



避免系統性的金融風險

劉遵義

研究專論第五十三號

二零一七年二月

香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所
香港新界沙田澤祥街十二號鄭裕彤樓十三樓

鳴謝

劉佐德全球經濟及金融研究所衷心感謝以下捐助人及機構的慷慨捐贈
及對我們的支持 (以英文字母順序)：

捐助人及機構

查懋德	雅居樂集團控股有限公司
鄭海泉	亞洲金融集團有限公司
胡祖六	中國銀行(香港)有限公司
劉佐德及劉陳素霞	銀聯金融有限公司
劉遵義	中國概念(諮詢顧問)有限公司
利乾	第一東方投資集團
梁錦松	恒隆地產有限公司
李偉波	恒基兆業地產有限公司
呂耀東	香港交易及結算所有限公司
黃志祥	中國工商銀行(亞洲)有限公司
盛智文	麗新發展有限公司
	劉佐德基金有限公司
	新鴻基地產發展有限公司
	大生銀行有限公司
	東亞銀行有限公司
	香港上海匯豐銀行有限公司
	The Lanson Foundation
	永隆銀行有限公司

活動贊助人及機構

周松崗	盤谷銀行
蔡清福	中國銀行(香港)有限公司
方方	中國銀行金邊分行
方正	北山堂基金
馮國經	國家開發銀行
李偉波	金陵華軟
黃桂林	厚樸投資管理公司
	中國工商銀行金邊分行
	金陵控股有限公司
	新華集團
	The Santander-K Foundation
	銀聯國際

避免系統性的金融風險[§]

劉遵義¹

2017年2月

摘要：避免系統性的金融風險，跟一個金融機構怎麼避免它所面對的風險，是兩個不同的概念，最重要的考慮是系統性金融風險裡包含著的“溢出效應”(spillover effect)。本文討論中國現時面對的幾種金融風險：資產價格泡沫的風險、不良貸款的風險、金融衍生產品的風險，以及匯率過度波動性的風險。

我今天要講的題目是“避免系統性的金融風險”。我將我個人一些不太成熟的概念，跟大家討論和分享一下。

避免系統性的金融風險，跟一個金融機構怎麼避免它所面對的風險，是兩個不同的概念，最重要的考慮是系統性金融風險裡包含著的“溢出效應”(spillover effect)。假如一個金融機構倒了，我們可以說倒了就讓它倒好了，它的股東會受到損失，但這也是合理的結果。但是，往往一個金融機構倒的時候，尤其是大的金融機構，也會影響到其它人，例如它的客戶、它的包商或者是它的擔保者。2008年美國爆發全球金融危機的時候，有很多中國的出口企業都受到影響，他們來自美國的出口訂單，主要是依賴美國進口商經美國的商业銀行開出的信用狀，但假使美國的商业銀行不能開出信用狀，或者中國的商业銀行不願認可它們開出的信用狀，怎麼辦？中國的出口訂單數量就會突然大跌，事實上中國的出口訂單數量

[§] © 2017 香港中文大學劉佐德全球經濟及金融研究所

¹香港中文大學藍饒富暨藍凱麗經濟學講座教授、美國史丹福大學李國鼎經濟發展榮休講座教授。本文為作者於香港中文大學（深圳）高等金融研究院成立典禮上演講詞之修改稿，作者衷心感謝鄭環環教授為本文潤飾。本文僅代表作者個人意見，並不必然反映與作者相關各機構的觀點。

在當時下降了 50%，香港的出口商也遭遇到同樣的問題。但中國的出口商並沒有犯過錯，犯錯的是美國的金融監管機構和金融企業，它們都沒有做好它們的工作。所以，我們怎麼避免一個金融機構失敗和倒閉時，影響到其它企業和金融機構，是一個非常重要的問題。

所有經濟體都會有一些所謂系統性重要的金融機構 (systematically important financial institution (SIFI))，這些都是大型的金融機構，大到不能讓它倒，倒了就會導致整個金融部門，甚至整個經濟，都會出問題。自從 2008 年雷曼兄弟公司倒了，引發全球金融危機之後，金融監管者就有一個概念，就是不能讓一個金融機構太大，因為太大了之後，倒了就會影響其它人，到時政府逼不得已只好救助。我覺得這個概念是有道理的。從另外一個角度來看，假如一個金融機構太大，它的壟斷性也會很高，所以從經濟效率來說，也不應當讓它變得太大。我也曾經思考過一個更深一層的問題，不單是金融機構不能太大，在大的金融機構之間，我們也要考慮是不是也不應當讓它們有太多的關聯交易。比如說假如我跟熊偉院長²有太多的交易關係，我倒了，他也可能受我拖累，也變成非倒不可。所以，要避免系統性的風險，就要保持每個大金融機構的相對獨立性，讓它不至於影響其它的大金融機構，或受其它的大金融機構影響。系統性風險和單一性風險是兩回事，單一性風險，在現行的法規與條例之下，無論發生甚麼事情，都應當能夠適當地處理，但是系統性的風險處理起來就非常困難。

匯率過度波動性的風險也是一個很大的問題。印尼在 1997–1998 年東亞貨幣危機時的經驗是非常痛苦的。當時印尼盾的匯率，從 2,000 兌 1 美元，在六個星期裡面變成 20,000 兌 1 美元，整個印尼經濟都因此停頓下來，很多借了外債的企業，都非破產不可。因為假使需要用雙倍的印尼盾來還外債，還勉強可以，需要用十倍來還是不可能做到的，只好破產。

