

不完全市场与中央银行

崔之元

我认为,传统经济学的捍卫者们大大低估了货币经济状态下的结论和简单得多的实物交换经济状态下的结论之间存在的差异,这些差异影响深远,在某些方面,已成为本质上的不同。

——《一条关于生产的货币理论》(1933年) J. M. 凯恩斯
(A Monetary Theory of Production)

货币理论不像其他众多的经济理论那样抽象,它始终无法回避与现实世界的联系,这一点却时而被其他的经济理论所忽略。因而,货币理论总是同货币史相一致,而经济学的理论并不总是与经济历史相吻合。即使我们声称金融货币已经让位于信用货币,我们也依然没有完全丧失同现实中发生事件的联系。

——约翰·希克斯

本文所要研究的制度问题是被排除在“看不见的手范式”(invisible hand paradigm)之外的中央银行制度(central banking)的问题。第1.1节阐述“看不见的手范式”中的两大原则——“完全市场”原则和“适者生存”原则——为何不能解释和说明中央银行制度是作为现代经济中一项基本制度而存在的。第1.2节是对英、美两国中央银行历史发展的一个简略回顾,从自由银行业到清算所协会,进而形成了中央银行制度(分别以英国的1844年法案和美国联储的成立为标志)。第1.3节(基于不完全市场理论的分析方法)对上述发展过程作出解释,并将其与主张“自由银行业”、取消中央银行制度之说相比较。第1.4节及其以后各节阐述中央银行行使最后贷款人职能引致的后果,并得出其对我们通常所理解的“软预算约束”这一概念的涵义。

1.1 为什么中央银行制度被排除在“看不见的手范式”之外?

我们已经知道,“看不见的手范式”中存在两个主要原则:“完全市场”与“适者生存”。这里,我将说明,这两大原则没有、也不可能帮助我们正确理解中央银行制度的存在。

很显见,“完全市场”原则何以没有、也不可能正确处理中央银行制度的问题:“无货币”(nomoney)是福利经济学基本定理(first Theorem of Welfare Economic)的基本假设。只有在“无货币”和“完全市场”的假设条件下,该定理才得以成立。更具体而言:

我们必须在不确定条件下证明了福利经济学基本定理,才能说明由市场通过价格手段分配资源的帕累托最优(Pareto Optimality)。“完全性”假设的一个主要作用就是确

保所有的合同(状态依存条款)均以实物形式订立。原因很简单:完全市场状态下,达成的所有契约都是只此一次、决无反复,也就无须任何交换的媒介或是价值的贮藏。完全市场模型中,我们总是用某一种货物的单位——个数,来表明报酬的多少,原因即在于此。

很多非经济学家对于福利经济学基本定理中丝毫不涉及“货币”这一因素的事实感到惊讶。不过,熊彼特很早以前就已指出,新古典经济学从本质上说是一种物物交换的理论。新古典经济学对于物物交换经济学(barter economy)中所谓“实物分析”(Real Analysis)的特别偏好是熊彼特论述中一个经常性的话题:

“进行实物分析有个原则,即经济生活中的所有基本现象都能够以货物和劳务、以货物和劳务的相关决策或是相互关系的形式来描述。货币,仅仅是作为以方便交易为目的而采用的一种技术发明(technical device),才被小心翼翼地引入实物分析中来。毫无疑问,对这一发明时则会失去控制,一旦如此,就会产生因这一发明的运用而特别引致的现象。不过,只要这一发明运转正常,就不会影响整个经济过程,经济行为和物物交换经济下所产生的没有什么不同(本文作者强调):这也是中性货币(Neutral Money)这一概念之本质的涵义所在。”

从这段引文中可以清楚地看到,熊彼特视“实物分析”和“物物交换经济”为相互可替代使用的概念。这并不意味着,他认为新古典经济学完全忽视了货币因素;相反,他强调新古典经济学以这样一种方式引入了货币因素,使货币经济仍“如同”物物交换的经济来运作。熊彼特对货币因素的强调就不同于密尔顿·弗里德曼的“货币主义”。事实上,用弗里德曼自己的话来说,他的“货币主义”理论仍然是一种物物交换经济的理论,货币没有任何实质性的影响:“尽管企业和货币在我们的现实经济中作用如此重要,尽管由他们引发的问题如此复杂、数量又如此之多,市场技术实现协调的核心特征却在即不存在企业、又没有货币的简单交换经济中就已经被充分地体现出来了。”(Friedman 1982年,第14页)弗氏有个著名的论断:人们可以假想货币是从直升飞机上掉下来的(Friedman 1969

年,第4页)。实际上,弗里德曼的货币主义理论仍是关于货币“中性”的一种学说。比较起来,熊彼特是在强调“货币的因素”——货币和信用制度——并非中性。

简要地回顾新古典经济学的“货币论与价值论的结合说”(integration of monetary and value theory),更有助于我们深入理解熊彼特的观点,该理论是由唐·伯庭根继1954年熊彼特的《经济分析史》(History of Economic Analysis)发表之后提出的。其主旨在于将“货币”的分析融入已有的“实物”分析框架,即竞争性一般均衡理论之中。他的论证建立在一般均衡的假设之上,即对任何一种商品来说,其过剩需求函数均是零阶齐次函数。用伯庭根的话来说:

