

刘东民

sunshine_ldm@126.com

宋爽

songshuang@cass.org.cn

数字稳定币与国际货币竞争*

私人数字货币自诞生以来迅速成为全球金融创新中倍受瞩目的领域之一。长期以来,由于缺乏价值锚,价格的剧烈波动使私人数字货币很难得到广泛认可和使用。2014年数字稳定币 USDT 问世,它可以 1:1 兑换美元,从而使其自身拥有了稳定的价值锚。此后,数字稳定币在市场上迅速推广,至今国外已有数十家金融机构和互联网企业效仿推出自己的稳定币。以法币背书的稳定币不仅强化了数字货币的生命力,也间接赋予了传统法币以“数字化”的功能。率先被间接“数字化”的法币将有可能在国际货币竞争中赢得先机。

一、数字稳定币的兴起及其稳定机制

数字稳定币最早出现于 2014 年 7 月,即由全球最大的加密货币交易平台之一 Bitfinex 组建的 Tether 公司发行的泰达币(USDT)。此后,各种稳定币陆续问世,如: TrustToken 公司开发的 TUSD, IBM 和美国金融服务公司 Stronghold 合作推出的 Stronghold USD, 日本三菱 UFJ 金融集团推出挂钩日元的 MUFG Coin, 等等。不过,近两年在数字货币市场最受关注的事件还是来自美国官方机构批准和大型金融机构推出的数字美元稳定币。2018 年 9 月,纽约金融服务局(NYDFS)同时批准了两种基于以太坊 ERC20 发行的数字美元稳定币,分别是由 Gemini 公司发行的 Gemini Dollar 与 Paxos 公司发行的 Paxos Standard。这两家私人企业需要按照 1:1 的兑换价往托管

* 文章作者刘东民,中国社会科学院世界经济与政治研究所,国际金融研究室室主任、副研究员。宋爽,中国社会科学院世界经济与政治研究所,国际金融研究室助理研究员。

银行账户存入美元，同时还需要满足纽约州的反洗钱等监管标准，并履行化解风险的流程。这一举动表明美国官方已经对数字美元稳定币持认可态度并将其纳入监管体系，从而显著提升了市场对于数字美元稳定币的信心。2019年2月，美国金融巨头摩根大通宣布已经完成开发并测试数字货币 JPM Coin。JPM Coin 同样承诺与美元 1:1 兑换，虽然现阶段仅用于实现机构客户之间的即时转账结算，但是不排除未来向个人用户提供服务。可以看出，数字美元稳定币正在从私人主导走向官方支持，从小机构发行走向大机构应用。

目前市场上稳定币的机制大致可分为两类，即：基于抵押担保的稳定机制和基于算法的稳定机制。

根据抵押物不同，基于抵押担保的稳定机制又可进一步细分为以美元、黄金作为抵押和以数字资产作为抵押。前者以 USDT 和 TUSD 为代表，是当前主流的稳定币机制。以 USDT 为例，其由运营商 Tether 公司按照与美元 1:1 抵押发行，用户每购买一枚 USDT 代币，Tether 公司的账户上将增加 1 美元的资金储备；而当用户需要换回美元时，相对应的代币会自动销毁，同时收取用户 5% 的手续费。由于每一枚 USDT 代币背后都有 1 美元资金做背书，所以其价格是稳定的。后者以 MakerDao 开发的 DAI 为代表，目前在市场上也占有一定份额。在该机制下，用户通过交换数字货币以太坊来创建 DAI，从而将以太坊锁定在 Maker 系统中。当用户返还 DAI 时，CDP 智能合约会返还当初抵押数量的以太坊，并收取一定费用。由于其抵押物是价格波动较大的数字资产，因此采用超额抵押的方式发行。DAI 采用自动清算流程以防以太坊价格下跌，即当抵押物低于清算值（150%）时会被自动打折出售以回购 DAI。自 2017 年 12 月上线以来，DAI 的价格基本保持在 1 美元。

基于算法的稳定机制目前尚未有成功案例，曾经备受瞩目的 Basis 项目也因监管阻力而放弃发行。在这种机制下，稳定币无须与任何抵押物挂钩，而是由算法来控制流通权利，决定发行和销毁货币的数量及时间，使其价值尽可能地贴近挂钩资产的价值。根据 Basis 的构想，其将涉及三类代币：锚定美元的 Basis 本币、稳定价格的债券 Bond tokens 以及可以获得分红的股权币 Share tokens。当 Basis 本币价格高于 1 美元时，系统将给股权币持有者增发 Basis 本币以降低价格；当 Basis 货币价格低于 1 美元时，系统将发行 Bond tokens，购买者可以以折扣价回购 Basis 本币，从而提高价格。不过这种缺乏资产担保、仅靠算法与用户信任来维持币值的机制目前还很难获得广泛认可，监管机构也将其界定为“债券股票类代币”，应用十分受限。

