

深入理解货币互换

■ 文 / 张莹

【摘要】2025年10月围绕中美两国与阿根廷的货币互换协议，引发了市场对于货币互换沦为债务工具、加重人民币贬值压力，或成为大国博弈中发挥金融影响力的政策工具的热议。从运行机制与实际效果来看，美阿协议的执行充满不确定性，货币互换也不会对人民币汇率造成显著影响。而通过与美国货币互换历史沿革的比较，我们发现中国对于这一政策工具的使用有着截然不同的考量，导致中美两国的货币互换框架在政策目标、协议性质、协议对象和协议规模上均存在显著差异。当前既不存在离岸人民币流动性不足，美元流动性不足的问题也随着美联储货币互换框架的不断完善基本得到解决，货币互换对推动人民币国际化的实际作用较为有限。央行应让货币互换回归其后备属性，构建更有层次的政策架构，提高政策透明度，以增进信任和政策信心。

2025年10月，美国财政部与阿根廷央行达成200亿美元货币互换协议，助力米莱政府赢得国会中期选举，并要求阿根廷退出与中国签署的等值180亿美元的货币互换协议，引发市场对于货币互换成为中美在大国博弈中发挥金融影响力的重要工具的热议。应当看到，此次美阿货币互换动用的是财政部外汇稳定基金，表明并未得到美联储支持，而是特朗普政府突破政策边界、服务于外交的策略性举措，此举在两国均引起巨大争议，其执行过程充满了不确定性，对此我们应谨慎看待。事实上，2023年阿根廷两度动用与中国的货币互换协议下等值50亿美元的人民币向IMF偿还外债的消息，就曾引发各界对货币互换沦为债务工具并加重人民币贬值压力的担忧，这揭示出市场对央行货币互换存在认识不足，需要加深对协议机制与政策框架的理解。而通过与美国货币互换历史沿革的比较，我们发现中国对于货币互换工具的使用有着截然不同的考量，导致两国的政策框架存在较大差异，由此引发对我国未来政策调整方向的思考与启示。

1

理解人民币货币互换安排

2008年全球金融危机爆发后，国际社会呼唤美元的替代品，人民币国际化应运而生，其中的一个重要内容便是货币互换安排。截至2025年上半年，我国签署的双边本币互换协议数量累计达到42份（有效协议30份），协议规模约为4.1万亿元。

央行货币互换协议是指中央银行（或货币当局）与外国（或地区）的中央银行（或货币当局）签订协议，约定在一定条件下，任一方可以一定数量的本币交换等值的对方货币，用于双边贸易、投资结算，或为金融市场提供短期流动性支持。需要注意的是，央行货币互换并非是对货币进行买卖或兑换，而是向对方发放了一笔本币贷款，到期后资金使用方须原数偿还，并支付相应利息。由于借贷双方均为央行，因此通常情况下央行本身没有汇率风险，汇率风险和资金成本由向央行申请借入外币的机构承担。

从运行机制和实际效果来看，与阿根廷的货币互换确有债务工具的性质，但不会对人民币汇率造成显著影响。这是因为：

（1）在货币互换协议下动用人民币需要满足一定条件，并经过中国央行的许可，对汇率的影响是可控的；（2）货币互换并不改变外汇敞口状态，对汇率的影响是短暂的；（3）中国签署的货币互换协议总额虽大，但实际使用率很低，对离岸人民币市场不足以构成冲击，对汇率的影响是微小的。

央行货币互换的积极意义在于一定程度上弥补了人民币不可自由兑换的不足。通过货币互换，央行能够提高国际市场上人民币的可获得性，使各国企业和居民在购买中国商品和服务时，不再受限于美元可获得性的约束。因此，理论上说，货币互换作为人民币国际金融基础设施的一部分，有利于推动人民币国际化和双边贸易发展。

然而，2013年10月美联储与5大央行建立了无上限常备货币互换机制，国际市场上美元流动性不足的问题已不复存在。从那以后，人民币国际化的发展就

趋于停滞，不仅在国际支付和国际储备中的份额长年徘徊在 3% 左右，难以取得突破（图 1），货币互换的发展也仿佛触到了隐形天花板。

如表 1 所示，在中国签署的 42 个货币互换协议中，有 36 个是在 2016 年底以前签订的。在那之后新签的协议只有 6 个，分别为日本（2000 亿元）、尼日利亚（150 亿元）、中国澳门（300 亿元）、老挝（60 亿元）、沙特（500 亿元）和毛里求斯（20 亿元）。