“现在假设最初均衡状态被打破了,所有的货币价格都发生了相同程度的变化,由于这并不改变相对价格,‘同质性假定’(homogeneity postulate)就意味着,实物部门的任何需求函数都不会受到影响。”(Patinkin 1989年,第176页)

这就是对“货币中性”这一著名命题的表述,它通过将货币经济等价于实物经济而使货币的分析同实物分析“合二为一”。“严格地讲,这个中性意味着仅是从物物交换经济到货币经济的过渡并不影响处于均衡中的相对价格和利率。”(Patinkin 1989年,第75页)

至此,我们对于熊彼特提出的新古典经济学是一种物物交换经济理论的观点有了更深的理解,其原因并非是该理论中没有涉及货币因素,而是被称之为中性的货币在整个理论体系中无任何重要的“实际”(real)作用。伯庭根的理论中赋予货币的唯一职能就是作一个“实物”经济的“名义制动器”

“货币理论与价值理论的结合”(An Integration of Monetary and Value Theory)见于Don. Patinkin的《货币、利息与价格》(Money, Interest and Prices)一书(第一版于1956年发行),这是一本采用新古典方法分析货币经济学的当代经典著作,这种方法在文献中常被称为“瓦尔拉-希克斯-柏亭根传统”(Walras-Hicks-Patinkin tradition)。

有意思的是,凯恩斯对于马歇尔的经济理论也有类似发现,认为后者是一种实物交易的理论。他说“我发现马歇尔理论之所以复杂的原因在于他引入‘利息’这一个本属于货币经济的概念,而其论著丝毫与货币无关,‘利息’在马歇尔的经济理论中,实际上无任何作用。”(凯恩斯,第189页)

(nominal anchor)。货币的总供给是一个名义变量,它决定绝对的价格水平,而相对价格则是由经济中“实物的”供给和需求的竞争力来决定的。

从本质上说,“完全市场”的假设确保了货币的中性,因为,在这一假设之下,所有的相机条款合同均确定为实物形式,从而隔绝了价格水平对每一个经济主体的预算集合带来的影响,使后者仅取决于相对价格水平的高低。显然,由“看不见的手范式”中的“完全市场”原则,中央银行无任何存在的意义:为证明基本定理所确立的假设条件是依存于实物形式的合同(real contingent contracts)(物物交换),而非名义合同(货币)。正如阿罗(Arrow)和 Hahn 所言,“要创立一个严肃的货币理论,如何面对合同均以货币形态订立的事实至关重要。”(Arrow and Hahn 1971 年)

那么,“适者生存”的原则又如何呢?它能够为中心银行的存在提供一种解释吗?回答仍是“不能”。涉及银行业时,“看不见的手范式”中的这一原则总是同“自由银行业”的理论联系在一起,被后者用来反驳中央银行制度存在的必要性的。“自由银行业”之说始自亚当·斯密的“实物票据论”(real bill doctrine),当代最著名的支持者则是哈耶克。哈耶克和他的学生维拉·斯密坚持认为,私人银行之间对通货发行业务和存款业务进行不受限制的竞争,能够自然地导致具有效率的社会结果,因此,中央银行制度就没有存在的必要,应予以取消(Hayek, 1976 年; Smith, 1936 年; L. White, 1984 年)。后文中,我们将讨论这种自由银行业理论的论据是否充分。至此,我们的目的只是说明“看不见的手范式”中的两大原则,均不能对中央银行制度的存在做出解释。

1.2 从自由银行业到清算所协会,再到中央银行制度

本节描述“部分准备银行制度”(fractional reserve banking)的历史发展,并介绍围绕亚当·斯密的“实物票据论”(real bill doctrine)出现的几个主要的理论争议。对中央银行制度所面临的两难处境则留待下一节中

进行探讨。

商业银行的历史不仅久远而且特色各异。一般而言,吸收存款的银行业务要早于发钞业务。但是,从总体上看,银行业是在发展了发钞业务之后,才变得重要起来。从吸收存款到发行货币,这一转变过程大致如下:

工商业革命之初,主要的货币形式是足值的金、银、铜等金融铸币,其价值仅比其金融成份的相应市场价值稍高一点。随着交易金额的不断增长,安全地贮藏和转移这些铸币就成了问题。那些有创意的金匠们,同意利用其作坊中的库房,为客户保存铸币,收取一定的费用,保证其安全性。久而久之,金匠和他们的客户都发现:在交易中买方将手中金匠开据的收条转给卖方比起兑现这些收条并实际转移相应的铸币要方便得多,彼此均能从中获益。收条的持有者可以任何时候,凭收条兑换铸币。不过,多数情形下,这些收条不是被兑现,而是越来越多地被当作一种交换的媒介来使用。这种作为货币的用途被人们认识到之后,收条也就发展成广为人知的票券(notes),并被用作早期的通货。在票券发展的过程中,金匠们又注意到,这些票券不会同时要求被兑换为铸币。一般情况下,只要很少一部分铸币就可以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,贷款给那些有暂时购买力需要的人呢?对这种想法付诸实施标志着由“百分之百准备”的银行制度向“部分准备”银行制度的转变。就是这样,金匠们卓有成效地创造了货币。

