



最后贷款人论

Zuihou Daikuanren Lun

● 汤凌霄 著

最后贷款人论

Zuihou Daikuanren Lun

● 汤凌霄 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

最后贷款人论 / 汤凌霄著. —北京: 中国社会科学出版社, 2010. 1

ISBN 978-7-5004-8518-6

I. ①最… II. ①汤… III. ①贷款—研究—中国
IV. ①F832. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 023234 号

出版策划 任 明

特邀编辑 李晓丽

责任校对 韩天炜

技术编辑 李 建

出版发行 **中国社会科学出版社**

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010-84029450 (邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 刷 北京奥隆印刷厂 装 订 广增装订厂

版 次 2010 年 1 月第 1 版 印 次 2010 年 1 月第 1 次印刷

开 本 880×1230 1/32

印 张 7.25

字 数 200 千字

定 价 26.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

内容摘要

传统最后贷款人理论，最初由桑顿在 1802 年《英国纸币信用的性质和作用的研究》一书中系统阐述，经银行学派与货币学派之争，到 1873 年巴杰特在《伦巴第街——货币市场的描述》一书的集中论述，整个理论框架逐步建立起来。其基本观点认为，为防止危机中货币紧缩对经济造成实质性损害，中央银行必须履行最后贷款人功能，用良好的抵押物，以惩罚性利率向任何个人或机构提供流动性支持。19 世纪英格兰银行等危机处置实践证明传统理论的科学性。但随着各国实践的发展，对传统最后贷款人关于贷款主体、对象、方式及利率等操作层面的问题提出质疑。同时，最后贷款人理论也逐步丰富起来，中央银行、银行挤提模型、同业市场失灵及危机传染机制等为其奠定了坚实的现代理论基础。其基本观点是最后贷款人必须在系统性风险与道德风险之间进行权衡。在系统梳理传统与现代理论之后，转入国外最后贷款人实践与经典案例剖析。传统最后贷款人实践，选取澳大利亚、英国、美国作为代表。现代实践活动则主要分析美国针对整个市场和单个机构履行最后贷款人功能的三个典型案例。实践与案例剖析主要着眼于印证和检验既有理论。

以上一切国外传统与现代的理论与实践研究，均立足于解释和解决中国当前紧迫的现实问题。对于 20 世纪 90 年代中期以来人民银行关闭清理金融机构、推进国有银行改革多次而大额提供的再贷款，主流派肯定、少数派否定其为最后贷款人，本书将其称为“泛最后贷款人”，意指央行除履行应对流动性风险的最后贷款人功

能外，还承担着应对清偿力危机的存款保险功能和财政功能。定义为：央行对陷入流动性危机或清偿力危机的金融机构提供流动性支持或资本注入。并进一步将其区分为流动性、偿付性与营运性三种类型。随后，对格尔木、渭南中心支行两案例进行深入剖析。在此基础上，分析泛最后贷款人形成的历史原因、逻辑基础，并通过中外案例的对比揭示其行为特征，并对其成本收益进行总体评价，指出泛最后贷款人成本高昂、效率低下，在金融国际化背景下将愈来愈难以维持我国金融稳定。因此，必须向现代最后贷款人制度转化。具体实施“三层次、三步骤”战略。首先，从宏观思路上把握三层次：一是转化的基础性市场条件，涉及金融机构、货币市场、社会公众、中央银行四个主体；二是相关性配套制度的建立，重点考察金融监管、存款保险、强制性市场退出等制度与最后贷款人的相互关系和职能定位；三是现代最后贷款人自身的确立，包括其宗旨、目标和基本原则。其次，具体实施分三步骤：一是清收贷款、市场对冲、解决遗留；二是区分责任、收缩战线、集中救助；三是建立规制、迎接挑战、规范运作。通过这一战略的全面实施，使其成为适应中国特色社会主义市场经济，由政府宏观主导、央行全权实施，贯彻成本收益原则，全方位覆盖银行业，迅速处置流动性风险的有效工具。

