

研究报告

第 1 期

上海欧洲学会

2012 年 1 月

摘要：论文从中央银行最后贷款人职能的角度分析了欧洲中央银行在这一职能上的缺失，提出这一职能是现代中央银行一个重要的职能，尤其是在经济下降并发生市场恐慌时期，中央银行发挥这一职能是维持金融体系安全稳定的重要保障。由于欧洲中央缺乏这一职能，欧元区主权债务危机很难在短期内被彻底平息。论文建议欧盟进行改革，赋予欧洲中央银行这一职能，让其在解救欧元区高负债国家的债务危机中发挥更大的作用。论文还讨论了现代中央银行履行最后贷款人职能时应遵循的原则以及与中央银行货币政策目标的关系。

作者徐明棋教授，是上海欧洲学会副会长，上海社会科学院世界经济研究所副所长，研究员、经济学博士。

欧洲主权债务危机 与欧洲中央银行制度上的缺陷

徐明棋

2011 年 6 月 13 日，美国评级公司标普将希腊主权信用级别再次下调，从 B 级降为 CCC 级，成为世界上主权信用级别最低的国家之一。虽然 2011 年 7 月 22 日欧盟出台了援助希腊的第二个方案，使得希腊避免了债务违约，但是，欧元区国家的债务危机远没有结束，时至本文截稿日，欧盟还在为解救欧债忙的焦头烂额。欧元区国家主权债务危机为什么会连续爆发？本文试图从欧洲中央银行的制度层面的缺陷做一番探究。

一、国家债务危机和最后贷款人的关系

从现象上上看，希腊以及南欧的一些国家财政赤字长期较大，政府负债率高企是导致债务危机的直接原因。这些国家经济增长的基础

比较薄弱，财政政策缺乏约束，福利开支超前，而税收能力又相对比较脆弱，这就导致了这些国家的债务水平在欧盟中一直位列前茅。当预期在一些因素的诱发下发生逆转并形成市场冲击时，这些国家的主权债券价格就必然下跌。而一旦债券价格下跌，未来偿债的风险上升，代表融资成本的 CDS 价格就上升，该国在金融市场上融资就变得困难。毫无疑问，欧洲主权债务危机直接暴露了这些欧元区国家的长期以来寅吃卯粮所导致的财政窘迫状况将难以为继，其融资能力必然受到限制。从这个意义上而言，欧洲国家不仅需要紧缩财政开支，更需要改革福利制度，需要提振创新的经济动力。

但是，我们也不得不承认，现代国家财政不断的赤字已经成为一种常态，很少有国家可用财政盈余来偿还以前的债务，一般都是发新债偿还旧债。而维持这种状态的是政府的信用，即政府能够用未来的财政收入来偿还现在的债务的能力。这种信用的维持需要政府将其负债水平控制在市场可接受的程度之内，即年度赤字增长占 GDP 的比重速度不能太快，总的政府债务规模也不能太高。尽管欧元区《稳定增长公约》规定的政府年度财政赤字和债务规模分别占 GDP3%和 60%的限额被公认为安全线，由于不同国家的历史文化以及经济结构、在国际市场的地位等情况不一样，政府财政赤字和负债的比率能够为市场接受的程度其实是不一样的，我们只能大致确定一个合理的区间。

经济周期变化对政府财政赤字和债务规模有着重要的影响。通常情况下，当经济危机来临时，政府动用财政政策和货币政策刺激经济，政府财政赤字会上升，负债率会提高。2008-09 年的金融危机和随之而来的严重经济衰退令各国都启动了大规模的财政和货币刺激计划，各国无一例外地增加了财政赤字和公共债务。如果原来负债率就高，加上刺激不当，刺激的效果不佳，债务危机就可能爆发。希腊、

爱尔兰和葡萄牙就发生了这样的债务危机，因为投资者看不到这些国家经济恢复的前景，担心到期债务偿付的保障和他们资产的安全，于是就会采取措施来规避风险，要么抛售，要么要求有更高的风险溢价。于是这些国家就陷入债务融资的困境，债务危机在尚未出现违约之前主要就是再融资困难。而此时，主权范围内的最后贷款人以及国际最后贷款人的作用是保障债务不出现违约，不发生连锁性债务危机的关键因素。