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,同时困扰着制度的和理论的发展。“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?不会引起混乱吗?对这一连串的问题,亚当·斯密的“实物票据论”给予了肯定的答复。

部分的准备银行业是在银行利用并不存在的钱对外借款时出现的这种情形中,银行认为,在任何同一时刻,只会有一部分顾客会提出兑现要求。为满足这部分提现的需要,银行保存一部分资金做为准备。如果来提现的顾客提取的金额超出银行的预期,银行就会出现流动性危机。

1.3 自由银行业和实物票据论

对于仅有部分准备的银行来说,基本的任务是:持有足够的准备金,紧急之时可以保全自己;另一方面,作为需要偿付成本的企业(cost-recovering enterprises)按照传统的经营又要求以最少的准备金、追求最大的收益。这种对准备金的管理是该留给银行自己呢,还是集中于一个中心,即中央银行?这一核心问题始终都困扰着银行业经营的和理论的历史。巴格霍特(Walter Bagehot),《经济学家》杂志的创办者、于1873年发表的货币理论经典著作《隆巴德街》一书的作者,将这一问题归结为一元准备体系与多元准备体系的问题(Bagehot,1873年,1991年再版,第53页)。

亚当·斯密在形成他的“看不见的手”经济理论之时,也不得不面对这一问题:“看不见的手”,在多元准备体系下,是否能够引导发行之间自由竞争的过程呢?斯密觉得,只要银行严格依照他所说的“实物票据论”行事,多元准备体系就能有效运转,中央银行制度就无需存在。

斯密的银行业“真实票据理论”的定义是:银行应主要投资于短期商业票据(体现着实际生产的票据),并且,这一作法将使贸易要能制约信用的供给,而不会引起通货膨胀或是紧缩。

斯密并不认为过多地发行银行券是个严重的问题。他所指的过多发行是指发行的量超过了在没有银行券的条件下流通中应有的金属铸币的量。斯密认为,为了银行自身的利益和安全,银行不能去贴现真实票据以外的票据。因此,真实票据论的效果在于:把银行的盈利资产限制为真实票据将使银行的负债量自动地被限制在尽人意的水平上;它将使负债的数量依“业务的需要”变动。斯密关于“真实票据论”的核心内容如下:

“一旦流通中的纸币过量,多余的部分即不能输往国外,又无法用于国内的流通,则必然会被立即送返银行兑换成金银。很多人意识到手中的纸币超过了国内业务的需要,由于不能将其输出国境,他们会立即要求银行进行兑付。一旦多余的纸币被兑换成金银,

他们就能很容易地将之送往国外并派上场,若是依然停留在纸币形态,就无法做到这一点了。因此,银行会立即面临着所有这些多余纸币的兑现要求,并且,银行若是在支付中显现出丝毫的犹豫或是困难,挤兑现象会进一步扩展。这种预警情况必然会加速纸币的挤兑现象。”(斯密,1759年,第50页)

我觉得,斯密的这段话中指出了两点:其一可称之为“回流定律”(law of reflux),指银行超量发行的纸币将被返还到发行的银行;其二,指挤兑银行的危险。显然,斯密第二个观点暗含的意思表明,对准备金的需求,而不是真实票据会恰当地限制信用的扩张。

1797至1921年所发生的著名的“金块论战”(Bullionist Controversy)之中,亨利·桑顿(Henry Thornton)和大卫·李嘉图(David Ricardo)就已经认识到斯密对“真实票据论”的论证中存在“组合谬误”(fallacy of composition)。桑顿这样反驳斯密:“假定A以六个月远期付款的方式将价值100美元的货物卖给B,收到期六个月的汇票。而B,同样方式,提供六个月的信用,将同一笔货物卖给C。这个过程可以继续下去,签发在外的汇票总数取决于货币被再次卖出的速度。如果,这笔货物每个月都被卖掉一次,六个月内,尽管货物的价值仍是100美元,全部汇票的总金额却达到了600美元,且都是可贴现的汇票。”桑顿进一步指出,信用的链条越长,这种汇票的数量就越多,结论是,这种票券发行方式存在过量发行的危险,应受到集中的监管。尽管“真实票据论”中确实存在“组合谬误”,我仍要强调在斯密论证的第二个观点中包含了一个被曲解的事实,即,人们需要弹

这里,我们必须注意斯密的“回流定律”中所描绘出的“自由主义的景象”(naturalist image):“银行的金库就像是一个水池,尽管水从一个出口不断地流出,同时,从另一个进口又不断地流入,注入的水刚好与流出的水一样多。因此,不必担心多虑,这个水池总是或者差不多总是满满的。”

金块论战,是对1797至1821年英格兰银行券停止兑换之时发生在英国的关于货币理论和英国所采取的货币政策的一系列争论所赋予的一个惯用的称谓。这场争论中的主角分属两大阵营——金块论者支持可兑换性,批评英格兰银行;而反金块论者意见则相反。就是在这一时期,戴维·里查德将银行业视作为看不见的手范式之外的特例。

