

避免系统性的金融风险

刘遵义

研究专论第五十三号

二零一七年二月

香港中文大学刘佐德全球经济及金融研究所
香港新界沙田泽祥街十二号郑裕彤楼十三楼

鸣谢

刘佐德全球经济及金融研究所衷心感谢以下捐助人及机构的慷慨捐赠
及对我们的支持 (以英文字母顺序):

捐助人及机构

查懋德	雅居乐集团控股有限公司
郑海泉	亚洲金融集团有限公司
胡祖六	中国银行(香港)有限公司
刘佐德及刘陈素霞	银联金融有限公司
刘遵义	中国概念(咨询顾问)有限公司
利乾	第一东方投资集团
梁锦松	恒隆地产有限公司
李伟波	恒基兆业地产有限公司
吕耀东	香港交易及结算所有限公司
黄志祥	中国工商银行(亚洲)有限公司
盛智文	丽新发展有限公司
	刘佐德基金有限公司
	新鸿基地产发展有限公司
	大生银行有限公司
	东亚银行有限公司
	香港上海汇丰银行有限公司
	The Lanson Foundation
	永隆银行有限公司

活动赞助人及机构

周松岗	盘谷银行
蔡清福	中国银行(香港)有限公司
方方	中国银行金边分行
方正	北山堂基金
冯国经	国家开发银行
李伟波	金陵华软
黄桂林	厚朴投资管理公司
	中国工商银行金边分行
	金陵控股有限公司
	新华集团
	The Santander-K Foundation
	银联国际

避免系统性的金融风险[§]

刘遵义¹

2017年2月

摘要：避免系统性的金融风险，跟一个金融机构怎么避免它所面对的风险，是两个不同的概念，最重要的考虑是系统性金融风险里包含着的“溢出效应”（spillover effect）。本文讨论中国现时面对的几种金融风险：资产价格泡沫的风险、不良贷款的风险、金融衍生产品的风险，以及汇率过度波动性的风险。

我今天要讲的题目是“避免系统性的金融风险”。我将我个人一些不太成熟的概念，跟大家讨论和分享一下。

避免系统性的金融风险，跟一个金融机构怎么避免它所面对的风险，是两个不同的概念，最重要的考虑是系统性金融风险里包含着的“溢出效应”（spillover effect）。假如一个金融机构倒了，我们可以说倒了就让它倒好了，它的股东会受到损失，但这也是合理的结果。但是，往往一个金融机构倒的时候，尤其是大的金融机构，也会影响到其它人，例如它的客户、它的包商或者是它的担保者。2008年美国爆发全球金融危机的时候，有很多中国的出口企业都受到影响，他们来自美国的出口订单，主要是依赖美国进口商经美国的商业银行开出的信用状，但假使美国的商业银行不能开出信用状，或者中国的商业银行不愿认可它们开出的信用状，怎么办？中国的出口订单数量就会突然大跌，事实上中国的出口订单数量在当时下降了50%，香港的出口商也遭遇到同样的问题。但中国的出口商并没有

[§] © 2017 香港中文大学刘佐德全球经济及金融研究所

¹香港中文大学蓝饶富暨蓝凯丽经济学讲座教授、美国斯坦福大学李国鼎经济发展荣休讲座教授。本文为作者于香港中文大学（深圳）高等金融研究院成立典礼上演讲词之修改稿，作者衷心感谢郑环环教授为本文润饰。本文仅代表作者个人意见，并不必然反映与作者相关各机构的观点。

犯过错，犯错的是美国的金融监管机构和金融企业，它们都没有做好它们的工作。所以，我们怎么避免一个金融机构失败和倒闭时，影响到其它企业和金融机构，是一个非常重要的问题。

所有经济体都会有一些所谓系统性重要的金融机构（systematically important financial institution (SIFI)），这些都是大型的金融机构，大到不能让它倒，倒了就会导致整个金融部门，甚至整个经济，都会出问题。自从 2008 年雷曼兄弟公司倒了，引发全球金融危机之后，金融监管者就有一个概念，就是不能让一个金融机构太大，因为太大了之后，倒了就会影响其它人，到时政府逼不得已只好救助。我觉得这个概念是有道理的。从另外一个角度来看，假如一个金融机构太大，它的垄断性也会很高，所以从经济效率来说，也不应当让它变得太大。我也曾经思考过一个更深一层的问题，不单是金融机构不能太大，在大的金融机构之间，我们也要考虑是不是也不应当让它们有太多的关联交易。比如说假如我跟熊伟院长²有太多的交易关系，我倒了他也可能受我拖累，也变成非倒不可。所以，要避免系统性的风险，就要保持每个大金融机构的相对独立性，让它不至于影响其它的大金融机构，或受其它的大金融机构影响。系统性风险和单一性风险是两回事，单一性风险，在现行的法规与条例之下，无论发生什么事情，都应当能够适当地处理，但是系统性的风险处理起来就非常困难。

