

# 论脸书 Libra 的货币经济学难题<sup>\*</sup>

赵 鹞<sup>1</sup>, 马 伟<sup>2</sup>

(1. 北京师范大学经济与工商管理学院, 北京 100875; 2. 中国社会科学院美国研究所, 北京 100720)

**摘 要:** 脸书 (Facebook) 即将发行的数字加密货币“天秤币” (Libra) 引起了各方的广泛关注。与其他加密货币相比, Libra 的一个显著特点是采取 1:1 储备资产发行以期实现币值稳定。但是 Libra 面临四个方面的货币经济学难题: 一是 Libra 难以真正维持币值稳定。长期来看, 对 Libra 的需求增加会导致类似特里芬难题, 短期和小范围内的币值稳定在长期和大规模发行的情形下无法得到充分保证。二是 Libra 难以与主权货币共存。Libra 对于弱势货币的“入侵”会导致其对主权货币的替代, 出现类似美元化的“Libra 化”; 对于在 Libra 储备资产中的货币, Libra 在货币发行国国内的流通会出现与主权货币平行的不稳定关系。三是 Libra 将对央行货币政策形成干扰。Libra 对于储备资产的操作遵循非抛补利率平价理论, 会增强美国货币政策的全球传导效应, 与非常规货币政策形成对冲。四是 Libra 将对央行数字货币形成竞争, 对我国人民币国际化的推进带来挑战。鉴于此, 建议各国货币当局、金融监管当局防患于未然, 高度重视 Libra 可能带来的金融风险, 同时加快对加密货币的监管行动、完善监管措施, 减少 Libra 可能对主权货币、货币政策实施及金融稳定的不利影响。此外, 我国可结合落实“一带一路”倡议, 推动人民币数字货币“走出去”, 为人民币国际化增添新动力。

**关键词:** 虚拟货币; 数字货币; 金融科技; 天秤币; 主权货币

**中图分类号:** F49, F821

**文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9041-2019(09)-0003-09

## 一、引言

以比特币和以太币为代表的加密货币在近年来发展迅速。据 Coinmarketcap 统计, 截至 2019 年 8 月末, 全球共有 2259 种加密货币<sup>①</sup>。但是加密货币普遍存在着价格波动程度较高、价值不稳定等问题。与此同时, 许多大型跨国商业机构也开始尝试发行自己的加密货币, IBM 和摩根大通均表示即将推出自己的加密货币。2019 年 6 月 18 日, 全球最大的社交媒体——脸书 (Facebook) 宣布将联合其他多家机构共同发行一种新的加密货币 Libra (“天秤币”), 并公布了官方白皮书<sup>②</sup>。根据这份白皮书, Libra 的使命是建立一套简单的、无国界的货币以及为数十亿人服务的金融基础设施。Libra 有三个显著的特点: 一是采用安全可靠以及可扩展的区块链技术; 二是有资产储备作为后盾, 从而赋予其内在价值; 三是由独立的 Libra 协会治理。该白皮书指出, 发行 Libra 的目的是为了利用区块链技术推进普惠金融。同时, 脸书还将推行多个国家之间的跨国结算, 为全球民众提供更为低价的金融服务。一石激起千层浪, 由脸书

收稿日期: 2019-09-03

作者简介: 赵 鹞, 男, 北京师范大学经济与工商管理学院博士研究生;

