

美国货币互换体制的法律缺陷及对中国的启示

崔 蕾

(西南政法大学 国际法学院,重庆 401120)

摘要:美联储的货币互换体制以货币互换协议为基础,并经由协定的网络化,着力巩固美元在全球货币体系中的核心地位。对于正在着力推进人民币国际化的中国而言,美联储的做法值得借鉴。但美联储货币互换机制存在主体不适格、风险防范机制不完善、正当性不足等问题,中国理应采取相对应的措施对人民币互换机制予以完善。

关键词:货币互换机制;主体适格性;风险防范机制;正当性

中图分类号:DF962

文献标志码:A

文章编号:1008-5831(2015)01-0138-05

近年来,人民币国际化成为中国经济领域内的重要议题。人民币国际化,就其内涵而言,包括三个方面:其一,人民币能够自由跨越国界,在国际金融市场上实现自由兑换;其二,在国际贸易中被广泛地使用为结算货币;其三,人民币成为各国的储备货币^[1]。其中,通过双边货币互换协议实现人民币的可自由兑换,是人民币国际化的最基本前提。基于此,与其他国家央行或货币当局签署货币互换协议,成为近年来中国人民银行着力推进的工作。据统计,自2008年以来,中国人民银行已先后与25个国家或地区的央行及货币当局签署了货币互换协议,涉及规模27332亿元。仅2014年初至9月,中国人民银行已经先后与新西兰央行、蒙古央行、瑞士央行和斯里兰卡央行签署货币互换协议,规模总计2000亿元人民币^[2]。

在中国着力推进与其他国家签订人民币互换协议的同时,美国以美联储为主体,也在着力建构以美元为中心的货币互换网络。2007年底开始,各国金融机构为降低风险资产比率并着力提高资本充足率,纷纷采取去杠杆化策略,将持有的风险资产大量出售。这些行为对全球的美元银行间融资市场造成了巨大的压力,导致美元拆借利率出现急剧攀升。鉴于此,2007年12月起,美联储不得不先后与其他国家央行签署双边美元互换协议,以增加其他国家央行向本国金融机构提供美元融资的能力,从而缓解全球范围内的资金流动性短缺问题。2013年10月31日,美国、欧洲、瑞士、英国、加拿大等6国央行宣布,6国相互之间已经达成成长期的、无限的多边货币互换协议。这一事件标志着以美联储为中心、各主要发达经济体央行参与的国际货币互换网络初步形成。

美联储等6国央行建立的双边货币互换网络,在事实上建构起了以美联储为最后贷款人的垄断机制。有学者指出,美联储承担世界上另外发达经济体的最后贷款人职能,改变、分化了国际货币体系,国际货币体系进入了大西洋体系的新阶段^[3]。一方面是人民币强势谋求国际化;一方面是美元试图维持其在国际货币体系中的核心地位。尽管中美两国的目的不同,但两国建立货币互换体制的基本思路一致,即以双边货币互换协议为基础,进而建构以本国货币为核心的货币互换网络。美联储建立货币互换体制的具体实践在很大程度上对中国建立人民币互换机制具有重要的借鉴意义。

一、货币互换协议签订主体的适格性问题及其完善

美联储或者中国人民银行有权代表本国对外签订货币互换协议是不言自明的问题,既有研究均未对此提出过质疑。然而,从法律角度视之,美联储或者中国人民银行签订货币互换协议的权限值得商榷。

货币互换协议的法律性质对签订主体具有适格性的要求。货币互换协议是双方按事先约定在期初交

换等值货币,在期末再换回各自本金并相互支付相应利息的协议。货币互换过程实质上包含两笔交易,即一笔即期外汇买卖交易和一笔反向远期外汇买卖交易。在远期外汇买卖交易中,交易双方锁定未来的外汇风险,从而规避汇率带来的风险。不仅如此,货币互换还有助于交易主体利用其自身在不同货币市场的相对优势,降低融资成本、优化资产负债结构。