性货币,以防止银行遭到挤提。斯密的错误在于他认为“真实票据”——短期商业票据——本身就是有弹性的。而事实上,弹性或流动性并非商业票据的内在特性,没有理由认为银行受到挤提的日子,一定会是银行资产组合中的商业票据到期的日子。后文中将会表明,发生银行危机时,是由中央银行充当最后的贷款人,才提供了货币供给的弹性。

1.4 通货学派和银行学派

1825年到1865年间,通货派和银行派就是围绕着亚当·斯密的“真实票据论”展开了争论。“通货派”重拾桑顿对斯密的驳论,并将其进一步发展以说明“混合通货”的情况;“银行派”则强调了弹性货币防御危机的作用。

通货派的目的是要确定一个无论是在全部金属货币流通条件下,还是在金属通货、纸币混杂的混合货币流通条件下都适用的一个价格水平。通货派坚持认为在“纯粹金融通货流通”的条件下,黄金流出或流入国境将立即自动导致流通中的通货数量发生相应的减少或增加。但现实中,是所谓的“混合通货”,可兑付的纸币是通货的一个组成部分。混合通货只有绝对地如同金属通货那样流通,才能良好地运作,这意味着黄金的流出、流入必须(绝对而不是成比例地)相应地减少和增加流通中通货的量,此即所谓的“通货原则”。通货派的创见就在于他们认识到混合通货不可能自动依照该原则流通:“除非纸币的发行被严格管理,使纸币数量的变化同发行机构所持黄金的数量变化相一致,否则,没有精确的管理,纸币或是超量发行、或是发行量不足,纸币的可兑换性将难以得到保障。”(维纳(Viner),1937年,第221页)。所以,通货派赞成进行立法监管,保证纸币发行量即不多也不少,否则通货数量的波动会使经济陷入不良循环之中。不过,在他们眼里,没什么比监管银行业活动中发行银行券的数量更为重要的了。

与其相对,“银行派”驳斥了通货派的几乎所有的论点。避开“是否应该令混合货币在流通中绝对地等价于纯金属通货运转”这一问题不谈,银行派认为纯金融通货体系并

不会按通货派所言的方式运转。他们认为,无论哪种通货体系——纯粹金属通货体系或是金融通货加上纸币的通货体系——中都存在大量的银行存款和汇票。二者对价格形成的影响同银行券、金属通货形成的影响是相同的,它们也是一种通货。竞争性银行业的正常运转完全可以控制住流通中的纸币量;只要存在纸币兑换金银的压力,纸币发行量就不可能持续超出业务的需要量——这就是“银行业原则”(维纳,1937,第223页)。

显然,“银行业原则”是斯密的“真实票据论”的一个翻版。难怪银行派的一位著名代表人物托马斯·托克(Thomas Tooke)如此看重“回流定律”。银行派坚信不受管制的部分准备的银行业仍在“看不见的手”的有效掌管之下。相反,通货派认识到了银行券发行得过多或是不足带来的危害,可惜的是,其视野仍旧不够宽广。他们所提的唯一建议是控制英格兰银行发行部的发行规模。换句话说,通货派对“真实票据论”提出的正确的批评,同时,却忽视了对弹性货币供给的需要——这一斯密理论中的合理成份。这样,英格兰银行依“通货派”之计行事,仍然无法承担“最后贷款人”的功能。让我们再来仔细看看其中的缘由。

1.5“私人中央银行”的难题

英国1844年银行法案表明“通货原则”最终获胜。正像巴格霍特所描述的,“法案将英格兰银行一分为二。发行部只负责发行货币,而且,只能以政府证券为抵押发行1500万英镑;余者则须缴纳黄金准备。”但是法案通过后没有多久,银行部的储备就开始减少。1847年,公众注意到了这一现象,并意识到依照1844年银行法案,一旦银行部储备告罄,英格兰银行将无力履行对存款者所持有的银行券或是金属铸币兑付义务。于是恐慌出现了,人们纷纷挤提存款。发生挤兑风潮。

英格兰银行仍试图通过定量配给,不断提高贴现率、卖出证券以及从市场借入资金等办法挽回局面,但是所有的努力都没有奏效。维纳描述到:“1847年10月22日,银行部的储备降至2376472,恐慌席卷全国。英格兰银行仍自信能够满足交付要求,但是政

府再不能无视情况的恶化而袖手旁观,政府授权英格兰银行超出法定最高限额的发行无黄金准备的银行券,并要求英格兰银行随时满足贴现要求,只是抬高了利率。”(Viner, 1937年,第229页)面对这场银行挤兑风潮,1844年银行法案不得不在1847年暂停实行。在1857年和1866年,该法案又先后两次被暂停实施以避免储备枯竭。

