

欧元区最后贷款人机制的制度创新^{*}

胡 琨

内容提要: 欧债危机爆发以来,欧元区流动性紧张久拖不决,并演变为信心危机。欧洲中央银行是否会承担最后贷款人职能成为当前学界关注与讨论的焦点。本文从梳理“最后贷款人”概念入手,在欧元区特有的经济治理模式和法律框架基础上,分析欧洲央行以及其他现有机构充当欧元区最后贷款人的可能性,并得出如下结论:随着直接货币交易(OMT)购债计划的出台,欧洲中央银行与欧洲稳定机制(ESM)将创造性地共同扮演欧元区最后贷款人角色。

关键词: 最后贷款人 欧洲中央银行 直接货币交易 欧洲稳定机制

2012年9月6日被视为欧元区危机的重大转折点:欧洲中央银行(简称“欧央行”)发布“直接货币交易”(Outright Monetary Transaction,简称OMT)购债计划,使得国际金融市场对欧元的信心显著提升,欧元区崩溃的短期风险迅速减退;与此同时,外界对于欧央行是否已扮演最后贷款人角色的关注持续升温。本文认为,欧央行无法独立承担最后贷款人职能,但通过OMT的巧妙推动,欧央行与欧洲稳定机制(European Stability Mechanism,ESM)的配套组合将会扮演欧元区真正最后贷款人的角色,这既是欧洲一体化进程中重要的制度创新,也是对最后贷款人理论与实践的极大丰富与扩展。

* 诚挚感谢中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究室副主任刘东民副研究员,没有与他极富洞见的思想火花碰撞,本文的顺利完成将难以想象。

一 何谓“最后贷款人”

(一) “古典最后贷款人”概念

1797 年, 弗朗西斯·巴林(Francis Baring) 在其《英格兰银行成立之研究》一文中, 将英格兰银行向身处危机中的其他银行提供的流动性贷款称为“最后贷款”, 这是“最后贷款人”(Lender of Last Resort, LLR 或 LoLR) 这一概念首次出现。而亨利·桑顿(Henry Thornton) 与瓦尔特·巴吉特(Walter Bagehot) 分别在 1802 年和 1873 年对最后贷款人的概念与方法进行了全面、系统地阐述。在此基础上建立起来的古典最后贷款人理论认为, 最后贷款人机制是“在实行部分准备金制和中央银行垄断货币发行的前提下, 面对流动性需求非正常增加却无法通过其他途径得到满足的情况, 为避免金融恐慌, 中央银行可在一定条件下(如惩罚性利率及提供良好抵押品) 自行对流动性不足但具清偿能力的金融机构提供不设上限的流动性救助; 且这一职能亦为外界所认知”的制度安排。^①

(二) 理念的实践

作为稳定金融市场信心, 避免金融恐慌, 防止金融危机发生或恶化的重要手段, 最后贷款人从 19 世纪下半叶开始在世界范围内广泛出现,^②许多国家通过法律形式赋予中央银行以最后贷款人职能。^③例如美国 1913 年《联邦储备法》第 13 条第 3 款规定, 美联储可在异常和紧急情况下向金融体系提供(不设上限的)流动性;^④同时, 美联储亦把维护金融体系安全与稳定作为其主要任务之

① T. M. Humphrey, “The Classical Concept of the Lender of Last Resort”, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, Vol. 61, 1975, pp. 2-9; M. D. Bordo, “The Lender of Last Resort”, *NBER Working Paper Series*, No. 3011, 1989, pp. 6-7; C. Goodhart and D. Schoenmaker, “Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated”, *Oxford Economic Paper*, New Series, Vol. 47, No. 4, 1995, pp. 540-541; p. R. Krugman and M. Obstfeld, “Internationale Wirtschaft: Theorie und Politik der Außenwirtschaft”, München, 6. Auflage, 2004, p. 831.

② J. -C. Rochet and X. Vives, “Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right After All”, *HWWA Discussion Paper*, No. 184, 2002, pp. 2-3.

③ 如《中国人民银行法》第 2 与第 28 条、《防范和处置金融机构支付风险暂行办法》第 22 条以及《中国人民银行紧急贷款办法》等法规赋予我国央行最后贷款人职能; 日本银行则可根据《日本银行法》第 34 条和第 37 条扮演最后贷款人角色。

④ 《美联储法案》(Federal Reserve Act), <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm>, 2012 年 10 月 28 日访问。

一,^①从而明确其最后贷款人角色,而美联储也被外界普遍认为是典型的最后贷款人。

在多年实践中,最后贷款人的理论与方法得到极大丰富与扩展,主要表现在以下几个方面:

第一,随着金融市场各行为体关联度的不断加深,救助对象不再限于商业银行,还扩展到金融市场上所有的利益相关者,包括非银行金融机构、财政机构、各类企业,以及住房抵押贷款人等。同时,救助对象是否具有清偿能力及良好抵押品不再是硬性的考量标准,这不仅是因为流动性困境出现时很难迅速界定某一个机构是否具有清偿能力,还因为救助本身不是目的,而是避免金融恐慌以及系统性危机爆发的手段,最后贷款人须在道德风险^②与传染性风险之间进行权衡。^③例如1998年的美国长期资本管理公司(LTCM)和次贷危机中的花旗银行,尽管已资不抵债,但考虑到其与金融市场其他机构的广泛业务往来,为避免因其破产而产生系统性风险,美联储最终出手救助。