马 伟, 男, 供职于中国社会科学院美国研究所。

\* 感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

①资料来源: <https://coinmarketcap.com>。

②资料来源: <https://libra.org/zh-CN>。

牵头的 Libra 项目在金融市场和监管层面引起了轩然大波,多个主要国家和经济体的中央银行、金融监管当局、立法机关均对此表示担忧与疑惑。美联储主席 Powell 表示,尽管脸书在宣布 Libra 项目之前与美联储进行过沟通,但美联储仍然认为 Libra 存在潜在风险<sup>③</sup>。2019年7月3日,美国众议院金融服务委员会主席 Waters 等人正式致信脸书,要求其暂停 Libra 项目。2019年7月16-17日,Libra 项目的负责人 Marcus 参加美国国会针对 Libra 举行的两场听证会,回答了相关问题。Marcus 表示,Libra 主要用于支付,不会与主权货币竞争,脸书愿意接受相关部门的监管。但是,对于 Libra 可能与支付宝、微信支付等第三方支付机构形成竞争的提问,Marcus 并未给出直接回应。这两场听证会远远不能打消各界对 Libra 的疑虑。Libra 这种新的加密货币与其他加密货币有什么不同,其背后的逻辑是什么,能够实现币值的稳定吗?Libra 如果真的大规模发行,会带来怎样的影响,存在哪些问题,以致于各国政府和央行,包括美国政府、美联储在内都对它如此警惕?据此,我们能得到哪些启示?本文将尝试对上述问题进行分析 and 回应。大多数文献主要从技术角度对 Libra 进行讨论,本文则尝试以货币金融理论为基础,分析 Libra 将会面临的四个货币经济学难题,以期为各国央行及其他有关部门完善虚拟货币监管机制、筹划推出法定数字货币提供参考。

## 二、维持 Libra 币值稳定的难题

根据 Libra 白皮书,libra 与其他加密货币最大的区别在于其使用 1:1 的真实资产作为储备和担保(称为 Libra 储备资产),有限承诺使用者可以将持有的 Libra 随时兑换为当地法定货币。关于 Libra 储备资产,目前脸书还没有披露更加详细的信息,白皮书仅说明将会是“一系列低波动性资产(比如稳定且信誉良好的中央银行提供的现金和政府证券)”。白皮书宣称,这样会促进 Libra 成为一种稳定币,从而与价格波动幅度较大的其他加密货币区分开来。值得注意的是,虽然 Libra 的储备资产包括不止一种主权货币,但是 Libra 只能选择占据储备资产中最大份额的主权货币作为稳定币的计价单位,比如以美元计价。但问题是,Libra 的币值真的能够保持稳定吗?

在现有的货币中,我们可以找到一些类似的例子来进行比较分析。法定货币的发行是依靠政府的信用,币值的稳定取决于政府的信誉。许多国家和地区政府为了增强自己货币的信誉,会选择以其他信誉更强的主权货币作为储备资产来进行本币的发行。一般来说,带有储备资产的货币的币值稳定性要高于其他主权货币。对于 Libra,最适合类比的是国际货币基金组织推出的特别提款权(SDR)。目前 SDR 的储备资产由美元、欧元、人民币、日元和英镑等五种货币所构成,所占权重分别为 41.73%、30.93%、10.92%、8.33% 和 8.09%,其价值由这些货币的当期汇率所确定。从这个意义上来说,Libra 与 SDR 的设定规则有很强的相似性,所以也有人把 Libra 称为 eSDR 或者 dSDR。但是,Libra 与 SDR 仍然有着显著的区别,一是发行机构的性质不同,二是应用的场景不同。

一方面,SDR 的发行是基于主权国家支持的国际组织的信用,而 Libra 的发行机构将是 Libra 协会。Libra 协会是一个总部位于瑞士日内瓦的非营利会员组织,其协会成员初始设定为 100 家,每个成员负责一个区块链的验证节点(Validator),成员包括分布在全球不同地区的各种企业、非营利组织、多边组织和学术机构。除脸书作为牵头会员之外,目前已经有维

<sup>③</sup>资料来源: <https://www.cnbc.com>。

萨卡 (Visa)、万事达卡 (MasterCard)、易贝支付 (PayPal) 和电子湾 (eBay) 等 27 家 Libra 协会成员。同时, 脸书对 Libra 项目的领导角色将于 2019 年结束, 此后则由 Libra 协会负责最终的决策。问题是, Libra 协会作为一个非营利机构, 与各国政府以及国际货币基金组织等国际机构相比, 其信用是值得怀疑的。当然, 货币发行并不一定是政府或国际组织的“专利”, 商业机构发行货币也是有先例的。比如在我国香港特别行政区, 就是通过汇丰银行、中银香港和渣打银行三家商业银行来进行港币发行的。但是, 香港实行的是联系汇率制度, 即商业银行发行港币时必须将等值美元上缴至香港金融管理局作为发行储备, 联系汇率制的这一安排保证了港币与美元汇率的相对稳定。白皮书宣称, Libra 也将采取等值储备的方式来进行货币发行 (白皮书称之为“制造和销毁 Libra”), 以此保证 Libra 与主权货币汇率的相对稳定, 即 Libra 的币值稳定。可见, Libra 稳定币值的思路与联系汇率制度是一致的, 即通过 100% 储备资产保证汇率的稳定。但是, 一旦 Libra 作为一种真正的货币进入金融体系后, 其是否还能坚持等值储备是值得怀疑的。事实上, 即使是没有大规模进入货币金融体系的 SDR, 其相对于货币篮子里头权重最大的货币——美元, 汇率在中长期看来也是有着较大波动性的 (见图 1)。当然, 即使 Libra 的未来币值下降, 其仍然是有一定的内在价值的, 只是这个价值会随着储备资产价值的变化而变化。就这一点来看, Libra 与比特币等其他加密货币的发行逻辑是有着本质不同的。

