



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2018.2.12(Y-Research RN18-016)

杨燕青/第一财经研究院院长 第一财经日报副总编辑
yangyanqing@yicai.com

www.cbnri.org

研究简报

市场与监管

还原 2013 年“钱荒”事件：一场定义未来的“去杠杆”博弈

2013 年 6 月，一场被称为“钱荒”的事件开启了各方对中国金融市场和金融体系流动性的持续关注。

其时，本届政府执政不足百日，危机后刺激政策的“经济兴奋期”过后不久，经济下行态势明显，宏观政策应以怎样的姿态和取向来面对经济减速和已然过度的金融杠杆？货币当局和市场的博弈就是在这样的背景下展开的。

时至今日，四年多已逝，随着时间推移，中国宏观环境不断演变，宏观调控取向日渐清晰，在一个更加理性、客观的环境下来回顾该事件，还原其本来面目，剖析其实质，并在危机后金融调控框架转型、货币政策和宏观审慎政策“双支柱”为供给侧结构性改革营造适宜环境的大背景下来重新理解这场市场波动，无疑有助于未来“去杠杆”和“化解金融风险”攻坚战的持续推进。

在 2013~2014 年十分流行于财经界的网络财经小说《同业鸦片》中，某银行资金部总经理有这样一段陈述，虽纯属虚构，但却鲜活地复述了发生在 2013 年 6 月中国金融市场上的故事：

“为了完成今年盈利指标，从去年底资金部开始用百亿资金养券，放大了十倍，总规模约千亿。截至 4 月底，盈利完成了全年任务。5 月初，我们预估 CPI 下降在 2.0% 左右，央行有降息可能，于是再次放大十倍，并放置同业间代持。截至 5 月中旬，盈利几乎是全行半年利润的一半。谁知天有不测风云，金融同业在相同预期下都在疯狂扩张资产、放大杠杆、玩资产久期，养券养信托受益权。5 月 28 日，预感市场资金紧手。但暴风来得太急，利率急速推升，已经没有调整时空了。截至今日（6 月 6 日），亏损约 20 亿。”

这场波动始于 2013 年 6 月初，在 4 日~8 日经历了第一轮货币市场利率的显著上升期，9 日~18 日为市场相对平静期，19 日~24 日为利率第二轮上升期。在市场波动最高点 6 月 20 日，质押式回购隔夜、7 天、14 天加权利率分别为 11.74%、11.62%、9.26%，质押式回购隔夜利率更是一度摸高至 30%。24 日，上证综指下跌 196 点，收于 1963 点，大跌 5.3%。其后，随着央行向多家银行提供流动性，几家大行拆出头寸，6 月 25 日后利率逐步回落，市场渐渐趋于平稳。

对于置身其中的市场人士而言，那些惊魂时刻时至今日仍记忆犹新；对于外界而言，市场波动中的情节扑朔迷离，传言故事此起彼伏，自然难窥全部真相和宏观大局。公众似乎留下了这样的印象，这是货币当局没有

管理好市场流动性的一场“风险暴露”，是一场“钱荒”。

随着当时事件的数据、内情和方方面面的资料逐渐浮出水面，随着时光推移带来的宏观全局走向清晰可辨，如今看来，和公众的印象全然不同，这场震动市场的“钱荒”，事实上是货币当局和市场金融机构针对未来宏观政策走向的一场博弈，是一场围绕“去杠杆”的交锋，一端豪赌大水漫灌承托旧增长模式的故事重演；一端则不惜代价坚守稳健货币政策，刚柔并济警示市场“去杠杆”已是风向。

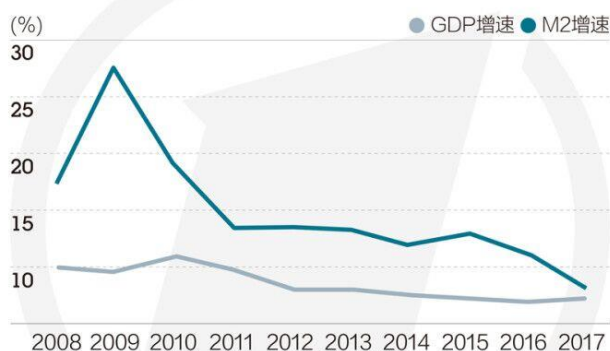
“银行作为商业机构，其关注利润的动机无可厚非，但个体最优并不等于集体最优，央行需要守住宏观局面。”一位决策高层告诉第一财经。

