

PDF-PAPER2015014

银行体系流动性风险问题研究 ——基于 2013 年银行间市场“钱荒” 案例的分析¹

摘 要

2013 年 6 月，我国银行间市场上出现资金紧张局面。6 月 20 日，各家银行一夜之间陷入钱荒，上海银行间市场隔夜拆放利率超过 13%，质押式回购隔夜品种利率竟创出 30% 的历史记录，银行间市场似乎摇身一变成为高利贷市场。这场突发事件揭示了我国金融体系的潜在脆弱性。2013 年国内流动性供给宽松，广义货币供应量（M2）超过 110 万亿，同时银监会所披露的我国商业银行有关流动性风险的各项监管指标也都处于正常值，商业银行的超额备付金充足。在这样的条件下，银行间市场上的风吹草动就已经让规模庞大的中国银行业置身风险之中。商业银行在危机中的应对能力令人堪忧，这让人不得不对这次事件进行反思。

本文的写作目的，在于以本次“钱荒”事件为契机，分析影响我国银行体系流动性的基本因素，“钱荒”发生的原因以及如何避免类似事件再次发生。“钱荒”并不是一场严格意义上的流动性危机，但它却让从未直面流动性危机的中国银行业体会到了市场流动性濒临枯竭时的恐慌以及做好流动性管理的重要意义。在利率市场化不断推进，金融创新不断发展以及国内外宏观经济环境不断变化的大背景下，无论是中央银行、还是监管机构，还是商业银行，都可以从本案例中得到有益的启示。

¹ 本论文由中国人民大学财政金融学院的李明涛撰写，指导老师为宋玮。

本文简要回顾了商业银行流动性风险管理和监管的历史发展脉络；在文献综述部分重视对 2008 年金融危机之后关于流动性风险问题研究的相关文献梳理，从中得出了一些新的有益的线索；在分析方法上采用案例研究的形式，依据公开资料，全面客观地对“钱荒”事件进行了描述；在案例分析部分，首先辨析了“钱荒”的各种原因，指出了媒体上的分析存在的问题，明确了银行体系流动性的分析框架；其次从中央银行的宏观流动性管理角度，分析为何在流动性充裕的条件下会发生“钱荒”以及央行在“钱荒”中的行为，接下来从微观层次，详解商业银行的业务创新活动与商业银行的流动性管理，这是“钱荒”发生的微观基础，然后分析外汇占款变动在此次事件中的作用，最后从金融监管视角对本案例做出进一步的解读。

总结来看，这是商业银行的扩张行为与中央银行的稳健态度相背离，造成了银行体系内基础货币的供需矛盾，它的微观基础在于部分商业银行通过同业业务创新活动进行信贷扩张以及期限过度错配，直接原因是外部资金流入规模的骤减。最后，本文综合本案例中反映出的各方面问题，对商业银行经营者、银行业监管者和中央银行提出了一些有益的建议。

关键词：流动性风险 钱荒 银行体系流动性

ABSTRACT

In June 2013, the inter-bank market suffers a tense situation. On June 20, there is a cash crunch. Shanghai Interbank Offered Rate (overnight) market is more than 13%, overnight collateral repo rate actually hit 30 percent. The inter-bank market seems to be a usury market. This incident reveals the potential vulnerability of the financial system in China. In 2013, liquidity supply is loose in China. Money supply (M2) is more than 110 trillion. The regulatory indicators related to liquidity risk provided by China Banking Regulatory Commission are also normal. In such conditions, the China's bank banking system faces a terrible liquidity risk. Commercial banks' capabilities to deal with liquidity crunch are worried, which forced people to think about more on the incident.

Purpose of this paper is to regard the "cash crunch" event as an opportunity to analyze the basic factors that affect liquidity of the banking system, the reasons of "cash crunch" and how to avoid similar incidents from happening again. "Cash crunch" is not a liquidity crisis in the strict sense, but it gives a real feeling of a liquidity crisis to banks in China, and suggests the significance of liquidity management. In the changing backdrop of interest rates liberalization, financial innovation and the changing macroeconomic environment, the central bank, regulatory authority, and the commercial banks all can get some useful guidance through the case.

This article briefly reviews the historical development of the commercial banks' liquidity risk management and supervision; emphasis on the literature after the 2008 financial crisis, and draw some new useful clues; in the analysis use the method in the form of case studies, based on publicly available information, give a comprehensive and objective description of "cash crunch"; In the case study section, firstly analyze the reasons for cash crunch, tell the problems of the media's analysis,

point out a clear analytical framework of liquidity in the banking system; Second, from a macro perspective of the central bank liquidity management, and analysis of under the conditions of abundant liquidity why will cash crunch happen and the central bank's behavior in the cash crunch, then in the micro-level, explain the business innovation activities and liquidity management of commercial banks, which is the micro-foundation of cash crunch, and then analyze the role of the counterpart of foreign exchange reserves in the incident, and finally from the perspective of financial regulation to make further interpretation of the case.

To summary, this is the expansion behavior of commercial banks with the central bank's prudent approach deviates, resulting in the contradiction of supply and demand of base money in the banking system, its microscopic foundation is credit expansion business and hyperactive mismatch, the direct cause of the size of the counterpart of foreign exchange reserves inflows plummeted. Finally, combining all the questions finding in the case, we give the banking regulators, central banks and commercial bank some useful suggestions.

Keywords: liquidity risk, cash crunch, liquidity of banking system

目 录

第 1 章 绪论	1
第 2 章 案例介绍	9
第 3 章 案例分析	18
第 4 章 案例总结与政策建议	31
参考文献	33

图表索引

图 1.1: 2013 年 Shibor 隔夜品种走势	2
图 2.1: 2013 年 6 月初 Shibor 隔夜、七天品种走势	12
图 2.2: 2013 年 6 月初银行间市场质押式回购加权平均利率走势	13
图 2.3: 2013 年 6 月份 Shibor 隔夜、七天品种走势	14
图 2.4: “钱荒”期间上证指数走势	16
图 3.1: 2007-2013 年 Shibor 隔夜品种的波动情况	19
图 3.2: 银行体系与中央银行、实体经济及国际资金市场的关系示意图.	20
图 3.3: 2010 年-2013 年基础货币增速与 M2 增速	21
图 3.4: 2013 年上半年上市银行同业资产/总资产	24
图 3.5: 2013 年上半年上市银行买入返售资产/同业总产	24
图 3.6: 信托受益权买入返售业务操作过程	25
图 3.7: 2013 年货币当局外汇占款月度增加额	27
表 2.1: 2013 年 1-5 月货币市场利率水平	10
表 2.2: 2013 年 6 月 6 日银行间市场质押式回购交易统计	11
表 2.3: 2013 年 6 月 6 日银行间市场质押式回购交易统计	12
表 2.4: 2013 年 6 月 20 日银行间质押式回购交易统计	14
表 2.5: 2013 年 12 月 20 日银行间市场质押式回购交易统计	17
表 3.1: 银监会流动性监管指标	29

第 1 章 绪论

1.1 选题背景及研究意义

作为经济活动中的信用中介，商业银行承担了“短借长贷”的期限转换职能，因此自其诞生之日起，就面临流动性风险。在 2008 年爆发的金融危机中，许多金融机构的资本水平充足，但终因丧失流动性而破产清算，凸显了其在流动性风险管理方面的缺陷。最新的比较有说服力的例子是雷曼兄弟倒闭的案例，至 2014 年初完成了对无担保债权人的全额清算之后，雷曼兄弟欧洲国际集团剩余的净资产价值仍有 50 亿英镑。美国贝尔斯登、雷曼兄弟倒闭，英国北岩银行挤兑危机等让人们再次意识到了管理流动性，防范和化解流动性风险对金融机构的重要性。危机过后，巴塞尔银行监管委员会为构建流动性风险管理和监管的全球统一框架，相继有《稳健的流动性风险管理与监管原则》和《流动性风险计量标准和监测的国际框架》出台，以维护全球的金融稳定。

2013 年 5 月下旬以来，我国银行间市场上开始出现资金紧张局面。6 月初传来某股份制银行在银行间市场违约的传闻。6 月 20 日，各大银行一夜之间陷入钱荒，上海银行间市场隔夜拆放利率超过 13%（图 1.1），银行间质押式回购隔夜品种利率竟创出 30% 的历史记录，银行间市场似乎摇身一变成为高利贷市场。一时间各种传闻充斥市场，中国银行业面临系统性危机的论调在国内国外也开始抬头。这场突发事件揭示了我国金融体系的潜在脆弱性。2013 年国内流动性供给宽松，广义货币供应量（M2）超过 110 万亿，同时银监会所披露的我国商业银行有关流动性风险的各项监管指标也都处于正常值，银行体系超额备付金充足。在这样的条件下，银行同业市场上的风吹草动就已经让规模庞大的中国银行业置身风险之中。未来如果真的出现资产价格泡沫破灭甚至经济危机，商业银行在危机中的应对能力令人堪忧，这让人不得不对本次事件进行反思。



图 1.1：2013 年 Shibor 隔夜品种走势

数据来源：国泰安经济金融研究数据库

此次“钱荒”事件的发生，既有商业银行自身同业资产负债期限错配的内部原因，也有短期资本流出导致外汇占款减少的外部原因；既有季末监管指标考核与财政存款上缴等常规因素，也有中央银行在事件前期收紧银根的非常规因素。从广义上讲，某项金融指标在短时期内发生剧烈变动，即可视作金融危机。尽管后来央行采取释放流动性的手段平息了这一事件，但“6.20 钱荒”事件所揭示的深层次问题，既为我国商业银行乃至其他金融机构的流动性风险管理敲响了警钟，也引导政策制定者和市场参与者关注我国经济发展过程中出现的资金空转，偏离实体经济的问题。“钱荒”事件过后的 2013 年 8 月初，银监会主席尚福林表示，银监会将进一步完善流动性风险监管标准，引导银行业建立全面的流动性风险管理机制，提高整个银行体系抵御流动性风险的水平。

2013 年下半年我国银行间市场上的流动性紧张局面，对于从没有直面过流动性危机的中国银行业来说，是值得警醒的；对于广大的金融业从业者和研究者们，是值得去进行深入探讨的。从理论上讲，商业银行平衡流动性、收益性和安全性的资产负债管理理论已经涵盖表内和表外管理，但是在资本充足和流动性总量宽松条件下依然会有银行业流动性危机产生，这需要在流动性风险研究领域做进一步探讨；从实践中来看，我国目前正处于利率市场化进程中，各类金融创新活动不断增多，银行业的流动性风险管理和监管也面临着与新版巴塞尔协议要求对接的阶段，无论是中央银行、还是监管机构，还是商业银行，都可以从本案例中得到有益的启示。本文的研究正是基于这样的背景，以案例