白皮书并未说明 Libra 如何在基于一揽子储备资产的币值与兑换单一货币汇率之间进行协调定价, 要解决这个问题也会相当复杂和困难, 并带来更多币值的不确定性。一个可借鉴的案例是阿根廷比索的稳定性。1991 年 3 月, 为了应对国内的高通胀, 阿根廷开始实行联系汇率制, 把汇率固定为 1 比索兑换 1 美元。联系汇率制在最初确实起到了遏制通货膨胀的作用, 实现了币值稳定。但是由于比索汇率高估, 损害了出口竞争力, 阿根廷的国际收支持续恶化, 长期依靠外债来补充国际储备。到了 2001 年底, 比索贬值的压力使得阿根廷出现了大规模的资本外逃。从 2001 年 12 月开始, 阿根廷政府决定实行限制提款和冻结存款的“小畜栏 (corralito)”政策, 限定每位居民每月从个人活期账户上提取现金不得超过 1500 比索, 这更加恶化了市场的预期。2002 年 1 月 5 日, 迫于比索的巨大贬值压力, 阿根廷政府被迫宣布放弃比索兑美元的 1:1 汇率, 这标志着持续运作十年的联系汇率制归于失败。最初比索兑美元汇率调整为 1:1.4, 贬值幅度达 29%; 此后不久又被迫转为完全浮动, 到 2003 年比索兑美元汇率为 1:2.9, 贬值幅度为 75%。历史一再表明, 当一种货币的联系汇率制一旦被打破或者放弃的时候, 其币值将会变得非常不稳定。Libra 可能也会面临同样的问题。

另一方面, 国际货币基金组织创立 SDR 的目的是为了弥补成员国储备货币不足, 当一个成员国发生贸易逆差时, 可以用 SDR 向其他成员国换取外汇, 以偿付国际收支逆差或是偿还国际货币基金组织的援助贷款。各国并不会将 SDR 应用到零售端的日常生活中, 而脸书宣称 libra 要解决普惠金融问题, 瞄准的是零售支付场景。脸书作为拥有 27 亿用户的超级社交媒体, 与全球主要支付机构及电商平台等的合作和在零售端的推广、应用是其优势所在。如果 Libra 真的得到大规模的推广与使用, 其“货币需求”势必会迅速增加, 这就不得不让人联想到国际金融理论中的“特里芬难题” (Triffin dilemma)。脸书试图建立的 Libra “货币体系”与布雷顿森林体系有一定的相似性: 一是可赎回性, 即 Libra 承诺其与储备资产特别是与美元的自

由兑换，并且保持稳定的价格，这与当年美国承诺保证美元与黄金的官价如出一辙；二是其他加密货币价格与 Libra 挂钩，甚至使得 Libra 成为其他加密货币的价格尺度，这与当年其他国家货币与美元挂钩并保持基本稳定的比价关系也是高度相似的。可以预见，未来随着市场对 Libra 需求增加、Libra 发行量相应增加，Libra 协会难免不会像美国当年放弃兑换黄金官价一样，不再提供赎回更多的 1:1 的储备资产的保证，以致 Libra 的储备发行制度难以为继，从而带来 Libra 币值大幅的波动。