1847、1857和1866年的危机证明,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”。道理很简单:黄金准备本身并不能带来收益,追求利润最大化的银行总是努力使之保持在最低水平,只要看来尚不妨碍安全性。在当时的英国,建立于1694年的英格兰银行居于整个银行业之首,其他银行很自然地寄希望于这家拥有特权的最大的私人银行为整个体系提供黄金储备。然而作为一家受利益目标驱动的私人机构,英格兰银行并无法定承担“最后贷款人”的责任。换言之,英格兰银行的经营者们更多地为股东的利益所牵制。银行大部分股份是由私人股东持有的,在此期间他们继续保有股份就是为了分得红利。正因为如此,在1847、1857和1866年的危机中,英格兰银行不愿倾全力对外借款。只有成为一个非盈利性机构,并以监管整个银行体系的安全性为目标,人们才能指望英格兰银行真正行使最后贷款人的职责。

所以,我们看到,直到19世纪末,英格兰银行的地位一直颇为含糊:既是一定私人盈利性机构,同时又是整个国家银行体系的管理者。理查·佩奇(Richard Page)预见到英格兰银行这种模棱两可的地位存在隐患:“英格兰银行的双重利益与责任是彼此不相容的,它不能既是管理货币的机构,又同时经营银行的盈利性业务。这二者一致时尚可相安无事,但一旦发生冲突,矛盾就在所难免。”

1.6 清算所协会——准中央银行 (Quasi - Central Banks)

前文中已经指出,若不放弃私人利益动机,英格兰银行就难以成为真正的中央银行。美国银行业的历史同样印证了这一点。芝加哥大学教授、国民联合会执行委员会主席劳

格林(J. Laughlin)曾于1912年这样写道:

“欧洲式的中央银行并不适合我们的情况,那是与我们的制度精神背道而驰的,在任何情况下,政治上都是不可行的。我们也不需要一家类似于第二国民银行的机构(1916~1936),这家银行遭到了杰克逊总统(Andrew Jackson)的反对。我们不需要一个专制、强权的中央银行;我们不需要集权,所需要的是相互合作——所有信用机构都参加过来,最终,我们将放弃自私的孤立,建立一个考虑所有银行共同利益的联盟,它虽然小,却很强大。”(Laughlin 1912年第15页)。

劳格林所提倡的用来代替中央银行的这种“合作式联盟”,就是所谓的私人银行之间的“清算所协会”。

美国的第一家清算所协会于1854年在纽约成立。作为会员,每家位于纽约的银行其资本金不得少于50万美元(这在当时可是个大数目)。会员银行要向清算所公开其帐务以备审查,并且要为利用清算所的服务付费。纽约清算所的成功使得许多城市竞相效仿:到1913年已有162家清算所开业。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。举例来说:如果银行A与银行B结算时,A银行余额为负值,该银行不必使用现金,而是使用贷款凭证来支付这一差额。可见,贷款凭证在银行间的使用,使银行结余出大量现金储备用以作为对公众的支付准备。在1893年的银行危机中,至少有十余家清算所发行了超过6800万美元的贷款凭证,有些清算所甚至发行了小面额的、公众可用以当作现金进行流通的贷款凭证。在1907年的危机中,清算所创造了价值5亿美元的各种类型的现金替代物,这对于30亿的通货总量来说为数可不小。

维拉·史密斯(Vera Smith)对于19世纪主要西方国家的各种清算所协会是这样总结的:

大部分银行都隶属于某个清算所协会的名下,并订立协议,一旦银行清算余额为负,它不必向债权人支付现金,而是向联合清算所协会提供担保品,由后者发行贷款凭证交付债权人。对贷款凭证支付的利息较高,在

5%到10%之间,以作为对持有凭证的债权行的补偿。这种安排的实质在于强势银行(清算余额顺差)须贷款给劣势银行(清算余额逆差)。这种安排试图阻止每家银行以牺牲其他银行为代价强化自己的势力的做法。因为,如果没有这种机制的话,所有银行的业务量均会减少,不会有银行扩展其贷款业务。因为他担心当公众的提现需要增加时,存款准备金会流失到其他银行手中。可以说,从纽约的银行第一次使用这种贷款凭证起,便伴随产生了一种机制安排,即各银行手中所持有的铸币储备成为共用的资金,这样,整个银行体系不再承受来自银行间的压力,而是仅受到来自公众的兑现要求方面的压力。由此形成的共同储备,或称之为“均货储备”(reserve equalization)意味着一家银行不可能再因其贷款状况影响其自身的储备水平了(Smith,1936年)。

上述引言清楚地表明,清算所协会是为了行使“最后贷款人”职责而设立的,但是它运作的效果如何呢?

在清算所协会成立初期,根据 Vera-Smith 的记载,“汇集”储备的作法尚不普遍。采取保守经营策略的银行,比之其他银行持有更多的储备。他们反对这种汇集储备的作法,认为这是不公正的。他们觉得这使他们小心谨慎经营应获得的回报受损。在出现危机时,更不愿“无限制地贷款”给往日的竞争对手。所以,清算所协会并不能充分行使央行的“最后贷款人”职责,充其量是一个尚不成熟的中央银行雏形。

1.7 中央银行和弹性货币

让我们以美国 1907 年危机来讨论本世纪之初的美国银行业改革。这场危机最终导致了美联储于 1913 年成立。1907 年以前,即使是最深入的银行业改革计划也对即存的清算所协会制度无动于衷。1907 年危机之后,大多数人转变了看法,认为需要有来自外部的、超乎于清算所协会之上的控制。争论的焦点从管制还是放任转移到了将要建立的控制的特点上来了。