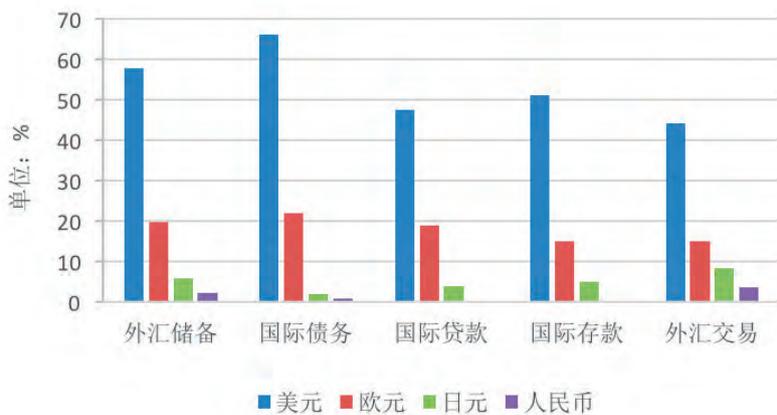
此外，尽管我国货币互换协议总额不断扩大，但实际使用率一直很低。根据《货币政策执行报告》，2023 年二季度末，境外货币当局动用人民币余额创下

新高，但也仅为 1150.8 亿元，协议额度的使用率约为 3.3%。而人民行动用的外币余额，折合美元仅为 4.2 亿。这不仅表明货币互换流动性的提供是单向

的，对我国的意义主要在于向别国提供人民币用于贸易与投资的结算使用，还表明其支持双边贸易的作用也并不显著，与我国约 42 万亿元的货物进出口总额相

图 1 主要国际货币的全球市场份额

单位：亿元人民币



数据来源: BIS, IMF, SWIFT, ECB。
注: 外汇交易数据截至 2022 年 4 月, 其他数据截至 2024 年第四季度。

表 1 中国签署的双边本币互换协议

单位：亿元人民币

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
当年新增	6500	1535	5127	3400	7520	5500	570	295
累计额度	6500	8035	13162	16562	24082	29582	30152	30447
新签地区	韩国 中国香港 马来西亚 印度尼西亚 阿根廷 白俄罗斯	新加坡 冰岛	新西兰 乌克兰 哈萨克斯坦 乌兹别克斯坦 泰国 巴基斯坦 蒙古	澳大利亚 土耳其 阿联酋	巴西 英国 欧元区 匈牙利 阿尔巴尼亚	俄罗斯 加拿大 瑞士 斯里兰卡 卡塔尔	智利 南非 苏里南 亚美尼亚 塔吉克斯坦	埃及 摩洛哥 塞尔维亚
新签个数	6	2	7	3	5	5	5	3

资料来源: 中国人民银行《人民币国际化报告 2022》。

比,仅千亿的使用余额实在微不足道。

事实上,当前既不存在离岸人民币流动性不足的情况,美元流动性不足的问题也随着美联储货币互换框架的不断完善得到解决,人民币国际化面临的真正问题是人民币的国际需求不足。然而,货币互换只是为人民币的使用提供了便利,并不能创造出对人民币的需求,因此对推动人民币国际化的实际作用较为有限。

此外,由于我国的货币互换协议覆盖面过广、额度设定过高,为了鼓励使用,利率也会设置得较低,易使签约国建立起可随时以较低成本获得人民币的预期,在某种程度上降低了签约国积累人民币外汇储备的动力,这也可能是人民币在全球外汇储备中份额长年徘徊不前的原因之一。

综上所述,随着国际环境和金融条件的变化,央行推动货币互换的主要目的也发生了变化。从最初的满足国际社会对美元替代品的需求、推动人民币国际化,转变为弥补人民币不可自由兑换的缺陷、增加人民币国际可获得性的工具。然而,从实际运行情况来看,目前发展趋于停滞,政

策框架有待调整。

2

美国货币互换的历史沿革

通过考察美联储货币互换政策框架的发展历程,我们发现中国对于货币互换工具的使用有着截然不同的考量。经过不断调整和完善,美联储有力地维护了美元主导的国际货币体系的稳定,也在无形中制约了人民币国际化的发展空间。

(一) 外汇稳定基金

美国与外国央行进行货币互换的历史最早可追溯到 20 世

纪 30 年代财政部外汇稳定基金 (ESF) 的建立。美国财政部通过设在纽约联储的账户将货币互换获得的外汇资金用于干预外汇市场目的是维护美元汇率的稳定。1960 年代,为了维持固定汇率体系,美国与 11 个欧洲国家的央行,以及日本、加拿大、墨西哥、国际清算银行 (BIS) 签订了货币互换协议。不过,随着 1974 年布雷顿森林体系的崩溃,各国转向浮动汇率,这些协议陆续寿终正寝。直至 1994 年北美自贸区协议的签订,货币互换才又重返历史舞台。