第二,为避免产生相应的道德风险,在惩罚性利率之外,各国在落实最后贷款人机制时普遍引入“建设性模糊”(constructive ambiguity)救助条款,即最后贷款人在事先故意模糊履行其职能的可能性,从而使金融机构产生谨慎经营的压力;在救助过程中对救助工具和对象进行适度的保密,以确保有关措施顺利实施;而在处置过后及时对外界披露信息,消除这种“暗箱操作”可能引发的公众不信任感,并使最后贷款人的自由决定权得到监督。^④

第三,救助方式更加多元化,除保留传统的贴现窗口外,最后贷款人还通过

① 参见美联储网站, <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/mission.htm>, 2012年10月28日访问。

② 例如在最后贷款人机制下,金融机构承担更多风险的意愿上升,而公众也会失去监督金融机构的热情。

③ C. A. E. Goodhart and H. -Z. Huang, “The Lender of Last Resort”, *Journal of Banking & Finance* 29, 2005, pp. 1060 - 1061; J. -C. Rochet and X. Vives, “Coordination Failures and the Lender of Last Resort: Was Bagehot Right After All”, pp. 2 - 3.

④ C. A. E. Goodhart and H. -Z. Huang, “A Model of the Lender of Last Resort”, *IMF Working Paper*, No. 39, 1999, p. 14; R. Nijskens and S. C. W. Eijffinger, “The Lender of Last Resort: Liquidity Provision versus the Possibility of Bail - Out”, *CEPR Discussion Paper*, No. 7674, 2010. pp. 4 - 5; R. Repullo, “Liquidity, Risk Taking, and the Lender of Last Resort”, *International Journal of Central Banking*, No. 1, 2005, pp. 48 - 50.

公开市场业务及其他创新政策工具向金融市场提供流动性。^① 例如次贷危机爆发后,美联储在一年之内陆续启动短期贷款拍卖(TAF)、定期证券借贷工具(TSLF)、一级交易商融资便利(PDCF)、货币市场共同基金流动性工具(AMLF)、特殊目的机构(SPV)、商业票据融资工具(CPFF)、货币市场投资者融资工具(MMIF)、以及资产抵押证券贷款工具(TALF)等令人眼花缭乱的工具组合,向市场共投放了 8000 多亿美元^②,为稳定金融市场发挥了重要作用。

第四,中央银行不再是承担最后贷款人职能的唯一主体。1993 年,古德哈特(Goodhart)和肖恩梅克(Schoenmaker)对全世界 24 个工业国家的 104 个银行危机案例进行抽样发现,央行参与的 27 次救助行动中,央行是唯一出资人的情况只有两例,其余救助都是在央行与商业银行、存款保险机构或政府财政部等机构的合作下实施。^③ 在次贷危机中,美联储也是联合财政部、联邦存款保险公司(FDIC)、美洲银行和摩根大通等公私机构参与救助,共同发挥了最后贷款人功能。德国在 1974 年由联邦银行牵头,各类金融机构共同出资成立流动性联合银行(Liquiditäts-Konsortialbank GmbH),以履行最后贷款人职能。尽管如此,鉴于中央银行拥有货币发行权,并可以通过创造高能货币满足无限量的紧急流动性需求,因此央行的参与对于最后贷款人机制来说仍是不可或缺的。

(三) 现代“最后贷款人”概念

虽然最后贷款人机制的外延与内涵随着社会的进步而不断扩展,但古典最后贷款人理论的核心理念在当代依然存在。现代最后贷款人机制可被理解为:“在实行部分准备金制和中央银行垄断货币发行的前提下,面对流动性需求非正常增加却无法通过其他途径得到满足的情况,为避免金融恐慌,最后贷款人可伺机向金融市场提供无限流动性救助,且这一职能亦为外界所认知”的制度安排。一言蔽之,一个机构是否作为最后贷款人,取决于其是否能够(can)、可以(may)并愿意(will)提供无限流动性救助,以及这一能力(ability)、职权(power)

① V. V. Achary, D. Gromb and T. Yorulmazer, “Imperfect Competition in the Interbank Market for Liquidity as a Rationale for Central Banking”, *CEPR Discussion Paper*, No. 6984, 2008, p. 3; M. D. Bordo, “The Lender of Last Resort”, *NBER Working Paper Series*, No. 3011, 1989, p. 9.

② 资料数据来源于美联储网站公告: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/all/2007all.htm> 2012 年 10 月 28 日访问。

③ C. Goodhart and D. Schoenmaker, “Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated”, p. 552.

和意愿(will) ^①是否被外界所认知。

最后贷款人机制虽然存在一定的道德风险,但历史经验证明,由于金融体系的内在脆弱性和传染性风险,最后贷款人机制对于金融体系的安全与稳定十分重要。^②如20世纪30年代美国大萧条,以及近年来在墨西哥(1995年)、亚洲(1997-1998年)、俄罗斯(1998年)和阿根廷(2000-2001年)等地爆发的金融危机,都与相关机构未能切实履行其最后贷款人职能有密切关系。^③与此截然不同,美联储在1987年黑色星期一纽约股市暴跌、1998年LTCM事件、2001年“9·11”恐怖袭击以及2007年次贷危机等事件中,及时向市场发出明确的救助信号,并事实上向市场注入流动性,扮演了最后贷款人角色,使得金融市场转危为安。而欧元区当前的困境恰与最后贷款人的缺失密不可分。虽然欧盟、欧元区与国际货币基金组织先后启动各种修复与救助机制,但由于最后贷款人机制的缺失,市场信心依旧低迷,流动性危机久拖不决,恐慌不断蔓延,波及银行业与财政状况良好国家^④,并冲击实体经济,金融市场的系统性风险不断增加,欧元濒于崩溃边缘。^⑤面对危机,设立欧元区最后贷款人,或者说希望欧央行扮演最后贷款人角色的呼声此起彼伏。

二 欧元区最后贷款人何在?