美国联邦储备体系很好地履行了最后贷款人的职能，当经济危机袭来时，美联储及时地为陷入困境的主要金融机构提供了巨额的贷款，帮助美国政府收购了花旗银行的股票，稳定了银行体系和金融市场。当美国政府刺激经济的财政政策需要巨额资金支持时，美联储又两次启动了量化宽松货币政策，直接购买美国政府债券，向经济体注资高达 2.3 万亿美元。尽管美联储的量化宽松政策遭到世界各国的诟病，有以邻为壑之嫌，但是却保障了美国政府财政的正常运行，这也是为什么尽管美国的年度财政赤字 2010 年底高达到 10%，2011 年预计也会维持在 8.6%，总的债务规模也已经高达 GDP96%，并且政府与国会提高债务上限的谈判曾久拖不决，而市场并不担心美国政府会发生违约的重要原因之一。欧元区与美国相比，缺失的正是欧洲中央银行的最后贷款人的职能 (Freixas, 1999)。正是由于这一职能的缺失，使得欧盟目前面临债务危机无法从根本上得到平息。

简单设想一下，政府负债增加不管由什么原因引起，都需要有缓冲时间来逐渐降低财政赤字和债务规模。而此时，能够提供资金帮助负债率高的政府渡过难关的只有中央银行和国际金融机构。由于欧元区国家各自的中央银行虽然继续运作，但是其提供资金的能力受到限制，必须由欧洲中央出面才能获得足够的资金，但是欧洲中央银行制度设计上刻意取消了这一职能。所以，欧元区国家只能向欧盟和 IMF

寻求资金援助。IMF 提供资金援助有严格的条件限制,而欧盟要援助,资金来源于各国的财政拨款,其难度之大也可想而知。因为现代政府财政都是赤字,差别只是规模大小而已。即使财政状况较好的德国,也无力提供巨额资金,更不用说普通德国民众认为拿自己的纳税资金去帮助不负责任的邻国,要坚决反对了。由此可见,要么任凭政府债务违约,如果放任欧元区成员国违约会产生系统性恐慌和危机,那么就必须有一个最后贷款人来提供资金进行救助。但是欧盟现在选择的方案是继续试图建立统一的紧缩性的财政政策,并不让欧洲中央银行扮演最后贷款人的角色。这也就是为什么在欧洲,所有官方的声音都认为欧洲主权债务危机的根本原因是统一的货币政策与分散的财政政策这一矛盾所引起。其实,控制财政赤字固然重要,但是问题出现并引发系统风险时,远水解不了近渴,这正是最后贷款人需要起的作用。

二、当代信用货币制度下中央银行职能的再思考

现代中央银行是在信用货币诞生后出现的,因为各个商业银行自行发行的银行券在经济周期的收缩期常常因为缺乏足值的黄金储备而无法兑换,从而造成商业银行的挤兑和倒闭,引发金融危机。于是,政府指定一家银行垄断银行券的发行,这家银行就成了中央银行——发行银行。由于中央银行垄断了货币的发行,其他商业银行货币需要必须从中央银行获得,因此中央银行也就顺理成章地成为所谓“银行的银行”,即为其他商业银行提供货币的银行。随着银行券与黄金的脱钩,中央银行发行的银行券变成纸币,这时中央银行的发行地位进一步靠法律的强制规定来维系,中央银行与政府(广义的政府,并非狭义的行政当局)的关系便不可分离。在纸币的流通制度下,中央银行发行货币的功能变得更加有弹性,中央银行更被赋予了通过货币发行的调控来调节经济的功能,与这一功能相适应的是中央银行与商业

银行的关系已经不仅仅是提供货币，而且还管理商业银行的存贷活动，并通过这个活动来调节总的货币的供应量。因此，中央银行的货币政策调控成为现代经济宏观调控的重要内容，中央银行也就不仅仅是发行的银行和银行的银行，还是政府宏观经济调控的主要执行者。