分析的形式，同时适当借鉴美国金融危机过程中的经验教训，揭示当前我国银行体系所面临的流动性风险问题，分析其原因、影响以及应对之策，提出有助于我国银行业管理流动性，防范流动性风险建议。

1.2 相关理论和文献综述

1.2.1 流动性和流动性风险

在微观角度，流动性可以指金融资产快速变现而又不受损失的能力，也可以称作“资产流动性”。在宏观角度，这一概念还有三个内涵：一是指全社会的各类金融资产，二是指不同统计口径的货币供给，如 M1、M2，三是指整个银行体系的流动性。

巴塞尔银行监管委员会根据影响范围的不同，将流动性风险划分为融资流动性风险和市场流动性风险。前者是指商业银行在不发生预期损失的情况下，无法及时有效地获取所需资金的风险，这站在单个银行角度来说的，可以理解为商业银行丧失结清债务能力的风险；而后者则是指由于市场交易量、交易频率不足和价格波动过大导致商业银行无法及时变现资产而又不遭受损失的风险。这是从整个市场层面来讲的，可以理解为市场丧失交易能力的风险。

1.2.2 流动性风险管理和监管历史沿革

在二十世纪六十年代之前，对商业银行流动性风险的管理处在资产管理阶段，即重视资产的变现能力，银行很少从负债端对流动性进行主动管理。各国开始对商业银行的业务范围进行限制，制定诸如现金比率、流动资产比率这样的监管指标，存款保险公司也在美国诞生，对银行体系流动性的监管处于初级阶段。

六十年代以后，在利率管制和金融脱媒两大背景下催生了负债管理理论。商业银行开始通过各类金融创新积极主动地拆借资金来维持流动性，将自有资金和拆借资金投资于高收益的项目。从此银行的资金来源更多依赖于波动性很大的同业批发市场，增加了银行业整体所面临的流动性风险。

随着七十年代末八十年代初金融自由化的推进，市场利率的波动幅度加大，银行的主动负债成本和不稳定性都在增加，为了应对这种局面产生了资产负债

综合管理理论。一些发达国家开始引入兼顾资产方和负债方的流动性监管指标，例如英国《1987 年银行法》中的流动性缺口指标。这一时期，巴塞尔银行监管委员会也开始要求商业银行必须保持足够的低风险高流动性资产，但是并没有单独对流动性风险提出系统的监管框架。

九十年代以后银行危机事件频发，推动了银行经营者和监管机构开始重视流动性风险问题。各种流动性风险模型以及流动性管理体系逐步出现，主要以定量指标体系为主，少数国家采用了基于银行自身状况的压力测试法和预警机制。巴塞尔银行监管委员会对银行业流动性风险重视程度逐步增加，相继推出了《计量与管理流动性框架》和《银行机构流动性管理的稳健做法》，而真正提出商业银行流动性风险管理和监管的全球统一标准，则是在 2008 年的金融危机之后。

1.2.3 国外相关研究

Diamond 和 Dybvig (1983) 提出的 DD 模型，是关于流动性和银行挤兑问题的著名研究。他们在文章中指出，银行通过期限转换，为经济创造流动性，因此其在金融体系中的地位极其重要，这也导致了银行与生俱来要面对流动性冲击。当某个随机事件导致市场上的恐慌情绪蔓延时，存款者会争先恐后地去银行排队提取自己的存款，以最大限度减少银行倒闭给自己造成损失。当大量存款者都采取这种行为时，便会出现银行挤兑。

Freixas 和 Rochet (1997) 在 Diamond 和 Dybvig 的成果上做了进一步的扩展研究：当单个银行发生流动性危机时，由于存款人难以判断哪个是经营稳健的银行哪个是经营出现问题的银行，因此各银行均面临存款人来挤兑的风险，各家银行都会保持大量的流动性储备来应对，这也导致银行间市场丧失提供紧急流动性支持的功能。

Allen 和 Gale (1998) 则认为银行流动性危机的出现并不是随机因素造成的，其产生的根源在于经济周期变化导致的银行资产回报的变动。他们的结论是如果安全资产的回报在银行体系内外是一样的，则银行挤兑是最优的，中央银行无需进行干预；如果存在交易银行风险资产的市场，那么即使安全资产的回报在银行体系内外是一样的，银行挤兑的成本依然是巨大的，此时需要中央银行进行干预。

以上观点均是强调了银行挤兑以及信息不对称所导致的流动性问题对单个银行和银行体系的冲击。流动性危机有时候也可能是由于银行不当的资产负债管理所致。

Brighi (2002) 指出, 降低资产负债期限的不匹配可以避免银行出现流动性困局, 好的流动性管理可以减少银行面临的流动性风险, 在 DD 模型的基础上引入银行间市场作为改善银行资产负债结构的因素后, 银行体系出现流动性危机的可能性会减小。Diamond 和 Rajan (2005) 则提出银行的流动性短缺和支付困难可能是互为因果的, 糟糕的资产负债表可能会引发个别银行的支付困难, 进而引起整个银行体系的流动性收缩, 强调了良好的资产负债管理对于防范流动性危机的重要意义。

在 2007 年的美国次贷危机和随后的爆发的金融危机中, 尽管一些机构的资本充足但仍因流动性问题而倒闭, 暴露出了金融机构在管理流动性方面存在的问题, 也丰富了学界和业界对流动性风险问题的研究。

Jenkinson (2008) 指出, 过去几年银行资产负债表中出现了大量的结构化产品, 提高了银行体系的流动性风险, 结构化信用产品的危机, 导致市场流动性突然蒸发并且迅速蔓延到银行间资金批发市场, 加剧了流动性危机。Allen 和 Carletti (2008) 探讨了流动性在 2008 年金融危机中所扮演的角色, 他们认为金融危机之中的资产价格下跌已被市场普遍预测到, 但是市场对危机所带来的流动性问题估计不足, 加剧了危机带来的影响。许多高信用评级的证券化产品价格显著下跌, 金融机构出于对未来流动性预期的不确定而储备流动性以及恐慌情绪的蔓延, 导致了银行间市场流动性枯竭。

此外, Matz (2009) 强调了各方交易对手信心对银行体系流动性风险的影响, 2008 年的金融危机应当让所有金融机构意识到市场信心的重要性。只要公众对于银行有信心, 并且相信其他人也对银行抱有同样的信心, 银行就不会陷入流动性短缺的困境。因此, 银行面临影响流动性的突发事件时, 应当运用合理的手段, 树立良好形象, 维护市场上交易对手对其的信心。Adrian 和 Shin (2009) 认为危机的发生让人们不得不重新思考流动性的本质, 在类似美国这样的以资本市场为支撑的金融体系中, 回购协议和商业票据等以市场交易为基础的金融工具, 可能是比货币供应量更好的反映金融对经济影响的指标。当金

融体系中的长期低流动性资产主要是由短期负债来对接时，金融机构资产负债表中大幅度的杠杆波动将会引发金融体系的流动性紧张局面。

Freixas (2011) 研究了银行间借贷市场配置资金的效率问题，通过模型证明了当银行体系面临结构性的流动性冲击时，货币当局应当使用的调节银行间借贷市场利率的方法来应对，而当银行体系面临流动性总量的短缺时，货币当局应当采取流动性注入的方式来应对。Acharya (2011) 认为银行资产是由高流动性资产和低流动性资产构成的投资组合，当经济衰退和危机将要发生时，银行出于预防动机会倾向于囤积更多的高流动性资产，进而加剧银行体系的流动性收缩。

1.2.4 国内相关研究

张卫东 (2003) 则对我国商业银行流动性风险管理中存在的诸如流动性缺口较大、资产端变现能力差、形式单一以及负债端不稳定性增加等问题作了分析，并据此提出：商业银行应当合理调整资产负债期限结构，通过创新负债端资金来源降低流动性风险，并对流动性风险进行事前防范。

吴晓灵 (2007) 从中央银行的宏观监管角度出发，区分了银行体系流动性和全社会层面的流动性，强调了稳健的货币政策有利于金融市场发展，央行会相机抉择对银行体系提供流动性支持。

韩剑 (2009) 分析了金融体系中流动性冲击的各种传导机制以及重大危害，并针对监管机构提出了以下建议：关注银行表外业务和衍生工具的发展；在援助市场时采取创新手段和措施，加强监管的国际合作。

郭田勇、曾阳阳 (2011) 强调商业银行应当关注货币政策转向可能引发的流动性问题，在经营过程中达到银监会制定的流动性监管指标，特别提到要重点关注银行理财产品规模膨胀对银行体系稳定性的影响。

张晓丹、林炳华 (2012) 依据 2010 年数据对我国银行业流动性风险进行压力测试，结果显示当外部经济环境急剧恶化时可导致我国银行业面临较大的流动性风险。

敬志勇 (2013) 对 2005-2010 年中国上市银行的数据进行了回归分析，发现活期存款比率对商业银行的流动性比率影响很大，因此，活期存款比率可以作为流动性危机的预警指标。

陈颖（2013）分析了 2008 年爆发的金融危机给全球银行业流动性风险管理带来的新变化，分析了巴塞尔委员会新提出的两项流动性监管指标的好处和不足，并指出其在我国的推行将面临多方面挑战。

针对本次“钱荒”事件，不少研究者也给出了自己的解读。吴敬琏（2013）认为“钱荒”的根源在于我国粗放的经济增长模式以及各部门的高杠杆率，应当警惕系统性危机；陆磊（2013）认为所谓“钱荒”在短期视角来看是金融资源配置失衡的问题，但更深层次的原因还在于近 5 年来刺激政策导致货币超量发行带来的金融资产与实体经济的结构失衡；周茂青（2013）从外汇供给、银行内部和宏观政策三个角度分析了“钱荒”产生的原因，认为金融机构应当坚持为实体经济服务，在“盘活存量”上下功夫；吴秀波（2013）认为由于商业银行激进地扩张资产负债规模，加上监管机构有意预警流动性风险，及国际资本流动因素共同导致“钱荒”局面产生，商业银行应当顺应宏观政策导向化解自身面临的风险；安辉（2013）建立了基于外部流动性冲击来源、路径和影响三环节的风险预警体系，认为 2013 年外部流动性供给减少不会导致我国银行体系出现系统性危机。

1.3 研究方法、思路以及论文结构

本文采用的研究方法为案例研究与文献研究相结合，在案例研究过程中运用描述统计、对比分析等方法，以案例为核心，同时适当借鉴美国金融危机过程中的经验教训，揭示当前我国银行体系所面临的流动性风险问题，分析其成因、影响以及应对之策，提出有助于银行业稳健经营和有效监管的意见和建议。本文的研究是以大量的理论文献阅读和相关案例事实为基础的。