关键词：传统最后贷款人 现代最后贷款人 泛最后贷款人金融稳定

Abstract

Traditional lender of last resort theory, originally expounded by Thornton in *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* in 1802, then through controversies between banking view and money view, finally to Walter Bagehot's general explanations in *Lombard Street* in 1873, its whole theoretical framework gradually were constructed. Its basic view is that, in order to prevent monetary tightening in crisis from substantial damage to an economy, the central bank must play a role of the LOLR, providing liquidity support to any agent and firm using good collateral and at a punitive interest rate. In 19th century, the Bank of England Practice has proven that traditional theory was scientific. But as practices of nations gone forwards, the traditional LOLR on the loan principal, target, method and interest rate and so on has been challenged. At same time, as the LOLR theories gradually enriched, fire auction, bank runs, failure of the interbank market and its contagion mechanism have laid a solid foundation of the modern theory. These views are that the LOLR must be weighed the costs of systemic risks against the cost of moral hazard. After systematically describing the traditional and contemporary theory, I turn to discuss the foreign LOLR practices and classic cases. I take countries such as Australia, Britain, the United States as cases of practices of traditional LOLR. Then I analyze the contemporary practices of

three typical cases against the entire market and individual bodies in the United States. Practices and case analysis is to confirm the LOLR theories.

The above discussion on foreign traditional and contemporary theory and practice of LOLR, is to explain and solve the practical problems in China. In the mid-1990s, Chinese central bank provided large loans several times to close or clean up Chinese financial institutions, and to promote the reform of state-owned banks. The mainstream view took these loans as the LOLR, but the other some people thought them not. This paper refers them to as the “pan-lender of last resort”, meaning that in addition to perform the LOLR function to deal with liquidity risk, the central bank bears the function of deposit insurance and financial functions to deal with solvency crisis. I Defines pan-lender of last resort as central bank to provide liquidity support or capital injection for financial institutions in liquidity crisis or a solvency crisis. They are divided into three types: liquidity, payment and operation PLOLR. Subsequently, I make some analysis on two cases of the central branch of Golmud and Weinan. On these basis, I explain the historical and logical reasons of the formation of the Pan-LOLR, and reveal their characteristics through comparison of Chinese and foreign cases. Then I focus on analysis of the economic effects of the Pan-LOLR and conclude that the Pan-LOLR is costly and inefficient, increasingly difficult to maintain our financial stability under the background of financial globalization. Therefore, it is necessary to change the Pan-LOLR into the modern LOLR system. I raise a “three-level, three-step” strategy. “Three level” include: (1) changing basic market conditions, involving financial institutions, money market, the public, the

central bank; (2) establishing complementary systems, such as financial supervision, deposits Insurance, and compulsory withdrawal from the market, and their relationship with the LOLR and their functional orientation; (3 building up the critical elements of modern LOLR, including the purpose of goals, basic principles and key elements. The specific implementation divides into three steps: First is to clear loans, carry on the market hedge, and resolve historically unresolved problems; Second is to distinguish responsibility, contract scope, lend intensively; Third is to establish regulations to meet the challenges, and normalize operation. The full implementation of this strategy, will make it an effective tool suitable to the socialist market economy with Chinese characteristics, led by the government, fully implemented by the central bank based on the cost-benefit principles, covering all banking, quickly dealing with liquidity risk.

Keywords: traditional lender of last resort; modern lender of last resort; the Pan-lender of last resort; financial stability

目 录

第一章 导论	(1)
一、国内外研究状况.....	(1)
二、研究意义.....	(3)
三、研究内容、重点及框架.....	(5)
四、主要观点与研究方法.....	(8)
第二章 传统最后贷款人理论的历史脉络	(9)
第一节 桑顿的最后贷款人思想.....	(9)
一、最后贷款人概念的提出.....	(9)
二、亨利·桑顿的最后贷款人理论	(11)
第二节 通货学派与银行学派最后贷款人之争	(18)
一、通货学派的观点	(18)
二、银行学派的观点	(19)
三、两派观点在实践中的印证——银行学派最后 贷款人思想的胜利	(20)
第三节 巴杰特最后贷款人理论	(21)
一、巴杰特从桑顿处继承的观点	(21)
二、巴杰特发展与创新的观点	(22)
三、传统最后贷款人理论的简要评论	(26)
第三章 现代最后贷款人理论研究进展	(31)
第一节 现代最后贷款人基础理论	(31)
一、最后贷款人制度的合理性——火灾大拍卖	(32)
二、银行挤提模型	(32)