汇率过度波动性的风险也是一个很大的问题。印尼在 1997–1998 年东亚货币危机时的经验是非常痛苦的。当时印尼盾的汇率，从 2,000 兑 1 美元，在六个星期里面变成 20,000 兑 1 美元，整个印尼经济都因此停顿下来，很多借了外债的企业，都非破产不可。因为假使需要用双倍的印尼盾来还外债，还勉强可以，需要用十倍来还是不可能做到的，只好破产。

所以我们要尽可能避免系统性的金融风险。当然，单一的风险我们也不愿意见到出事，但是避免系统性的风险是更重要，因为它对整个经济的负面影响会非常非常大。

² 熊伟教授，普林斯顿大学讲座教授、香港中文大学（深圳）经管学院院长及香港中文大学（深圳）高等金融研究院院长。

我们其实面对着很多不同的金融风险，我今天只选择讲几个方面：一个是资产价格的泡沫，这是很大的系统性风险。另一个是不良贷款的问题。此外，有很多金融衍生产品事实上是一种赌博。赌博是个人的选择，我没有太多的意见，但是我认为赌博不应该影响第三者，所以要考虑怎么降低和避免这一类的金融风险。等一下在这方面我会展开讲。比如说 2008 年全球金融危机的爆发，其中一个很重要的因素是很多保险公司都卖出了很多雷曼兄弟的信用违约掉期（credit default swap (CDS)，亦称信用违约互换），所以雷曼兄弟一倒之后，导致它们也面临倒闭的命运，危机扩散得非常快，也非常厉害。信用违约掉期其实是一种保险，也是一种赌博，是有道德风险的。最后，我会讲一讲汇率过度波动的风险。刚才明康主席³提到汇率的波动性会影响对本国货币信心的问题，这是至关重要。每天在全球外汇市场里面的外汇总交易量是大概 5 万亿美元，全球的贸易总量每年大概是 20 万亿美元。你们会问：为什么需要有这么多的外汇交易？假如只是国际贸易的清算和结算需要买卖外汇，为什么需要每天 5 万亿美元（相当于每年 1 千万亿美元⁴）的交易量？我看过一些关于香港的人民币交易量的资料，发现在美国银行放假的那一天，交易量就会跌得很低；在不是美国银行假期的时候，交易量就会很高，每天大概有 10 亿美元左右的交易。这证明大部分交易都是美国人或美国企业（包括金融机构）在买卖人民币，有很多货币投机者在里面，但这些交易并不是用来支持国际贸易的。我觉得外汇市场开放是好事，但是也要防止有太多的货币投机者在里面运作。

首先，谈一下资产价格的泡沫。关于资产价格泡沫，有一本好书，《这次不一样：八百年金融危机史》⁵，是两位在哈佛大学的经济学教授，Carmen M. Reinhart 与 Kenneth S. Rogoff 合写的，其中 Rogoff 教授曾经在国际货币基金组织当过首席经济学家，他们在书中解释为什么有泡沫。从荷兰的郁金香（tulip）泡沫开始，八个世纪以来，出现一个接着一个各种不同的资产价格泡沫，但大家都没有吸取教训，这都是傻事。我想，再下一个世纪还会有泡沫，也不能避免。但是我们要思考，假如泡沫发生的时候，我们应当如何应对。在 90 年代末期，美

³ 刘明康教授，原中国银行业监督管理委员会主席。

⁴ 假定每年有 200 个工作日。

⁵ Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press, 2009。

国联邦储备局的前主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）就说过当时美国股票市场是非理性的繁荣（irrational exuberance）。格林斯潘一生都是支持资本主义市场经济的，但是他也承认市场过度繁荣可能是非理性的。遗憾的是，他并没有处理，到了 2000 年，所有的美国互联网股票都在很短的时间里垮掉了。所以资产价格泡沫是经常会有，经常会发生的。

泡沫是怎么形成的呢？主要有三方面：

第一，所有市场，尤其是金融市场，都是由预期驱动的。比如说我预期股市会好，我预期特朗普先生做了总统之后美国股市会蓬勃发展，这是一种预期，假如大家都有同样的预期，这个预期就会有很强的自我实现性。我们都觉得股价会涨，自然会买，我们都买，就自然会推动价格上升，这就是自我实现性的表现，与基本面可能有关系，也可能没有关系。中国房地产市场也有很大的自我实现性，大家一窝蜂去买，价格自然上去了，但这只是自我实现性在驱动，与长期供需是否平衡，没有太直接的关系。假如我们去计算一下，这样多的新住房，究竟将来有没有这么多的家庭去住？可能其实没有。所以，泡沫开始时总会有一个很强烈的自我实现性的预期。

第二，一定要有新的资金来源注入。比如说股市，是靠新的投资者进场，带着新的资金进来。从 2000 年开始，美国住房的价格一直在上涨，主要是因为一些之前借不到钱、买不起房子的人，竟然有金融机构肯借钱给他们买，这些新的住房需求就把住房价格推上去了。已有住房的人就赚了钱，他们卖掉现有的住房，再去买更贵、更大的住房，这些新注入市场的钱（新的购买力）就把住房价格泡沫做起来。到了 2007 年，那些最初不应当借得到钱的人，最终还是不能履行他们的债务，做成次贷危机，新的钱流一断，泡沫就破了。这种情况是会经常发生的。

