

PDF-CASE2015018

面对钱荒，央行的抉择¹

——“620 钱荒”案例分析

案例正文

摘要：2013 年上半年 PPI 连续负增长、房地产市场冷淡、外汇占款急速增长，中国经济发展面临下行压力。2013 年上半年，李克强总理三提“盘活存量”，央行连续出台文件规范商业银行的表外业务、重启央票逆回购、实行预期管理，大刀阔斧的开启深化金融改革的序幕。6 月份，受市场传闻扰动、企业税收集中清缴、端午节假期现金需求、外汇市场变化以及商业银行半年末指标考核等多种因素叠加影响，中国银行间市场出现“钱荒”。6 月 20 日，银行间隔夜拆放利率和回购利率均超过 13%，隔夜回购最高成交利率高达 30%，创出历史最高点。6 月 24 日，大盘出现崩盘式暴跌，沪指跌幅近 5%逼近 1949 点。6 月 25 日，央行暂停公开市场操作和正回购操作，并向部分金融机构提供流动性支持，钱荒基本告一段落。

关键词：钱荒，外汇占款，中央银行，隔夜拆放利率

一、引言

长期以来，由于利率管制，中国的商业银行仅仅通过息差就可以获得巨大的利润。随着的金融改革的进行和金融市场化的加速，银行业的竞争压力逐渐增大，激进的经营策略却没有完善的风险管理机制，伴随的就是经营的高风险。之前由于央行每次在流动性紧缩的时候采取宽松政策，使流动性风险由商业银行转移到了央行，央行一直承担着平复市场流动性紧

1. 本案例由中国人民大学财政金融学院何青撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

缺的责任。这种客观兜底的行为刺激了中国的商业银行采取激进的策略，借短投长、期限错配。只关心信用风险是否会影响银行的盈利能力，而忽视银行业最大的风险——流动性风险。

2013 年随着经济改革的进一步深化，“稳增长、调结构、促发展”的改革之风席卷整个中国市场。金融业的改革也正在这样的环境下稳步推进，除了利率改革、汇率改革、金融市场的改革之外，央行自身也在寻求改革。在基础货币持续供应过剩、整体宽松的流动性格局下，准备金供给长期大于需求，央行处于资金融入方的地位，这使得央行的货币政策操作处于相对困难的地位。多层次、多重权衡的货币政策目标使央行货币政策制定、反应的效率低下，常规化的货币政策工具，在市场上已留下“固化效应”，实施效果一部分会被市场预期抵消，而新型货币政策工具的告示效应不足。央行在探索自身改革方向的同时也在思考如何进行改革，试图寻求一个恰当的环境进行央行转型的实验。

2013 年 6 月份流动性紧张发生以来，央行的行为便表现出与往常的不一致。开始试图利用新型货币政策工具——短期流动性调节工具（SLO）向市场注入流动性，但是出于某些原因并没有实施。之后一直利用媒体、讲话试图向市场传达市场流动性充足的信号，但并没有收获成效。在 20 日同业拆借市场“钱荒”大爆发后，央行又通过传统货币政策工具——公开市场操作和逆回购，提供流动性供给、平复市场恐慌。

在“620 钱荒”这个案例中，市场总体流动性盈余的情况下为何产生“钱荒”、央行的表态和货币政策最初为何没有平复恐慌、“620 钱荒”发生后，央行出台多个文件规范金融市场，为何钱荒在 12 月份仍然继续，这都是本案例值得深入研究和探讨的问题。

二、背景介绍

2.1 什么是钱荒？

钱荒，是指由于流通中的货币相对不足而引发的一种金融危机。钱荒不是中国独有的现象也不是现代社会特有的现象，中国古代社会也有钱荒的出现。唐朝时期便随着商品经济的发展，加之两税法的实施，货币的流通量出现了显著的不足，阻碍了社会经济的发展，也损害了唐政府的信用。北宋时期钱荒同样存在，原因是铜钱购买力低下导致铜钱大量外流，同样限制了社会经济的进一步发展。可以看出在古代，无论钱荒发生的原因是什么，钱荒的表现都是百姓、地主、官员等发现钱的数量不够用，钱荒影响直接体现在经济生活中的每一个主体。随着北宋“交子”的产生，我们逐渐进入了信用货币时代，中央银行和商业银行分别通过控制基础货币和货币乘数来构成社会流通中货币总量，这时商业银行便被赋予了货币创

造的功能。同时钱荒的概念发展到现在也分为社会经济中的个人、企业对货币的需求大于供给和商业银行等金融机构对货币的需求大于供给。

社会经济中的个人、企业对货币的需求大于供给也称为实体经济的钱荒，这种钱荒通常被信用风险过高、抵押品不足等原因所掩饰。近年来，中小企业快速发展，但面临较大的融资困境；反之，大型国企、房地产和其他政府政策支持的产业的借款常常会被冠以优惠利率，但是这些产业很多面临产能过剩问题。利率双轨制形成以来，企业层面的供需不匹配逐渐严重，加剧了实体经济的钱荒。中小创新型企业因融不到钱而无法发展，房地产、政策性行业因为资金的蜂拥逐渐呈现产能过剩，经济发展受挫。银行等金融机构资金无法下放到实体经济，只能在金融机构内空转，最终一家出问题，“多米诺效应”会传导钱荒至整个金融业，引发金融业的钱荒。

商业银行等金融机构的对流动性的需求大于供给时便出现了金融业的钱荒。商业银行等金融机构肩负存款货币创造的功能，它们将基础货币以倍数形式创造货币，当它们出现“钱荒”的时候，恐慌也会以倍数效应在社会中蔓延。如果一家银行因为流动性不足而遭受挤提，而中央银行没有出面救助的话，这家银行很可能破产。银行是一种高负债、低资本的企业，一家倒闭，其他拥有这家银行债务的企业和金融机构也会面临流动性的问题，谁也不愿意自己出现流动性问题，从而各家金融机构“现金为王”，市场上流动性供给不足，出现“钱荒”。所以在金融业钱荒发生时，央行的救助是最后的“稻草”，也是一种信号作用，起到稳定市场的作用。

2.2 央行货币政策工具

货币政策工具是指央行为实现货币政策目标而采取的手段措施，我国的货币政策目标主要有四个：物价稳定、充分就业、经济增长和国际收支平衡。央行行长周小川曾指出：“中国的经济体制改革会放开特定价格，引发额外的通胀，中国央行已准备好‘容纳’这部分通胀”。中国由于货币政策目标的多重性，货币政策工具的使用会更加复杂，受具体经济形势、政策环境的影响较大。

货币政策工具分为数量型货币政策工具和价格型货币政策工具，两者相辅相成共同服务于货币政策目标的实现。数量型货币政策工具通过直接影响货币总量调控经济，价格型货币政策工具通过影响资产价格的变动改变微观主体的经济行为。两种货币政策无优劣之分，各有特点，在不同的环境下会发挥不同的作用。

2.2.1 数量型货币政策工具

数量型货币政策工具是一种直接的货币政策工具，它通过直接改变货币供应量或者通过改变基础货币间接影响货币供应量，被称为“大水漫灌”的货币政策。数量型货币政策工具能够在宏观层面起到调控经济的作用，无论个人的持币意愿如何，流通中的货币量都会增加。主要的有公开市场操作、再贴现再贷款、法定准备金率。

公开市场操作：是指中央银行在金融市场上出售或购入财政部和政府机构的证券，特别是短期国债，用以影响基础货币，进而调控市场上的货币供应量。央行可以随时根据金融市场的变化，进行经常性、连续性的操作；规模幅度也可以灵活安排，不会对经济产生震动性影响；同时，通过公开市场操作可以引导利率走向，调节市场预期。但是公开市场的调控力度有限，因此比较适合日常货币规模的调节，在流动性过剩或钱荒出现时，需要和其他货币政策配合使用才能起到足够的效果。

再贴现和再贷款都是直接向商业银行提供流动性，通过商业银行的货币创造控制市场上的货币总量。再贴现是指中央银行购买银行等金融机构已贴现但是还未到期的票据，向其提供贷款，以解决其资金短缺问题；再贷款是一种信用贷款，央行直接向商业银行等金融机构提供。同时，中央银行也会通过调控再贴现率调整银行等金融机构再贴现的意愿。再贴现和再贷款会直接影响商业银行的资金成本和超额准备金来影响商业银行的投融资决策，具体的额度还要商业银行根据市场资金供求状况、自身的经营状况自主选择。同时，再贴现率具有一种告示效应，体现国家货币政策的方向。

法定准备金率，是指央行直接调整商业银行在中央银行存放准备金的比率，是最猛烈的货币政策工具，它会直接影响货币乘数，从而引起货币供应量的巨大变化。法定准备金率不仅会影响商业银行的存款货币创造能力，也会影响商业银行的经营行为，流动性资金被冻结的多少直接影响商业银行的贷款政策和经营目标。但是由于法定准备金率的作用太过于猛烈，是最直接传递货币政策意图的手段，对整个经济和社会心理预期都会产生显著的影响。

2.2.2 价格型货币政策工具

价格型货币政策工具是指中央银行通过引导相关资产价格变化，进而影响微观经济主体的经济成本和对未来收入的预期，从而微观主体主动调节自身经济行为的措施和工具。价格型货币政策工具对流通中货币量的影响是间接的，它的实施还要取决于微观主体的预测和微观主体经济行为的调整。虽然价格型工具的间接性、滞后性、不稳定性常常会给货币政策的

实施效果带来不确定的因素，但是价格型工具最能体现微观主体的货币需求和货币供给，最容易实现货币的供需平衡。

利率工具是指央行通过调整利率水平从而影响资金供求以达到货币政策目标。中国的利率长期处于管制水平，央行定期调整利率水平进而影响经济活动。最主要的利率工具便是存贷款基准利率，直接影响微观主体获取资金的成本，改变其融资意愿和融资规模。同时，还有回购利率、国债收益率、存贷款基准利率浮动区间等其他的利率工具。利率工具效果具有滞后性，侧重于长期效应，并且在我国利率市场化程度低、货币政策传导机制不健全的情况下，利率工具更多起到一种告示效应从而直接影响当期微观主体的经济行为。

汇率工具是央行通过对汇率的调整来影响社会资金的供求状况从而实现货币政策目标。2004 年汇率制度改革，中国实行有管理的浮动汇率制度，汇率工具更重要的是实现国际收支平衡的货币政策目标。人民币汇率的浮动会影响企业的进出口意愿，平衡贸易顺差，实现国际收支平衡。同时，汇率的变动也会带来资本的国际间流动，导致中国市场中流通中货币量的剧烈变动。过去的 10 年间，人民币汇率的单边升值，使中国不断增加外汇储备来稳定汇率，一定程度上对货币政策的实施效果有负作用。

