

# 中美货币互换协议的比较分析<sup>\*</sup>

潘圆圆<sup>①</sup>

**摘要:** 货币互换协议是国际金融领域比较新的概念,且美国和中国是签订和使用货币互换协议的重要国家,阐述和比较这两国货币互换协议情况,有助于了解互换协议的基本逻辑。美国和中国签订货币互换协议的动机显著不同:美国通过为美元资产提供流动性,稳定全球金融市场,减少潜在的对美国经济的负面影响。中国签订货币互换协议主要是为了促进对外贸易投资,另外也有补充流动性、帮助他国充实其外储、提供人民币储备资产、稳定海外人民币离岸市场等动机。中美货币互换协议的规模也有差异,美国提取额度较大。虽然,中国与互换国之间的贸易投资量还在增长中,但是使用人民币的比重不算高,目前提取的人民币额度有限。就特征而言,中国签订协议的国家比较多元化,对手国与中国关键经贸伙伴的重合度较高。未来中国将继续利用货币互换协议促进贸易和投资,同时发挥人民币补充全球流动性的作用。随着货币互换协议更多被使用的同时也面临更多风险,需要未雨绸缪给出预案。

**关键词:** 货币互换协议 人民币国际化 中国实践

2023年6月底,人民币汇率跌破7.25,创下2022年11月以来新低。有观点认为,中国和他国之间有巨额的货币互换,其他国家抛售人民币并兑换美元,这是人民币贬值的重要原因。货币互换协议是国际金融领域的概念,传统上美国等发达国家使用较多。中国对外签订货币互换协议是比较新的现象,中国的货币互换协议有什么新的特征,以及这类协议对中国和全球金融市场有何影响,都是需要持续关注并回答的问题。

双边互换协议(Bilateral Swap Agreements,BSA)也被称为双边互换额度(Bilateral Swap Lines,BSL)、货币互换额度(Currency Swap Lines)、流动性互换额度(Liquidity Swap Lines),是指两个中央银行之间交换货币的协议。目前,发达国家之间货币互换额度的数量较大,中国与新兴市场国家之间的货币互换协议增长也较快。其他国家(地区)如欧洲央行、日本、阿联酋、卡塔尔等签订了一定数量的货

币互换协议,但针对这些国家(地区)所签协议的研究较为有限。目前的研究主要集中在发达国家之间的货币互换,其中以美国的货币互换协议最受关注,同时中国货币互换的实践也日益引人注目。现有研究的角度包括,各国发起互换的原因、互换的规模、互换对象的选择、互换目的是否实现等。本文分为三个部分,第一部分以美国为代表,给出发达国家签订货币互换协议的特征。第二部分描述了中国签订货币互换协议的情况,并与美国的实践进行比较。第三部分是思考和建议。

## 一、美国货币互换协议的特征事实

美国是全球货币互换协议网络中最重要的国家。IMF数据显示,截至2020年,全球签订的货币互换协议共91个,协议金额共18850亿美元。其中,美国签订的货币互换协议共16个,占全球总量的比重约为18%。美国货币互换协议金额超过1万亿美元,

\* 基金项目:中国社会科学院智库基础研究项目“外商在华直接投资收益率:数量测算、特征解释及政策建议”(23ZKJC094)。

① 潘圆圆,中国社会科学院世界经济与政治研究所,副研究员,研究方向:国际投资。

占全球总量的比重约为 55%。本部分从签订协议的动机、协议的使用过程、美国协议的特点、已签协议几方面描述美国货币互换情况。

(一) 美互换协议的动机: 提供流动性稳定金融市场

美国和其他国家签订货币互换协议的主要目的是提供美元流动性。美国和其他国家的央行都有交换美元的需求。从美元需求方的角度来看, 其他国家的央行通过签订货币互换协议的方式能够获得美元。目前, 大量的金融资产以美元定价、交易和结算, 美元的流动性对进行跨国交易的商业银行很重要。但是当发生金融危机等特殊状况时, 美元流动性衰竭, 而商业银行对美元仍有较大需求量, 且数量超过了该国央行能提供的美元, 该国央行需要通过其他渠道获得美元。即使没有发生危机, 也可能因为该国持有的外汇储备数量有限, 难以满足本国商业银行对美元的需求。在这些情况下, 除了向 IMF 申请贷款等方法来获得美元外, 该国央行也可以通过货币互换的方式向本国商业银行提供其所需的美元流动性。