第三，高杠杆率的作用。假如我们买股票或房地产必须全部用现款，泡沫弄不大。假使能够贷款买的话，泡沫会大得多。假如一块钱资本可以买十块钱的股票，注入的新资本就可以把股票价格推得很高。所以高杠杆率是泡沫形成的主要因素。要减少投机，降低风险，就必须把杠杆率调低。

泡沫就是由这三个因素合起来形成的，到最后没有新的钱流注入，泡沫是维持不下去的。到了这个时候，只要有人说要卖，大家都会跟着要卖，有什么风吹草动，价格就倒了，泡沫就破了，基本上是支撑不住的。

在这方面，教育投资者有一点用，但是教育不是最有效的工具，最主要的工具还是控制杠杆作用。我前段说过，杠杆作用就是买股票（或房地产）时能够贷多少钱，20%？50%？或者是90%？杠杆率的高低，可以决定泡沫的大小。20%杠杆率与90%杠杆率的效果，相差太大了。90%杠杆率意味着以1块钱可以买10块钱的股票，50%杠杆率意味着以1块钱只可以买2块钱的股票。要控制泡沫，可以调低杠杆率。应当怎么样调低杠杆率呢？我有一个建议，不需要一刀切。只是调低新买的股票的杠杆率，原有已经买了的股票的杠杆率，不需要调，可以让它维持下去。但假如卖了之后再买，就要按新的低杠杆率。这有什么好处呢？首先，调低新买股票的杠杆率就可以达到减少新钱进市的目的，也是一个信号，不会让泡沫再弄大。其次，原本利用高杠杆率买股票的投资者，还可以享受高杠杆率继续持有这些股票，没有必须立刻补足现金或卖掉股票的压力。（当然，假如要增买的话，就只能利用新的低杠杆率）。这样一来，股市因杠杆率调低而大跌的机率就少得多。我们要控制泡沫的目的，其实只是希望价格不要继续往上走，并不是要价格往下大跌。所以只要控制新进市的钱流就够了，旧的可以不动，一旦同时都动起来整个经济下行压力就会很大。我觉得这是可行的，要小心做这件事情，不要让泡沫马上破掉，要慢慢挤掉，这等于是一个气球要慢慢的给它放气，不要一下子把它弄爆了，令到大家都不好过。

另外一方面，中国需要鼓励大家比较长时间地持有股票。据我了解，中国现在的股票投资者大部分都是散户，平均持有一只股票的时间听说不超过一个月。我们要鼓励股票投资者长期持有股票，有什么办法呢？正面的办法就是要求上市企业多发现金股息，有钱赚了就发现金股息，持有发现金股息的股票，比存款在银行好，除了股息率可能比银行利息率稍高之外，股票还有增值的希望。以前在美国，所有一般的家庭，都会有100、200股的AT&T（American Telephone and Telegraph Company 美国电话电报公司），当时是很稳定的公共事业股，又有现金股息，他们买了就放在一边不管，就是长期持有。短期持有的人，不要说什么企业管治，就是企业究竟在搞什么，都不会清楚的，反正过两个星期就会卖掉，他

们不会去做研究。长期持有的人，需要有回报，也会做研究，企业要吸引长期投资者，就需要增加和定期发放相对稳定的现金股息。企业多发现金股息，中国政府也会得益，因为它是大股东，企业也不会有资源去不务正业乱投资了，这都是好处。另外一个好处是：假如一个企业真的有稳定的现金股息，这个企业的股票也不会大跌。什么道理呢？假如熊伟院长的企业给我每年每股派 5 块钱，股价跌到 100 块的时候，我就会进场买他的股票了。因为现金股息比银行利息高，所以我们不需要也不会托市，托市是由市场自动地托市，不需要政府干预。所以我觉得上市企业多发现金股息是一个正面的办法，来鼓励大家长期持有股票。

为什么熔断机制在中国股票市场上没有成功，但在外国股票市场上成功呢？这值得大家想一想。在外国，大部分的股票投资者，都是专业的投资机构，他们把资源放在股票研究上，比如说熊伟院长企业的股票跌到 100 块一股，他们觉得可以买，来一个熔断机制，市场停了 30 分钟之后，觉得值得买的投资者就会进场买，就会把股市稳住了。中国市场的投资者，百分之九十都是散户，都是不做研究的，当股票跌到 100 块一股时，他们心里没有底，觉得股票可能还会再跌，市场一重开一有机会就赶快卖掉了。所以，这是两个市场的参与者不一样，文化不一样。这种市场文化需要长时间慢慢地培养起来，中国股票市场需要吸引和培养多一些长期投资者。

另外，要鼓励股票投资者长期持有，应当对短期的股票增值课税，买了三个星期就卖掉的股票增值，赚了钱要课所得税，买了一年后再卖的就不用课税。这就是利用负面激励来让投资者比较长期持有，这样股市会更稳定，更有效率。没有长期持有的投资者的股票市场，始终不会上轨道，不能有效发挥分配社会资本的功能。

