的退出研究》，《经济学动态》，2010年1期。

<sup>9</sup> 陈彩虹，1995：《纸币契约与货币政策目标》，《金融研究》1995年第9期。

到履行对避免经济大起大落和实现资源优化配置至关重要。赵健（2006）<sup>10</sup>认为现代信用货币赋予给持有人所具有的债权性质和期权性质。其中可兑换货币，可以看作银行(包括商业银行和中央银行)对持有人的负债，而不可兑换货币则看作为货币当局赋予货币持有人具有法律强制效力的美式期权权证。契约角度对货币本质的理解有助于揭开所谓的“货币的神秘之处”。张兰（2009）<sup>11</sup>认为，在信用货币下，货币本身已不具有真实价值，而是作为一种反映债权债务关系的凭证，货币本身就是一种契约。自从布雷顿森林体系崩溃后，各国货币都与黄金脱离关系，不再具有真实价值。在国际范围内，真正的信用货币时代已到来。特别是随着各国资本市场的发展、资本流动的加速、金融工具的创新，使得信用货币的种类不断增多、币值计量也随着牙买加体系而波动不已。在此背景下，货币的契约属性更为突显。如何制定合理的货币契约，并保证它能够顺利执行，已成为一项重要课题。

本文认为，货币契约论实质上应该属于货币信用论的一个分支，因为该理论暗含的契约的担保还是信用，或者说契约反映的债券债务关系本身就是信用。之所以将其作为一个相对独立的理论提出：一是因为将信用货币认为是一种债权债务凭证，可以将货币本质理论与财政政策、货币政策等宏观调控措施进行比较好的对接，因为对货币的调控实质上就是对货币所代表的债券债务关系的调控，维持货币所代表的契约关系的稳定由于侧重点不同会引发不同的宏观政策建议，具有较强的运用价值。从坚持信用货币论的学者很可能通篇不涉及政策建议，只进行纯粹的学术探讨，但所有谈论货币契约论的文章都必然会谈及采取什么措施来维护货币契约稳定就可以看出这种倾向。二是并不是所有的信用都是货币，能够作为契约货币的担保品的信用是有一定限制的，必须具有相当的可接受性，这种可接受性使这个信用具有了价值，从而能够承担担保品的职责，因此用契约货币的理论实质上承认了“货币即信用”，同时又反对“信用即货币”，既要讲现有的货币形式进行扩展，但是也反对将所有的信用都作为货币。本文将沿着货币契约论的基本思路，对契约货币的范围进行扩展，并将其作为统一央行金融危机管理理论的基本框架。

## 2. 契约主体的信用与契约货币的类型

从我们危机管理的目的看，契约货币的发行主体（债务人）可分为五类：央行、财政、存款类金融机构、其他金融机构、其他私人部门。一般情况下，这五类主体的信用等级是递减的。

货币契约用来担保的信用等级递减是一个客观事实，反应了不同层次货币的接受程度是不同的，在金融市场上可以用同一期限和面值的债券的收益率差距来表示对不同信用的等级高低，纸币不需要支付利息、国债是所有债券里面利息最低的并被视为无风险利率、银行的活期存款利息高于国债低于定期存款、金融机构的债券收益率高于银行存款、企业债券的利息一般高于金融机构，但是不同信用情况的企业债券也有较大的差距。

不同层次的信用货币满足不同层次的需要，如对商品和服务的交易，可能需要 M2，这也是在理论界得到广泛接受的信用货币，但是本文认为这只是狭义的信用货币。因为现代社会，货币的交易和支付结算功能、价值尺度功能不能再仅仅表现在实物的阶段了，货币并不只是仅仅为实物商品和服务提供交易和支付结算功能。狭义的信用货币代表了对实物财富的要求权固然重要，但是毕竟发生全球清算回到只有实物要求权的原始社会的概率极低，而且实质上即使回到原始社会，只要有跨时期分配资源的需要，金融就是存在的。正常的现代社会中对金融产品的要求权和支配权也是一种重要的权利，背后暗含了对未来收益的要求权，这和原始社会甲借给乙一斤稻种，要求乙在明年收获之后还两斤稻子没有本质的区别。而在金融交易中，可能高等级的国债就是很好的流通和支付手段，比如用国债做抵押做回购可以非常快捷获取资金，对金融机构而言就像个人把定期存款转化为活期存款那么简单，甚至