如何使得对于案例的理解和分析区别于普通的网络、报刊杂志等媒体的报道，站在新的视角上对 2013 年下半年我国银行间市场上的流动性紧张局面进行解读，是本文的写作难点。本文认为，此次事件的发生应当是一系列因素综合作用的结果，媒体上的各种分析均有一定的道理并且较为全面。但是，这些分析仍然仅仅停留在了就事论事的简单分析阶段，未能从金融学的理论层面对这一事件作出解读。对银行体系流动性的分析，应当从中央银行的宏观流动性管理和商业银行的微观流动性管理两个层次进行，并且这两个层次并不是割裂开

来的两部分，而是具有内在联系的。

本文的结构如下：第一章为绪论部分，陈述了选题背景和研究意义，梳理了关于流动性和流动性风险的概念和相关理论发展，对国内外的研究成果进行总结，介绍本文的写作思路和创新之处；第二章为案例介绍部分，采用原始数据和一手资料详细客观地介绍了 2013 年 6 月份“钱荒”事件的发展始末，以及各方针对流动性紧张局面所采取的对策、“钱荒”产生的影响等；第三章为案例分析部分，是本文的核心内容，首先辨析了“钱荒”的各种原因，指出了媒体上的分析存在的问题，明确了银行体系流动性的分析框架；其次从中央银行的宏观流动性管理角度，分析央行在“钱荒”中的行为，接下来从微观层次，详解商业银行的业务创新活动与商业银行的流动性管理，这是“钱荒”发生的微观基础，然后分析外汇占款变动在此次事件中的作用，最后从金融监管视角对本案例做进一步的解读；第四章为案例总结与政策建议部分，综合案例分析部分提到的各方面问题，对“钱荒”问题进行评价；并结合案例事实所反应出的问题，针对商业银行经营者、银行业监管者和中央银行提出一些有益的建议。

1.4 本文的创新之处与不足

本文有如下创新之处：

首先，事件发生的时间距现在较近。“钱荒”事件是 2013 年下半年我国金融市场上发生的重大事件，是各方面综合因素造成，其后续影响至今仍未完全消除，它改变了市场对未来流动性的预期，迫使包括商业银行在内的金融机构重新审视自身的流动性管理策略，研究这一事件具有很大的实践意义。

其次，在对我国银行体系流动性分析时立足于银行间市场角度，这样的分析在“钱荒”发生之前是比较少的。

第三，本文立足于基础货币与存款货币之间关系的金融理论视角，回答了为何在广义货币供给充足的条件下“钱荒”会发生的问题，并详细分析了这一问题产生的微观经济基础。

第2章 案例介绍

伴随着改革、创新的浪潮，2013年，我国的金融行业在发展过程中暴露出了一些隐患和问题，发生了一些具有特殊意义的事件。本章所介绍的案例，就是其中之一：银行间市场上的“钱荒”。

2.1 银行间市场概况

在微观角度，银行间市场是包括商业银行在内的众多金融机构管理资金头寸、调节资产负债结构和获取收益的重要平台，在宏观角度，银行间市场是货币政策传导的重要媒介，特别是在以利率作为货币政策中介指标的国家，银行间市场是货币当局开展公开市场操作，调节基准利率和投放基础货币的重要平台，例如美国的联邦基金市场和联邦基金利率。

我国的银行间市场开始建设的标志是1994年中国外汇交易中心在上海成立，随后的1996年，在其基础上成立了全国统一的资金拆借市场；1997年，同业拆借中心开始了银行间债券交易业务。经过二十年的发展，目前我国的银行间市场由同业拆借市场、债券市场、票据市场和外汇市场等组成，是我国境内人民币产品和外汇产品的重要交易平台。银行间市场上的交易品种持续创新，规模不断壮大。每个交易日生成人民币汇率中间价、Shibor、回购定盘利率、债券收益率曲线等一系列市场基准指标。银行间市场目前已成为包括同业拆借、外币买卖、债券回购、现券买卖、利率互换、外汇远期交易、远期利率协议、贷款转让等一系列金融产品在内的综合交易平台。截至2013年12月31日，银行间本币市场共有成员单位6473家。银行间市场在我国金融市场体系中的地位日益突出，对实体经济的支持作用也日渐增强。目前，银行间市场是我国利率市场化改革和人民币汇率形成机制改革的前哨，银行体系流动性已成为在金融创新不断发展背景下调控社会融资规模和货币供应的“总闸门”。

2.2 “钱荒”事件始末

2.2.1 资金紧张局面初步形成

从5月中下旬开始，银行间市场资金紧张局面开始形成。5月20日，本应

于下午 4 时 30 分关闭的同业资金拆借系统出现了 20 分钟的延时，以保证某些出现资金缺口的机构有时间筹集资金，实现当日的资金账面平衡。当天，质押式回购隔夜品种加权平均利率较前一交易日上升 15.7 个基点，涨至 3.04%；7 天质押式回购加权平均利率较前一交易日上涨了 67.95 个基点，涨至 4.38%。

表 2.1：2013 年 1-5 月货币市场利率水平

月份	同业拆借加权平均利率	质押式回购加权平均利率
2013.01	2.27%	2.25%
2013.02	2.77%	2.89%
2013.03	2.47%	2.46%
2013.04	2.50%	2.55%
2013.05	2.92%	3.01%

数据来源：中国人民银行 2013 年 1 月至 5 月金融市场运行情况报告

2.2.2 违约传闻引发市场恐慌，货币市场利率大幅上升

进入 6 月以后，银行间市场短期拆借利率和回购利率不断攀升。6 月 5 日，中国农业发展银行在银行间市场招标发行“13 农发 10”政策性金融债，认购金额未达到发行计划，被宣布流标。6 月 6 日，光大银行对兴业银行的同业拆借款项到期未能支付的传闻开始传播。随后，兴业、光大两家银行均表示该消息不属实。但是，违约传闻加剧了市场上的紧张情绪，当天银行间市场短期资金价格大幅上涨，隔夜拆借利率涨至 5.98%。隔夜质押式回购利率涨至 6.15%，创半年来新高，七天质押式回购利率也涨至 5.32%。从这一天回购交易各个期限品种的加权平均利率来看，利率曲线倒挂的现象已非常明显。光大银行对兴业银行的违约传闻被公认为本次“钱荒”事件的导火索。

表 2.2: 2013 年 6 月 6 日银行间市场质押式回购交易统计

日期标识	交易代码	期初利率 (%)	最高利率 (%)	最低利率 (%)	期末利率 (%)	加权平均利率 (%)	基点升 降
2013-06-06	R001	5	10	4.8	8	6.1469	140.99
2013-06-06	R007	4.9	7	4.9	5.4	5.3205	52.18
2013-06-06	R014	5.1	6.8	4.8	5.4	5.4036	47.21
2013-06-06	R021	5.02	5.9	5.02	5.4	5.3355	41.33
2013-06-06	R1M	4.8	6.5	4.5	6.5	5.1976	55.65
2013-06-06	R2M	5	5.48	4.9	5.2	5.2041	59.2
2013-06-06	R3M	5	5.4	4.9	5.4	5.0723	52.35
2013-06-06	R6M	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	550

数据来源：国泰安经济金融研究数据库

通常在季末出现这种资金紧张的情况时，央行都会在公开市场进行逆回购，向银行体系释放流动性。然而，正当包括商业银行等在内的众多金融机构等待央行出手缓解资金紧张的局面时，央行在公开市场操作方面依然没有放松。6月6日，央行发行了110亿元2013年第九期央行票据，并进行了100亿元规模的正回购操作。表2.3显示，六月第一周，由于到期央票及到期正回购规模较大，为2020亿元，当周央行最终实现净投放1600亿元。但是，市场上超预期的资金紧张局面并未得到缓解，作为放松流动性标志的逆回购和央行年初宣布推出的短期流动性调节工具（SL0）也一直未出现。

表 2.3: 2013 年 6 月 6 日银行间市场质押式回购交易统计

日期	操作	规模（亿元）	期限
6 月 4 日	正回购到期	550	1M
6 月 4 日	正回购	140	1M
6 月 4 日	央票到期	1100	1Y
6 月 4 日	央票发行	70	3M
6 月 6 日	正回购到期	370	1M
6 月 6 日	正回购	100	1M
6 月 6 日	央票发行	110	3M
净投放	1600		

数据来源：国泰安金融研究数据库 作者计算

6 月 7 日，央行仍然没有放松流动性的表态，当日，银行间市场大额支付系统再次出现延迟关闭。受违约传闻以及央行一反常态行为的影响，市场对未来资金面的信心开始动摇，8 日，银行间市场短期资金价格大涨。（如图 2.1、图 2.2 所示）

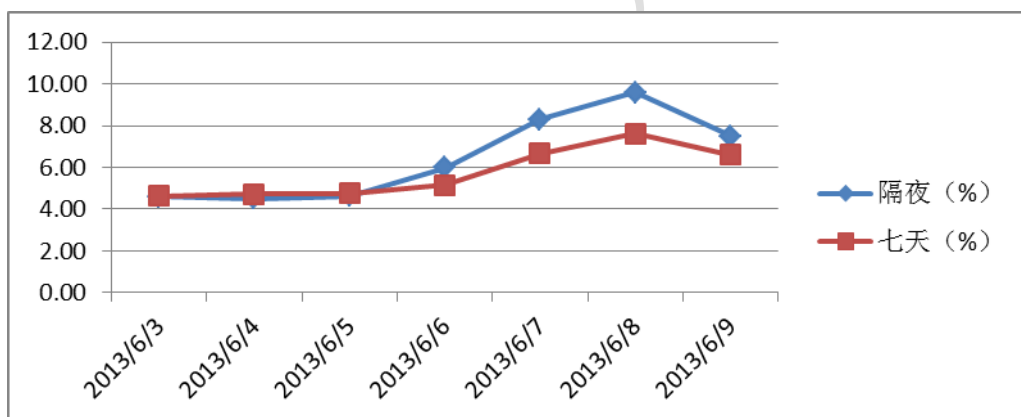


图 2.1: 2013 年 6 月初 Shibor 隔夜、七天品种走势

数据来源：国泰安金融研究数据库

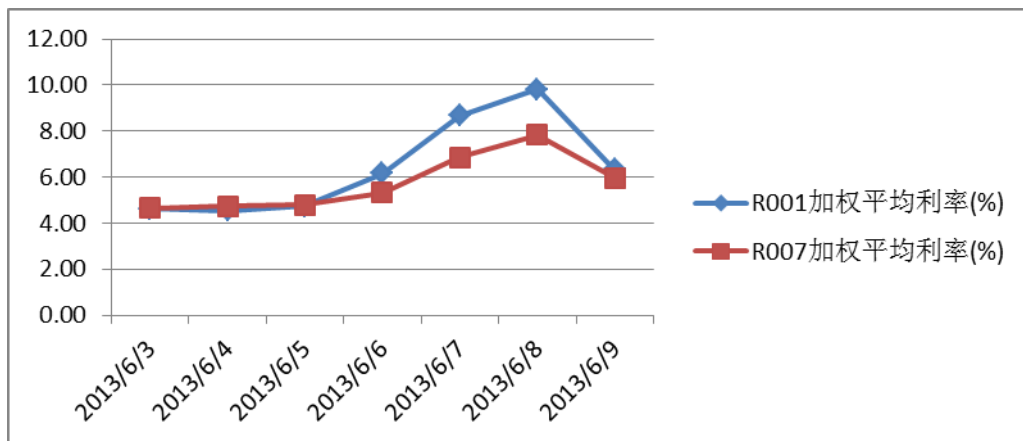


图 2.2: 2013 年 6 月初银行间市场质押式回购加权平均利率走势

数据来源: 数据来源: 国泰安金融研究数据库

2.2.3 资金面继续保持紧张，外汇占款数据不乐观

端午节这一周，银行间市场资金面依然没有出现缓和的迹象。6 月 14 日，财政部发行 2013 年第四期记账式贴现国债实际认购额未达计划出现而流标，直接反应了市场上的资金短缺程度。面对这种情况，同样在 6 月 14 日发行的中国进出口银行政策性金融债券被迫缩减发行规模，其他一些机构选择了延期发行相关的债务融资工具。