从美元供给方即美联储 (以下均简称 Fed) 的角度来看, 货币互换协议有助于稳定金融市场, 也很有存在的必要性。发生金融危机时, 外国商业银行面临偿债、付息和其他融资压力, 却难以获得足够的美元, 将不得不出售美元资产来获得流动性, 这会导致美元资产的价格波动, 并影响美国宏观经济。例如, 抛售美国国债会推高美国国债利率, 高利率意味着通缩, 而通缩不一定是 Fed 愿意看到的情况。Fed 为了减少对美国经济的负面影响, 将避免出现外国商业银行抛售美国国债的情况。Fed 向市场提供美元流动性能够帮助减少抛售的可能性。因此, 美联储有动力和外国央行签订货币互换协议, 允许外国央行向其管辖范围内的商业银行提供美元。

(二) 美国在不同时期签订的货币互换协议

美国的货币互换有较长的历史。Fed 在《联邦储备法》(Federal Reserve Act) 第 14 条的授权下操作货币互换额度, 所有的互换交易都要遵守美联储公开市场委员会 (FOMC) 的授权、政策和程序来进行。早在 20 世纪 60 至 70 年代的布雷顿森林体系时代, Fed 已经使用互换的方式来捍卫官方的黄金挂钩。1994 年根据北美框架协议 (NAFA), Fed 与加拿大央行签订了 20 亿美元的货币互换协议, 与墨西哥央行签订了 30 亿美元的货币互换协议。FOMC 每年更新 NAFA 下的互换额度, 额度提现也需要 FOMC 的批准。2018 年美国与墨西哥货币互换的额度增加到了 90 亿美元。

“9·11” 恐袭事件后, Fed 重新建立了货币互换额度。但直到 2007-2008 年金融危机后, 货币互换协议才成为全球范围内重要的一类协议。为应对融资市场日益增加的压力, 2007 年 12 月 FOMC 宣布已授权与 ECB 和瑞士国家央行建立货币互换额度, 随后又授权与 14 家央行<sup>①</sup>建立互换额度, 这些协议安排于 2010 年 2 月终止。为了应对短期美元融资市场再次出现的紧张局面, 2010 年 5 月 FOMC 宣布与加拿大银行、英国银行、欧洲央行、日本银行、瑞士国家银行建立临时性 (temporary) 货币互换额度。2013 年 10 月 Fed 和这些央行宣布, 临时性的互换安排转换为常备性 (standing) 的货币互换安排, 另行通知前一直有效。

新冠疫情期间, Fed 再次广泛利用互换协议来提供美元流动性。2020 年 3 月, Fed 将货币互换额度扩大到另外 9 家中央银行<sup>②</sup>, 加上签有常备性协议的 5 家央行, 这样与美国签订协定的国家总数为 14 个。

(三) 美国货币互换协议的特点

1. 互换额度本质上为单向

美国现有的货币互换额度在实质上有 “单向”

<sup>①</sup> 包括澳大利亚储备银行、巴西中央银行、加拿大银行、丹麦国家银行、英格兰银行、欧洲中央银行、日本银行、韩国银行、墨西哥银行、新西兰储备银行、挪威银行、新加坡金融管理局、瑞典央行和瑞士国家银行。

<sup>②</sup> 包括新加坡金融管理局、澳大利亚储备银行、巴西中央银行、丹麦国家银行、韩国银行、墨西哥银行、新西兰储备银行、挪威央行和瑞典央行。

的特点。现有的大多数货币互换协议是双边协议。“双边协议”在技术上的意思是两国的货币进行互换，两国都是对方货币的“接受国”（recipient）。但在实际中两种货币间存在“强势货币”（hard currency）和“弱势货币”（soft currency）的差异，而通常来说对强势货币的需求会更大，即两国签订货币互换协议的主要目的是获得强势货币。从这个角度看，货币互换协议实质上具有“单向”的特征。强势货币国对弱势货币的需求不大，参与货币互换协议是为了其他的“自私”目的，而不是出于利他的目的。