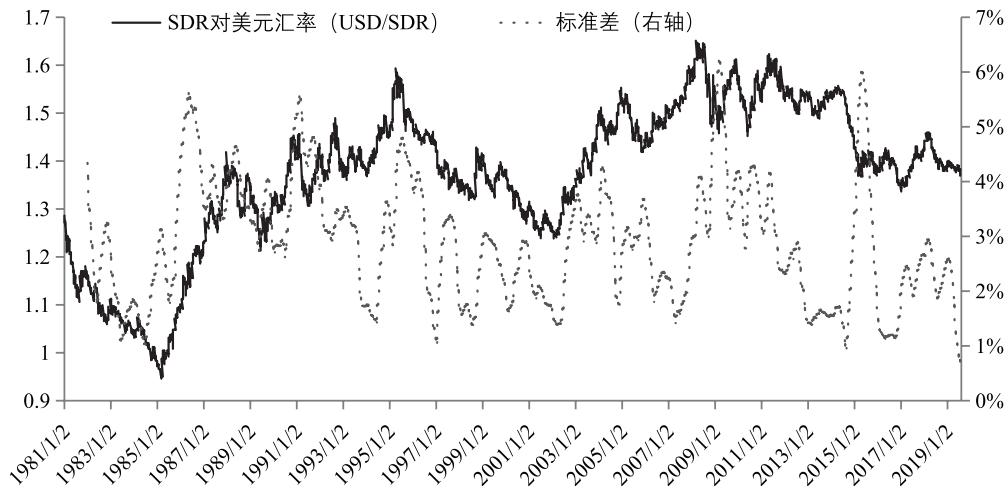


图1 1981-2019年SDR对美元的汇率变化

数据来源：国际货币基金组织官方网站。

注：标准差为1年期滚动标准差。

总的来说，相对于其他通常意义上理解的加密货币，Libra 的币值确实将更加稳定，主要是因为储备资产的存在，令 Libra 具有一定的内在价值。如果只是在初步阶段的小范围发行，其币值稳定应该是有保证的。但是对于 Libra 来说，如果仅是小范围使用，则无法保证其通用性，这样的“货币”是没有多大意义的，最终也无法成为大规模发行的通用货币。而如果 Libra 的发行规模迅速扩大，则有很大概率导致其无法进行足额储备，币值的稳定性也就难以得到保证，这样便无法成为真正的稳定币。总之，从长期来看，货币的网络效应和规模效应要求 Libra 做大规模，但这与 Libra 追求币值稳定构成了矛盾。

### 三、Libra 与主权货币共存的难题

白皮书大力推介 Libra 在跨境支付方面的便利性——“在国外工作的人可以通过一种方便、快捷的方式将钱汇回家，而大学生则可以像买咖啡一样轻松地支付房租”。虽然目前的国际支付安排存在很多不足，跨境支付的便利性还有待改善，但是跨境支付除了要考虑便利性之外，还要考虑反洗钱、反恐怖融资、防范非法交易等法律合规问题。包括比特币在内的加密货币的实践已经证明，它们不能很好地解决这些问题，甚至会带来新的麻烦（兰立宏和庄海燕，2019）。对此，Libra 并未提供新的解决方案。同时，对于许多目前仍然实施资本管制的国家来说，Libra 还可能成为跨境资金流动甚至资本外逃的工具，这是各国政府所不允许的。可以预见的是，如果 Libra 得到大规模推广，很可能会对一些主权国家的货币构成威胁。我们已经看到世界上不少国家由于本国货币信用不足，出现了事实上的美元化。同样，由于挂钩美元、

欧元、英镑等强势货币，Libra 很可能对一些国家主权货币造成严重的冲击，可称之为“Libra 化”（Librarization）。尽管人们目前还不知道 Libra 储备资产构成与运作的具体设想，比如储备资产由哪些货币及债券构成，但是鉴于国际货币体系尚未出现更明显的分化，美元及美元资产毫无疑问还保持着独一无二的国际地位，那么美元在 Libra 储备资产中的占比自然处于高位，故而“Libra 化”本质上还是美元化，只是采用了加密货币这种形式。自然而然地，Libra 大规模发行将是美元化的进一步推进，进而巩固美元在国际货币领域的霸主地位。