具体而言,1907 年的危机使得 1908 年 Aldrich - Vreeland 法案得以通过。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。这比清算所协会的贷款凭证前进了一步。法案也使国民货币委员会得以成立,对银行体系做系统的研究,并对改革提出建议。委员会于 1912 年给出了研究报告,得出的主要研究结论是产生金融危机的原因在于通货与银行信用的供给缺乏弹性。报告还强调指出危机通常都是由某一重要金融机构经营失败触发的。例如 1907 年的危机就始自 Krickerböcker 信托公司的倒闭,公众对其存款安全性的担心加重了银行的挤兑风潮。

委员会报告出台前后,人们已普遍认识到一旦公众挤提银行存款,信用供给缺乏弹性的问题就会暴露出来。对于部分准备的银行业而言,存款量远远超出了其通货的储备,而美国的银行体系一直没有一个在危机时能增加通货供给的正常机制。仅将储备汇集或集中于清算所协会是不够的,因为没有任何一家银行甘愿在危机时充当“最后贷款人”。正如明茨(Mints)所言:

“仅将各个银行的存款准备金集中起来并不意味着其中任何一家银行的储备可以被用来满足其他银行的需要。事实上,这种做法并不比各家银行将储备分别放进他们自己的金库中强多少。很多著述者尚未明确认识到,他们所真正需要的并不是被‘放置’在一起的储备,而是一个无私益动机的守护整个体系所拥有的储备的看护人,并使之真正区别于单个银行的自有储备。”(Mints,1945 年第 251 页)

不管市场条件和债务人债务状况如何,这个承担“最后贷款人”之职的无利益动机的机构都保证某些合同条款一定会得到履行,因此,“最后贷款人”消除了受其保护的资产的违约风险。资产的违约风险低,便容易在市场上脱手,就是有流动性的资产。需要强调一点,货币(现钞和活期存款)的弹性供给来自这个“最后贷款人”,而不是真实票据(短期商业票据)。如前文中所言,银行发生支付危机时并不一定恰逢资产中商业票据到期。尽管亚当·斯密“真实票据论”中关于弹性货币需求的部分是对的,他却没有找到弹性货币的来源。因此,他的“真实票据论”并不能证明“看不见的手”在银行业中也适用。

1913 年建立联邦储备体系的主要目的

是发挥最后贷款人的功能,然而教科书却扭曲了这一初衷,把控制货币供给量(M1和M2)当作联储的主要也是最重要的目标。这种观点忽略了不完全市场经济使金融关系变得脆弱因而不稳定的可能性。随着对联储所承担义务的认识不断提高,对其行为的定性也就越来越清楚。从联储作为最后贷款人的角度来看,它的存在就是要保证整个金融体系不受干扰地正常发挥作用。

一旦金融体系受到干扰,那么联储或是其他类似央行的机构就要进行干预,通过满足流动性需要或承担潜在的损失,使金融体系恢复到正常状况。然而这种再融资和将潜在损失社会化的行为虽对经济有利,却也不可避免地带来了成本。下一节我们将说明中央银行所陷入的这种两难处境——“软预算约束”。

1.8 不完全市场与中央银行的两难处境

前面已提到,在部分存款准备的体制下,银行会遇到挤兑的危机:大批的储户因为不再相信银行依然有能力承兑他们手中的存单而同时前来取款。过去两个世纪中数次银行危机的经历都证明,挤兑银行将带来生产的萎缩。最后贷款人在危机时刻能发挥作用,但也需要存款保险制度尽可能地防患于未然。换言之,最后贷款人作用得以发挥需要存款保险制度作为补充。让我们更仔细地看一看有关银行及其客户之间不完全信息的问题。

1.8.1 存款保险和储贷协会的危机

正如戴尔蒙德(Diamond)和蒂伯维格(Dybvig)(1983)所表明的:

“……投资者面对的是由个人感知的风险,它导致了对流动性的需求。能提供流动性的传统即期存款契约存在的多种均衡情况,其中之一就是发生银行挤兑……政府提供了存款保险后,就可能产生更好的契约了。”

事实上,在美国联邦政府于1933年建立美国联邦存款保险公司(FDIC)之前,一些州,如得克萨斯、堪萨斯等地,作为对1907年危机的一种反应,已经建立了存款保证基金

(怀特,1981年)。

1912年,国会银行与通货委员会任命卡特·哥拉斯(Carter Glass)负责银行间存款互保之事。委员会的某些委员们利用种种机会就此事发难,见证人都难逃责难。大城市银行对于这一存款保障制度的反对尤为强烈,理由有二,首先好银行对坏银行的债务无任何责任,而且,这一保险体系将不利于银行业向好的方向发展。双方争执不下。哥拉斯本人也和其他许多人一样,认为含有存款保证条款的改革法案难以通过。至于银行券发行保证的好处,却基本没有分歧。多数人认为银行存款属私人合同,而银行券却有带有准公共特性。问题一直拖延下来。找不到解决的办法,直到30年代联邦存款保险公司的创建。