以美国为例，美国选择签署货币互换协议国的标准是，这些国家“压力的加剧可能会对美国经济和国际经济产生不受欢迎的溢出效应”。2008年美联储公开市场委员会（FOMC）会议记录显示，FOMC成员关心大量持有美国抵押贷款支持证券的国家，如果这些国家无法获得美元则可能抛售证券，这会推高美国证券利率并阻碍美国的复苏。相比较而言，美国对于获得和使用其他国家货币的动力并不强，2009年以来 Fed 只进行了预先安排的小额测试操作，除此之外 Fed 未动用任何外币流动性互换额度。

双边货币互换协议中存在两种货币都是强势货币的情况，澳大利亚央行和日本银行之间的货币互换是一个例子，在这种情况下对货币的需求仍然是不对称的。另外，也存在单边和多边的货币互换协议。日本单向地允许印尼将本国货币换成美元和日元，是一项单边协议。2008年全球金融经济危机后成立的清迈协议（CMIM）则是典型的多边协议<sup>①</sup>。

## 2. 互换额度类似于以货币为抵押的贷款

美国的货币互换协议类似于借贷，但这种“借贷”的抵押品与传统借贷所需的抵押品有所不同。操作货币互换的流程是，一国的央行以本国货币作为抵押品获得了外国货币，随后将外国货币贷出去。换言之，与传统的央行直接对本国商业银行发放贷

款不同，货币互换增加了“另一国央行”这个中间层，本质上仍然是央行向商业银行的借贷，增加中间层的目的是为借出货币国家的央行提供保障。

货币互换的抵押品是外国货币，这与传统借贷中多采用实体资产作为抵押品是不一样的。以 Fed 和欧洲央行之间的货币互换额度为例，ECB 以欧元为抵押品获得了美元的流动性。Fed 和 ECB 货币互换额度的设计，使得 Fed 获得了好的抵押品。欧元是重要的国际化货币，稳定性较好，作为抵押品的价值有保障。同时，Fed 不用直接面对欧洲商业银行贷出美元，这样降低了 Fed 面对的信贷风险，也减少了筛选成本。由 ECB 来挑选贷款对象贷出美元是比较合理的，ECB 是欧洲商业银行的监管机构，对本地商业银行的情况更为了解。ECB 为了避免风险会要求本地区的商业银行提供高质量的抵押品。ECB 向欧洲商业银行收取的利息，与 ECB 支付给 Fed 的利息是一致的。ECB 通过这些方法能有效控制贷款面临的风险。

总之，可以这样看待美国的货币互换额度：货币互换是以缓解金融市场压力，减轻市场压力对美国影响而签订的协议。货币互换额度实质上是美国对他国的单向贷款，因为有高质量的抵押品和借入货币国家央行的监管，这类贷款的安全性有保障。互换协议的特点也能解释为何大部分情况下，货币互换的提取和使用条款是保密的。贷款通常有“一案一议”的特点，条款的设计会依贷款对手的情况变化，灵活性很强，国家间贷款的条款也更加敏感。

## 二、中国货币互换协议的实践

中国从 2008 年开始签订双边货币互换协议，截至 2021 年，已经与 40 个国家（地区）的中央银行签署了超过 4 万亿元人民币的货币互换协议。中国成为美国之外的另一个货币互换协议大国。

<sup>①</sup> 1997-1998 年亚洲金融危机后，东盟、中国、日本和韩国建立了双边货币互换协议网络。2010 年清迈倡议是多边化的机制，这个机制监测成员国出现风险的可能性，并对申请 CMIM 资金的国家进行分析，决定是否提供帮助。参与 CMIM 的 14 个国家提供一定数量的资金，此后有权以该数量的倍数借款，以获得美元流动性。

