



Libra 稳定币对我国货币政策的影响及应对策略

李真, 刘颖格, 戴祚程

(清华大学 五道口金融学院, 北京 100083)

[摘要] Facebook 发行 Libra,是在世界货币体系及金融资源匹配结构性失衡的背景下,提出的一种由非主权国家主导的,锚定法定货币的虚拟货币系统。Libra 具有货币属性,本质是一种非主权国家货币。在 Libra 的运行机制下,中国的货币政策可能会受到一定影响,货币供应量这一中介指标的作用可能会弱化,货币流通速度可能会加快,流通中的现金减少和存款准备金增加,进而影响人民币的币值稳定。货币数量的供需关系不确定性增大,利率政策调节难度加大,货币政策执行效果就可能会被弱化。此外,还可能会削弱人民币外汇管理效果,影响人民币在国内计价尺度的地位以及人民币国际化进程。建议监管部门主动作为,明确对 Libra 的监管态度及监管底线,探讨构建以人民币为底层储备资产的数字货币;适当优化货币政策,提高利率政策的周延性;进一步强化外汇监管,建立健全动态扫描与监测机制;开放数字货币、数字资产的讨论和创新试验禁区,慎用“运动式”“一刀切”监管手段,探索建立包容审慎的监管范式;加快推动数字货币发行与交易的法律体系建设,最终为金融创新驱动发展提供制度性基础与保障。

[关键词] 稳定币; 区块链; 数字货币; 货币政策; 外汇管理; 金融监管

[中图分类号] F822.0 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1008-245X(2020)03-0055-09

2019年6月18日,Facebook官方发布了其布局已久的内部项目Libra的白皮书与测试网。据官方白皮书介绍,Libra的使命是建立一套简单的、无国界的货币和为数十亿人服务的金融基础设施,通过打造一个新的去中心化区块链、一种低波动性加密货币和一个智能合约平台的计划,以期对负责的金融服务创新开创新的机遇。Libra项目的愿景是成为一种低门槛的、稳定的、全球化的数字加密货币。根据白皮书的阐述,Libra将全部使用真实资产储备(称为“Libra储备”)作为支持,由买卖Libra并存在竞争关系的交易

平台网络提供支持。Libra稳定币的价值并非锚定某一货币采用固定汇率,而是采用类似浮动汇率的方式,价格随一篮子储备资产价格的波动而波动^①。

Libra具有货币属性,本质上是一种非主权国家货币。其一方面提高了金融可获得性,提升了金融服务普惠和金融运行效率;但与此同时,其极具“破坏性”和“替代性”的技术特性将对资金融通、汇兑及支付通道等方面产生重大影响。在Libra的运行机制下,中国的货币政策传导机制、利率政策及外汇管理等方面都可能受到冲击和影响,进而对中国货币政策和金融

[收稿日期] 2020-01-10

[基金项目] 科技部国家重点研发计划(2017YFB0802501)

[作者简介] 李真(1987—),男,清华大学五道口金融学院助理研究员,应用经济学博士后流动站研究人员。

^① Facebook:Libra white paper [EB/OL]. (2019-06-18)[2019-10-03]. <https://libra.org/zh-CN/white-paper/?noredirect=zh-Hans-CN>.

当局的审慎监管提出严峻的挑战。有鉴于此,对 Libra 的属性、运行机制及外部影响机制进行分析和研究具有重要的意义。本文在厘定 Libra 底层区块链技术、货币发行方式、资产储备机制的基础上,就其对中国货币政策、外汇政策及人民币国际化进程产生的潜在影响进行分析和评估,并有针对性地提出具体的对策及建议。

一、Libra 稳定币:区块链技术应用与货币属性分析

与其他科技创新项目的立意不同,在 Libra 项目的设计和推动过程中,Facebook 试图结合区块链的理念和技术期望通过搭建强大的,基于全球范围的全新的基础设施架构——“货币互联网”来大幅降低金融服务成本,从而使项目本身具有强大的颠覆性和竞争力。

