

数字货币对宏观经济风险的影响：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（九）

蔡维德、王娟、向伟静

2021 年 2 月 26 号

1. 前言

本文是这一系列的第九篇文章，第一篇介绍了 IMF 报告里的四个场景^[1]，第二篇分析了这些场景^[2]，第三篇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]，并研究了数字货币对主权货币政策的影响，第四篇文章讨论外币（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]，第六和第七篇文章分析数字货币对世界储备货币的影响^[6,7]，第八篇讨论数字货币对流动性的影响^[8]。本篇文章将对 CBDC/GSC 对宏观经济造成的影响展开讨论。

本文和前几篇文章有个不同的地方，在前面几篇，我们的讨论扩展了 IMF 的观点，由于他们的观点集中在脸书稳定币对世界的影响，而没有考虑到数字代币对实际的影响。本文主要是补充 IMF 报告的内容。第 2 节主要讨论 IMF 的观点，第 3 节讨论我们补充材料。

本文的核心观点是数字货币会对宏观经济会有持续性的影响，而且其影响力不但不会减少，还会持续性增加。当银行等金融机构加入数字货币的阵营 (currency bloc) 中，影响力会持续扩张，且每一次的影响较前次更大，例如一个国家的银行或是商业集团加入脸书 Diem 的社区，脸书稳定币的影响就会继续扩充。

对于法币弱勢的国家，盲目发展 CBDC 并不是好的选择。由于数字货币跨境交易效率极高，加速和放大了资金流动的冲击，这种数字化时代的系统性风险是任何一个国家在发展 CBDC 时都必须认真考虑的问题。

2. IMF 报告对宏观经济影响的讨论

1) 许多国家会强烈反对在本国使用国外发行 CBDC/GSC¹，因为害怕有货币取代现象出现：许多国家会采取一系列的措施来防止这一现象的发生，包括建立新的法律和新型监管制度，特别是实施严格的外汇管制。

解读：这一现象已经在 2019 年 6 月 18 号发生，世界主要经济体中的多数国家或明或暗地反对脸书的 Libra 项目。许多国家开始研究 CBDC 以应对脸书即将发行的 Libra 带来的挑战和冲击。其中包括欧盟的欧洲央行，欧元一直是强势货币，但仍然惧怕欧元的流通地位会被基于美元的脸书 Diem 数字货币所取代。可以想象，连欧盟这样大的经济体都十分担心，其他国家势必也存在同样的问题。

2) 如果一个国家法币不强，即使发起自己的 CBDC 或是 GSC 项目，仍然可能无法对抗国外发行 CBDC/GSC²。

解读：IMF 这一观点命中要害。各个国家都盲目去开发 CBDC，带来的问题可能更加麻烦。这点我们在文(六)就有讨论。数字货币战争本质上还是法币战争，只是以数字货币的形式出现。因此如果本国的法币本身就很弱，基于弱币的数字货币仍然没有市场。即使获得发行，对应的数字货币也无法有效流通，更加无法助力国家法币，结果等于双输。

3) 如果一个国家发生财政困难，但是使用国外发行的 CBDC 或是 GSC，这国

¹ 56.在采用和使用外国 CBDC 和 GSC 的动机很强烈的国家，政策制定者需要通过加强货币政策的可信度和/或限制其使用来决定是否接受更大的货币替代或抵制货币替代。维持良好的财政状况并维护中央银行的独立性，在有效的法律和监管措施的支持下，可以抑制外币使用，这是减轻或应对货币替代压力的最大希望。当货币政策受阻或无效时，各种组合需要在包括财政，宏观审慎政策，外汇干预措施和 CFM 在内的综合政策框架（IPF）下考虑其他政策工具，以减轻冲击的影响。

² 57.一些中央银行正在考虑发行自己的 CBDC，作为对外国 CBDC 或 GSC 替代货币的可能性的战略回应。但是，如果当地货币遭受不稳定因素影响，并且提供的帐户单位很差，则发行 CBDC 不太可能改变这种状况。更广泛地说，CBDC 发行的情况可能取决于国家/地区的情况。任何决定都需要仔细的事前成本和收益分析以及关键的设计选择（Mancini-Griffoli 等人，2018 年；Kiff 等人，2020 年）。

家的货币政策和发行国的利益可能是冲突的³。原因是使用国的经济情况和发行方的经济情况可能大不相同，但是由于使用国外 CBDC 或是 GSC，本国的经济活动还受发行国的经济政策影响。