6 月 15 日，央行发布的最新金融统计数据显示，截至 5 月底，货币当局外汇占款余额为 249959.64 亿元，高于 4 月底的 248946.76 亿元。这是自 2012 年年末以来外汇占款连续第六个月增加。但是，增量仅为 1012.88 亿元，约为四月份增量的三分之一，这表明资本流入的速度急剧下降。

2.2.4 银行间市场资金价格创历史，央行坚持不“放水”

6 月 19 日，随着作为传统上资金融出方的各家大型商业银行也加入了银行间市场上的借钱大军，各家银行纷纷动用各种手段争抢资金，“钱荒”进一步加剧。各期限 Shibor 利率再次飙升，隔夜品种大幅上涨 206.40 个基点，达到 7.66%，七天品种上涨 137.20 个基点，达到 8.07%。受资金面紧张影响，银行间市场交易系统关闭时间再次延迟半小时，以便某些机构拆借资金平衡头寸。市场普遍预测，20 日的资金价格只会更高。

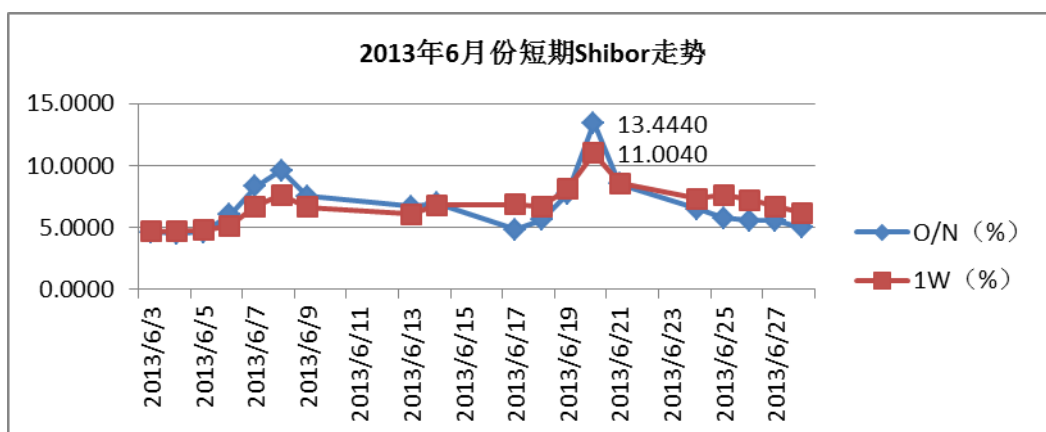


图 2.3: 2013 年 6 月份 Shibor 隔夜、七天品种走势

数据来源: 数据来源: 国泰安金融研究数据库

6 月 20 日, 中国银行间市场资金价格创造了历史记录。上午交易一开始, 隔夜质押式回购利率就跳升至 10%, 7 天质押式回购利率跳升至 12%。市场上资金空前紧张, 当日隔夜质押式回购最高利率达 30%, 七天质押式回购最高利率达 28%, 均创下了历史记录。同时, 拆借市场短期资金价格也刷新了历史记录, Shibor 隔夜品种大涨 578.4 个基点, 达到 13.44%; 七日品种大涨 292.9 个基点, 达到 11.004%。两项数据均达到了 Shibor 从 2007 年开始运行以来的最高值, 也标志着 2013 年下半年银行间市场上的流动性紧张程度到达了顶峰。

表 2.4: 2013 年 6 月 20 日银行间质押式回购交易统计

日期	交易代码	期初利率 (%)	最高利率 (%)	最低利率 (%)	期末利率 (%)	加权平均利率 (%)	基点升降
2013-06-20	R001	10	30	4.1	4.31	11.74	387.14
2013-06-20	R007	12	28	4.71	11.2	11.62	335.93
2013-06-20	R014	6	16.4	5	9.66	9.26	132.54
2013-06-20	R021	9.3	12.5	6.8	10	8.83	131.72
2013-06-20	R1M	9	18	8.5	17	10.87	283.75

数据来源: 国泰安经济金融研究数据库

面对银行间市场创历史的资金紧张局面,6月20日,人民银行在银行间市场例行发行了2013年第11期央行票据,发行规模为20亿。这就是央行对于所谓“钱荒”局面的强硬表态。显然,央行坚持认为市场流动性供应充足,不愿过多干预市场。虽然央票发行的规模不大,但是对苦盼中央银行释放流动性的各家机构来说,央行在此时发出含紧缩意义的信号无异于当头一棒。

紧张的资金局面下伴生了许多市场谣言,这些未证实的消息通过门户网站、微信、微博等渠道迅速传播,渲染了市场上的紧张气氛。20日下午,中国银行资金交易违约的传闻出现,中行有关负责人当晚就表示传闻不实,并已向公安机关报案,随后相关媒体紧急刊登了致歉信。

6月21日,银行间市场短期资金价格有所回落,但仍保持在较高水平。当日Shibor隔夜品种大幅回落495个基点,降至8.4920%,七日拆借利率回落246个基点,降至8.5430%;同时,14天和1个月期限品种的Shibor仍然保持上涨趋势,显示了市场对于未来资金紧张局面仍将持续的担忧。

2.2.5 央行公开表态,事态逐渐平息

6月24日,在经历了钱荒、股灾之后,一直对银行间市场流动性紧张局面按兵不动的央行终于首次公开表态。24日、25日两天,人民银行在官网发布了《中国人民银行办公厅关于商业银行流动性管理事宜的函》、《合理调节流动性维护货币市场稳定》两篇文章,强调当前我国金融机构备付金充足,整体流动性水平仍处于较充裕状态,商业银行要做好关键时点的流动性安排,大型商业银行要充分利用自身优势稳定市场。显然,银行间市场在20日之后流动性紧张局面缓和,各期限资金价格的下降,与人民银行最后时刻的流动性支持密切相关。6月25日当天恰逢周二,央行也暂停了例行的公开市场操作,没有继续发行央票,这在一定程度上有助于安抚市场情绪。

受央行释放的积极信号影响,6月26日早间开盘,银行间质押式回购利率继续回落。当天,隔夜质押式回购加权平均利率降至5.54%,七天质押式回购加权平均利率降至7.28%,Shibor隔夜品种降至5.55%,七日品种降至7.20%,资金紧张的局面得到缓和。此后,银行间市场的各期限资金价格逐步回落。至7月初,Shibor隔夜品种和银行间隔夜回购利率均降至4%以下,六月份以来形成的“钱荒”局面得到缓和,流动性紧张局面暂时告一段落。

2.2.6 钱荒带来的影响及各界评价

受银行间市场资金面紧张的影响，股市债市均一路走低。上证指数从 2300 点附近连续震荡下行。6 月 24 日星期一，A 股市场一开盘就出现恐慌性暴跌。如图 2.4 所示，上证指数从 2068.862 点开始一路下跌，收于 1963.253 点，跌幅达 5.3%，创下了近四年来的最大单日跌幅。当天，沪深两市近 90% 的股票价格下跌，有超过 200 只股票跌停。券商、银行板块成为股价下跌的重灾区，其中银行股平均下跌幅度超过 5%，兴业银行、平安银行和民生银行的股票跌停。流动性紧张的对债券二级市场也造成了很大冲击。为了维持短期流动性，部分机构折价抛售所持债券，引发二级市场上各类债券价格下跌，收益率大幅上升，各收益率曲线期限倒挂现象明显。

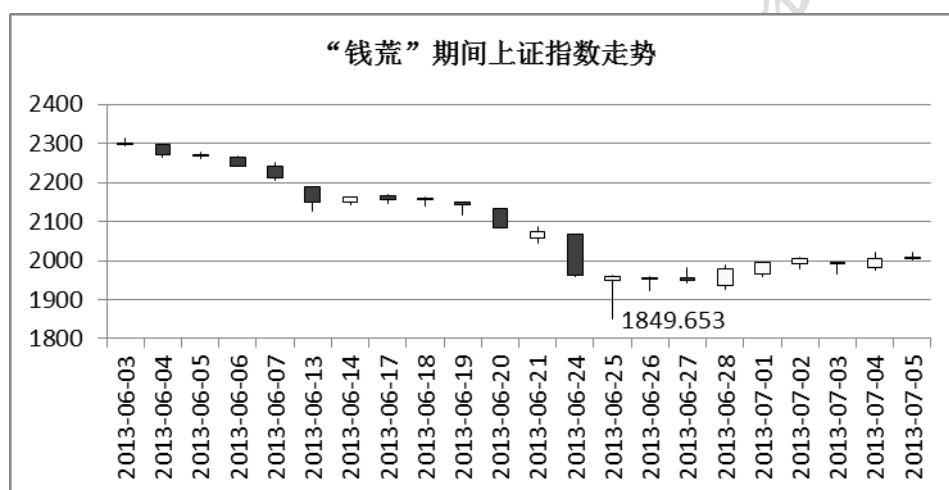


图 2.4：“钱荒”期间上证指数走势

数据来源：国泰安经济金融研究数据库 作者制作

“钱荒”事件给中国金融体系带来不小的震动。金融机构普遍批评央行在流动性最为紧张的时刻没有尽到自己的责任，及时向银行体系提供流动性支持，几乎引发了一场系统性流动性危机；也有学者和媒体认为包括商业银行在内的各类金融机构，在流动性宽松的条件下盲目扩张规模，资产负债期限错配严重，无视政府和央行发出的稳健货币政策信号，最终引发了这次危机。部分外资机构也对这次中国银行业出现的这场风波进行了警示：巴克莱银行在警告中国中小银行存在违约风险，重点提到部分股份制银行和城商行在利用票据和信托受益的买入返售方面存在风险。