这场博弈的胜负在今天看来举足轻重，如若当日胜负异位，其后去杠杆的难度可想而知，而当局的权威性和宏观调控政策的可信度也无疑将受到巨大的挑战和侵蚀。

经历了这场流动性洗礼的市场和机构，之后时时心忧钱荒再现，同时也决计不敢再入“赌局”。

1. 博弈：还原“钱荒”始末

中国经济进入新常态（2008年~2017年）



数据来源：国家统计局、中国人民银行

第一财经



若将 2007~2017 年 10 年间的 GDP 和 M2 增长率放在一张图中观察，2009 年一揽子经济刺激计划推升 2010 年 GDP 增长到达高点过后，经济下行至“中高速”增长的“新常态”趋势十分清晰。

然而，在 2013 年 6 月，这一切并不了然。当时，新一届政府执政尚不到百日，市场对新一届政府的执政理念心存试探和猜测。

当时的一系列经济数据显示，经济增长存在下行压力。4、5 月份的工业增加值、固定资产投资、出口增速等较一季度有所回落。汇丰制造业 PMI 等低于市场预期，6 月份初值降至九个月新低。

面对经济下行压力，在一些金融业内人士看来，趋势和前景扑朔迷离，一切皆有可能，而 2009 年那样一揽子刺激政策重来的概率不低。

而 6 月份也正是金融机构重要的考核和信息披露时点，贷款“冲时点”动机强，一些金融机构通过加快贷款投放、同业扩张等方式提前布局占位。2013 年前 5 个月，M2 月

均增速达到 15.7%，明显超出年初确定的 13% 左右的预期目标；社会融资总量屡创新高，1~5 月同比大幅多增 3.12 万亿元；同时，银行的同业业务异军突起，迅速膨胀，5 月末同比增速超过 50%，其名为同业，实则具有类贷款性质，融资和债务快速扩张，期限错配等结构性问题也同步呈现。

进入 6 月，机构加杠杆占位的态势毫无收敛，而是愈演愈烈，正如每一个泡沫到达顶点时的情势，而这一次，加杠杆的方式是票据融资。仅 6 月 3 日一天，24 家主要金融机构的票据融资高达 2247 亿元。

市场主体与宏观调控的博弈由此展开。央行态度和意图明确，希望机构主动减杠杆。但机构并未止步，4 日~7 日，24 家金融机构的票据融资仍以日均近 600 亿的规模上升。博弈进入第一轮利率上升期，少数金融机构违约的谣言开始在市场上蔓延，期间央行通过货币政策操作向市场净投放流动性 3160 亿元，但仍刻意给市场施加一定压力，7 日，隔夜质押式回购利率飙升至 8.68%。

博弈必会关注最高层政策走向，市场盛传 6 月 8 日国务院总理李克强将在环渤海省份经济工作座谈会上讲出新一轮经济刺激计划，但这种基于惯性思维的预判出了方向性的错误。

李克强当时表示，今年以来我国经济形势总体平稳，经济增速仍处于较高合理区间，特别是就业保持稳定，但经济运行中错综复杂的因素也在增加。要严密监测经济形势变化，未雨绸缪，科学把握走势。他强调，做好当前经济工作，关键要在稳定宏观经济政策中有所作为，创新宏观调控方式，激发市场活力。通过运用科学的应对措施，确保完成全年经济社会发展任务。他提到，要通过激活货币信贷存量支持实体经济发展，要进一步研究采取既利当前又利长远、既稳增长

又调结构的举措，把有效需求挖掘出来，着力提高增长的质量和效益，促进经济持续健康发展。

市场当时并未完整获知理解总理讲话，也有些人从自身利益出发各取所需地将其炒作为对己有利的说法，并继续加大赌注。当日，机构一改已经进入下降通道的票据融资趋势，24家金融机构逆势吃进610亿元票据。为此，央行保持定力，继续加强流动性管理。当日，隔夜质押式回购利率继续升至9.81%，为6月上旬的利率高点、全月利率的次高点。

10日过后，数据显示，上旬新增人民币贷款9458亿元，24家重要金融机构新增贷款7639亿元，其中票据融资达5241亿元，接近70%，部分银行票据占新增贷款的比重甚至超过90%。按这样的扩张速度，6月全月信贷超过2万亿甚至3万亿元都极有可能。

这和党中央、国务院要求的坚持稳健货币政策、不搞大水漫灌的政策中枢是明显背离的。央行的态度很鲜明，机构要把此前基于占位布局吃进的票据吐出来，而机构在利率上升阶段中吸收的票据若此时吐出，会蒙受损失，当然是不愿意。

中央银行和商业银行的博弈继续展开。6月13日，24家机构在央行和市场的压力下卖出票据1002亿元。之后便止步观望。上旬吃进的5000多亿票据，此时仍有4000多亿在账。

