

钱荒：中国银行业流动性危机

2013年6月金融业闹起了“钱荒”，虽然6月份的“钱荒”年年有，但2013年尤其严重。

2013年620日，银行间1天的拆借利率，按年折算最高达30%，相当于1年期贷款基准利率的5倍，这已超过正常贷款利率的最高限。“钱荒”来袭，许多银行全力投入“抢钱大战”，送大米、送油、送手机等手段层出不穷。

流动性危机时间线

2013年4月12日：高盛报告显示，2013年中国信贷总规模预计增至GDP的240%，而且还在加速增加。自雷曼倒闭以来，中国信贷总额从9万亿美元上升至23万亿美元，在短短5年中(2008—2013年)复制了整个美国的商业银行系统的规模。惠誉警告称中国信贷泡沫史上罕见。

2013年4月15日：有媒体报道称中纪委书记王岐山火烧金融业腐败，新官上任三把火。王岐山利用本人长期从事金融领域的优势，从不易被发现的交易形式和环节入手打击金融业腐败。

2013年4月25日：监管层整顿债市、信托市场，拿出大批包括券商、银行等机构的从业人士。青岛、鄂尔多斯、吉林等地的信托产品问题接连被曝光。

2013年5月13日：李克强在国务院会议上定调，“存量货币较大，货币供应量增速较高。要实现今年发展预期目标，靠刺激政策、政府直接投资，空间已不大，还必须依靠市场机制。”要求“通过激活货币信贷存量支持实体经济”。

2013年6月5日：受银行间资金面超预期紧绷影响，上午招标的今年第10期农发债未能招满，为今年以来首只流标的利率债。

2013年6月6日：市场有传闻称光大银行对兴业银行的同业拆借资金本应到期，但因为头寸紧张光大毁约，导致兴业银行的千亿到期资金都未收回，两家银行资金面齐齐告急。虽然光大、兴业双双辟谣，但银行间市场罕见的“黑天鹅”事件出

现，导致中国银行间借贷利率飙升，隔夜拆放利率大涨1359个基点至5.98%。

2013年6月7日：上海银行间同业拆放利率(Shibor)包括隔夜、7天期、14天期、1月和3月拆放利率全线飙升，资金交易系统出现历史最长延时，全市场大面积出现违约。

2013年6月14日：今年第四期记账式贴现国债再现流标，该债券期限为9个月，计划募集150亿元，却仅获得953亿元的有效认购，再次流标。

2013年6月15日：央行数据显示，5月份外汇占款增加6686亿元，较4月份2943.54亿元的外汇占款新增量大幅缩水77%，增长势头出现了明显的“刹车”现象。

2013年6月18日：四大行向央行求助，希望央行在周三前降低存准率，从而注入更多流动性来缓解资金紧张局面。据一位四大行的高管透露：“我们内部期望央行在周三前降低存准率。”

2013年6月19日：央行召开货币信贷形势分析会议，纪要显示，央行官员在此次会议上指出，前一阶段，部分银行对宽松的流动性盲目乐观，对6月将出现的一系列影响流动性的因素估计不足(准备金补缴、税款清缴、假日现金投放、补充外汇头寸及外企分红派息、贷款多增等)，措施不到位，一些大行未发挥市场一级交易商应有的作用，导致货币市场价格大幅波动。

2013年6月20日：银行间质押式回购隔夜加权平均利率飙涨至13881%，隔夜回购最高成交利率达到30%，创历史最高点。

2013年6月20日：晚间，有媒体曝中国银行下午资金违约，交易时间过了半个小时还找不到资金，另透露，30分钟前央行投放4000亿货币，传言引发市场恐慌。当晚，该媒体致道歉信，经核实为不实新闻。

2013年6月21日：有传言称央行20日向工行提供了500亿元融资，工行否认这一说法，称传言与事实严重不符。目前工行流动性充足，且维持着合理的同业融出力度。而金融时报报道称，央行已通过

短期流动性调节工具(SLO)向市场投放了500亿元人民币，有效缓解了阶段性资金过度紧张的状况。这被市场视为央行在不愿下调准备金背景下的另一种选择。

2013年6月23日：央行指示国有大行稳定局面。“当时央行约谈了几家大行，要求我们积极出钱，稳定市场。”一位国有大行资深人士表示，“不然绝不可能出现那么低的价格。”

2013年6月24日：大盘出现崩盘式暴跌，民生、兴业。平安三只银行股出现跌停，这在A股市场上十分罕见。市场逼近1949点，近200个股跌停，近2300个股下跌，其中跌幅超5%的有1700多只。