### （一）中国签订互换协议的动机：促进投资贸易及其他

中国与他国签订货币互换协议的动机之一是促进中国对外贸易投资。如果外国进口商缺乏人民币，那么国外购买中国商品会受到影响。即使一些国家对中国出口量大，是对华顺差国，但如果两国贸易主要以美元结算，这些国家手中的人民币数量较少，该国在进口中国商品时会面临人民币不足问题。这些国家与中国央行签订货币互换协议来获得人民币，并将人民币贷给本国的进口商，能够缓解人民币不足的问题，货币互换协议能够促进中国贸易增长。持有人民币的外国投资者也可能增加对中国的投资。随着中国和外国之间的贸易和投资持续增长，人民币的国际化程度将进一步提升。IMF（2021）认为，与中国贸易关系紧密，尤其是对华出口多的国家更倾向于和中国签订货币互换协议。中国签订货币互换协议来促进贸易投资的动机与美国有差异，美国更看重通过货币互换来稳定金融市场。

中国签订货币互换协议也有金融方面动机。例如，向他国提供流动性，帮助他国充实其外储。代表性的例子是在2014年，阿根廷难以在国际市场上借入美元，通过与中国的货币互换，阿根廷得到人民币来兑换成其他货币，这缓解了阿根廷外汇短缺的情况。中国的货币互换额度对外提供了融资和保险，帮助陷入债务困境的发展中国家维持对外贸易和金融联系，中国的互换协议是全球金融安全网的重要组成部分。中国与他国签订货币互换额度也能够向离岸市场注入流动性，对外提供人民币储备资产，稳定海外人民币离岸市场。中国央行与香港金管局签订的货币互换协议有这方面的目的。

有研究认为，中国签署货币互换协议有政治和经济两方面的考虑（刘韬，2023），他国与中国签订协议反映了一国认同中国代表的国际新秩序，这有政治上的收益。也有研究认为，中国的互换协议实际使用不多，促进人民币贸易结算的作用有限，互换协议要实现的外交目的更明显。

中国货币互换协议在实现目的方面取得了一定

效果。有研究认为，中国的货币互换额度增加了外国能获得的人民币，促进了中国对外直接投资，推动了跨境金融交易的发展（宋科等，2022）。美国货币互换也在一定程度上实现了自身的目的，中美在这一点上类似。有观点认为，美国和五家发达国家央行进行货币互换的主要效果是资金从“接收国”流向美元标价的资产，降低了融资风险（Bahaj et al., 2018）。

### （二）中国货币互换协议的情况及与美国的比较

中国货币互换协议中约定的数量较大，但已提取的金额有限。根据《2022年人民币国际化报告》，截至2021年末，中国人民银行与累计40个国家和地区的中央银行或货币当局签署过双边货币互换协议，总金额超过4.02万亿元，有效金额3.54万亿。目前，已经使用的人民币互换额度的数量相对有限。根据《2017年人民币国际化报告》，截至2016年，境外中央银行或货币当局累计动用人民币金额3655亿元人民币（约550亿美元），占协议总金额3.3万亿元人民币的比重约为10%。根据IMF（2021）的数据，2014-2020年外国提取的人民币数量为350亿-400亿美元左右。通过货币互换协议提取和使用人民币的国家有阿根廷、蒙古、尼日利亚、巴基斯坦、土耳其、乌克兰。相比之下，已使用美元额度的数量要大得多。疫情期间，通过美国货币互换协议提取的美元在2020年5月达到最高峰，数量约4500亿美元。2008年金融危机期间，通过美国货币互换协议提取的美元最多时为5800亿美元。总体来说，通过互换协议提取美元的绝对数量较大，提取数量占总额度的比重也比较高。

中国签订货币互换协议的国家比较多元化，与中国关键经贸伙伴的重合度较高。中国签署货币互换协议的40个国家（地区）中，发达国家（地区）占30%，其余70%为发展和新兴市场国家（地区）。中国的40个对手国家（地区）中，亚洲国家（地区）占比为45%。2021年中国最大的20个贸易伙伴中，有15个与中国签订了货币互换协议。2021年中国对外投资存量最多的20个国家中，有13个与

中国签订了货币互换协议。比较而言,美国签订货币互换协议的国家主要是发达国家和富裕的新兴市场国家<sup>①</sup>。

中国货币互换协议延续的时间通常比美国协议约定的时间更长。中国的货币互换额度通常持续三至五年,也可能续签。除此之外,中国开始签订常备性的互换协议。2022年7月,中国人民银行和香港金管局签署了第一个常备性的货币互换协议。比较而言,美国货币互换协议约定的时间相对较短,从隔夜到三个月不等,这是因为外汇储备掉期市场的周转率通常不超过三个月。Fed也有部分互换额度是常备性的,如2013年美国与五大央行建立的货币互换额度即是如此。