此时，利率相对平稳，央行继续通过“窗口指导”劝说机构去杠杆。17日，人民银行向各商业银行发送《中国人民银行办公厅关于商业银行流动性管理事宜的函》（银办函[2013]376号，特急），表示“当前我国银行体系流动性总体处于合理水平”，要求“加强对流动性影响因素的分析和预测，做好半年末关键时点的流动性安排”并“激活存量”。

18日，人民银行货政司组织21家全国性商业银行召开货币信贷形势分析会，通报了近期货币信贷工作中存在的问题和近期货币市场波动的原因，要求商业银行加强流动性管理，改变流动性永远宽松的预期，改进自身流动性管理，发挥好市场稳定器作用，如果因资金调度带来的清算问题，可以提前报告央行协调解决。同时向市场传达了这样的信号：未来经济中的问题已不能寄希望于扩张政策解决，下一步稳健的货币政策不会变，既不会宽松，也不会收紧。当日，质押式回购隔夜利率为5.67%。

19日是整个博弈的转折点。当日李克强主持召开国务院常务会议，研究部署金融支持经济结构调整和转型升级的政策措施，明确指出“现在货币信贷增速偏高”、“6月上旬还有激增趋势”，会议强调要把稳健的货币政策坚持住、发挥好，合理保持货币总量。为更好地支持我国的实体经济发展，必须把增量货币运用好，把存量货币盘活好。

此时，关于货币政策的所有猜测云开雾朗，博弈的结局已然十分清晰。可以预料，不论以何种方式，机构必将以减杠杆来为这场博弈画上句号，一场疾风骤雨可能不可避免。当日，机构开始吐出票据，24家金融机构卖出票据规模达443亿元。

没有预料到的是，20日凌晨2:30（对应美国时间19日下午），美联储主席伯南克发表讲话明确释放退出QE信号，在全球范围内引发了一场taper tantrum（缩减恐慌），全球股市、大宗商品大跌，其后多个新兴市场货币暴跌，全球市场接连震荡，成为美联储历史上最重要的“市场沟通事件”。

更为戏剧性的是，20日下午，21世纪网以“独家消息”这一标签发布：中国银行下午资金违约。这则事后被21世纪网致歉为假新闻的消息引爆社交媒体，市场传言货

币市场基金的赎回潮到来，基金爆仓的消息也不断传出。

这一天也是本次市场波动的利率最高点，质押式回购隔夜、7天、14天加权利率分别为11.74%、11.62%、9.26%。

同日，上证综指收于2084点，下跌78点，跌幅2.77%，跌破2100点整数位。

也正是在多重交织的市场压力下，机构开始大规模吐出票据，24家机构在20和21日两天分别抛售票据420亿元、494亿元。

24日是机构抛售票据的高点，24家金融机构卖出票据近900亿元。当日，股市大幅下跌196点，跌破2000点整数位，跌幅高达5.3%，上证综指收于1963点。

在19~24日的市场动荡中，央行净投放流动性2230亿元，但仍以鲜明的立场表明推动机构去杠杆的决心。

25日，“挤泡沫”已成市场共识。在成功挤出泡沫后，央行重新展现出了“央妈”的一面。一早，央行领导会见邮储高层，引导其多向市场融出资金。当日，股市继续下跌，但午后上证综指大幅反弹，收盘微跌。

当晚，央行决定6月26日通过常备借贷便利（SLF）向此次市场波动中损失最大的一家银行提供800亿元资金，期限一个月，利率7%。

事实上，整个6月央行通过央票到期、正回购到期、SLF、国库现金定期存款等向市场净提供了超过7600亿元的流动性，其中，通过SLF向多家银行提供流动性共计4160亿元。

25日至30日，机构以匀速继续抛出票据，日均在600亿规模。

6月底到7月初，市场利率逐渐回落，宣告这场博弈的结束。

这场博弈包含了两个层面：一是市场中持“旧常态”思维的主体与宏观政策之间的

博弈；二是商业银行在6月上旬大量以票据布局占位，不愿将票据吐出来形成损失。不过，由于宏观政策保持定力，商业银行不得不转而加速吐出票据，24家主要金融机构票据融资从6月上旬增加超过5000亿元转为中下旬减少近6000亿元，贷款中的“水分”很大程度被挤出。

回首整场博弈，部分市场人士错误预判形势，企图抢先占位获取巨额利润的如意算盘落空，不少机构在市场大势的疾风骤雨中交了不菲学费；而央行在博弈全程中承受压力、保持定力，最终实现了自己的政策意图。

6月末数据显示，全月新增贷款8754亿元，低于上月已然达到的规模9458亿元，回到正常区间。初步测算，2013年前五个月，中国整体债务率（全部债务/名义GDP）快速上升了近8个百分点，但在2013年6月至当年年末，债务率则总体稳定，微升约1个百分点。当年欧洲《中央银行》杂志以有效抑制了金融体系的过度膨胀为主要理由，将中国人民银行评定为年度最佳央行。