解读：IMF 这一观点十分精辟。国家不分货币主体地位情况的使 CBDC，说不定招致更多麻烦，使得本国经济更加被动。

4) 使用国外 CBDC 或是 GSC，在本国有经济苦难的时候，就有可能有系统性的风险⁴。由于数字货币速度快，一旦发生金融危机，本国可能需要有更大的资金来应急。

解读：IMF 这一观点直击要害。一国如果使用他国的 CBDC 或是 GSC，许多经济活动都以国外货币进行交易和结算，则本国经济运行和货币政策对自身的调节能力和影响力都大幅降低。当本国遭遇经济危机时，如果 CBDC 或是 GSC 国家不愿意合作，本国经济就会出现系统性风险。

5) CBDC 和 GSC 发行国也有风险，由于大量的资金都在外流动，而这些国家的经济情况和发行国很有可能不同，这会造成冲突⁵。

³ 58. 当国内货币政策陷入困境或失效时，各国将需要更多地依赖财政政策作为宏观经济稳定工具。如果它们的业务周期与货币发行方的业务周期不同步，则对减轻冲击的财政政策的需求就会更加强烈。在全球采用 GSC 的情况下，还不清楚 GSC 发行方的货币立场（即发行量或利息或费用水平）是否与稳定本地商业周期的需求相适应。经济。因此，地方当局将需要确保有足够的财政政策空间，以便可以在保持国家长期财政可持续性的同时，根据商业周期状况调整收支政策。实际上，CBDC 和 GSC 也可能加大确保财政可持续性的难度，因为它们可以使公民更容易逃避金融压抑(financial repression)，而在高债务的世界里，政府可能会越来越体会到金融压制的吸引力。其他政策，包括宏观审慎政策，外汇干预和 CFMs，都有特定的目标，但在没有财政空间的情况下，也可以在一定程度上用于帮助各国应对宏观经济冲击。

⁴ 59. 为了保持金融稳定，受援国的主管部门将需要在其金融系统中建立资本和流动性缓冲，并确保紧急流动性援助的来源。宏观审慎政策应旨在限制由于漏洞的周期性累积而导致的系统性风险。如果已经建立了足够的资本和流动性缓冲，则可以释放它们，以帮助缓冲经济免受重大冲击，例如 COVID-19 大流行危机。为了提供紧急流动资金支持，对于货币阵营，将需要保持储备，或者与发行央行建立应急流动性安排。在数字货币领域，将需要与 GSC 发行方达成类似的安排。

⁵ 60. 对于发行 CBDC 的中央银行，它们需要考虑与跨境使用 CBDC 相关的溢出效应是否与其国内政策目标相一致。在方案 2 和方案 4 中，发行中央银行都需要决定，成为广泛使用 CBDC 的国家的最后贷款人是否符合国家利益。在实施货币政策方面，既有收益，也有成本。一方面，发行央行可以从采用数字支付中受益：CBDC 的广泛使用原则上可以使央行将政策利率降低到有效下限之下，从而在极低通胀环境下增强货币政策的有效性 (Bordo 和 Levine, 2018 年)。另一方面，如果外部对其货币的需求导致其收益率曲线接近有效的下限，那么中央银行将需要在扩大其货币政策工具包方面进行创新。中央银行还可以考虑对 CBDC 采取分级计息(tiered remuneration)结构的优点，这样外国对 CBDC 的需求将减少对国内货币政策实施的干扰 (Bindseil, 2020 年)。

解读：IMF 认为发行国也有风险。由于大量本国发行的 CBD/GSC 还在海外使用，这些使用国的货币政策可能和发行国货币政策冲突。

3. 讨论和建议

3.1. 国家货币政策决定数字稳定币政策

数字货币战争其实还是法币的竞争，数字货币的政策是为国家货币政策服务。各国货币政策都是为本国经济发展和国际战略预备的，发行 CBDC 或是 GSC 的政策也是为了自己国家的利益。例如 OCC 许可美国银行发行稳定币，就是货币政策的重要布局：提升美元流动性，让更多的美元数字化；一旦数字化，人们会更愿意使用数字美元在跨境支付上；这样美元在世界上的地位更加稳固。

为了执行国家货币政策，美国只能批准基于美元的稳定币。因为基于其他货币的稳定币是为后面的货币服务（而不是为美元服务），或是为地下经济服务（例如币圈的稳定币），这些都不符合美国货币政策。

瑞典央行在 2020 年 6 月发布研究报告，再度证实 IMF 在 2019 年 7 月研究报告，即人民更愿意把钱放在数字稳定币上，而不愿意放在传统货币上^[9]。这是一个重要分水岭，人们开始觉得传统银行体系太过束缚，在跨境支付上远远输给数字货币。因此人们决定把资金留在数字货币上，例如稳定币。

