



徐奇渊：从外汇市场交易时间的角度来看人民币国际化



文/意见领袖专栏作家 徐奇渊

中国人民银行、国家外汇管理局 12 月 30 日发布公告：2023 年 1 月 3 日起，外汇市场交易时间延长至北京时间次日 3:00。调整后，交易时间将覆盖欧、亚、北美等更多交易时段。这将有助于拓展境内外汇市场深度和广度，促进在岸和离岸外汇市场协调发展，为全球投资者提供更多便利，进一步提升人民币资产吸引力。

那么，外汇市场交易时间短、不连续存在什么问题？这种问题有没有解决方案？为了回答这些问题，2016 年笔者曾经在《澎湃》写过 3 篇专栏文章《中国如何面对赫斯塔特风险》。其中提到的建议之一就包括了“延长人民币外汇市场的交易时间”。从交易时间的连续性角度来观察外汇市场，这个有趣的角度对人民币国际化会有一些启发。在此，我将 2016 年的专栏文章编辑整合后重发，希望对大家有帮助。



#1

不能持续交易的外汇市场

有什么风险？

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。当然也有的人 would 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，真是实实在在的存在！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。

如何解决赫斯塔特风险？

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打击。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，各国监管当局一些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) 交易系统在美国诞生。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全额兑付 (PVP, Payment Versus Payment)，从而真正消除外汇结算风险。

#3

人民币为何缺席 CLS 系统？

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。尤其是中国如果纵身一跃，从固定汇率跃向浮动，

或者说从比较稳定走向更大程度的浮动，这时候中国以美元为主的外汇结算体系也将面临 1970 年代类似的考验。

赫斯塔特风险值得重视，加入 CLS 系统对于人民币国际化是有利的。从长期角度来看，中国也将逐步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。为何人民币尚未加入 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。

不过实际上，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影响。

#4

我国外汇市场的赫斯塔特风险

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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50813