其实中国应当增加一些相对安全可靠的金融投资工具，让大家能安心投资。现在大家要么进股市买 A 股，要么买房地产，沪港通和深港通出来后好一些，但我觉得中国真正可以多增加一些投资工具，让一般家庭多一些选择。有一项金融产品可以做的就是可转换的企业债券（convertible corporate bonds or debentures），这些债券都是较长期的，企业不需要在短期之内还债，在适当时候这些债券可以按预定的比例转换成企业的股票。其实中国的企业，尤其是民营企业，真正缺的是资本金，它们现时的杠杆率都是过高。假如我们能够鼓励一些企

业，尤其是在等候上市的企业，发行多一些企业的可转换债券，投资者买了就放在一旁，收债券的利息，等企业做得好时就转换成股票，这样对大家都好，对投资者好，对企业来说，减轻了短期债务的压力，建立了将来增加资本金的基础，也是好事。这种产品真的可以提倡一下。另外，一个企业完全靠贷款来运作是不行的，杠杆作用太大，债务负担太重。我听说现在上海 A 股已批准上市的企业要等四年才能全部上市，新申请的不知道要等多久，这样是不行的，这就逼着企业去贷款，民间企业就一定只能贷高利息的贷款，可能高达年利率 15%，我觉得这是有问题的。所以我建议考虑用可转换债券，帮助企业，无论在上市前或后，都能够获得所需要的融资。

中国这么大，现在只有上海与深圳建立证券交易所，其实可以增加一些地方性的证券交易所，比如说在重庆，西南各省也有一些当地著名的重要企业，也是当地人熟识的，但在上海可能没人知道。它们应当可以在那边就地上市，不需要来上海或深圳排队，让这些企业能增加它们的资本金，而不是增加它们的负债。

我刚才讲的是降低杠杆作用。还有一点想讲，我们要认真想一想，中国现在也采用了全球的会计准则。现时会计准则是要求所有资产负债都要按市价计算（marked to market）。假如说是流动性高的资产和负债，例如股票和债券，当然可以看市价。但是流动性低的资产，比如说是做房地产投资的，在北京、上海、广州、深圳都有些不动产，有些自用，有些出租，但都是准备长期持有的。房地产价格有升有降，我主张升的时候账面上增值不要算是收益，降的时候账面上减值也不要算是亏损，换言之，不需要按市价计算，准备长期持有的资产，没有必要这样做，但可注明市价。不这样的话，万一有什么危机爆发，所有资产价格都同时下降，企业的资本金会马上缩水，可能会使资产低于负债，导致破产。我希望深圳高等金融研究院能够仔细研究一下这个问题。

下面讲一下不良贷款的问题。美国也好，中国也好，其实都没有吸取以往金融危机的教训。2001 年美国有一个叫安然（Enron）的公司倒了。为什么倒呢？因为它在报表外的活动，连董事会都不知道。我有几个好朋友当时都在董事会里，他们都不知道，最后公司破产了。美国国会也通过一个很出名的 Sarbanes-Oxley 法案，法案中对企业有很多很多不同的要求，其实是很麻烦的。但法案并没有禁止报表外活动，所以到 2007 年次贷危机时，又是因为有报表外的活动，所以次

贷出了事，所有金融机构都要把亏损移到报表内了，我觉得这是没有学好应当学习的教训。

1997 至 1998 年的东亚货币危机，最主要的问题是是两个不匹配：期限不匹配与货币不匹配。借短期的钱做长期投资，借外国的钱做本国赚不了外汇的投资，都是有极大风险的。现在好了一点，因为东亚的中央银行都吸取教训，保持很高的外汇储备。但是，这些不匹配的情况还是有。比如说，很多中国企业在过去几年都借了美元，现在就赶着要还了，就是因为有货币不匹配的问题。

中国需要建立的是一个信用文化。我常跟外国朋友讨论，中国的储蓄率是全世界最高的，没有一个经济体有这样高的储蓄率，最高时达到 50%，现在大概 40% 多。这样高的储蓄率，为什么中国企业还觉得贷款的供给不够？为什么大家都说借不到钱？为什么中国的贷款需求这样高？我得到一个初步结论：我们中国现在的贷款需求远远大于贷款供给，是因为有些借钱的人，假如借钱的项目不成功，是不准备还钱的。不准备还钱的贷款需求，当然要比准备还钱的贷款需求大得多，也会比贷款供给大得多。不准备还钱的人的贷款需求可以是无限的大，利息再高也会借。所以中国的贷款需求，是长期远远大于它的贷款供给。

我们需要建立的是信用文化。中国以前有信用文化，据我了解，中国的传统是“父欠债，子还钱”，没有破产的安排，债是会一代一代一直继承下去的。当然这种文化在外国没有，在中国现时也没有了，我并不是说我们要回到旧时代，而是说要提倡借债必须还钱的观念。有一个德国朋友问：为什么中国的中小企业借不到钱？我们德国很多这种中小企业贷款。我说两国的文化不一样。在香港，中小企业只能在两个条件之一下借到钱。一个是有抵押品，假如有抵押品，银行就借钱，不还，银行就把抵押品拿去。一个是有多年业绩的出口企业，假如有一个信用状保证的订单，银行就会把需要买原料和聘工人的钱借给企业，但是出口之后企业所得的收益必须由银行直接代收。不符合这两个条件其中之一，中小企业是借不到钱的。因为银行贷款给中小企业的偿还经验并不好：要监督中小企业，成本太高；不监督中小企业，它们可能把贷款拿去买股票、炒房地产，亏了之后银行就根本没有办法。