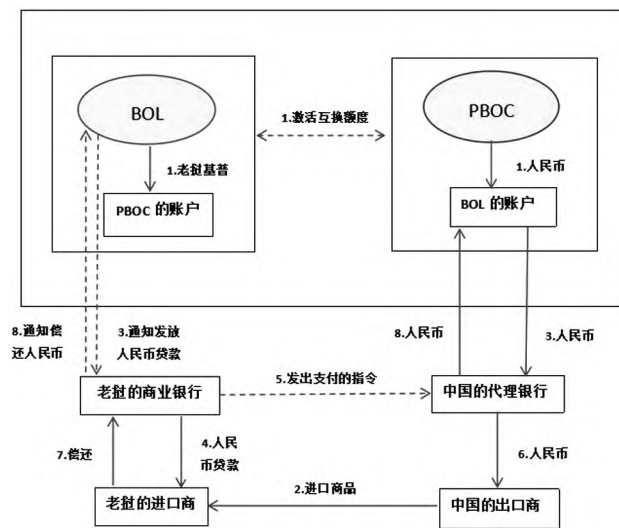
中国货币互换协议约定的利率与国家风险挂钩。中国货币互换额度的利息以上海银行间拆借利率(SHIBOR)为基准,同时考虑了人民币接受国的信用风险,根据信用评级和其他因素来确定针对单个国家的溢价(spread)。例如,中国与土耳其和蒙古之间货币互换的利率是在SHIBOR的基础上加200个基点,中国与阿根廷的互换利率是在SHIBOR基础上加400个基点(IMF, 2021)。美国通过货币互换获得一些收益,货币互换额度的利率约为0.3%。数据显示,2008-2009年Fed通过互换偿还得到的利润为40亿美元。

### (三) 从案例看国际收支对互换协议的记录

人民币是否是储备货币会影响国际收支中对交易的记录。以2014年中国和巴基斯坦签订的互换协议为例,巴基斯坦央行的资产负债表记录了协议鉴定后的变化。巴基斯坦央行持有以人民币标价的外部资产,计入“其他投资”下的“货币与存款”细项。但这笔资产无法被记为官方储备,因为人民币尚不是储备货币<sup>②</sup>。中国持有的卢比是巴基斯坦的负债,巴央行的资产负债表同样会记录这笔负债。

人民币成为储备货币后,国际收支对货币互换安排的记录则有所不同。以2020年中国和老挝签订

的互换协议为例,从老挝进口商的角度看交易的流程如图1所示。1. 老挝央行 BOL 与中国央行 PBOC 激活了互换额度,双方都将本国货币存入对方在本国央行开设的账户中,即 BOL 向 PBOC 设立在 BOL 的账户中存入老挝基普, PBOC 向 BOL 设立在 PBOC 的账户中存入人民币。人民币和老挝基普的汇率在互换协议中已有约定。2. 老挝的进口商向本国商业银行申请人民币贷款。3. 老挝商业银行向 BOL 申请人民币贷款。BOL 经过审核,通知老挝商业银行已批准了人民币贷款。随后 BOL 请求 PBOC, 将 BOL 设立在 PBOC 账户中的人民币转移至老挝商业银行在中国的代理银行。4. 老挝商业银行发出指令,中国的代理行依据指令将人民币转到中国出口商的账户中。这是老挝商业银行向老挝进口商提供的人民币贸易信贷。5. 到期日,老挝的进口商向老挝商业银行偿还人民币贷款。老挝商业银行通知 BOL 偿还人民币,并通过代理行将人民币存入 BOL 设立在 PBOC 的账户。