三、同业市场失灵	(34)
四、危机的传染机制	(35)
第二节 对传统最后贷款人理论的挑战与发展	(38)
一、最后贷款人客体——有、无清偿力	(40)
二、最后贷款人方式——贴现窗口与公开市场业务	(42)
三、最后贷款人利率——惩罚性利率抑或是优惠利率	(46)
四、最后贷款人主体——中央银行、财政部或其他机构	(48)
第三节 当代最后贷款人模型	(50)
一、单期模型	(51)
二、动态模型	(52)
三、模型的简要评述	(57)
第四章 国外最后贷款人实践与经典案例	(58)
第一节 国外传统最后贷款人实践	(58)
一、澳大利亚最后贷款人实践	(58)
二、英国最后贷款人实践	(65)
三、美国最后贷款人实践	(70)
第二节 国外现代最后贷款人实践与案例	(74)
一、各国有关最后贷款人情况概览	(74)
二、美国 1987 年股市危机	(78)
三、美国“9·11”恐怖袭击事件	(80)
四、大陆伊利诺斯国民银行与信托公司倒闭事件	(82)
第五章 美国次贷危机及最后贷款人制度运作	(90)
第一节 美国次贷危机的生发机理	(90)
一、美国次贷危机的发生过程	(91)
二、美国次贷危机的生发机理	(91)
第二节 美国应对次贷危机的最后贷款人运作及评价	(96)

一、定量宽松的货币政策——LOLR 功能的履行 及评价	(97)
二、财政部的救市举措及评价	(106)
第六章 当前我国泛最后贷款人的问题分析	(117)
第一节 泛最后贷款人的提出及其分类	(117)
一、泛最后贷款人概念的提出与界定	(117)
二、泛最后贷款人的类型	(120)
三、案例剖析	(130)
第二节 泛最后贷款人的行为特征	(134)
一、中央银行实际上履行第一贷款人功能	(135)
二、中央银行几乎无决策权	(136)
三、中央银行主要提供资本而非紧急流动性援助	(137)
四、针对单个金融机构的再贷款几乎成为 唯一形式	(138)
第三节 泛最后贷款人的形成缘由与历史逻辑	(143)
一、政府对国有银行不良资产的形成负有不可 推卸的责任	(143)
二、维护转轨期脆弱金融体系的稳健需要泛 最后贷款人	(146)
三、风险补偿制度的缺位使政府不得已而承担泛 最后贷款人功能	(150)
四、财政部与央行分工不当使央行被动履行泛 最后贷款人职责	(150)
第四节 泛最后贷款人的成本收益分析	(152)
一、泛最后贷款人产生的效益分析	(152)
二、泛最后贷款人实施的成本分析	(153)
第七章 实现向现代最后贷款人制度转化的战略思考	(162)
第一节 向现代最后贷款人制度转化的必然性	(162)

第二节 向现代最后贷款人制度转化的三层次论·····	(164)
一、转化的前提：基础性市场条件的构建·····	(165)
二、转化的配套：相关性补充制度的建立·····	(172)
三、转化的目标：现代最后贷款人制度的确立·····	(185)
第三节 向现代最后贷款人制度转化的三大步骤·····	(189)
一、清收贷款、市场对冲、解决遗留·····	(189)
二、区分责任、收缩战线、集中救助·····	(192)
三、建立规制、迎接挑战、规范运作·····	(196)
参考文献·····	(211)
后记·····	(220)

第一章 导论

一、国内外研究状况

国外对最后贷款人 (lender of last resort, LOLR) 的研究已长达二百余年。19 世纪到 20 世纪初, 许多国家频繁爆发金融危机。对危机的研究导致了 LOLR 概念的提出。LOLR 概念最早由巴林爵士于 1797 年提出, 后经桑顿和巴杰特等人系统化研究形成了传统的最后贷款人理论。他们主要从宏观层面、货币角度论证了 LOLR 具有阻止银行挤兑的系统性蔓延、大规模的贷款催收、资产价格的急剧下降、部分储备银行体系的崩溃、最终阻止生产的萎缩、实体经济的衰退等功能, 因而主张央行履行该功能 (Francis Baring, 1797; Henry Thornton, 1802; Walter Bagehot, 1873; Thomas M. Humphrey and Robert E. Keleher, 1984)。20 世纪 30 年代到 70 年代, 世界范围内金融稳定, 危机问题未引起足够重视, 主要由一些经济史学家从事的该领域研究尚未达到桑顿、巴杰特的理论高度。但是, 自 20 世纪 70 年代以来危机浪潮又席卷全球, 世界通货膨胀压力增大、石油冲击、布雷顿森林体系的瓦解等一系列金融不稳定事件的发生, 重新激发了理论界对 LOLR 的研究兴趣, 由此产生了现代最后贷款人理论。现代理论主要沿着两个方向展开: 一是国际化, 即国际最后贷款人 (international lender of last resort, ILOLR) 问题, 将国际债务危机引发的国内最后贷款人延伸到国际领域, 探索 ILOLR 的内涵、理论基础、承担主体、IMF 如何履行这一功能以及其他可替代的

