

Libra 的货币性质、潜在影响与演变方向^{*}

孙国峰

摘要:美国 Facebook 牵头发起的 Libra 计划,引发了各界广泛的热议。准确研判 Libra 的潜在影响,关键在于把握其最本质特征,深刻理解其货币性质。观察 Libra 货币性质有两个维度,分别是货币创造主体维度和支付流通维度,后者具有促进前者演化的能力。从第一个维度看,Libra 以一篮子经济体的银行信用货币为支撑,本质体现的仍是银行信用,并不创造货币;从第二个维度看,Libra 作为数字钱包,其核心优势是解决了跨境支付缺乏全球性央行提供服务的问题,这在现代银行信用货币体系下是具有商业可持续性的。未来 Libra 可能会向私人信用货币或虚拟货币方向演变,发展出货币创造功能,届时对全球经济金融体系的影响将进一步显现。同时,要关注以零售业务为主的跨国公司发行类似 Libra 数字货币的影响。

关键词:Libra 货币性质 货币创造 银行信用 跨境支付

2019年6月,Facebook发布白皮书,计划于2020年推出新的全球数字货币Libra。Libra集合了诸多全球数字货币探索的最新经验:一是跨境交易媒介,基于开源区块链技术,实现分布式、低成本的跨境支付清算,且币值不与单一货币挂钩,而是以不同货币计价的一篮子资产为锚,具有一定超主权货币特征。二是以真实资产储备为支撑,参照稳定币设计,每个新创造的Libra币必须用法定货币以1:1比例购买,并将该法定货币转入储备。三是“Libra协会—授权商”形成双层运营架构,独立的Libra协会是Libra的治理主体,其最新21家初始成员包括了Lyft、Uber等数字经济大型企业,同时Libra协会将设置主要加密货币商行和顶级银行机构作为授权经营商,按1:1比例“制造”和“销毁”Libra币,这与“中央银行—银行”的双层运营架构有一定相似性,兼顾了约束和效率。考虑到Facebook及Libra协会成员企业背后庞大的用户人群和丰富的数字经济生态,Libra有可能会对全球经济金融体系产生巨大的影响。应当看到,Libra集成了较多前沿数字货币的特征,很难预判Libra将在多大程度上产生影响。本文旨在从货币性质视角分析Libra,通过把握Libra的最本质特征,对Libra的潜在影响进行评估,为做好相关应对工作提供参考。

一、关于 Libra 货币性质的争论

自Libra计划发布以来,各国央行、监管部门、国际多边组织以及学术界围绕Libra的货币性质开展了一系列讨论,既有支持,也有担忧,可以说是众说纷纭,大体可分为以下三类观点。

第一类认为Libra是一种超主权货币,可能会显著改变全球货币体系。Libra作为数字货币的颠覆性优化,不仅克服了比特币价值不稳定性导致的日常交易障碍,又大幅降低了跨国零售支付的摩擦,加之Libra协会治理体系较美联储决策机制更为优化,只要获得政府许可,很可能成为新一代的全球货币(Taskinsoy,2019)。各方对Libra的普遍担忧,一定程度上反映出Libra具备成为超主权货币的前景。英国央行行长Carney(2019)表示,Libra如果实现了它的野心,将具有系统重要性,在发行前必须要有严格的监管规范。BIS(2019)认为Facebook、亚马逊和谷歌等大型科技公司

^{*} 孙国峰,中国人民银行货币政策司、美国普林斯顿大学客座教授,邮政编码:100800,电子邮箱:sguofeng@pbc.gov.cn。作者感谢匿名审稿人的建议,文责自负。

可以凭借其庞大的用户网络在金融领域迅速确立垄断性地位,尽管其具有金融包容性,但可能会对金融稳定和数据保护构成威胁。2019年7月,美国参议院银行委员会和众议院金融服务委员会相继对 Libra 召开了听证会,均表示对大型科技公司在隐私保护和监管合规方面的不信任。应当说,主权国家是 Libra 发行绕不过的坎,但 Libra 可能会是推动全球货币加速进入数字货币阶段的一个重要契机,或许将激发数字货币理论和监管制度的反思(黄震,2019)。

第二类文献认为 Libra 是变相的美元外汇,可能会对其他国家的主权货币“降维打击”。根据相关资料信息,在 Libra 一篮子货币里,美元占比为 50%,欧元占比 18%,其余部分由日元(14%)、英镑(11%)和新加坡元(7%)组成,美元占主导地位,而人民币暂不在 Libra 货币篮子里。孙天琦(2019)认为,Libra 可能会强化美元的统治地位,不排除我国部分境内交易 Libra 化,这本质上就是美元化,并可能会扩展美国长臂管辖的范围。张锐(2019)担忧 Libra 将分流、替代一部分主权货币的使用,削弱货币当局对主权货币的控制力,出现“Libra 走到哪里,美元就会到哪里”的局面。赵鹞、马伟(2019)提出,Libra 对于弱势货币的“入侵”会导致其对本国货币的替代,并会增强美联储政策的全球传导效应。Gagnon & Huertas(2019)强调,Libra 的交易范围主要在全世界最具全球可交易性的商品和服务,当地主权货币仍很大可能继续被用于大多数交易。

第三类文献认为 Libra 是稳定币设计,存在反洗钱、金融稳定和货币政策有效性等方面的挑战。Adrian & Griffoli(2019)认为,Libra 等稳定币最大的吸引力来自类似社交媒体一样的支付网络,可以更好地融入数字生活,但可能会出现科技巨头强化自身垄断优势、促进恐怖主义融资以及破坏主权货币国家货币金融秩序等潜在挑战。Kupiec(2019)认为,Libra 是以多国货币计价、类似货币市场基金的有价证券,属于新型国际影子银行,其持有的资产缺乏像银行一样的严格监管,可能会给持有者带来严重的损失。但是,有一些观点认为 Libra 的影响有限。邹传伟(2019)认为,Libra 项目基于 Token 范式实现了某种意义上的超主权货币,但不一定有货币创造,远不是货币非国家化。

总结上述文献,可以发现 Libra 既囊括了大量数字货币的创新特征,又融入了超主权货币理念及数字经济生态支持,很难回答 Libra 的货币性质到底是什么、影响到底有多大。鉴于此,本文从贷款创造存款理论(LCO)出发,尝试根据历史演变规律和资产负债表变化,对 Libra 的货币性质进行剖析,并在此基础上对其影响和未来演变进行展望。

二、货币性质的两个维度:货币创造和支付流通

瑞典经济学家维克塞尔(1901)在《国民经济学讲义》中认为货币分析有三个维度,分别是货币通货、货币价值和货币流通。在现代纸币乃至电子货币的形态下,很难完全区分货币通货和货币价值两个维度,可以认为都是由货币创造主体决定。由此,可将货币分析归总为两个维度:一是货币创造主体的维度;二是支付流通的维度(刘成,2017)。支付流通是金融体系其他功能的重要依托,通过增强货币需求、提高货币影响力,为第一个维度提供支持和演化动力。

