



# 孙天琦：2008 年国际金融危机后有关央行“最后贷款人”职责的讨论（二）



【财新网】(专栏作家 孙天琦) 2008 年国际金融危机期间, 几家主要经济体央行对影子银行体系和金融市场提供了大规模直接救助, 超出了传统最后贷款人 (lender of last resort) 职能的范畴。对影子银行机构和金融市场实施救助的央行一般被称为“最后交易商” (dealer of last resort) 和“最后做市商” (market maker of last resort), 因其救助方式往往是单向买入而非做市等特征, 有时也被称为“最后购买人” (purchaser of last resort), 甚至被称为“最后流动性再保险人” (re-insurer of liquidity of last resort)。对比来看, 传统的最后贷款人侧重于对单家机构尤其是银行的流动性危机 (run on the bank) 进行救助, 而最后做市商等新职能更侧重于对金融市场的流动性危机 (run on the market) 进行救助。金融危机中, 市场往往面临集中抛售, 资产价格急剧大幅下跌, 导致市场的交易和融资功能陷入停滞, 货币政策传导也可能受到影响。这种情况下, 非常规救助措施有助于打破集中抛售自我强化的负向循环, 抑制恐慌情绪蔓延, 帮助市场恢复正常交易, 维持市场上合理的信用流动, 进而疏通货币政策传导机制。但非常规救助措施也存在容易引发道德风险、造成公共资金损失、扭曲市场运行、政策退出难等一系列问题。非常规救助政策的长期存在, 还有可能模糊央行和财政的关系, 其带来的货币投放也有可能拖累货币政策操作。危机后, 主要经济体将改革重点转向了构建系统性风险防范机制和市场化金融风险处置机制, 并强化金融监管和宏观审慎管理。

## 一、此次危机中主要央行危机救助行为的拓展

传统央行“最后贷款人”及金融安全网主要解决银行挤兑风险及传染问题，但 2008 年危机期间，以美联储为代表的几家主要央行，向部分非银行类金融机构和金融市场提供了非常规、紧急性救助。部分研究将此次危机中几家主要央行救助行为的拓展，视作传统“最后贷款人”机制的延伸 (Dobler, 2017)，或将央行救助金融市场视作其承担“最后做市商”职能 (Tucker, 2014)；或因救助对象包括非银行类金融市场交易商而将央行视作“最后交易商” (Perhling, 2014)。有研究指出，央行救助金融市场行为只是单向买入而远非做市，其角色是金融市场单边的“最终购买人” (Dobler, 2016)。还有研究认为，如果将商业银行视作面向实体经济的流动性保险机构 (liquidity insurer)，则危机中央行实际承担了对流动性保险机构的再保险的功能 (Tucker, 2014)。

具体操作上看，因法律不允许美联储直接购买私人证券 (private securities)，美联储一直未以购买者身份直接进入金融市场，而是以提供授信或通过特殊目的载体 (SPV) 购买资产的方式对非银行类金融机构和金融市场提供救助。英格兰银行和欧央行通过扩大公开市场交易对手的方式对非银行类金融机构进行救助，此外还以直接购买证券的方式救助金融市场。

### (一) 美国

隔夜贷款的一级交易商授信机制 (Primary Dealer Credit Facility, PDCF)。该机制覆盖机构为国债市场一级交易商，相当于针对这部分机构



开设“贴现窗口便利”（DWF），目的在于缓解以非银机构为一级交易商的回购市场的流动性危机。运作机制方面，与美联储针对商业银行的贴现窗口贷款类似，一级交易商使用三方回购市场通行的投资级证券为担保品，向美联储申请隔夜贷款。贷款适用再贴现基本利率，以市场价值作为担保品估值，没有估值折扣（haircut），也没有其它惩罚性条件。

28 天定期担保贷款机制（Term Securities Lending Facility, TSLF）。与 PDCF 相比，TSLF 为非银行类一级交易商提供期限更长的授信支持。运作机制方面，金融机构可以用投资级证券或适用于公开市场操作的金融工具作抵押，向美联储申请借入国债，借贷期限为 28 天，同时支付一定比例的交易费（lending fee）。美联储以市场价值作为担保品估值，并通过单一价格拍卖机制确定交易费，按中标比例在主交易商中进行国债分配。

资产支持商业票据货币市场共同基金流动性便利（Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, AMLF）。该机制是指美联储通过向银行及公开市场交易商授信，支持其定向、大规模购买资产支持商业票据（ABCP），为 ABCP 市场注入流动性，帮助持有 ABCP 的货币市场基金（Money Market Mutual Funds, MMMF）应对赎回压力，抑制对 ABCP 的集中抛售。运作机制方面，由银行机构或其交易商子公司以 ABCP 为抵押向美联储申请贷款，再用贷款资金定向购买面临赎回压力的货币市场基金（MMMF）所持有的 ABCP。美联储提供的贷款为无追索权贷款（non-recourse loan，即若借款方违约，贷款方能

收回的款项仅限于抵押品，不能要求用借款方其他资产弥补缺口)，适用再贴现基本利率（prime interest rate），抵押品按照摊余成本（amortized cost）而非盯市法（mark-to-market）估值，不设置估值折扣。