所以我們要盡可能避免系統性的金融風險。當然，單一的風險我們也不願意見到出事，但是避免系統性的風險是更重要，因為它對整個經濟的負面影響會非常非常大。

² 熊偉教授，普林斯頓大學講座教授、香港中文大學（深圳）經管學院院長及香港中文大學（深圳）高等金融研究院院長。

我們其實面對著很多不同的金融風險，我今天只選擇講幾個方面：一個是資產價格的泡沫，這是很大的系統性風險。另一個是不良貸款的問題。此外，有很多金融衍生產品事實上是一種賭博。賭博是個人的選擇，我沒有太多的意見，但是我認為賭博不應該影響第三者，所以要考慮怎麼降低和避免這一類的金融風險。等一下在這方面我會展開講。比如說 2008 年全球金融危機的爆發，其中一個很重要的因素是很多保險公司都賣出了很多雷曼兄弟的信用違約掉期（credit default swap (CDS)，亦稱信用違約互換），所以雷曼兄弟一倒之後，導致它們也面臨倒閉的命運，危機擴散得非常快，也非常厲害。信用違約掉期其實是一種保險，也是一種賭博，是有道德風險的。最後，我會講一講匯率過度波動的風險。剛才明康主席³提到匯率的波動性會影響對本國貨幣信心的問題，這是至關重要。每天在全球外匯市場裡面的外匯總交易量是大概 5 萬億美元，全球的貿易總量每年大概是 20 萬億美元。你們會問：為甚麼需要有這麼多的外匯交易？假如只是國際貿易的清算和結算需要買賣外匯，為甚麼需要每天 5 萬億美元（相當於每年 1 千萬億美元⁴）的交易量？我看過一些關於香港的人民幣交易量的資料，發現在美國銀行放假的那一天，交易量就會跌得很低；在不是美國銀行假期的時候，交易量就會很高，每天大概有 10 億美元左右的交易。這證明大部分交易都是美國人或美國企業（包括金融機構）在買賣人民幣，有很多貨幣投機者在裡面，但這些交易並不是用來支持國際貿易的。我覺得外匯市場開放是好事，但是也要防止有太多的貨幣投機者在裡面運作。

首先，談一下資產價格的泡沫。關於資產價格泡沫，有一本好書，《這次不一樣：八百年金融危機史》⁵，是兩位在哈佛大學的經濟學教授，Carmen M. Reinhart 與 Kenneth S. Rogoff 合寫的，其中 Rogoff 教授曾經在國際貨幣基金組織當過首席經濟學家，他們在書中解釋為甚麼有泡沫。從荷蘭的鬱金香（tulip）泡沫開始，八個世紀以來，出現一個接著一個各種不同的資產價格泡沫，但大家都沒有吸取教訓，這都是傻事。我想，再下一個世紀還會有泡沫，也不能避免。但是我們要思考，假如泡沫發生的時候，我們應當如何應對。在 90 年代末期，美

³ 劉明康教授，原中國銀行業監督管理委員會主席。

⁴ 假定每年有 200 個工作天。

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

國聯邦儲備局的前主席艾倫·格林斯潘（Alan Greenspan）就說過當時美國股票市場是非理性的繁榮（irrational exuberance）。格林斯潘一生都是支持資本主義市場經濟的，但是他也承認市場過度繁榮可能是非理性的。遺憾的是，他並沒有處理，到了 2000 年，所有的美國互聯網股票都在很短的時間裡垮掉了。所以資產價格泡沫是經常會有，經常會發生的。

泡沫是怎麼形成的呢？主要有三方面：

第一，所有市場，尤其是金融市場，都是由預期驅動的。比如說我預期股市會好，我預期特朗普先生做了總統之後美國股市會蓬勃發展，這是一種預期，假如大家都有同樣的預期，這個預期就會有很強的自我實現性。我們都覺得股價會漲，自然會買，我們都買，就自然會推動價格上升，這就是自我實現性的表現，與基本面可能有關係，也可能沒有關係。中國房地產市場也有很大的自我實現性，大家一窩蜂去買，價格自然上去了，但這只是自我實現性在驅動，與長期供需是否平衡，沒有太直接的關係。假如我們去計算一下，這樣多的新住房，究竟將來有沒有這麼多的家庭去住？可能其實沒有。所以，泡沫開始時總會有一個很強烈的自我實現性的預期。

第二，一定要有新的資金源源注入。比如說股市，是靠新的投資者進場，帶著新的資金進來。從 2000 年開始，美國住房的價格一直在上漲，主要是因為一些之前借不到錢、買不起房子的人，竟然有金融機構肯借錢給他們買，這些新的住房需求就把住房價格推上去了。已有住房的人就賺了錢，他們賣掉現有的住房，再去買更貴、更大的住房，這些新注入市場的錢（新的購買力）就把住房價格泡沫做起來。到了 2007 年，那些最初不應當借得到錢的人，最終還是不能履行他們的債務，做成次貸危機，新的錢流一斷，泡沫就破了。這種情況是會經常發生的。