来源: 作者整理

图1 老挝进口商视角的中-老货币互换协议

对老挝央行来说,人民币存款是其外部资产,计入老挝的官方储备资产,这部分资产以人民币标

<sup>①</sup> 与 Fed 有货币互换额度的新兴市场国家包括巴西、墨西哥、韩国、新加坡。

<sup>②</sup> 2016年10月人民币被纳入 SDR 货币篮子,在此之前人民币不是储备货币。

价。根据IMF国际收支手册第六版的规定,成为储备资产需要满足一系列条件,包括立即可得、在一国货币当局控制下、出现国际收支问题时能提供帮助等。储备资产还要满足“以可兑换货币标价和结算”的条件。未提取的互换额度并不构成“现存的索取权”(existing claims),原则上来说不是储备资产。中国持有的老挝基普是老挝的负债,在老挝央行的“其他投资-货币与存款”项下,老挝央行的“储备相关的负债”有所增长。

### 三、促进中国双边互换协议发展的建议

可以预期,随着全球贸易和金融一体化的水平持续上升,在发生全球性和区域性流动性危机的情况下,美国将继续采取货币互换额度的方式来提供流动性。而中国也将继续利用货币互换协议促进贸易和投资便利化,增加对外金融合作。为此,或许中国可以增加人民币的国际化使用,同时注意防范相关风险。

#### (一) 稳妥推进人民币国际化

目前,中国正在加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局,人民币国际化对于新发展格局的构建有较为重要的意义。人民币的国际化使用有跨境贸易、投资和融资、基建等多个场景,具体可以区分为经常项目和资本项目两类。双边货币互换可以推动和促进中国和它国,尤其是和“一带一路”共建国家在贸易、投资、金融、能源等方面的合作,满足基础性和现实的交易需求。扩大使用双边货币互换能助力稳妥推进人民币国际化。

#### (二) 发挥互换协议补充流动性的作用

中国可以更多发挥人民币补充全球流动性的作用。目前的全球金融安全网对处于困境中的国家保障有限,在这个背景下中国的货币互换额度能为全球流动性提供一些补充。现有的全球金融安全网包括三个层面:IMF贷款、区域性金融协议、双边货币互换协议。前两个层面的要求较高,难以及时有效地提供帮助。IMF提供危机融资的要求较高,申

请贷款的国家需要满足一系列条件才能获得融资,这些条件和要求对西方国家和其盟友更有利,但有可能加剧发展中国家的不平等和贫困问题,对发展中国家经济增长的帮助相对有限。区域性金融协议也有类似的问题。现有的货币互换协议体系中美国是重要的国家,但Fed的货币互换协定主要针对高收入和富裕国家,对发展中国家的帮助也很有限。目前,全球69个低收入国家中有36个处于或接近债务危机(Kevin Gallagher et al., 2023),对流动性的需求迫切,在这种背景下中国的货币互换协议能够发挥一定的补充作用。

#### (三) 防范相关风险稳健推进货币互换

未来中国的货币互换额度也可能面临多方面挑战。货币互换协议是一种临时性的安排,这种安排能够降低对美元的依赖,提高人民币的国际地位,对人民币国际化有一定推动作用。目前,中国的货币互换额度使用的数量有限,需要更多的时间来观察货币互换协议,并对其发挥的作用进行客观评价。随着中国的货币互换额度更多地被提取和使用,可能会面临道德风险、抵押品价值波动、对手国偿还能力不足、汇率波动增加等情况,因此货币互换还需要与资本项目开放相协调。针对这些问题,都需要未雨绸缪给出预案,以发挥货币互换协议的积极作用。

#### 参考文献:

- 刘韬. 货币互换与人民币国际化 [J]. 国际经济评论, 2023 (3): 38-50.
- 宋科, 朱斯迪, 夏乐. 双边货币互换能够推动人民币国际化吗——兼论汇率市场化的影响 [J]. 中国工业经济, 2022 (7): 25-43.
- Bahaj, Saleem, Ricardo Reis. Central bank swap lines [R]. CEPR Discussion Paper, 2018.
- International Monetary Fund. International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template [R]. IMF, 2013.
- Kevin Gallagher, Marina Zucker. Getting Currency Swaps Right: How China is Filling the Void Left by the West [R]. The China Global South Project, 2023.
- Michael Perks, Yudong Rao, Jongsoo Shin, et al. Evolution of Bilateral Swap Lines [R]. IMF Working Paper, 2021.