货币创造的历史演进基本沿着货币分析的两个维度展开。传统货币理论一般认为,原始货币起源于物物交换媒介,然后沿着金属铸币——金、银本位纸币——信用货币的路径演变,但 Graeber(2012)认为,没有证据证明货币源自以物易物,相反有大量证据显示没有这种事情。近年来越来越多的证据表明,货币起源于信用(Orrrell & Chlupaty, 2016)。货币本质上是一般性债务凭证,而货币创造历史演进的主要脉络是私人信用货币——政府信用货币——银行信用货币(孙国峰,2019a)。

以私人信用作为支撑的货币早在人类社会形成初期就在使用。公元前 3500 年两河流域的苏美尔人将债务刻在泥板上,而这块债务凭证的泥板可以作用支付手段流通转让,债权人可将持有的泥板转让给他人用于换取蜂蜜或面包,是原始的货币体系(Orrrell & Chlupaty, 2016)。同样,我国早期贝壳货币也是用于债权债务“配对”的凭证,而不是实物货币,很多贝壳货币中间都有一个到十几个不等的短横线(孙国峰,2019a)。但私人信用货币的信用建立依赖于彼此熟悉的社会关系,相互知

根知底,很容易对债务人的信用做出评价。因此,原始的私人信用货币只能在部落或小社区内流通,在不断发展、边界扩大的社会中不易被接受,从而在政府出现后演变为政府信用货币。

政府信用货币大多发端于战争,政府以征税权作为支撑,发行货币给军队和政府工作人员以及从私人部门购买物资,然后公众用政府发行的货币缴税,在更广泛的范围内实现货币流通循环。如 18 世纪美国独立战争就是靠政府发行货币进行支付的。政府发行的货币形式无论是铸币还是纸币,其材料价值大多低于货币价值,其实质是政府债务信用的凭证。但政府信用货币有不足之处:一方面,政府债务形成多采用行政的方式,加上国防、自然灾害等意外开支,很难及时响应实体经济对货币的需求;另一方面,政府负债主要用于消费,并不生产产品,可能会因为肆意挥霍或过度支出产生巨额的财政赤字,很容易造成严重通胀。如 18 世纪初,法国政府通过皇家银行大量滥发纸币,引发了著名的密西西比泡沫;1783 年美国独立战争后的“一套服装高达 100 万美元”,1865 年南北战争后物价上涨了 90 倍(Galbraith,2017)。

伴随着中央银行和银行制度的发展完善,政府信用货币逐渐向银行信用货币演变。较之主要通过政府支出消费创造的政府信用货币,银行通过向企业贷款等创造银行信用货币,可以深入到生产活动,更适合工业大生产的需要。根据“贷款创造存款”理论(loan creates deposit, LCD),商业银行资产方每增加一笔贷款,都会在其负债方派生出等额存款(孙国峰,1996,2001)。一般而言,企业想要直接去借家庭劳动和生产设备用于组织生产是有难度的,但企业从银行申请贷款获得货币后,就可以购买闲置的劳动和设备用于组织生产。还应看到,如果企业不通过贷款获得货币进行组织生产的话,很可能最终导致闲置劳动和设备无法投入到生产活动中。比如,英国在 17 世纪以前的国力在欧洲并不领先,但在 18—19 世纪却率先实现工业化大生产,一度成为世界上最强大的国家,这与 1694 年英格兰银行成立后带动英国银行业快速发展,并充分发挥出银行货币创造的组织生产作用是密不可分的。事实上,危机后 Bernanke(2018)反思经济学家和政策制定者低估了信贷紊乱对实体经济的影响,一定程度上反映出银行货币创造在组织生产方面的重要作用。Zoltan & Kumhof(2015)指出,现实中银行并非简单先存后贷的金融中介,而是通过创造货币向实体经济提供融资,在“贷款先行”模式下银行信贷对实体经济的影响要远大于金融中介。近年来,贷款创造存款理论已逐渐成为共识(Goodhart, 2017;刘成,2017;孙国峰,2019c)。

值得注意的是,财政主导和金融主导的货币创造存在显著差异。近期讨论较多的现代货币理论,就存在混淆两者范畴的问题,其关于财政赤字形成货币、央行为财政提供融资和财政受通货膨胀约束的主张(Wray,2015),早已在历史上被证明失败。事实上,二战后的最初数十年间,美联储的首要职责就是购买足够的国债,以保证美国长期国债利率不高于 2.5%,为财政提供资金(Mallaby,2016)。然而,随着 20 世纪 60—70 年代越南战争和“伟大社会”等政府计划导致财政预算不断扩大,引发了美国 20 世纪 70 年代末至 80 年代初严重的通胀,并最终促成了对现代财政和金融关系的反思(Bernanke,2013)。在现代银行信用货币制度下,保持财政可持续性、避免政府直接对资源配置过多干预早已是各方共识,财政赤字的过度积累会造成资源配置扭曲,挤出私人部门,加剧政府债务风险,并最终制约未来的经济增长(Bénassy-Quéré et al,2010),因此财政主导的货币创造已经越来越少,中央银行制度也从建立初期为政府融资服务的古典中央银行制度发展为维护币值稳定的现代中央银行制度。现代货币理论明显夸大了财政在货币创造中的作用,忽视了金融主导的货币创造通过深入到组织生产的过程,依据市场化原则进行货币创造,更加匹配经济社会发展的需要。

总体看,货币创造的历史演进基本沿着货币创造主体和支付流通这两个维度:一是货币本质上体现的是经济主体之间的债权债务关系,最初的货币就具备私人债务凭证的特征,历史上货币创造主体沿着私人—政府—银行的路径演变;二是一般性、可转让,能够在支付中被普遍接受,把债务关系转移给他人,这体现货币的权威性和公信力,具有促进第一个维度演化的能力。近年来,随着金融科技快速发展,出现了不少数字货币形式,如比特币、莱特币、瑞波币、泰达币(USDT)和 JPM-coin

等,而 Facebook 牵头发行的 Libra 更是前期多种数字货币特征的复合。但不论数字货币的形式如何变化,都可以从上述这两个维度来分析其货币性质。

三、从货币创造主体的维度看,Libra 的货币性质仍是银行信用

孙国峰等(2014)较早根据电子货币发行主体的债务关系,对电子货币进行了分类,借鉴该分类方法,同样可以根据数字货币发行主体背后的债务关系,将数字货币大体归纳为四类:第一类是央行数字货币,本质上是央行负债,是央行基础货币的数字化形式,比如加拿大的 CAD-coin。第二类是银行数字货币,本质上是银行负债,可由银行直接发行,如摩根大通银行发行的数字稳定币 JPM-coin;也可类似“一卡通”,由非银行主体依附于银行信用货币体系发行,在特定范围或场景内流通使用,如 Tether 公司发行的稳定币 USDT。第三类是代表私人债务的数字货币,其发行主体是非银行私人部门,货币发行进入私人发行主体的资产负债表,由发行主体负责兑换与回赎。第四类是没有确定发行主体的算法货币,如比特币没有任何一家机构承诺赎回比特币的责任,因此比特币不是一种信用而是类似黄金的财富。