对于美国之外的任何一个国家，如果 Libra 在其国内广为流通，而本国货币又不在 Libra 储备资产中，本质上就是对该国法定货币的不同程度替代。对于其法定货币包含在 Libra 储备资产中的国家，Libra 的大规模使用，在本质上是两种货币体系在该国并行。Libra 如果保持与该国法定货币相对稳定的币值关系，甚至是固定的兑换比值，这种情况将类似于历史上的金银复本位制。根据格雷欣法则，将会出现“劣币驱逐良币”的情况，即只有被高估的那种货币才会进入流通。具体而言，考虑到纳入 Libra 储备资产的主权货币属于强势货币，并且可以与 Libra 自由兑换<sup>④</sup>，那么国内市场主体就会面临两个汇率，一是 Libra 与当地法定货币的即期汇率，其主要受当地 Libra 供需关系的影响，可称之为市场汇率；二是 Libra 协会根据储备资产价值折算的以当地法定货币标价的 Libra 价格，可称之为官方汇率。下面以美元为例，说明当 Libra 兑美元的市场汇率与官方汇率不一致时可能出现的两种情形，并将其与金银复本位时的情形进行对比。如表 1 所示，Libra 兑美元的市场汇率与官方汇率不一致可能产生两种后果：其一，Libra 的当地价格被高估，进而出现“劣币驱逐良币”，即 Libra 驱逐美元而成为流通货币。根据白皮书披露，Libra 持有人不享有储备资产的投资收益，这将强化 Libra 在当地充作支付手段的功能，进而使当地法定货币的流通职能弱化，甚至退出市场。其二，Libra 的当地价格被低估，美元将会驱逐 Libra，保持作为流通货币的地位，Libra 将无法推广、发挥支付货币的功能，这种情况是 Libra 协会不愿看到的。同时，投资者还可以把 Libra 以官方价格兑换成储备资产，进行无风险套利<sup>⑤</sup>。无风险套利将使得储备资产受到侵蚀，难以应对全部的赎回请求，产生流动性危机，进而重新回到 Libra 价格被高估的情形。

表 1 Libra/美元复本位示意性说明

汇率	Libra/美元复本位	金银复本位
官方汇率	1 Libra = 2美元	1金 = 2银
市场汇率 (1)	1 Libra = 1美元	1金 = 1银
	Libra: 高估, 劣币 美元: 低估, 良币 Libra驱逐美元	金: 高估, 劣币 银: 低估, 良币 金币驱逐银币
市场汇率 (2)	1 Libra = 3美元	1金 = 3银
	Libra: 低估, 良币 美元: 高估, 劣币 美元驱逐Libra	金: 低估, 良币 银: 高估, 劣币 银币驱逐金币

如果 Libra 与当地法定货币的兑换采用浮动汇率，则其类似于并行货币制度（parallel currency）。历史上，在某些国家、地区的某些时期，金和银都曾经作为铸币材料并行流通过，

<sup>④</sup>根据白皮书，Libra 协会并不保证 Libra 总能兑换成相同数量的当地法定货币。但全球众多的数字货币交易所也会开展 Libra 与当地法定货币的兑换活动，并根据市场供需关系确定 Libra 与当地法定货币兑换的汇率。

<sup>⑤</sup>事实上，这两个价格之间并不一定总是趋于一致的，而应该存在某个时间段内的价差（spread）。即使这种价差很小，维持的时间很短，现代的量化交易技术仍可以捕捉并赚取价差的无风险套利收益。

如1663-1695年的英格兰。在这种情况下,大额交易倾向于采用币值更高的金属,小额交易倾向于采用价值更低的金属,两者各有其市场。由于加密货币具有较高的便利性,在并行货币的情形下,Libra将会占据零售市场,正如微信支付和支付宝目前在我国的状况。但是并行货币制度的运作也会面临着一些难题。一是由于两种货币的汇率是浮动的,所以两种货币系统之间事实上是隔离的,两者之间的换算对于使用者来说构成了挑战。历史上的并行货币制度都很难长期实行下去。1695年英格兰政府下令固定金银之间的比例,由于金价被高估,从而又变成了事实上的金本位。二是货币的总量难以确定。只有市场知道了两种货币的相对价值之后,货币量的加总才是有意义的(哈耶克,2007)。