2.2.3 新型货币政策工具

正如央行行长周小川所言：“长期以来，我国的货币政策偏重于使用数量型工具，而较少运用价格型工具。其中既有传导机制的问题，也涉及政策偏好的问题。”长期以来，我国处于总量盈余的流动性环境之中，总量调节能够更好的实现货币政策目标。而目前我国流动性环境逐渐从总量盈余转向结构性短缺，此时价格型货币政策工具会发挥更大的效果，而利率工具和汇率工具的滞后性使货币政策的效果不具有直接性、灵活性和稳定性。央行出台新型货币政策工具，增强央行货币政策的调控效果，引导信贷资金流向中小型企业、农村金融等流动性结构性短缺的部门。

常备借贷便利（Standing Lending Facility, SLF），是 2013 年 1 月份中国人民银行开始创设的，为政策性银行和全国性商业银行提供流动性支持。期限最短是 7 天，最长 3 个月，人民银行总行及地方省级中心支行向符合条件的金融机构提供。是中央银行与金融机构“一对一”交易，针对性强，是微观干预的一种手段。旨在创造短期利率走廊，防止利率巨幅波动。

公开市场短期流动性调节工具（Short-term Liquidity Operations, SLO）主要是以 7

天期短期回购为主，采用市场化利率招标方式开展操作。央行政策旨在提高公开市场操作的灵活性和主动性，克服传统公开市场操作无法有效应对流动性短期波动的问题。

抵押补充贷款（Pledged Supplementary Lending, PSL），是一种新的储备政策工具，主要是通过商业银行抵押资产从央行获得融资的利率引导中期利率。抵押补充贷款和再贷款非常相似，但是再贷款是一种无抵押的信用贷款，往往是金融机构出现了问题才会申请再贷款。

中期借贷便利（Mid-term Lending Facility, MLF），各行通过质押利率债和信用债获取借贷便利工具的投放。MLF 有资产端定向投放要求，要求各行投放三农和小微贷款，是一种结构性货币政策工具。

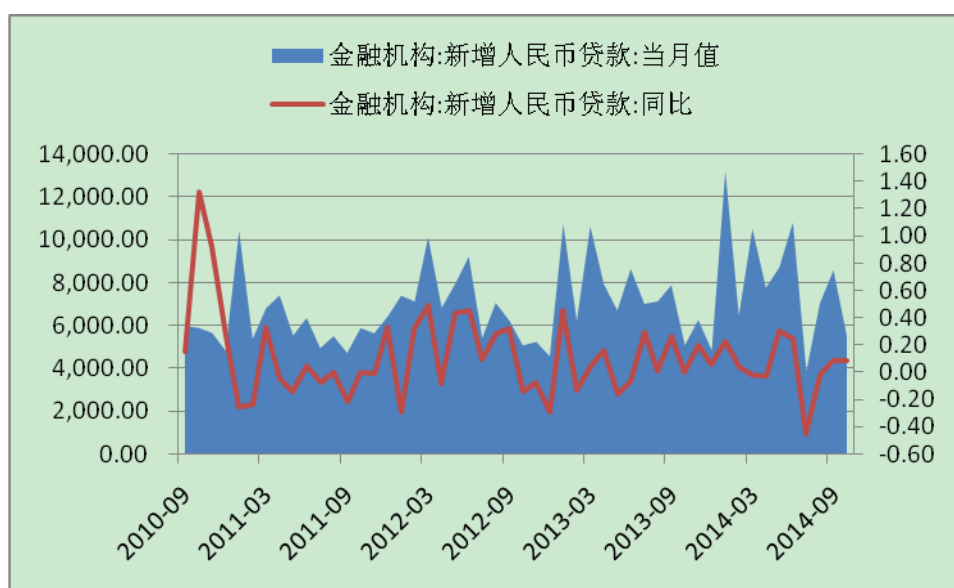
三、事件简述

2013 年 6 月份的钱荒是中国金融历史上的转折点，一个月内市场资金出现了极端的紧张局面，各个金融主体都遵循“现金为王”，不肯拆出资金。6 月 20 日，上海银行间同业拆借利率高达 13.44%，银行间市场质押式回购利率（R001）创下了 30% 的历史高位。本案例分钱荒前传、钱荒正传、钱荒后传三部分细述“6·20 钱荒”事件始末。

3.1 钱荒前传

暴风雨来临前各家银行还在和往年一样采用扩张性政策，企图在银行业激烈的竞争中谋求高额利润。6 月份作为央行半年的考核节点，一般来说市场上的流动性都会偏紧，比如在 2011 年 6 月份，上海银行间同业拆借利率就曾达到 7.47% 的高峰。2013 年 6 月，各家银行并没有充分认识到这个问题，金融机构新增人民币贷款 8628 亿元，较 5 月份上涨 28.89%。之后在钱荒过去的 7 个月后，新增人民币贷款额才重新超过 8000 点。可以说银行的激进的经营战略为这个月的钱荒埋下了一个伏笔。

图表 1：新增人民币存款当月值和同比增长



数据来源：中国人民银行

2013 年 6 月开始以来，中国银行间债券市场便出现了“钱荒”爆发的危机，流动性危机不断发酵。6 月 5 日，第 10 期农发债罕见流标，引发了一轮市场利空情绪。6 月 6 日，市场传闻光大银行因头寸紧张无法偿付兴业银行到期的千亿资金，“黑天鹅”事件出现，导致中国银行间拆放利率全线飙升。6 月 7 日，资金交易系统出现历史最长延时，全市场大面积出现违约。虽然光大、兴业马上出来辟谣，但是市场恐慌已经形成。

传闻 6 月 7 日上午，央行准备在流动性紧张的关头推出公开市场短期流动性调节工具（SLO）来平复市场恐慌。也有传闻称 6 月 7 日下午央行决定启动 SLO 操作向市场注入 1500 亿规模的资金。无论传闻是真与否，最终央行并没有向市场注入流动性。银行的资金面紧张程度超出市场预期。6 月 14 日，2013 年第四期记账式贴现国债再现流标，市场恐慌情绪加剧。

2012 年底以来，M2 增速持续走高，2013 年 4 月份 M2 同比增速达到 16.1%，政府出台政策调控金融套利活动，包括热钱通过贸易项流入境内以及加强票据套利监管等，5 月份央行时隔 17 个月重启央票来应对热钱的流入。但 6 月 15 日，央行数据显示，5 月份外汇占款增加 668.6 亿元，较 4 月份 2943.54 亿元的外汇占款新增量大幅缩水 77%。金融数据“不好看”，可央行坚持发行 20 亿票据，表明立场不会采取宽松。

3.2 钱荒正传

6 月 18 日，银监会主席尚福林表示，要注意防范不符合实体经济真实需求的“金融创

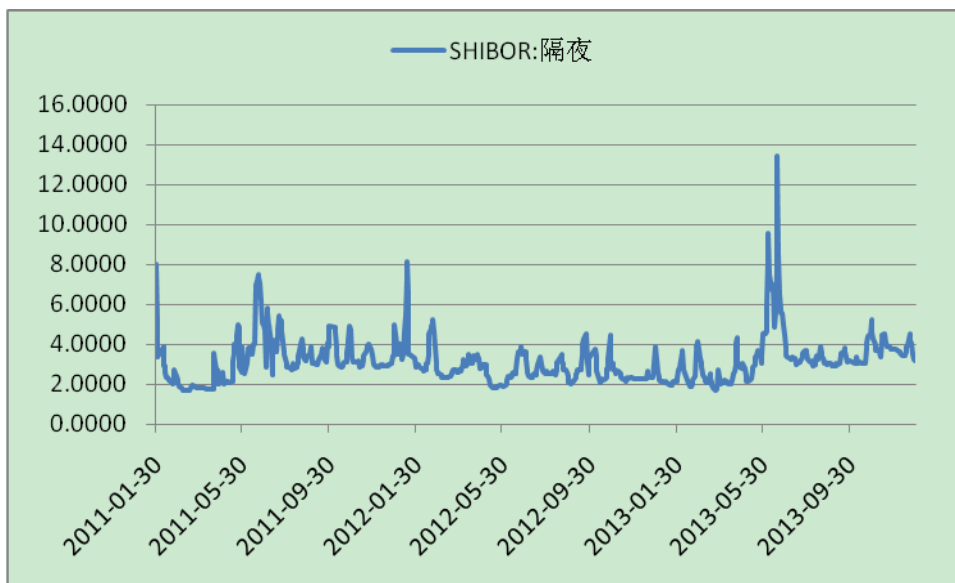
新”，防止资金自我循环以及监管套利行为，确保信贷资金流入实体经济。6月19日，国务院常务会议上，国务院总理李克强在37天之内第三次提及“盘活货币存量”，表明新一届政府坚定地推动金融改革决心。当天，上海同业拆借利率全线飙升，旋即央行约谈两大行，两大行以相对较低的利率向银行间市场注入4000亿，使大部分银行资金缺口得到弥补，银行间市场也因此延时半小时关闭。

6月20日开盘前，恐慌情绪已经蔓延，竞价时段价格已经不断上涨，开盘瞬间飙升到10%以上。之后，央行正式启动央票的正回购，更加冲击了银行间市场。最终，银行间隔夜拆放利率和回购利率均超过13%，隔夜回购最高成交利率高达30%，创出历史最高点。银行间7天回购最高利率创记录达到28%。传言中国银行资金违约；次日也就是6月21日，传言央行向工行提供500亿元融资；6月23日，北京、上海等地多家工商银行网点因故停办业务，被认为与钱荒有关。虽然中行、工行马上对上述时间进行否认，但无法改变市场恐慌情绪的蔓延。

央行没有出手，市场上拆借资金没人出手，流动性资金短缺的金融机构只能通过抛售资产来缓解流动性危机。6月24日作为罕见的“黑色星期一”，大盘出现崩盘式暴跌，民生、兴业、平安三只银行股出现跌停。沪指跌幅近5%逼近1949点，创2009年8月31日以来最大单日跌幅，深成指跌破前期调整低点，创4年来新低。两市仅有71只股票飘红，近200只个股跌停，近2300只个股下跌，其中跌幅超5%的有1700多只。出卖资产的措施为一些金融机构筹集了足够的头寸，银行间市场的隔夜利率回落到5.74%，隔夜质押式回购利率回落至5.83%。

6月24日，央行声明：今年以来，市场流动性整体充足，目前，银行间市场利率进一步回落，商业银行备付金充裕。25日，央行发表了题为“合理调节流动性，维护货币市场稳定”的文章，文章指出，当前我国经济金融运行总体平稳，流动性总量并不短缺。同日，央行暂停公开市场操作和正回购操作，并向部分金融机构提供流动性支持，释放出来平抑资金面波动的信号。26日，银行间市场短期利率下降，显示货币市场的资本面恐慌情绪已经大为缓解，钱荒基本告一段落。