Libra 是一篮子经济体银行信用货币的映射,其本质仍是第二类以法定货币为支撑的数字代币。除了协会向创始人初始支付的 Libra 币奖励涉及货币创造外,在每个新创造的 Libra 背后,需要用一篮子法定货币 1:1 兑换,换言之,公众兑换新创造的 Libra 必须要有法定货币,这其实是一种 100% 储备金率的数字货币模式,也是 Libra 目前正在采用的发行模式。值得注意的是,在现代银行信用货币制度下,所有的存款货币都由银行创造,因此 Libra 储备存款也只能来自银行信用货币体系。

在银行信用货币体系下,“中央银行—银行”之间形成货币创造的双层架构(见图 1)。从银行层面看,银行贷款创造存款货币后,银行要按新增存款货币的一定比例将超额准备金转为法定准备金,相应资产方的超额存款准备金减少,法定存款准备金增多(孙国峰,2012)。从中央银行层面看,银行的存款准备金属于央行负债,必须由央行通过创造基础货币提供超额存款准备金(孙国峰,2017),相应存款准备金结构的变化会在央行负债方体现,银行之间及银行与公众之间无论如何交易,都创造不出新的超额存款准备金或基础货币。中央银行通过提供基础货币流动性,对银行货币创造行为形成支持和制约,在银行货币创造中始终处于中心地位。

“Libra 协会—授权商”的双层运营架构,与银行存款货币创造的双层架构相似,但存在差异,体现在其依附于银行而非央行。如图 2 所示,假设公众将 100 元存款货币兑换为 Libra 放入 Libra 授权

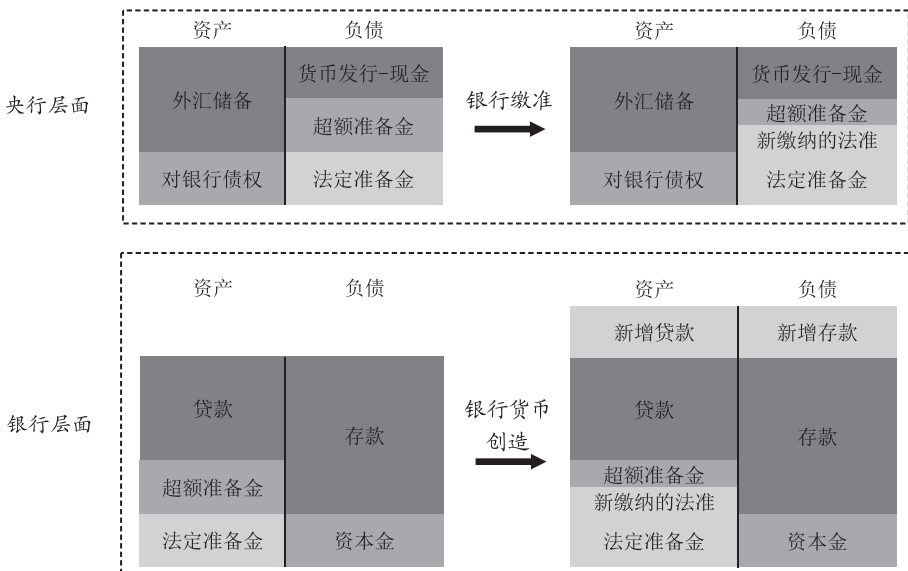


图 1 存款货币创造过程中的央行和银行资产负债表变化

商数字钱包时,Libra 发行量增加 100 元,同时 Libra 协会的储备存款也会增加 100 元,即 Libra 发行过程只是公众存款货币转移到 Libra 储备存款账户,是不同主体之间的货币转移,并不会影响银行存款货币存量。这个发行过程对用任何一个国家货币兑换都是成立的,货币之间的汇兑不会创造货币。而且根据 Libra 白皮书,Libra 币“能够以高于或低于基础储备价值的窄幅价差兑换为法定货币”,这意味着每个 Libra 币类似一个 Libra 储备价值的证券份额而不是债务。

当然,要看到 Libra 储备并不仅包括一篮子法定货币的银行存款,还有一些国家的短期政府债券,但 Libra 储备资产的配置同样属于不同主体之间的货币转移。如图 3 所示,假设 Libra 协会将一半的储备用于投资债券,那么整个过程中银行—Libra 协会层面的资产负债表变动如下:在①阶段,存款人 A 兑换 100 元的 Libra 储备,其银行存款减少 100 元,对应 Libra 储备存款增加 100 元。在②阶段,Libra 储备将一半的银行存款用于配置政府债券,若通过二级市场购买,则 Libra 储备存款减少 50 元,债券卖方的存款人 B 账户增加 50 元,对应 Libra 储备增加 50 元政府债券资产;若通过一级市场购买,则 Libra 储备存款 50 元先转移到财政存款账户。考虑到财政存款会保持一个合意的余额,因此,最后随着财政逐渐支出仍将转移到其他经济主体的存款账户中,存款人 B 账户增加 50 元。由此可知,在 Libra 储备资产的配置中,银行存款货币存量并没有改变,也不创造货币。

综上所述,在整个 Libra 发行过程的各环节中,全社会都没有新创造的信用或债务。因此,从货币创造主体的维度看,可以认为 Libra 的货币性质仍是银行信用,并没有创造货币。在使用银行信用货币兑换 Libra 后,可以在 Facebook 撬动的多个国家数字经济边界范围内流通使用,如扫码购物、付账单和付车费等,但这与可以在食堂、地铁和超市等范围内使用的“一卡通”或“预付卡”性质并无明显差异,仍然依附于银行信用货币体系。值得注意的是,银行存款在兑换成 Libra 后虽然增加了在 Libra 数字经济内部流通的流动性,但同时大幅减少了这部分存款货币的流通使用,类似过去以 100% 黄金作为准备金发行的纸币,实际是替代了黄金等贵金属进行流通,而黄金则被存放在金库里