<sup>10</sup> 赵健，2006：《现代货币的契约本质：从债权到期权》，《西安金融》2006年第10期。

<sup>11</sup> 张兰，2009：《货币契约论——基于国内货币契约的分析》，《生产力研究》2009年第8期。

可以直接用国债来交换其他金融产品，这正是这个信用货币的交易媒介的体现，国债本身具有保值功能如美国的国债，而且也具有价值尺度的功能，例如其他债务就需要计算与高等级国债的利差来对价值进行衡量，如美国的金融产品往往需要比较与同期美国国债的利差，欧洲各国的金融产品往往需要比较与德国国债的利差，因此美国、德国的国债事实上已经完全具备在金融市场上充当货币的基本要件。

## （二）金融危机实质：契约货币所承载契约关系的危机

### 1. 从货币契约论角度分析各种类型金融危机的实质

本文认为各种金融危机都可以看成是一定程度的契约关系的危机，最常见的就是契约关系所依靠担保的信用发生的危机。IMF认为金融危机有货币危机、银行业危机、债务危机和系统性金融危机等四种基本类型，从货币契约论的视角分别来看这四种基本类型的金融危机，我们可以发现，金融危机的本质是货币契约关系的危机。

无论货币危机、银行业危机、整个金融系统的危机、主权债务危机，无论其具体的表现形式是资产价格、汇率等的大幅波动，金融交易的不可持续、机构倒闭等等，但是究其本质就是由于某种原因导致广义的信用货币或者说社会的信用总水平的下降，体现的是契约关系所依赖的信用水平的下降。从这个意义上说，现代金融危机中表现出来的流动性过剩（如美元的持续贬值）、金融资产价格的急剧下降、债务成本的急剧上升、金融交易中的利差增大，都反映的是广义信用货币的契约关系所依赖的信用水平的下降，导致这些信用载体的资产的可接受力的下降，因此引发资产价格的下降（对债务来说就是债务与无风险债务的利差上升），与历史上铸币成色的下降导致不再接受该铸币作为支付手段的本质是一样的。因此，金融危机的本质就是广义的信用货币的危机，是背后所依赖的金融机构、政府、央行的信用危机。

### 2. 信用货币的内生性注定了这种契约关系具有内生脆弱性

本文认为，由于信用具有内生性，以信用为担保的这种契约关系具有天生的脆弱性，因此造成了货币契约关系经常处于危机状态。

首先，是信用货币的内生性，造成信用货币的容易超发，总量超过实体经济的需要。其次，内生货币也将根据不合理的实体经济的消费结构和分工结构而内生出不合理的货币供给，并将实体经济自身的不均衡进行放大。金融加速因子理论一定程度上解释了这一放大或收缩的过程。最后，信用货币的发展演变过程中就是信用货币担保由内到外发展过程，其信用风险呈不断的上升性。

总之，由于信用货币内生性的特点，造成其容易超量发行、容易纵容甚至放大实体经济中的不合理结构、容易承担过大的信用风险，这些都会导致以信用为担保的契约货币关系出现不稳定的状态，需要对此加强管理。事实上，本文前面曾分析的几种金融危机学说，如“制度说”、“政策说”都是从不同侧面说明了信用货币超常、不合理的发行的产生机制，而“周期说”事实上是判断信用货币是否不合理发行的判断标准，就是与实体经济合理需要的偏离是否过大。偏离过大就可能引发危机，危机发生后信用货币由于具有内生性，会很快的萎缩，又造成信用货币不能满足实体经济的正常需要，因此无论在那个阶段都有危机管理的需要。

### 3. 从货币契约论的视角看“债务-通缩理论”

契约货币由于其契约的担保品信用具有内生的特性，因此容易出现过度发行和过度收缩，这和费雪的“债务-通缩理论”在原理上类似，通过回顾这个理论可以帮助我们加深对金融危机是货币契约关系危机的认识。

“债务-通缩理论”<sup>12</sup>揭示经济体在“过度负债”负债条件下，遇到外部冲击后，债务与

---

<sup>12</sup> 费雪对大萧条的分析建立在“过度负债”和“通货紧缩”这两个核心概念基础之上，经济循环是两者相互作用的后果，因此称作债务-通缩理论（The Debt- Deflation Theory）。费雪在1932年《繁荣与萧条》（Booms and Depressions）中最早阐述了该理论。

紧缩相互作用，产生导致经济循环下滑的机制。伯南克（1983）调强，在“债务-通缩”过程中，会出现大量的破产，损害信用中介机制，导致“信贷收缩”，抑制总需求。这些理论共同之处在于，都以“债务”或“信用”分析为主线，强调“财务困境”的核心作用<sup>13</sup>。因此对应此理论的危机管理方案也集中在控制过度负债或者说避免过高的财务杠杆，缓解企业“财务困境”，避免资产抛售，促进金融机构发放信贷方面。从本次金融危机的爆发原因看“债务-通缩理论”解释力较强。