显然,大危机最终说服了那些对存款保险表示怀疑的人们。根据1933年银行法案的部分规定(Banking Act of 1933),联邦存款保险公司(FDIC)得以建立,对不超过10万美元的存款帐户提供明确的保险。同时联储对几乎所有的金融违约行为给予了隐性保护,包括公司商业票据、国库券回购协议、股票交易公司持有的客户资产,养老保险责任和部分人寿保险责任,以及大部分超出10万美元限额的存款。

我想强调指出,如此广泛的明确或是隐含的政府保险,其存在的意义源自金融行为“公共产品”(public good)的特性。如果一家银行倒闭,其他许多的银行和企业都将受到不利影响。这里,体现出为负的“网络系统外部性”(network externality)。所以,我们放弃完全市场的假设时,就会意识到“市场失灵”不再只限于诸如国防、污染一类的事。回顾

例如,当奥州中央交通运输公司(Penn Central Transportation Company)因其商业票据破产时,联储为保护商业票据市场介入其中,确保银行对价值上亿美元的商业票据给予再融资,向众多的公司借款其中也包括克莱斯勒和许多小企业。见于Wojnilower,1980年第292~293页)。

“回购协议”指银行买出政府债券并许诺第二天以稍高的价格将其购回。此举可提高银行的日常平衡储备水平。

例如,在1984年为阻止芝加哥依里诺斯大陆银行的倒闭(当时美国的第七大银行),联邦存款保险公司宣布对大陆银行的所有存款——不仅限于10万美元的存单——和非存款负债提供担保(参见Meir Kohn,1991年第462页)。

一下我们在前文中所讨论的熊彼特对新古典经济学的“实物分析”与其自己的“货币分析”所做的区分,当我们把所谓“货币的因素”引入我们的现代市场经济之中时,“外部性”几乎无处不在。如果我们仍固守于“实物分析”,那么银行是私有企业,一旦我们采用“货币分析”,银行实际上成为公共机构。无怪乎美国的《破产法》并不适用于银行(银行只能由管制它的机构来关闭)。也难怪罗斯福在1933年成为总统后提出的第一个立法就是防止挤兑银行的银行法案。

然而,尽管中央银行的保险制度与最后贷款人作用对保持整个经济的金融稳定来说至关重要,但同时,它也引发了“道德风险”的问题(moral hazard)——软预算约束(soft budget constraint(SBC))的一种,指被保护者总是寄希望于其他机构支付其费用。例如“银行为企业提供发行商业票据的备用信贷已经成为一种惯例。”(Wray,1990年第246页)大致来说,今天的美国有两个层次的“最后贷款人”：“联邦储备体系是会员银行(尤其是大的会员银行)的最后贷款人;而大的会员银行又是那些利用商业票据市场的机构和组织的最后贷款人。”(Minsky,1986年第50页)而且,如果监管放松,却依然存在(最后贷款人的)保护,银行就不会在经营中谨慎行事,美国的储蓄与贷款协会(S&L)就印证了这一点。这场危机是软预算约束的一个最好例证:1982年,依据通用会计原则(GAAP),数百家储贷协会的净值均是负数。而联邦住宅贷款银行委员会(FHLBB)却允许储贷协会(S&Ls)使用所谓的“监管会计原则”(regulatory accounting)夸大其净值,因为害怕挤兑的出现。

显然,以银行挤兑为例,我们又一次看到了“软预算约束”是货币经济中存在的两难困境的结果:若不存在最后贷款人或是存款保险,我们就无法避免金融崩溃的危险;而存在最后贷款人的话,又难免金融机构与其客户间以及中央银行与其他金融机构之间,出现道德风险的问题。

1.8.2 对“自由银行制度”学派的驳论

我们能逃避两难的困境吗?以哈耶克(Hayek)为首的“自由银行制度”学派论者认为是可以的。他们建议完全取消中央银行,

因为按照他们的观点,存款保险和最后贷款人的功能都是不必要的(Dowd,1989年)。自由银行学派提出的理由之一是:银行可以为他们的客户提供“选择条款”(option clause)。该合同条款使银行在一定确定的时期内可获得削减存款可转移性负担的选择权,这种权利通常是以对相应的存款提供更高的收益为代价的。这种选择条款在18世纪的苏格兰很常见,后来被议会案取消(Act of Parliament)。

“自由银行制度”学派没有考虑“逆向选择”的问题。如果银行可以自由选择在接受负债时是否附带一项“选择条款”,那么更稳固的银行就会拒绝任何这样的条款以突出他们的优势,而觉得有必要附加这一条款的银行不就等于于是向公众表明其流动性较低的劣势吗?如此看来,逆向选择是可能的。

“自由银行制度”学派用来反对存款保险的另一个理由是“分支银行”能使存款保险无存在的必要。由于传统上对垄断势力的恐惧,美国大部分的州都禁止银行设立分支机构法律。1907年到1933年期间,不仅有8个州通过了存款保险的立法,有几个州正在仔细酝酿之中,而且,有多达150个关于存款保证的议案被送交国会。议案中的大部分都是南方或西部州的代表提出的,这些地区均严格执行单一银行制,不存在分支行。来自堪萨斯州、内布拉斯加州、俄克拉河马州及德克萨斯州的代表所提出的议案就占总数的三分之一。