(一) 欧央行?

2008年9月全球金融危机爆发后,欧元区也受到严重冲击,信贷与流动性出现收缩迹象,主要成员国面临经济衰退危险。^⑥在通货膨胀压力缓解的背景

^① 此处“能够”对应“能力”,“可以”对应“职权”、“愿意”对应“意愿”。

^② G. Antinolfi, E. Huybens and T. Keister, “Monetary Stability and Liquidity Crises: The Role of the Lender of Last Resort”, *Journal of Economic Theory*, Vol. 99, July 2001, p. 189.

^③ C. A. E. Goodhart and H. -Z. Huang, “The Lender of Last Resort”, *Journal of Banking & Finance*, No. 29, 2005, p. 1061.

^④ 例如西班牙2010年第四季度之前,国债余额占GDP比重一直在60%的警戒线之内,但受主权债务危机影响,其十年期国债收益率反常上扬,从2010年10月份的4.04%飙升至2012年7月份的6.79%。数据参见欧洲央行网站: <http://sdw.ecb.europa.eu>, 2012年10月27日访问。

^⑤ IMF, “Euro Area Policies, 2012 Article IV Consultation”, *IMF Country Report*, No. 12/181, p. 4.

^⑥ 可参考欧洲央行相关数据: <http://www.ecb.int/press/pr/stats/md/html/index.en.html>, 2012年10月28日访问。

下,为消除实业与个人消费领域的流动性紧张,欧央行不再满足于传统利率政策^①,而陆续引入名目繁多的所谓“非常规措施”(non-standard measures),以改善欧元区融资条件与流动性状况。^②这些非常规措施主要包括:(1)2009年5月与2011年11月先后公布两轮“欧元计价的资产担保债权购买计划”(euro-denominated covered bonds purchase programme,简称CBPR)额度分别为600亿和400亿欧元;^③(2)2009年6月宣布以固定利率招标方式进行一轮大规模一年期“长期再融资操作”(longer-term refinancing operations,LTRO);^④(3)2010年5月,因“紧张的局势阻碍货币政策传导机制及影响中期价格稳定”,而宣布实施“债权市场计划”(Securities Market Programme, SMP);^⑤(4)2011年12月8日宣布再实施一轮三年期LTRO。^⑥

有学者认为,这些措施表明欧央行已经事实上在行使最后贷款人职能。^⑦笔者认为,该观点颇值得商榷。一个机构是否可以作为最后贷款人,取决于其是否能够、可以并愿意提供无限流动性救助,以及这一能力、职权和意愿是否被外界所认知,这些条件缺一不可。欧央行拥有欧元区货币发行的专属权利^⑧,理论上具有提供无限流动性能力。但根据《欧洲联盟运行条约》(Treaty on the Functioning of the European Union)第127条第1款规定“欧央行(政策)的首要目标是维持价格稳定。在不影响这一目标的前提下,应支持欧盟总体经济政策,以努力实现《欧洲联盟条约》(Treaty on European Union & Comments)第3条确定的目标。”^⑨因此,欧央行是否向市场注入流动性以及流动性规模的大小,

① 从2008年10月起至2009年5月的7个月内,欧央行连续7次降息,基准利率从4.25%降至1.00%。2012年7月11日再次下调至0.75%。数据参见欧洲央行网站 <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>, 2012年10月28日访问。

② ECB, “Monthly Bulletin June 2009”, pp. 9-10.

③ ECB, “Press Release on 30 June 2010”, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100630.en.html>; ECB, “Press Release on 03 November 2011”, http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111103_1.en.html, 2012年10月27日访问。

④ ECB, “Monthly Bulletin June 2009”, pp. 9-10.

⑤ ECB, “Press Release on 10 May 2010”, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>, 2012年10月28日访问。

⑥ ECB, “Press Release on 8 December 2011”, http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html, 2012年10月28日访问。

⑦ W. Buiter and E. Rahbari, “The European Central Bank als Lender of Last Resort for Sovereigns in the Eurozone”, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 50, Annual Review, 2012, pp. 6-35.