中国需要建立信用文化的另外一个理由，就是过去大家都觉得国有银行的钱都是国家的，与国有企业是同一个口袋，国有企业还得出当然还，还不出就请大

家将就一点，反正都是一家人。我想这样也是有问题的。

下面讲一讲道德风险的问题。当年雷曼兄弟倒的时候，它发行的债券，大概是壹仟亿美元左右。但美国各保险公司所卖出的雷曼信用违约掉期（CDS）（也就是雷曼债券的保险），远远超过这个数字。这是什么概念呢？就是很多没有买雷曼债券的人，也买了雷曼的 CDS，希望雷曼倒了之后，他们也可以获得保险公司“赔偿”。

什么是信用违约掉期（CDS）？比如说熊伟院长买了我发行的 1 亿元人民币债券，买了之后觉得恐怕买错了，觉得刘教授恐怕不行，他又去找明康主席的保险公司说要买保险，买我的 CDS，假如我将来还不起钱，保险公司就负责赔。熊伟院长买保险是合理的，因为他怕假如我倒的话，他持有我的债券就不值钱了。有债券的人买 CDS，我并不反对，因为他们有可保险的利益，有合理的保险需要。但我不赞成让没有买我的债券的人买我的 CDS，因为他们没有可保险利益，假如买了我的 CDS，我假如不倒他们就赚不到钱，他们就会想尽办法让我倒，这就有道德风险。后来在美国，没有债券的人也可以买 CDS，这就是美国保险公司所卖出的雷曼 CDS 总量能远远超过雷曼发行的债券总量的原因。

我再举一个例子。我们大家自己的房子也都自己有买保险，包括火险。但是我们只能买自己房子的火险，因为烧掉的是自己的房子，有可保险的利益，可是不能买别人房子的火险。如果大家都能买你的房子的火险，你就睡不着了，因为假如大家都买了你的房子的火险，你的房子不烧掉的话，对他们没有好处，所以他们都会期望你的房子被烧掉，说不定还会来纵火。所以 CDS 不能乱搞，乱搞是会出事的。后来雷曼倒了，AIG 保险公司曾卖出了很多的雷曼 CDS，美国政府救了 AIG 之后，第一件事情是让它赔 700 亿美元给高盛（Goldman-Sachs），因为高盛买了很多雷曼 CDS。我觉得中国、东亚和香港都要避免让 CDS 自由买卖，比如说熊伟院长买了我债券，也向保险公司买了我的 CDS，他把债券卖掉的时候，一定要把 CDS 同时卖掉，要不然他会希望我倒，我倒了，他的 CDS 就会获得赔偿，这是有道德风险的。

赌博这件事情，我们在道德上说不应当做，但是更严重的是赌博者有时可以有影响结果，比如说我是一个足球会的东主，我赌我自己的足球会输球赛，我可以找一些我队的球员，叫他们不要踢的太起劲，所以我有道德风险，因为我

有能力影响这赌博的结果。

道德风险也显示在高杠杆作用。假如一个企业有很高的杠杆作用，它亏了之后，东主会亏很少，债权人会亏很多，这也有道德风险，东主会做风险很大的事情，因为东主亏了没有太大损失，只是 5% 或 10%，但是赚了统统是东主的，所以这也就有道德风险。

所以，道德风险这方面要研究一下。中国人是很喜欢赌博的，真的全面开放信用违约掉期自由买卖的话，可能问题会很大，包括中国商业银行的 CDS、保险公司的 CDS，可能就真的要乱套了。