(二) 北美框架协议互换

1994 年,美国与加拿大、墨西哥在北美框架协议 (NAFA) 下签订了双边本币互换协议。最初的协议额度分别为加拿大 200 亿



美元、墨西哥 300 亿美元。加拿大从未使用过这一额度，墨西哥于 1995 年使用过，后于 2018 年将额度临时提升至 900 亿美元。该协议至今仍然有效。

(三) 美元流动性互换

在 2008-2009 年全球金融危机和 2011-2012 年欧债危机期间，离岸市场上的美元流动性紧张传导至美国本土，使得联邦基金利率经常受到欧洲市场需求的影响，出现开盘高、收盘低的现象。为避免离岸市场对在岸利率产生负面影响，干扰美国企业和居民的贷款行为，乃至经济运行和政策效果，美联储设立了美元流动性互换安排。从 2007 年底开始，美联储陆续与 14 个经济体签订了货币互换协议，覆盖面远超上世纪 60 年代。

这些货币互换安排最初都设有上限，美元由各国央行

通过拍卖和固定利率回购操作向市场提供。但是，随着资金紧张状况的加剧，部分协议的上限被多次调高。直至 2008 年 10 月，与英国央行、日本央行、欧央行和瑞士央行的货币互换上限被移除，四大央行以固定利率通过招标的方式进行配发。为降低道德风险，鼓励金融机构审慎经营，利率设定为美国国内银行间隔夜掉期 (OIS) 利率 +100 个基点，后降至 25 个基点。

如图 2 所示，该月货币互换资金使用余额一度达到峰值 5800 亿美元，约为当时美联储总资产的 1/4。随着市场流动性压力

下降，2010 年 2 月资金使用余额降至 0，互换协议过期失效没有展期。然而，仅仅 3 个月后欧债危机形势恶化，5 大央行 (加、英、日、欧、瑞士) 再度重启货币互换。美联储最终于 2013 年 10 月将与这 5 大央行的货币互换协议转为没有预设上限、到期自动展期的常备协议。

全球新冠疫情期间，为缓解更多经济体面临的美元流动性紧张，美联储将货币互换的范围进一步扩展。其中，与澳大利亚、巴西、韩国、墨西哥、新加坡、瑞典的协议额度为 600 亿美元，与丹麦、挪威、新西兰的协议额度为 300