总之,Libra与主权货币并行的关系只能是不稳定的、短暂的。特别是对于其法定货币被纳入Libra储备资产的国家,承认Libra而形成的双本位制可能严重扰乱国内市场,这在历史上已经有诸多教训。

#### 四、Libra对央行货币政策实施带来干扰的难题

根据白皮书,Libra储备将会承担“最后的买家”(the last buyer)的角色,在某种意义上,也就是Libra的“中央银行”。因此,可将Libra在市场上对储备资产的买卖视为Libra的“公开市场操作”。我们知道,央行通过公开市场操作实施货币政策的目的是稳定物价、降低失业和促进经济增长。Libra选择储备资产的目的是最大限度地降低价值波动性,使持有者相信Libra能够长期保值,即Libra的“货币政策”目标是维护币值稳定。但是,无法保证Libra对于储备资产的买卖和各国中央银行对相应法定货币的公开市场操作是一致的(盛松成,2019)。当两者发生冲突的时候,Libra的市场操作可能对中央银行的货币政策实施带来一定程度的干扰,这是各国央行不愿意看到的情形。

具体来说,Libra的市场操作对于货币政策的影响可以分为两个阶段。第一阶段是Libra初创阶段。在这个阶段,Libra的数量是不稳定的,随着Libra需求的增加或减少,根据其1:1储备资产的承诺,储备资产规模也要相应扩大或者缩减。假设这一阶段Libra储备资产的结构不发生较大调整,储备资产对相应货币和国债的需求成比例地发生变化。当Libra需求增加,即对储备资产需求增加时,相应货币的汇率面临更大的升值压力,国债的利率面临更大的下行压力。反之,当Libra的需求减少,即对储备资产需求减少时,相应货币的汇率面临更大的贬值压力,国债的利率面临更大的上行压力。同时,各国中央银行则需要根据国内的经济情况来调整基准利率水平。Libra的总体需求与一国的经济情况并不一定有着必然联系,因此Libra储备资产的增减将对各国实施货币政策形成一定程度的干扰。但是需要指出的是,在这个阶段,Libra的总规模尚小,所以可推断其对各国货币政策的影响相对有限。第二个阶段是当Libra发展到总体规模相对稳定的阶段。这个阶段Libra的数量相对稳定,储备资产的规模也相对稳定,但是Libra的储备资产结构会根据其投资资产的收益变化进行调整。Libra的储备资产主要面临两种金融风险,一是利率风险,二是汇率风险。因此,Libra的储备资产管理者从稳定资产价值、降低波动风险的目标出发,将主要运用非抛补利率平价理论去指导投资实践。Libra的加密货币特征,使得Libra在当地的价格与其在美国的价格满足相对购买力平价理论,那么Libra在两国的价格变化预期将主要反映两国货币汇率的预期变化。同时,非抛补利率平价理论要求两国(国债)利率的差异等于两国货币汇率的预期变化。因此,在相对

购买力平价条件下, Libra 在两国的价格变化预期值将等于两国(国债)利率之差。正像前述指出的那样, 美元及美国国债将会在储备资产中占有较大份额。当美联储降息的时候, 美元面临贬值的压力, 美国国债的收益率也有下行的空间, Libra 储备资产运营机构将会减少美元和美国国债的持有, 转而增加持有其他货币及资产, 比如欧元及欧元区国债。而对欧元及欧元区国债的需求增加, 势必会增大欧元升值的压力, 压低欧元区国债的利率, 从而带来欧元区利率下行的压力。总的来说, 庞大的 Libra 储备资产将会发挥货币政策国际传导渠道的作用, 使得美联储的利率调整行为对其他国家的利率也将造成直接的影响, 即这将强化美联储货币政策的全球传导效应, 弱化其他国家货币政策相对于美国货币政策的自主性。