货币当局打赢了这场博弈，对于未来的宏观局势至关重要。

当年12月10日，在中央经济工作会议上的讲话上习近平总书记首次提出“新常态”：既防范增长速度滑出底线，又理性对待高速增长转向中高速增长的新常态。

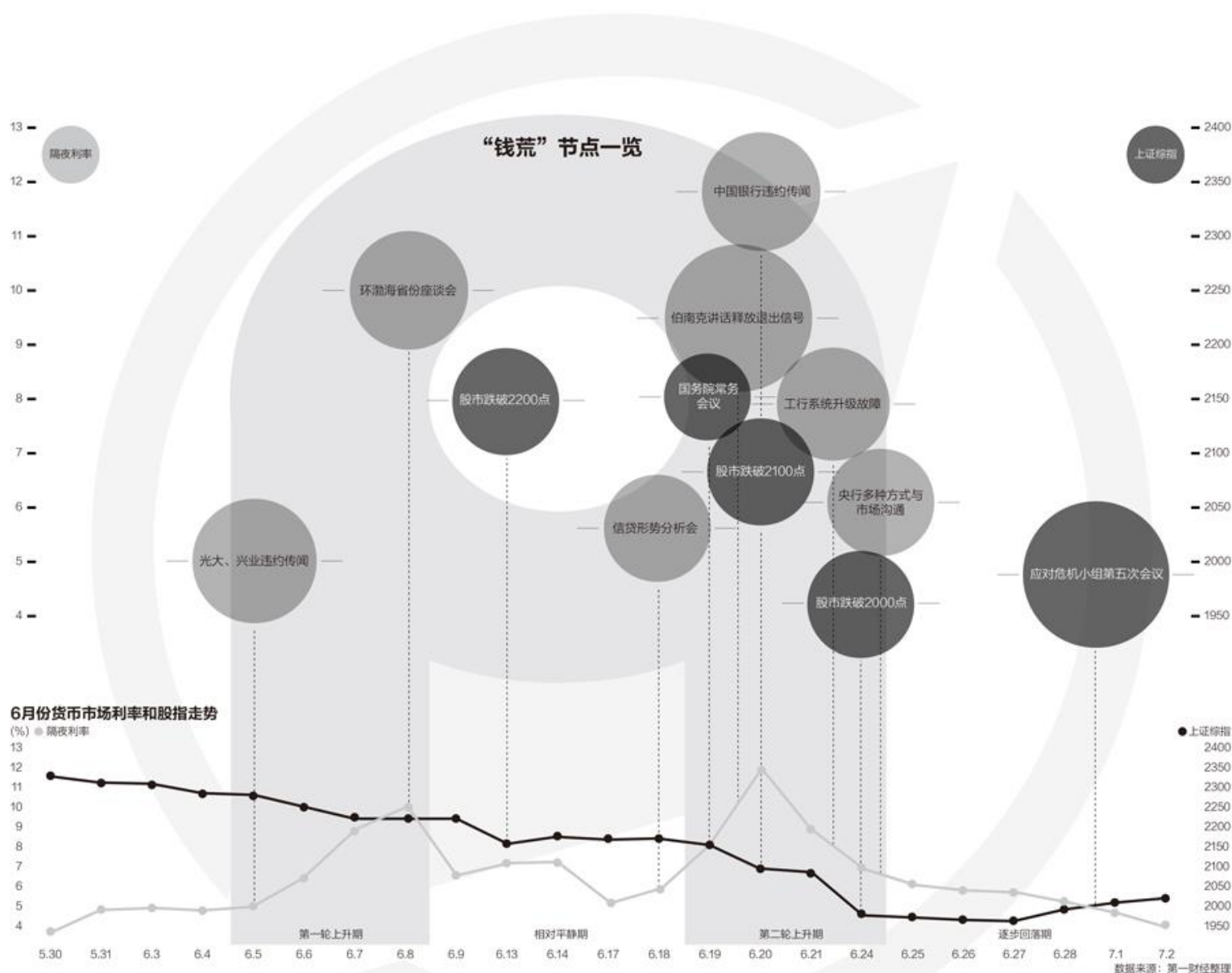
2016年1月27日，习近平在主持召开中央财经领导小组会议时提出供给侧结构性改革，要在适度扩大总需求的同时，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。

时至今日，后全球金融危机时代的中国宏观政策脉络已经条分缕析，以去杠杆而非加杠杆来应对经济减速、效率下降和金融风险集聚的大政方针已经深入人心。

相应地，我们看到2013年后M2的下降趋势，以及金融去杠杆的持续推进。最新

数据显示,2017 年银行业新增贷款占新增资产比例明显上升,商业银行同业资产、负债自 2010 年来首次收缩,而早在 2013 年 6 月,货币当局和市场的这一场较量可以被视为一场围绕“去杠杆”的超前博弈。而中国也因此经历了货币当局和金融市场针对宏观

