

数字货币对全球储备货币的影响：2020年10月IMF《跨境支付的数字货币：宏观金融的影响》报告解读（七）

蔡维德，王娟，向伟静

2021年1月12号

1. 前言

本文是这系列文章的第七篇文章，第一篇文章介绍了 IMF 报告里的四个场景^[1]，第二篇文章分析了这些场景^[2]，第三篇文章则针对报告中的第四个场景及引起的宏观金融后果展开讨论^[3]，并研究数字货币对主权货币政策的影响，第四篇文章来讨论外币（数字货币）取代当地货币的现象^[4]，第五篇文章分析了 CBDC/GSC 对金融稳定造成的影响，并对比了数字代币和 GSC 的发展与风险^[5]。第六篇文章整理了 IMF 关于全球储备货币的讨论^[6]，本篇文章将基于上一篇文章的内容，讨论了数字货币成为全球储备货币的可能性。

我们这里的讨论和分析，主要基于上一篇文章整理的 2020 年 10 月 IMF 的报告关于全球储备货币的内容，从合规市场和地下市场两个角度来分析。在合规市场上，世界明显分为 2 派思想：一派以 IMF 为代表（也是前英国央行行长的观点），主张世界储备货币应该以一篮子法币为基础；另外一派以美国为代表，就是以单一货币为基础。按照这思路来看世界局势发展，就会发现有清晰路线，两派以和平的方式在做激烈的争论。在地下市场，局势相当清楚，比特币遥遥领先其他数字代币，甚至威胁到其他法币。

2. 英国央行报告观点

本文特别分析前英国央行行长马克·卡尼（Mark Carney）在 2019 年 8 月的演讲：《当前国际货币金融体系对货币政策的挑战》（*The Growing Challenges for Monetary Policy in the current International Monetary and Financial System*）^[7]的报告，其中提到传统主流的经济学理论无法与新时代的经济适应主要体现在以下三点：

- 1) 跨境交易增多，逐渐占据金融交易的重要部分；
- 2) 跨境交易的交易媒介将会对多个参与方产生极大的影响。如果交易方进行交易的资产或债券大部分是以美元为单位，那么为了成功实现交易，交易方就要去兑换美元，产生网络效应；

- 3) 世界经济向多极化方向转变。以往美国 GDP 占世界总量很大一部分，现在新兴市场已经达到 45%-60%的份额，世界经济向多极化转变。

大部分的人都在讨论演讲的结论，很少讨论他演讲的逻辑。我们认为他演讲的逻辑比结论更加重要，他的结论在今天或许还未成立（但是以后可能成立），但是他后面的逻辑可能会改变世界经济发展，还是值得研究。他演讲 3 个月后，美国发起新型货币战争，经济学也就此发生改变，同时他的逻辑已经启发许多新思想，关于新时代的经济发展的讨论、论文在国外媒体大量出现。文（6）已经提到一些美国重要金融机构公开讨论这些话题，并且不看好美元。在世界经济呈现出上述三种发展方向的基础之上，全球储备货币也不应该还是美元。对此，马克·卡尼提出三种发展路线：

- 1) 继续传统的储备货币的路线，就是以美元为主，不做改变。他认为在短期内最有可能采取这路线；
- 2) 选取其他种类的货币，例如人民币。但是他认为人民币成为世界储备货币还需要很长的一段时间；
- 3) 基于科技的数字货币，并且提出基于一篮子法币的合成霸权数字货币取代美元成为世界储备货币。这点震撼了美国。

3. 合成霸权数字货币的理论基础

马克·卡尼以 Libra 为例进行说明，是因为当时 Libra 是基于一篮子货币。他认为基于多个法币的合成央行数字货币（Synthetic CBDC, sCBDC）可以成为新的世界储备货币。sCBDC 是一种数字货币，但是准备金存放在央行，由于准备金放在央行，没有信用风险，因此功能和 CBDC 类似。卡尼的思想不是随便提出的，是思考多年的结果，他的两个主要观点是：

- 1) 新霸权货币是数字货币，而不是传统货币，而且是合成数字货币，没有信用风险；
- 2) 新霸权货币是基于一篮子的法币（这是传统货币理论，在 1944 年已经提出）。