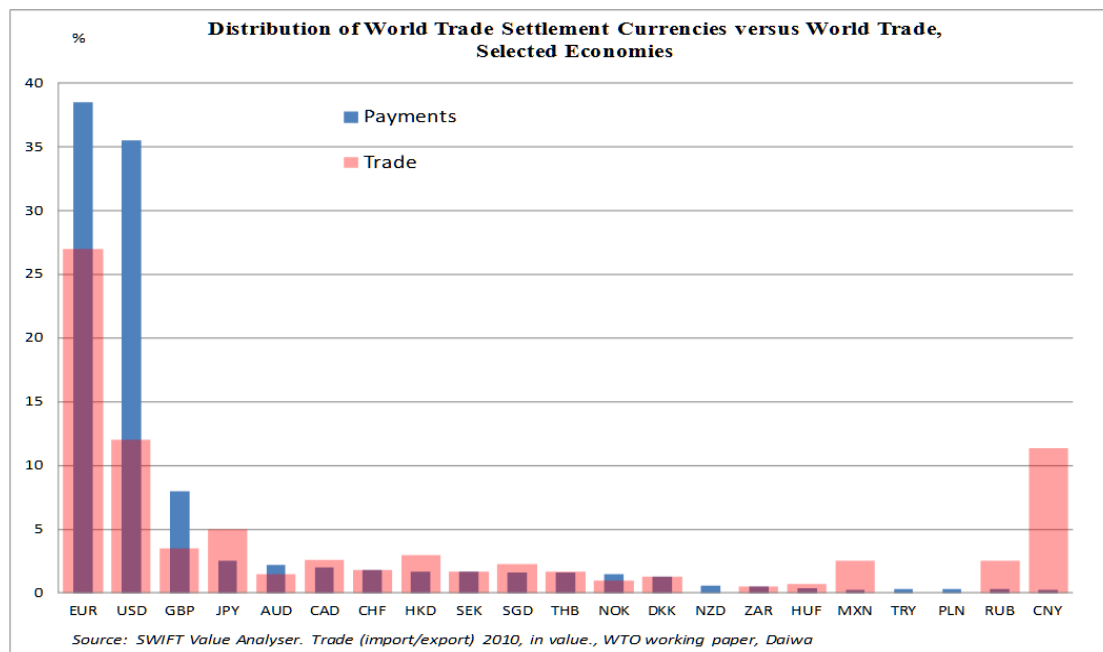
下面，讲一下汇率过度波动性的风险。外汇市场最大的参与者并不是做国际贸易的人，也不是做跨境直接投资的人。直接投资，无论是从中国去外国，或是从外国来中国，都是长期的投资，五年、十年不等。直接投资者都是对投资地长期经济看好的，不然也不会投资，他们也不需要每天进外汇市场交易。所以外汇市场的参与者大部分都是赌博性的投机者。

在国际交易的清算和结算方面，所有的经济体，都希望能用自己的货币来结算和清算自己的跨境交易，主要是因为用自己的货币可以降低交易成本和汇率风险。举个简单的例子，比如说中国跟印尼的贸易，在 2010 年之前，是完全用美元交易。为什么用美元呢？因为中国的贸易商不愿意收印尼盾，印尼的贸易商当时也不愿意收人民币，所以就只好用美元交易。中国的进口商要付钱给印尼的出口商时，要先把人民币换成美元，美元汇过去后，印尼的出口商再换成印尼盾，有两次换汇成本。同时当中有一段时间双方都有汇率风险，因为不知道人民币兑美元的汇率会怎么样，印尼盾兑美元的汇率也可能会变。假使能用本币交易，就只有一次换汇成本，人民币兑印尼盾，也只有一个汇率风险。前提是双方都要对对方的货币有信心。

在下面图一我们用蓝色的纵行来显示在 2010 年各经济体的货币在全球国际结算中的比重，从左到右，按比重大小。当时使用最多的国际清算与结算货币是欧元，第二多的是美元，人民币在当时是排第 21 位。我们用红色的纵行来显示每一个经济体占全球贸易总量的比重。中国的贸易量比重很高，跟美国差不多一样，超过 10%。欧元使用多是因为欧元区本身有很大的国际贸易量，欧元区内国

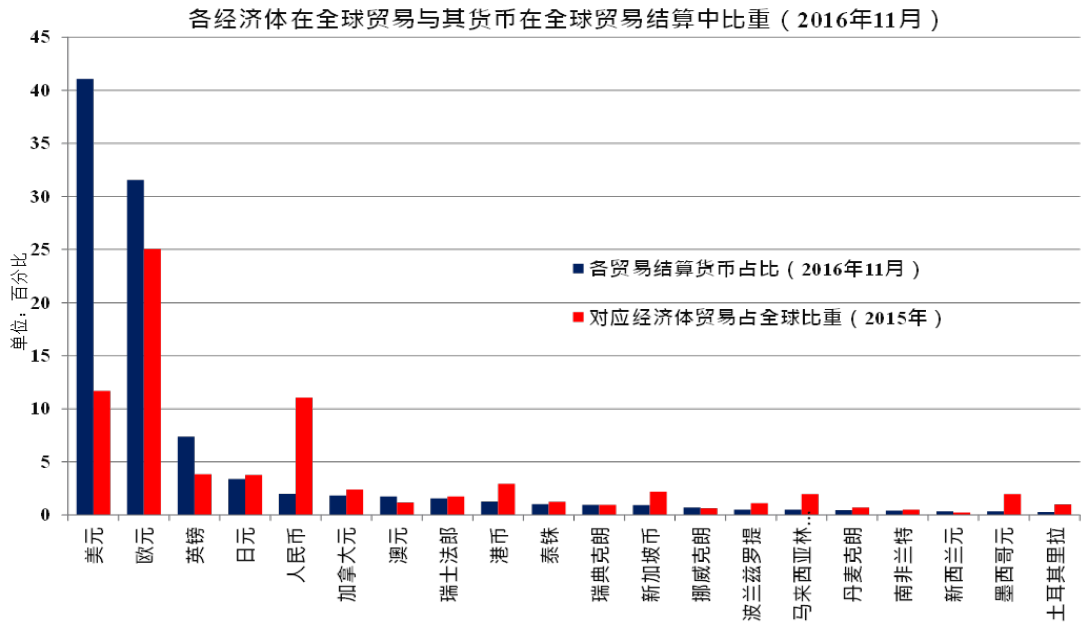
家都用欧元；美国占的国际贸易总量只是 10% 多一点，但美元结算的比重高达差不多 30%。其实美国占最大的便宜，因为很多第三国都用美元来清算与结算它们的国际交易，美国就能享受所谓铸币权的利益。