政策取向的第一次真正意义上的博弈。这场博弈的胜负在今天看来举足轻重,如若当日胜负异位,其后去杠杆的难度可想而知,而当局的权威性和宏观调控政策的可信度也无疑将受到巨大的挑战和侵蚀。



2.大背景：流动性转向

应当说，货币政策对货币信贷的引导和调节是常态，市场与政策之间的博弈以往也有，而之所以 2013 年 6 月之后这次博弈会直接反映在市场利率的剧烈波动上，还有其他不可忽视的深层次原因，对此需要从全球流动性宽松的大背景下来理解。

当时的市场利率发生波动后，有不少人困惑于为什么在 M2 数量庞大且快速增长、“钱”很多的情况下市场上会感到“钱紧”。实际上这里的“钱”并不是一个含义，前者是指广义货币和各类金融资产，后者则更多是指基础货币，也就是银行体系的流动性。两者往往具有反向关系，前者扩张越快，对后者需求就越大，前者越多，后者就可能越“紧”，就容易以作为基础货币价格的货币市场利率的变化表现出来。

具体来看，当时的市场利率波动还与以下几方面的因素密切相关：

一是全社会债务融资需求持续上升。受股本融资不足、部分融资主体存在财务软约束、经济增长模式对基础设施投资依赖较大等体制机制性因素影响，中国债务和杠杆水平持续较快上升。据有关机构测算，2013 年末中国债务率为 216%，其中企业债务率达到约 160%。债务融资规模的持续增长伴随着银行资产的相应扩张，这从总量上会导致对银行体系流动性（基础货币）的需求上升，加剧流动性供求矛盾。债务融资需求的快速扩张不仅会推高实体经济的融资成本，也容易引致货币市场利率波动。

二是各类创新融资渠道快速扩张。传统贷款外的融资渠道快速扩张，是近年来金融运行的一个突出特征。表外业务、理财、信托贷款、委托贷款等快速发展，大量资金通过同业渠道融出。金融产品和融资渠道的多

元化和复杂化，对传统以数量为目标的调控模式提出了挑战。不过，银行的资产扩张以及表外的诸多金融创新，都直接或间接需要银行体系流动性（基础货币）的支持，都摆脱不了流动性的约束，尤其是负债结构和期限结构日益复杂化后，会使金融机构对流动性的变化更为敏感，需要其腾挪和准备更多流动性以应对可能的不确定变化，而这些都会增大对流动性的需求。

三是银行体系流动性偏多的格局发生变化。在以往相当长的时间里，我国面临着国际收支大额双顺差格局，中央银行被动购汇吐出基础货币，外汇占款是最主要的基础货币投放渠道，银行体系流动性总体是偏多的。在相当长的时间里，中央银行的主要压力是设法回收过多的流动性，进行相应对冲，同时辅之以一定的宏观审慎措施来保持适度的货币条件。在这样的背景下，流动性往往并不构成金融机构资产扩张的有效约束。不过，随着我国国际收支逐步趋向平衡，经常项目顺差与 GDP 之比由 2007 年、2008 年 10% 左右降至目前的 2% 左右，外汇流入作为流动性供给主渠道的作用下降，银行体系流动性总体偏多的状况开始发生显著变化。流动性对金融机构经营行为的约束也就会逐步增强。

上述这些因素交互影响，意味着流动性供求的格局正在变化，流动性总闸门对控制全社会融资规模和货币条件的作用开始增强。而这种强化在一定时点上会以市场利率变化的方式表现出来，并以此起到调节供求平衡、优化资源配置的作用。因此，发生在 2013 年 6 月份的市场利率波动，实际上是过快扩张的融资需求和货币增长与适度供给的银行体系流动性之间的“冲突”，并在市场经济条件下表现为货币市场利率的波动，

将其称为“钱荒”其实有些误导，实际上出现市场大幅波动的根源不是钱太少了，而恰恰是融资扩张过多了。而在国际收支明显不平衡、外汇占款大幅增加的阶段过去之后，中央银行就可以逐步开始通过调节基础货币（银行体系流动性）来真正发挥其在调节金融体系运行中的关键性作用。

那么，经历了流动性拐点后，中央银行如何判断基础货币是松还是紧呢？主要是看宏观经济和总量运行情况。据此，中央银行会有一个符合货币政策取向的适度流动性目标，为实现这一目标，利率就可能会有相应的变化，关键是把握好流动性管理与利率变化的度。既不能造成利率持续过快上升，也不能为刻意保持利率稳定而投放过多流动性。在如何拿捏利率变化与流动性管理关系这一问题上，在历史上不同时期、不同的人看法并不相同。正反两方面的教训都有。