⑧ 《欧洲联盟运行条约》第128条第1款。中文译本参见《欧洲联盟基础条约——经〈里斯本条约〉修订》程卫东、李靖堃(译)北京:社会科学文献出版社2010年版,第97页。

⑨ 参见《欧洲联盟运行条约》第127条第1款。

原则上皆应以不损害价格稳定这一首要目标的实现为前提,故其不掌握提供无限量流动性的职权。2008 年全球金融危机以来,前述非常规措施不是事先确定规模,例如 CBPR 计划;而是临时与有限的,例如 SMP 和 LTRO 计划,^①而且 LTRO 本身就是央行公开市场业务的常规政策工具,欧央行不过是对期限与利率进行了调整。事实上,上述非常规措施的实施很大程度上得益于 2008 年金融危机爆发以来欧元区长期在低位运行(甚至负增长)的通胀水平。^②同时,欧央行管理层也在各种场合表态,其不会提供无限量流动性,所有措施都不会损害维持价格稳定这一首要目标^③,这表明欧央行缺乏充当最后贷款人的意愿。上述事实,让市场无法产生“欧央行是欧元区最后贷款人”的普遍认知,这一点可从外界不断督促欧央行应扮演最后贷款人的呼声中反映出来,例如国际货币基金组织(IMF)在其 2012 年 7 月 18 日发布的《欧元区政策报告》中指明,欧央行应被充分授权,承担最后贷款人角色。^④综上所述,虽然欧央行有提供无限量流动性的能力,但其货币政策(即使是非常规措施)受制于其维护价格稳定的首要目标,而并不具充当最后贷款人的职权与意愿,且外界普遍对此亦有明确认识,故非常规措施下的欧央行并非最后贷款人。

(二) 欧元区成员国政府?

1992 年 7 月 29 日通过的《欧洲联盟条约》第 104c 条第 2 款^⑤与《过度赤字程序议定书》第 1 条^⑥规定,欧盟成员国应把财政赤字与政府负债分别控制在 3% 与 60% 以内。1997 年 6 月 17 日,欧盟通过《稳定与增长公约》的多边监管与

① 参见德拉吉(M. Draghi)2012 年 4 月 25 日在欧洲议会经济与货币事务委员会听证会上的讲话, <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120425.en.html>, 2012 年 10 月 29 日访问;以及阿斯姆森(J. Asmussen)2012 年 1 月 19 日接受德国广播电台(Dradio)采访时发表的言论, http://www.dradio.de/dlf/sendungen/interview_dlf/1655841/, 2012 年 10 月 29 日访问。

② 欧元区通胀率数据参见欧洲央行数据: http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.ANR, 2012 年 10 月 29 日访问。

③ 对此,德拉吉与阿斯姆森均有明确表态。

④ IMF, “Euro Area Policies: 2012 Article IV Consultation”, *Country Report*, No. 12/181, July 2012, p. 14.

⑤ “Treaty on European Union”, Official Journal, C 191, 29. 07. 1992, <http://eur-lex.europa.eu/en/treaties/dat/11992M/htm/11992M.html>, 2012 年 10 月 29 日访问。

⑥ “Protocol on the Excessive Deficit Procedure”, <http://www.lisbon-treaty.org/wcm/the-lisbon-treaty/protocols-annexed-to-the-treaties/663-protocol-on-the-excessive-deficit-procedure.html>, 2012 年 10 月 29 日访问。

过度赤字程序将前述这一规定加以落实。^① 面对危机,欧元区部分国家政府虽然有提供救助的意愿与职权,但在这一法律框架下,却不具有提供无限流动性救助的能力,况且危机本身就是由于部分国家主权债务不堪重负,市场对其偿债能力产生质疑所引发。就此而言,各国财政部或其他政府部门显然无法扮演最后贷款人角色。

(三) 各类危机救助机制?

2009 年 12 月希腊债务危机爆发之后,欧元区缺乏相应紧急救助机制的弊端暴露无遗。2010 年 3 月,欧元区政府开始商议参考 IMF^② 架构设立欧洲货币基金(European Monetary Fund, 简称 EMF),以便在必要时向欧元区受困国家提供流动性,维护金融稳定。^③

2010 年 5 月,欧盟援引《欧洲联盟运行条约》第 122 条“如一国由于自然灾害或不可控的特殊事件而遭遇困难或者受到严重威胁,可提供救助”的相关规定,以规避同一条约第 125 条的不救助条款(No - Bailout - Clause)^④,从而建立起临时性救助机构“欧洲金融稳定基金”(European Financial Stability Facility, 简称 EFSF)。这一机制于 2010 年 6 月 7 日启动,计划将运行至 2013 年 6 月 30 日,目的是通过资金救助来维护欧元区金融稳定。欧元区国家为 EFSF 提供总额为 4400 亿(2012 年 10 月 19 日扩容为 7800 亿)欧元的担保,使其具有 2500 亿(扩容后为 4400 亿)欧元的放贷能力。其可发行债券融资,并在一级与二级市场上购买国债,还可通过对政府提供贷款帮助金融机构进行资本重组等。提供救助的前提条件是成员国政府须满足适当条件,例如经济结构调整或财政状况改善等。类似的临时性机构还有放贷额度为 600 亿欧元的“欧洲金融稳定机

① “Resolution of the European Council on the Stability and Growth Pact Amsterdam, 17 June 1997”, Official Journal, C 236, 02. 08. 1997, [http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31997Y0802\(01\):EN:HTML](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31997Y0802(01):EN:HTML), 2012 年 10 月 28 日访问。

② 目前,各国认缴 IMF 份额总计为 7200 亿美金,其缺乏对大型经济体的救助能力,亦不能提供无限流动性,参见 IMF 官方网站, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/quotas.htm>, 2012 年 10 月 30 日访问。

③ 相关报道参见《德国商报》(Handelsblatt) 2012 年 3 月 8 日报道, <http://www.handelsblatt.com/politik/international/eurozone-ezb-lehnt-eu-waehrungsfonds-strikt-ab/3385398.html>, 2012 年 10 月 29 日访问。