但本文认为从货币契约的角度来理解央行的金融危机管理，比“债务-通缩”理论的操作性更强。如同上文对“不是所有的信用都是货币”的分析一样，也不是所有的债务都是货币，只有具有相当的可接受性的债务才有货币的属性。虽然说债务和我们所说的契约货币是同向扩展和收缩的，因此两种视角（债务与货币）对危机成因的解释和对应对措施的解释都有相似性，但也有区别：一是从本文央行危机管理的目的看，我们可以说央行要努力控制各种形式的货币，但是无法说央行要控制各种形式的负债，难以突出央行在金融危机管理中的独特地位；二是“债务-通缩”理论对债务的内生的原因研究较少，对经济发展不平衡、经济结构不合理在债务扩展和收缩中的作用强调较少，难以进行涉及到经济层面的内因、金融层面的外因的深层次的金融危机管理分析；三是“债务-通缩”理论难以解释危机中债务泛滥和货币通缩同时共存的现象，事实上很多通缩不一定会有债务的收缩，可能会出现债务扩展、信用货币收缩的双重局面，要解决这个问题必须将债务进行细化，而信用货币本身的层次性就保证了这个问题可以比较顺利的理解。

### 三、金融危机管理本质：维护货币所承载的契约关系稳定

#### （一）从金融危机实质看金融危机管理实质

从深层次上看，2007年开始的金融危机的爆发是缺乏约束的金融创新导致的虚拟经济脱离实体经济而过度膨胀，也就是广义的信用货币发行远远超过了实体经济的需要。因此，深层次的危机管理问题，实质上就是对虚拟经济和实体经济的发散和收敛过程进行管理的问题。如何让两者更加协调地发展，避免过大大幅发散从而形成的过大大幅收敛带来的金融危机的损害，是对危机进行管理的关键。这就要求央行掌握更多的逆周期政策工具，而且根据经济金融形势的变化及时开展逆周期的操作，提前预防经济过冷和过热、杠杆化程度过高或过低、金融创新过快或过慢，只要实体经济和虚拟经济的发散和收敛过程持续存在，危机管理就持续存在。但是在危机管理的不同阶段，如何明确保持这种契约关系稳定的侧重点将有所不同。

#### 1. 不同阶段危机管理的侧重点不同

在危机前阶段，这个时候危机管理的重点是防止社会信用超过实体经济可持续发展的需要，方式是完善实体经济的结构和激励机制，建立某种约束机制防止契约货币的过量发行以及货币层次的不合理（货币层次的合理实际上也是杠杆率水平合理的问题），并避免契约承担过多的信用风险。对央行而言就是要增强对更广义契约信用货币的控制力，通常的表现就是让货币币值稳定的问题，但是由于信用货币的范围扩大了，币值稳定的内涵也相应扩大，比如关注资产价格稳定的问题。

在危机中阶段，危机应对或者说救助的实质就是通过恢复或者说稳定信用货币的契约关系，来重新使社会信用水平恢复到正常状态。方式是制止信用货币在内生机制的反向作用下过度萎缩，从而出现低于经济正常发展的需要的情况，刺激信用货币内生增长的同时利用危机过程调整信用结构来调整不合理的经济结构。如果危机情况非常严重，正常的货币内生机制完全失效，此时危机管理的重点就是危机救助，也就是用高等级信用来替代已经不被市场

<sup>13</sup> 对“债务-通缩”理论的分析参考了瞿强（2009）的相关论述。瞿强，2009：《经济波动：附加信用的结构性解释》，《金融研究》2009年1期。

接受的低等级信用（用政府的高杠杆代替私人高杠杆，用更多的外生货币代替内生货币），使货币的契约得以维持，保证债权债务关系得以维系，避免出现交易的彻底割裂，保证信用货币网络的稳健，通过债务扩展来带动信用总水平的恢复。

危机后阶段，内生货币的刺激过程不能一直持续，否则又会引发新的信用货币的过多发行问题，高等级债务替代低等级债务的过程也是一个不可持续的过程，因为用高等级债务来替代低等级债务的过程中，会面临一定的信用损失，货币契约担保品在这个过程中是不断贬值的，所以这个替代过程不可能一直持续下去。因此及时进行退出非常必要。

## 2. 为什么要由央行来承担维护契约货币关系稳定的职能

本文认为，几乎所有的央行职能的共同点是都垄断了基础货币的发行，央行发行的货币是法定货币，因此事实上拥有最高的信用等级，对稳定整个货币网络发挥着不可替代的重要作用，因此应当肩负起维持信用货币所承载的契约关系稳定的职责，或者说就是维护货币稳定，这里的货币稳定是指维护整个货币网络的稳定，已经包含了币值稳定和货币可接受性的双重含义在里面，而要保持货币稳定关键是保持信用货币的规模和结构与实体经济可持续发展的需要相适应，避免虚拟经济过于偏离实体经济。