图 2 美联储央行货币互换余额, 2002-2025

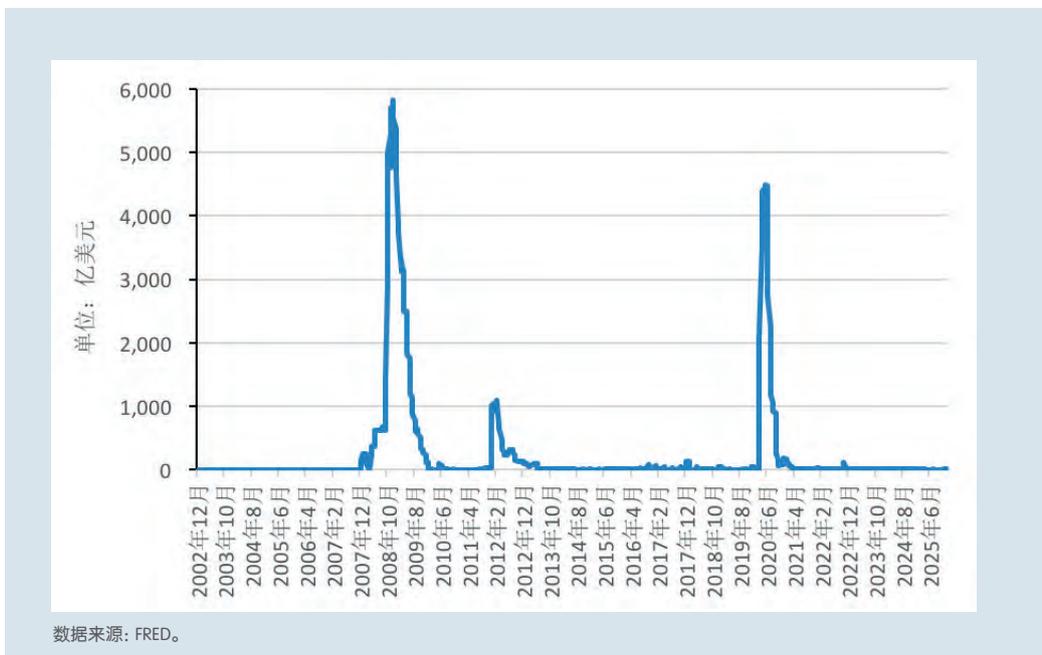
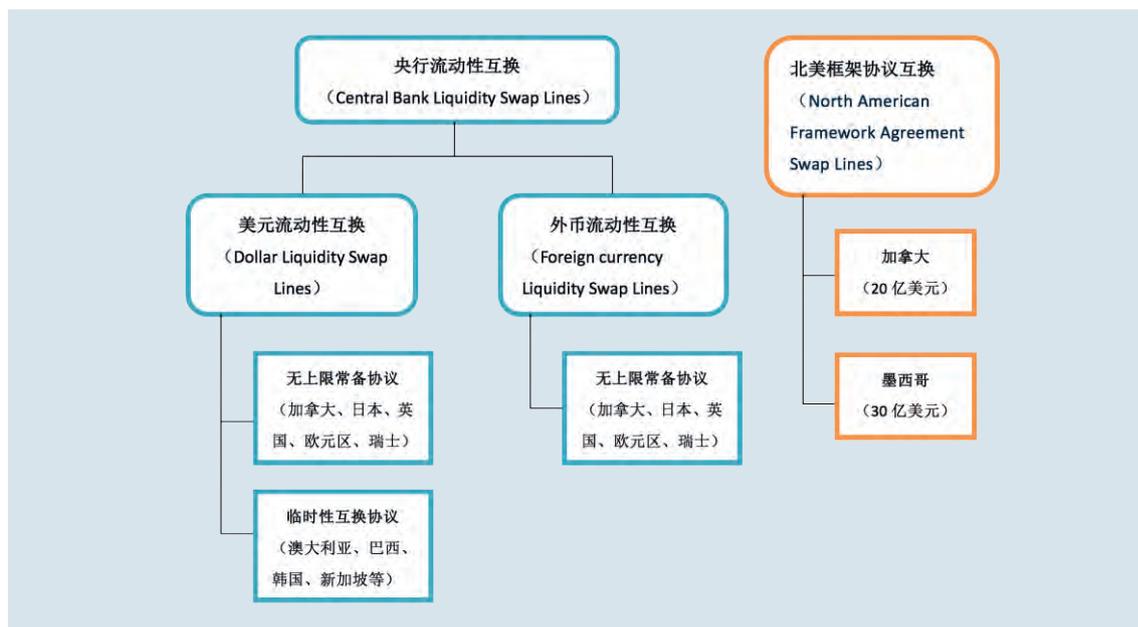


图 3 美联储央行货币互换政策框架



资料来源：美联储。

亿美元。这些均为临时性协议，有效期为 6 个月。

(四) 外币流动性互换

外币流动性互换是美联储为应对本土外汇流动性紧张而设立的工具。早在 2009 年 4 月美联储便与 4 个外国央行签订了临时互换协议，这些协议于 8 个月后到期失效。2011 年 11 月欧债危机期间，美联储又与加、英、日、欧、瑞士 5 大央行签署了《外币流动性互换额度》(Foreign Currency Liquidity Swap Lines)，后转为常备协议。然而，由于缺乏需求，这些协议

从未被美联储实际启用。

综上所述，随着国际金融环境的变化，美国的货币互换也经历了一系列转变和调整，形成了现行的政策框架(图 3)。其主要目的由最初的干预外汇市场、稳定美元汇率转变为向国际金融市场提供美元流动性，避免市场动荡引发金融危机。机制设计从市场需要出发，政策架构层次分明，日臻完善。特别是从周期性安排转为无上限常备安排，为国际金融市场上的美元流动性提供了制度保证，巩固了美元的国际主导地位。

3

中美货币互换框架的不同

由于中美建立货币互换安排的出发点不同，导致两国在政策目标、协议性质、协议对象和协议规模等许多方面都存在较大差异。

(一) 政策目标不同

美联储建立与外国央行的货币互换安排，是为了解决离岸市场美元流动性紧张问题，避免其对国内金融市场和经济运行造成

干扰,有力维护以美元为中心的国际金融体系的稳定。而中国央行开展货币互换的主要目的是推动人民币国际化,促进人民币在双边贸易与投资中的使用。2022年俄乌危机爆发后,货币互换作为人民币国际金融基础设施的一部分,其意义进一步转变为摆脱对美元的依赖、为危机时的双边贸易与投资提供支持。