直接酿成全球金融危机的雷曼公司倒塌就是典型的宽松货币政策的结果。雷曼曾是全球第四大投资银行，国际金融危机前主要经济体实行宽松和具有“适应性”特征的货币政策，一定程度上纵容了部分金融机构的加杠杆行为，推升了其风险偏好。这种金融脆弱性在次贷危机的冲击下很快暴露，雷曼最终陷入破产境地，引发了全球金融市场的冻结和持续巨震。

与上述政策迥异的是，1980年代初美联储主席沃尔克为治理高通胀，一度将联邦基金利率提高到20%，最优贷款利率超过21%的高水平。此举虽在短期内造成失业率上升，使联储遭遇巨大的外部压力，但却使美国长期存在的高通胀得到治理，为其后经济的持续快速发展奠定了基础。

我国的金融宏观调控也有类似案例。为应对国际金融危机冲击，2008年末我国快速出台了一揽子刺激计划，经济迅速企稳回升，

但同时也出现了货币信贷快速增长、通胀压力上升等问题。央行在2009年年中即在坚持政策连续性、稳定性的同时加强动态微调，引导货币信贷逐步向常态回归。这在当时也曾有来自市场的较大压力，其间也遭遇过上证综指一周下挫数百点的情况。但回过头来看，当时的做法对促进经济长期可持续发展、防范通胀过快上行都是必要的。

3. 一个重要成果：宏观审慎工具问世

2013年6月的货币市场波动，对于金融机构过度扩张资产和加杠杆的行为在短期内起到了抑制作用，但随着流动性水平回升，这些行为在数月之后再度反弹，如何进一步完善相关宏观调控机制成为当务之急。由于利率过度波动实际上是过快扩张的融资需求与适度供给的基础货币之间的冲突，那么就应该从如何优化流动性供给和抑制融资需求过快扩张两方面着手。

一方面，提升银行体系流动性管理精细化水平的基本条件已经具备。过去在国际收支大额双顺差的情况下，央行流动性供应是比较被动的。近几年随着国际收支逐步趋于平衡，需要中央银行主动供给一部分流动性来满足国民经济需求。此时政策利率、利率走廊等机制就可以逐步开始发挥作用。同时，金融创新发展也使运用价格型调控变得更为迫切，这就可能越来越接近数量型工具和价格型工具可以切换的阶段。

从实际操作看，央行流动性管理的工具箱日趋完善。2013年以来，人民银行不断丰富流动性工具箱，完善流动性管理机制。先后推出短期流动性调节工具（SLO）、SLF、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、临时流动性便利（TLF）等新的流动性管理工具，提供不同期限的流动性；将公开市场操作从每周两次增加至每日操作，“削峰填谷”精细化管理银行体系流动性；实施存款

准备金考核“双平均”机制，进一步完善大额支付体系，为金融机构流动性管理提供“缓冲垫”；在全国的中国人民银行分支行推广SLF操作，逐步强化SLF利率走廊上限的作用；开展信贷资产质押和央行内部评级试点，大幅扩展了从央行获取资金的抵押品数量。

在此期间，利率市场化改革也取得关键进展，中国的利率管制基本放开，先后于2013年7月放开贷款利率下限，2015年10月取消存款利率上限。在放开利率管制的同时，探索构建“政策利率+利率走廊”机制，央行利率调控和稳定市场预期能力进一步增强。此外，指导金融机构强化利率定价行业自律，对市场上出现的个别非理性行为进行必要管理和约束，维护公平有序的市场定价秩序。这些举措为加强流动性管理的价量配合、实现保持流动性基本稳定和市场利率的平稳运行创造了有利的条件。

然而，在危机后金融稳定框架演进的大背景下来看，应对系统性风险，实现金融稳定，仅仅依靠货币政策工具和流动性管理是远远不够的。使利率调控与宏观审慎政策有效配合起来，成为宏观金融政策的“双支柱”，成为主要经济体和国际组织反思国际金融危机教训基础上形成的共识。

沿着这样的方向，吸取国际金融危机的教训，中国较早开始了宏观审慎政策方面的实践，近几年央行强化了宏观审慎政策的作用，通过宏观审慎评估（MPA）引导广义信贷合理增长，从而对过度的流动性需求形成约束。2011年正式引入差别准备金动态调整机制，2016年起升级为MPA，将引导的重点从传统的贷款扩展至广义信贷，并将表外理财纳入广义信贷指标。其主要理念是信贷投放要与宏观审慎要求的资本水平相联系，核心指标是宏观审慎资本充足率，同时考虑了各金融机构的系统重要性、稳健状况以及