图表 2：SHIBOR 隔夜拆借利率



数据来源：全国银行间同业拆借中心

3.3 钱荒后传

6月29日，尚福林在2013陆家嘴金融论坛上表示，近日银行间市场流动性紧张的问题，已经逐渐缓解，这种情况不会影响我国银行业平稳运行的总体格局，同时我们也看到一些商业银行流动性管理和业务结构方面存在着一些缺陷，这些是应该引起银行业的高度重视的，需要银行业加大风险管理、结构调整和业务转型的力度。

7月1日，中国人民银行行长周小川在接受采访时表示，此次货币市场利率的波动，其积极意义在于提示银行，需要对自己的资产业务做出调整。当前我国经济金融运行总体平稳，物价形势基本稳定，说明稳健货币政策是合适的，效果是好的。出于半年考核时点等因素，银行发放贷款的冲动十分强烈。这种动向和稳健的货币政策、贷款均衡增长的要求，以及服务实体经济、支持结构调整的方向不完全一致。

11月份，李克强总理在回忆6月份钱荒的时候说，“我们当时没有心慌，因为他觉得绝对不能多发赤字，也不能放松银根，如果放松银根的话，就等于抱薪救火，所以中央坚持既不放松，也不收紧银根，但是李克强总理还是有他担心的一面，他比较担心的就是各种传闻引发的恐慌情绪。”

四、“钱荒”的判断

在“620钱荒”的事件中，银行间同业拆放利率的迅速飙升与央行坚决不防水的态度形成了鲜明的反差。中央政府和央行在这个过程中不断强调中国经济运行稳定，货币市场不缺钱，频繁向市场释放信号。这次是不是真的钱荒？这次钱荒的原因究竟什么？是本案例中值

得探究和思考的问题。

4.1 真的钱荒？

关于央行的判断，本案例选取了央行公开表明态度的两段文字：

2013年6月25日，“620钱荒”的最后一周周二央行发布公告表明：当前，我国经济金融运行总体平稳，物价形势基本稳定。前5个月货币信贷和社会融资总量增长较快。5月末，金融机构备付率为1.7%，截至6月21日，全部金融机构备付金约为1.5万亿元。通常情况下，全部金融机构备付金保持在六、七千亿元左右即可满足正常的支付清算需求，若保持在1万亿元左右则比较充足，所以总体看，当前流动性总量并不短缺。

2013年四季度《货币政策执行报告》中，央行认为，这次钱荒事件“与市场传闻扰动、企业税收集集中清缴、端午节假期现金需求、外汇市场变化以及商业银行半年末指标考核等多种因素叠加有关”。

可以看出，央行坚定认为目前中国经济金融运行状况良好，总体来看，流动性并不短缺，2013年6月份的钱荒是由一些因素综合导致的。

4.2 钱荒产生的原因

2013年四季度《货币政策执行报告中》写到，这次钱荒事件“与市场传闻扰动、企业税收集集中清缴、端午节假期现金需求、外汇市场变化以及商业银行半年末指标考核等多种因素叠加有关”。央行是如何得出的判断？为什么这些因素会最终促使钱荒形成？为什么央行坚定不放水？

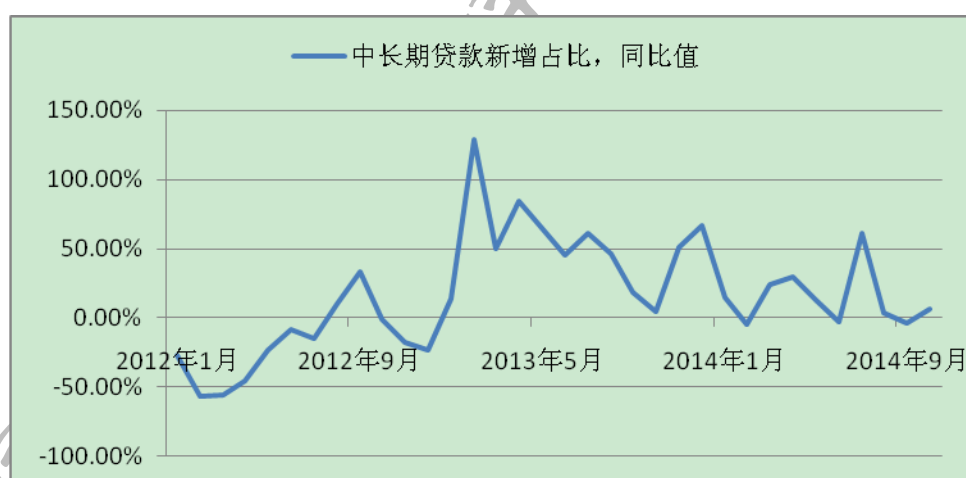
4.2.1 商业银行借短投长、期限错配导致风险积聚

2013年新一届领导班子上台，“稳增长，调结构，促发展”成为经济发展的主题，其客观原因是宏观层面经济存在下行风险。而随着利率市场化、民营银行试点等金融深化改革方案逐渐提上日程，银行等金融机构的竞争在加剧。为了在激烈的竞争中占据优势，商业银行不顾经济下行风险的存在，仍然不断增加对房地产、地方政府投融资平台等高风险资产的投资。追求高收益的过程中必然存在着高风险。

从银行的资产负债表的资产方来看，中长期贷款规模增大，大量的中长期资产的存在使商业银行等金融机构存在“借短投长、期限错配”的问题；同时，表外信贷融资大幅上升，表明银行等金融机构不仅在表内增加中长期贷款以提高资产收益，同时避开信贷额度控制，

在表外继续增加对高风险资产的融资规模，高收益的前提下必定存在高风险。2013 年一季度经济增长速度低于预期，政府提出“稳增长、调结构、促发展”，贷款利率和债券利率出现明显下滑，全社会货币信贷需求有明显回落的迹象。但从表 3 中可以看出，2013 年初中长期贷款的增速空前，最高达到了 128%；据报道，6 月的前十天，全国银行信贷规模近 1 万亿元，24 家主要银行中有一半银行这 10 天增加的贷款比起 6 月份的限额还多。很多银行认为经济下行中政府会出台救市措施，因此提前占据有可能获得政策支持的行业、公司，以寻求业绩的增长。错误的预期使高收益还没到来之际，流动性风险已悄然而生。由于信贷额度的控制，商业银行不能无限制的增加自己的贷款规模或者不能向不符合投放标准的主体投放信贷资金。所以表外信贷融资应运而生并迅速发展，商业银行采取与信托公司或者其他金融机构合作的模式，利用自有资金或者理财资金投资委托贷款或者信托贷款，在不占用信贷额度的同时增加了贷款的额度，获取高收益。2012 年下半年，新增表外融资规模占当月全社会总融资规模的比例创有统计以来的最高值，地方政府融资平台贷款的增多是主要原因。

图表 3：中长期贷款新增占比



数据来源：中国人民银行

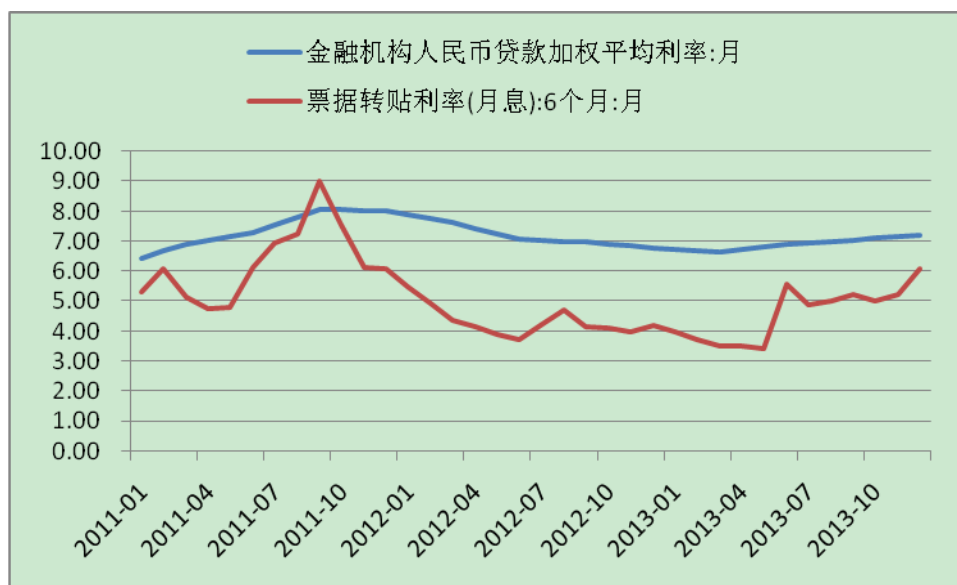
图表 4：新增表外融资占当月社会融资总规模



数据来源：中国人民银行

商业银行加大中长期贷款的投放以及表外信贷融资规模的大幅上升，是由当时的情形所决定的。客观原因是银行业的竞争加剧，各家银行为了占据高位，不惜一切代价获得高收益。但 2013 年上半年，商业银行面临资产负债双方面的压力，首先是 2012 年末以来外汇占款增速加快，资金成本逐渐下降；另一方面，资产的收益率受宏观经济的影响不断下滑。从图 5 中看出，无论是贷款利率还是票据转贴利率，在钱荒发生前的 2013 年上半年，都在下降趋势中。资金的充裕和利率的下降使商业银行意识到经营的困难，因此增加对中长期贷款和表外信贷融资。

图表 5：金融机构人民币贷款加权平均利率，票据转贴利率



数据来源：中国人民银行

从资产负债表的负债方来看，法定准备金率、存贷比等考核指标使得一般存款作为负债来源的成本偏高。从而商业银行的资产负债管理便要求寻找成本更低的资金来源，同业市场拆借资金和以理财产品方式的融资成为商业银行扩充负债方的主要动力。用这两方面来吸收资金，一方面可以降低资金来源中一般存款的比例，从而减低负债的成本；另一方面，理财产品的到期日、同业拆借资金的期限都是可以由商业银行自主控制，从而能够在特殊节点上满足监管要求和相关考核指标，避免了一般存款的季节性和不确定性带来的风险。一般存款比例的降低和其他存款比例的提升，意味着商业银行的负债项波动性增大，增加了商业银行流动性风险，因此商业银行对流动性的敏感程度加剧。同时，商业银行通过同业拆借资金满足日常货币提现的需求，实际上增大了商业银行的杠杆，进一步增加了商业银行对流动性的敏感程度。