货币互换早期用于商业活动中,后各国央行将其作为货币政策工具,广泛用于调控货币供给、利率与汇率等。由于货币互换涉及多币种,客观上需要全球化背景下各央行的紧密合作。与商业性的货币互换不同,央行货币互换的主要目的是为了稳定外汇市场,或者获得流动性的支持。简言之,协议双方在进行贸易与投资时,可不使用第三国货币,而是直接使用本国货币进行计价和结算,从而有效地规避汇率风险,避免不必要的汇兑损失。在一定时期内,当互换货币累计到约定的额度时,由协议双方央行进行汇兑结清。

如果是纯粹商业意义上的货币互换协议,基于商法自由、意思自治的原则,对交易双方主体的适格性通常没有严格的限制。然而,无论是美联储,还是中国人民银行,对外签订的货币互换协议并非属于商业意义上的货币互换协议。本文所讨论的货币互换协议为各国央行或货币当局间就货币互换事宜所达成的协议,性质上应属于国际条约。由于货币互换协议并非意在为将来制定共同的行为规则,而在于解决当前的具体问题,即规避汇率风险,避免汇兑损失,维持金融秩序的稳定,因此货币互换协议可进一步认定为契约性的国际条约。

既然货币互换协议是国际条约,那么签约协议主体的适格与否直接关涉到货币互换协议的有效与否。美联储与中国人民银行作为美中两国的重要政府部门,对外签订金融领域的协议似乎顺理成章。然而,从美国的《联邦储备法》与中国的《中国人民银行法》的有关规定看,美联储与中国人民银行的权限,事实情况却并非如此。

美国《联邦储备法》对美联储的权限作了明确的规定,其中与美联储签订货币互换协议权限的有关规定主要见于该法第14条的第1段、(a)款与(e)款等条款。《联邦储备法》第14条第1段规定:联邦储备银行得根据联邦储备体系委员会规定的规章制度,在国内外的公开市场上购买并出售国内外银行、企业、公司或个人电汇等。第14(a)规定,联邦储备银行有权以国内外的金币、金块进行交易或提供贷款。第14(e)则规定,联邦储备银行有权根据联邦储备委员会的指令、指示及规章制度在外国建立并维持帐户,指定代理行,并在该国设立代理机构。

美联储委员会总顾问 Howard Hackley 认为,《联邦储备法》的上述规定授权美联储在外国开设账户,并通过这些账户持有外汇,可以理解为民联储有权签订货币互换协议并从事货币互换交易。然而,Hackley 的这种观点难免有些牵强。正如 Hackley 自己所承认的,目前没有任何法律条款对联邦储备体系的外汇或外汇交易操作作出明确规定,也未明确授权美联储从事此类操作^①。

美联储作为货币互换协议签订主体缺乏坚实的法律支撑,导致美国国内对美联储对外签订货币互换协议并提供货币互换存在质疑。如 Robert Auerbach 在 2011 年明确指出,美联储向外国提供贷款未经美国国会的批准^②。换言之,美联储未经授权无权对外提供货币互换。因此,美联储建构国际货币互换网络并提供美元本身缺乏国内法的依据,有可能因违反国内法而被宣告无效。

中国也存在类似的问题,即中国人民银行是否有权对外签订货币互换协议。《中国人民银行法》第4条对中国人民银行的职责作了详细的规定,其中跟货币互换协议有关联的见于该条第5项,即实施外汇管理,监督管理银行间外汇市场。然而,该项规定的主要目的确立了中国人民银行对商业性货币互换操作实施监督的职责,并未授权中国人民银行自身参与货币互换的操作。

如果考虑到在货币互换协议中中国人民银行实际上是承担全球最后贷款人的角色,则《中国人民银行法》第27条的规定值得关注,即中国人民银行根据执行货币政策的需要,可以决定对商业银行贷款的数额、期限、利率和方式,但贷款的期限不得超过一年。根据该条规定,人民银行贷款根据宏观调控的需要,可以灵活自如地调整人民银行贷款的数量和投向,通过控制贷款总量,制约社会总需求的增长,以调整增量的投向或调整存量的结构,促进增加有效供给,稳定货币,实现社会总需求与总供给的基本平衡。然而,这些条款仅仅是基于中国人民银行的国内金融稳定功能而作出的,未预见到人民币国际化过程中中国人民银行功能可能转化成为全球性最后贷款人的情形。