2013年6月25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。

银行间为何闹缺钱

银行杠杆使用过度致缺钱

近几年的新增贷款大部分并不是从传统信贷渠道流出。央行统计数据显示去年有大约一半的新增贷款是通过信用证、租赁或其他非正式贷款的方式发放的。这就是近年来越来越多被人提到的“影子银行”中国金融体系中可以发放贷款但却不像银行那样接受监管的部分。与贷款剧增显得矛盾的是，银行本身在缩减放贷规模并提高放贷标准。这就意味着，很多新借款者信用较差。

流动性紧张不是没钱而是放错了地方

一面是银行缺钱，股市缺钱，中小企业缺钱；但另一方面却是，货币的供应量充裕，不少大型企业依然出手阔绰，大量购买银行理财产品，游资仍在寻找炒作的概念，民间借贷依旧风风火火。两相对比不难发现，眼下的缺钱看似来势凶猛，实则是一场资金错配导致的结构性资金紧张。不是没有钱，而是钱没有出现在正确的地方。

五大因素致资金紧张短期难改

瑞银此前发布的研报认为，2013年有

几大因素对资金面造成冲击：一是五大行年度分红要吸收约2400亿元流动性；二是年中时点银行理财产品、超短期基金理财产品遭遇净赎回，或将给货币市场带来更大的融资压力；三是金融机构杠杆率偏高，未来1个月的偿付压力很大；四是银行将在7月初补缴约8000亿元准备金；五是7月中旬财政存款上缴数量再度增加，预计冲击规模在4500亿元左右。

刘胜军：钱荒源于“四万亿”

刘胜军认为6月“钱荒”的根本原因是“四万亿经济刺激”造成的后果，“四万亿刺激”一方面造成了债务危机，另一方面造成了产能过剩，这些使得银行出现了潜在的坏账、应收账款难以收回的状况，而实体经济的困难，也使得银行资金不愿投入实体经济，在银行间“空转”，埋下了危机的祸根。

刘胜军认为，过去政府应对经济形势基本都是货币驱动，只要有问题，就开动货币，但这会造成通胀和债务压力。现在，通过处理“钱荒”和应对股市，新一届政府也在显示其执政理念。

针对资金在银行体系内“空转”，互放“高利贷”，有人认为央行正通过此事件试图将资金挤入实体经济，但刘胜军认为这种做法并不能解决问题，因为从08年到现在，中国货币投放量巨大，但民营企业融资还是难，这是因为由于税负过重、成本过高，实体经济经营困难，如果银行资金投资实体经济，回报率不高，所以，央行试图用这种方式倒逼银行资金流入实体经济是不能做到的。

银行间利率市场的大波动也反映了银行流动性紧张，刘胜军认为根本原因就在于银行过度扩张，而其中原因是银行的盈利模式是以规模为导向的，为了盈利就会扩大规模。只有利率市场化、放开银行市场才能改变现有格局。

刘胜军最后指出：“不改革，危机不可避免；改革了，危机是可以避免的。”

(本报综合整理)

上海自贸区 开放新高度

上海自贸区的规划面积为28平方公里，包括洋山保税港区、外高桥保税区(含外高桥保税物流园区)及浦东机场综合保税区。将对该特定区域采取优惠税收和特殊监管政策。相比国内目前的各类保税区，自贸区意味着更优惠的政策、更大的开放度。

解读上海自贸区

什么是自贸区？

自贸区分为两种，一种是广义的自贸区，指两个或两个以上国家或地区通过签署自贸协定，分阶段取消绝大部分货物的关税和非关税壁垒。而上海自贸区是狭义的自贸区，即在这部分领土内运入的任何货物就进口关税及其他各税而言，被认为在关境以外，并免于实施惯常的海关监管制度。