2.3 余波未平

6月“钱荒”风波过后，市场上的紧张氛围渐渐消退。特别是从7月30日起，银行间市场迎来了阔别近半年时间的央行逆回购操作，货币市场利率基本保持稳定。10月底，在财政存款集中上缴和央行公开市场操作收紧流动性的影响，银行间市场出现了小幅波动，Shibor隔夜品种在10月30日上涨至5.23%。随后央行每周例行开展逆回购操作，将银行间市场利率波动平抑下来。

12月19日，银行间质押式回购市场再起波澜，隔夜和7天品种的最高利率再次达到10%的高水平，“钱荒”似乎有重演的趋势。这一次，面对银行体系的流动性紧张局面，央行的反应迅速，连续三天通过SL0累计向市场注入超过3000亿元流动性，同时指出商业银行要合理调整资产负债的规模和期限结构，做好管理流动性工作。随着24日央行再次进行逆回购操作释放流动性，这一次的资金紧张局面渐渐平息。

表 2.5：2013 年 12 月 20 日银行间市场质押式回购交易统计

日期	交易品种	期初利率 (%)	最高利率 (%)	最低利率 (%)	期末利率 (%)	加权平均利率 (%)	基点升降
2013-12-20	R001	3.63	10	3.63	4.91	4.91	29.17
2013-12-20	R007	4.98	10	3.8	7.6	8.21	115.63

数据来源：国泰安经济金融研究数据库

可见，6月份的“钱荒”事件过后，货币市场利率中枢上行，整个市场对流动性水平变动异常敏感。反思2013年末的风波，可以发现，央行的表态和行动都比六月份时要积极，但是市场上的资金紧张并没有立刻缓和。另外12月应是财政存款的释放期，银行间市场的流动性水平应该比之前宽松而非紧张。因此，是否是常规性因素造成了“钱荒”、是否是央行的不作为导致了“钱荒”的问题，还需进一步的分析和研究。

第3章 案例分析

流动性问题所引发的危机曾经给各国银行业带来深刻影响，相比之下，中国的银行业还从未发生过大规模的流动性危机。但是，随着经济发展，金融行业深化改革以及金融创新等原因，我国银行业经营所面临的内外部环境正悄然发生变化，银行体系的流动性风险问题不容忽视。本章将遵循第一章提到的银行体系流动性风险问题研究思路，对“钱荒”案例中所暴露出的问题进行分析，给出本文自己的解答。

3.1 “钱荒”的原因辨析

自中国的银行间市场开始运行以来，还从未出现过像2013年6月的“钱荒”这样紧张的局面。以隔夜 Shibor 作为观察指标，银行间市场的流动性水平确实存在波动，但在大多数时间，波动幅度稳定在一定的范围内，从未出现过 13.44% 这样的极高利率水平。以往年份中出现的隔夜 Shibor 较大幅度波动，往往与中央银行采用提高存款准备金率的收紧流动性的行为有关。如图 3.1 所示，隔夜 Shibor 在 2011 年和 2013 年的波动率较大。2011 年银行间市场资金价格出现了几次较大的波动，基本上可以由央行在当年 6 次提高金融机构存款准备金率的紧缩货币政策行为来解释。2013 年的情况和 2011 年显然不同。首先，从表象上来看，2011 年的资金价格波动是分散的几次，而 2013 年的资金价格大幅波动几乎只出现在 6 月份一次，且创下了历史最高纪录；其次，央行采用的紧缩手段是不同的，2011 年为了抑制货币供应过快和物价水平上涨，央行采用 6 次提高存款准备金率的猛烈手段，2013 年 6 月之前央行对银行体系流动性的回笼，主要是采用了逆回购和央票发行的手段。



图 3.1: 2007-2013 年 Shibor 隔夜品种的波动情况

数据来源: 国泰安经济金融研究数据库

从以往经验来看, 例如季末考核因素、节假日现金需求、法定存款准备金补缴以及财政存款上缴等等因素, 都会影响到银行间市场上的流动性水平, 造成我国银行间市场上的流动性水平呈季节性的规律变动。但是, 这些季节性因素每年都存在, 都是在市场的预期之内, 每一家理性的银行都会提前做好资金头寸安排来应对。显然, 这些常规的季节性因素无法解释银行间市场出现异乎寻常的流动性紧张状况。

这场事件发生后, 引起了各方关注, 网络和报刊杂志等媒体上均有对这次事件详细的披露和分析。各方分析者的立场不同, 决定了各自的主要观点不同。综合这些分析来看, “钱荒” 的发生普遍被认为是在时点考核, 准备金补缴, 财政存款上缴和节假日现金需求等季节性因素的基础上, 叠加了中央银行的态度转变, 外汇占款规模骤减和商业银行同业业务期限过度错配等因素, 导致了银行间市场流动性的供需矛盾集中爆发。本文认为, 此类金融事件的发生应当是一系列因素综合作用的结果, 上述分析均有一定的道理。但是, 这些分析仍然是仅仅停留在了就事论事的简单分析阶段, 未能从金融学的理论层面对这一事件进行解读。

银行间市场的参与者既有中央银行也有金融机构, 中央银行在宏观层面的流动性管理和金融机构在微观层面的流动性管理构成了银行间市场交易的主要内容。图 3.2 给出了整个银行间市场的运行机制: 中央银行通过存款准备金管理、再贴现、再贷款以及公开市场操作等手段向商业银行提供基础货币, 构成了银行间市场的流动性来源; 银行间市场上的金融机构之前进行同业资金往来, 以管理资金头寸、调节资产负债结构和获取投资收益; 银行体系向实体经济提

供信贷支持，通过信用扩张实现货币创作，形成了广义货币供给；除此之外，国际资金市场与境内市场的跨境资金流动，也会影响银行间市场的流动性水平。以上是银行间市场运行的基本逻辑。

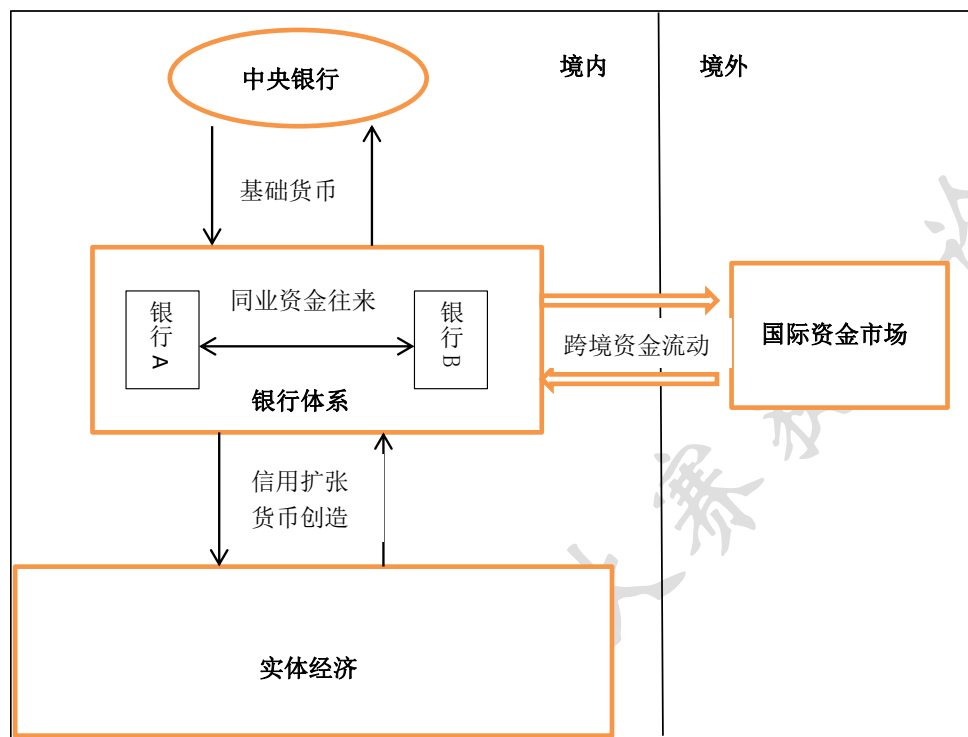


图 3.2：银行体系与中央银行、实体经济及国际资金市场的关系示意图

由此可知，银行间市场的流动性其本质上是中央银行提供的基础货币，其总量是同业市场上所有存款类机构的超额存款准备金之和。一般来讲，超额存款准备金的总量会受到外汇占款规模变动、法定存款准备金调整、现金需求和央行公开市场操作等因素的影响。如果“钱荒”是发生在银行间市场，应该是指基础货币的供给与需求出现了矛盾。在诸多媒体的报道中，对“钱荒”期间流动性供给充裕的描述，多数是从广义货币 M2 以及社会融资总量的角度出发，这是指实体经济层面的流动性供应充足。明确了这两个层次，就可以判断出“钱荒”是发生在基础货币供应层面，并不是实体经济中流动性供应不足。下文将延续中央银行的宏观流动性管理、商业银行的微观经营活动与外部资金流动因素的分析思路，对本次事件做出深度分析。

3.2 宏观视角：中央银行的行为分析

作为最终贷款人，中央银行在银行体系流动性陷入困境时给予支持，是职

责所在。包括美联储在内的各国央行在 2008 年金融危机时，都采取了各种流动性注入手段，防止金融体系的崩溃。在这一次的“钱荒”事件中，人民银行“钱荒”的高潮时期其一反常态发行央票，引来了不少市场机构的指责。他们认为央行完全有能力控制银行间市场的流动性水平，却在“钱荒”的前期不作为，任凭货币市场利率大幅波动创下历史新高，没有履行维护金融市场稳定的责任。而央行则坚持认为银行体系的流动性总量并不缺乏，在银行间市场流动性水平季节性波动的基础上，相关机构的业务活动期限错配严重，没有做好流动性管理工作是引发流动性紧张的重要原因。双方争执的焦点在于流动性是否是真的紧张，也就是“钱荒”真伪的问题。接下来本文将尝试从基础货币与存款货币之间的关系视角，来回答真假“钱荒”的问题。这一问题的解决，有助于判断央行在本次事件中行为是否正确。