### （二）维护货币契约稳定与币值稳定、金融稳定、货币供应量稳定的辩证关系

由于信用货币具有较强的内生机制，央行和政府对整个货币信用总量事实上是很难控制的，这也是金融危机频发的主要原因，因此，央行危机管理的一个核心就是要努力使社会信用总量、结构与实体经济可持续发展的需要保持动态的均衡。那么这样一个目标与我们通常所说的币值稳定、金融稳定、货币供应量稳定之间又存在什么样的关系呢？

#### 1. 币值稳定与货币契约关系稳定

事实证明，中央银行货币政策目标把发展经济为重心是有缺陷的，尽管中央银行有义务协助政府发展经济，但稳定币值才是最高职责。这是一种非常有代表性的看法，但是这种分析一般是把币值稳定与经济发展、促进就业、国际收支平衡等目标进行比较。本文认同货币政策在通常状态下的首要目标是币值稳定，但是从动态的危机管理的角度，币值稳定不能满足我们的需要。那么币值稳定与货币契约论中的维护货币的契约关系稳定之间究竟是什么关系呢？有三种不同的看法。

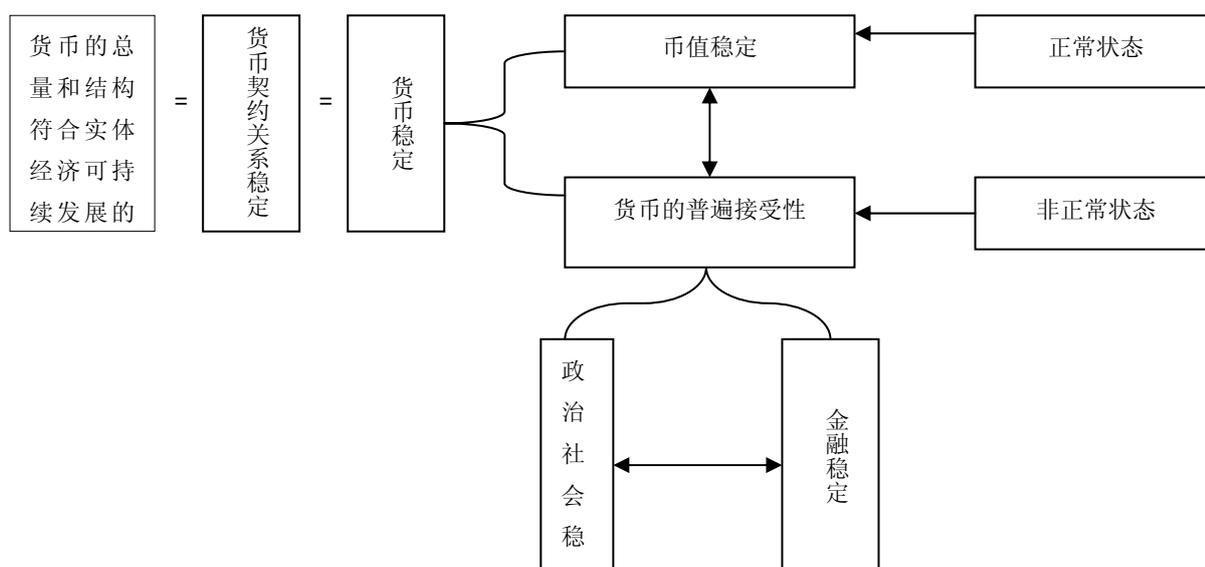
一种是认为维护币值稳定就是维护货币的契约关系稳定。另一种是认为维护货币的契约关系稳定是最根本的，而币值稳定没有必要成为央行的目标，事实上将两者对立起来。第三种看法是认为维护货币的契约关系稳定包含了稳定币值，在通常状况下稳定币值就是维护契约关系的稳定，但是一旦发生了危机的状况，维护货币的可接受性就居于重要地位。