第三，高杠杆率的作用。假如我們買股票或房地產必須全部用現款，泡沫弄不大。假使能夠貸款買的話，泡沫會大得多。假如一塊錢資本可以買十塊錢的股票，注入的新資本就可以把股票價格推得很高。所以高杠杆率是泡沫形成的主要因素。要減少投機，降低風險，就必須把杠杆率調低。

泡沫就是由這三個因素合起來形成的，到最終沒有新的錢流注入，泡沫是維持不下去的。到了這個時候，只要有人說要賣，大家都會跟著要賣，有甚麼風吹草動，價格就倒了，泡沫就破了，基本上是支撐不住的。

在這方面，教育投資者有一點用，但是教育不是最有效的工具，最主要的工具還是控制杠杆作用。我前段說過，杠杆作用就是買股票（或房地產）時能夠貸多少錢，20%？50%？或者是90%？杠杆率的高低，可以決定泡沫的大小。20%杠杆率與90%杠杆率的效果，相差太大了。90%杠杆率意味著以1塊錢可以買10塊錢的股票，50%杠杆率意味著以1塊錢只可以買2塊錢的股票。要控制泡沫，可以調低杠杆率。應當怎麼樣調低杠杆率呢？我有一個建議，不需要一刀切。只是調低新買的股票の杠杆率，原有已經買了的股票の杠杆率，不需要調，可以讓它維持下去。但假如賣了之後再買，就要按新的低杠杆率。這有甚麼好處呢？首先，調低新買股票の杠杆率就可以達到減少新錢進市的目的，也是一個信號，不會讓泡沫再弄大。其次，原本利用高杠杆率買股票的投資者，還可以享受高杠杆率繼續持有這些股票，沒有必須立刻補足現金或賣掉股票的壓力。（當然，假如要增買的話，就只能利用新的低杠杆率）。這樣一來，股市因杠杆率調低而大跌的機率就少得多。我們要控制泡沫的目的，其實只是希望價格不要繼續往上走，並不是要價格往下大跌。所以只要控制新進市的錢流就夠了，舊的可以不動，一旦同時都動起來整個經濟下行壓力就會很大。我覺得這是可行的，要小心做這件事情，不要讓泡沫馬上破掉，要慢慢擠掉，這等於是一個氣球要慢慢的給它放氣，不要一下子把它弄爆了，令到大家都不好過。

另外一方面，中國需要鼓勵大家比較長時間地持有股票。據我了解，中國現在的股票投資者大部分都是散戶，平均持有一隻股票的時間聽說不超過一個月。我們要鼓勵股票投資者長期持有股票，有甚麼辦法呢？正面的辦法就是要求上市企業多發現金股息，有錢賺了就發現金股息，持有發現金股息的股票，比存款在銀行好，除了股息率可能比銀行利息率稍高之外，股票還有增值的希望。以前在美國，所有一般的家庭，都會有100、200股的AT&T（American Telephone and Telegraph Company 美國電話電報公司），當時是很穩定的公共事業股，又有現金股息，他們買了就放在一邊不管，就是長期持有。短期持有的人，不要說甚麼企業管治，就是企業究竟在搞甚麼，都不會清楚的，反正過兩個星期就會賣掉，他

們不會去做研究。長期持有的人，需要有回報，也會做研究，企業要吸引長期投資者，就需要增加和定期發放相對穩定的現金股息。企業多發現金股息，中國政府也會得益，因為它是大股東，企業也不會再有資源去不務正業亂投資了，這都是好處。另外一個好處是：假如一個企業真的有穩定的現金股息，這個企業的股票也不會大跌。甚麼道理呢？假如熊偉院長的企業給我每年每股派 5 塊錢，股價跌到 100 塊的時候，我就會進場買他的股票了。因為現金股息比銀行利息高，所以我們不需要也不會托市，托市是由市場自動地托市，不需要政府干預。所以我覺得上市企業多發現金股息是一個正面的辦法，來鼓勵大家長期持有股票。

為甚麼熔断機制在中國股票市場上沒有成功，但在外國股票市場上成功呢？這值得大家想一想。在外國，大部分的股票投資者，都是專業的投資機構，他們把資源放在股票研究上，比如說熊偉院長企業的股票跌到 100 塊一股，他們覺得可以買，來一個熔断機制，市場停了 30 分鐘之後，覺得值得買的投資者就會進場買，就會把股市穩住了。中國市場的投資者，百分之九十都是散戶，都是不做研究的，當股票跌到 100 塊一股時，他們心裡沒有底，覺得股票可能還會再跌，市場一重開一有機會就趕快賣掉了。所以，這是兩個市場的參與者不一樣，文化不一樣。這種市場文化需要長時間慢慢地培養起來，中國股票市場需要吸引和培養多一些長期投資者。

另外，要鼓勵股票投資者長期持有，應當對短期的股票增值課稅，買了三個星期就賣掉的股票增值，賺了錢要課所得稅，買了一年後再賣的就不用課稅。這就是利用負面激勵來讓投資者比較長期持有，這樣股市會更穩定，更有效率。沒有長期持有的投資者的股票市場，始終不會上軌道，不能有效發揮分配社會資本的功能。