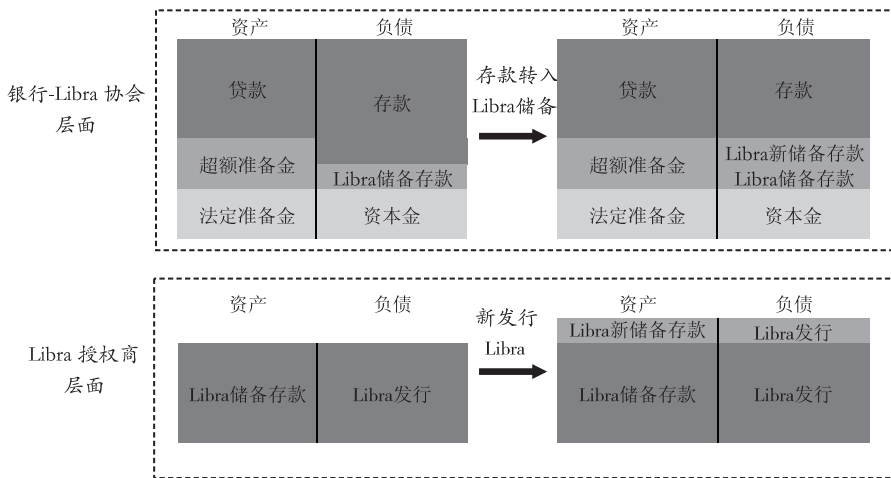


图 2 Libra 发行过程中的资产负债表变化

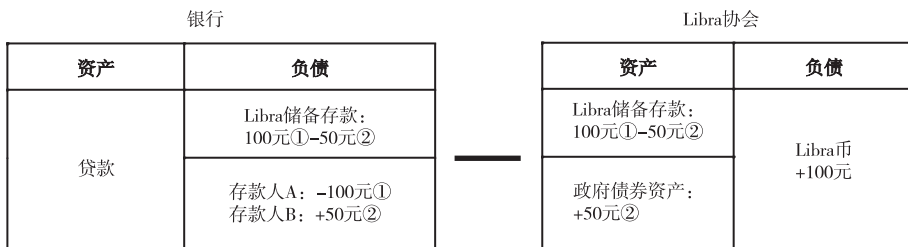


图 3 Libra 储备资产的配置过程

不再流通,并不会影响到全社会总体的流动性水平,IMF 货币和金融统计制度亦明确“预付卡”等不纳入货币统计(Cartas & Harutyunyan,2017)。尽管这部分储备存款货币并非完全冻结,还可以配置国债,但实质上这只是安全资产形态上的变化,甚至国债的信用层级还要高于银行存款,这部分安全资产以 Libra 储备的形式被固定下来,并不能再用于商品消费或融资的优质抵押品,总体上可以认为 Libra 是这些安全资产的替代物,全社会的流动性水平并没有显著变化。

四、从货币支付流通的维度看,Libra 的核心优势在跨境支付

支付流通是经济主体持有货币的基础性动机,Libra 在支付流通维度的核心优势可以为 Libra 体系未来的发展演化提供支撑。以支付流通的维度,数字货币有两种支付清算方式:一是基于代币(token-based)的数字钱包,二是基于账户(account-based)的电子支付。数字钱包和电子支付的区别如图 4 所示。数字钱包的支付清算过程是去中心化的,类似现金钱包的付款和找零过程,交易双方以去中心化、点对点的方式完成,其支付清算的成本较低,但追踪资金交易成本较高,比如通过追踪现金编号确认交易信息有较高的成本,而追踪比特币交易的成本会更高。电子支付的支付清算过程是中心化的,公众在支付时,要先通过网银或 APP 等交互界面登录账户验证,然后提供收款人的账户信息发出支付请求,再由中心化的金融基础设施验证账户信息和资金到账情况,最后还要进行清算。较之数字钱包,电子支付具有更高的支付成本,但由于交易都基于账户,因此追踪资金交易的成本更低。基于区块链技术开发的 Libra 是数字钱包而非电子支付,去中心化、点对点地实现低成本支付清算是其重要优势。

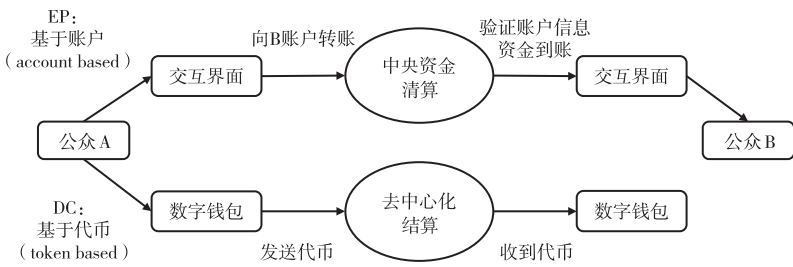


图 4 数字钱包和电子支付的区别

资料来源:Griffoli et al(2018),作者整理。

相较而言,作为电子支付的银行信用货币,在支付清算时需要用到上一层的信用,公众之间支付清算要用到银行层面的信用货币,而银行之间清算要用到中央银行层面的基础货币,较之数字钱包,其成本相对要高一些。但在一国之内的电子支付,中央银行和银行体系提供的清算服务是有效率的,Libra 数字钱包在境内支付方面并不存在明显的优势。图 5 展示的是境内公众之间支付交易时的账户变化。若存款账户同属于一家银行,则清算可以在该家银行内完成,不需要基础货币,比如公众 A 向公众 B 支付 100 元,公众 A 存款账户减少 100 元,而公众 B 存款账户增加 100 元,银行的存款规模保持不变,不需要进入央行层面的清算。若存款账户开设在不同银行,此时公众 A 向公众 C 支付 100 元,那么公众 A 所在的银行需要向公众 C 所在的银行相应转移 100 元的超额准备金,但银行可以通过向央行或银行同业借款,以较低的成本调剂超额准备金的余缺,且银行之间的相互往来支付还可以轧差后以净额清算,使最终清算所需要的超额准备金远低于支付体量,因此一国之内数字钱包和电子支付的支付成本差别不大。考虑到路径依赖等因素,Libra 数字钱包在境内支付领域很难与银行信用货币竞争。

Libra 的核心优势体现在跨境支付领域,是用于跨境支付的数字钱包。在跨境支付领域,由于不存在一个全球央行提供清算服务,因此需要银行在不同国家银行开户进行货币交易,这存在较高的成本。一个典型的银行跨境支付模式如图 6 所示,境内公众 A 向境外收款人 B 发起 100 元人民币等值外币的支付请求,境内公众 A 账户减少 100 元存款,此时境内银行 C 要在境外收款人 B 所在国家