回顾一下卡尼的观点，新的世界储备货币最主要的功能是提供国际支付，而相比传统货币，数字货币在跨境支付的领域有更强大的优势。这点 IMF 也在 2019 年《数字货币兴起》（*Rise of Digital Money*）的报告^[8]中指出。报告中认为传统货币在国内支付上还可以和数字货币竞争，但在国际支付上却无法与数字货币较量。而 IMF 在 2020 年 10 月的报告上，再度强调这点，并且分析了大量新型货币战争场景。

4. 一篮子货币作为世界储备货币的历史

1944 年，多个国家在布雷顿森林开会，讨论战后世界经济如何发展。凯恩斯作为英国代表提出了建立“国际清算同盟”，相当于世界银行，并发行世界货币，命名为 Bancor（班科）^[9]，各国货币以“Bancor”为标价。美国对此却不以为然。美国当时是世界老大，是胜利国且资金雄厚。相反刚打完战的英国实力大损，无法和美国抗衡。如果世界各国支持 Bancor 成为世界储备货币，则美元将只是其中一种货币，失去主导地位。故而美国对此强烈反对，并加速主导美元成为世界储备货币。

凯恩斯的建议被拒，Bancor 成为历史。美元和黄金挂钩，世界其他法币和美元挂钩，美元也成为世界储备货币。

5. IMF 重提一篮子货币

如果要保证美元币值稳定，美国就必须保持国际收支顺差，这又将导致美元供应不足、国际清偿手段匮乏（“美元荒”）。美元在布雷顿森林体系下的这种两难处境，就是著名的“特里芬困境”（Triffin Dilemma）。

20 世纪 60 年代初爆发的美元第一次危机，暴露出以美元为中心的布雷顿森林货币体系的重大缺陷，以一国货币为支柱的国际货币体系是不可能保持长期稳定的。为了让布雷顿森林体系继续运转，IMF 提出创设一种补充性的国际储备资产，作为对美国以外美元供给的补充。为此 IMF 提出了类似 Bancor 的特别提款权（Special Drawing Right, SDR）^[10]，相当于一种账面资产，亦称“纸黄金”（Paper Gold）。

2019 年，英国央行行长又提出合成的央行数字货币，与 Bancor 和 SDR 一脉相承，以数字货币的形式出现，比 Bancor 和 SDR 更适用于跨境交易，更加快速、便捷。

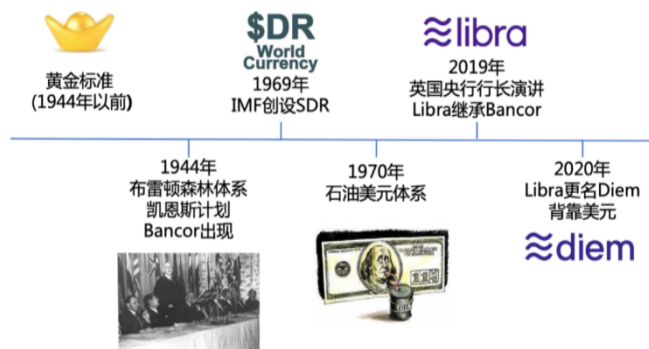


图 1 全球货币体系结构的发展与转变

由此我们可以看出，新型货币战争是 75 年前布雷顿森林会议货币战争的延续，且主要发生在跨境交易的场景中。在 2019 年英国央行行长的演讲中，Bancor 思想重新进入大众视野，且本质上基于一篮子货币的 Libra 就是 Bancor 思想的死灰复燃。这意味着，如果基于一篮子法币的 Libra 继续发展下去，美元将只是多种储备货币中的一种。