中央银行调控货币流通规模的功能与中央银行的最后贷款人的职能紧密相联系，因为中央银行调控货币供应，在需要时只有她可以创造货币，并通过对商业银行及对政府的贷款向经济体注入所需要的资金，这一点在经济下降周期或者经济危机时显得尤为重要。我们看到美联储在金融危机之后启动两轮量化宽松货币政策，就是在落实其最后贷款人的职能。

现代中央银行当然还有另外一个职能，那就是政府的银行。这是逐渐派生出来的中央银行的一个职能，也就是中央银行代行政府的出纳，为财政部代行收付。由于这一职能不是中央银行的必须的职能，对于中央银行履行其基本的货币发行和调控的职能没有内在的逻辑关系，所以有些国家政府财政部并不在央行开户，而是在专门的指定的商业银行开户来代理政府收付的职能。由于现代政府的行政部门存在不断扩大开支，不断向中央银行借钱的倾向，通货膨胀在纸币流通制度下便逐渐成为一种难以克服的经常现象。于是，有些国家国会还制定了相应的法律限制行政部门向银行借钱，比如规定政府的债务上限，比如禁止政府向中央透支等，有些国家还在法律上赋予了中央银行一定的独立地位，不把中央银行隶属于行政部门管辖。但是，这些制度安排总体上都只是保障中央银行不过度服从行政部门财政扩张的要求，避免严重通胀，而并不是否定中央银行作为最后贷款者的职能，甚至不是为了限制中央银行作为政府银行的基本职能。号称具有非常大独立性的美国联邦储备体系在美国经济需要时毫不犹豫地配合美国政府的经济政策，直接购买美国政府债券，履行其最后贷款人

的职能就是最好的说明。

所谓“最后贷款人(Lender of Last Resort LLRS)”概念最早由英国著名评论家、商人沃尔特·白芝浩(Walter Bagehot) 1873年在其名著《伦巴特街》中提出,当时他建议英格兰银行要公开宣称在市场发生恐慌时扮演“最后贷款人”的角色。自那时以来,经典中央银行教科书都会提到中央银行最后贷款人的职能,即中央银行在市场资金普遍紧缺,市场恐慌发生时,是最终能够向商业银行提供信贷的主体。对于最后贷款人的职能,后来的学者们不断地又提出了很多见解。一般得到公认的两条原则,一是中央银行的对商业银行的最后贷款人角色必须被限制在只向资金暂时周转不灵的商业银行贷款,而不能向资不抵债濒临破产的银行贷款;二是只能为了维护金融系统安全,而不是为了解救个别银行而提供最后的贷款(Freixas et al, 2003)。上个世纪 80-90 年代,一些西方学者对中央银行最后贷款人的角色提出了质疑,他们认为中央银行毫无顾忌地在需要时向银行提供贷款,将会助长道德风险(Dowd 1993, Rockoff 1986)。另外一些人认为如果银行间市场功能完善,中央银行并没有必要作为最后贷款人对周转不灵的银行提供贷款,银行间市场可以为其提供资金(Goodfriend and King, 1988)。但是,也有学者考察了战后中央银行的实际行为后发现,大多数中央都扮演了最后贷款人的角色。中央银行最后贷款人职能仍然有必要存在,只是行使这一职能的时间应该是在金融危机来临时,或者市场存贷利差急剧扩大时(Freixas et al, 2003)。东南亚金融危机后,一些学者甚至提出了国际最后贷款人的角色的问题(Wood, 2000; Calvo, 2009),这也正成为国际金融体系改革的一个重要内容。因此,尽管对于中央银行最后贷款人职能在理论上有所争论,在实际运行中,各国中央银行在需要时都扮演了这一角色,美联储在此次金融危机后的行为更加证明中央银行这一职

能是无法缺失的。

最后贷款人的职能为什么那么重要？实际上这一职能是防止在金融危机和经济衰退来临时，整个金融体系保持稳定、避免崩溃的重要保障。中央银行的最后贷款人职能可能会令货币额外增发，并可能加剧通货膨胀，但是即便仅仅为了维持金融体系的秩序和正常的清算功能，恐怕两害相权取其轻，也不得不付出这样的代价。当然在全球层面，最后贷款人职能是由 IMF 还是由美联储来承担，这是另外一个话题，涉及国际金融治理，不在本文讨论范围。