制度安排 (Robert Mundell, 1983; J. Sachs, 1995; Steven Radelet 和 Jeffrey Sachs, 1997; George Soros, 1998; Forrest Capie, 1998; Stanley Fischer, 1999; Richard Brealey, 1999; Curzio Giannini, 1999; Meltzer Report, 2000)。二是模型化, 即运用博弈论、信息经济学的微观经济学新成果和方法建立最后贷款人静态与动态决策模型, 在传染性与道德风险之间进行权衡, 构建最后贷款人的理论基础 (Douglas W. Diamond 和 Philip H. Dybvig, 1983; Gorton, 1988; Yehning Chen, 1999; Franklin Allen 和 Douglas Gale, 2000; Dasgupta 和 Goldstein 和 Pauzner, 2002; Goodhart 和 Huang, 1999, 2003)。目前, 对该课题持续关注的还有大量研究机构、大专院校、美国联邦储备委员会、欧洲中央银行、国际货币基金组织及诸多发达国家央行。1999 年, 在法兰克福金融研究中心和伦敦经济与政治学院分别召开了最后贷款人的国际研讨会。这些理论观点对于我们探索中国最后贷款人制度的建立与完善具有重要的参考价值。

中国最后贷款人制度的建立与完善不是国外理论所能完全解释的, 它带有鲜明的中国特色。国内学术界对最后贷款人的研究集中在以下方面: 第一, 中国存不存在最后贷款人的问题。以人民银行谢平为代表的主流派根据央行提供再贷款稳定金融的事实提出中国存在最后贷款人的观点, 而以厦门大学郑振龙教授为代表的学者则以国内再贷款不符合国外严格定义为由否认中国存在最后贷款人制度 (谢平、许国平, 2004; 郑振龙, 2000¹)。第二, 从经济学角度阐述最后贷款人理论与模型。有从委托代理理论角度阐述 (周厉, 2006), 也有从公共产品角度研究 LOLR (郭建伟, 2006), 还有从制度变迁理论角度阐述 (范建军, 2004), 更多的是从市场失灵、危机传染角度研究 (何东, 2002; 潘硕健, 2002; 刘士余, 2003; 汤凌霄, 2005; 李世宏, 2005)。第三, 从法律层面研究最后贷款人运作中存在的问题及

政策建议（丁邦开、周仲飞，2004；高冬民，2005；黎四奇、宋孝悌，2007）。第四，最后贷款人国别经验和经典案例的介绍（刘贵生，2007；范小云，2006；李世宏，2004；徐宝林，2006；钱皓，2006；周厉，2006）。第五，探讨国际最后贷款人理论及其对中国的启示（郑振龙，2000^b）。第六，最后贷款人与央行货币稳定目标以及存款保险制度、资本管制等其他危机管理制度的关系（李世宏，2005；周厉，2006）。

综观以上学者的研究，尚存在以下不足：第一，对国外最后贷款人理论与模型的研究仅停留在零星、片面、简单的介绍层次，尚未进行系统梳理和全面回顾。第二，对中国最后贷款人实践中存在的问题仅作现象罗列和简单描述，未予以系统归纳和梳理，也未上升到理论层面对其形成机理、行为特征、行为后果的国际比较和深入剖析。第三，所提出的完善我国最后贷款人政策建议缺乏针对性和操作性。第四，对中国运用和充当国际最后贷款人问题未作深入探讨。