这些结论与 2020 年 5 月欧洲央行的报告的结果一致。欧洲央行认为一旦 GSC 盛行，人们会把资金留在 GSC 上，届时脸书 Diem 可能凭借 3 万亿欧元的资产超过任何欧洲货币基金的体量。而且，这是流动性货币，且会大量支持美元，这点笔者在文（五，六，七）已经讨论。这点欧洲央行完全同意并提出如果脸书 Diem 币在欧盟使用，会挤占欧元市场。欧洲央行在其报告上直接表明了他的担忧。

3.2. 本国货币不强，发展数字货币不是上策

不只是英国央行，在过去 6 年，一些国家开启他们的 CBDC 计划，有的还已经发行了他们的 CBDC。

而这些发行国都存在一些相似之处：

- 该国经济不好；
- 发行的 CBDC 或是各类锚定资产的稳定币均以失败告终，一些币价归零；
- 发行后出现许多技术或是不可知风险，例如使用不可靠的公链；
- 发行前后对于当地的法币并没有产生积极和正面的影响，例如没有推动本国或区域的经济发展，也没有增强本国法币的实力和地位。更有甚者，由于发行所需的资金投入，还发生一些额外的风险事件。因此 IMF 的观点正确，如果一个国家法币弱本身就很弱，那么发行 CBDC 或是稳定币都不是解有效的解决方案之一。

下图是欧猪（PIIGS）事件欧元的走势。由于欧洲经济衰退导致欧元持续下跌，几年间欧元对美元的汇率下跌不少。如果当时发行数字欧元，会如何发展？是更快下跌，还是会回升？即使有欧猪事件，人们会因为这时有数字欧元，欧元就会起来？



图 1：欧元在欧猪事件上的表现

3.3. 在本国经济下行时，发行数字货币可能反噬自己

IMF 认为数字货币是双刃剑，可以攻击对方，但是对手也可以使用同样的武器来伤害发行国，且速度更快。数字货币一经诞生就是互联网的产物，在全世界流动，发行国的 CBDC 或是稳定币，可能有很大部分在海外，正好方便对手使用。

以索罗斯（George Soros）是世界出名金融大鳄，可以从他攻击英镑的历史来看。1992年，Soros 观察到英国经济积弱，但是英镑却一直在高点，所以卖空了大量英镑，后来英镑果然大跌，下图是当时英镑的价值图（1992年9月是英镑大跌）。当时没有数字货币，假如有数字货币（例如数字英镑），情形恐怕会更严重。由于数字英镑或是英镑稳定币，在全世界许多地方进行 365/7/24 交易，大量的数字英镑根本不在英国，英国央行将难以在本土保持高英镑价位，同时也无法阻止海外的数字英镑大跌。当时没有数字货币，英国央行已经无法保护英镑。在有了数字货币后，更做不到。



图 2：英镑在 1992 年 9 月得到世界金融大鳄的攻击

数字稳定币并不是意味着稳定币价值不变，而是指数字稳定币与其对标的法币的兑换值不变。但是如果法币下跌（上涨），相应的数字稳定币也会下跌（上涨）。而由于交易速度快，英镑当年几个月的跌势，在数字货币时代恐怕几天就会跌完。

3.4. 数字货币增加系统性风险，加速风险的传播和扩散

系统性风险是指国家发生外部或内部的不利因素时，由于金融系统出现恐慌性出逃（抛售），引致整个市场出现连锁反应和风险放大效应。例如美国在 2008 年金融危机，整个美国都受影响，甚至外溢到国际市场。系统性风险包括政策风险、经济周期性波动风险、利率风险、购买力风险、汇率风险。

数字货币会增加系统性风险的一个重要原因是，由于数字货币跨境支付快，当人们察觉有系统性风险出现，老百姓从这个国家金融体系迅速离开到其他国家（这点 IMF 已经表明）。

以前老百姓可以带黄金或是银子逃离，现代社会资金出境，也需要有几个工作日时间，中间还需要拿暴跌的纸币换暴涨的黄金。如今只要通过手机几秒钟就可以实现。许多稳定币的网站都宣称他们的稳定币是避险工具^[12]，引导人们将部分资金放在稳定币上，以预防突然来的的系统性问题。网站广告声称，一旦国家有系统性风险，以前还可以关闭银行以及停止外汇市场交易来处理，现在大量的资金都可以通过稳定币在很短的时间内完成跨境。