三、欧洲中央银行制度设计上的缺陷

欧洲中央银行于 1998 年 6 月 1 日在法兰克福成立，这在货币银行史上是一个重大的创举，因为在没有一个相应的联邦中央政府的基础上创建了一个新型中央银行。说它新，不仅是因为它没有一个与之对应政府赋予它独断的货币发行垄断权，这个权利是通过参与国政府以协议的形式让渡的¹，还在于它不仅是一个欧洲中央银行（ESB），而且还有一个欧洲在中央银行体系 ESCB，各个成员国中央银行是这个体系的组成部分。欧洲中央银行构架如下图 1 所示：

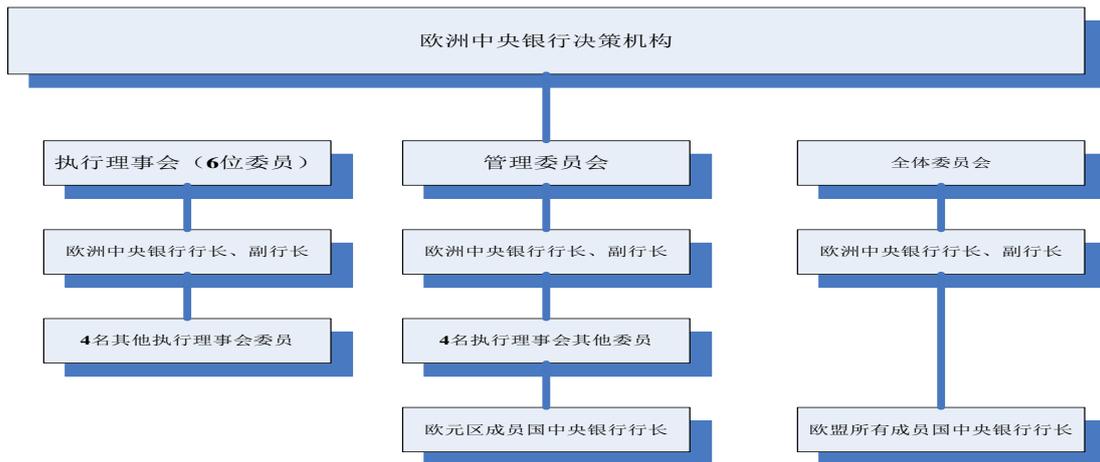


图 1：欧洲中央银行组织结构图

¹ 欧洲中央银行的地位依 1993 年通过的《欧盟条约（the Treaty on European Union, 简称 TEU）》而建立，2009 年生效的《里斯本条约，（全称 the Treaty on the function of European Union, 简称 TFEU）》除了在第 119、121、127、129、130 等条款中对 ECB/ESCB 做了规定外，还以专门议定书 4（Protocol No. 4）形式对欧洲中央银行和欧洲中央银行体系的地位做了详细规定（简称 ECB/ESCB 地位条款）。

欧洲中央银行的管理委员会(Governing council)是最高权力机构，负责制定货币政策和欧元体系的其他规则，执行理事会是最高行政机构，负责执行货币政策和其他管理委会赋予的管理和监管任务，该两个委员会都由欧洲中央银行行长担任主席。而全体委员会只是一个咨询协调机构，对欧元区货币政策不负任何责任，只是负责在欧盟非欧元区成员国与欧元区的政策协调和非欧元成员国货币与欧元固定汇率的事务。这个体制保障了欧洲中央银行行长实际上具有非常大的货币政策独立决定权。