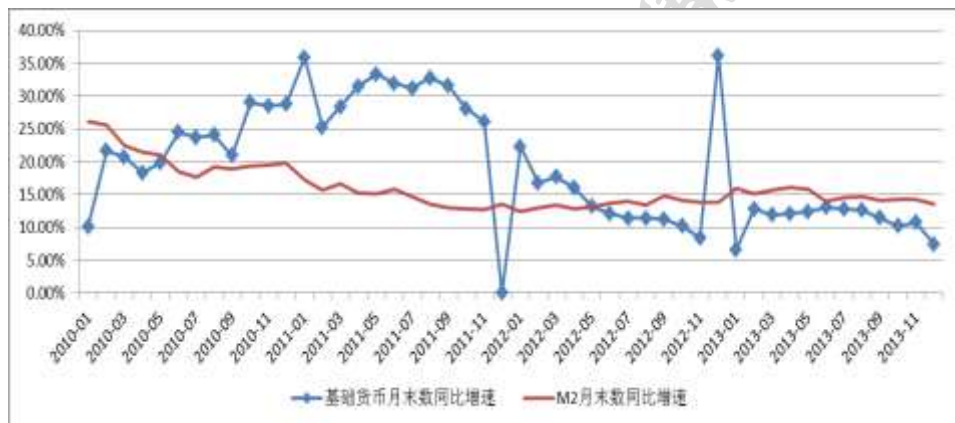


图 3.3: 2010 年-2013 年基础货币增速与 M2 增速

数据来源：中经网统计数据库

图 3.3 给出了 2010 年至 2013 年我国的广义货币 M2 和基础货币月末数同比增速。在 2010 年上半年至 2012 年上半年，基础货币的增速快于 M2 增速；2012 年 6 月以后，M2 的增速超越了基础货币的增速。根据存款货币创造理论，M2 增速与基础货币增速应当存在如下关系：

$$\frac{\Delta M2}{M2} = \frac{\Delta m}{m} + \frac{\Delta B}{B}$$

其中 m 为货币乘数， B 为基础货币。即 M2 增速应当等于货币乘数的增速与基础货币增速之和。从 2013 年的月度情况来看，货币乘数最大值为 4.18，最

小值为 3.92，基本稳定在一个很窄的区间内波动^②， $\frac{\Delta m}{m}$ 应当是一个很小并且稳定的数值。因此在 2013 年的上半年，广义货币供应量的高速增长，必然要求基础货币的供应也同步增加。这一现象的金融理论基础是，在部分存款准备制度下，商业银行的每一次信贷扩张行为，都需要基础货币作为支撑，不会出现凭空创造的货币。

本文认为，至少有两个现象会加剧广义货币增长与基础货币增长之间的矛盾：一是银行体系对实体经济的信贷扩张冲动，以及各种绕开监管的信贷投放行为，都会放大 M2 的增速；二是中央银行为控制广义货币增速过快而采取的稳健货币政策，会放缓基础货币的增长速度。理解以上内容，有助于解答流动性总量充裕背景下“钱荒”为何会发生：“钱荒”是基础货币层面的流动性供需问题，银行体系对实体经济的信贷扩张过度，一方面扩大了广义货币供给，另一方面也增加了银行体系对于基础货币的需求。在中央银行执行稳健货币政策的条件下，产生了银行体系内的基础货币供需矛盾。

在银行间市场流动性紧张的 6 月份，央行作出了银行体系流动性总体处于合理水平的判断，在市场上用发行中央银行票据的方式申明了自己的态度。在 6 月 17 日对各家银行发函，提醒金融机构关注季末时点、信贷扩张过快和同业存款波动等因素，做好流动性管理工作。如果在此时通过降低存款准备金率或逆回购的方式向市场注入流动性，必定会助长商业银行对流动性的宽松预期，不利于控制货币供应量的增速，也会进一步加剧银行体系内的基础货币供需矛盾，难以消除银行间市场流动性紧张的根本因素。

李克强总理在 6 月 19 日的国务院常务会议上提出要“用好增量、盘活存量”的方针，为人民银行在“钱荒”风波中顶住各方压力提供了有力的支持。在银行间市场短期资金价格创纪录的 6 月 20 日之后，为了避免出现大量机构违约、平抑货币市场利率波动和安抚紧张的市场情绪，央行对银行体系提供了流动性支持，指导大型商业银行融出资金平抑市场利率波动。可见，央行并不是坐视“钱荒”不管，而是推迟了流动性注入时间，一方面，意在提示商业银行相关业务期限错配潜在的风险，另一方面则是鉴于当前货币存量较大，在稳健货币政策的前提下央行并不愿意过早提供流动性。

^② 数据来源：中经网统计数据库，作者自己计算得出。

总结来看，真正的“钱荒”发生在了银行体系内的基础货币供需层面。作为金融体系的最终贷款人，央行确实有能力控制银行体系的流动性水平，防止“钱荒”的发生。但是当前阶段，央行在国务院领导下，还需平衡促进增长、防范风险和结构调整等目标。在“钱荒”事件中，央行一方面坚持了稳健的货币政策，让市场资金价格引导商业银行调整资产负债的规模和期限结构；另一方面对流动性极端紧张的局面进行干预，履行了最终贷款人维护金融稳定的职责。

3.3 微观视角：金融创新活动与商业银行流动性管理

宏观经济现象的微观基础，对于理解该现象非常重要，银行体系的流动性紧张问题也不例外。商业银行的金融创新活动，引起业务结构发生改变，会导致流动性需求发生变化。因此应当加强资产负债管理，合理安排流动性。但在这种情况下，新的业务可以带来更多的盈利，使得商业银行的经营者忽略其对流动性需求的改变，在流动性管理方面未能有足够的重视，从而埋下流动性风险隐患。

在本次的“钱荒”事件中，就存在类似的情况：一是商业银行的表内业务发生了新的变化，通过各类买入返售业务，将同业业务由传统的资金业务，演变成规避监管的类贷款业务，由此带来了同业资产负债期限严重错配；二是商业银行表外理财业务的快速发展。目前商业银行表外理财业务一半的规模是通过理财资金池的形式运作的，即通过滚动发行各期限短期理财产品来持续筹集资金，合理安排发行和到期日，以保持一定的资金池规模，存在明显的“借短贷长”特征，如果在运作过程中出现失误可能引发流动性风险。

2013 年，银行的同业资产规模进一步扩张，如图 3.4 所示，股份制银行和城商行的同业资产占比均高于五家大型商业银行，其中兴业银行，民生银行的同业资产占总资产比重超过了 30%。对于大部分的股份制银行和城商行来说，同业资产中占比最大的是买入返售金融资产，图 3.5 显示，民生银行、平安银行、兴业银行和招商银行的买入返售金融资产占同业资产比重均超过了 70%。

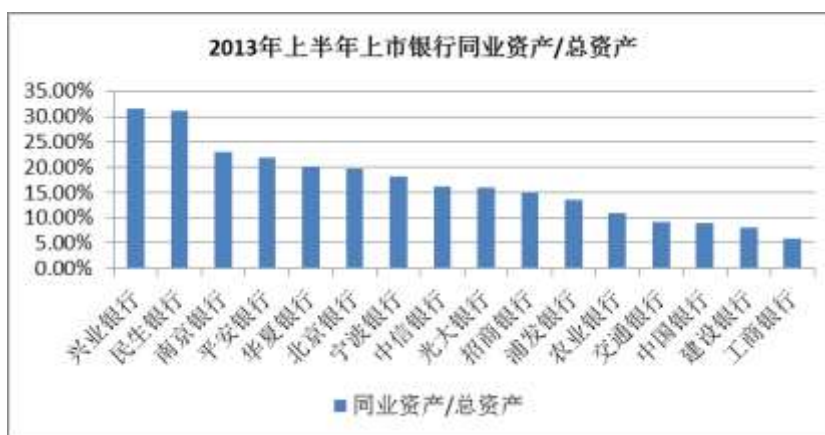


图 3.4：2013 年上半年上市银行同业资产/总资产

数据来源：作者根据上市银行 2013 年半年报整理



图 3.5：2013 年上半年上市银行买入返售资产/同业总资产

数据来源：作者根据上市银行 2013 年半年报整理

但是，对于买入返售金融资产的具体情况，在 2013 年的半年报中，只有兴业银行、民生银行、浦发银行、南京银行和平安银行 5 家银行进行了详细的披露。买入返售金融资产以票据和信托受益权的买入返售为主，债券、应收租赁款和资管计划受益权的买入返售也占一定比例，差异性比较明显。

根据相关的公开资料，可以简单了解买入返售业务是如何操作的。下面以信托受益权的买入返售为例，给出这一业务类型的基本操作形式：

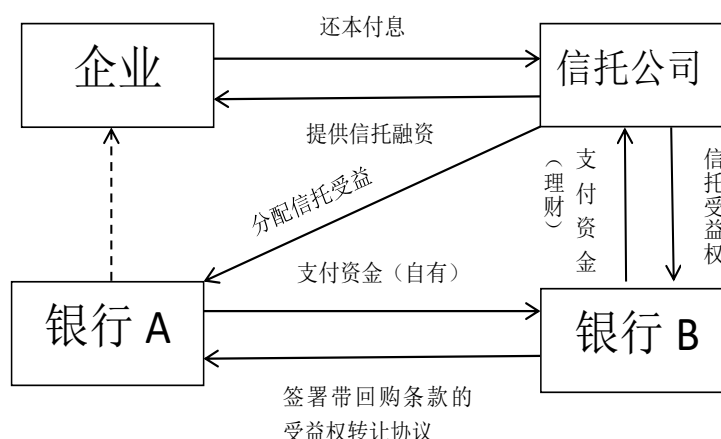


图 3.6: 信托受益权买入返售业务操作过程

在图 3.6 所示的过程中，A 银行由于信贷额度和投向等监管限制，无法直接向企业提供授信；通过引入一家“过桥银行”B，银行 B 利用理财资金、通过信托计划为企业融资，对于银行 B 来说，这是表外业务；之后银行 A 以自有资金受让银行 B 持有的信托受益权，双方签署带回购条款的信托受益权转让协议；这笔资产在银行 A 计入“买入返售金融资产”，属于同业业务。这样银行 A 既为客户提供了资金，维护了客户关系，又避开了贷款额度和投向的限制，以较少的资本占用获取较多的收益。

但是，以上模式存在的问题是，大量的买入返售金融资产配置在同业业务的资产端，这些信托项目、资产管理计划等的期限都较长，普遍在 1 年以上，而在同业业务的负债端，短期的同业存放款项占据绝大部分。从 2013 年上市银行半年报来看，大部分银行的同业存放款项占同业负债的比重均超过 60%。由此产生了同业业务资产负债端期限的高度错配。银行为了维持此类同业业务必须不断地拆入短期资金，大大增加了短期流动性的需求。当整个银行体系宽松的流动性条件发生反转时，此类业务模式就难以维系，并且会引发流动紧张局面。六月份银行间市场上“钱荒”就与商业银行同业资产负债的期限错配有密切关系。