本文认同第三种思路，我们可以从反向思维来论证这一结论。契约关系的不稳定的确应该包含两种情况：一是由于币值不稳造成，起源宋朝的“纸币”（交子）在我国历史上与黄金可兑现流通了 100 年，到了明代以后，政府过度掠夺财富滥发货币，致使纸币贬值，而退出历史舞台。根本原因是政府信誉下降，该种货币契约所维系的信用基础被破坏，致使单位货币购买力下降，人们都会自动选择货币替代行为，选择黄金、白银等有价值基础的货币，若是在开放条件下选择其他外币。因此，为了使信用货币能够持续发挥货币的作用，媒介商品流通、促进经济的发展，就必须稳定这种契约关系。二是由于政府更替等政治危机或者严重的经济金融危机，导致大量发行主体的信用大幅下降，没有人愿意接受以其信用担保的契约货币，出现货币可接受性突然丧失的危机。也就是说币值不稳会缓慢的对契约关系的稳定形成负面影响，而突发的危机则对契约关系形成大幅的损害，两者有区别也有联系，更像是量变和质变的关系，因此在金融危机爆发频率加快的今天，统筹考虑两种情况，有利于金融危机的动态管理。将两者完全对立或者完全对等的看法都是不正确的，至少不利于树立全面的危机管理观念。

#### 2. 金融稳定与货币契约关系稳定

中央银行的币值稳定职能与金融稳定职能存在的内在关系一直是金融稳定研究的重点之一，因为对两者关系的认定往往决定了一个国家会不会明确将金融稳定列为本国央行的职能之一。一般而言，价格稳定与金融稳定是一致的，价格的大幅波动是金融稳定的主要威胁。而货币可接受性与金融稳定之间的关系的研究较少，本文认为从货币契约论的角度看，出现货币可接受性危机的既有可能是金融危机也有可能是政治或社会危机，因此维持货币可接受性的概念事实上包含金融稳定的概念。

依据前人的研究结果，维护金融系统的稳定就是为了维护货币所代表的契约关系的稳定，但是货币稳定本身概念远大于金融稳定，详见下图。



### 3. 最后贷款人职能与货币契约关系稳定

在现代最后贷款人理论所处的年代，金融机构的多样性，工具的复杂性已经远超一般人的想象，信用货币的内生性不断增强，中央银行即使能够完全控制高能货币也很难控制广义的信用货币，层次越远的信用货币，中央银行的控制能力就越弱，因此单纯用避免货币存量的大幅缩减已经无法达到避免系统性金融风险、避免金融业的危机影响实体经济的作用了，因此更为强调最后贷款人维护金融稳定的作用。其实如果我们将古典最后贷款人货币存量的概念扩展至广义的信用货币或者说契约货币的概念，那么很容易发现最后贷款人概念的本质一直没有发生改变，始终都是通过救助来避免货币存量（狭义或广义）的大幅度缩减而对经济造成损害，这也是我们三阶段危机管理框架中危机应对阶段的主要内容。

可见，以货币契约论为理论基础构造央行金融危机管理框架可以将央行的若干职能整合在一个框架之中。用维持契约货币稳定的概念包含了币值稳定、金融稳定和货币存量稳定，从而将货币政策职能、金融稳定职能、最后贷款人职能整合在维护货币契约关系稳定的金融危机管理过程之中，构造出更具有弹性、适应多阶段危机管理需要的货币管理框架。

## 四、从货币契约论看金融危机管理中的几个关键性问题

从货币契约论的角度看，危机管理中的关键性问题均与信用货币的内生增长和收缩的机制密切相关，也只有从这个角度去考虑这些关键性问题，才能明白这些问题在危机管理不同阶段的突出表现和解决方案，才能真正做好金融危机管理工作。这些也是我国在应对金融危机管理时，所应注意的问题。

### （一）财政政策

在危机前阶段，财政政策的着力点在于通过完善财税体制来调整经济结构和收入分配体制，避免由于经济结构的不合理而引发契约货币的不合理增长，而且通过契约货币的内生机制将这种不合理进一步放大。而收入分配的不合理容易引发资产价格的过快增长和社会矛盾的积累，这种矛盾积累到一定程度容易引发经济金融危机和社会危机，从而影响契约货币契约关系的稳定性。

在危机中阶段，财政政策一是要发挥其刺激内需、刺激投资的作用，防止金融危机中信用货币的大幅萎缩对实体经济伤害的扩大，二是要起到用高等级债务替代低等级债务的关键性作用，发多少财政债务，期限如何，多少由市场购买，多少由央行购买等等，都需要财政与央行加强配合，在危机中信用货币内生性减弱的情况下，增强信用货币的外生性，因为财政债务和央行债务在大多数国家就是国内能够动员的高等级债务的全部，在危机应对的债务替代过程中两者的配合是救援成功的决定性因素。而且很多情况一些救援资金就直接来自于财政资金。三是要在应对危机的过程中解决深层次的经济结构问题。

在危机后阶段，财政政策一是要及时退出对消费和投资的刺激政策；二是开始实施债务替代的反向过程，逐步恢复正常的信用货币的内生增长机制；三是要和货币政策一起调整经济结构，支持经济的可持续发展。