上海自贸区获准大背景？

中国面临“二次入世”：美欧自贸区谈判和跨太平洋伙伴关系协议，这两大自贸区都不包括中国，面对未来世界贸易规则、格局的可能改变，中国将面临严峻的“二次入世”危险。

中国经济换挡关口：在国际需求疲弱及劳动力成本升高导致产业转移下，严重依赖出口已不行，且国内市场经济效率仍较低，需经改革来谋出路。

上海保税区与自贸区差在哪里？

和国内各类保税区不同的是，自由贸易区的最大特色是“境内关外”的特殊海关监管制度，即“一线(自贸区与国境线)放开，二线(自贸区与非自贸区)管住”。

自贸区六大开放领域

金融服务领域

包括允许符合条件的外资金融机构设立外资银行；设立外资专业健康医疗保险机构；融资租赁公司设立的单机、单船子公司不设最低注册资本限制。

航运服务领域

放宽中外合资、中外合作国际船舶运输企业的外资股比限制；先行先试外贸进出口集装箱在国内沿海港口和上海港之间的沿海捎带业务。

商贸服务领域

在保障网络安全的前提下，允许外资企业经营特定形式的部分增值电信业务。

业务；允许外资企业从事游戏游艺设备的生产和销售。

专业服务领域

允许设立外商投资资信调查公司；允许注册符合条件的中外合资旅行社；允许设立中外合资人才中介机构；允许设立股份制外资投资性公司…

文化服务领域

取消外资演出经纪机构的股比限制，允许设立外商独资演出经纪机构，为上海市提供服务；允许设立外商独资的娱乐场所，在试验区内提供服务。

社会服务领域

教育培训、职业技能培训方面，允许举办中外合作经营性教育培训机构；允许举办中外合作经营性职业技能培训机构；医疗服务方面，允许设立外商独资医疗机构。

风光自贸区并非一劳永逸

上海自贸区虽然已经获得批准，但是一方面通过之初就不乏金融监管部门的反对声音，另一方面也将面临着不容小觑的风险和挑战。这块改革的试验田要想取得预想中的实际效果，在具体执行中就必须一步步克服各种难缠的问题。

至于上海自贸区金融创新政策实施细则何时出台，知情人士坦言称还没有时间表。因为相关部门仍有不同意见，在自贸区方案征求意见阶段，包括财政部、证监会、证监会、保监会在内的多个部委，就对一些具体开放举措的尺度仍有所保留，

现在监管部门现在仍有不同意见。

税收政策或存分歧

上升到国家战略层面的区域性规划方案，一个本质的核心政策是“税收优惠”，这无疑会在很大程度上带来政策性的不公平。上海希望争取到在自贸区内，对符合条件的企业按15%的税率征收所得税，或将人为阻碍中国各个区域之间的内生规律发展和自由市场化进程步伐。

资本项下放开仍要谨慎

复旦大学经济学院副院长孙立坚表示，目前时间点并不利于人民币汇率市场化和资本项下的开放。这易导致国际资本尤其是没有真实贸易背景的游资通过这一平台疯狂套利。而一旦资本大幅回流，将对资本市场和实体经济造成冲击，反过来影响人民币资本项目开放的进程。

监管能力能否跟上

自贸区现在面临的问题是如何在复杂经济活动中建立起有效的风险防范屏障，既能让自贸区健康运行，又不对外经济构成负面冲击。在开放创新过程中，有些可能甚至超出监管自身的能力范畴，这就要求其他部门做好协调工作，这就无疑对监管提出了更高的要求。

上海自贸区之猜想

利率市场化

利率市场化一旦完全实现，普通百姓选择银行存钱的想法和行为必将发生较大的改变。对于大众客户，会更关注银行

基础储蓄产品的稳定性和收益性，以及银行金融服务的便利性和快捷性；对于有一定资金实力的客户，会在确保存款安全性、金融便捷性的同时，更加关注银行投资类产品的服务；对于富裕阶层的客户，会更关注资产的保值增值以及个性化的金融服务体验。

人民币资本项目可兑换进行先行先试

首先，货币的自由兑换方便出行，其次，老百姓有那么多的钱，国内投资渠道很少，老百姓把钱放在银行呢，银行利率又低，因此中国老百姓有权利到海外投资，分散投资。

允许设立外资行以及中外合资银行

首先，对于投资者来说，自贸区提供了更为全面的金融服务，无论对于境外个股还是期货，实际上便利程度要高很多。其次，外资银行的参与，那么在柜台服务方面能够和民资和国资有一些竞争，那么自然老百姓选择余地变多，其服务由于竞争也会变得改善。

自贸区建设与房地产开发

对于主流房产意味不明、高端房产和商业地产却起伏明显的上海来说，自贸区无疑会让房地产市场趋稳且向上，对于老百姓来说，这是一个明显的投资机会。魔都房产一直处于一种贵而不豪的情况，这次全球房地产商都会参与到自贸区的配套住宅的开发，对于住宅档次的提升还是明显的。不好的方面，那就是房价恐怕又要涨。

(本报综合报道)

光大“乌龙指”漩涡

2013年8月16日注定将被载入A股史册——上证指数瞬间飙升，59只权重股3分钟内封涨停。一时间传言四起，两天后光大证券发布公告称“公司策略投资部门自营业务在使用其独立套利系统时出现问题”，导致重复下单，引发市场剧烈震荡。该事件被业界称为“乌龙指”事件。