④ 参见 <http://www.lisbon-treaty.org/wcm/the-lisbon-treaty/treaty-on-the-functioning-of-the-european-union-and-comments/part-3-union-policies-and-internal-actions/title-viii-economic-and-monetary-policy/chapter-1-economic-policy.html>, 2012 年 10 月 29 日访问。

制”(European Financial Stabilization Mechanism, 简称 EFSM)。^①

在此基础之上,2010年12月17日,欧元区国家决议建立一个永久性金融救助机制“欧洲稳定机制”(ESM),以替代 EFSF 和 EFSM。这一金融机构的成立使得 EMF 的设想成为现实。欧元区各国为 ESM 认缴资金总额为 7000 亿欧元,使其具有 5000 亿欧元的放贷能力。与 EFSF 相比,ESM 除了具有永久性之外,还具有更加灵活的特征。ESM 可以绕开政府直接向陷入危机的成员国银行注资;同时,救助的前提条件也适当放宽,只要该成员国已经采取措施努力削减财政赤字和债务就可以获得救助,而无须被强制接受新的紧缩或者改革要求。^②

这些机制的任务就是在紧急情况下提供资金救助、稳定金融市场。就此而言,这些机制具有履行最后贷款人职能的充分职权与意愿。但是,它们的救助资金额度有限,不具备提供无限流动性能力。基于这一情况,外界基本上不认可这些救助机制能够充当最后贷款人角色;甚至随着危机的恶化,救助机制本身的偿债能力亦开始受到市场质疑。^③因此,缺乏相应能力与外部认可的 EFSF、EFSM 以及 ESM,都无法单独履行最后贷款人职能。

(四) 小结

尽管欧央行、欧元区各国政府以及 IMF 采取了许多措施来为欧元区市场补充流动性,以期稳定市场信心,但却无法改变欧元区不存在最后贷款人这一事实以及外界对这一事实的普遍认知,从而导致市场恐慌情绪始终挥之不去。银行同业市场依然紧张,国债市场更是被严重扭曲,融资难度与成本不断增加,越来越多的国家面临陷入债务危机的威胁,流动性危机不断加剧。^④

三 OMT 购债计划与最后贷款人

(一) OMT 购债计划

① 参见 EFSF 官方网站 <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>, 2012 年 10 月 29 日访问。

② 参见 ESM 官方网站 <http://www.esm.europa.eu/index.htm>, 2012 年 10 月 29 日访问。

③ 2012 年 1 月 16 日,标普把 EFSF 评级从 AAA 下调至 AA+, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/euro-rettungsfonds-s-p-stuft-efsf-herab-11609734.html>, 而 2012 年 7 月 25 日穆迪将其展望调整为负面, http://www.moody.com/research/Moodys-changes-outlook-on-the-EFSFs-PAaa-rating-to-negative--PR_251335, 2012 年 10 月 30 日访问。

④ 相关数据参见欧洲央行官方网站,如十年期国债收益率, <http://sdw.ecb.europa.eu>, 2012 年 10 月 31 日访问。

面对危局,欧央行于 2012 年 9 月 6 日公布了新的非常规措施——OMT 购债计划细节。在该框架下,如受困国满足申请 EFSF/ESM 一级市场购债的条件,欧央行可在二级市场无限量购买其 1-3 年期国债。同时,欧央行可自行决定购债行动的开始、持续及暂停,并定期公布 OMT 购债相关信息,而所购债券将会被完全冲销,且 OMT 所购债券不具债权人优先地位。^①德拉吉表示,欧洲央行此举是为了纠正因无端恐慌而严重扭曲的国债市场,以维护货币政策单一性及其传导机制,避免欧元区价格稳定受到破坏性影响。^②

与此前非常规措施不同的是,OMT 的推出及欧央行领导层的表态,明确表明了欧央行为市场提供无限流动性,以维护金融稳定的意愿,而这种意愿的转变也在逐渐改变市场对其角色的认知。外界开始争论,欧洲央行是否正在成为最后贷款人。^③市场信心的恢复也反映出此种认知的转变,OMT 计划公布后,欧洲债市形势迅速出现逆转,受危机困扰的西班牙 10 年期国债平均收益率从八月的 6.58% 降至九月的 5.91%,意大利从 5.82% 降至 5.25%,葡萄牙从 9.89% 降至 8.62%,希腊从 24.34% 降至 20.91%;而避险的德国 10 年期国债收益率则从 1.34% 升至 1.49%,欧洲股市与欧元汇率也纷纷上扬。^④受困国在市场融资能力加强,成本下降,危机开始缓解。^⑤

欧央行具有提供无限流动性的能力,OMT 的出台又显示出其意愿的存在,但是相关法律并没有赋予其行使最后贷款人职能的职权,外界关于其“是否是最后贷款人”的争议根源也正在于此。如欧央行最终被赋予这样的职权,其最后贷款人角色将会得到市场普遍认可,而成为真正意义上的最后贷款人,流动性危机与恐慌情绪将可得到化解。那么,未来形势的发展会是这样么?