为了保证欧洲中央制定和执行货币政策的独立性和权威，欧盟在制度上做了非常详细的规定，避免成员国政府和欧盟委员会的任何机构对欧洲中央银行执行理事会施加影响（TFEU 第 130 条款）。并规定欧洲中央银行的货币政策首要目标，就是维持价格稳定，只有在与这一目标不相违背的情况下，欧洲中央银行才应该支持欧盟的经济政策和为 TEU 第 3 条款规定的目标作贡献（TFEU 第 127 条款）。这种体制上的独立性，使得欧洲中央银行可以专心致志地控制物价稳定，抑制通货膨胀，不受欧盟成员国政府其他政策目标的影响和扰乱。这些规则已经在实际运行中被贯彻，并取得了非常好的效果。欧洲中央银行成立以来，欧元区的通胀水平一直被控制较低的水平（见图 2），且比美国还要稳定。由于这一点学术界已经有比较多的论述，本文不想在这里重复。本文要强调的是欧洲中央银行在稳定物价为目标的货币政策制定和执行上的成功并不能证明整个欧洲中央银行体制没有缺陷。因为中央银行的职能不仅仅是货币发行和维持货币币值的稳定，中央银行还负有在经济发生危机时保证经济和金融稳定运行的职能，这个职能与中央银行的最后贷款人职能相联系。而恰恰在这个职

能上，欧洲中央银行存在缺失。

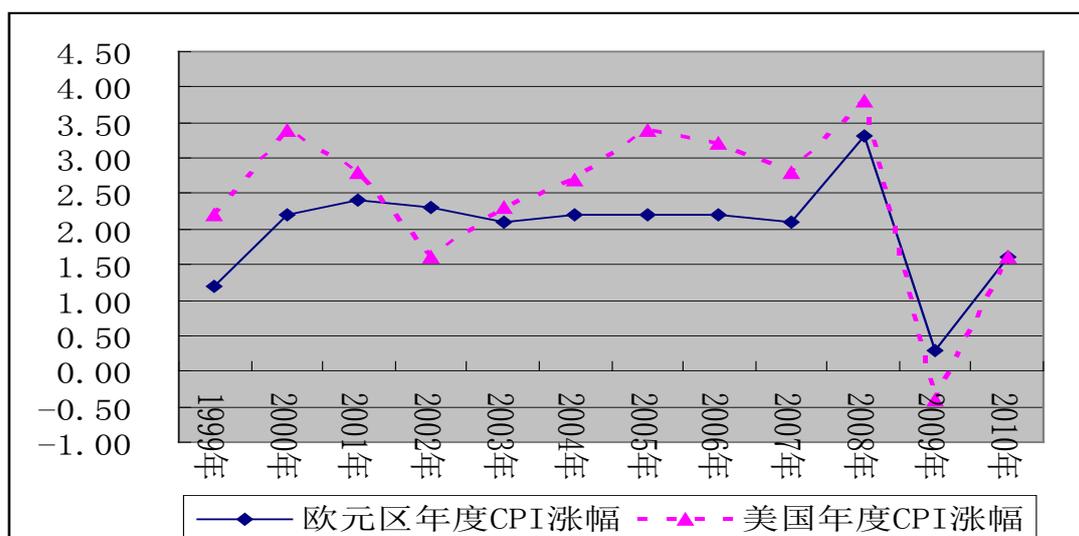


图 2：欧元区与美国通胀率比较（1999-2010）

数据源：欧洲统计局与美国劳工部

根据欧洲中央的相关规定，并没有赋予欧洲中央银行这一职能。ECB/ESCB 地位条款规定，向银行体系提供做后贷款人的责任是各国家的中央银行（Deutsche Bank,2008）。但是失去了货币政策制订和货币创造能力的国家中央银行，没有欧洲中央银行的支持，其最后贷款人的职能是虚的。欧洲中央银行在欧元区债务危机发生后的 2011 年发表的《2011ECB 货币政策报告》中也认为欧洲中央银行没有义务为金融稳定和资产价格稳定负责，它首要责任是稳定物价，在这个过程中它会关注金融市场。ECB 认为金融稳定是政府以及欧盟其他部门的事（ECB，2011）。正是因为此，欧洲中央银行在爱尔兰发生债务危机后曾经为了解救爱尔兰向爱尔兰央行以及爱尔兰商业银行提供了大量的贷款。但是，欧洲央行行长特里谢本人陷入了非常矛盾的境地，因为这违背了欧洲中央的基本准则和货币政策目标。于是，在 2010 年 11 月欧洲中央银行不得不停止继续贷款，而让爱尔兰向欧盟和 IMF 寻求资金援助。欧洲中央银行这种职能上的

