

徐奇渊

xuqiy@163.com

## 中国如何面对赫斯塔特风险（之一）\*

一个习惯多年的环境，突然之间发生了变化，总会让人有些手足无措。当然也会有的人会认为，这恰恰就是机会。老赫斯塔特（Iwan Herstatt）和他的外汇交易部主管达特尔（Daniel Dattel）就是这么想的。

1972年，美元与黄金脱钩，之后西方主要货币陆续与美元脱钩，国际货币体系全面进入浮率汇率时代。那些过度自信的投机者认为，赚大钱的机会终于来了！Dattel是众多投资者当中的幸运者。二战结束，他从奥斯威辛集中营里捡回一条命，经历过人生大浪。国际货币体系动荡的大时代来临，他在1973年为赫斯塔特银行赚得盆满钵，也由此获得了老赫斯塔特的极大信任，并在行业内外声名鹊起，成为电视银屏上对汇率问题侃侃而谈的热门人物。

但是，由于其后的多次严重判断失误，Dattel主管的外汇业务给银行带来了巨额亏损，并导致银行资不抵债。1973年圣诞前夕，刚刚过完60岁生日的老赫斯塔特正

---

\* 本文已发表于《澎湃》。

处于人生巅峰。他未曾想到，仅仅半年之后，他便将深陷于梦魇。而更多的投资者、包括德国监管当局，也未曾想到，赫斯塔特银行的破产清算，甚至还会导致更多始料未及的风险。

老赫斯塔特和他的朋友——赫斯塔特银行的大股东、同时也是格林保险集团的老板格林先生（Herr Gerling），两者竭尽全力也回天乏术。1974年6月26日当天下午3点，监管当局下令关闭赫斯塔特银行，并令其对外汇交易进行清盘。这时候美国是纽约时间上午10点，而在德国，这已经是当周最后一个工作日（周五）的下午，法兰克福的外汇市场临近收盘。

在赫斯塔特银行清盘的过程中，其他交易对手向赫斯塔特银行支付了德国马克，而赫斯塔特银行却无法及时向交易对手支付美元，导致其交易对手发生了巨额本金损失。此次违约事故损失高达4.7亿德国马克——这就是我们今天所说的**赫斯塔特风险（Herstatt risk）**。

故事到这里还没有结束，赫斯塔特银行破产之后，全球外汇市场一片风声鹤唳，许多银行都冻结了对外付款操作，国际市场一度陷入停顿。在此过程中，外汇市场的结算风险由一家机构蔓延到了整个外汇市场，并在国际范围内引发了系统性问题——赫斯塔特风险的第二阶段。这一系统性风险是如此之大，不仅进一步引发了德国银行业的后续破产事件，还直接推动了巴塞尔银行监管委员会在次年的诞生。

当然，赫斯塔特风险的直接触发，也有一定的偶然性。1974年6月23日到26日，来自各方的代表对赫斯塔特银行的生死存亡进行了激烈的争论，这些代表来自德国的监管当局、赫斯塔特银行、德国的主要大银行，以及前面的格林保险集团。作为当事人之一，来自监管当局的斯陶克（Stauch）博士回忆，由于堵车和飞机航班的延误，6月26日的会议推迟到下午1:20才开始。也就是说，当天下午的会议原本是可以更早召开的——尤其是按照德国人的守时习惯来说。

如果是这样，那么赫斯塔特银行就有相对充足的时间向交易对手进行支付，由于时差所导致的外汇结算风险就可以在一定程度上减少、甚至完全避免。又或者，如果德国监管当局在事前对这一风险有足够的认识，将赫斯塔特银行的破产清算时间做更为合理的安排，那也能够一定程度上减少结算风险。

所以，这一结算风险最终被“赫斯塔特”所冠名，实在是有些偶然。但是这种风险本身，确实是实实在在的存在！在外汇交易过程中，市场机构一旦发出了支付指令，就开始面临着结算风险，其风险一直要到这个机构最终收妥买入的货币时才会结束。

直到 21 世纪伊始，英国《经济学人》杂志社还提到，赫斯塔特风险的阴影漫长而黑暗（the long, dark shadow）。为此，各国监管当局一直在积极推动国际合作、开发降低外汇结算风险的方法。2002 年，全球持续联系结算（CLS, Continuous Linked Settlement）交易系统在美国建立起来了。通过在中央银行开立账户、接入结算货币所对应的实时全额支付结算系统，CLS 系统可以实现货币的实时兑付（PVP, Payment Versus Payment），从而真正消除外汇结算风险。

外汇结算风险不仅有本金的损失，不即时的支付，也可能会面临不同程度的汇率波动风险。中国如果要纵身一跃，从固定汇率跃向浮动，这时候，中国以美元为主的结算体系，也将面临 1970 年代类似的考验，赫斯塔特风险就值得我们重视。

而目前，加入 CLS 系统的货币虽然有 18 个，但是人民币并不在其列。这意味着中国无法直接通过 CLS 系统来消除赫斯塔特风险。为何人民币尚未加入 CLS 系统？加入 CLS 有哪些具体要求？在没有参加 CLS 的背景下，中国如何尽量避免赫斯塔特风险（在这方面我们已经做了较多的努力）？在此过程中，中资金融机构的全球布局、人民币与其他非美元货币的直接交易，可以发挥何种作用？还有哪些问题留待我们解决？敬请关注下期。

（笔者单位为中国社科院世经政所）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。