(二) 最后贷款人与“价格稳定”

《欧洲联盟运行条约》第 127 条第 1 款规定,“欧洲央行体系的首要目标是

① ECB, “Press Release on 06 Sep. 2010, Technical Features of Outright Monetary Transactions”, http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html, 2012 年 10 月 30 日访问。

② M. Draghi and V. Constâncio, “Introductory Statement to the Press Conference on 06. Sep. 2012”, <http://www.ecb.int/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>, 2012 年 10 月 30 日访问。

③ W. Buiter and E. Rahbari, “The European Central Bank as Lender of Last Resort for Sovereigns in the Eurozone”, *Journal of Common Market Studies*, Vol. 50, Annual Review, 2012, pp. 6-35.

④ 数据来源于欧央行官方网站: <http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html>, 2012 年 10 月 30 日访问。

⑤ OMT 出台以来,受困国国债发行普遍需求旺盛,平均收益率亦一路走低,例如西班牙分别在 9 月 20 日、10 月 4 日、10 月 16 日和 10 月 23 日发行国债都取得成功。

维持价格稳定。在不影响这一目标的前提下,应支持欧盟总体经济政策,以努力实现《欧洲联盟条约》第3条确定的目标……”。而《欧洲联盟条约》第3条第3款规定,“……努力实现建立在经济平衡发展、价格稳定、具有高度竞争性的社会主义市场经济基础之上的欧洲的可持续发展,以实现充分就业……”。因此,价格稳定不仅仅是欧央行的首要目标,也是整个欧盟发展的主要目标之一。而《欧洲联盟运行条约》第123条禁止政府通过欧央行及各国央行融资、第126条避免成员国过度赤字以及第130条保证中央银行独立性的规定,亦都是服务于价格稳定这一目标。^①

“价格稳定”之所以在欧元区经济与货币政策中处于如此核心的地位,是与欧盟所奉行的社会市场经济模式密不可分的。德国社会市场经济创始人路德维希·艾哈德(Ludwig. Erhard)与阿尔弗雷德·米勒-阿尔马克(Alfred Müller - Armack)在设计社会市场经济理想模式时,广泛吸纳了弗莱堡学派及其秩序自由主义思想理念。其核心观点认为,经济绩效和维护人类尊严存在条件的保障,唯有通过竞争秩序才能得到实现;^②而“如果一定的币值稳定不能保证,那么所有落实竞争秩序的努力都是徒劳的。因此,对于竞争秩序来说,货币政策占有首要地位”。^③因此,“长期保持价格稳定以及相应的目标良好的通货膨胀预期不仅是最好的,而且是货币政策能够长期为增长和就业做贡献的唯一方法。如果中央银行偏离这个目标,它不仅不能为实现‘其他目标’做出正面贡献,而且,恰恰相反,它还不能实现它的真实任务”,^④价格稳定在社会市场经济模式中被置于不容置疑的首要位置。

社会市场经济模式及其价格稳定理念深入人心,被所有欧元区国家所接受,并被写入《欧洲联盟条约》与《欧洲联盟运行条约》,在整个欧元区进行实践。而作为货币政策主管机关的欧央行也公开表示:“……货币政策能够实现良好的经济环境和高就业水平,这是价格稳定的最大贡献”。^⑤

① 中文译本参见《欧洲联盟基础条约——经〈里斯本条约〉修订》,第94-98页。

② [德]何梦笔主编《秩序自由主义》,北京:中国社会科学出版社2002版,第2-7页。

③ W. Eucken, “Grundsätze der Wirtschaftspolitik”, Tübingen Francke u. Mohr Verlag, 1955, p. 256.

④ [德]奥特马从·伊辛《欧元的诞生》,北京:中国金融出版社2011版,第49-50页;相关论述还可参见[美]埃德蒙·S·菲尔普斯《通货膨胀政策与失业理论:货币计划的成本-收益方法》,北京:北京大学出版社2010版。

⑤ 参见欧洲央行官方网站, <http://www.ecb.int/ecb/tasks/html/index.en.html>, 2012年10月31日访问。

欧央行如被授予提供无限流动性的职权,成为充分意义上的最后贷款人,因其履行最后贷款人职能时提供的流动性都是基础货币,尽管可采取冲销措施,但长期看来这无疑会限制其货币政策的操作空间与独立性,从而影响维持价格稳定这一首要目标的实现。尤其是当市场本已存在通胀压力或通胀已经高企时,这一职权与“维持价格稳定”目标便很可能产生直接冲突。^①因此,欧央行要成为最后贷款人,就必须放弃“维持价格稳定”这一首要目标。

加入欧央行不再以“维持价格稳定”为首要目标,就意味着“价格稳定”理念及其背后的社会市场经济模式在欧元区的破产。欧元区现有的各类框架,尤其是《欧洲联盟条约》和《欧洲联盟运行条约》都要重新进行修订与设计。但面临危机,欧元区各国领导人一致表明:将在严格遵守欧盟现有各类框架的基础上,继续推进更强有力的经济联盟建设。^②这说明,在社会市场经济模式下继续推动欧洲一体化进程,仍然是欧元区各国的共识。欧央行“维护价格稳定”的货币政策首要目标仍不可撼动。

此外,《欧洲联盟条约》第48条规定,两部条约的修订经过欧盟层面的各项法定程序后,须经所有成员国按各自宪法规定批准后方可生效。^③就此而言,通过重新修订《欧洲联盟条约》和《欧洲联盟运行条约》来调整欧洲央行货币政策首要目标的方案在技术上亦没有可操作性。这是因为,一方面,修正案程序冗长,而危机近在眼前,远水不解近火;另一方面,作为社会市场经济模式的发源地,德国的稳定文化早已根深蒂固,就如德国联邦银行前行长汉斯·蒂特迈尔(Hans Tietmeyer)所说“1923年的通货膨胀对我国未来命运的走向有着显著的影响……以稳定的货币为目标,这已深深植根于我们的社会。这基于社会各阶层民众广泛的共识,基于一种稳定的文化。这就是为什么德国民众(尤其是在特