经济景气状况。MPA将信贷增长与资本水平、经济发展需求紧密挂钩，使其具有了双重属性，既是宏观审慎政策工具，也有货币政策工具的性质；既可以通过抑制信贷的顺周期过快扩张起到防范系统性风险的作用，也可以起到引导广义信贷平稳增长的作用，减少过度的流动性需求，对促进市场利率平稳也发挥了重要作用。此外，央行还将跨境资本流动纳入宏观审慎管理范畴，着重对过度加杠杆和短期炒作行为进行有针对性的逆周期调节；加强房地产市场的宏观审慎管理，形成了以因城施策差异化住房信贷政策为主要内容的住房金融宏观审慎政策框架。

还应注意到的是，预期管理的重要性在不断提升。随着货币存量和金融资产规模日益庞大、转化流动性的能力越来越强，货币政策需要更多依靠对预期和信心的引导。在这方面国际上也有不少值得借鉴的做法和经验。价格型调控模式透明度高、规则性强，有利于稳定公众预期。反过来若政策公信力强，大家相信央行能够说到做到，货币政策也就越容易引导市场利率至希望的水平，因此两者是相互促进的。展望未来，随着外汇流动趋于均衡，汇率市场化和利率市场改革不断推进，货币政策调控模式也将进入新的阶段，通过强化价格型调控并辅之以宏观审慎政策，增强政策公信力，强化预期管理，逐步建立起适应现代市场经济要求的货币政策调控框架。

总的来看，引入货币政策和宏观审慎政策双支柱的金融调控框架至关重要，这也可以被理解为2013年6月这场市场波动的重要成果。货币政策调节与稳定银行体系流动性和市场利率的能力进一步增强，宏观审慎政策在促进金融机构稳健经营和维护金融稳定方面也发挥了重要作用。两者相互结合，既为供给侧结构性改革营造了中性适度的

货币金融环境，同时较好地防范了系统性金融风险，维护了金融体系稳定。

	各项贷款比 上日(亿元)	其中: 24家金 融机构票据融 资比上日	隔夜利 率(%)	7天利率 (%)	人民币兑 美元中间 价(元/美 元)
2013年6月3日	2693	2247	4.62	4.66	6.1806
2013年6月4日	1008	680	4.54	4.74	6.1735
2013年6月5日	839	581	4.74	4.80	6.1757
2013年6月6日	1052	591	6.15	5.32	6.1737
2013年6月7日	1059	454	8.68	6.85	6.162
2013年6月8日	1412	610	9.81	7.84	
2013年6月9日	1395	78	6.32	5.97	
2013年6月13日	-1888	-1002	6.94	6.39	6.1612
2013年6月14日	693	-29	7.03	6.90	6.1607
2013年6月17日	-52	-80	4.88	6.89	6.1598
2013年6月18日	659	-48	5.67	6.82	6.1651
2013年6月19日	505	-443	7.87	8.26	6.1677
2013年6月20日	67	-420	11.74	11.62	6.1698
2013年6月21日	511	-494	8.70	9.25	6.1766
2013年6月24日	-514	-887	6.65	7.53	6.1807
2013年6月25日	-394	-620	5.83	7.44	6.1767
2013年6月26日	132	-558	5.55	7.29	6.1779
2013年6月27日	-89	-677	5.44	6.74	6.1797
2013年6月30日	-429	-648	4.96	6.16	6.1787

2013年6月主要金融数据表(来源: 中国人民银行)

“钱荒”日志

阶段1: 2013年6月4日~8日为货币市场利率的第一轮显著上升期

5日~7日, 市场上关于光大、兴业等中型银行违约的消息通过微博、微信等社会

化媒体传播得越来越广, 涉及违约资金的金
额也被不断夸大。

6日上午, 农业发展银行6个月期的200
亿元金融债发行招标, 实际发行额为115亿
元, 为当年以来首只“流标”的利率债。当

日隔夜质押式回购利率达到 6.15%。

7 日，利率继续上升，隔夜质押式回购利率升至 8.68%。

8 日，召开环渤海省份经济工作座谈会，李克强发表重要讲话。

阶段 2：6 月 9 日~18 日为货币市场相对平静期，股票市场出现明显下跌

10 日~12 日，端午节假期，各市场闭市。

13 日，股市大跌，上证综指收于 2148 点，下跌 62.5 点，跌幅 2.83%，跌破 2200 点整数位。

14 日，当年第四期记账式贴现国债“流标”，该债券期限为 9 个月，计划募集 150 亿元，有效认购 95.3 亿元，中标利率 3.7612%，较发行前一个交易日二级市场收益率高出 60 多基点。