### （二）监管措施

陈燕（2004）<sup>14</sup>认为，金融监管是为了维护金融体系的稳健运行以及提高资源配置效率，金融监管部门以直接或间接的方式干预金融机构和金融市场的运行，是一种具有强制性或者诱导性的行为。从本文的视角来重新认识监管措施<sup>15</sup>，就是看监管在维持契约货币关系稳定方面的作用，有以下方面：

一是扩大央行<sup>16</sup>实际能够控制的货币的范围，央行仅仅通过高能货币的控制是无法控制超过银行存款货币之外的广义信用货币的，各种金融机构、各种金融工具实际上是一个庞大的影子银行，充分揭示出在不断创新中的金融产品的风险来源，合理评估风险程度，提高市场透明度，是风险监管的核心要素。如果央行不能通过监管控制真实的信用货币数量，也就不可能做好金融危机管理工作。

二是在危机前阶段要约束私营部门债务的过度发行，可以是一些强制性的限定，但是最关键的是对微观主体的激励机制，对交易制度、监管法规等进行完善，避免信用货币内生增长机制过度发展。如规定杠杆率、建立逆周期的资本缓冲、征收额外的风险资本、完善公司治理机制、弥补会计准则和评级体系存在的漏洞等等。而且监管措施也有助于消除金融失衡，运用监管工具促进成本和效益平衡的效果，可能要好于单纯的货币政策。

三是在危机中阶段要有适当的制度安排避免信用货币紧缩过程的恶性循环，如建立交易熔断机制、限制“裸卖空”、制定完善的金融机构破产退出机制等等。

四是在危机后阶段能够及时使货币内生机制重新得以正常的恢复，也需要有一系列的制度安排。特别是通过监管可以有助于减缓央行进行危机救援可能引发的道德风险，通过一定的监管措施，让股东、其他资本供给者、管理者以及债权人应共同承担金融危机所带来的损失。

五是需要注意的是，对信用货币的内生增长机制进行诸多约束的同时，还是保护信用货币供给的适当弹性，内生信用货币相对于外生货币的最大优势就在于其能够随着经济需要实现经济发行，这也是信用货币能够取代其他货币的关键，因此不能过于严格地监管而使这个

<sup>14</sup>陈燕，2004：《中央银行理论与实务》，北京，北京大学出版社。

<sup>15</sup> 本文之所以用“监管措施”而不用“监管政策”，是因为根据本文的上文的分析，监管只是央行货币管理职能的延伸，是广义的货币政策的措施之一，而不是与货币政策、财政政策并列的宏观政策。

<sup>16</sup> 本文的央行是一个广义的央行，监管也是央行的职能之一。

优势不再存在。需要做好两者之间的权衡，找到政府和市场的适当边界。本文认为做好信用货币内生性优点和缺点的权衡事实上涉及到三组关系的处理：（1）创新和监管的关系。（2）高杠杆和去杠杆的关系。（3）证券化制造风险和分散风险的关系。它们本质上都是涉及到如何妥善控制货币内生性的缺点、同时发挥其优点的“权衡”问题。下文将结合实际，论述在我国的情境下如何看待这几组关系，这里不再展开讨论。

六是从控制信用货币的总量和结构与实体经济需要的根本目的看，我们也可以得出微观审慎监管的大体分工：前者是从微观上控制避免信用货币的过度增发，关键在于理顺微观主体的激励机制，避免机构过度冒险，后者强调逆周期的资本缓冲，从宏观上建立机制避免扩张时期信用货币过度扩展和收缩信用货币过度收缩；前者偏向结构调整，让信用等级高的机构发货币，信用等级低的机构少发甚至不发货币，后者偏总量，逆周期调整信用货币的内生机制。两者只有通力配合，才能起到有效控制信用货币总量和结构适度的目的。

### （三）资产价格

较多的学者认为过于宽松的货币政策容易导致资产价格的过快上涨，当然也有不同意的，如伯南克就认为美国次贷危机之前的房地产价格上涨与货币政策关系不大。但是不可否认的一点是，资产价格的大幅波动，将影响整个信用体系的稳定，给货币契约关系造成严重的冲击。特别是金融市场深化和国际金融市场的高度融合促使货币政策在经济体内部和经济体之间传导的机制正在发生质和量上的变化，资产价格也因此已经成为货币政策必须考虑的因素之一。

一是一些具有高度流动性的资产本身已经成为广义信用货币的一部分，或者通过其具有高度流动性的衍生产品成为广义信用货币的一部份。例如房地产，房产和房贷的流动性较差，不可能直接成为信用货币，但是在其基础上形成的 MBS，又在 MBS 基础上形成的 CDO、CDS 等流动性相当强，在危机前这些产品信用评级高、流动性强，而且被大部分的机构投资者广泛接受，已经部分起到信用货币的作用，房地产价格的波动会直接影响到这部分信用货币的实际数量。