① 相关文献参见 M. Frenkel and L. Menkhoff, “Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur”, Berlin, Heidelberg, 2000, p. 8; B. D. Smith and W. E. Weber, “Private Money Creation and the Suffolk Banking System”, *Journal of Money Credit Banking*, No. 31, 1999, pp. 624-659; G. Antinolfi, E. Huybens and T. Keister, “Monetary Stability and Liquidity Crises: The Role of the Lender of Last Resort”, *Journal of Economic Theory*, Vol. 99, July 2001, pp. 189-190。

② ESM Treaty Signed by the 17 Euro Area Member States on 02. Feb. 2012, http://118.26.57.15/1Q2W3E4R5T6Y7U8I9O0P1Z2X3C4V5B/www.esm.europa.eu/pdf/esm_treaty_en.pdf, 2012年10月31日访问。

③ 中文译本参见《欧洲联盟基础条约——经〈里斯本条约〉修订》,第53-55页。

殊时期)一次次坚定地拥护以稳定为导向的货币政策原因所在”。^①修正案必然无法在德国通过。欧央行要被赋予“最后贷款人”职权也不过是黄粱一梦。

(三) 最后贷款人与“责任共担”

假如欧央行被授权可提供无限流动性,那么从理论上,购买债券可能会产生亏损,而这种亏损额度是不可预知,甚至是无限的。亏损最终须由欧元区成员国来共同承担,但德国联邦宪法法院在2011年9月7日关于EFSF以及2012年9月24日关于ESM的判决鲜明地表明,“联邦议会不可对‘国家间或超国家层面上约定的、没有严格附加条件(时间、额度等)并且影响不可预知,后果无法控制的担保或者机制’提供授权”。^②就此而言,欧央行如被赋予最后贷款人职权,显然有悖于这一原则。

(四) 小结

综上所述,赋予欧央行“最后贷款人”职权,一方面会影响其实现维护价格稳定的首要目标,而“价格稳定”这一货币理念在欧元区从意愿到技术层面都无法撼动;另一方面可能会导致欧元区各国承担无限责任,而这又必定不被部分国家所接受。因此,尽管欧央行推出OMT,但欧央行不可能被授予提供无限流动性的职权,而单独成为真正意义上的最后贷款人。

四 OMT 与 ESM 下的制度创新

综上,欧央行仍将在现有的《欧洲联盟条约》和《欧洲联盟运行条约》框架下履行其以维持价格稳定为首要目标的货币政策。无论是宣称OMT的出台是基于“理顺货币政策传导机制,以维护价格稳定”的需要,还是OMT只能在二级市场购债以及债券会被冲销,都表明欧央行仍遵循其传统行为模式。欧央行推出OMT,更多是希望通过明确表达充当最后贷款人的意愿,来影响市场对其角色认知,以提振市场信心。如果市场认识到其能力及意愿,导致市场认知发生根本转变,市场信心得到提振,受困国与银行也能正常地从市场融资,那么欧央行自然

^① H. Tietmeyer, “Fifty Years of the Deutsche Mark: A Currency and Its Consequences”, J. Holscher, *Fifty Years of the Deutsche Mark: Essays in Honour of Stephen F. Frowen*, London, 2001, pp. 11 – 12.

^② 裁决文本参见 http://www.bverfg.de/entscheidungen/rs20110907_2bvt098710.html, 2012年10月31日访问。

乐见其成。假使情况仍不乐观,受困国(例如最近反复被热炒的西班牙)最终向 OMT 提出救助申请,则欧央行可顺势以“理顺货币政策传导机制,以维护价格稳定”的特殊理由提供流动性。如此,一方面可在不明显逾越其权限的前提下提供事实上的救助;另一方面也可做实“欧央行是欧元区最后贷款人”这一“事实”,从而表面上解决欧元区最后贷款人有没有的问题。

然而,这种非常规手段,因其可能引发通胀的危险性,即使是极偶然的施行亦会遭到坚持货币稳定理念者,尤其是德国央行的强力抵制,^①故不存在长效和经常实施的可能性。但金融市场上规模不一的流动性危机此起彼伏,如欧央行受现行制度框架掣肘而不能以最后贷款人身份及时应对,“欧央行不具备提供无限流动性的职权,是‘伪’最后贷款人”的认识便会卷土重来,之前所有稳定市场信心的努力将会灰飞烟灭,市场又会重新陷入动荡。故欧元区需要一个可实施日常救助的机制来与欧央行进行配套,共同履行最后贷款人职能。

