

中国如何面对赫斯塔特风险（之二）*

1974年6月26日，倒下的德国赫斯塔特银行，给交易对手带来了巨大的损失，也给教科书永久性的留下了一个名词——赫斯塔特风险。

由于外汇双向交易的不同步，以及时差原因：在赫斯塔特银行清盘的过程中，其他交易对手向赫斯塔银行支付了德国马克，而赫斯塔银行却无法及时向对方支付美元，导致其交易对手发生了巨额本金损失。这种风险根源于外汇交易的复杂性，24小时的不间断交易，同时又交替涉及到不同国家的交易支付体系、汇率制度、资本项目制度，甚至是司法体系。

在全球外汇市场上，每天的结算以万亿美元计。这时候，即使赫斯塔特风险以万分之一的小概率发生，对于某个不幸的交易者来说，也会带来致命的打击。2002年，全球持续联系结算（CLS）交易系统在美国诞生。CLS系统可以实现货币的24小时实时全额兑付，从而真正消除外汇结算风险。

* 本文已发表于《澎湃》。

从长期角度来看，中国也将逐步地走向汇率浮动和资本项目开放。在此背景下，中国面临的赫斯塔特风险也将呈上升趋势。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。

人民币为何缺席 CLS 系统？

CLS 对于交易货币有一系列门槛要求，**人民币目前尚未成为 CLS 的合格货币**。从其中一些条件来看，人民币已经达到要求，比如，长期主权信用评级需要在 BB-或 Ba3 级以上，实行反洗钱政策等等。但是从另一些条件来看，人民币尚未达标，比如货币可兑换（convertibility）和外汇管制（exchange controls），以及实时全额结算系统（RTGS）等条件。

实际上，货币可兑换和外汇管制的要求并不是严格意义上的，CLS 允许交易货币存在一定的外汇管制措施。比如，港币和南非兰特都是 CLS 的交易货币，但是港币严格钉住美元，而南非兰特也实行部分资本管制。但是 CLS 也要求交易货币的管制措施必须清晰、可预期，否则可能产生潜在的法律、或管制纠纷，从而威胁到实时全额结算的顺畅运行。

在实时全额结算系统（RTGS）方面，我国的人民币跨境支付系统（CIPS）在 2015 年 10 月已经上线，不过目前仍然不成熟，难以完全达到接入 CLS 系统的要求。除了诸多门槛条件之外，由于 CLS 的注册地在美国，并且接受纽约联储和美联储系统的管辖。因此，一种货币要获得加入 CLS 系统的资质，也需要获得美联储的书面批准。美国货币当局对人民币市场的政策取向，也可能在此过程中发生潜在的影响。

中国面临的赫斯塔特风险

截至 2016 年 7 月末，在中国外汇交易中心与人民币直接兑换的货币有美元、欧元、日元、港币、英镑、马来西亚林吉特、俄罗斯卢布、加拿大元、澳大利亚元、韩元、南非兰特 11 种货币。但是长期以来，与人民币直接交易的货币中，美元占据着绝大部分比例。

2011 年的中国银行间外汇市场上，与人民币交易的外币当中，美元所占的比例是 99.3%。根据中国外汇交易中心 2015 年 12 月的数据，该月人民币现汇外汇交易总成交量为 5283.8 亿美元，当中人民币兑美元的交易额就有 5061.2 亿美元，占比 95.8%。

从这些数据来看，**人民币外汇市场结算的时差风险非常大**。因为人民币是按上海的营业时间在银行间进行结算，而美元是按纽约的营业时间在银行间结算，所以赫斯塔特风险将表现为：确认收到美元之前就必须支付人民币的时差风险（露口洋介，

2013)。

中国缓解赫斯塔特风险的努力

人民币加入 CLS 系统还有一个过程。在 CLS 系统之外的中国，如何尽量避免、缓解人民币交易系统的赫斯塔特风险？目前中国至少在以下三个方面采取了措施：

其一，提高人民币汇率的清算效率、扩大其业务覆盖面。

近年来，人民币外汇清算业务，经历了从全额结算走向净额结算、从双边结算走向集中结算的过程。2009 年 6 月 1 日，银行间市场推出了人民币外汇即期询价交易的净额清算业务，从而减少了清算量和资金占用量，提高了清算效率。此后，净额清算范围又有所扩大。

2014 年 11 月 3 日，人民币外汇交易开始使用中央对手清算业务（CCP），并且覆盖了即期、远期和掉期交易，重新建立了外汇市场的集中清算机制。在 CCP 模式当中，上海清算所介入到交易的对手方之间，成为买方的卖方、卖方的买方，从而使交易合约买卖双方的对手都被替换成了清算所。通过这种模式，不但可以提高效率，还可以实现实时结算、避免结算失败，有效降低结算参与人的风险。

其二，延长人民币外汇市场的交易时间。

实际上，CLS 的核心环节，也就是在国际范围内引入了中央对手清算业务（CCP）模式，只不过 CLS 充当了全球交易者的中央对手方，而且 24 小时连续工作。而人民币并未加入 CLS 系统，所以对于国际交易者而言，人民币的中央对手清算业务系统仍然存在时间的真空。

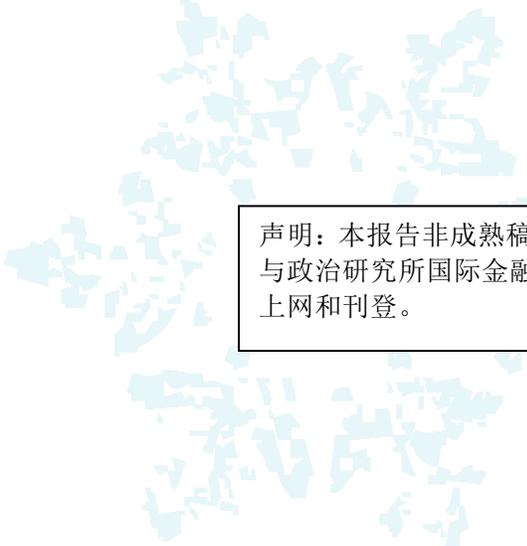
2016 年 1 月 4 日起，人民币外汇市场交易系统开始执行新的交易时间。调整前，人民币外汇市场运行时间为北京时间 9：30~16：30；调整后变成 9：30~23：30。调整后交易时间延长了 7 个小时。这不仅有利于完善人民币外汇市场的价格形成机制，也有利于缓解人民币外汇交易的赫斯塔特风险。但是，即便在延长交易时间之后，人民币外汇市场的中央对手清算业务也仍然存在着 10 个小时的时间真空。

其三，推动人民币对近时差地区货币的直接交易。美国时区距离中国最远，而美元恰恰又是人民币外汇市场上最主要的外币币种。如果人民币外汇交易能够从全球布局的角度，尽量跳过美元，直接与近时差地区的非美元货币交易，那么也可以在一定程度上减少、甚至避免赫斯塔特风险。

这方面的举措也一直在推进当中，但是，人民币对非美元货币的直接交易遇到了不少困难。其中一些问题与先天不足有关，还有一些问题则与后天的外汇政策、清算

行布局、金融基础设施建设等问题密切相关。我们将在后续分析中继续关注这些问题。

（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。