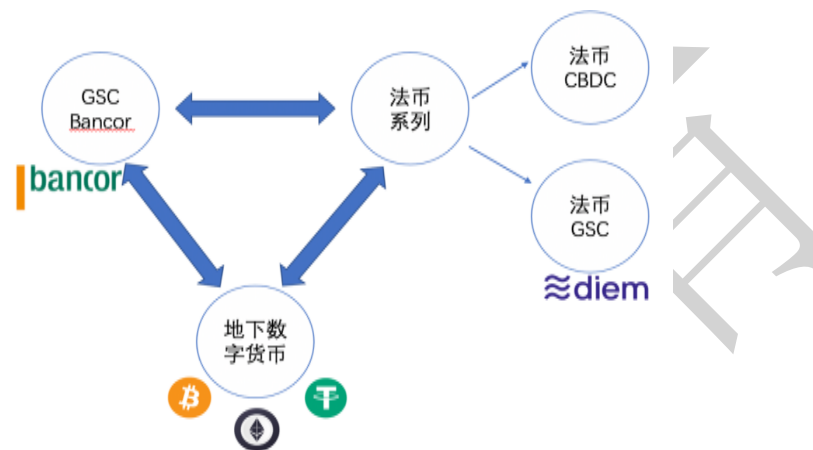


图 2 新型货币竞争模型：一派基于班科，一派基于法币，第 3 派是地下经济，3 派竞争

6. Diem 背靠美元

2020 年 4 月，Libra 宣布转变为单一货币，以美元为单位。2020 年 12 月，Libra 改名为 Diem Dollar 重新出发，背靠美元。这表示美国认为 Diem 是美元的急先锋以及护城池，而美元必须还是世界储备货币，其他法币不能借着 Diem 来攻占美国的地位。既然 Diem 是美国产品，就应该为美国服务。这点 IMF 也同意，在文（6）第 3 节第 3 个观点，就提出如果 GSC 是基于单一法币，世界储备货币就没有改变。

同时，2020 年 10 月国际清算银行也否定英国央行行长另外一个理念，认为合成 CBDC 不是 CBDC，“合成霸权数字货币”不能算无风险（只是风险小）。卡尼 2019 年的两个主要观点都被 IMF 否定，即：合成霸权数字货币事实上有风险，而基于一篮子货币的凯恩斯主义不可能被美国接受。

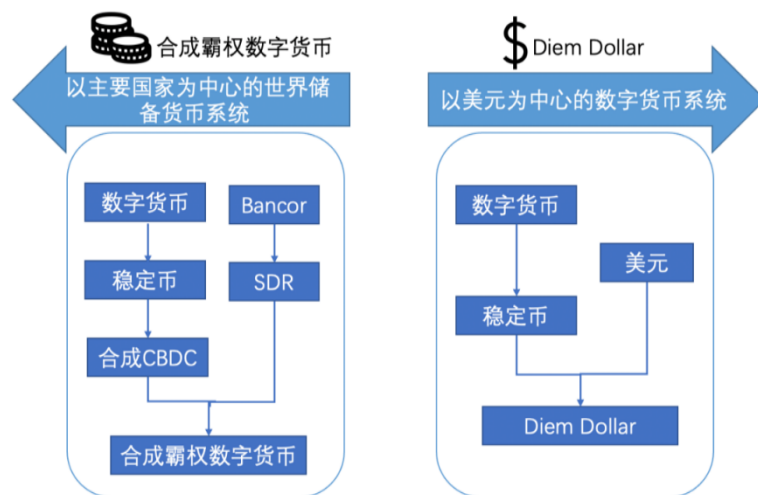


图3 合成霸权数字货币与 Diem 系统的发展对比

不难看出，Diem 将会成为维持美元世界储备货币霸权的工具，同时由于它可能是近期唯一的全球稳定币（GSC），所以当 Diem 逐渐变成投资款项或贷款款项再到建立最终的生态之后，美元的世界霸权地位将更加稳定。

Diem 的出现将极大地加强美元在世界国际贸易上的地位，其他货币如果想要跟美元竞争世界储备货币，在一两年之内可能没有优势。这又一次证实了脸书“弃币保链”策略的正确性。通过弃币保链策略的执行，一不侵犯各国的主权，二又可以继续维持美元的霸权。这是两全其美的策略，且使得利益最大化。

7. 地下数字货币显示实力，但难成为合规市场的储备货币

对于比特币而言，比特币现在比一些全球储备货币更具流动性，该货币的基础货币供应量超过英国和俄罗斯的国际外汇储备的总和，比特币的 M1（现金、支票和银行可提取货币）的市值为 3000 亿美元。