目前看来,扮演这个角色的无疑是具有提供流动性意愿与职权的 ESM,无论是其本身就被定义为欧盟金融市场永久救助机制,还是 OMT 的救助条件与 ESM 挂钩,都表明:随着 ESM 在各国陆续被依法通过,^②这一机制与欧央行的配套组合,将会在欧元区扮演最后贷款人角色,以稳定金融市场。并且,这个制度创新亦有其优越性:第一,ESM 救助方式与对象灵活,可在一级市场以及在二级市场操作,可救政府也可救银行;第二,ESM 设定容量上限,可避免欧元区国家相互承担无限责任,但在必要时又可在成员国同意下扩容,增强其应付危机的能力,如实在无法应付,欧央行最后还可以“理顺货币政策超导机制以维护价格稳定”为由出手兜底;第三,ESM 提供的资金来源于政府注资担保和市场融资,相比欧央行直接投放基础货币,其在履行日常救助职能时对价格稳定影响更小;第四,ESM 与 OMT 都通过设定前提条件的“建设性模糊”机制及严格的事后信息来规避相应道德风险,并督促救助对象尽力调整以满足相应救助条件。^③没有 ESM 的欧央行无法长效履行最后贷款人职能;而没有欧央行的 ESM 又不具备稳定市

① 大量德国政治家,特别是德国央行行长 J. Weidemann 公开表示反对 OMT 计划,并以辞职相威胁, <http://www.wsws.org/de/2012/okt2012/euro-o30.shtml>, 2012 年 11 月 1 日访问。

② 2012 年 9 月 12 日,德国宪法法院裁决 ESM 符合宪法条款。

③ ESM Treaty Signed by the 17 Euro Area Member States on 02. Feb. 2012, http://118.26.57.15/1/Q2W3E4R5T6Y7U8I9O0P1Z2X3C4V5B/www.esm.europa.eu/pdf/esm_treaty_en.pdf, 2012 年 10 月 31 日访问。

场信心的能力; OMT 的推出,巧妙地两者衔接起来,而共同履行有能力、有职权并有意愿提供无限流动性,并且其角色被市场所认知的最后贷款人角色。

五 总结与展望

最后贷款人机制是确保金融市场稳定的重要制度环节,在实行部分准备金制和央行垄断货币发行的情况下,因中央银行专有提供无限流动性的能力,故没有央行参与的最后贷款人机制无法得到市场认可与信任,这一点已在历次危机中得到印证,且在当前的欧债危机下表现得尤为充分。

由于特殊的经济治理模式与政治架构,欧央行无法独自承担最后贷款人角色,但却创造性地通过 OMT 计划引进财政共担救助机制 ESM 来共同行使最后贷款人职能,一方面解决了欧元区最后贷款人缺失的制度性难题,另一方面也通过 ESM 的建设吹响了欧元区财政一体化的号角。这不仅是欧洲一体化进程中的制度创新,也是对最后贷款人理论与实践的丰富与扩展。

然而,最后贷款人作用的发挥,还有赖于财政契约与银行联盟的成功落实。没有对过度财政赤字的约束以及欧元区金融机构统一的监管、存款担保和清算,最后贷款人面对的将是一个无底洞,长久下去反会引火烧身。欧元区财政契约与银行联盟近来紧锣密鼓的推进表明,欧元区各国正致力于通过最后贷款人、财政契约与银行联盟的有效组合来消除引发危机的制度性缺陷,而这无疑需要欧洲人更多的努力与创新。历史证明,欧洲一体化进程是欧洲人通过创新一次次战胜危机的历程,而欧洲人对此也充满信心,正如德拉吉所言“有众多理由(让我们)对欧洲会找到出路表示乐观,过去数十年欧洲一直在朝着更强大和更统一的方向前进,当面临挑战时,我们总能找到解决方案”。^①

(作者简介:胡琨,中国社会科学院欧洲研究所助理研究员;责任编辑:孙莹炜)

^① 参见德拉吉 2012 年 9 月 6 日讲话, <http://www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120906.en.html>, 2012 年 11 月 1 日访问。

operating and the debates within it about its nuclear strategy are the most outstanding. However, it is the United States who plays the key role in deciding the NATO's nuclear strategy.

87 Institutional Innovations of the Lender of Last Resort Facility in the Euro Zone

HU Kun

Since the eruption of the European debt crisis, the protracted Eurozone liquidity stress has led to a crisis of confidence. Whether the European Central Bank (ECB) will assume the role of the Lender of Last Resort (LLR) becomes the focus of debates. Started by clarifying the definition of the LLR, this paper, based on the special economic governance model and legal framework of the euro zone, tries to analyze the possibility for the ECB or any other existing institutions to take the role of the LLR. As the conclusion shows, with the introduction of a debt – purchasing programme based on the Outright Monetary Transactions (OMT), the ECB and the European Stability Mechanism (ESM) will creatively play the role of the LLR of the euro zone.

102 A Regulatory Interpretation of the EU's Public Policies

JIA Wenhua

Referring to the classification of public policies, the regulatory theories claim that the EU is, in essence, a post – modern union mainly to undertake regulatory functions, and that the achievements of the European integration have primarily been brought about by the successful development of the regulatory policies at the Community level. However, the EU is now facing a pressing crisis of credibility originated from the over – delegation of power, mixed governmental structure and the implicit operational principles. The way out is to establish a full – fledged regulatory agency system in order to differentiate the supra – national tasks while simultaneously enhancing the policy efficiency. Based on the normative and positive surveys, the author points out that the EU's regulatory policies are confronted with the pressing challenges of both credibility and policy inconsistency. While the former is less likely to be completely overcome because of its institutional roots, it is possible to adjust the latter due to the progressive institutional reforms since the beginning of the 1990s.

120 A Political Economy Analysis of the Struggle for International Capital Rules

WU Daxin

To provide comparable financial information according to the single accounting