图一：各经济体货币国际结算与其国际贸易在全球中比重（2010 年）



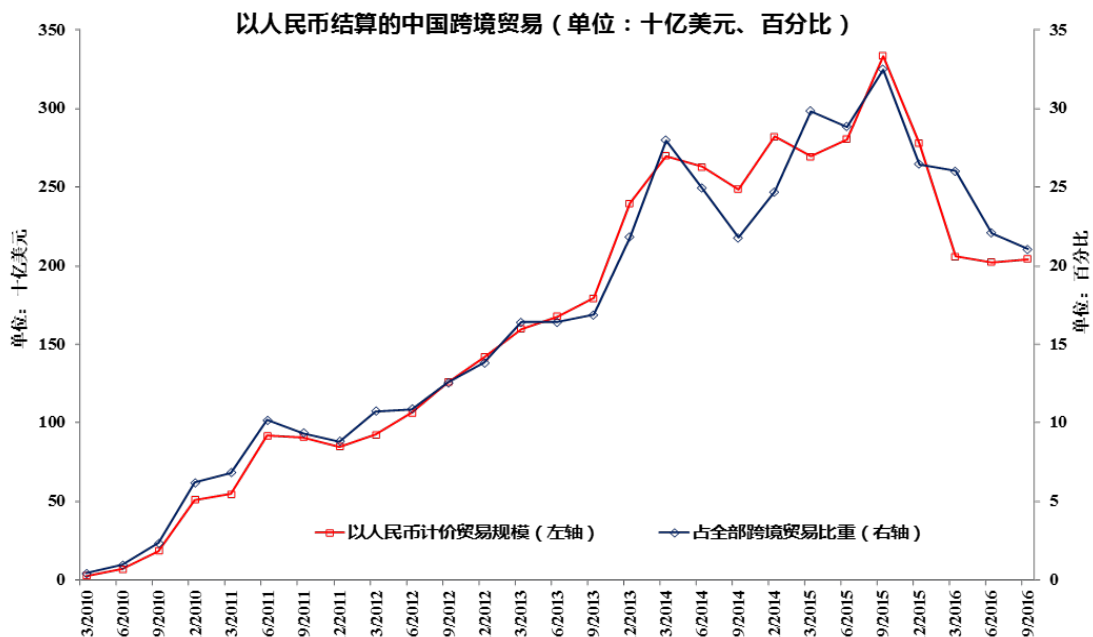
到了 2016 年 11 月，人民币在全球国际结算中的比重，已经升到第 5 位（见图二）。第 5 位是很高的，但是人民币的结算量比重远远低于中国的贸易量比重。在人民币前面第 4 位的是日元，日元的结算量比重与日本的贸易量比重是差不多一样的。这表示人民币还有很大的空间，用作清算和结算中国国际交易的工具，来替代美元和其它外币。2016 年跟 2010 年不一样的是美元的比重变成第 1 位，超过了欧元。欧元区经济有很多问题，汇率也有问题，所以其它的经济体就减少利用它作为国际清算和结算的货币了。

图二：各经济体货币国际结算与其国际贸易在全球中比重（2016年11月）



我们再看一下中国跨境贸易利用人民币结算的发展（见图三）。2010年之前，几乎是零。从2010年开始，增长迅速，最高峰是在2015年，后面就开始下来了。下来的原因跟人民币的汇率波动有关系。现在约有20%以上的中国境外贸易是利用人民币结算的。长期来说，人民币作为国际清算与结算的货币，还有很大的增长空间。

图三：以人民币结算的中国跨境贸易（单位：十亿美元、百分比）



汇率能相对稳定，对跨境贸易和直接投资都有帮助，因为减少了一重风险。假如今天一个中国企业投资到美国，天知道十年以后人民币跟美元的汇率是怎样的。以往在 90 年代，很多日本人投资美国，以后都亏了，其中一个原因是日元的升值，所以汇率稳定是有帮助的。

我觉得汇率是一个非常重要的价格，我是在美国受教育的，市场经济是美国经济思想的主流，但我觉得汇率这种价格太重要了，完全交给市场来决定是有问题的，尤其是有很多投机者在内的外汇市场，因为他们只会考虑个人利益。美国这种资本主义市场经济的国家也不敢把利率完全由市场决定，利率是美联储在决定，因为它实在太重要了。

中国现在每年有 5000 亿美元的贸易顺差，假如它都能回来中国的话，会大量增加中国的外汇储备。在跨境直接投资方面，每年出去与进来的是差不多平衡，约 1000 亿美元左右，也不应当有外汇储备下行的压力。现在很明显的是很多中国出口商把出口收到的钱放在外国，暂时不回来了，准备等人民币贬值后再回来，这是有问题的。