其實中國應當增加一些相對安全可靠的金融投資工具，讓大家能安心投資。現在大家要麼進股市買 A 股，要麼買房地產，滬港通和深港通出來後好一些，但我覺得中國真正可以多增加一些投資工具，讓一般家庭多一些選擇。有一項金融產品可以做的就是可轉換的企業債券（convertible corporate bonds or debentures），這些債券都是較長期的，企業不需要在短期之內還債，在適當時候這些債券可以按預定的比例轉換成企業的股票。其實中國的企業，尤其是民營企業，真正缺的是資本金，它們現時的杠杆率都是過高。假如我們能夠鼓勵一些企

業，尤其是在等候上市的企業，發行多一些企業的可轉換債券，投資者買了就放在一旁，收債券的利息，等企業做得好時就轉換成股票，這樣對大家都好，對投資者好，對企業來說，減輕了短期債務的壓力，建立了將來增加資本金的基礎，也是好事。這種產品真的可以提倡一下。另外，一個企業完全靠貸款來運作是不行的，杠杆作用太大，債務負擔太重。我聽說現在上海 A 股已批准上市的企業要等四年才能全部上市，新申請的不知道要等多久，這樣是不行的，這就逼著企業去貸款，民間企業就一定只能貸高利息的貸款，可能高達年利率 15%，我覺得這是有問題的。所以我建議考慮用可轉換債券，希望幫助企業，無論在上市前或後，都能夠獲得所需要的融資。

中國這麼大，現在只有上海與深圳建立證券交易所，其實可以增加一些地方性的證券交易所，比如說在重慶，西南各省也有一些當地著名的重要企業，也是當地人熟識的，但在上海可能沒人知道。它們應當可以在那邊就地上市，不需要來上海或深圳排隊，讓這些企業能增加它們的資本金，而不是增加它們的負債。

我剛才講的是降低杠杆作用。還有一點想講，我們要認真想一想，中國現在也採用了全球的會計準則。現時會計準則是要求所有資產負債都要按市價計算（marked to market）。假如說是流動性高的資產和負債，例如股票和債券，當然可以看市價。但是流動性低的資產，比如說是做房地產投資的，在北京、上海、廣州、深圳都有些不動產，有些自用，有些出租，但都是準備長期持有的。房地產價格有升有降，我主張升的時候帳面上增值不要算是收益，降的時候帳面上減值也不要算是虧損，換而言之，不需要按市價計算，準備長期持有的資產，沒有必要這樣做，但可注明市價。不這樣的話，萬一有甚麼危機爆發，所有資產價格都同時下降，企業的資本金會馬上縮水，可能會使資產低於負債，導致破產。我希望深圳高等金融研究院能夠仔細研究一下這個問題。

下面講一下不良貸款的問題。美國也好，中國也好，其實都沒有吸取以往金融危機的教訓。2001 年美國有一個叫安然（Enron）的公司倒了。為甚麼倒呢？因為它在報表外的活動，連董事會都不知道。我有幾個好朋友當時都在董事會裡，他們都不知道，最後公司破產了。美國國會也通過一個很出名的 Sarbanes-Oxley 法案，法案中對企業有很多很多不同的要求，其實是很麻煩的。但法案並沒有禁止報表外活動，所以到 2007 年次貸危機時，又是因為有報表外

的活動，所以次貸出了事，所有金融機構都要把虧損移到報表內了，我覺得這是沒有學好應當學習的教訓。

1997 至 1998 年的東亞貨幣危機，最主要的問題是兩個不匹配：期限不匹配與貨幣不匹配。借短期的錢做長期投資，借外國的錢做本國賺不了外匯的投資，都是有極大風險的。現在好了一點，因為東亞的中央銀行都吸取教訓，保持很高的外匯儲備。但是，這些不匹配的情況還是有。比如說，很多中國企業在過去幾年都借了美元，現在就趕著要還了，就是因為有貨幣不匹配的問題。

中國需要建立的是一個信用文化。我常跟外國朋友討論，中國的儲蓄率是全世界最高的，沒有一個經濟體有這樣高的儲蓄率，最高時達到 50%，現在大概 40% 多。這樣高的儲蓄率，為甚麼中國企業還覺得貸款的供給不夠？為甚麼大家都說借不到錢？為甚麼中國的貸款需求這樣高？我得到一個初步結論：我們中國現在的貸款需求遠遠大於貸款供給，是因為有些借錢的人，假如借錢的專案不成功，是不準備還錢的。不準備還錢的貸款需求，當然要比準備還錢的貸款需求大得多，也會比貸款供給大得多。不準備還錢的人的貸款需求可以是無限的大，利息再高也會借。所以中國的貸款需求，是長期遠遠大於它的貸款供給。

我們需要建立的是信用文化。中國以前有信用文化，據我了解，中國的傳統是“父欠債，子還錢”，沒有破產的安排，債是會一代一代一直繼承下去的。當然這種文化在外國沒有，在中國現時也沒有了，我並不是說我們要回到舊時代，而是說要提倡借債必須還錢的觀念。有一個德國朋友問：為甚麼中國的中小企業借不到錢？我們德國很多這種中小企業貸款。我說兩國的文化不一樣。在香港，中小企業只能在兩個條件之一下借到錢。一個是有抵押品，假如有抵押品，銀行就借錢，不還，銀行就把抵押品拿去。一個是有多年業績的出口企業，假如有一個信用狀保證的訂單，銀行就會把需要買原料和聘工人的錢借給企業，但是出口之後企業所得的收益必須由銀行直接代收。不符合這兩個條件其中之一，中小企業是借不到錢的。因為銀行貸款給中小企業的償還經驗並不好：要監督中小企業，成本太高；不監督中小企業，它們可能把貸款拿去買股票、炒房地產，虧了之後銀行就根本沒有辦法。