目前,中国人民银行对外签订货币互换协议的合法性依据只能求诸于《中国人民银行法》第2条的概括性规定,即中国人民银行承担防范和化解金融风险、维护金融稳定的职责。笔者以为,考虑到美联储实施货币互换所遇到的质疑,有必要在第2条的基础上作进一步的明确,即对《中国人民银行法》进行修订,明确中国人民银行作为全球最后贷款人的职责,避免中国人民银行签订货币互换协议并进行货币互换操作的合法

^①Bretton Woods Agreement Act Amendment; Hearing on H. R. 10162 Before the Comm. on Banking & Currency, 87th Cong. 1962:156.

^②Audit the Fed; Dood - Frank, QE3, and Federal Reserve Transparency; Hearing Before the Subcomm. on Domestic Monetary Policy and Tech. of the H. Comm. on Fin. Servs., 112th Cong. 14(2011).

性遭到质疑。

二、货币互换协议风险防范机制的缺失及其建构

货币互换协议,就其字面意思而言,似乎是个双向互惠式的协议,协定双方所负的权利义务对等。美联储主导的双边货币互换基本上采取如下方式:外国央行以当时的市场汇率向美联储出售一定数量的本国货币,同时购进美元。美联储将这笔外国货币资金存放在美联储在该国央行的专门账户上;相应地,美联储提供的美元资金则存放在该国央行在纽约联储开设的专门账户上。与此同时,美联储和该国央行签署一份远期交易合约,承诺该国央行将在未来某个确定的日期以相同的汇率购回这笔货币,以对冲第一笔交易。第二笔交易结束后,该国央行应按市场利率向美联储支付约定的利息。在上述过程中,当外国央行将其根据互换协议获得的美元以贷款形式发放给本国金融机构时,该美元款项将从该国央行在纽约联储的账户上直接划转至借款行,以便其用于美元支付。该国央行依然必须履行按期向美联储归还美元的责任。在实质操作中,美联储获得的外币构成联储资产负债表上的资产,外国央行存放在纽约联储的美元资金构成美联储的负债^[4]。从会计账目的设置上看,货币互换似乎确实为协定双方的互相贷款。

但事实情况并非如此,在既有的货币互换协议中,无论是美联储主导的,还是中国人民银行主导的,都是以单向性地供应货币为形式,即主货币(美元或人民币)发行方向协定另一方以固定汇率提供主货币以缓解对方短期流动性不足的问题。以美联储货币互换协议为例,互换协议到期日,各国央行需以市场利率为基础向美联储支付一定的利息,这等于各国央行向其辖区内机构放贷美元的利息收入。从其表现形式看,货币互换实际上是美联储以其他国家央行为交易对手而开展的货币售后回购行为,而究其本质而言,则是以外国货币为担保进行的贷款行为。在货币互换协议中,协定双方的权利义务实质上是不对等的,美联储或中国人民银行在事实上是承担类似于全球最后贷款人的角色,而该角色的重要性则取决于该货币在全球范围内的被接受程度。

从这个角度看,主货币发行方存在风险,简言之,存在贷款无法收回、担保物贬值不足以覆盖贷款风险的可能性。然而,既有的货币互换协议并未针对此类风险设置相对应的风险防范机制。

一是,互换货币流向的不可控性风险。以美联储货币互换的实践操作为例,外国央行在获得美联储所提供的美元后,将分配给本国的金融机构。然而,外国央行如何分配所获得美元,以及这些美元最终流向哪些领域,何种用途?由于现行的货币互换协议并未对此加以规定,外国央行无须向美联储披露具体情况。如美国参议员 Alan Grayson 在质询美联储主席伯南克时追问最终谁将获得美联储所提供的货币时,伯南克表示,仅能知道美元流向了欧洲及其他国家的金融机构,至于具体谁在使用,如何使用,则无从得知^③。

货币流向不清,意味着贷款风险的不可计量。在货币互换风险链条中,贷款方货币能否得到及时、足额偿还,最终取决于这些货币投向领域的商业风险与货币使用者的道德风险。如果借款方国内的金融机构及其客户发生大面积的违约行为,将导致其违约风险经由借款方央行或货币当局逆向传导至贷款方。