二是资产价格在货币政策传导过程中意义重大，是央行控制货币供给、影响实体经济的重要渠道。以房地产为例，房地产价格变动一般可通过以下 3 种渠道影响宏观经济：（1）房地产价格的财富效应，房地产是经济中微观个体财富的重要组成部分，房地产价格变动将通过影响财富变动而对消费产生影响，家庭或企业的房地产财富的增加将使消费增加，最终使总需求也将增加。（2）托宾  $q$  投资效应，当房地产的市场价格高于其重置成本时，托宾  $q$  值大于 1，此时房地产开发收益增加，导致房地产投资增加，从而刺激总需求的膨胀，最终导致总产出和通货膨胀上升。反之，当  $q$  值小于 1 时，房地产投资将减少，总需求也将减少，进而导致总产出和通货膨胀下降。（3）房地产价格的信贷效应，由于通常银行将房地产作为信贷的主要抵押品，房地产价格波动将导致银行信贷(或信贷约束)变动，进而影响投资和总产出。因此经济上行时，在货币政策制定和执行时，货币当局既要考虑资产价格的财富效应对通胀和产出的影响，还需考虑资产价格上涨可能引发的贷款的增长，资产价格下跌可能引发的贷款的下降。可以说，即使资产价格本身不是信用货币的一部分，但至少是信用货币内生扩展和收缩的重要原因。

三是资产价格波动对实体经济影响的非对称性。人民银行研究局课题组（2007）<sup>17</sup>指出，在上世纪 90 年代金融危机频繁出现过程中，一个现象日益受到官方和学界的关注，即股票、房地产等资产价格上升和下降对实体经济常表现出非对称性影响。在资产价格上升期间，实体经济增长速度和物价保持较低水平，而在资产价格下跌过程中，常常伴随着实体经济增速的急剧下降和通货紧缩的发生，由此引发金融稳定性和经济安全问题。IMF（2003）对 14

<sup>17</sup> 人民银行研究局课题组，2007：《资产价格波动的非对称性效应、金融稳定与货币政策》，收录于《中国人民银行金融研究重点课题获奖报告 2007》，P445。

个工业化国家 1970-2002 年股票和房地产价格在崩溃前后 6 年对实体经济的影响进行充分论证,也得出了资产价格上升阶段和下降阶段对实体经济的确有非对称现象。本文认为,这个现象在央行的传统的货币政策操作框架内就容易造成货币调控的滞后性,在资产价格的快速上涨期,由于对实体经济影响较小,物价水平变化不大,因此导致央行采取紧缩措施滞后,社会的信用水平过快增长但是宏观管理部门对此却无所作为的情况,放任了信用货币的内生增长。

#### (四) 会计准则和信用评级

从本文的视角看,现有会计准则和信用评级准则的最大缺陷是增强了信用货币内生创造的弹性,具有比较强的“顺周期”特征。由于公允价值会计准则确实存在缺陷,市值计价会计准则在市场极端情况下如何放大泡沫或加深危机的问题是不得不考虑的重点问题。信用评级体系也存在类似问题。当前在本次金融危机中,评级机构就扮演了较为负面的角色,不仅没有充分揭示风险,反而掩盖了众多风险隐患。今后应加强对评级机构的监管,增加评级市场的透明度和竞争性,提高评级结果的可靠性,推动资本市场的稳健发展。

#### (五) 金融产品的设计和交易清算制度

金融产品设计的特点是强调降低交易成本和分散风险。交易清算制度往往追求更高效率的交易,尽量降低交易成本。这两者虽然客观上起到了降低交易成本的作用,但是又会造成风险管理的缺失和内生货币的发行的波动幅度增大和频率增快,起到了不利于信用水平稳定的作用。

以金融产品设计的的主流资产证券化为例。资产证券化改变了风险的生存状态,使风险存量化变成了流量化,资产证券化具有分散风险的功能,意味着金融功能的升级,由此完成了从资源配置到风险配置的转型。所以,资产证券化本身不是制造风险,而是在分散风险。但由于风险分散之后特别是风险与产生风险原始金融产品之间的传递链条过多的话,各个环节的风险激励机制会有所改变,如住房抵押贷款进行审核的时候可能会降低审核标准,因为相关风险在证券化之后马上就会发生转移,因此缺乏严格审核的动力。从这个意义上说,资产证券化对全球金融危机的扩张,具有某种加速感染的作用,特别是当这种资产支持证券的资产是次级资产时更是这样。从货币契约论的视角看,资产证券化大大推进了货币内生扩张的能力,虽然自身并不创造风险,但是如果缺乏有效的风险管理,整个金融体系的风险由于利益链条的延长实际上还是增加的,而且超过实体经济需要的过多的信用创造,本身就蕴藏着爆发金融危机的风险。