总体来说，商业银行资产方期限趋于长期化和表外化，负债方因为同业拆借资金规模的增加，对流动性的更加敏感。使商业银行的期限错配严重，这种期限错配不仅体现在表内资产和负债的期限错配，更体现在表外资产和负债的期限错配。商业银行作为以盈利为目的的主体，降低负债成本，提高资产收益是当时经济环境和竞争环境下的合理选择。但是提升风险偏好、加速资产负债表的扩张，使风险管理意识的缺失、风险管理手段的不足的商业银行，在逆周期的宏观大背景下必然会暴露一系列风险。这也是“620 钱荒”发生的最重要的原因。

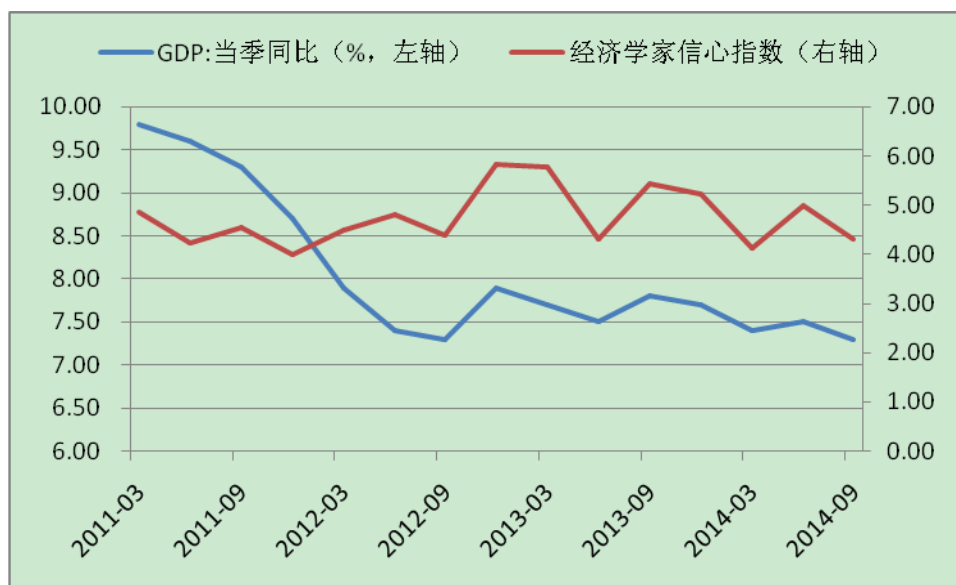
商业银行追求高收益情况下的期限错配，有其主观选择的因素，也有中国制度环境的根源。新中国以来，商业银行虽经过 90 年代的股份制改造，但政府控制银行的局面并没有根本

的改变，国有银行是国资控股的、高层大多是国家委派的。在这种局面下，一方面政府的直接投资、相关政策扶持项目，国有商业银行不会按市场化的方式去判断而会直接发放贷款；另一方面，政府为国有商业银行的发展提供隐形的担保，从而在中国这种特殊的局面下，商业银行的经营风险意识不足。政府扶持的相关行业项目和大中型国有企业由于有政府的隐性担保、抵押质押物品充足，大量的信贷资金涌入，导致了金融资源的配置效率低下。在逆周期下，这些行业的发展非常有限，反而是一些创新型中小企业发展迅速。但由于信用体系不健全、抵押担保的缺失，使商业银行因为风险过高的原因将这些创新型中小企业拒之门外，以满足监管要求和不良率额低下。在表内，大型国企、房地产等经营性短期贷款需求饱和之后，商业银行继续扩张对它们长期发展性需求的贷款额度；在表外，向中小企业主索取更高利率来谋求收益的增加。这样商业银行的资产既能满足监管的需求又能提升收益水平。商业银行主动进行负债管理，选择成本更低的同业市场拆借资金和以理财产品进行融资，一方面可以降低资金来源中一般存款的比例，从而减低负债的成本；另一方面，理财产品的到期日、同业拆借资金的期限都是可以由商业银行自主控制，从而能够在特殊节点上满足监管要求和相关考核指标，避免了一般存款的季节性和不确定性带来的风险。期限错配就因为行业竞争加剧、政府部门监管考核、商业银行投机取巧而发生。

4.2.2 经济基本面不好，导致银行惜贷、资金空转

2013年上半年，中国经济基本面表现一般，GDP增速下滑，经济学家信心指数下滑，经济增长乏力，经济复苏面临较大的不确定性。从宏观经济的先行指标 PMI 来看，一直在 50 上下浮动，仍有下滑迹象，也同样显示出经济复苏放缓。CPI 以 2%上下的幅度温和上升，PPI 连续 15 个月负增长，宏观经济面临通缩压力。

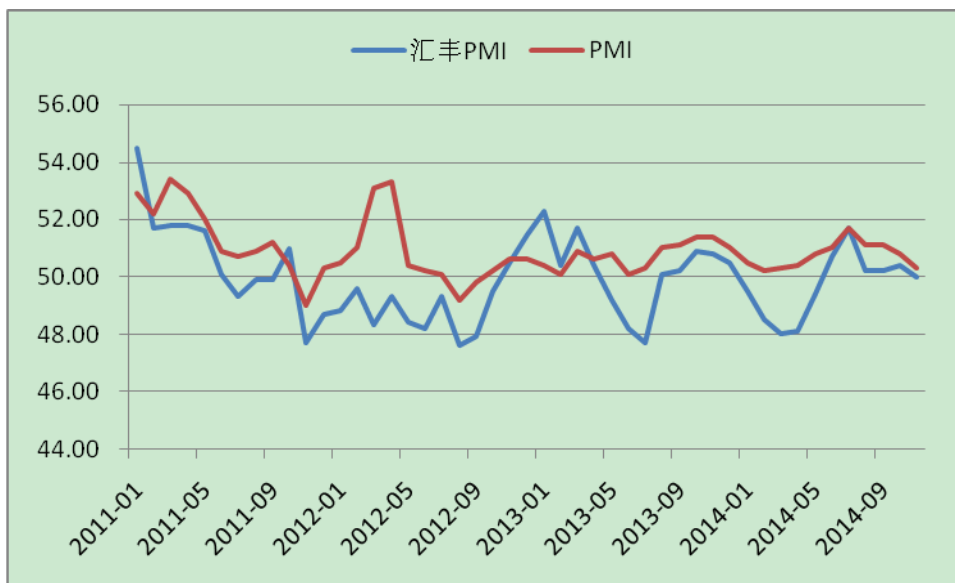
图表 6：GDP 增速、经济学家信心指数



数据来源：国家统计局

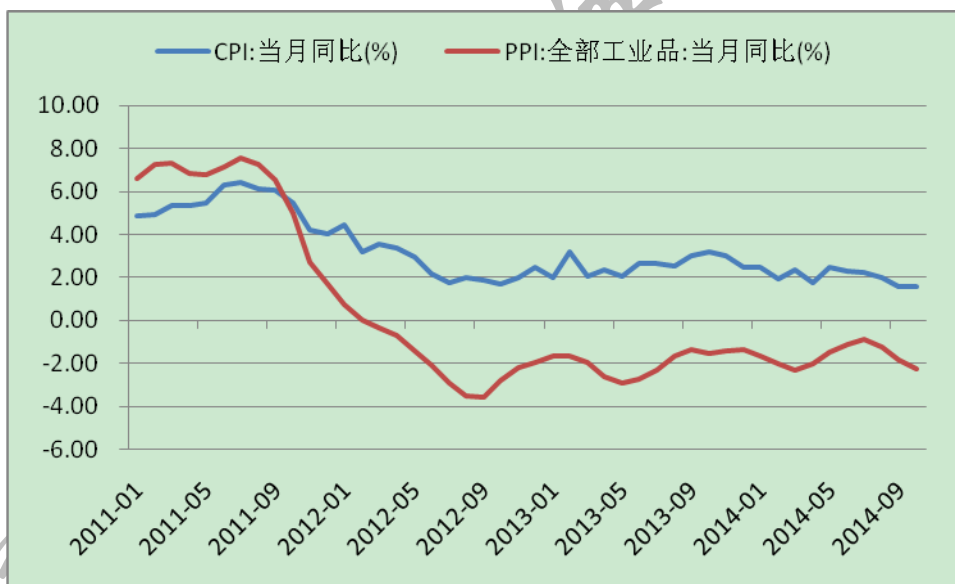
从 2012 年以来，中国的经济下行压力不断加大，经济基本面不好的情况下，商业银行普遍出现了惜贷现象。一方面，商业银行在发放贷款的时候非常注重还款意愿和还款来源，经济大环境不好的情况下企业的经营状况普遍较差，借款人的还款来源较差且不稳定，同时，在逆周期的情况下，抵押品价值下降容易催生道德风险，降低借款人的还款意愿；另一方面，大型国企等政府政策支持的公司逐渐出现产能过剩，对信贷资金的需求降低，而商业银行出于自身风险管理水平和监管部门监管要求，对金额小、笔数多、手续复杂、利润微薄的中小企业的贷款需求“视而不见”。

图表 7：PMI 和汇丰 PMI



数据来源：国家统计局，WIND

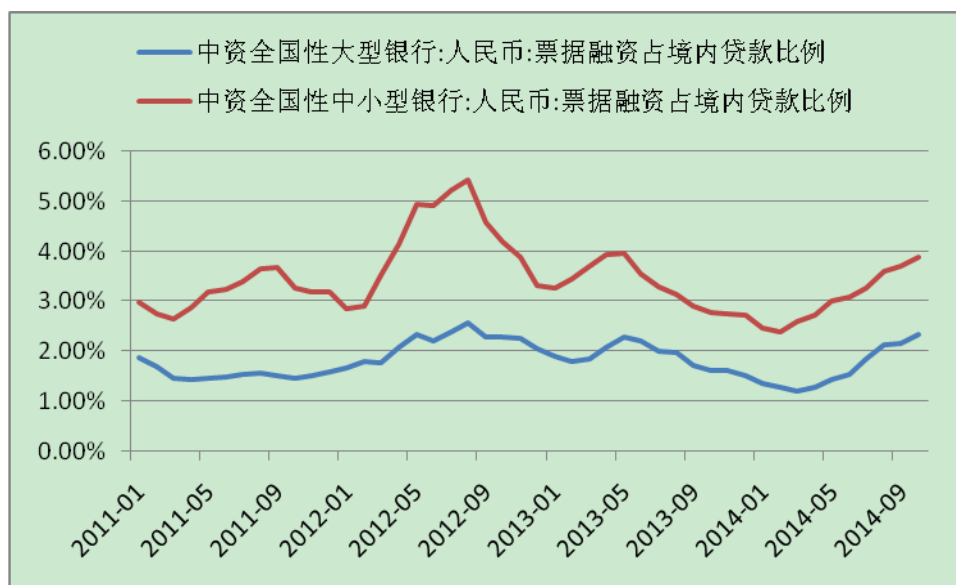
图表 8：CPI 和 PPI 同比增速



数据来源：国家统计局

商业银行“惜贷”行为的普遍出现不禁让人疑问：资金去哪儿了？货币资金在金融体系内部运转，并没有经过产业过程，或者非常缓慢的进入产业过程，形成了“货币空转”。货币空转使货币不断在金融体系中循环，当一段支付链条出现问题的时候，非常容易形成“多米诺效应”，导致整个金融体系出现问题。货币空转的表现形式主要有三种：票据融资、进出口贸易和影子银行。