稳定币成为避险的工具已不是新理论，但是由于大量资金在很短的时间就可以离开，对于这国家来说，加速了系统性的风险发生和扩散。

另外，在“互链网”没有出来前，由于现在服务器不能屏蔽数字代币系统，一个国家很难阻止老百姓接触到这些数字代币。因此，一旦老百姓认为有经济危机，大量的资金会很快转向数字代币或是国外稳定币（而不是使用黄金），会造成本国货币持续大跌（因为在危机信息出来前，已经开始跌），这些我们在前面几篇文章提过。而且现在已经有大量的资金经过数字代币跨境流出，这些都大大加剧本国的系统性风险。

2021 年 1 月美国财政部批准美国银行介入稳定币发行和网络系统。但是在 2020 年，美国财政部还没有批准银行可以上区块链网络和发行稳定币，那时美国银行平均每天稳定币的交易额就高达 10 亿美元。该交易额是在没有系统性风险而且银行还不能合法发行稳定币的情况下的数据，如果真的发生系统性风险，而且银行可以发行稳定币，又可以自由流动，交易额会是如何？

3.5. 数字稳定币民间先行，CBDC 未成气候

欧盟对脸书稳定币的反应最激烈。欧洲央行表示要发行欧元 CBDC 来对抗脸书稳定币，但是按照目前的发展趋势来看，短时间无法成型。在文（二）我们已经提出应该是民间稳定币先行。现在我们收集到一些数据：

2020 年稳定币爆发：根据^[10]提供的数据，2020 年是世界稳定币爆发期，大量公司都在发行稳定币。下图是该文提供的数据，在一年内，稳定币成长 395%。部分原因可能是数字代币暴涨，带动稳定币市值大涨。

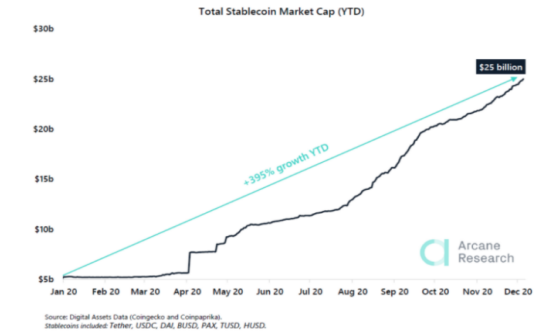


图 3：稳定币在 2020 年增长 395%

3.6. 银行开始发行稳定币：德国和俄罗斯也加入

2021 年 1 月 4 日，美国 OCC 认可银行参与稳定币发行和作业，并且银行可以加入区块链作为节点。我们在^[14,15]讨论到这些问题，这是数字货币战争的第 2 阶段，当银行也加入数字货币，数字货币的体量会比传统数字货币大的多。

在美国，IBM 公司正在寻求政府批准建立基于稳定币的银行^[16]，摩根大通银行正在建立起稳定币的帝国；在德国，老牌银行也开始发行欧元稳定币^[13]；俄罗斯储备银行 (Sherbank) 预备在 2021 年开始稳定币项目 (Shercoin)^[11]。这些都不是 CBDC，而是稳定币。

4. 总结

本文主要讨论了数字货币对宏观经济的影响。而基于一个法币的稳定币就是国家货币政策的重要布局，美国财政部已经表明这立场。在本国货币在经济体量较小、抗冲击能力较弱时，发展 CBDC 是不明智的选择；在遭遇金融危机时，数字货币的离境速度要远大于法币。同时，由于数字货币在跨境交易中具有便利性，在经济危机时更加速了资金从较弱的经济体流向较强的经济体，资本将大量积累在经济强的国家，这对经济较弱的国家来说是致命的打击。这种系统性的风险是一个国家发展 CBDC 前不得不考虑的问题。

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) 从天方夜谈到公认常识: 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) 2020.12.14
- [6]. 蔡维德, 王娟, 向伟静, 新全球储备货币的竞争: 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) 2020.12.28
- [7]. 蔡维德, 王娟, 向伟静, 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) 2021.01.17
- [8]. 蔡维德, 王娟, 向伟静, [数字货币对资金流动的影响: 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\(八\) 2021.02.24](#)
- [9]. <https://www.crowdfundinsider.com/2020/06/163275-consumers-might-shift-financial-holdings-to-stablecoin-denominated-assets-if-existing-payments-systems-arent-improved-swedens-riksbank-says/>
- [10]. <https://ccnews24.net/stablecoin-supply-increased-by-395-in-2020/>
- [11]. <https://www.kogocrypto.com/russians-sberbank-plans-to-launch-blockchain-stablecoin-platform-this-year/>
- [12]. <https://reserve.org/our-vision>
- [13]. <https://bitcoinexchangeguide.com/bitbond-partners-with-oldest-german-bank-to-issue-a-euro-stablecoin-on-stellars-blockchain/>
- [14]. 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
- [15]. 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), 2020.01.12
- [16]. https://www.sohu.com/a/302769701_99978892