尴尬境地被市场观察者敏锐地捕捉到，并提出了疑问（Mupphy, 2010）。

根据《稳定增长公约》的规定，欧元区成员国的财政应该保持平衡，在经济下降期，财政赤字也要维持在GDP3%，公共债务规模要维持在GDP60%以内。除此之外，《里斯本条约》还专门规定欧洲中央银行不准救助成员国，不能直接购买成员国政府债券（TFEU第125条款）。²尽管关于限制财政赤字和债务规模的规定在实践都没有被遵行，甚至德国也超出了限额，罚款之规定也只能不了了之。但是，德国坚持的欧洲中央银行不能救助成员国的规定却在很大程度上得到了贯彻，这实际上束缚了欧洲中央银行手脚，使其最后贷款人职能被废弃。欧洲中央银行设计时参考了的德国中央银行的模式，德国人对通货膨胀的历史恐惧和厌恶在德国中央银行的制度设置中得到了充分的体现。欧洲中央银行最后贷款人职能的被欧洲中央银行的单一货币政策目标、高度的独立性、不准提供是财政货币化的融资（TCEU第123条款）、不准救助成员国等相关的规定化解于无形之中。也正是因为这一原因，在救助希腊、爱尔兰和葡萄牙之后，欧洲有些学者以及开始重新审视欧洲中央银行最后贷款人的职能（Dixon, 2011）。

四、欧洲中央银行在解决欧债危机中可发挥的作用

现在围绕着解决欧债危机的各种建议不断地被提出，欧盟似乎仍然在按照其原来的设想利用危机来推动一体化的财政政策的框架。应该说，欧盟一体化的历史证明，每一次危机都是欧盟深化其一体化进程的契机，这次主权债务危机也可能促成欧元区国家财政一体化的进程。但是，仅仅推动财政一体化并不能从根本上解决稳定欧洲金融需

² 这就是人们常说的“no bail out clause”，该条款规定：“欧洲联盟不对成员国中央政府、地区或地方政府、以及其他公共机构的任何项目承担或者被认为承担相互的财务保障”，即明确了欧盟不为成员国提供任何财务上的保障。

要巨额的备用资金来源这一矛盾。根据欧盟的方案，欧元区国家将采取措施进一步削减开支，在 2013 年达到《稳定增长公约》规定的年度财政赤字占 GDP3%的标准，这对于目前经济增长停止不前的一些高负债国家并不是一件易事。

另外，欧盟试图让 EFSF 发挥更大的作用，让其在二级市场直接购买将发生债务困难国家的债券。如果真要让 EFSF 成为最后贷款人，那么 EFSF 及 2013 年以后将接替它的欧洲金融稳定机制(ESM)将不得不扩大资金的规模直至 2 万亿欧元。这在目前似乎是很难做到的，因为欧洲国家之间对此意见分歧巨大，即使在 EFSF 扩容上达成一致，其资金来源也不可能得到保障。当 7 月 21 日欧盟就解救希腊达成一致，并且宣布扩大 EFSF 的救济功能后，德国财长马上就给其所在的德国基督教联盟的政党领导写了公开信，说救助希腊并不意味着 EFSF 将自动购买其他国家债务困难国家的债券，这一下子又使这些国家的债券价格下跌。所以，在政治上，欧盟必须要真正达成统一的意志来应对债务危机，这在目前有相当大的困难，特别是在各自财政都捉襟见肘的情况下设立巨额基金作最后的保障，根本无法实现。即使用各国财政作担保，由 EFSF/ESM 在市场上发行债券，然后在贷给困难国家也不现实，因为这个债券本身的信用级别无法保证，其筹资的成本也就无法保证最低。那么，欧盟既要维护欧元的生存，又不想在现有的政治构架下放弃各自成员国的利益，又要解决债务危机，唯一可行的办法就是让欧洲中央银行承担最后贷款人的职能。