中國需要建立信用文化的另外一個理由，就是過去大家都覺得國有銀行的錢都是國家的，與國有企業是同一個口袋，國有企業還得出當然還，還不出就請大

家將就一點，反正都是一家人。我想這樣也是有問題的。

下面講一講道德風險的問題。當年雷曼兄弟倒的時候，它發行的債券，大概是壹仟億美元左右。但美國各保險公司所賣出的雷曼信用違約掉期（CDS）（也就是雷曼債券的保險），遠遠超過這個數字。這是甚麼概念呢？就是很多沒有買雷曼債券的人，也買了雷曼的 CDS，希望雷曼倒了之後，他們也可以獲得保險公司“賠償”。

甚麼是信用違約掉期（CDS）？比如說熊偉院長買了我發行的 1 億元人民幣債券，買了之後覺得恐怕買錯了，覺得劉教授恐怕不行，他又去找明康主席的保險公司說要買保險，買我的 CDS，假如我將來還不起錢，保險公司就負責賠。熊偉院長買保險是合理的，因為他怕假如我倒的話，他持有我的債券就不值錢了。有債券的人買 CDS，我並不反對，因為他們有可保險的利益，有合理的保險需要。但我不贊成讓沒有買我的債券的人買我的 CDS，因為他們沒有可保險利益，假如買了我的 CDS，我假如不倒他們就賺不到錢，他們就會想盡辦法讓我倒，這就有道德風險。後來在美國，沒有債券的人也可以買 CDS，這就是美國保險公司所賣出的雷曼 CDS 總量能遠遠超過雷曼發行的債券總量的原因。

我再舉一個例子。我們大家自己的房子也都自己有買保險，包括火險。但是我們只能買自己房子的火險，因為燒掉的是自己的房子，有可保險的利益，可是不能買別人房子的火險。如果大家都能買你的房子的火險，你就睡不著了，因為假如大家都買了你的房子的火險，你的房子不燒掉的話，對他們沒有好處，所以他們都會期望你的房子被燒掉，說不定還會來縱火。所以 CDS 不能亂搞，亂搞是會出事的。後來雷曼倒了，AIG 保險公司曾賣出了很多的雷曼 CDS，美國政府救了 AIG 之後，第一件事情是讓它賠 700 億美元給高盛（Goldman-Sachs），因為高盛買了很多雷曼 CDS。我覺得中國、東亞和香港都要避免讓 CDS 自由買賣，比如說熊偉院長買了我的債券，也向保險公司買了我的 CDS，他把債券賣掉的時候，一定要把 CDS 同時賣掉，要不然他會希望我倒，我倒了，他的 CDS 就會獲得賠償，這是有道德風險的。

賭博這件事情，我們在道德上說不應當做，但是更嚴重的是賭博者有時可以有能力影響結果，比如說我是一個足球會的東主，我賭我自己的足球會輸球賽，我可以找一些我隊的球員，叫他們不要踢的太起勁，所以我有道德風險，因為我

有能力影響這賭博的結果。

道德風險也顯示在高杠杆作用。假如一個企業有很高的杠杆作用，它虧了之後，東主會虧很少，債權人會虧很多，這也有道德風險，東主會做風險很大的事情，因為東主虧了沒有太大損失，只是 5% 或 10%，但是賺了統統是東主的，所以這也就有道德風險。

所以，道德風險這方面要研究一下。中國人是很喜歡賭博的，真的全面開放信用違約掉期自由買賣的話，可能問題會很大，包括中國商業銀行的 CDS、保險公司的 CDS，可能就真的要亂套了。