#### (六) 市场主体的激励机制

货币管理的对象,也就是微观经济主体的激励制度是造成信用货币过快发行的主体因素,因为无论是研发和交易高风险的金融产品、逃避监管、利用交易清算制度漏洞、开发程序交易、从事高频交易等一系列事件的主观动因其实都是微观主体特别是金融机构的利益驱动,这些主体过于从事高风险的交易,促使了信用货币的发行量远远超过了实体经济的正常需要,也使契约货币所依赖担保的信用风险大大增加。

激励机制中最突出的就是投资银行的激励机制。高回报的投资会有高风险,低风险则只有低回报,这些管理人对低风险回报不会感兴趣,而高回报能让他们分到丰厚花红,其中的高风险带来的公司损失,他们并不在乎。这就解释了为什么海啸前的投资银行大量采用了高杠杆、不规避风险的投资手法。资本主义经济建基于私有产权和自由市场,而小股东私有产权未受保护情况下的市场经济并不可靠。

包括投资银行在内的所有金融机构都必须建立一个收益与风险相匹配、相制衡的机制,这是它们存续下去的制度基础。风险约束过度而激励功能不足则会损害金融的效率,从而丧失竞争力;而风险约束不足、激励功能过度,则必将使风险急剧加大,从而可能丧失存续的能力。因此,美国五大投资银行的集体迷失,本质上是激励制度的迷失。如果不对相关的激

励机制进行纠正,再次发生危机只是迟早的事情。因此美国等国家大力推动金融机构薪酬制度改革,要求金融机构将薪酬政策与长期经营业绩相挂钩,不要鼓励那些过度冒险的经营行为。从本文的角度看,薪酬问题并不是一个简单的收入分配问题,直接涉及到防止金融机构高管从事过高的风险业务,从而导致信用创造过度的问题,因此改革薪酬制度实质上就是对货币内生创造的主观动因进行改革,是金融危机管理的重要内容。

#### 参考文献

- [1] 王德祥, 2004:《经济全球化条件下的世界金融危机研究》, 武汉大学出版社, P3
- [2] 马克尔·博多, “金融危机: 历史教训”, 第五届国际金融大会的论文, 1987年4月
- [3] (法)让·梯若尔著, 陈志俊、闻俊译, 2003:《金融危机、流动性与国际货币体制》, 北京, 中国人民大学出版社
- [4] 赵静梅, 2008:《金融危机救济论》, 成都, 西南财经大学出版社, P3
- [5] 张雪春, 2009:《货币政策的危机管理》,《金融研究》2009年第6期
- [6] 彭兴韵, 2009:《金融危机管理中的货币政策操作—美联储的若干工具创新及货币政策的国际协调》,《金融研究》2009年第4期
- [7] 陈华、赵俊燕, 2009:《经济刺激计划退出标准、路径的国际比较研究》,《经济学动态》, 2009年12期
- [8] 王磊、彭兴韵, 2010:《中国危机管理货币政策的退出研究》,《经济学动态》, 2010年1期
- [9] 陈彩虹, 1995:《纸币契约与货币政策目标》,《金融研究》1995年第9期
- [10] 赵建, 2006:《现代货币的契约本质:从债权到期权》,《西安金融》2006年第10期
- [11] 张兰, 2009:《货币契约论——基于国内货币契约的分析》,《生产力研究》2009年第8期
- [12] 瞿强, 2009:《经济波动: 附加信用的结构性解释》,《金融研究》2009年1期。
- [13] 陈燕, 2004:《中央银行理论与实务》, 北京, 北京大学出版社
- [14] 人民银行研究局课题组, 2007:《资产价格波动的非对称性效应、金融稳定与货币政策》, 中国人民银行金融研究重点课题获奖报告 2007, P445

## The Central Bank's Financial Crisis Management: On Currency Contract Theory Perspective

Zhou Yihai

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

**Abstract:** This article starts from the nature of money, that money is the carrier of the contractual relationship, the objective of financial crisis management is to maintain the stability of contractual relationship, but at different stages, the emphasis of a stable contractual relationship will be different. On this basis, we construct a three-stage dynamic frame of China's financial crisis management.

**Keywords:** Financial crisis management; Monetary policy; Financial stability; Currency contract theory

收稿日期: 2011-03-02

作者简介: 周轶海, 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