的银行 D 开户,并把在境外银行 D 存放的 100 元等值外币转账至境外收款人 B。值得注意的,如果境内银行没有在境外银行开户,就需要用 SWIFT 系统,通过多个中间商把资金汇往境外收款银行。在此过程中每一个机构都有自己的账务系统,彼此之间需要建立代理关系及授信额度,每笔交易不仅需要在本银行记录,还要与交易对手进行清算和对账,速度慢,成本高(孙国峰,2019b)。对 10000 元左右的小额跨境支付而言,国内银行境外汇款有 20~50 元/笔的最低费用,加上中间商手续费和境外银行到账手续费大约 200~300 元,总手续费比例大约在 2%~4%。如果跨境支付的金额更小,则手续费比例会更高,此时数字钱包的低成本支付优势得以凸显。因此,Libra 基于区块链技术可以为用户提供便捷、低成本的跨境支付,解决了银行信用货币体系下跨境支付缺乏全球性央行提供服务的问题,在跨境支付尤其是小额跨境支付领域有明显优势,完全具有商业可持续性。例如,瑞波币的跨境支付费用较传统外汇服务商低 40%~70%,并将跨境转移效率从过去的 2~3 天提升至几分钟,很快就成为全球前三的加密货币。

Libra 在跨境支付领域具有足够大的市场前景,这可能将激发对 Libra 的需求,促成其未来货币创造性质的演变。一是支付沉淀的需求。在 Libra 跨境支付过程中,尽管 Libra 直接点对点跨境支付的效率较高,但将本币兑换成 Libra 发起支付和收到 Libra 再兑成当地货币仍存在时间间隔,支付

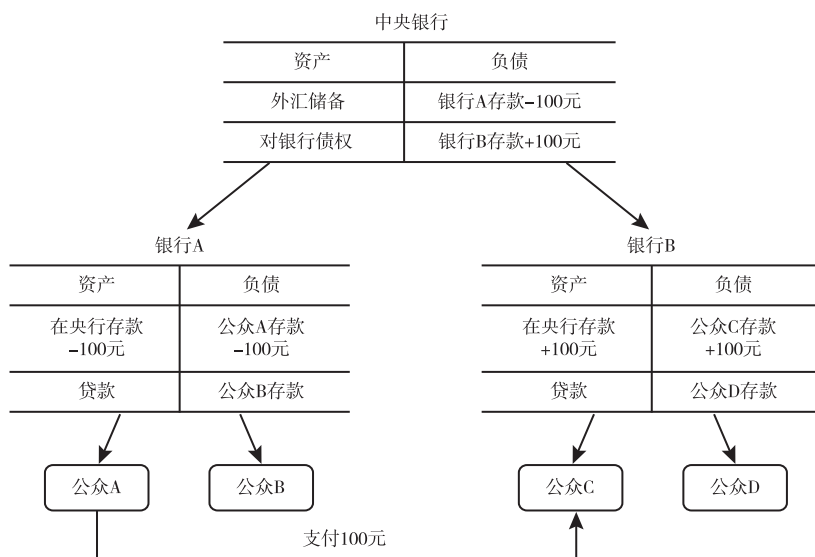


图 5 一国之内的支付清算过程

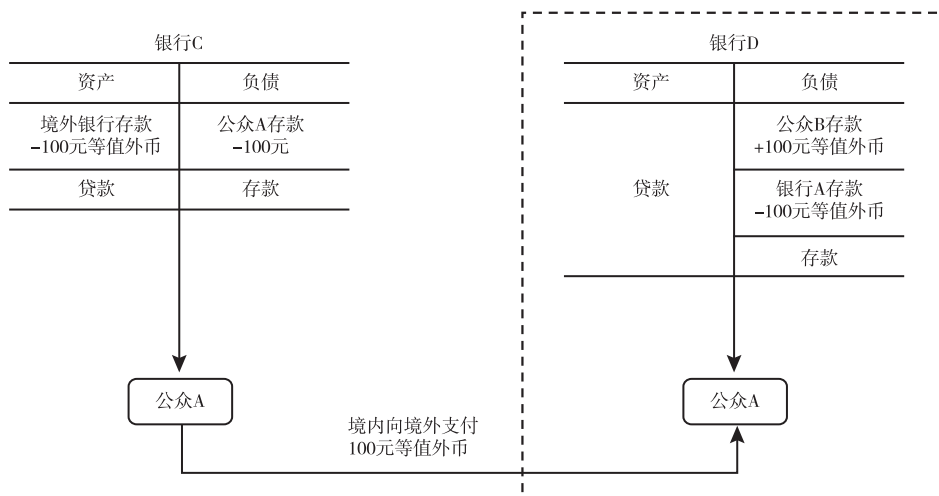


图 6 跨境支付领域的支付清算过程

沉淀的需求很大程度上受整个 Libra 跨境支付链条时间长短的影响。二是全球数字经济和跨境贸易活动的需求。全球性的数字经济和跨境贸易活动可以依托于跨境支付便利,以 Libra 计价销售商品和服务。Libra 数字经济和跨境贸易链条的每个环节需要持有有一定数量的 Libra 币,用于数字经济循环和预防性需求。随着 Libra 数字经济链条规模的扩大和复杂性的上升,Libra 需求会相应快速增大,同时部分环节还可能会出现 Libra 短缺,产生 Libra 融资需求。如前所述,债权债务关系是货币创造的必要条件,一旦 Libra 协会放弃与一篮子法定货币 100% 挂钩的要求,直接通过提供贷款的方式创造 Libra 币,此时,虽然 Libra 储备还继续以安全资产形式冻结,但全社会流通的 Libra 体量明显会高于这部分储备资产,Libra 将不再是作为银行信用映射的“预付卡”,而发展出货币功能。例如,过去部分黄金储备率制度下发行的承诺兑换黄金的货币,虽然黄金仍被“冻结”在金库,但在社会流通并承诺兑换黄金的货币量要远大于黄金储备价值,这其实是货币债务特征的体现。三是投机性需求。随着 Libra 数字经济体借贷利率及一篮子货币汇率价格的形成,套利性、投机性的资本流动可能会相应增多,这在产生 Libra 需求的同时,会加剧其体系的不稳定性。

五、从 Libra 货币性质评估其潜在影响

目前 Libra 在国际上遇到了较大的监管障碍,G7、G20 相继就稳定币发声,强调其未经检验,且面临法律确定性、健全治理、反洗钱与反恐怖融资、支付系统安全和网络以及操作风险考量等一系列重大风险需要解决。日前,PayPal、VISA 和 MasterCard 等多家创始会员已宣布退出该项目。但从 Libra 货币性质看,若 Libra 最终能与监管机构达成合作,其被广泛接受和运用,发展成为具有较大实际影响力的数字货币可能性较大。这是因为,Libra 既以银行信用货币为支撑,克服了比特币等虚拟货币因币值大幅波动而难以广泛使用的问题,又找准了跨境支付成本偏高的“痛点”,而且 Libra 协会组成的跨国数字经济联盟,为 Libra 提供了超过 20 亿活跃用户网络和大量支付流通生态支撑,破除了泰达币(USDT)等稳定币不被企业或商店接受因而难以广泛使用的障碍。特别是,Libra 数字经济还具有网络规模效应优势,依托于 Libra 提供的跨境支付便利,过去大量被抑制的小额跨境贸易可能会激发大量 Libra 需求,而不断增长的 Libra 经济又会吸引更多的用户参与进来,形成反馈从而快速扩大规模。正如 G7《全球稳定币调查影响》(*Investigating the Impact of Global Stablecoins*)报告所强调的,如果一些大型公司将稳定币规模达到全球规模,将带来金融市场公平竞争、金融稳定性和货币政策传导三方面的潜在挑战。即使 Libra 尚未发展出货币创造的功能,仍可能会对全球和我国经济金融体系造成一定影响。