图表 9：人民币票据融资占境内贷款比例

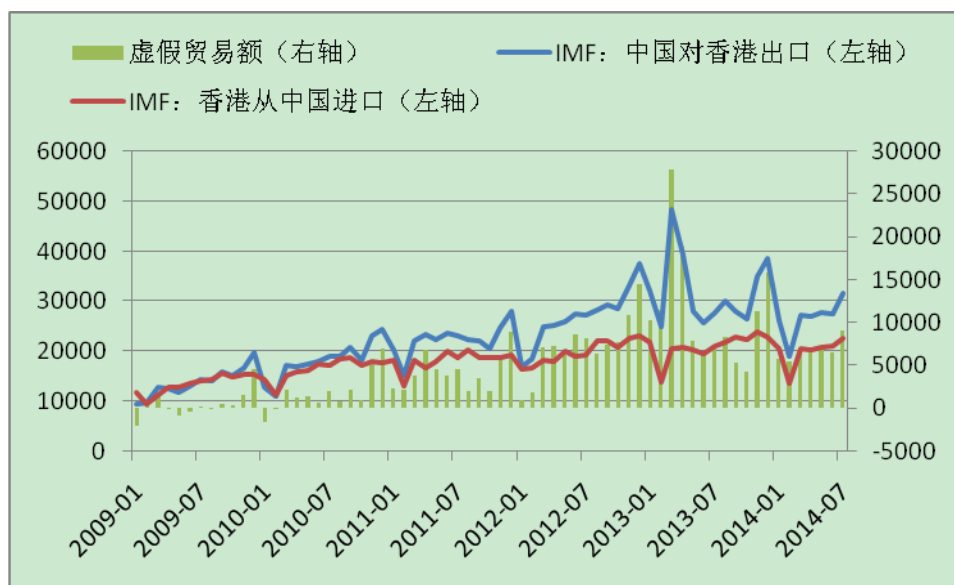


数据来源：中国人民银行

中小型商业银行与大型国有银行在大型国企等贷款项目上处于竞争的弱势地位，因此为了追求资金运用的效率，普遍采用票据融资。但票据融资很容易造成在不同银行循环贴现，形成表面上票据融资的高速增长，可资金并没有流入实体经济，只是在不同行之间“空转”。企业通过票据融资可以不断的获得资金支持企业的运营；票据融资因为有“抵押”，所以风险较小，并且票据融资的利率远高于 2.25% 的再贴现率，银行有息差可赚。由于票据融资的承兑行、贴现行和企业都会在这笔业务中获益，因此这种循环很容易持续下去。2012 年便随着经济下行压力的加大，票据融资在境内贷款中的比例也一直处于高位，在“620 钱荒”爆发后，票据融资的比例才有所下滑。

金融危机爆发后，中国的经济相比世界其他国家运行更为良好，中国存在利率管制、资本账户不能自由兑换。外贸企业利用在岸人民币和离岸人民币汇率的差额进行套利，或者利用境内利率和境外利率的差额进行套利。比如企业从境内借入美元兑换成人民币，然后通过虚假贸易流入境外成为离岸人民币，再兑换成美元，利用人民币的在岸和离岸汇差套利；再比如从香港、新加坡等境外机构取得贷款，将这笔贷款存入境内银行等金融机构，利用境内和境外的利差反复套利，资金并没有在企业的生产过程中运作形成贸易，而是在银行等金融机构中反复循环套利。从图 10 中可以看出，中国对香港的出口与香港从中国进口的差额自 2012 年以来不断扩大，在 2013 年上半年达到顶峰。

图表 10：“中国—香港”虚假贸易额



数据来源：IMF、作者计算

图表 11：新增信托贷款的社会融资规模占比



数据来源：中国人民银行

影子银行是从事与商业银行相类似的金融活动，但却游离与监管之外的非银行金融实体，它发挥着商业银行提供流动性贷款的功能却没有纳入监管部门的监管体系，包括银行的理财产品、非银行金融机构的一些产品比如信托产品。影子银行的存在延长了资金从金融机构到企业的传输链条，资金在金融机构中反复传导几轮最后才会流入实体经济，降低了资金的利用效率，阻碍了金融资源配置功能的实施。房地产行业、地方政府融资平台、中小企业是高收益的投资方向，但同样存在着高风险，出于监管要求和稳健性指标的考虑，企业和商业银

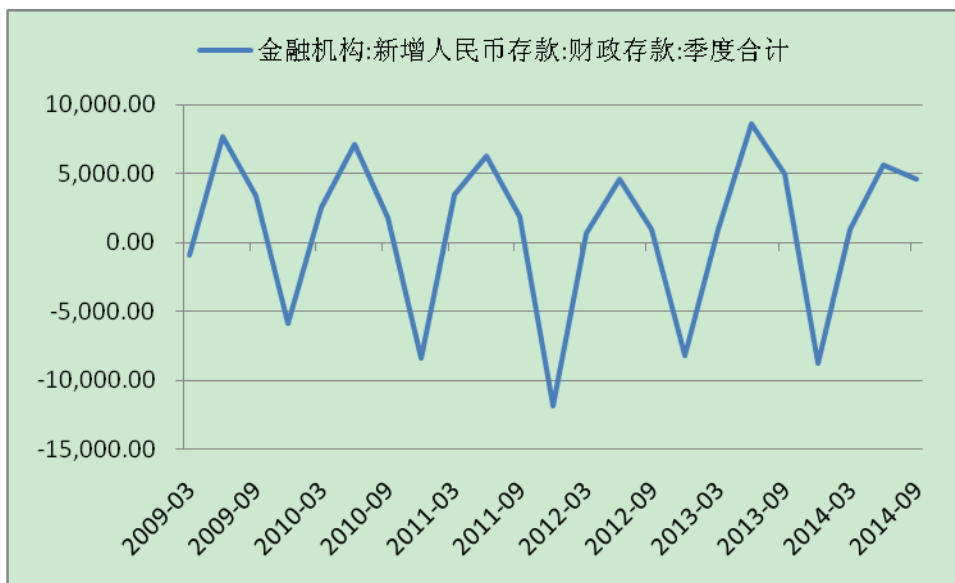
行并不会直接投资于这些部门，而是通过信托机构、小额贷款公司、地下钱庄等将资金间接流入这些部门。资金在不同金融机构循环的过程中，扩大了整个金融机构的资产负债规模，形成了社会融资规模表象上的美好。从图 11 中可以看出，信托贷款在社会总融资规模的比例在 2013 年上半年达到顶峰。

从票据融资、虚假贸易、影子银行三个货币空转的形式上来看，在 2013 年上半年，中国的货币空转现象表现极为严重，在三种方式上均有较大幅度的增长。资金在金融机构中的循环往复使整个金融业的风险总水平处于一个历史上的高位，钢丝上行走的中国金融业，一点风吹草动便能引起恐慌情绪的蔓延，是“620 钱荒”的根源所在。

4.2.3 财政占款、考核指标、现金需求等季节性因素的集中体现

财政存款是财政部门代表政府所掌管的财政资金，包括国库存款和其他财政存款，一部分存放于国库，一部分存于指定的商业银行。存在商业银行账户的财政存款需要 100% 的缴纳准备金，相当于全部向央行缴存，商业银行不能直接动用，只有当财政存款从中央财政投放出来使用，成为企业和居民的储蓄存款，才能补充基础货币。从图 12 中可以看出，财政存款在金融机构中的存量具有明显的季节性，前三个季度为正并且第二个季度的新增财政存款最多，第四季度为负。因为前三个季度由于企业预缴所得税等因素，财政收入不断增加而财政支出速度往往比较滞后，最后一个季度平衡财政收支，大规模的财政存款出库，从而导致了图 12 中所展示的季节性的变化。2013 年 6 月，正处于一年中财政占款最多的一个季节性节点，财政占款占据了银行的大规模流动性，是“620 钱荒”的一个诱因。

图表 12：财政存款规模的季节性变动



数据来源：中国人民银行

在商业银行竞争日趋激烈的情况下，央行的考核对商业银行便显得越来越重要。但是由于制度的因素，我国商业银行的考核指标就是要考核季末的数据，商业银行会在季末的时候努力提高自己的各项指标，过了考核节点便放松很多指标。因此商业银行在内部管理的过程中就会出现一种周期性的变动，反映在市场上就是平时的利率很低，而考核时点上的利率很高。从历史上的 SHIBOR 隔夜利率波动来看，在半年末和年末的关头 SHIBOR 隔夜利率会处于一个高位，而平时利率很低。

图表 13：现金净投放



数据来源：中国人民银行

同样的，现金需求也是有季节性变化，在春节等节假日期间，社会对现金的需求量会激

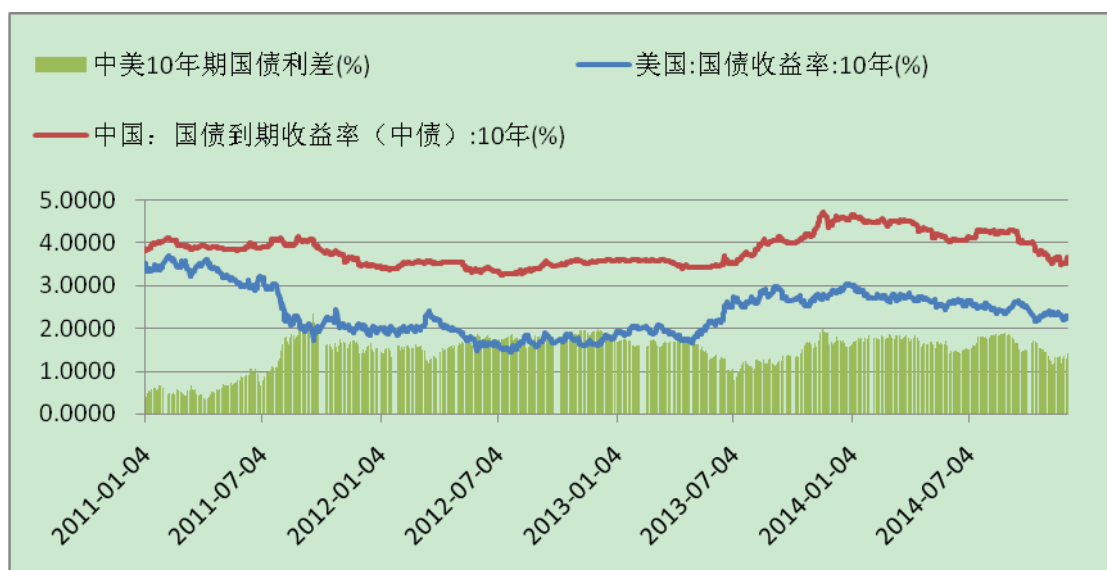
增。从货币的功能来看，在商品流通中，货币作为媒介行使流通手段的功能。在春节等节假日，人们会更多的进行消费、旅游，并且中国有春节发压岁钱、换新票子的习俗，对现金的币需求增加。在 2013 年 6 月份，正值端午节假期，人们对现金的需求增加，冻结了银行的一部分流动性。