按照自由银行制度学派的观点,发生上述情况的原因在于不允许分支行存在,风险就不能被更好地分散。否则,存款保险没有设立的必要。但是,我认为这种反对存款保险的论证忽视了银行业的一个重要特征,即,银行是作为所缺乏的完全市场的替代者而存在的:银行存在的根源在于它替代一个不存在的市场来提供贷款。只要存在信息的不对称,对贷款项目的结果,借钱的人总比贷款的人了解得更清楚,那么商业银行就找不到行之有效的办法能够发现其大部分贷款的“真正”市场价值。只有项目已明显失败时,相应地,这笔贷款的金额才被注销。更重要的是,“注销这个金额时不是,很大程度上也不可能是,依据市场价值的概念,一般的原则是以历

史经验来代替,依照某一特定种类贷款累计的出现违约的可能性确定。”(古得哈特 Goodhart,1988年第6页)因此,信息的不对称使得银行的帐户记载中很难由“市场”确定应有的价值,所以,存款保险仍然需要,分支行尽管能在一定程度上分散风险,却无法从根本上解决“市场缺失”(missing market)的问题。

为了深入探索不完全信息的问题为何在银行业中居于核心的位置,有必要谈谈“指数化贷款缺乏”的问题(absence of indexed loans)。我们都知道,某些时候,挤兑银行起因于通胀将至的谣传。为什么银行不能吸收指数化的存款,从而使存款额的真实价值不变呢?这种指数化的贷款和存款看上去可以减少借款者的不确定性。事实上,就是当代“自由银行制度”学派最重要的反对者查尔斯·古得哈特(Charles Goodhart)也承认他“一直搞不明白为什么指数化银行业务未能发展起来。”(古德哈特,1988年第5页)

私人部门迟迟不愿将名义计价的合同指数化,这在某种程度上被看作是一种悖论,同古典经济学家杰文思(Jevons)、马歇尔(Marshall)等人的预言背道而驰。这二人都曾预见一旦建立起了官方指数,一个完全的指数化经济就可以摆脱货币波动带来的影响。一旦我们认识到指数化并不能消除所有的风险,它只不过以一种风险来代替另一种形式的风险而已,那么,所谓悖论存在的事实也就很容易理解了。为消除价格水平的波动所因引的货币风险,可以选择一组特定商品为参照进行指数化;但指数化的同时,又不可避免地承受了由于作为参照的这组商品之间相对价格变化所引致的真实风险。

总之,由于所谓“选择条款”、“分支银行”和“指数化存款”并非行之有效,意味着,存款保险,及最后贷款人职责理应成为中央银行的任务。我这样说,并不表明“自由银行制度”学派的担心就完全不必要。中央银行的两难困境表明它的存在即是必要的,也是危险的。下面这段话中,罗伯特·索罗(Robert Solow)对这种危险做了很好的表述:

“政府必须保护这一体系不受侵害,防止某些人乘势窃取成功银行的收益,或是将失

败者的损失转嫁给最后的贷款人。人们需要良好的行为规范;中央银行只能对可以依赖的、不会滥用权利的人施加保护,而值得依赖者只能是央行所了解的银行。巴格霍特坚持认为英格兰银行可以不受限制地贷款,但必须使用惩罚性的利率。他的观点今天依然运用。就是说‘基础稳健’(fundamentally sound)的银行才值得救助,而基础稳健的银行最终是能偿还本息的。按照我的理解,基础稳健的银行还不致使其信用等级因接受保险而下降。这样,惩罚性利率就能起到减少道德风险的作用。”(索罗(Solow),1988年)

虽然索罗证明了惩罚性利率是降低道德风险的一种方法,他却忽略了某些惩罚性利率将使“逆向选择”问题更加恶化的事实。所以,往往危机中发生的事恰恰与巴格霍特的断言仅仅部分地相符:最后贷款人是在“不受限制地借出”,却不是“以惩罚性利率”借出的。因此道德风险仍然危及中央银行的一举一措,并没有因“惩罚性利率”的方法得到解决。

因此,中央银行面对的两难困境同有限责任公司的两难处境有相似之处:没有最后的贷款人和存款保险,由于担心银行遭到挤兑,银行会只承担过少的“良性风险”;另一方面,有了最后的贷款人和存款保险,银行却因为可将“恶性风险”转嫁外界而承担了太多的“恶性风险”。

那么,我们能否先验地获知中央银行制度究竟将会产生什么样的影响吗?同有限责任的两难困境相同,我们无法一次而又全面地衡量其影响。而且,这正是不完全市场理论中的“次优定理”(second best theorem)和“次优结果”(suboptimality result)包含的内容。创新不断,我们无法预知作了多少“良性风险”的项目。对此,索罗的描述堪称点睛之笔:

“可以设想这样一种情况:或许是由于违约引致的私人损失超出了社会成本,贷款人显得过于小心保守。这种情况下,一种保险机制的引入总是伴随着至少一部分道德风险,而这或许正是一种好事。”(索罗(Solow),1988年)