基于此,笔者以为,有必要在货币互换协议中对货币使用的用途加以初步限定,并建立定期报告制度,要求借款方央行或货币当局定期按时向其通报货币流向,以便借款方央行或货币当局能够有效地评估货币流向的风险,并采取相应的预防措施。

二是,贷款担保不足的风险。如前所述,货币互换交易本质上属于担保贷款,即借款方央行或货币当局以本国货币作为担保物向贷款方申请贷款。从表面上看,担保物系与贷款方贷款货币等值的借款方货币,风险应该较小,但事实并非如此。其一,货币互换协议的借款方国内通常已发生或将要发生金融不稳定的情况,相应的该国货币价值不稳定甚至发生贬值的可能性较大;其二,货币互换协议有从紧急状态下的临时性向常态化的长期性转化的趋势,如2013年美国与其他主要经济体即提出要建立长期的货币互换机制。这意味着借款国货币贬值的风险可能性进一步加大。

美联储货币互换协议对贷款担保不足的风险重视不足,也未设置相应的风险防范条款。笔者以为,中国人民银行在对外签订货币互换协议时,可考虑设置定期调整条款,即设置一定的调整期限,在期末时考察借款国货币与本国货币的汇率变化情况,并根据该情况要求借款国央行或货币当局调整补充相应的借款国货币,以降低风险。

三、货币互换协议正当性的不足及其矫正

货币互换协议的泛政治化倾向导致货币互换协议结果的正当性成为众所关注的重点,即该协定的政治性后果,包括负面效应的外溢,可能会对国际社会的整体利益产生不利的影 响。而2013年美联储主导建立的货币互换网络造成这样一种可能性,即负面效果经由货币互换网络被成倍地放大,从而引致国际社会的普遍关注。

货币互换网络具有其存在的合理性。其一,货币互换网络有助于缓解全球范围内各金融机构的短期融

^③CSPAN, Alan Grayson: "Which Foreigners Got the Fed's \$ 5,000,000,000,000?" Bernanke: "I Don't Know," YouTube, [EB/OL] <http://www.youtube.com/watch?v=nONYBtkE1yQ/>. 2013-08-21.

资压力,尤其是在某一期限内以美元获得融资方面所面临的强大压力。美联储以外国货币为抵押品向外国央行提供美元贷款,外国央行则在本国国内以美元拍卖的方式向金融机构提供资金。美联储通过双边或多边美元互换机制为外国金融机构融资,既缓解了后者的资金流动性压力、降低了融资展期风险,又通过利率的提前锁定增加了融资成本的可预见性,从而降低了外国金融机构在融资出现紧张时抛售美元资产的可能性,进而有助于维护全球金融市场稳定。

其二,国际货币互换网络的建立有助于抑制金融危机的跨境传染。Aizenman 在 2010 年曾指出,美国次贷危机爆发后韩国与美国签署的双边货币互换具有重要的释放信号作用,从而有助于稳定市场信心^[5]。而此后美国先后与世界各主要经济体签订货币互换协议,建构货币互换网络,向特定的国家提供额外的美元流动性支持,客观上使特定国家增加了干预金融市场、应对危机冲击的能力,更重要的在于增强了投资者对金融市场的信心,避免了投资者因为信心受损而人心惶惶,从而逃离金融市场,进而产生羊群效应。

其三,国际货币互换网络在增强外国央行提供美元流动性能力的同时,能够降低其积累外汇储备的必要性,进而降低外汇储备积累所需成本。美元互换协议的签署极大地增强了这些国家提供美元流动性和干预金融市场的能力,无须再运用外汇储备即可解决美元流动性的问题。

美联储在签订货币互换协议乃至建构货币互换网络时因过于强调政治性而存在严重的正当性缺陷。在美联储国际货币互换网络中,美联储行使的是全球最后贷款人职能。在建构货币互换网络过程中,美联储有意识地模糊互换网络内外的界分与网络外机构“加盟”互换网络的标准,加入货币互换网络的门槛不得而知。冷战结束后,国际关系格局发生了重大变化,意识形态不再是划分世界的标准,取而代之的是经济合作、国际分工。换言之,经济利益一体化逐渐成为划分国际势力范围、国与国之间亲疏远近的新标准。