比特币的强流通性，意味着加密货币可以克服法定货币的挑战。可以调整（即减少或增加）供应量，有限且与数学编程联系紧密的数字货币以维持供应率，无需任何政府干预或任何中间机构即可进行交易。关于数字货币法规，各国就加密货币的审计、税务、会计和法律相关标准的指导意见不一致。因此，监管已成为虚拟货币行业最大的问题之一。

同时，在经济学中，货币的主要功能包括以下内容：它是一种记帐单位，一种交换媒介，一种价值存储。尽管数字货币符合作为交换媒介的条件，但其他方面的功能还有进步的空间。美联储主席说，现在人们把比特币当做价值存储，极少用在交易上，而只有其他数字代币以比特币定价。

与美元和其他法币不同，虚拟货币已显示出极大的波动性。自发行以来，数字货币的发展跌宕起伏。另外，众所周知，犯罪或网络攻击活动会影响加密货币的价格。虚拟货币的另一个主要交易挑战是它不能真正充当帐户单位。通常，一种货币要作为一种记帐单位，它必须能够衡量商品的实际经济价值。商品的价值总是从法定货币的角度看待。但加密货币无法实现这一功能。例如，尽管一些零售商可能接受换算成加密货币的价格，但该价格会随数字货币价格的波动而波动。因此，虚拟货币无法代表商品的实际价值。相反，它是商品与法定货币之间的中介。因此，类似比特币这种纯数字货币（没有法币或是其他资产在后面支持）无法成为全球储备货币。

但是作为地下市场的老大，比特币早已是地下市场的储备金融资产。而且由于比特币在许多国家已经成为可以合法交易的商品（不是货币），数字代币交易所也半合法化，今天有更多合规公司参与比特币投资。例如美国上市公司 MicroStrategy 在 2020 年还融资 4 亿美元购买比特币当做公司的经营的“业务”。

多家重要机构，包括黑石^[11]和摩根斯坦利^[12]都公开表明，比特币可以取代美元成为世界储备货币，这和 2019 年美联储主席讲的话完全相反。他们两家现在仅代表极少数的看法，但是以前这种看法被认为是天方夜谭。摩根斯坦利的夏尔马认为，比特币正在获得主流认可。他表示，今天的大多数比特币都是作为投资持有的，而不是用来支付账单，但是这种情况正在发生变化。这和美联储主席观点一致。他指出，小企业开始将这种加密货币用于国际贸易，特别是在如尼日利亚等美元难以兑现的国家或如阿根廷等当地货币不稳定的地区。这说明，比特币最初的功能是支付，如今正在转变为投资，以后会是贸易，以 DeFi 或是非 DeFi 形式，直接挑战美元。

8. 数字货币能否成为全球储备货币？

我们认为，世界储备仍是法币，而数字化的法币只是法币的先锋。数字货币势不可挡，但是他们只是法币的一个形式或是代表。货币战争，还是法币的战争，不论是新型或是传统货币战争，都还是法币的战争，只是新型货币战争是以数字货币形式出现在市场上竞争。我们在文（5）中已提出，新型货币战争是三足鼎立：

- 以 Bancor 为基础的数字货币和基于美元的数字货币竞争，就是世界储备货币的竞争，一派认为多个国家法币共享这优势，但是另外一派不这么认为。

- 但是这两派现在都需要面临来自地下市场的竞争。如果没有管理好，说不定再过几年，比特币成为世界流动性第 5 大“货币”。到那时，管理起来更加困难。美国 FinCEN 在 2020 年 12 月 18 号申明预备监管个人钱包，就是一个重要信号，数字代币监管迫在眉睫。

以前法币以现金和银行电子货币的方式流通，现在还可以以数字货币的方式流通。全球储备货币可以以现金、电子货币、或是数字货币形式出现，例如 Diem Dollar 作为数字美元的前身，可以维护、巩固美元在世界的地位。Diem Dollar 和美元现金、银行美元存款等都代表美元。

国内外媒体大量报导国家数字货币是一个巨大的机遇，可以促进人民币国际化，这也是美国投入大量资源在数字货币研发上的重要原因。国外媒体认为由于数字人民币的出现，美国必须加紧开发 Diem 和美国 CBDC。但是单单依靠货币数字化，还不能够成为世界储备货币，还需要有大量的以该货币为基础的安全资产出现，例如公债。因此美国分析师认为人民币即使数字化，还需要时间才能成为世界重要的储备货币。