3 个月期商业票据融资便利（Commercial Paper Funding Facility, CPFF）。该项目旨在遏制商业票据市场大规模抛售行为，引导市场的信用利差回归正常。运作机制方面，美联储创设一家 SPV，允许其直接从商业票据发行方购入三个月以内的无担保商业票据（CP）或资产支持商业票据（ABCP）。无担保商业票据的购买价格为票据面值按照 OIS+1%（OIS 即隔夜指数互换利率）的贴现率贴现得到，加上票面值基础的 100bp 增信费用（如该票据参加了联邦存款保险公司推出的临时流动性担保计划，可免除增信费用）；资产支持商票贴现率为 OIS+3%。票据发行方应向 SPV 一次性支付购买金额 0.1% 的运营费。SPV 以自身资产，包括购入的各类 CP 及 ABCP、运营费收入、投资收益等为抵押向美联储申请 3 个月期的贷款作为持续运营资金。

定期资产支持证券贷款机制（Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF）。该机制旨在修复以车贷、学生贷、日常消费贷为基础的资产支持证券（asset-backed securities）市场。运作机制方面，美联储创设一家 SPV，并允许持有 AAA 级资产支持证券（ABS）的机构及自然人以该证券为抵押，向美联储申请长期无追索权贷款。SPV 有义务从美联储买走抵押品，财政部和美联储对 SPV 的购买行为提供融资，其中财政部购

买 200 亿美元的 SPV 劣后级债务，超出 200 亿美元的部分由美联储提供贷款融资，且美联储的受偿顺序优先于财政部。美联储为各类证券设置不同的抵押估值折扣，并通过竞价方式确定贷款利率，每个月竞拍一次。如借款人到期无法归还贷款，SPV 将对抵押品进行处置。

## （二）英国

### 1. 向各类金融机构提供长期流动性支持

面对不断上升的金融市场压力，英格兰银行（BOE）自 2007 年底开始推出最短 3 个月、最长 3 年的流动性救助项目，期限显著长于最短隔夜、最长一个月的日常公开市场操作（OMO）。

大范围担保品长期（3 个月）回购操作（Extended Collateral Long-Term Repos, ELTRs）。该政策放宽日常公开市场回购操作的担保品要求，并提供长达 3 个月期限的资金。新增的合格担保品包括部分 AAA 级 ABS 和资产支持债券等资产。ELTRs 的最低投标利率为 OIS+50bp。同时，BOE 通过发行一周期限的央票回收过剩的银行间流动性。

最长 3 年期的特别流动性计划（Special Liquidity Scheme, SLS）。该计划允许金融机构用高品质 ABS 与 BOE 进行国债互换，互换期限最长为 3 年。为防止“污名”效应（stigmatization），BOE 设置了严格的保密条款，且劝说实力较强的大型银行参与 SLS 并维持 3 年。BOE 对 SLS 的参与机构收取费用，该费用为三个月期英镑 libor 利率与三个月期国债回购利



率的利差，费用下限为 20bp。

## 2.直接购买金融市场资产

英格兰银行于 2009 年 1 月起推出资产购买项目 (Asset Purchase Facility, 简称 APF), 并创设 SPV “资产收购便利基金” (Asset Purchase Facility Fund), 购入高评级公司债、商业票据、银团贷款和资产支持证券。最初, 英国财政部通过发行特别国债为该 SPV 提供 500 亿英镑初始购买基金。3 月 5 日, 英格兰银行货币政策委员会 (MPC) 决定将 APF 作为货币政策工具使用, 其资金来源改为央行贷款。APF 具体机制如下:

国债购买便利 (gilt purchases)。操作机制上, BOE 每周举行 2 次逆向拍卖, 购买 5-25 年期国债, 购买数量不加限制, 购买价格为逆向拍卖机制中获取的最小利差报价。金融机构也可以作为非金融企业客户的代理, 向央行出售国债。截至 2009 年 5 月 31 日, BOE 购入 640 亿英镑国债。

商业票据购买便利 (commercial paper facility)。操作机制上, 每个工作日, 票据发行机构可面向央行新发行票据或出售已发行票据, 发行或出售的贴现率根据发行人的信用评级资质在相应期限的 OIS 利率基础上加固定利差 (fixed spread) 形成。市场机构向央行出售已发行证券的情况下, 还需缴纳 25bp 的交易费。央行要求商业票据的信用评级为投资级 (investment grade) 以上, 发行币种为英镑, 发行机构为非金融企业, 筹集资金用途为实体经济特定项目。该机制下, BOE 通过成为商业票据市场的最大购买方, 降低该市场持续上升的融资利率。英国非金融企业商业

票据市场规模极小，大概为 60 亿-80 亿英镑，截至 2009 年 5 月 31 日，BOE 共购入 22.5 亿英镑非金融企业商业票据，约占该市场份额的三分之一。

公司债购买便利 (corporate bond facility)。操作机制上，BOE 每周举行 3 次逆向拍卖 (reverse auctions)，从在公司债市场担任主要做市商的金融机构手中购买投资级以上的公司债。央行为拍卖设置最小利差 (minimum spread，也即最高购入价)，然后以拍卖中的最低利差报价确定购买价格 (即设定价格购买上限)。每一次拍卖限定 BOE 对每一种债券的购买数量上限为 500 万英镑，但因为拍卖频次较高，基本可以保证市场主体有充足的机会向央行卖出债券。每次拍卖的价格都会公开，以便于引导这些债券的市场交易价格有序恢复。该便利存续期间，BOE 最高持有 16 亿英镑的公司债，规模较小。

退出机制方面，BOE 在启动 APF 之初即明确，对于通过 APF 购入的证券将持有到期或择机出售，APF 运作损失完全由财政承担，运作收益按照 BOE 现行《央行资本和收入框架》(capital and income framework) 相关规定划转财政。2013 年 3 月 31 日，BOE 首次向财政一次性划转 APF

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_28454](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28454)