对于非常规货币政策特别是负利率政策, Libra 所能发挥的对冲效应将会是直接且更加显著的。其一, Libra 会造成银行存款脱媒。很明显的是, 将储蓄存款作为一种“惩罚”的负利率会使得人们将自己的储蓄转换成至少是无息的 Libra 储备资产, 以躲避负利率的“惩罚”, 银行存款将流失到 Libra 储备资产中去。其二, 如前述, 在央行通过公开市场操作引导市场利率进入负利率区间的过程中, Libra 储备资产的扩张与熨平价值波动的投资行为会在一定程度上抵消央行前瞻性指引的效果, 还将引起银行业金融机构的连锁反应<sup>⑥</sup>。其三, 负利率政策的资产负债表效应会使得商业银行和各类以利润最大化为目标的投资机构选择更长久期和更高收益的资产, 从而表现出过度风险承担, 并增加对高等级长期国债等安全资产的投资比重以实现投资组合的平衡。如果 Libra 储备资产管理以投资风险最小化为目标, 那么方差最小化投资组合必然要求 Libra 储备资产最大限度地配置无风险资产, 对于高等级长期国债的需求将显著增加, 这将压低长端无风险利率水平, 甚至造成大规模的国债利率倒挂。在这样的情形下, 即使 Libra 储备资产对安全资产的大规模需求不会产生羊群效应, 也会激励银行等金融机构、投资机构对于风险资产的需求以维持相应的利润, 进而在整体上提升全球资产的风险水平, 引发资产泡沫, 弱化央行的宏观审慎政策效果。

### 五、Libra 与央行数字货币竞争的难题

不可否认的是, 如果 Libra 等加密货币在零售支付应用上取得成功, 由于其与主权货币之间存在着竞争关系, 并且存在前文所述的与主权货币的矛盾, 因而作为新型法定货币的央行数字货币也会受到 Libra 的不利影响。具体到中国这样的发展中国家, Libra 的设计思路与人民银行的 DC/EP (Digital Currency/Electronic Payment, 即数字货币/电子支付) 方案有诸多相似之处, 其采取的 100% 储备发行方式与 DC/EP 方案设计思路有共通之处 (穆长春, 2019), 同时两者都应用于零售支付场景, 因而 Libra 与 DC/EP 将会形成直接的竞争关系。进一步来说, 由于人民币尚未实现可自由兑换, 在某种程度上相对于 Libra 及储备资产中的“强势货币”偏弱, 因而在人民币成为真正的国际货币之前, 我国央行发行的法定数字货币仍旧会受到强势货币的侵蚀 (周小川, 2019)。对于关系“走出去”发展战略的人民币国际化, Libra 也将成为“拦路虎”。事实上, 脸书领衔推出 Libra 项目是瞄准了跨境金融业务, 特别是跨境零售支付, 这与中国希望推动移动支付“走出去”、服务“一带一路”形成更为直接的

<sup>⑥</sup>在负利率政策下, 商业银行并不愿意对其存款人施加负利率“惩罚”, 因为这样会流失银行的存款与客户, 因而这种零售存款利率的向下刚性会阻碍负利率政策的利率渠道传导至贷款利率, 造成与负利率政策意图相反的效果, 即信贷规模并没有因为负利率政策而出现增长。

市场竞争,加之美元化在“一带一路”沿线国家和地区有着较为深刻的历史根基与现实影响,使得中国 DC/EP 方案与数字货币“走出去”面临挑战。从世界范围看,对于有着 27 亿活跃用户的脸书而言,抢先在各国央行推出法定数字货币之前运行 Libra,本身就可能会造成“赢者通吃”,而 Libra 的目标如果是成为一种超越主权的世界货币,其成功对于后续想要推行法定数字货币的各国央行来说,都会带来巨大的挑战。此外,Libra 的出现还会对冲央行数字货币在非常规货币政策方面的优势。

## 六、启示与建议

### (一) 高度重视 Libra 可能带来的金融风险

Libra 储备资产巨大的投资需求,很有可能会对国际金融市场造成巨大的影响,给国际金融市场带来新的不稳定因素。更加应该予以关注的是 Libra 规模的扩大可能带来的系统性金融风险。尽管 Libra 白皮书承诺“储备中的资产将由分布在全球各地且具有投资信用评价的托管机构持有,以确保资产的安全性和分散性”,但回顾世界金融历史,即使是宣称拥有诺贝尔奖得主、前美联储高官以及知名交易专家在内的团队所管理的长期资产管理公司,也有“失手”的时候。Libra 这种面向全球公众、超越国家边界的“共同基金”,一旦面临市场“风吹草动”而出现大规模的“赎回”,甚至发生“挤兑”,谁来做“最后贷款人”、“最后买单人”?恐怕这已经超出了单一国家央行的应对能力。更何况,目前仍然没有解决各国货币当局、金融监管当局对 Libra 的监管及协调问题,在无法对 Libra 进行有效监管的情况下,相应的风险防范便无从谈起。