如果将分析上升到理论层面，可以发现商业银行通过这些规避监管的创新活动，实际上向非金融企业提供了类似于贷款的融资。通过一定的会计处理操作，这些业务在资产方记录为同业资金运用科目，在负债方则会派生为非金融企业在商业银行的存款，从而实现了货币创造。此类业务规模的快速增长，会

加快货币供应量的增长速度，同时也会增加对基础货币供应的需求，这是流动性紧张局面产生的微观基础。

商业银行在表内同业业务和表外理财业务领域的创新活动，对流动性管理提出了更高的要求。流动性风险和商业银行经营过程中面临的其他风险不同，它的是由未来一个时期内的净资金流入来覆盖的，因此商业流动性管理的内涵就是合理规划和安排好未来一个时期内的资金流入和资金流出。流动性管理是商业银行资产负债管理的重要内容，从历史演进来看，每次流动性管理理论的发展都是为了适应新的金融环境，应对经济金融领域出现的新变化。

我国的商业银行经营历史与国外相比很短，从未出现过严重的流动性危机，加之政府信用的隐性担保与 2008 年之后长期流动性宽松，每遇资金紧张便会得到央行出手援助，商业银行自身对流动性管理不够重视，积极主动对流动性进行管理的意愿并不强。在流动性管理手段和方法上，所采用的监管和监测指标都是静态的，难以及时反映市场环境变动对流动性需求的影响，事前监测体系与预警机制尚未建立，与国际先进管理水平差距仍然较大。

在本次“钱荒”事件中，几乎没有商业银行对此事有事前的预警，在资金紧张时期各家银行都寄希望于中央银行释放流动性，而不是依靠自身的流动性管理能力来化解风险。商业银行的表内外各种创新活动，要求商业银行改变流动性管理策略，学习新的流动性管理方法，建立对流动性风险的监测和预警机制提高流动性管理水平。“钱荒”事件是对中国银行业经营者的一次警示，在新环境下固守传统策略，不仅会影响到自身的稳健经营，还会在整个银行体系内埋下流动性风险隐患。

3.4 资本流动因素：外汇占款规模变动的影响

前文已对中央银行的宏观角度和商业银行的微观角度对影响银行体系流动性的因素进行了分析，在图 3.2 中，还有资金在国际和国内两个市场上的流动因素没有分析。实际上外部资金流入对银行体系流动性水平的影响，也会受到中央银行的调控，这是央行在银行体系内进行宏观流动性管理的重要组成部分。鉴于 2013 年“钱荒”事件受资本流动因素影响显著，本节对其影响银行体系流动性的作用机制进行单独分析。

自 2003 年以来,受国际收支双顺差影响,我国外汇储备规模不断增加,同时伴随央行为了维护人民币汇率稳定的购汇行为,大量基础货币被动投放到银行体系内,这就是外汇占款的由来。在很长的时期内,外汇占款取代了再贷款成为人民银行向银行体系投放基础货币的最主要方式。为了应对外汇占款规模激增带来的流动性过剩问题,央行不得不采用提高存款准备金率以及发行央票等手段,冲销外汇占款带来的过剩流动性。观察外汇占款规模变动,是判断银行体系流动性的重要手段。近几年来,随着人民币汇率波动幅度增加,以及人民币国际化带来的人民币跨境流出等因素的出现,外汇占款对银行体系流动性的影响力收到一定程度的削弱,但其仍影响银行体系流动性的重要因素。

美国的 QE 退出是全球新兴市场在 2013 年面临的最大的不确定因素,它的动态牵动着全球资本流动的走势。美联储明确的 QE 退出计划导致全球范围内新兴市场经济体货币贬值、资金加速外流。我国跨境资金流入也出现了较大幅度下降,银行体系的流动性规模受影响显著。此外,对境外资金流入的监管加强也影响了资本流入的速度和规模。外汇管理局 5 月初发布了《国家外汇管理局关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》,加大了对境外资金通过虚假贸易流入境内套利行为的打击和处罚力度,加强对虚假贸易的甄别,也减少了银行体系的外部资金流入规模。受以上因素的影响,2013 年流入我国的外资规模发生变化,带动我国的货币当局外汇占款规出现先增后降再增的趋势,并且在六月份还出现了罕见的外汇占款规模减少的现象。

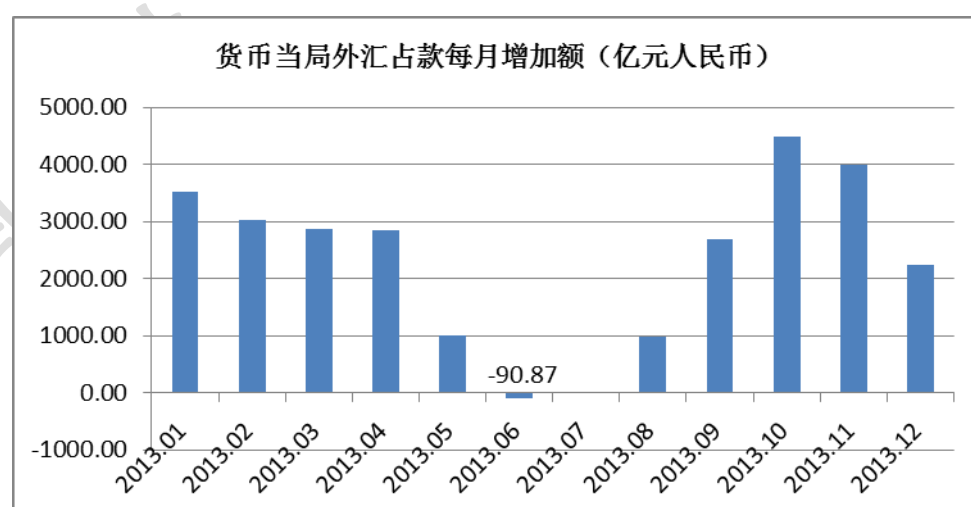


图 3.7: 2013 年货币当局外汇占款月度增加额

数据来源: 中国人民银行 2013 年货币当局资产负债表

2013 年 1 月至 4 月, 外汇占款增长较快, 银行间市场上资金面异常宽裕, 短期拆借利率和回购利率保持在低位。图 3.8 显示, 进入 5 月份, 资本流入速度和外汇占款增速的放缓, 当月外汇占款增加额大幅回落。6 月份, 新增外汇占款出现了负值, 7 月份这一数字也仅为 19 亿元。外汇占款的新增规模在 5、6、7 三个月的急速下降, 大大降低了银行体系中的流动性供给。观察货币当局外汇占款的变动趋势可以发现其与“钱荒”事态走势体现出极高的相关性。可以认为, 5、6 月份外部资金流入量的大幅下降, 是引发“钱荒”的一个重要直接原因。

外部资金流动引发银行业危机的问题在 1997 年曾经沉重打击了东南亚各国的金融体系。危机之前, 国际短期资本大量流入, 银行体系的期限错配严重, 随着本币贬值资本流动趋势出现逆转, 短期资本大量流出, 导致东南亚各国银行体系中的流动性骤然紧张, 最终爆发了系统性危机。因此, 对于国际资本流动带来的银行体系流动性变化应当予以足够的重视。

3.5 从金融监管视角看“钱荒”

回顾 2008 年的金融危机, 由于监管政策的放松, 大量在场外交易的结构化工具出现在金融机构的资产负债表中。一方面, 这些金融创新产品在机构之间交易, 创造了不同于以往的流动性, 为金融机构带来利润; 另一方面, 过度增长的衍生品规模也使得风险在整个金融体系内积聚。监管机构并没有事前采取措施防范和化解这些风险。危机之后, 监管机构才逐渐制定有关法案规范对各类金融创新产品的监管。从历史经验来看, 金融创新活动不会因为金融监管而停滞, 反而会产生更多的以规避监管为目的的创新产品, 监管与创新之前存在着正向的推动关系。

而在本次的“钱荒”事件发生之前, 国内部分银行大力开展同业业务。一方面是为了规避监管, 增加收益; 另一方面, 这也是股份制银行和城商行做大规模比较快捷的一条途径。银行在经营过程中, 受到央行和银监会直接针对贷款额度和贷款投向的限制, 也包括资本充足率, 存贷比、拨备覆盖率和存款准备金等指标监管。利用同业业务创新, 可以有效规避这些监管。例如, 大部分同业存款无需缴纳催款准备金, 买入返售业务无需计入存贷比, 没有拨备覆盖

率要求；另外，商业银行对其他银行债权的风险权重仅为 25%，远低于对一般企业债权的 100%风险权重，有助于降低资本占用；由于信贷额度和投向的限制无法向银行客户提供资金的问题，也可以利用同业业务来解决。

在宏观审慎监管方面，“钱荒”发生之前，央行就针对信贷投放过快，部分银行同业业务期限错配的问题对各家银行发函进行了警示。“钱荒”过程中，坚持了稳健的货币政策，在不发生系统性风险的前提下，允许银行间市场利率的较大波动，通过市场化的方式引导商业银行主动收缩同业资产规模，合理调整期限结构。除了在于市场机构的信息沟通方面可能存在问题外，其他方面基本上履行了宏观审慎监管的要求。

在我国的银行业经营活动进行具体监管方面，银监会根据相关法律法规对商业银行的业务活动及其风险状况进行监管，制度商业银行审慎经营原则，分析和评估银行业的风险状况。但是，在“钱荒”事件中，银监会的各项流动性监管指标似乎并未起到事前预警的作用。如表 3.1 所示，“钱荒”时期各项指标符合监管要求，银行体系流动性本应没有问题。这表明我国目前的商业银行业流动性风险监管体系并未适应利率市场化的大背景，监管落后于创新的步伐。从世界范围历史经验来看，监管滞后于创新的现象是普遍的，很多情况下都是在风险暴露之后又针对风险来源采取了事后的监管措施。

表 3.1：银监会流动性监管指标

指标	2013 年一季度	2013 年二季度
流动性比例	45.36%	43.68%
存贷比	64.68%	65.17%
人民币超额备付金率	2.58%	2.63%

数据来源：中国银监会网站

流动性紧张局面的产生也加快了银监会流动性监管新规的出台。在“钱荒”过后的半年，经过数次征询意见的《商业银行流动性风险管理办法（试行）》终于正式出台，于 2014 年 3 月 1 日起实施。新办法中指出流动性风险监管指标包括流动性覆盖率、存贷比和流动性比例，监测指标涵盖流动性缺口、核心负债比例、同业市场负债比例以及超额备付金率等 8 项指标。监管指标的具体要求如表 4.2。新增加的流动性覆盖率指标在计算银行未来 30 天现金净流出量时，涵盖了表内外各项资产负债，这表明同业和理财业务对现金流的影响也纳入了流动性风险的计量和控制。这一监管指标在我国推行，有助于避免类似于的“钱