总体来说，在 6 月份这个季节性的节点，综合财政占款、考核节点、现金需求的原因，流动性普遍比较紧张，并在 2011 年同样爆发了一次“钱荒”。

4.2.4 预期美国 QE 退出、IPO 重启、央票重启，特殊时点的叠加效应

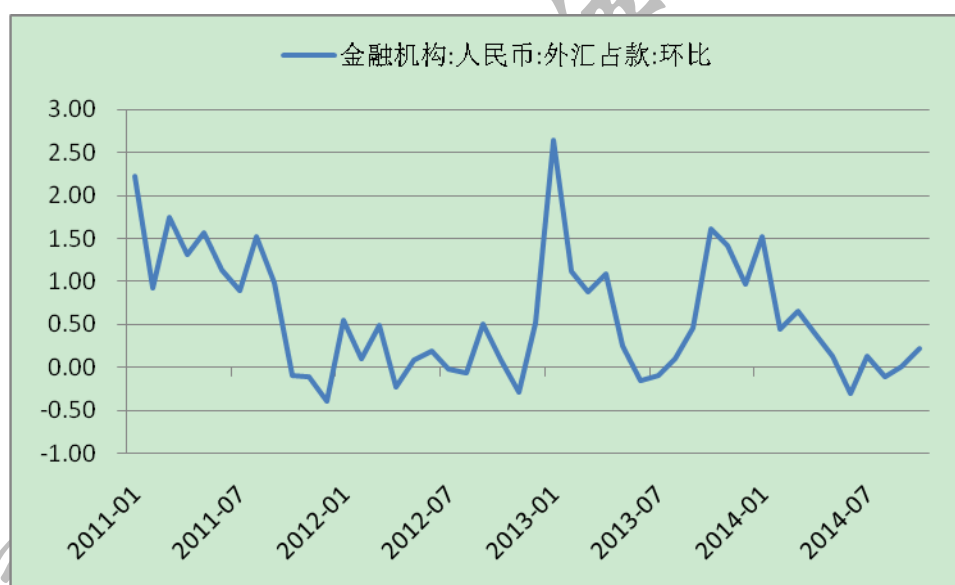
2013 年 3 月，美国议息会议纪要表明美联储考虑年底逐步退出 QE 计划；5 月份，华尔街日报刊登文章称美联储已经制定结束购债计划策略；6 月份，美联储正式公布 QE3 退出的计划框架。综合说，2013 年上半年，美国 QE3 退出的预期被一次又一次不断的强化。美国退出 QE 会导致长期资金成本的迅速上升、缩减全球的流动性。受美国 QE 退出消息的影响，美债收益率从 3 月末开始迅速上升，中美利差的缩小使资金存在流出压力，人民币出现贬值预期。对中国来讲，受美国 QE 退出的影响，外汇占款的增速直线下降，并在 2013 年 6 月份出现了负增长。外汇占款增加所带来的货币量的增加，不经过商业银行等金融机构，直接构成社会货币总量的规模，相反，外汇占款的负增长也会直接从市场中抽出流动性。外汇占款的下降令正处于季节性流动性紧缺节点的商业银行措手不及，同时也加剧了恐慌情绪在市场中的传播。

图表 14：中美 10 年期国债收益率利差



数据来源：美联储、中国债券信息网、WIND、作者整理

图表 15：外汇占款环比增速



数据来源：中国人民银行

2013 年从 4 月份开始，IPO 重启的消息便不断流出，6 月 24 日证监会对新股开闸征求意见稿结束，市场上对 IPO 重启的预期越来越严重。IPO 重启后，会带动股市的发展，社会上更多的资金会流入股市，银行间市场的流动性会受到影响。同时，更为直接的是 2013 年 5 月，时隔 17 个月后央行重启了央票的发行，以应对不断增长外汇占款，但央行没有预料到的是外汇占款在一季度迅速上升后，二季度直接下降到负增长。央票的发行直接从市场中抽走了流动性，让处于流动性困局中的商业银行雪上加霜。

4.2.5 预期效应和心理因素导致恐慌的不断蔓延

在 2013 年第四季度央行货币政策执行报告中，将“市场传闻扰动”列为“620 钱荒”原因的第一位。在总量盈余的流动性环境中，个别激进的银行出现流动性问题完全可以依靠市场上其他机构流动性盈余进行弥补，但是“钱荒”传闻不断涌出使得恐慌情绪在整个行业内蔓延，金融机构在市场恐慌的情况下遵循“现金为王”，不向外释放流动性，使得整个市场几乎没有机构出钱，最终导致同业利率的疯狂上升。

钱荒的原因虽是制度因素、季节因素、时点因素、商业银行自身因素共同促成，但导火索却是光大、兴业银行“黑天鹅”事件的传闻。6 月 6 日，传闻光大银行因头寸紧张无法偿付兴业银行到期的千亿资金，虽然光大银行、兴业银行迅速出来辟谣，但是市场认为“无风不起浪”，加之 6 月份本来就紧张的流动性，市场恐慌开始形成和传播。

在恐慌出现的时候，传闻央行要推出 SLO 来缓解流动性更是加剧了人们对流动性不足的担忧。但 6 月 7 日，央行没有如传闻所言通过短期流动性调节工具 SLO 向市场释放流动性，并且央行没有出面否定这个传闻，侧面证明这个传闻属实，是央行下午临时改变决定没有向市场释放流动性。因此市场预期流动性缺失紧缺，央行会在恰当的时候放水，提供流动性。

之后，央行按时重启央票加剧了对市场的流动性紧缺的恐慌。虽然央行曾表示中国市场上的流动性充足；银监会主席尚福林也表示中国流动性充足，要防止资金自我循环以及监管套利行为，确保信贷资金流入实体经济；国务院总理李克强一个月内第三次体“盘活货币存量”，表明新一届政府坚持改革的决心。中央的多次表态，彻底改变了市场认为央行会放水的预期。

对央行不放水的预期和市场上流动性紧缺的恐慌，各家银行为防止自己的流动性出现问题，遵循“现金为王”，不向外提供流动性，市场上几乎没有人出钱，最终导致 20 日利率高点的形成。20 日传言中国银行资金违约；次日也就是 6 月 21 日，传言央行向工行提供 500 亿元融资；6 月 23 日，北京、上海等地多家工商银行网点因故停办业务，被认为与钱荒有关。传闻使得流动性不足的恐慌在市场上不断蔓延，为了应对流动性的需求，商业银行开始抛售资产引发股市大幅下挫。

从钱荒的整个过程来看，无论是导火索还是恐慌的加剧，都是传闻在起推波助澜的作用，使流动性充足的商业银行也产生对自身流动性风险的担忧。对央行是否放水的预期直接决定了市场是否“崩盘”，当预期央行不提供流动性时，整个市场处于一个中狂躁的状态下。即使流动性不缺乏，央行不提供流动性预期也会使商业银行更加谨慎的经营，对流动性的监管更

加严格。

五、央行的“权衡”

一直以来，中国央行便是一个很难当的角色，经济增长、物价稳定、充分就业和国际收支平衡，四个沉甸甸的目标压在央行的货币政策肩上。央行行长周小川在答记者问说过：“这四个目标确实有时候互相之间会存在不一致，是需要权衡的。你不能光为了实现一个目标，牺牲别的目标太多，这中间需要权衡，但是也不能叫困境。”正是因为各个目标之间的权衡，央行经常处于左右为难的境地。

刺激经济实施宽松的货币政策，引发物价上涨和房地产价格上涨；保持 13% 的广义货币供应量增长目标，实行稳健的货币政策，经济增速却无法跟上预期的步伐。每一次决策都有得有失，无论如何，“失”的一方面总会遭人质问。这次“620 钱荒”中，央行的不放水行为是央行开始实行预期管理、推进金融体系改革的重要一环，而引起的流动性恐慌却再一次将央行推到了舆论的风口浪尖。

5.1 被绑架的央行

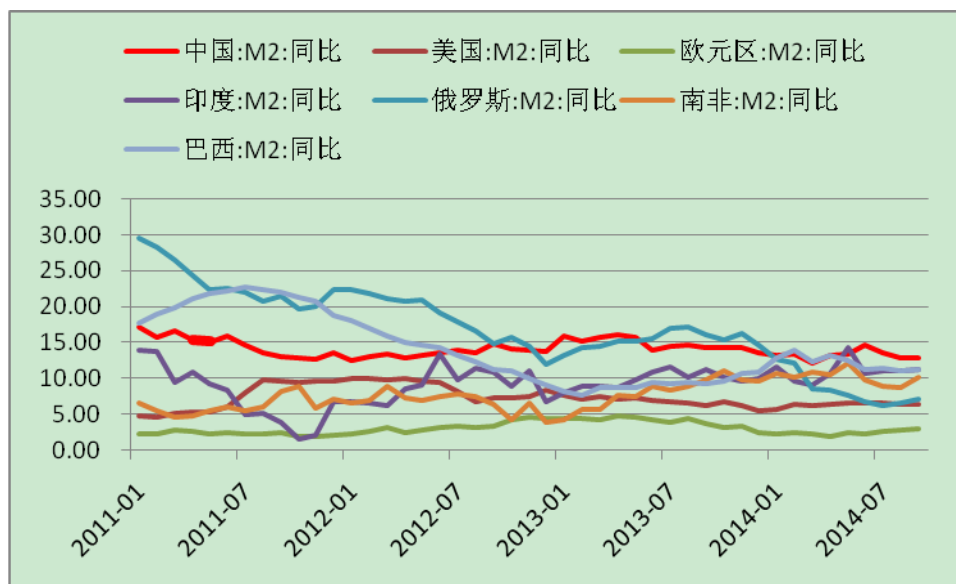
央行的流动性投放只能化一时之难、不能解长远之困。在流动性整体盈余的情况下，一味的为市场提供流动性只能是饮鸩止渴，还可能导致其他经济问题，最终引起金融危机的爆发。但市场的似乎都把这次钱荒归结于外汇占款意外负增长、财政存款集中交付、美国预期 QE 退出等突发性因素下央行没有及时表态、向市场注入流动性，深层次原因是上半年央行加强对银行表外业务的监管等“去杠杆”操作，央行在市场舆论的导向中，又活生生的当了一次“替罪羊”。