从货币创造主体维度看,Libra 本质上仍体现的是银行信用,在总量层面对包括我国在内的大国经济体影响有限,但对不同经济体会产生一定的结构性影响。对货币在 Libra 篮子中的经济体而言,Libra 会导致该经济体的货币发行和安全资产需求增加,进而推动汇率升值和无风险利率下行。比如,Warnock & Warnock(2009)发现超过 6 万亿美元的外汇储备使美国 10 年期国债利率下行了 80 个基点。但 Gagnon & Huertas(2019)却认为,尽管有大量外汇储备持有美元资产,美国利率仍保持在发达经济体中的较高水平,影响并不大。这意味着,即使极端情形下 Libra 储备规模扩大至与现有美元储备相当,Libra 对货币在篮子中的经济体利率影响仍可能是有限的。事实上,美联储在制定货币政策过程中很少考虑大量美元外汇储备的影响。对没在篮子里的货币发行国而言,Libra 可视类似美元的某种外汇,由于货币主权管辖和支付路径依赖,Libra 较大国主权货币不具备优势,其替代作用较为有限,本国绝大多数交易仍会继续使用主权货币,边际上可能会有汇率贬值、利率上行的压力。还应看到,对我国而言,由于包括 Facebook 在内的 Libra 初始会员企业在我国境内的业务体量较小,缺乏必要的支付流通生态,因此对我国的影响可能会更小一些。但一些通胀率高、币值不稳定的小国主权货币则可能会有被替代的风险,进而影响其货币政策效果。

从支付流通维度看,Libra 对我国和其他经济体的主要挑战可能在跨境资本流动方面。Libra 解决了跨境支付缺乏全球性央行提供低成本、高效率清算服务的问题,这在现有银行主权信用货币体系下是不易解决的,是对各国的主要挑战。一是 Libra 可能加剧跨境资本外流,进而给人民币汇率

带来一定的挑战。虽然目前人民币暂不在 Libra 货币篮子里,无法直接兑换 Libra,但随着 Libra 在跨境支付方面的大量应用,可能会有国内居民先购汇,再将外汇兑换为 Libra,用于小额跨境转账或境外购买数字经济服务,可能成为资本外流的一种通道。二是 Libra 可能影响人民币国际地位。根据 Libra 听证会的核心辩论观点,Libra 基于一篮子货币计价设计及跨境零售支付领域巨大的潜在需求,旨在创新美国金融基础设施,保持美国金融服务基础设施的领先地位,且 Libra 储备主要是美元,这意味着随着 Libra 在全球贸易领域使用的增多,很可能被动减少人民币的支付场景,一定程度上削弱人民币的国际地位。三是为违法交易活动提供洗钱便利。Libra 区块链技术下的点对点交易特征和良好的加密保护及其跨国超主权特征,会提高我国监管部门追溯信息的难度与成本,容易为违法交易提供便利,扰乱经济运行秩序。

六、Libra 货币性质的可能演变方向

值得注意的是,Libra 白皮书提到,真实资产储备担保的目的是为了“帮助培养人们对新货币的信任”,这类似过去金本位体系下的黄金之于美元。随着 Libra 借助其在跨境支付领域的核心优势被大量认可和广泛接受,很可能会放弃 100% 的储备金率,发展成为真正的货币。根据 Libra 协会是否承诺继续按照储备价值赎回,存在私人信用数字货币和虚拟货币这两个可能的演变方向。

一是成为具有超主权特征的私人数字信用货币。如前所述,货币创造历史演进的主要脉络是:私人信用货币——政府信用货币——银行信用货币,未来可能会进一步演变为银行信用货币和私人信用数字货币共存流通的多元化信用货币制度,形成有效竞争且相互补充(孙国峰等,2014)。私人信用货币是最原始的货币形式,过去只能在社区商店、居民等小范围内发挥货币职能,如美国的社区货币。Facebook 通过撬动大量社交和数字经济资源,大幅拓宽了 Libra 的发行和流通的边界,克服了私人信用货币流通范围较小的瓶颈,可能成为未来货币创造的新主体,演变为与主权信用货币共存的超主权私人数字信用货币。这类私人信用货币可以与银行信用货币共存流通,各自保持合适的规模,形成有效竞争且相互补充,加上政府的有效监管,最终可以提高社会总福利(孙国峰等,2014)。

若 Libra 协会将 100% 的储备降为部分储备,同时承诺以固定一篮子货币的价值赎回 Libra,那么 Libra 将进入 Libra 协会的资产负债表,使之出现大规模扩张。届时,银行在 Libra 的双层运营架构中将扮演类似央行的角色。如图 7 所示,当 Libra 协会通过向数字经济边界内经济主体提供 Libra “贷款”,可以等额创造出 Libra “存款”货币,同时需要从银行体系获得一定比例的新增 Libra 储备存款。然而,一旦 Libra 协会开始主动创造货币,其他主体的存款转入往往难以满足新创造 Libra 的需要,此时就需要向银行申请贷款获得存款货币。本质上,所有的 Libra 储备存款都是由银行通过资产扩张提供的,因此为表述方便,本文在图 7 中假设新增 Libra 储备存款来自 Libra 协会从银行获得的贷款,用以支持新创造的 Libra 或应对可能出现的大规模赎回。值得注意的是,这个过程将创造社会信用,Libra 协会根据从银行获得的银行信用,以一定倍数放大创造出更多的 Libra 信用,类似银行在央行基础货币基础上进行的存款货币创造。

二是成为虚拟货币。Libra 协会可能设置一套固定的算法,而不承诺未来赎回,使 Libra 成为类似比特币的虚拟货币。在虚拟货币的双层运营下,整个 Libra 体系具有一定的市场价值,Libra 币相当于 Libra 体系的股份;其中,作为初始份额的 Libra 会随着市场价值的上升而增值,而新增发的 Libra 币则会稀释原有股份(见图 8)。参考虚拟货币首次代币发行(ICO)的经验,发行机构往往会初始预留 30%~50% 的货币发行份额,待虚拟货币市场价格上涨后出售获益。Libra 白皮书中也披露了类似的安排,即向创始人初始支付 Libra 币奖励,却没有公布这部分预留的份额有多大,这意味着 Libra 发展成为虚拟货币的可能性不低。未来初始成员有可能会将大量预留的 Libra 用于回赎储备,使 Libra 储备快速下降,最终用户在卖出 Libra 时,不再是由 Libra 储备赎回,而是以市场价格转让给另一个用户,成为虚拟货币,其币值将与 Libra 经济体基本面及 Libra 发行量相关。