荒”事件的流动性风险问题发生。

虽然新的流动性监管规定已经出台，但是商业银行的创新活动并不会因此停下。目前，我国的货币市场利率已完成市场化，金融机构人民币贷款利率也放开管制，对存款利率放开是利率市场化的最后一步。不断推进的利率市场化进程推高了银行业负债端的成本，因此商业银行的业务结构只会进一步的发生变化，通过金融创新来降低资金成本和监管成本，获取更多的盈利。前文中所介绍的信托受益权买入返售业务仅仅是同业业务创新中的一种简单形式，而在实际中商业银行的业务活动已经出现了许多新的变化，以应对流动性监管新规对银行盈利带来的影响。在短期内，鉴于追逐利润和业绩考核的压力，商业银行绕开监管规则而开展创新业务的趋势不会转变。如果不是处于商业银行经营活动的前端业务领域，很难及时捕捉和理解这些创新形式。

以上情形对银监会的事前监管和监测提出了极大的挑战，防范和化解金融风险的任务重大。总之，不能忽视金融创新活动对银行体系流动性需求变动的的影响，对纯套利的创新活动加以限制，对有利于满足实体经济融资需求的创新活动进行规范和引导，监管机构要了解银行业务活动的新变化，努力做好事前监管。

第4章 案例总结与政策建议

4.1 案例总结

在宽松的流动性预期条件下，商业银行有条件有动力开展各种能够规避监管又能获取盈利的类信贷同业业务。特别是股份制银行和城市商业银行，通过规避监管的金融创新造成了信贷资产规模的扩张，做好流动性管理工作，造成短期同业负债与低流动性的同业资产之间的期限错配严重，埋下了流动性风险隐患。

商业银行在微观层次这些创新活动，既会产生存款货币创造，增加广义货币供给，也会对基础货币产生更多的需求。在整个银行体系内造成的影响是同业市场上资金价格上升。中央银行在面对信贷投放过快，期限错配严重等问题时，为了合理控制货币供应量增速，坚持了稳健的货币政策，没有顺应商业银行的信贷扩张需求，被动投放基础货币。商业银行的扩张行为与中央银行的稳健态度，造成了银行体系内基础货币的供需矛盾，“钱荒”问题便由此产生。

外部资金流入规模的骤减是本次事件重要的直接原因。外汇占款是人民银行向银行体系投放基础货币的重要方式，其规模在“钱荒”之前出现大幅缩减，对银行体系造成了流动性供给冲击，与“钱荒”事态走势体现出极高的相关性，可以认定为引起银行间市场基础货币供需矛盾爆发的重要直接原因。

金融问题产生的根源都在于实体经济。“钱荒”虽然是发生在银行体系内的流动性问题，但其背后有着深刻的实体经济背景。“钱荒”背后所反映的经济问题在于实体经济结构不合理，缺乏新的增长点，银行资金对高风险高预期收益的产业和项目有着强烈的扩张冲动，但这与政府“稳增长、调结构、促改革”的政策方针相背离，也与中央银行的稳健货币政策相背离。要从根本上消除产生“钱荒”问题的因素，还应在经济改革领域下功夫。

4.2 政策建议

“钱荒”风波在中国银行业发展历程中是值得载入史册的。它让从未发生过流动性危机的中国银行业，体验到了流动性紧张带来的恐慌。对于这次事件，无论是商业银行的经营者，还是银行业的监管机构，或是中央银行，都应当从中总结经验和吸取教训。本文在最后将从这三个角度提出相关的政策建议。

4.2.1 商业银行方面

在商业银行的经营者方面，首先是不能忘记平衡收益性、流动性和安全性的经营原则，要重点关注金融创新带来的资产负债总量和期限结构变化，合理开展业务和安排资金头寸；在负债端，保证资金来源的多元化，不过分依赖短期批发资金，保持一定的“流动性缓冲”；其次是要使银行的经营与货币政策、产业政策等走向一致，加强对宏观政策面的研究判断，提前做好流动性安排；第三是在流动性紧张期间，务必防范其他风险因素的伴随产生增加流动性风险的破坏力，对已经出现的信用风险、操作风险或声誉风险等问题要妥善处置，维护自身市场地位和交易对手信心。第四是要制定流动性应急预案，防范会导致大量资金流出的风险事件。

4.2.2 中央银行方面

在中央银行方面，依据货币政策和市场情况合理调节银行体的基础货币投放。在不发生系统性危机的前提下，利用市场机制引导商业银行调整资产负债结构和规模；在流动性紧张的期间对出现问题的机构及时给予支持，发挥最终贷款人的作用，防止由个别银行的流动性问题引发系统性风险；同时，加强与商业银行的沟通，释放明确、透明的政策信号，有助于商业银行正确理解央行态度，提前做好流动性安排；对国际资本流动因素加强研究和预判，通过公开市场操作合理对冲国际资本大幅流入流出对银行体系流动性产生的负面影响。

4.2.3 监管机构方面

在监管机构方面，首先要完善流动性风险监管方面的相关法规和制度，督促和指导商业银行逐步执行流动性监管新规的要求。其次，加强对金融创新活动的立法，认真研究商业银行经营过程中的创新活动，及时了解其内涵，对可能增加流动性风险的业务及时规范。第三，加强监督管理人员队伍的建设，注重提高监管人员的专业素质，增强对商业银行等金融机构操作实务的了解。第四，注重事前监管，充分考虑各种压力情景下银行体系的流动性的供需情况，建立流动性风险的预警机制。

参考文献

- [1] 安辉, 2013:《我国外部流动性冲击风险预警体系研究》,《国际金融研究》第12期。
- [2] 安国勇, 2006:《银行业流动性危机生成机制研究》,北京,经济科学出版社。
- [3] 巴曙松, 朱元倩等, 2011:《巴塞尔资本协议III研究》,北京,中国金融出版社。
- [4] 巴曙松, 王璟怡, 王茜, 2011:《流动性风险监管:巴塞尔协议III下的新挑战》,《中国金融》第01期。
- [5] 陈颖, 2013:《流动性风险管理新工具的背景与影响:基于危机视角的考察》,《国际金融研究》第9期。
- [6] 费方域, 江鹏, 陈笛霏, 2012:《银行体系内生流动性风险及监管理论评述》,《新金融》第8期。
- [7] 郭田勇、曾阳阳, 2011:《商业银行应对流动性风险的建议》,《中国金融》第12期。
- [8] 韩剑, 2009:《流动性冲击与金融危机传染》,《上海金融》第4期。
- [9] 贺强、徐云松, 2013:《“钱荒”溯源》,《价格理论与实践》第7期。
- [10] 黄达, 2012:《金融学》(第三版),北京,中国人民大学出版社。
- [11] 敬志勇, 2013:《中国商业银行流动性危机预警研究:基于风险共担型流动性创造均衡分析》,《金融经济研究》第2期。
- [12] 林颖、关小虎, 2012:《解读巴塞尔流动性风险监管新指标》,《经济研究参考》第31期。
- [13] 陆磊, 2013:《“钱荒”的本质是结构失衡》,《中国农村金融》第13期。
- [14] 李国民, 2010:《美国金融危机的成因与教训 基于估值、保证金、杠杆和流动性角度分析》,北京,中国经济出版社。
- [15] 吴晓灵, 2007:《流动性过剩与金融市场风险》,《中国金融》第19期。
- [16] 吴敬琏, 2013:《“钱荒”背后的危机》,《新经济导刊》第8期。
- [17] 吴秀波, 2013:《中国商业银行流动性紧张的成因、影响及前景分析》,《价

格理论与实践》第6期。

- [18] 温建东, 2013: 《“钱荒”原因的再审视——兼议资金面趋紧与外汇头寸新政的关系》, 《武汉金融》第9期。
- [19] 文栋, 2013: 《对商业银行流动性管理的一些思考》, 《国际金融》第4期。
- [20] 张卫东, 2003: 《商业银行流动性风险与防范对策探析》, 《财会月刊》第16期。
- [21] 张明, 2013: 《银行间市场“钱荒”的根源及政策含义》, 《金融市场研究》第7期。
- [22] 张晓丹、林炳华, 2012: 《我国商业银行流动性风险压力测试分析》, 《西南金融》第3期。
- [23] 周茂青, 2013: 《钱荒过后的思考》, 《当代经济管理》第9期。
- [24] 庄毓敏, 2010: 《商业银行业务与经营》(第三版), 北京, 中国人民大学出版社。
- [25] 中国人民银行, 《2013年第一季度中国货币政策执行报告》。
- [26] 中国人民银行, 《2013年第二季度中国货币政策执行报告》。
- [27] 中国人民银行, 《2013年第三季度中国货币政策执行报告》。
- [28] 中国人民银行, 《2013年第四季度中国货币政策执行报告》。
- [29] 中国人民银行网站, <http://www.pbc.gov.cn>。
- [30] 中国银监会网站, <http://www.cbrc.gov.cn>。
- [31] Acharya, V., Shin, H.S., and Yorulmazer, T. (2011), “Crisis Resolution and Bank Liquidity”, *Review of Financial Studies* 24(6), 2166-2205.
- [32] Allen, F., and Gale, D. (1998), “Optimal Financial Crises”, *The Journal of Finance* 53(4), 1213-1436.
- [33] Allen, F., and Carletti, E. (2008) “The Role of Liquidity in Financial Crises”, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium 2008*.
- [34] Adrian, T., and Shin, H.S. (2009) “Money, Liquidity, and Monetary Policy”, *The American Economic Review* 99(2), 600-605.
- [35] Brighi, P. (2002), “Interbank Lending, Liquidity and Banking Crises”, *Economic Notes* 31(3), 493-521.
- [36] Diamond, D.W., and Dybvig, P.H. (1983), “Bank Runs, Deposit Insurance and

- Liquidity”, *Journal of Political Economy* 91(3), 401-419.
- [37]Diamond, D.W., and Rajan, R.G. (2005), “Liquidity Shortages and Banking Crises”, *The Journal of Finance* 60(2), 615-647.
- [38]Freixas, X., and Rochet, J. 2008. *Microeconomics of Banking*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.
- [39]Freixas, X., Martin, A., and Skeie, D. (2011), “Bank Liquidity, Interbank Markets, and Monetary Policy”, *The Review of financial studies* 24(8), 2656-2692.
- [40]Jenkinson, N. (2008) “Financial Innovation – what have we learnt?” In Bloxham, P., and Kent, C.(Eds), *Lessons from the Financial Turmoil of 2007 and 2008*, 31-46, Blacktown NSW: Pegasus Print Group.
- [41]Matz, L. (2009), “The Role of Confidence Management in Liquidity Risk Contingency Planning”, *Bank Accounting & Finance* 22(4), 37-41.