事件溯源

2013年8月16日上午11点06分，上证指数忽而脉冲式急速拉升百余点，瞬间从2074点飙涨5%至2198.85点，权重板块瞬间暴涨，中国石化、中国石油、工商银行、招商银行等多只蓝筹股冲击涨停。

市场传言上述情况因光大证券而起，而两天后即2013年8月18日光大证券也承认自己确实是始作俑者。其发布公告承认，公司策略投资部使用的套利策略系统出现了问题。根据光大证券的介绍，该系统包含订单生成系统和订单执行系统两个部分。在当日的交易中，两个部分均出现问题导致特定情况下生成预期外的订单并成交了一部分，引发了市场的剧烈波动。

同时证监会也发布通报对上述结论予以了认可。核查发现事故原因是光大证券策略交易投资系统存在程序调用错误、恶毒控制失效等设计缺陷，并被连锁触发，导致生成巨量市价委托订单直接发送上证所，累计申报买入234亿元，实际成交727亿元。同时185亿元股票转化为ETF卖出，并卖空7130手股指期货。根据相关法规，整个交易成交有效。

证监会表示在核查中尚未发现人为操作差错，但该项业务内部控制存在明显缺陷，信息系统管理问题较多。在暂停相关业务、责令整改、追究内部责任的同时，证监会决定对光大证券正式立案调查。

据海通证券分析，乌龙指事件的原因主要有两个：

首先，交易系统风控失灵。按照正常的交易流程，交易委托单在通过报盘机发送交易所之前要经过一系列风控审核，其中包含两个关键步骤：验资和额度审核。

验资是要检查账户上是否有足够的资金来完成这笔交易，限价单的委托价格明确，验资相对容易，而市价单的验资则需要先估算一个成交价格，不同交易系统开发商的估算方式会有不同。

额度审核则是要检查该笔交易的额度是否超过了之前风控设置的额度上限。

按照光大发布会上的说法“出事部门策略投资部主要是追求风险对冲，策投部2亿限额的实盘”，而实际成交727亿，可见交易系统的额度审核功能没有起到任何控制作用。

另外，光大策略投资部的策略是进行ETF套利，由于套利空间小，对交易速度的要求很高，所以没有使用业内较多采用的恒生交易系统，而单独采用了另一家软件公司开发的交易系统。该系统对市价单的处理方式和其他家有所不同，尚不清楚是否这种市价单处理方式导致验资过程中出了问题，或是相关人员为了提高交易速度而屏蔽掉了部分风控模块的功能。

其次，套利策略设计失误。光大策投部采用的策略是ETF瞬时套利，针对的是ETF一二级市场的价格差异，由于采用类似策略的市场参与者较多，因而交易速度至关重要，策略设计者用市价单完成交易的方式可以理解。

光大的多事之秋

在A股飙涨的当日下午，许多媒体记者前往光大证券总部。在经历了最初的毫无设防之后，光大证券工作人员忽然之间醒悟，行动迅速如临大敌。保安与媒体的肢体接触、无可奉告等常见公关套路开始上演。

“几天没睡了，一上午没喝水了！”这是光大证券董秘梅健在接受记者采访时坐下来的第一句话，随后便拿起了记者面前的水一饮而尽。随后，梅健开始用适合自己的憔悴神情和连续熬夜的沙哑嗓音复述着公告中的内容。

在提问时，他也时不时地用喝水来掩饰，“真不清楚”的话语来回应。显然，在面对诸多媒体的集中轰炸式采访，梅健已经十分疲惫。而记者在采访过程中遇见的每一位光大证券的工作人员，无不是神情严肃，疲惫中带着一丝无奈。

自证监会公开回应光大证券事件，随后一向“低调”的中金所发布公告称自即日起对光大证券自营业务股指期货交易采取限制开仓措施；上海证监局决定先行采取行政监管措施，暂停光大证券策略投资部证券自营业务3个月；中国证监会市场交易商协会决定暂停光大证券非金融企业债务融资工具承销业务，并要求光大证券提交自查结果和相关整改方案……

监管层的罚单似乎并未结束，而光大证券在面对如今的尴尬处境也开始内部开刀。首先曝出的是策略投资部负责人杨剑波，这个被坊间传言曾放言在中国市场仅有的能成功完成无风险套利的二人之一负责人被光大证券暂停职务，并协助监管部门调查处理，理由是因此前业务活动中出现重大风险事故。

就在外界传言光大证券内部更多人士被暂停职务接受调查的消息尚未被证实的时候，光大证券发布了一则公告称，公司总裁、董事徐浩明申请辞职被董事会通过，由董事长袁长清代行光大证券总裁职责。

(陆家嘴)