欧洲中央银行如果被赋予在二级市场上购买债务国的债券，将会立即稳定市场信心，债务国的筹资成本将可以维持在较低水平，而欧盟成员国也不必为了筹措资金绞尽脑汁。但是，这可能触动德国人的另一根神经，即维持欧洲中央银行的最大独立性，避免因维持金融稳定解救成员国而牺牲物价稳定这个神圣的目标。从理论上讲，中央银

行因解救商业银行和成会员国政府而提供的资金都会引起货币增发，进而引起通货膨胀。但是，当欧元区面临债务危机不断冲击，成员国可能因此退出欧元区，进而可能葬送欧元的前景时，容忍通货膨胀的上升恐怕是两害相权取其轻的次优选择。

近代，尤其是第二次世界大战后，我们曾经经历过两轮全球性严重的通货膨胀，第一次是在上个世纪 50 年代，第二次是在 70-80 年代，自那时以来，控制通货膨胀的抑制成为中央银行最优先的目标，尽管有不少国家的货币政策目标是复合型的，充分就业和经济增长也是货币政策需要考虑的目标之一。为了控制通货膨胀，提高中央银行独立性，并将控制通货膨胀作为货币政策目标的意见成为学术界的主流意见。德国中央银行在控制通货膨胀中的成就也使得后来欧洲中央银行创建时基本上照搬了德国中央银行的目标模式，其高度的独立性曾经成为抑制通货膨胀的典范被赞扬。当然，也有反对欧洲中央银行模式的意见，英国学者批评欧洲中央银行缺乏民主决策的程序和外部的监督，其可靠性值得怀疑，一旦行长和副行长被任命，便可独立行事，欧洲议会和欧盟委员会，甚至部长理事会都无法将其撤职，这种制度设置存在大问题 (Baimbridge et al, 1999)。但是真正反对通货膨胀目标制的学者不多，欧洲主流观点似乎还无法为了欧洲金融体系安全和经济增长牺牲低通胀率，这从 ECB 对价格稳定重要性的描述中可以看出。ECB 认为稳定物价对经济共有七个方面的积极作用，从促进交易、降低利率、减少套期保值成本、减少税收和社保扭曲、减少持有现金成本、防止财富再分配的不公，以及为金融稳定提供基础 (ECB, 2011)。因此，在最终贷款人的职能与价格稳定的目标之间寻求妥协，在欧洲恐怕还有很多障碍。

其实，这最终又回到了关于中央银行最终贷款人职能的经典理论之争上，也就是会否引起道德风险，会否损害市场机制的争论上。在

这里，最终结论恐怕与学术界最后达成的共识相类似，也就是这种解救必须服从维护欧元区金融体系稳定和欧元区生存需要，而不是简单地帮助个别负债程度高的成员国减轻债务负担。而欧洲中央银行被授权发挥最终贷款人职能时也可以同时设定一个可以灵活调整的物价上涨界限，即正常年分的通胀控制目标如果是 3%，那么在危机和经济周期下降阶段，如果是为了维护体系安全而提供解救资金致使物价目标被突破，可以允许上浮 2 个百分点，即物价控制目标可上调至 5%。等经济恢复增长后，在重新回归原来的目标。

当然，要欧洲中央银行作上述的改革和变化，也需要欧盟在政治上达成共识，修改有关欧洲中央银行的协议条款及其他方面的规则。这本身也是难题，短期内难以达成共识。但是，面对外部的冲击和严峻的经济形势，欧盟恐怕迟早会认识到赋予欧洲中央银行最终贷款人职能的改革要比建立统一的财政政策和所谓的“欧盟经济政府”容易得多，也更加有效。从更广意义上看，欧元要与美元竞争成为主要的国际货币，缺了最后贷款人职能的欧洲中央银行也是一个重大的不利因素。

© 上海欧洲学会，2011

《研究报告》刊发有关当前国际重大热点问题的分析和对策建议报告。报告仅反映作者个人观点，不代表上海欧洲学会的立场。

地址:上海市威海路 233 号 803 室, 200041

电话/传真: 0086-21-6327-6919

网址: www.sies-cn.org