美联储主导的国际货币互换网络则以经济利益为基础,并将政治意图植入其中,借以谋取自身的政治利益。基于此,美联储选择加入国的标准并非完全基于经济水平或金融发展水平,而是与美国的政治战略密切相关。至今,美联储都没有明确的国际货币互换网络加入标准。当前的国际货币互换网络覆盖了欧盟、英国、瑞士、加拿大和日本,这些国家均属于发达国家与亲美国家,而以金砖国家为代表的新兴市场国家被完全排除在货币网络之外,这与世界的经济格局严重不符。美联储借助其强大的金融货币权力,同时借助其与相关国家的结盟关系,重新划分国际货币格局,将国际货币体系分化为美联储互换俱乐部货币体系和非美联储互换俱乐部货币体系。美联储的货币互换网络囊括了世界传统主要货币,从而形成相互支撑的利益链条,进一步巩固美元的既得利益及其国际地位。美联储主导国际货币互换网络,就其实际效果而言,对一国货币、资产乃至经济发展等都具有重要意义,客观上使国际货币体系逐渐由“牙买加体系”向“大西洋体系”过渡。

由于美联储建立的货币互换网络并非以需求为导向,而是以美国利益诉求为导向。不是所有国家都能指望在危机期间与美联储签署美元互换协定。如 Aizenman 与 Pasricha 指出,美联储在选择与新兴市场经济体签署双边美元互换时,会优先考虑美国银行风险暴露较高的经济体^[6]。Aizenman 进一步指出,双边货币互换签署的选择性意味着该行为是利益驱动的,只有那些与美国存在显著的贸易或金融联系的国家才有望获得双边货币互换^[5]。美联储主导建立的六大央行货币互换网络,反映了当今从全球化向全球分化的一种发展趋势^[5]。通过货币互换网络中的货币分配,在总量控制的情况下,美联储等主要经济体的央行实现网络外、网络内不同国家的结构性配给划分,形成了美元等主要货币的国际垄断机制^[7]。

美联储主导的货币互换网络本质上在于维护美元在国际货币体系中的主导地位。笔者以为,美联储货币互换网络是长期性减少协议国家的美元储备货币需求的制度创新,是以美国为首的主要发达国家对国际货币体系的一种制度化修补,本质上排斥其他新兴国家的介入。因此,在美国主导的货币互换网络中并没有出现发展中国家的身影。美联储为其他发达国家的央行提供流动性支持,充当最后贷款人角色,借此获得货币互换网络内国家的支持,从而进一步强化美元的强势地位。而这一货币互换网络的建立,在本质上是对具有稀缺意义的全球流动性的垄断,在该体系内部的货币、资产都将在未来享受到国际资本对其的“垄断溢价”;而不在该垄断体系的货币、资产,未来将比“牙买加体系”时代更加无序、更加没有底线、更加动荡、更加具有体系性风险^[3]。

简言之,美联储主导的国际货币互换网络将新兴市场国家推到风口浪尖上,使其经济稳定与增长面临重大威胁。自 2008 年国际金融危机以来,美国、欧盟、英国、日本等发达经济体为刺激经济,推出量化宽松货币政策,推动本币贬值,导致大量热钱涌入新兴市场国家,加大并助长了新兴市场国家的资本市场泡沫,许多国家由此出现通货膨胀、本币升值过快、出口大幅度减少等现象,甚至出现了社会矛盾激化的政治动荡。2013 年,美联储多次宣称要退出货币宽松政策。伴随着美元走强、风险资产价格下跌,全球资本加速回流到美国本土,从而对其他国家的资本市场形成冲击,这导致非美元货币迅速贬值,并对新兴市场国家的外汇储备形成严重的压力,金融危机和经济危机风险明显加大。如印度、印尼、巴西等新兴市场国家外资逃离趋势明显,资本市场下跌不止,汇率剧烈波动。