17 日，人民银行向各商业银行发送《中国人民银行办公厅关于商业银行流动性管理事宜的函》（银办函[2013]376 号，特急），表示“当前我国银行体系流动性总体处于合理水平”，要求“加强对流动性影响因素的分析和预测，做好半年末关键时点的流动性安排”并“激活存量”。

18 日，货政司组织 21 家全国性商业银行召开货币信贷形势分析会，通报了近期货币信贷工作中存在的问题和近期货币市场波动的原因，要求商业银行：**一是**加强流动性管理。银行要改变流动性永远宽松的预期，加强各类影响因素的研判，改进自身流动性管理，大行还要发挥好市场稳定器作用。一些重大突发性问题及时向央行汇报，如果因资金调度带来的清算问题，可以提前报告央行货币政策司来协调解决。总之，只要银行各方面工作到了位，央行是会给予支持的。**二是**正确把握好未来宏观政策。未来经济中的问题已不能寄希望于扩张政策解决，下一

步稳健的货币政策不会变，既不会宽松，也不会收紧，并着重围绕“稳定政策、优化结构、提升服务、防范风险、深化改革”五个方面展开。**三是要**控制总量、把握好贷款投放节奏。质押式回购隔夜利率为 5.67%。

阶段 3：6 月 19 日~24 日为货币市场利率第二轮上升期，股票市场跟随国际市场出现大跌

19 日，李克强主持召开国务院常务会议，研究部署金融支持经济结构调整和转型升级的政策措施，明确指出“现在货币信贷增速偏高”、“6 月上旬还有激增趋势”，会议强调要把稳健的货币政策坚持住、发挥好，合理保持货币总量。为更好地支持我国的实体经济发展，必须把增量货币运用好，把存量货币盘活好。

20 日凌晨 2:30（对应美国时间 19 日下午），美联储主席伯南克发表讲话明确释放退出 QE 信号，全球股市、大宗商品大跌。

20 日，上证综指收于 2084 点，下跌 78 点，跌幅 2.77%，跌破 2100 点整数位。

20 日下午，21 世纪网以“独家消息”这一标签发布：中国银行下午资金违约，央行投放 4000 亿货币。这则消息引爆微博，并被诸多门户网站推上首页。市场传言货币市场基金的赎回潮到来，流动性安排不足的货币基金不得不亏损卖出债券，基金爆仓的消息也不断传出。

20 日为本轮利率上升的最高点，质押式回购隔夜、7 天、14 天加权利率分别为 11.74%、11.62%、9.26%。

21 日凌晨，21 世纪网发布致歉声明，称“中国银行资金违约”的报道经核实为不实新闻，并向中国银行、广大读者以及各方机构表达歉意。货币市场资金利率明显回落。

22、23 日两日（周末），工行因系统升级多地银行卡不能取现，被报道为与“钱荒”

有关。

23 日，央行发布货币政策委员会例会纪要，提出“优化金融资源配置，用好增量、盘活存量，更有力地支持经济结构调整和转型升级”。

24 日，股市大跌，上证综指收于 1963 点，下跌 196 点，跌幅 5.3%，跌破 2000 点整数位。

阶段 4：6 月 25 日~7 月 2 日货币市场利率逐步回落

24 日晚，人民银行网站公开《中国人民银行办公厅关于商业银行流动性管理事宜的函》。（该函 17 日已发送各商业银行）

24 日晚，人民银行货政司负责人接受《财新》杂志采访。

24 日晚 7:00，马凯副总理主持会议研究货币市场问题。

25 日早，人民银行领导会见邮储领导，引导其多向市场融出资金。

25 日，股市剧烈波动。开盘后震荡走低，上证综指一度跌逾 5%，近 200 只个股跌停，

盘中最低跌至 1849.65 点，跌破前期低位 1949 点，创四年来新低。午后上证综指大幅反抽，跌幅收窄，收于 1959 点，跌 0.19%。

25 日晚 6 点半，人民银行官网发表《合理调节流动性 维护货币市场稳定》一文指出：截至 6 月 21 日，全部金融机构备付金约为 1.5 万亿元，流动性总量并不短缺。之所以出现资金紧张，是因为短期因素叠加。下一步将根据市场流动性的实际状况，积极运用公开市场操作、再贷款、再贴现及短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等创新工具组合，适时调节银行体系流动性，平抑短期异常波动，稳定市场预期，保持货币市场稳定。

25 日晚，胡晓炼副行长接受央视采访。货政司领导与新华社和央视就下一步的宣传引导工作进行了沟通。

28 日，周小川行长在出席“陆家嘴论坛”期间接受《第一财经日报》专访，周小川表示“市场基本正确理解了央行”。