### (二) 完善对加密货币的监管措施

一方面,加密货币的推行速度会非常快,与传统货币的货币替代完全不同。以美元化为例,对于名义上没有美元化的国家,由于美元交易和储存比较不便等原因,事实上的美元化需要经历相当一段时间。而加密货币对于传统货币的替代,则不存在这些问题,过程很可能会大为缩短,留给货币当局、监管部门反应的时间非常有限。另一方面,货币存在网络效应和路径依赖效应。一旦一种加密货币获得成功,对其实施监管或者限制就会变得很困难。以比特币为例,即使目前世界上许多国家和地区禁止其交易,但其在地下黑市中的交易从来没有停止过。因此,建议货币当局和监管部门未雨绸缪,完善对加密货币的监管措施,防范 Libra 可能对主权货币、货币政策实施及金融稳定带来的影响。

### (三) 结合落实“一带一路”倡议,推动我国央行数字货币“走出去”

Libra 已经默认可能会与支付宝和微信支付形成竞争关系,它最容易成功解决和最先需要解决的正是支付方面的问题。Libra 不可避免地会与我国发行的央行数字货币形成一定的竞争。我国从 2014 年就开始着手央行数字货币的研究,是最早研究央行数字货币的国家之一。我国在推进数字货币的过程中,要吸收 Libra 的优点,借鉴 Libra 的思路,在推进“一带一路”倡议落实和人民币国际化的进程中发挥好央行数字货币的作用。由于支付宝、微信支付等第三方支付领域的异军突起,我国拥有全球领先的账户体系与清算能力。未来要依托我国在移动支付领域的优势,让央行数字货币走入日常支付场景,形成促进“一带一路”沿线国家和地区合作共赢、推进人民币国际化的助力,推动人民币数字货币成为沿线国家和地区零售支付的手段,从而形成人民币国际化与推行央行数字货币互相促进的局面。



## 参考文献

- [1] Libra 白皮书. <https://libra.org>.
- [2] 哈耶克. 货币的非国家化[M]. 新星出版社, 2007.
- [3] 穆长春. Libra 须纳入央行监管框架[J]. 财经, 2019(7).
- [4] 盛松成. 从Libra 看全球统一货币难题[EB/OL]. 新浪财经, 2019-07-30.
- [5] 赵鹤, 马伟. 比特币价格是否符合一价定律? —— 新兴市场国家与发达国家的比较”[A]// 杨涛, 杜晓宇. “智能+金融”政策与实践: 中国金融科技青年论文(2019)[C]. 社会科学文献出版社, 2019.
- [6] 兰立宏, 庄海燕. 论虚拟货币反洗钱和反恐怖融资监管的策略[J]. 南方金融, 2019(7).
- [7] 周小川. Libra 代表数字货币的趋势 中国应未雨绸缪[EB/OL]. 新浪财经, 2019-07-09.

(编辑: 李锋森)

## 《南方金融》版权声明

为适应我国信息化建设需要, 扩大本刊及作者知识信息交流渠道, 本刊同意被《中国学术期刊网络出版总库》及中国知网(CNKI)系列数据库、万方数据数字化期刊群、重庆维普《中文科技期刊数据库》等相关数据库和媒体收录, 并许可其以数字化方式复制、汇编、发行、信息网络传播本刊全文。本刊及相关电子出版物的文章作者著作权使用费与本刊稿酬一次性给付(本刊不收取任何版面费)。如作者不同意文章被收录, 请在来稿时向本刊声明, 本刊将作适当处理。

作者向本刊投稿, 应保证所投稿件为原创, 未侵犯他人著作权或其他权利, 所引用的图表等受著作权保护的材料均已获得权利人许可; 保证所投稿件的整体或主要部分未被其他期刊采用, 并且从未正式出版; 保证所投稿件一经我刊刊发, 其版权将不再转让或许可给第三方使用。作者向本刊投稿的行为, 即视为同意本刊编辑部上述声明。

《南方金融》编辑部  
2019年9月