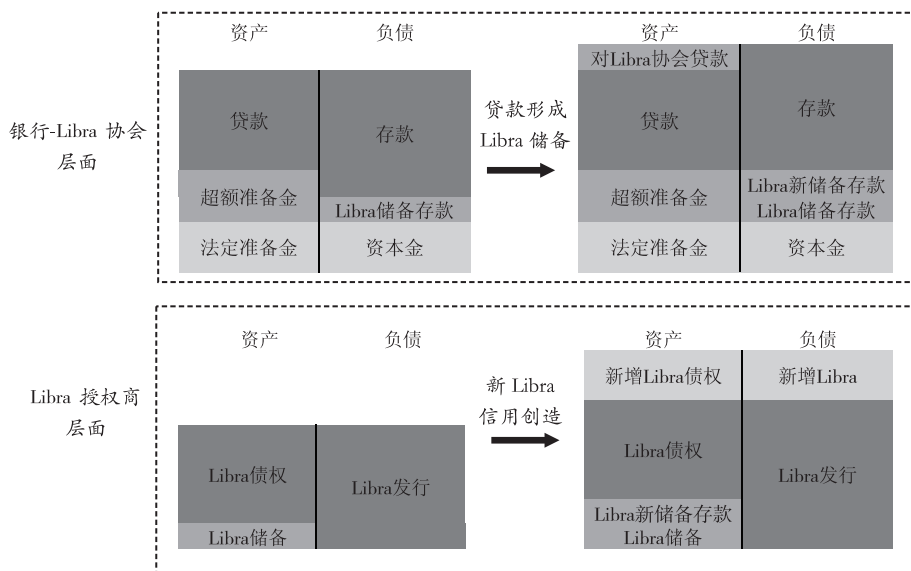


图 7 Libra 向私人数字信用货币演变的资产负债表

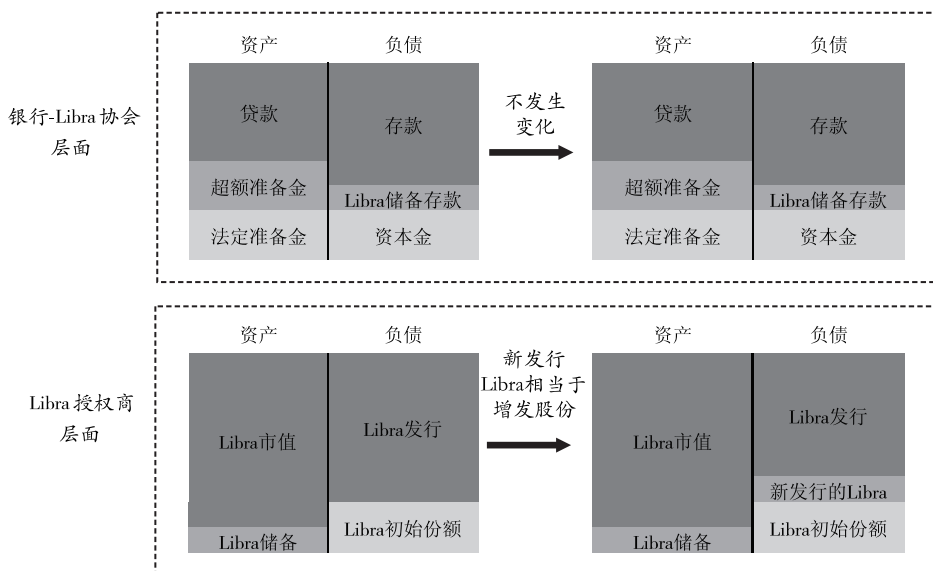


图 8 Libra 向虚拟货币演变的资产负债表

如果未来 Libra 向私人信用货币或虚拟货币方向演变,从而发展出货币创造功能,届时对全球和我国经济金融运行的影响将进一步显现。Libra 成为私人信用货币后,可能存在以下两方面影响。一方面,可能重塑国际货币体系。从历史经验看,二战后美元国际地位的提高,相当程度是通过美国向其他国家提供美元融资,用于从美国进口战后重建商品实现的(Eichengreen, 2011),这一逻辑对 Libra 也可以成立。Libra 作为超主权的私人信用货币,在跨境贸易结清算计价中具有天然优势,同时 Libra 协会通过为全球经济主体提供 Libra 融资促成其参与 Libra 数字经济发展,将逐渐扩大 Libra 在全球贸易清算中的应用范围,对美元形成替代。在这个过程中,人们更多地持有 Libra,虽然这背后会相应增加 Libra 储备对美元等一篮子货币的需求,但在部分储备金率下仍可能会导致这些法定货币需求的整体放缓,出现贬值甚至被迫收缩的现象。如果 Libra 保持合适的规模,未来可能会与我国和其他国家法定货币相互竞争、相互补充,形成超主权私人信用货币和主权银行信用货币共存的新型国际货币格局。另一方面,可能加剧全球范围的金融脆弱性,使我国外部环境的不确定性进一步上升。随着一些国家的本币需求被 Libra 替代,如果这些国家的经济主体继续通过国内银行融资并创造货币,很容易会引发通

胀或资产泡沫,而如果转向 Libra 融资则相当于外债融资,债务脆弱性会明显上升。同时,Libra 的资产扩张并不像银行受到严格的监管,且银行不约束 Libra 创造,充当 Libra 体系最后贷款人的职能。因此,考虑到 Libra 超主权、分散化的特征,未来 Libra 一旦出现偿付或挤兑风险,可能难以确定行使最后贷款人职能的央行,而且各国在应对方面也可能难以协调一致。相较而言,Libra 演变为虚拟货币可能成为类似比特币的庞大数字资产,其对全球经济金融体系的影响会相对小一些,主要体现在可能通过杠杆交易放大资产价格泡沫膨胀和泡沫破灭带来的风险,对全球经济金融运行形成扰动。

七、小结

Libra 集合了诸多全球数字货币的最新特征,其超主权的币值设计和庞大的数字支付生态,提供了某种全球化数字货币的范例,分析和预估其潜在影响的难度较大。本文基于货币性质视角,从货币创造主体和支付流通这两个维度把握 Libra 最本质的特征,预判 Libra 的潜在影响。从货币创造主体维度看,Libra 体现的仍是银行信用,并不创造货币,暂时对我国和其他经济体的影响有限;从支付流通维度看,Libra 在跨境支付领域的核心优势,加上 Libra 协会成员企业所撬动的约为全球人口三分之一用户网络和大量支付生态场景,使 Libra 很容易在跨境贸易领域被广泛接受和使用,并主要在跨境资本流动方面对我国带来挑战。未来 Libra 可能会向私人信用货币或虚拟货币方向演变,从而发展出货币创造功能,届时对全球经济金融体系的影响将进一步显现。

