

徐奇渊

xuqiy@163.com

中国如何面对赫斯塔特风险（之三）*

长期以来，与人民币直接交易的货币中，美元占据绝大部分比例。而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，所以人民币外汇市场结算的赫斯塔特风险非常大，即：确认收到美元之前就必须支付人民币的时差风险。

在未能加入全球持续联系结算（CLS）交易系统的情况下，中国如何尽量减少赫斯塔特风险？有很多举措都与此相关。其中，推动人民币对非美元货币的直接交易，就可以使外汇交易跳过美元，从而在一定程度上减少赫斯塔特风险。但是，人民币对非美元货币的直接交易也遇到了一些问题。

钉住美元的汇率制度是一种束缚

人民币在事实上软钉住美元的汇率制度，不利于推进人民币与非美元货币的直接

* 本文已发表于《澎湃》。

交易。在 2012 年 6 月 1 日人民币—日元的直接交易启动，这是第一个非美元的发达国家货币启动与人民币的直接交易。此后，澳元、新西兰元、英镑、欧元、新加坡元等也陆续启动了与人民币的直接交易。

但是实际上，直接交易启动以来，人民币与非美元货币的直接交易进展仍然缓慢。2011 年的中国银行间外汇市场上，与人民币交易的外币当中，美元占比为 99.3%。根据中国外汇交易中心 2015 年 12 月的数据，当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 95.8%。

可见，人民币与美元的交易额虽然有所下降，但变化并不显著。其原因可能有来自多个方面，但人民币汇率形成机制本身，也是重要的阻碍因素。在当前人民币汇率的参考货币篮中，美元无疑仍然是最重要的货币，也就是说人民币对美元汇率最为稳定；而与此同时，人民币对日元、英镑、欧元等却存在较大的波动。

2012 年 1 月到 2015 年 7 月这段时间，人民币对美元汇率的最高点、最低点，其振幅约为 5.7%，同期人民币对其他货币的振幅分别是：英镑 18%，欧元 32%，日元甚至超过 60%。从 2015 年 8 月 11 日汇改到 2016 年 8 月初，人民币对美元的汇率振幅为 5.1%，其他货币的振幅分别为，欧元 6%，英镑 13%，日元则接近 30%。

长期以来，从事贸易结算、跨境贷款、直接投资等交易，人民币—美元的交易是最为安全的选择。而人民币和其他非美元货币的交易，则会招致更大的汇率风险。这就强化了人民币—美元交易市场的流动性、并降低了交易成本；而与此同时，挤压了人民币和其他非主要货币交易的发展。

可见，汇率制度因素不仅可能会直接影响人民币加入 CLS 系统，也可能间接通过阻碍人民币对非美元货币的直接交易，从而使人民币外汇市场不得不面对更多的赫斯塔特风险。

金融基础设施的制约

对于纵横驰骋于国际金融市场百余年的国外跨国银行而言，人民币跨境业务只是在众多币种交易的基础上，又增加了一个新的币种交易。而对于刚刚融入全球金融市场不久的中国银行业而言，人民币跨境业务是一个全新的事物。对于市场建设者和监管者而言，也是如此。在此背景下，积极推动人民币与近时差货币直接交易的金融基础设施建设（包括软件和硬件），对于市场参与者而言则意味着更多的交易机会，对监管者而言也意味着一种紧迫性。

以人民币兑日元交易为例：在上海外汇交易中心，2012 年一季度到 2013 年一季度，人民币与日元交易规模在总体外汇交易中的占比从 0.14% 上升至 6.65%，仅次于美元。而第三位的欧元比率则停留在 0.72%。同时，东京市场上人民币兑日元交易也获得了一定的发展。

但是，东京市场上银行间的人民币交易属于离岸人民币交易，其风险无法在在岸市场上获得对冲（因为资本项目并不完全开放）。因此，东京大部分的 CNH 对冲交易仍然需要在香港银行间市场进行操作。在这种情况下，对冲交易仍然需要拆解成 CNH 兑美元、美元兑日元两个环节分别进行操作。由于上述原因，人民币兑日元的直接交易难以真正实现减少赫斯塔特风险的目的。

解决方案在哪里？在中短期内资本项目不宜大幅放宽的背景下，一种方案是在日本发展人民币的清算行，提高离岸人民币在东京的交易效率，从而增加东京市场上离岸人民币-日元的交易量，以此为基础发展 CNH-日元的对冲交易，从而降低赫斯塔特风险。

为什么清算行的作用如此关键？

失去的时候才懂得珍惜——在**清算行**缺位的情况下，其作用才会让人有直观的体会。在中缅边境，跨境资金流动与日俱增，而地下钱庄也日益盛行。非正规金融系统在跨境资金流动中充当主要渠道，这虽然有诸多原因，但是正规系统的清算行缺位无疑也是重要原因。

多年前一些专家就认为，为了稳定金融秩序，资金跨境的渠道亟待多元化、阳光化。在此背景下，2015 年 3 月，瑞丽的中缅货币兑换中心正式挂牌成立。而当年，该兑换中心的交易量仅为 2 亿元人民币左右，这与同年瑞丽口岸 300 亿元左右的贸易量，以及潜在的数百亿缅甸-人民币资金流动量相比，兑换中心所起到的作用仍然是微不足道的，大量交易借道地下钱庄的问题并没有得到解

为什么正规金融系统无法发挥主导作用？清算行的缺位正是重要原因。在此条件下，如果瑞丽的货币兑换中心以市场汇率接受缅甸、兑付人民币，则货币兑换中心很可能将积累大规模的缅甸余额。由于货币兑换中心没有缅甸的资金使用渠道，而且也无法通过清算行进行平盘，因此，货币兑换中心将可能面临巨大的货币错配风险。

结果在现有约束条件下，货币兑换中心只能以较低的价格兑付缅甸，从而覆盖潜

在的汇率波动损失。而地下钱庄则不同，这些机构可以通过非正规的跨境渠道实现平盘、避免汇率风险。因此，地下钱庄往往能够以更优惠的价格来提供缅甸的兑换服务，同时获得盈利。

可见，清算行在促进人民币与其他货币交易当中有非常关键的作用。**尤其在推动人民币与近时差货币交易的过程中，清算行是金融基础设施建设中的基础环节**（当然，在不同条件下，代理行模式也可以是一种替代的选择方案）。

当然，从长期的视角来看，在资本项目的开放过程中，境外清算行的作用将逐渐弱化，清算行的垄断地位也可能退化为一般的代理行。但是从中短期来看，资本项目难以大幅度放开，在这个过渡时期，就需要有过渡性的基础设施进行配套。在此过程中，作为金融基础设施软件的人民币跨境支付系统（CIPS）、人民币汇率制度等就需要不断的完善、升级；而作为基础设施的硬件，清算行的海外布局就需要在空间上有所考虑。

东亚地区同时是中国的近时差地区、又是重要的贸易伙伴，因此将是过渡时期人民币清算行进行布局的重中之重。在此基础上，中国可以进一步积极参与亚洲支付网络（APN, Asia Payment Network）*的建设，推动东亚区域货币交易支付网络的发展。

*** 亚洲支付网络（APN, Asia Payment Network）：**基于对亚洲金融危机的反思，2006年，印度尼西亚等东南亚中央银行呼吁组建APN，从而试图建立起不依赖美元的亚洲区域内结算基础设施。比如：泰国和印尼都加入了该网络，则泰国居民可以利用本国发行的银行卡，从印尼的ATM机中直接取出印尼盾。截至2014年初，已经有亚洲和大洋洲10国参加。

（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。