这牵涉到明康主席所说的信心问题，怎么样维系这个信心？现时中国的国际贸易很多元化，对美国的出口只占中国出口总量不到 20%，人民币没有道理要盯住全球最强的货币。在美元超强，对全球其它主要货币都升值的时候，人民币跟着美元，也就是对全球其它主要货币升值，影响到中国对其它 80% 的贸易伙伴的出口，等于是变相涨价，是不合理的。反而盯着以贸易量加权的一篮子货币汇率指数比较合理。现时美元相对所有其它货币都在升值，假如人民币就跟着这一篮子，也在升，但没有美元升得那样多，所以相对美元人民币就贬值了，但是相对其它货币，人民币是升值的。我看美元到 2018 年可能会下来，到时人民币跟住一篮子也会下来，但没有美元降得那样多，相对美元人民币是会升值的。长远来看，比如说在欧元区或者东南亚的居民，他们会觉得人民币的波动性会比美元要低，因为美元升的时候，人民币不全跟它升，降的时候也不全跟它降，所以长期来说比较稳定，这会提高境外人士对人民币的信心。

我就讲到这里。谢谢大家！

提问：刘校长您好，我是徐扬生教授的学生，现在在做境外并购。您刚才说到关于人民币外汇管制的问题，对我们现在的境外并购项目困扰很大，我们非常担心有一些项目被国家管住，现在已经被管死了，很多项目很难推动了，您觉得这个管制时间大概持续多长，到什么条件下有可能放松？是不是跟您说的 2018 年美元周期的调整类似？

刘遵义：你这个问题问得很好，我也不知道管制时间会持续多久。我想讲一句话，你做的境外并购，数字不会过大，现在的外汇流失问题也不是在直接投资方面。中国对外直接投资每年是约 1000 亿美元左右，但是每年进中国的外国直接投资也差不多 1000 亿美元，是打平的，应当对外汇净流出流进和外汇储备升降没有太大影响。另外中国每年还有 5000 亿美元的贸易顺差，中国原则上还有资本管制，有人就会问，这些顺差去了哪里？境外并购可能会有规矩，审查之后才可以出去，真正的境外并购，不是一个假的把钱弄出去，应当没有什么问题。出口有假的，进口也有假的，现在要查的境外投资，就是那些作假的。我自己觉得境外并购应该是合理的，也不是大数字，批准了也不会影响太大。最主要的考虑是外管局有没有能力管得住，合理的还是应当让出去，不合理、不合法的不让出去。

有很多事情是在灰色地带的，举个例子，拿银联卡去香港买保险，我听说过很多故事，有人刷了 1000 次卡买保险，这应当是不合理、不合法的，是有问题的，应该控制。我觉得，直接投资境外并购，应当不会禁止。

我还有一个想法，我有这个想法已经很久了。我觉得境外直接投资，无论中国企业走出去，或者外国企业走进来，都是一样，最大的风险应该是汇率的风险。直接投资一去十年，外汇对冲（hedge）顶多能买两年，肯卖十年远期外汇的机构，到时它们还存不存在是一个疑问，有很多风险。怎么规避这种汇率风险？我的建议是：尽量借投资所在地的钱来投资，比如说中国企业要去美国买一个企业，那个企业已经经营多年，就可以把那个企业的股票或资产抵押出去，给在美国经营的商业银行（包括中国商业银行在美国的分支行）借美元来投资，这样的好处是美元以后升值或贬值，对这中国企业的影响不大，因为它赚的钱是美元，资产是美元，负债也是美元。企业既然不是外汇专家，又何必冒汇率风险，比如说企业是搞电子的，就赚电子业的钱好了，对不对？外国人来中国，我给他们的忠告

也是一样，他们何必冒人民币汇率的风险，他们要来中国买企业或者买一个大楼，就在中国本地借人民币买，这样人民币汇率升降对他们的利益也没有太大影响。

假如一个中国向外直接投资者，80%借投资所在地的钱，只有20%是真正汇出的钱，外管局看到他是真正去那边借钱，是真的投资，不是假投资，可能就批准了。这样对中国向外直接投资者也好，对外管局也好，外汇流出也会大大降低。

提问：去年底、今年初以来，市场上大家开始讨论，因为美联储加息通道，以及国内通胀PPI的上行，大家讨论加息的可能性，您怎么看？去年底确定的货币政策是稳健中性，加了“中性”两个字，想听一下您对这个事件的点评和看法。

刘遵义：我觉得中国在利率调整方面其实有很大的空间。什么道理呢？因为中国还有资本管制。美国加息跟中国加不加息，有一点关系，但不是最重要的因素。香港反而没有这个空间，因为港币要盯着美元，同时资金是可以自由进出香港的，美元加息港币肯定要加息，因为不加息钱都走光了。中国不一样，中国有资本管制，美国加息，就算中国不加息，资金并不是那样容易流出，所以中国是应当有点空间。

我个人觉得，加息也好，不加息也好，中国存款和贷款现时有很大的利率差，实际上可以贷款利率不加，存款利率提高一点，这样可能银监会会有意见，不过这原则上是可以做的，中国不需要一定要长期维持一个大的利差。我觉得中国应当是还有空间的，不需要跟着美国加利息。长远来说，美国利率如果一直加上去，中国可能不能避免，欧洲和日本可能也不会继续它们的低利率政策。但是我觉得中国应当还是有空间应对美国加息的。