由于新兴市场国家被排除在美联储双边货币互换网络之外,这些国家不得不积累庞大的外汇储备,以

防御性地保障金融经济体系的稳定发展,进而提升对美元的依赖程度。根据金融危机理论,对美元的依赖增加,又会强化新兴市场国家的“货币错配”困境,使其无法摆脱金融体系内在的脆弱性。换言之,国际社会对新兴市场国家的信心进一步降低,新兴市场国家发生金融危机的可能性进一步提高。美联储货币互换网络实际上是以邻为壑的政策,是以牺牲其他国家的金融利益为前提条件,这导致其作为全球最后贷款人合法性地位缺乏正当性的有效基础,在未来势必遭到其他国家的强烈反对与质疑。

笔者以为,人民币货币互换协议乃至互换网络的建构,如欲具备正当性基础,应满足如下条件:第一,它能够降低全球范围内对美元的总需求,进而削弱美元霸权;第二,它能够同时实现美联储货币互换网络的同等功能,即向其他国家的金融机构提供必要的流动性支持,维持金融市场稳定、遏制金融危机传染,同时有助于其他国家缓解国际收支失衡;第三,它应该在经济上有效率,且不具歧视性,建立起明确的准入框架,以需求为导向,使各国央行包括新兴市场国家等弱势国家能够进入货币互换网络,不需要大规模地积累外汇储备也能保持国内金融秩序稳定,从而把有限资源投入到生产领域中去;第四,它应该对货币提供国与接受国都是有益的。对接受国而言,货币互换有助于恢复金融稳定;对提供国而言,货币互换能够保护其经济利益,如保护本国金融机构的外国风险暴露或稳定本国的出口市场。

当然,要达到如上目标并非一蹴而就的易事。人民币资本项目下仍然处于不能自由兑换的阶段,且中国央行在与外国央行签署货币互换协议时未承诺在必要时用美元回购人民币,这在很大程度上制约了人民币互换网络的实际效果。鉴于美元的强势地位,对外国央行而言,需要获得美元等国际货币才能干预外汇市场、维持本币汇率稳定,外国金融机构也需要美元等国际货币来解决短期融资问题。因此,除非外国央行能够直接在外汇市场上将人民币兑换为其他货币,或者用人民币向中国央行购买外汇,否则签署双边本币互换对维持金融稳定所起的作用将相当有限。但笔者以为,人民币互换网络的具体建构属于中国人民银行的实际操作层面需要考虑的问题。但从法律角度思考人民币互换协定条款的完善以及人民币互换网络的正当性基础,或将有助于从根本上促进人民币互换网络被广泛接受,从而确立人民币未来强势的国际货币地位。

参考文献:

- [1]王昆. 货币互换与人民币国际化对比及其意义分析[J]. 现代商贸工业, 2010(18): 96-97.
- [2]人民币货币互换再扩围今年累计规模2000亿[EB/OL]. (2014-09-17)[2014-09-30]. <http://rmb.xinhua08.com/a/20140917/1386842.shtml>.
- [3]徐以升. 从“牙买加体系”进入“大西洋体系”[N]. 第一财经日报, 2013-12-03.
- [4] Factors Affecting reserve balances, FED. RESERVE [EB/OL]. [2013-06-11]. <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/current/h41.htm>.
- [5] AIZENMAN J. International reserves and swap Lines in times of financial distress: Overview and interpretations[R]. ADBI Working Paper, 2010:192.
- [6] AIZENMAN J, PASRICHA, GURNAIN K. Selective swap arrangements and the global financial crisis: Analysis and interpretation [R]. NBER Working Paper, 2009:14821.
- [7]涂永红,赵雪情. 透视发达经济体的货币互换[J]. 中国金融, 2014(3):71-73.

The Legitimacy Defects of International Currency Swaps System and the Enlightenment to China

CUI Lei

(School of International Law, Southwest University of Political Science and Law, Chongqing 401120, P. R. China)

Abstract: Based on lots of currency swaps agreements and their cross-connection, the Federal Reserve made efforts to strengthen the core position in the global currency system, which provides guidance to China in its RMB's internationalization. While the Federal Reserve currency swaps system is lack of subject qualification, risk prevention mechanism, and legitimacy. We should take possible measures to avoid such problems.

Key words: currency swaps system; subject qualification; risk prevention mechanism; legitimacy

(责任编辑 胡志平)