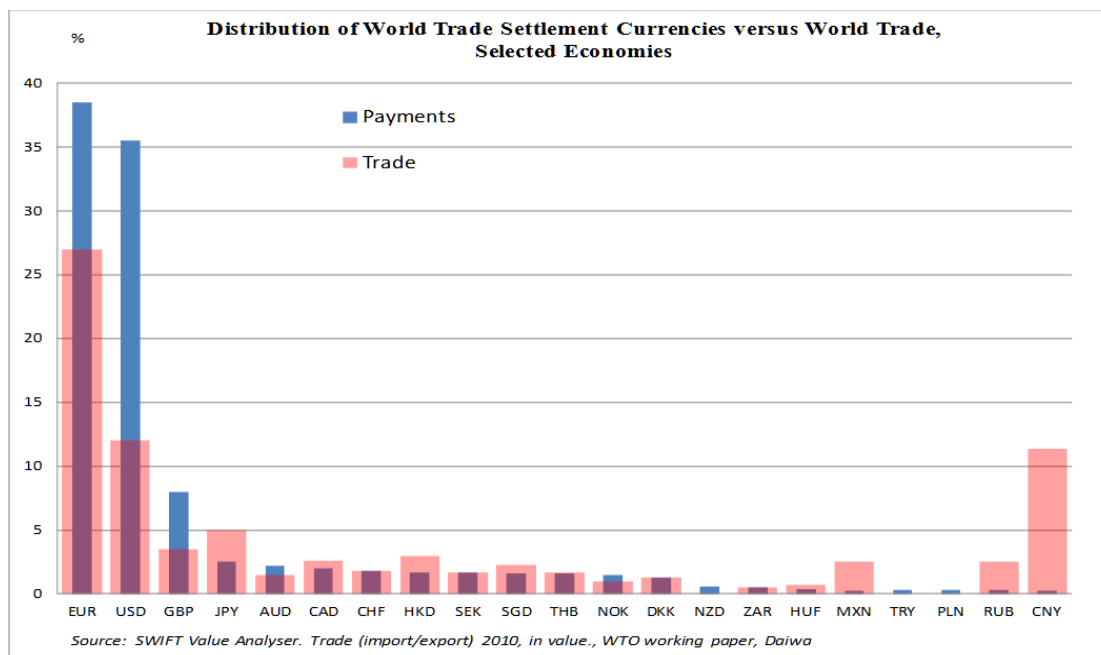
下面，講一下匯率過度波動性的風險。外匯市場最大的參與者並不是做國際貿易的人，也不是做跨境直接投資的人。直接投資，無論是從中國去外國，或是從外國來中國，都是長期的投資，五年、十年不等。直接投資者都是對投資地長期經濟看好的，不然也不會投資，他們也不需要每天進外匯市場交易。所以外匯市場的參與者大部分都是賭博性的投機者。

在國際交易的清算和結算方面，所有的經濟體，都希望能用自己的貨幣來結算和清算自己的跨境交易，主要是因為用自己的貨幣可以降低交易成本和匯率風險。舉個簡單的例子，比如說中國跟印尼的貿易，在 2010 年之前，是完全用美元交易。為甚麼用美元呢？因為中國的貿易商不願意收印尼盾，印尼的貿易商當時也不願意收人民幣，所以就只好用美元交易。中國的進口商要付錢給印尼的出口商時，要先把人民幣換成美元，美元匯過去後，印尼的出口商再換成印尼盾，有兩次的換匯成本。同時當中有一段時間雙方都有匯率風險，因為不知道人民幣兌美元的匯率會怎麼樣，印尼盾兌美元的匯率也可能會變。假使能用本幣交易，就只有一次換匯成本，人民幣兌印尼盾，也只有一個匯率風險。前提是雙方都要對對方的貨幣有信心。

在下面圖一我們用藍色的縱行來顯示在 2010 年各經濟體的貨幣在全球國際結算中的比重，從左到右，按比重大小。當時使用最多的國際清算與結算貨幣是歐元，第二多的是美元，人民幣在當時是排第 21 位。我們用紅色的縱行來顯示每一個經濟體占全球貿易總量的比重。中國的貿易量比重很高，跟美國差不多一樣，超過 10%。歐元使用多是因為歐元區本身有很大的國際貿易量，歐元區內國

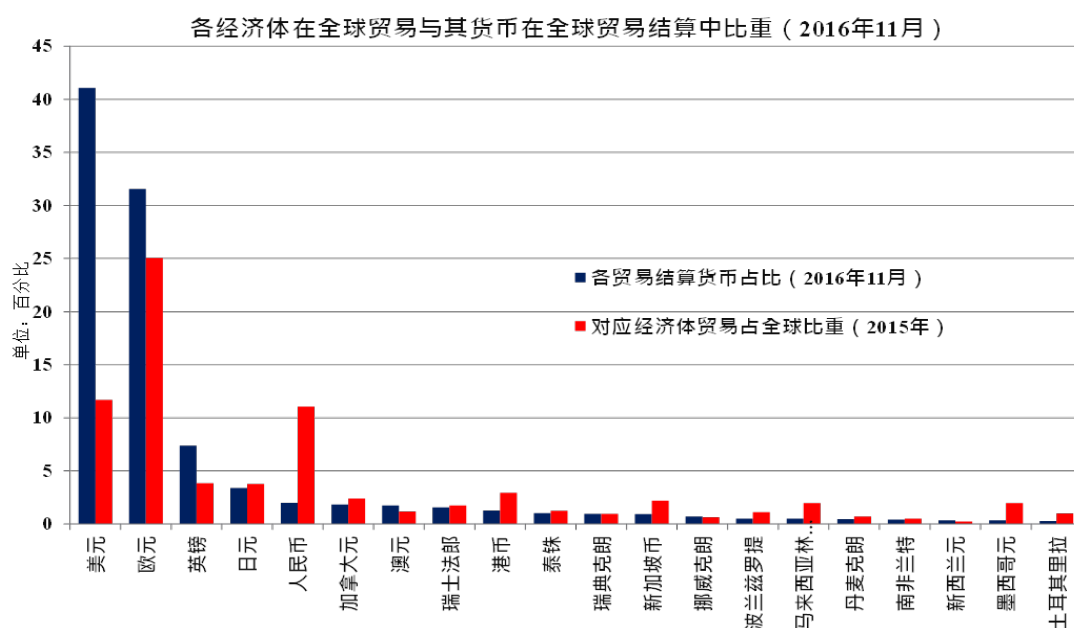
家都用歐元；美國占的國際貿易總量只是 10% 多一點，但美元結算的比重高達差不多 30%。其實美國占最大的便宜，因為很多第三國都用美元來清算與結算它們的國際交易，美國就能享受所謂鑄幣權的利益。