5.1.1 流动性是否充裕

在“620 钱荒”爆发之后不久，央行就发布公告表明：当前，我国经济金融运行总体平稳，物价形势基本稳定。前 5 个月货币信贷和社会融资总量增长较快。5 月末，金融机构备付率为 1.7%，截至 6 月 21 日，全部金融机构备付金约为 1.5 万亿元。通常情况下，全部金融机构备付金保持在六、七千亿元左右即可满足正常的支付清算需求，若保持在 1 万亿元左右则比较充足，所以总体看，当前流动性总量并不短缺。另外，从中国广义货币供应量的增速和相对值来看，中国都处于世界上的高位。图 16 对比了中国 M2 增速同美国、欧元区和金砖五国中的其他四国，中国处于高位；图 17 对比了中国 M2 占 GDP 的比重与其他各个收入水

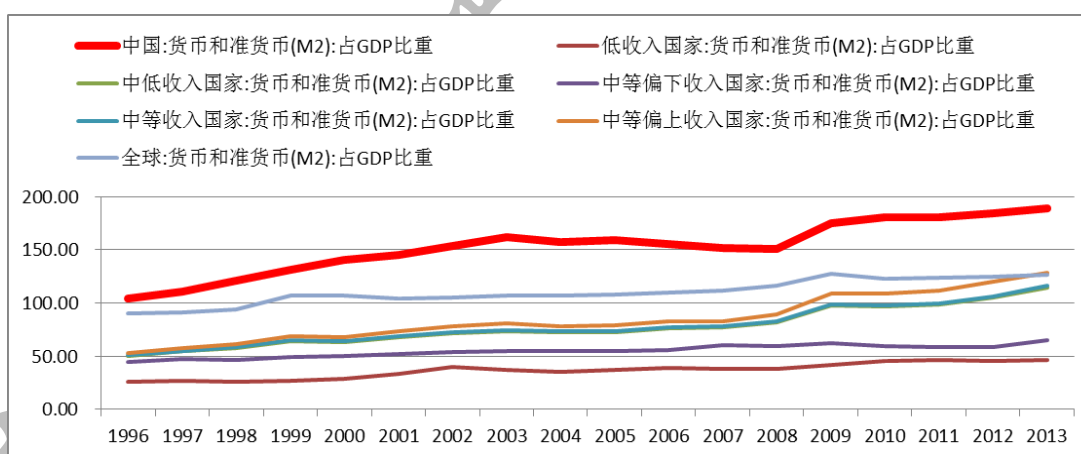
平的国家，中国处于绝对的高位。显示中国在货币总量的供给方面处于宽松的状态。

图表 16：各国 M2 同比增长率



数据来源：各国央行、IMF、WIND、作者计算

图表 17：各国 M2 占 GDP 比重



数据来源：世界银行、作者计算

但是总量盈余的流动性环境并不代表着所有金融机构在所有时刻都处在流动性盈余的状态，个别金融机构在某些特定时期流动性短缺问题仍然会存在。美国经济企稳、制造业回流，欧洲日本仍然在通缩的边缘挣扎，中国的出口辉煌难以再现，作为流动性源头活水的外汇占款也面临着水位的趋势性回落；人民币单边升值的趋势被打破，企业层面避险情绪增加，在

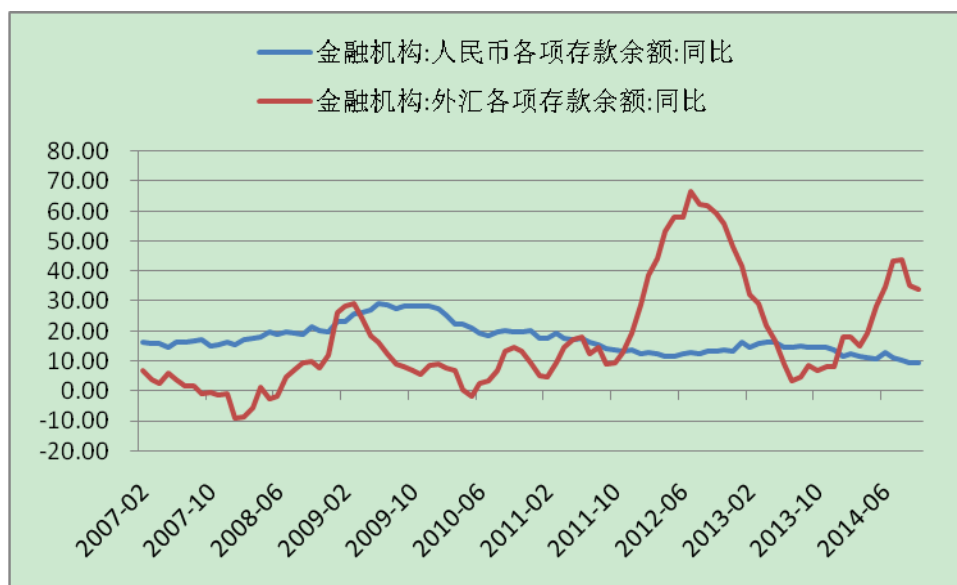
对外贸易中更倾向于持有外汇而推迟出口结汇，这导致了银行代客结售汇顺差持续减少，外汇存款上升，金融机构新增外汇占款减少。此外，中国资本项目的进一步开放，中国资本加快走出去，也在矫正资本项目的巨额顺差。可见，虽然中国的流动性环境在总量层面处于流动性盈余，但上述的变化使流动性会出现结构性短缺，流动性供给预期的稳定性下降增强了央行在流动性管理中的作用，相应的也增加了央行在流动性管理中的难度。

图表 18：企业结汇意愿



数据来源：国家外汇管理局、WIND、作者计算

图表 19：金融机构人民币和外币存款余额

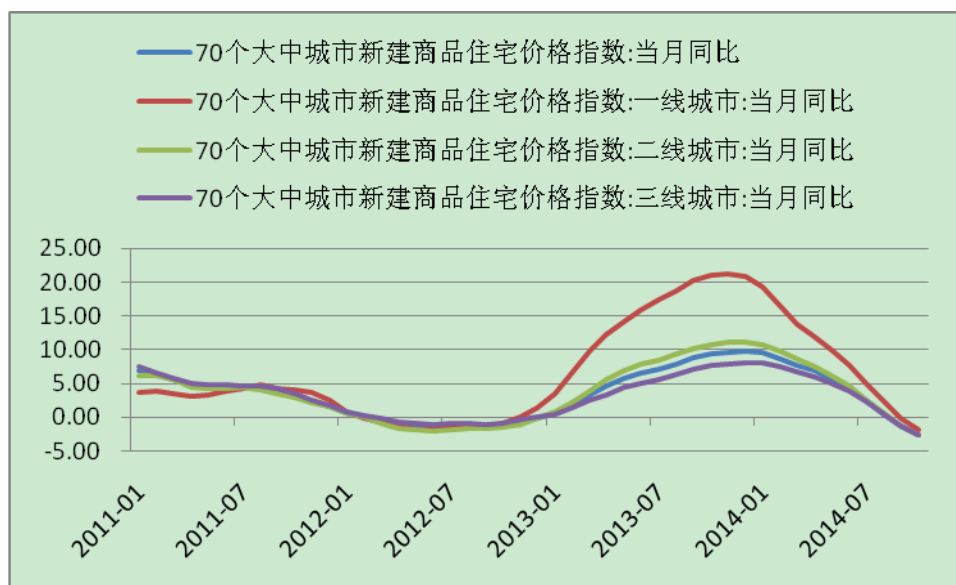


数据来源：中国人民银行

5.1.2 释放流动性的担忧

2013 年上半年以来，房价上涨的压力巨大。市场比较一致的观点是土地负增长、需求强劲、限购令的出台和新型城镇化建设共同推动了新一轮房价上升的势头。从图 20 中可以看出，2013 年全年房价呈现急速上升阶段，尤其是一线城市的房价 2013 年 11 月同比上升 21.2%。虽然这次房价的上涨是很多因素的加总，和央行的关系相对较小。但是频繁曝光的贪官案件发现大量的钱都流入到了房地产领域，这使社会对央行一直实行的宽松的货币政策产生质疑，央行没有合理引导资金的流向，大量的资金涌入房地产领域，推动了房地产价格的上升。流动性的宽松必然会引发房价的上涨，出于综合原因的考虑，政府将 2013 年的广义货币供应量的增长目标设定在 13%。这意味央行要实行稳健的货币政策，要适度收紧流动性供给，不能频繁向市场释放宽松的信号，引发房地产价格的进一步上涨。

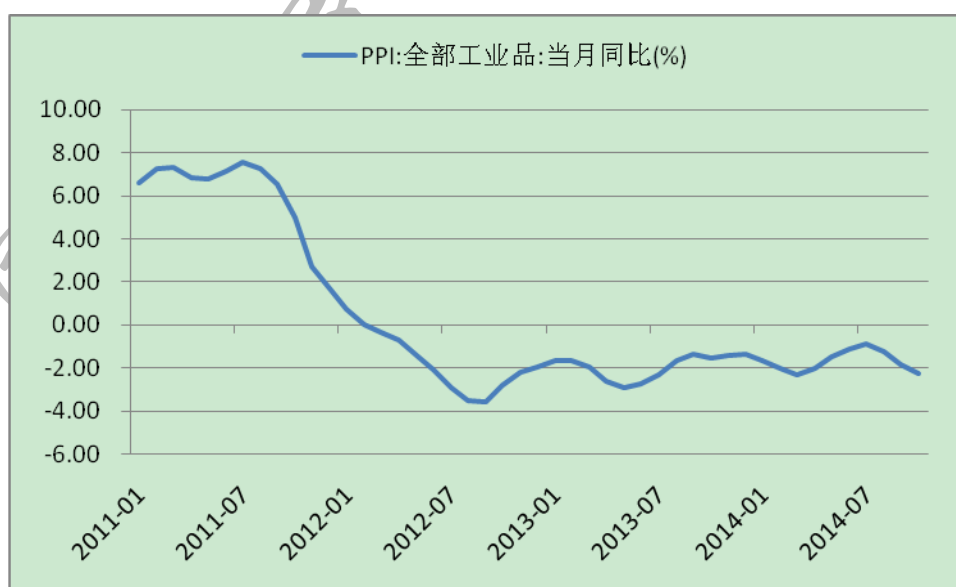
图表 20：70 个大中城市新建商品住宅价格指数



数据来源：国家统计局

自 2012 年 3 月份以来，PPI 连续负增长，至今也还没有转正的迹象。这说明中国经济需求层面还是十分的薄弱，同时 PPI 作为一个经济景气指标说明中国的经济增长面临下行压力。PPI 中生产资料和重工业下降最为迅速，内地企业尤其是重工业的盈利压力不断加大，对央行“降息”的呼声此起彼伏。而此次 PPI 的持续走低，正是扩张型货币政策和大规模政府投资拉动下的经济增长挤压了经济增长后续活力的原因。因此，央行明确表态，不会依靠扩张的货币政策挽救低迷的经济。国务院总理李克强也指出，要依靠改革来激发市场活力。