总体来看，虽然数字稳定币的稳定机制仍在持续创新中，但是以法币为抵押的机制自诞生以来就占据压倒性优势。相比于以数字资产为抵押和基于算法的机制，采用以政府信用背书的法币作为抵押物显然是更容易被理解、被信任的稳定机制。短期来看，法币的担保促进了数字货币的应用和流行；长期而言，数字稳定币的推广应用将影响到其背后法币的国际竞争力。

二、数字稳定币对国际货币竞争格局的影响

与数字稳定币挂钩的法币被间接赋予了“数字货币”的功能，从而在成本、效率、监管等方面逐步显现出优势。在经济数字化与金融全球化的大趋势下，数字货币的出现将增强政府对经济的监测与调控能力，降低货币发行与交易的成本，提升部分金融交易的效率，有利于打击逃税和洗钱。特别是在跨境交易方面，数字货币的优势十分显著。根据世界银行的研究，数字货币把传统货币的跨境传输时间从 3-5 天降低到 1 天之内，跨境交易成本将从 7%降低到 1%以下，且交易可以完全脱离商业银行来进行，这给居民、企业和金融机构带来了货币的跨境使用便利。对于美国而言，如果未来数字美元稳定币和法定数字美元配合发行，将显著地促进美元的全球使用，并在一定程度上提升美联储监测与调控货币供应量、强化货币政策效力和监控跨境美元流动的能力，从而巩固甚至增强美元作为国际中心货币的地位。

法币担保将促进其所支撑的数字稳定币在全球金融市场的推广，从而增强其自身在国际货币竞争的优势。货币具有典型的“网络外部性”，这是一种“赢者通吃”现象，即随着一种货币使用人数的增加，该种货币的流通速度将加快，交易成本将下降，使用该货币的金融交易更为便捷，从而进一步增加对该货币的国际需求，最终该货币的国际核心地位将难以撼动。目前，全球私人数字货币市场尚处于混乱的“战国时代”，市场规模最大的比特币，由于其价格波动剧烈，也无法成为真正的货币。美国纽约金融服务局对于数字美元稳定币的认可与监管，相当于为这些稳定币提供了一定程度的政府信用背书，这些稳定币将依靠网络外部性向全球扩散，有可能逐步在全球数字货币市场占据主导地位。与此同时，数字美元稳定币的广泛使用将进一步增强全球市场对于传统美元的持有偏好与依赖。

在中长期，全球主要国家的货币体系有可能逐步转向法定数字货币体系（传统货币也会同时存在）。未来的国际货币竞争，既是美元、欧元、人民币等传统货币之间的竞争，也是数字美元、数字欧元、数字人民币等数字货币之间的竞争。美联储如果

推出法定数字美元（这种可能性是存在的），将会在全球数字货币市场上形成以法定数字美元和私人数字美元稳定币相结合的体系，这是典型的政府体系与市场体系的联盟，将使美国在国际货币竞争中占据有利地位。

三、数字稳定币时代中国的应对策略

可以预见，基于法币的数字稳定币的兴起和未来法定数字货币的推出，将引发新一轮的国际货币竞争。我国应审时度势、未雨绸缪，及时出台和适时调整应对策略，以便在全球竞争中把握机遇。在美国、日本等国均已有所行动的背景下，我国现阶段可以考虑采取以下两方面措施。

首先，应加快我国法定数字货币的研发，并选择适当的地区开展试点。考虑到金融科技的不成熟性，以及数字货币对现有商业银行体系可能产生的冲击，短期内法定数字货币在全国推广使用具有较高风险，很难一步到位，可行的方式是在特定领域和特定区域进行试验。建议在海南建立“中国法定数字货币试验区”。作为相对独立的地理单元，海南自由贸易区能够为中国法定数字货币及其相关金融科技的应用提供安全而且广阔的示范区域、丰富而且理想的应用场景，在可控环境下考察法定数字货币的使用，通过“做中学”不断完善监管框架和应用技术水平。海南作为国际旅游消费中心和自由贸易港，更易推进数字人民币的跨境支付活动，带动人民币国际化并打破美国在跨境支付领域的垄断地位。海南“中国法定数字货币试验区”的建立，将帮助海南在国内和国际竞争中找到自己的独特定位，树立竞争优势，在数字化时代成长为全球自由贸易港的发展标杆。

其次，可以考虑适度允许民营企业开发挂钩人民币的数字稳定币。目前，我国禁止民营企业发行私人数字货币，而由中国人民银行开展法定数字货币的研发和推广应用工作。由央行主导法定数字货币的开发工作无疑有利于国内的金融稳定，但是相比于美国、日本等国允许私营企业开发数字稳定币的做法，我国当前在数字货币研发的灵活性、高效性和创新性方面存在不足。在发达国家均已有所行动的情况下，我国除加速法定数字货币的研发外，还可以考虑允许民营企业研发以人民币为抵押担保的数字稳定币，从而加快创新应用步伐，在政府和市场的双轮驱动下建立安全、高效和灵活的中国数字货币体系，在国际货币竞争中赢得优势。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。