圖一：各經濟體貨幣國際結算與其國際貿易在全球中比重（2010 年）



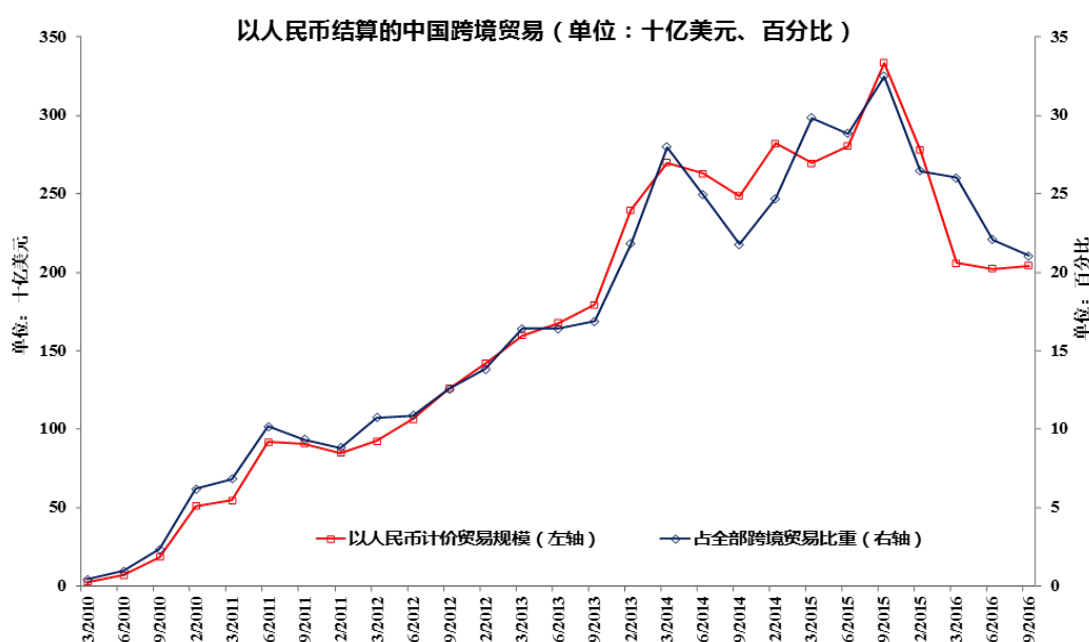
到了 2016 年 11 月，人民幣在全球國際結算中的比重，已經升到第 5 位（見圖二）。第 5 位是很高的，但是人民幣的結算量比重遠遠低於中國的貿易量比重。在人民幣前面第 4 位的是日元，日元的結算量比重與日本的貿易量比重是差不多一樣的。這表示人民幣還有很大的空間，用作清算和結算中國國際交易的工具，來替代美元和其它外幣。2016 年跟 2010 年不一樣的是美元的比重變成第 1 位，超過了歐元。歐元區經濟有很多問題，匯率也有問題，所以其它的經濟體就減少利用它作為國際清算和結算的貨幣了。

圖二：各經濟體貨幣國際結算與其國際貿易在全球中比重（2016年11月）



我們再看一下中國跨境貿易利用人民幣結算的發展(見圖三)。2010年之前，幾乎是零。從2010年開始，增長迅速，最高峰是在2015年，後面就開始下來了。下來的原因跟人民幣的匯率波動有關係。現在約有20%以上的中國境外貿易是利用人民幣結算的。長期來說，人民幣作為國際清算與結算的貨幣，還有很大的增長空間。

圖三：以人民幣結算的中國跨境貿易（單位：十億美元、百分比）



匯率能相對穩定，對跨境貿易和直接投資都有幫助，因為減少了一重風險。假如今天一個中國企業投資到美國，天知道十年以後人民幣跟美元的匯率是怎樣的。以往在 90 年代，很多日本人投資美國，以後都虧了，其中一個原因是日元的升值，所以匯率穩定是有幫助的。

我覺得匯率是一個非常重要的價格，我是在美國受教育的，市場經濟是美國經濟思想的主流，但我覺得匯率這種價格太重要了，完全交給市場來決定是有問題的，尤其是有很多投機者在內的外匯市場，因為他們只會考慮個人利益。美國這種資本主義市場經濟的國家也不敢把利率完全由市場決定，利率是美聯儲在決定，因為它實在太重要了。

中國現在每年有 5000 億美元的貿易順差，假如它都能回來中國的話，會大量增加中國的外匯儲備。在跨境直接投資方面，每年出去與進來的是差不多平衡，約 1000 億美元左右，也不應當有外匯儲備下行的壓力。現在很明顯的是很多中國出口商把出口收到的錢放在外國，暫時不回來了，準備等人民幣貶值後再回來，這是有問題的。