(二) 协议性质不同

美联储的货币互换安排属于后备性质,以不干扰正常金融市场运行为出发点进行构建,主要在危机期间启用。除与欧、瑞、英、加和日央行签署的常备协议外,其他均为临时性安排,协议持续时间一般为6个月。而人民币货币互换安排是为鼓励人民币的国际使用而设,随时向贸易伙伴国提供人民币供双边贸易和投融资结算使用,故为常备性质,协议有效期也较长,一般为3-5年。

(三) 协议对象不同

美联储选择协议对象时主要基于以下四点考虑:(1)该国的美元市场在全球美元市场上的重要性;(2)该国经济对美国经济的重要性;(3)该国货币政策的审慎程度,如央行独立性

等;(4)货币互换确有必要。因此,与美国签有货币互换协议的大多为发达经济体,除新加坡外均为浮动汇率制度。新兴市场和发展中国家基本被排除在美联储货币互换的圈子之外。而中国选择的协议对象更加广泛和多样化,标准尚不明确。协议国家的地理分布非常广泛,既有发达经济体,也有新兴经济体。其中,不少国家都曾经爆发过货币危机,如阿根廷、智利、俄罗斯、泰国、印尼等。

(四) 协议规模不同

美联储的货币互换框架层次分明,除5个常备协议无上限外,其他协议的额度均不超过600亿美元。而中国货币互换协议额度的设定并非基于市场对人民币的实际需求,因此额度普遍偏高。例如,中国香港(8000亿元)、新加坡(3000亿元)、欧央行(3500亿元)、英国(3500亿元)、澳大利亚(2000亿元)、加拿大(2000亿元)、日本(2000亿元)、韩国(4000亿元)、印度尼西亚(2500亿元)、马来西亚(1800亿元)、俄罗斯(1500亿元)等。考虑到额度的实际使用率很低,且到期后均予续签,上述协议都

相当于无上限常备协议,政策框架缺乏层次。

4

人民币货币互换 路在何方

(一) 货币互换的发展空间有限

在我国已经签署的42个货币互换协议中,有12个协议到期后未续签,如瑞士、乌克兰、哈萨克斯坦等,说明对方缺乏人民币需求,协议没有存续的价值。而在30个有效协议中,主要贸易伙伴均已覆盖且协议额度充足,实际使用率仅为3%左右,并且近三年除沙特、毛里求斯外没有新签协议,预计未来货币互换的发展或难有大的突破。

(二) 货币互换应仅作为后备机制

货币互换对促进双边贸易发展、推动人民币国际化的作用有限。目前人民币的主要应用场景是与中国有关的贸易与投资交易,在地理上则主要集中于大中华区。在资本账户不能完全开放、人民



币不可自由兑换的情况下,任何推动人民币国际化的努力都将事倍功半。而在美元主导的国际货币体系下,人民币发挥作用的空间不大,不如让货币互换回归其后备属性,由市场需求来决定其规模和存续。

(三) 构建多层次的货币互换政策框架

在此基础上,人民银行应更审慎地选择签约对象,让政策架构更有层次。目前与中国香港的互换协议已转为常备协议,协议额度扩大至8000亿元,未来可考虑将与英国、新加坡等主要离岸人民币交易国以及与我国有着

紧密经贸关系的友好国家的协议转为常备,同时剔除一些货币政策不稳定、经常陷入货币危机的国家或地区。此外,由于现阶段人民币的国际需求不大,过高的协议额度并不会会有更多的帮助,反而可能滋生道德风险、抑制人民币国际储备份额的增长,应为每

个协议设置合理上限,并对于将货币互换作为债务工具保持谨慎。

(四) 改善信息发布以提高政策透明度

目前我国签订的41个货币互换协议内容均未公布。由于协议内容不详、交易数据缺失,难以对政策进行深入研究或评价。美联储则在其官方网站上将5大央行签订的互换协议原文发布,纽约联储每周更新货币互换交易信息(包括国别、金额、期限、利率),并提供2007年以来所有交易的时间序列数据供下载。未来人民银行应着力改善信息发布,进一步提高政策透明度,以增进市场信任和政策信心。📍

(作者系中国社会科学院经济研究所副研究员)

参考资料

[1] 参见 Brett Berger. 2016. "Addressing global dollar liquidity strains: The role of the Federal Reserve's Swap Arrangement", Federal Open Market Committee Meeting Minutes.

[2] 这些欧洲国家包括:德国、法国、英国、意大利、比利时、荷兰、瑞典、瑞士、奥地利、丹麦、挪威。