目前国际组织和各国监管部门普遍都对 Libra 表示了质疑和担忧。但要看到,即使 Libra 推行不成功,未来也可能会有别的组织效仿 Libra 推出新的全球化货币。比如,谷歌、微软和亚马逊等以零售业务为主的跨国公司,其全球客户资源可成为数字货币流通的生态基础。近日有消息称,零售巨头沃尔玛正在尝试发行类似 Libra 的数字货币,以其大规模的全球零售商品业务为支撑,有相当可能会发展成为全球化的私人信用数字货币,一旦发行成功,可能将对全球货币制度和经济金融运行产生重要影响,对此趋势应予以密切关注。

准确把握 Libra 的货币性质,有利于增强我们对 Libra 和类似 Libra 最新变化的预见性,针对其在跨境支付、国际货币金融格局等方面的潜在影响,积极主动、未雨绸缪,做好应对风险挑战的准备。要营造公平的竞争环境,保持我国在全球金融科技竞争中的前沿地位,同时加快完善对此类数字货币的相关监管框架安排,解决好审慎监管、反洗钱、数据保护和用户保护等合规要求。

参考文献:

- 黄震,2019:《数字货币发行绕不过的坎》,《中国金融》第 14 期。
- 刘成,2017:《信用创造》,生活·读书·新知三联书店。
- 孙国峰,1996:《中国货币传导机制研究》,中国人民银行研究生部硕士论文。
- 孙国峰,2001:《信用货币制度下的货币创造和银行运行》,《经济研究》第 2 期。
- 孙国峰,2012:《第一排——中国金融改革的近距离思考》,中国经济出版社。
- 孙国峰 邓婕 尹航,2014:《电子货币对信用货币体系的影响——基于自由竞争市场》,《金融研究》第 10 期。
- 孙国峰,2017:《结构性流动性短缺的货币政策操作框架》,《比较》第 4 辑。
- 孙国峰,2019a:《货币创造的逻辑形成和历史演进——对传统货币理论的批判》,《经济研究》第 4 期。
- 孙国峰,2019b:《金钉子:中国金融科技变革新坐标》,中信出版集团、中信出版社。
- 孙国峰,2019c:《货币创造存款理论的源起、发展与应用》,《国际金融研究》第 11 期。
- 孙天琦,2019:《从跨境视角看数字货币 Libra》,《第一财经日报》8 月 13 日。
- 维克塞尔,1901:《国民经济学讲义》(中译本,2017),商务印书馆。
- 张锐,2019:《“超主权货币”Libra 的基本认知与前景判断》,《南方金融》第 9 期。
- 赵鹞 马伟,2019:《论论书 Libra 的货币经济学难题》,《南方金融》第 9 期。
- 邹传伟,2019:《区块链与金融基础设施——兼论 Libra 项目的风险与监管》,《金融监管研究》第 7 期。
- Adrian, T. & M. Griffoli(2019), “Digital currencies: The rise of stablecoins”, International Monetary Fund Blog, <https://blogs.imf.org/2019/09/19/digital-currencies-the-rise-of-stablecoins/>.
- Bernanke, B. (2013), *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, Princeton University Press.

- Bernanke, B. (2018), "The real effects of the financial crisis", *Brookings Papers on Economic Activity* 20:251—342.
- Bénassy-Quéré, A. et al(2010), *Economic Policy: Theory and Practice*, Oxford University Press.
- BIS(2019), "Big tech in finance: Opportunities and risks", In: *BIS Annual Economic Report 2019*, BIS.
- Carney, M. (2019), "Enable, empower, ensure: A new finance for the new economy", Speech at the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House, London.
- Cartas, M. J. M. & A. Harutyunyan(2017), *Monetary and Financial Statistics Manual and Compilation Guide*, International Monetary Fund.
- Eichengreen, B. (2011), *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press.
- Gagnon, J. E. & G. Huertas(2019), "Could Facebook's Libra affect national economies and interest rates?", Peterson Institute for International Economics, <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/could-facebook-libra-affect-national-economies-and-interest>.
- Galbraith, J. K. (2017), *Money: Whence It Came, Where It Went*, Princeton University Press.
- Graeber, D. (2012), *Debt: The First 5000 Years*, Penguin, UK.
- Griffoli, M. et al(2018), *Casting Light on Central Bank Digital Currencies*, International Monetary Fund.
- Goodhart, C. A. E. (2017), "The determination of the money supply: Flexibility versus control", *Manchester School* 85(S1):33—56.
- Mallaby, S. (2016), *The Man Who Knew: The Life & Times of Alan Greenspan*, Bloomsbury Publishing.
- Kupiec, P. H. (2019), "Libra rising: The risk of a new international shadow bank", American Enterprise Institute Blog, <https://www.aei.org/technology-and-innovation/libra-rising-the-risk-of-a-new-international-shadow-bank/>.
- Orrell, D. & R. Chlupaty(2016), *The Evolution of Money*, Columbia University Press.
- Taskinsoy, J. (2019), "Facebook's project Libra: Will Libra sputter out or spur central banks to introduce their own unique cryptocurrency projects?", https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3423453.
- Warnock, F. E. & V. C. Warnock(2009), "International capital flows and US interest rates", *Journal of International Money and Finance* 28(6):903—919.
- Wray, L. R. (2015), *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, Springer.
- Zoltan, J. & M. Kumhof(2015), "Banks are not intermediaries of loanable funds—And why this matters", Bank of England Working Paper, No. 529.

The Monetary Nature, Potential Impact and Evolutional Direction of Libra

SUN Guofeng

(The People's Bank of China, Beijing, China)

Abstract: The Libra program initiated by the US Facebook has aroused wide discussion from all walks of life. To accurately study and judge the potential impact of Libra, the key is to grasp the most essential characteristics and deeply understand its monetary nature. Libra can be observed from these two perspectives: money creator as well as payment and circulation. From the first perspective, Libra is supported by the bank credit currency of a basket of economies, which essentially reflects the bank credit, but does not create money; from the second perspective, as a kind of digital currency, Libra has the core advantage of having solved the problem that cross-border payment lacks services provided by a global central bank, which is commercially sustainable under the modern bank credit currency system. In the future, Libra may evolve towards private credit currency or virtual currency, and thus develop its function of money creation. At that time, its impact on the global economic and financial system will become more evident. Meanwhile, we should also pay close attention to the impact of issuing currency similar to Libra by multinational companies focusing on retail business.

Keywords: Libra; Monetary Nature; Money Creation; Bank Credit; Cross-border Payment

(责任编辑:陈建青)

(校对:何伟)