這牽涉到明康主席所說的信心問題，怎麼樣維繫這個信心？現時中國的國際貿易很多元化，對美國的出口只占中國出口總量不到 20%，人民幣沒有道理要盯住全球最強的貨幣。在美元超強，對全球其它主要貨幣都升值的時候，人民幣跟著美元，也就是對全球其它主要貨幣升值，影響到中國對其它 80% 的交易夥伴的出口，等於是變相漲價，是不合理的。反而盯著以貿易量加權的一籃子貨幣匯率指數比較合理。現時美元相對所有其它貨幣都在升值，假如人民幣就跟著這一籃子，也在升，但沒有美元升得那樣多，所以相對美元人民幣就貶值了，但是相對其它貨幣，人民幣是升值的。我看美元到 2018 年可能會下來，到時人民幣跟住一籃子也會下來，但沒有美元降得那樣多，相對美元人民幣是會升值的。長遠來看，比如說在歐元區或者東南亞的居民，他們會覺得人民幣的波動性會比美元要低，因為美元升的時候，人民幣不全跟它升，降的時候也不全跟它降，所以長期來說比較穩定，這會提高境外人士對人民幣的信心。

我就講到這裡。謝謝大家！

提問：劉校長您好，我是徐揚生教授的學生，現在在做境外並購。您剛才說到關於人民幣外匯管制的問題，對我們現在的境外並購專案困擾很大，我們非常擔心有一些專案被國家管住，現在已經被管死了，很多專案很難推動了，您覺得這個管制時間大概持續多長，到甚麼條件下有可能放鬆？是不是跟您說的 2018 年美元週期的調整類似？

劉遵義：你這個問題問得很好，我也不知道管制時間會持續多久。我想講一句話，你做的境外並購，數字不會過大，現在的外匯流失問題也不是在直接投資方面。中國對外直接投資每年是約 1000 億美元左右，但是每年進中國的外國直接投資也差不多 1000 億美元，是打平的，應當對外匯淨流出流進和外匯儲備升降沒有太大影響。另外中國每年還有 5000 億美元的貿易順差，中國原則上還有資本管制，有人就會問，這些順差去了哪裡？境外並購可能會有規矩，審查之後才可以出去，真正的境外並購，不是一個假的把錢弄出去，應當沒有甚麼問題。出口有假的，進口也有假的，現在要查的境外投資，就是那些作假的。我自己覺得境外並購應該是合理的，也不是大數字，批准了也不會影響太大。最主要的考慮是外管局有沒有能力管得住，合理的還是應當讓出去，不合理、不合法的不讓出去。

有很多事情是在灰色地帶的，舉個例子，拿銀聯卡去香港買保險，我聽說過很多故事，有人刷了 1000 次卡買保險，這應當是不合理、不合法的，是有問題的，應該控制。我覺得，直接投資境外並購，應當不會禁止。

我還有一個想法，我有這個想法已經很久了。我覺得境外直接投資，無論中國企業走出去，或者外國企業走進來，都是一樣，最大的風險應該是匯率的風險。直接投資一去十年，外匯對沖（hedge）頂多能買兩年，肯賣十年遠期外匯的機構，到時它們還存不存在是一個疑問，有很多風險。怎麼規避這種匯率風險？我的建議是：儘量借投資所在地的錢來投資，比如說中國企業要去美國買一個企業，那個企業已經經營多年，就可以把那個企業的股票或資產抵押出去，給在美國經營的商業銀行（包括中國商業銀行在美國的分支行）借美元來投資，這樣的好處是美元以後升值或貶值，對這中國企業的影響不大，因為它賺的錢是美元，資產是美元，負債也是美元。企業既然不是外匯專家，又何必冒匯率風險，比如說企業是搞電子的，就賺電子業的錢好了，對不對？外國人來中國，我給他們的

忠告也是一樣，他們何必冒人民幣匯率的風險，他們要來中國買企業或者買一個大樓，就在中國本地借人民幣買，這樣人民幣匯率升降對他們的利益也沒有太大影響。

假如一個中國向外直接投資者，80%借投資所在地的錢，只有20%是真正匯出的錢，外管局看到他是真正去那邊借錢，是真的投資，不是假投資，可能就批准了。這樣對中國向外直接投資者也好，對外管局也好，外匯流出也會大大降低。

提問：去年底、今年初以來，市場上大家開始討論，因為美聯儲加息通道，以及國內通脹PPI的上行，大家討論加息的可能性，您怎麼看？去年底確定的貨幣政策是穩健中性，加了“中性”兩個字，想聽一下您對這個事件的點評和看法。

劉遵義：我覺得中國在利率調整方面其實有很大的空間。甚麼道理呢？因為中國還有資本管制。美國加息跟中國加不加息，有一點關係，但不是最重要的因素。香港反而沒有這個空間，因為港幣要盯著美元，同時資金是可以自由進出香港的，美元加息港幣肯定要加息，因為不加息錢都走光了。中國不一樣，中國有資本管制，美國加息，就算中國不加息，資金並不是那樣容易流出，所以中國是應當有點空間。

我個人覺得，加息也好，不加息也好，中國存款和貸款現時有很大的利率差，實際上可以貸款利率不加，存款利率提高一點，這樣可能銀監會會有意見，不過這原則上是可以做的，中國沒有需要一定要長期維持一個大的利差。我覺得中國應當是還有空間的，不需要跟著美國加利息。長遠來說，美國利率如果一直加上去，中國可能不能避免，歐洲和日本可能也不會繼續它們的低利率政策。但是我覺得中國應當還是有空間應對美國加息的。