存在这些缺陷的原因可能在于：第一，该领域研究起步晚，研究历史短暂。第二，近几年市场上出现流动性剩余的矛盾，故为剩余流动性寻找盈利渠道就成为当前迫切的实践问题，因而对在市场流动性普遍短缺情况下央行提供紧急流动性的基本、长期的制度建设缺乏研究热情。第三，各国央行长期以来对最后贷款人操作不透明，国内更为严重；影响了研究资料和信息可得性。尽管如此，已经取得的成果为本课题扩大视野、清晰思路、积累资料打下了良好的基础，是本书进一步研究的起点。

二、研究意义

金融是现代经济的核心，也是中国经济高速持续发展的重要支撑。党的十七大报告提出要推进金融体制改革，“加强和改进

金融监管，防范和化解金融风险”，建立“高效安全的现代金融体系”。在金融国际化背景下，金融活动已从地区性的传统型业务活动发展成为全球性的创新型业务活动。这一方面促进了世界金融资源的优化配置，另一方面也增加了世界金融体系的脆弱性。近 30 年来，无论是发达国家或是发展中国家，还是成熟市场经济体还是新兴市场经济体，都不同程度地爆发过金融危机。不仅广度和深度远超从前，更重要的是呈现出国际传染的特征。目前，我国 WTO 过渡期已满，将面临更大程度的对外开放。国外动荡的金融环境、不可预见的风险因素随时可能波及国内，我国原有体制下累积的金融风险也日益显性化，因而迫切要求政府为保障国家经济安全尽早建立应对金融危机的金融安全网。而作为金融安全网两大制度之一的“最后贷款人制度”就成了我国现阶段亟待研究解决的重要理论和现实问题。

理论意义：国外最后贷款人制度研究有二百余年历史，产生了丰硕的成果，而中国的研究刚刚起步。因此，系统梳理国外最后贷款人理论将填补国内空白。本书将国外理论分为传统最后贷款人理论与现代最后贷款人理论两部分进行研究。这对中国现阶段最后贷款人实践具有重要的理论指导意义。

实践意义：本书提出的“泛最后贷款人”概念，分析其行为特征、行为后果，有利于澄清在“最后贷款人”问题上的模糊认识，并发现我国实际存在的最后贷款人操作中的问题及其可能出现的严重后果。通过对我国最后贷款人实施主体、对象、条件、原则、操作方式、贷款利率、期限等方面的具体设计，以及与货币稳定目标、存款保险制度、资本监管、兼并重组、破产倒闭之间关系的详细考察，为我国制定与国际接轨、规范科学的现代最后贷款人政策体系和法律法规提供参考，从而为有效防范和化解金融风险、构建高效安全的现代金融体系奠定基础。

三、研究内容、重点及框架

(一) 研究的主要内容

本书以金融国际化为背景,以现代最后贷款人理论为指导,研究我国最后贷款人制度建立的现实必要性、存在的问题与政策建议。主要研究内容由六部分构成。

第一部分,传统最后贷款人理论的梳理。首先,系统梳理了最后贷款人理论的奠基人亨利·桑顿的思想,尤其是他关于最后贷款人的三大特征以及目标与范围的有关论述。其次,详细介绍了历史上有名的通货学派与银行学派围绕最后贷款人展开的论争,阐述双方的观点以及实践对双方观点的考证、最终银行学派获胜的历史过程。然后,分析传统理论的另一个代表人物——巴杰特的最后贷款人思想,将其与桑顿的思想进行比较研究,指出哪些观点是继承桑顿的,哪些观点是巴杰特本人创新的。最后,对传统最后贷款人思想作简要评论。

第二部分,现代最后贷款人理论综述。首先,为最后贷款人制度奠定新的理论基础,包括火灾大拍卖、银行挤提模型、同业市场失灵以及危机的传染机制等组成部分。其次,各国实践对传统最后贷款人理论提出的挑战与质疑,主要涉及:其客体——有、无清偿力之争;方式——贴现窗口与公开市场业务之争;利率——惩罚性利率抑或是优惠利率之争;主体——中央银行、财政部或其他机构之争。将正反两方面观点一一列出并作简要评论,以期全面反映现代最后贷款人理论随着实践而发展的轨迹,并为指导中国实践进行铺垫。最后,着重介绍 Goodhart 和黄海洲建立的当代最后贷款人模型,将其分为单一期模型与动态模型,并对其作简要评价。

第三部分,最后贷款人实践与经典案例剖析。该章主要剖析国外经典案例,以印证和检验既有理论。首先,分析传统最后贷