图表 21：PPI 当月同比增加



数据来源：国家统计局

5.1.3 预期管理的重要性

从全球主要央行的操作看，结构性短缺赋予了央行政策利率对市场利率定价的权威影响，中央银行即使不在公开市场上进行流动性操作或只是较少操作，也能凭借其资金融出方的强势地位使市场主体的利率预期与其保持一致，进而引导市场主体根据中央银行政策利率调整自身利率定价及资产负债结构。之前，每一次流动性紧缺的时候，央行总会跳出来“救火”，市场在流动性紧缺的时候对央行的货币政策有了一致的预期，因而不会在经营中重视调整自己的资产负债管理结构，使央行的货币政策效果逐渐减弱。

1998 年期，中国人民银行取消了信贷规模管理，改行以货币供应量的中介目标的新的数量型货币政策调控框架。在基础货币持续供应过剩、整体宽松的流动性格局下，准备金供给长期大于需求，央行处于资金融入方地位，使得央行的货币政策操作处于相对不利地位，加大了央行进行货币政策调控的难度。高效率的货币政策能保证金融市场的稳定、促进信贷供给与需求的匹配、提升整体金融机构的资源配置效率，而能完全被市场提前预期的货币政策无法满足这一要求。

在准备金制度制造的流动性结构短缺下，央行可以一方面直接买入债券满足准备金的长期需求，另一方面每日向银行体系循环小额注入流动性以满足准备金的短期需求，来实现有效控制准备金和货币市场利率的目标。钱荒出现的结构性短缺，为央行实施价格型货币政策工具提供了良好的试验场。央行在钱荒中实施新型价格型货币政策工具，引导资金流向和利率市场走势。但这些政策工具在钱荒中的表现十分有限，只有传统的货币政策工具逆回购和公开市场操作进行后，利率走势才逐渐平缓。这代表新兴货币政策工具虽然在缓解市场流动性方面具有独特的优势，但其告示效应不足，无法准确向外传达央行稳健或者宽松的货币政策态度，这也与这些货币政策工具的复杂性有关。

5.2 央行助力中国改革

“稳增长、调结构、促发展”是新一届领导班子上台以来反复强调的改革路线，改革之风席卷中华大地，金融改革也会紧跟步伐，毫无疑问央行必定是金融改革的发起者和推动者。中国在经过 2008 年金融危机的洗礼后，中国金融体系危机频现，“620 钱荒”只是其中的一个缩影。央行货币政策在被市场“绑架”的同时必须要认识到改革是一个长期的过程，必须化解系统中、体制中的根源问题，才能使类似“620 钱荒”的事件不再发生。

5.2.1 对银行资产负债业务的监管

商业银行表外业务的扩张使其经营风险不断扩大，这部分风险没有纳入监管，很容易由局部风险演化为全局性风险。而在银行业竞争日趋激烈的情况下，很多商业银行对这一风险重视程度不够，盲目扩张表外业务，寻求高风险高收益。2013 年银监会出台《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，对银行的理财产品的发放、投资、运作进行了规范。要求商业银行要实现每个理财产品与所投资资产相对应，做到每个产品单独管理、建账和核算。对银行表外资产的资金管理提出了更高的要求，同时也建立健全的风险隔离机制。“8 号文”的出台只是从资产方进行规范，并不能改变商业银行的投资方向。而正是因为“8 号文”的出台，商业银行短时间内很难通过增发理财产品来偿付原来理财产品的到期额，因此同业市场的拆借资金便成为重要的资金来源。

对于扩大的同业市场交易规模，业内人士普遍明白其中蕴藏着巨大的风险，但央行一直充当一个“奶妈”角色，扭曲了商业银行的最优风险决策。“620 钱荒”的到来，正式给激进的商业银行敲响了警钟，必须要加大对资产负债表的风险监控，不仅要注重放贷过程中的信用风险监管，更要加强对银行日常经营中的流动性风险监管。

趁热打铁，在“620 钱荒”之后，中国人民银行牵头，联合银监会、证监会、保监会和外汇管理局发布了《关于规范金融机构同业业务的通知》，银监会下发了《关于规范商业银行同业业务治理的通知》，要求商业银行的法人总部对同业业务专营部门进行集中统一授权、专营部门不得转授权；法人总部对表内外同业业务进行集中统一授信；法人总部对交易对手进行集中统一的名单制管理。加强对同业业务的监管力度，使商业银行依靠同业业务导致期限错配的环境将不复存在。

5.2.2 加强流动性风险监管

2008 年金融危机中，发达国家的很多金融机构产生短期流动性危机导致倒闭，引起了全球的重视。事后，巴塞尔委员会也开始大力强调商业银行流动性风险的监管。2009 年 9 月，银监会出台《商业银行流动性风险管理指引》，要求商业银行加快流动性风险管理体系，提高识别、计量、检测和控制流动性风险的能力。时隔 4 年，经过了多年学习的商业银行并没有将流动性风险的管理充分完善，反而在激烈的竞争中表现的更为激进。

“620 钱荒”中以流动性危机为直接原因，充分暴露出商业银行等金融机构在流动性风险的管理方面存在较大问题。央行在应对危机的态度中也表明，中国目前流动性环境处于总

量盈余的环境中，个别商业银行的流动性短缺是自身经营管理的问题。2008 年的金融危机对境内的商业银行等金融机构显得比较遥远，但这次钱荒却使它们清楚地认识到流动性风险的重要性。通过“620 钱荒”，央行为全部金融机构敲响了警钟，商业银行等金融机构本身作为经营负债的企业主体，流动性管理是第一位的。

2014 年 1 月 17 日，为进一步规范商业银行的流动性风险管理，出台了《商业银行流动性风险管理办法（试行）》。从制度层面完善了我国银行业流动性监管的框架，系统的增强了整个银行体系应对流动性危机的能力，有助于维护银行体系的安全稳健运行。

5.2.3 扩大资产证券化试点

2005 年 3 月，中国人民银行和相关部门成立信贷资产证券化试点工作协调小组，正式开始资产证券化试点。但受 2008 年全球金融危机的影响，我国的资产证券化试点工作曾一度停滞。2011 年，经国务院的批准继续进行试点，发行了 228.5 亿元的信贷资产证券化产品。

“620 钱荒”以来，对化解商业银行等金融机构的流动性不足问题，各方提出了众多富有建设性的看法。资产证券化作为一种创新型金融工具能够有效的解决商业银行由于短期资产不足导致的流动性紧缺问题，破解资产负债期限不匹配的难题。在“620 钱荒”发生后，资产证券化的扩大试点正式被提上议程。

2013 年第二季度，李克强总理一个月内三次提及“用好增量、盘活存量”，促进经济转型升级，更好地服务实体经济发展。国务院于 7 月 2 日印发了《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，要求逐步推进信贷资产证券化常规化发展，盘活资金支持小微企业发展和经济结构调整。8 月 28 日，国务院召开常务会议，决定在严格控制风险的基础上，进一步扩大信贷资产证券化试点。一方面，资产证券化能调控信贷结构，盘活存量信贷，提高资金使用效率，降低融资成本；另一方面，资产证券化能够降低商业银行的资本消耗，满足投资者多元金融资产配置需求，降低实体经济的融资难度。可以说，资产证券化是中国在金融改革方面迈出的重大一步。

六、结束语

“620 钱荒”的发生引发了关于“中国式钱荒”的讨论，在流动性总量盈余的情况下，出现银行间流动性供给不足的现象是非常值得探讨。但塞翁失马，这次钱荒的发生给银行上了一堂“血泪课”，促使银行加强自身的风险管理水平，关注流动性风险监管。更重要的，对

央行来说，“620 钱荒”更像是央行货币政策转型的试验场，如何高效的运用多种货币政策工具、实行预期管理是央行改革的重点。正如李克强总理所说，央行不能被舆论左右，否则就是抱薪救火。

（案例正文字数：19711 字）

阅读案例后，请思考以下问题：

1、2013 年四季度《货币政策执行报告中》写到，这次钱荒事件“与市场传闻扰动、企业税收集中清缴、端午节假期现金需求、外汇市场变化以及商业银行半年末指标考核等多种因素叠加有关”。试分析它们是如何影响市场上的流动性。

2、有人说“620 钱荒”是多个时点因素叠加的结果，不可能重现。你如何评价这一观点。

3、中国央行的货币政策目标是“经济增长、物价稳定、充分就业和国际收支平衡”，通过本案例分析“多目标”和“单目标”的优劣势。

4、透过这个案例分析央行在政策实施中存在什么问题？

5、2013 年 12 月钱荒再次来袭，央行在第一时间便通过短期流动性调节工具（SL0）共计向市场注入超过 3000 亿元流动性，但市场利率仍不断攀升，直到 12 月 24 日央行重启逆回购，才稳定了市场。你如何看待 SL0、SLF、PSL 等新型的货币政策工具的政策效果。

Cash Crunch: the Choice of People' s Bank of China

Abstract: In the first half of the 2013, the premier put forward the idea of using the current currency efficiently under the pressure of the economic downturn. Many files are promulgated to make financial reform. On June 20, 2013, Overnight SHIBOR Interest Rate reached historic highs of 13.44% because of rumors, cash demand, and volatile foreign exchange market and tax payment. On June 24, 2013, the stock market plunged with Shanghai Index falling to nearly 1949 on account of currency scarce. On June 20, 2013, central bank released liquidity to stabilize the economy through open market operations and reverse repurchase.

Keywords: Cash crunch, Foreign exchange reserves, Central bank, Overnight SHIBOR Interest Rate