9. 数字货币助力世界储备货币

虽然数字货币不会成为世界储备货币，但是数字货币可以助力世界储备货币^[13, 14]。2021 年 1 月 4 号，美国货币监理署（Office of the Comptroller of the Currency, OCC）发函批准美国银行可以加入区块链支付网络，可以处理和发行美元稳定币。同时 OCC 还预备批给数字支付公司特殊银行牌照——“国民支付”。该牌照允许这些机构在美国每一州提供数字支付服务，全面融合在美国现在金融体系内，最终与美联储直接交互。而 OCC 代理审计长在 2020 年几次公开演讲时说，他们这样布局就是要增加美元的流动性，来维持美元世界储备货币的地位。OCC 的布局其实就是根据本文第 2 节的讨论理论，即一个货币能够成为世界储备货币是因为其被大量用在跨境支付上。为了达到这目的，美国 OCC 还愿意更新美国银行架构，使科技支付公司成为特殊“银行”，融合在美国金融体系内。这将对世界金融格局产生巨大的改变。

参考文献

- [1]. 蔡维德等, 2020 年 10 月 IMF《跨境支付的数字货币: 宏观金融的影响》报告解读(一)
从天方夜谈到公认真识: CBDC 或 GSC 之于储备, 2020. 11. 09
- [2]. 蔡维德等, 2020 年 10 月 IMF《跨境支付的数字货币: 宏观金融的影响》报告解读(二)
----四个场景分析, 2020. 11. 09
- [3]. 蔡维德等, 新型数字货币对主权货币及宏观金融的影响: 2020 年 10 月 IMF《跨境支付的
数字货币: 宏观金融的影响》报告解读(三), 2020. 11. 23
- [4]. 蔡维德, 王娟, 向伟静, 外币取代现象: 2020 年 10 月 IMF《跨境支付的数字货币: 宏
观金融的影响》报告解读(四) 2020. 12. 2
- [5]. 蔡维德, 王娟, 向伟静, 数字货币对金融稳定的影响: 2020 年 10 月 IMF《跨境支付的
数字货币: 宏观金融的影响》报告解读(五) 2020. 12.
- [6]. 蔡维德, 王娟, 向伟静, 全球储备货币: 2020 年 10 月 IMF《跨境支付的数字货币: 宏
观金融的影响》报告解读(六) 2020. 12.
- [7]. <https://www.bis.org/review/r190827b.htm>
- [8]. [https://www.imf.org/en/Publications/fintech-notes/Issues/2019/07/12/The-
Rise-of-Digital-Money-47097](https://www.imf.org/en/Publications/fintech-notes/Issues/2019/07/12/The-Rise-of-Digital-Money-47097)
- [9]. E. F. Schumacher (May 1943). "Multilateral Clearing". *Economica*. 10 (38):
150 - 165. doi:10.2307/2549461. JSTOR 2549461. Archived from the original on
23 September 2015. Retrieved 15 November 2015.
- [10]. [https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-
Drawing-Right-
SDR#:~:text=The%20SDR%20is%20an%20international,of%20the%20global%20financ
ial%20crisis.](https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR#:~:text=The%20SDR%20is%20an%20international,of%20the%20global%20financial%20crisis.)
- [11]. [https://www.crypto-news-flash.com/bitcoin-threatens-usd-reserve-
currency-status/](https://www.crypto-news-flash.com/bitcoin-threatens-usd-reserve-currency-status/)
- [12]. [https://dailytimes.com.pk/701430/bitcoin-rising-to-replace-dollar-as-
reserve-currency-says-morgan-stanley-strategist/](https://dailytimes.com.pk/701430/bitcoin-rising-to-replace-dollar-as-reserve-currency-says-morgan-stanley-strategist/)
- [13]. 蔡维德、姜晓芳、王康明, 美国银行界全面进入基于区块链的数字货币, 2021. 01. 06
- [14]. 蔡维德、姜晓芳、王康明, 银行和支付体系的改革: 新型货币战争进入第 2 阶段
(一), 2021. 01. 12