(一)底层区块链技术的特征及应用

Facebook 希望通过 Libra 项目打造一种全新的全球化的货币,满足数十亿人(全球可参与用户)的日常金融需求。这意味着区块链具有极高的交易吞吐量和低延迟等特点,将能支持数十亿账户,并拥有一个高效的、容量巨大的存储系统。Libra 区块链技术的目标是高性能、安全和稳定,该存储系统支持增删改查。此外,对于金融业务高度安全可靠且足够灵活,可支持 Libra 生态系统的管理以及未来金融服务领域的创新。目前,该项目已经开源,Libra 协会将负责监督 Libra 区块链协议和网络的演变,并将持续评估可增强区块链隐私保护的新技术。

比特币自诞生以来,其超过 10 年的可靠运行已初步证明了区块链技术在构建全局可靠支付基础设施方面的巨大潜力。Libra 区块链的整个分布式账本是基于账户余额模式构建,区别于比特币的 UTXO 数据结构,它可以支持更广泛的应用场景。为了保障所存储的交易数据的安全,账本状态的管理与校验依赖内生的 Merkle Tree 数据结构对账本中的信息进行分层摘要。这是一种在其他区块链中广泛使用的数据结构,可以侦测到现有数据的任何变化。不同于以往的区块链都将区块链视为交易区块的集合,Libra 区块链是一种单一的数据结构,可长期记录交易历史和状态。这种实现方式使得区块链的访问效率更高,允许任何时间点读取任何数据,并使用统一框架验证该数据的完整性。

Libra 区块链采用 Facebook 工程团队自行研发的联盟链解决方案,具有相对安全可靠的工程实现,其

采用了基于 LibraBFT 共识协议的 BFT 机制来实现所有验证者节点就将要执行的交易及其执行顺序达成一致。即使某些验证者节点(最多三分之一的网络)被破坏或发生故障,BFT 共识协议的设计也能够确保网络正常运行。该协议比“工作量证明”处理效率更高。

基于区块链技术构建底层金融基础设施,并采用开源和敏捷开发的思路对底层技术项目进行推进,使得项目具有较高的透明度、可靠性以及可用性。Libra 区块链的技术细节并不是本文论述的重点,因此不展开阐述,但需要说明的是,与传统金融基础设施由具有资质的金融基础设施服务商直接完成开发的方式有所不同,Libra 系统的可靠性和可用性并不取决于公司是否具有金融系统研发资质,且系统的功能和安全性均可不断演进,也可被社会公众监督,这就使得私人公司构建公共基础设施成为可能,此外,该基础设施的可信性和性能与现有基础设施相比具有一定的竞争优势,这就为 Libra 在全球范围内创造较高信用等级奠定了技术基础。

(二)资产储备与货币发行

1. Libra 稳定币背后的储备资产

Libra 设计的储备机制,旨在解决现有数字货币价格易出现较大波动的问题。按照通说,货币一般具有三种主要职能:交易媒介、记账单位和价值储存。Libra 意图保持数字货币价格的稳定,让数字货币持有者产生价格会保持相对稳定的预期,从而实现货币的主要功能,而保证 Libra 价格稳定的机制就是储备金机制。Libra 通过一系列流动性高、价格稳定的资产支持,并通过与交易所及其他流动性提供商进行合作,让货币持有者可以在任何时间以接近或者等同于储备金价值的价格进行兑换。

Facebook 在回应德国立法委员 Fabio De Mas 的一封信中表示^①,美元将成为支持数字货币 Libra 的主要货币(占比 50%),其余部分由欧元(18%)、日元(14%)、英镑(11%)和新加坡元(7%)组成。同时,总部位于瑞士的 Libra 协会拒绝评论“Libra 储备”的具体主权货币构成。但其表示,该储备预计将是一笔现金和非常短期的政府证券,以美元、欧元、日元、英镑和新加坡元计价。由此可见,人民币并不在 Libra 的一

^① ESCRITT T. U. S. Dollar to be main currency underpinning Facebook's Libra; Spiegel [EB/OL]. (2019-09-21)[2019-10-15]. <https://www.reuters.com/article/us-facebook-libra-basket/us-dollar-to-be-main-currency-underpinning-facebooks-libra-spiegel-idUSKBN1W522K>.

篮子储备货币清单。Libra 将依靠其抵押资产的稳定性成为数字稳定货币,这使得使用者无需怀疑 Libra 币本身的价值,并且一篮子抵押货币的设计会增加各主权国家用户对该币的信任度。

2. Libra 稳定币的发行方式

Libra 协会通过向创始成员支付 Libra 币作为奖励,以鼓励用户、商家和开发者使用它们。对于零售用户,获得 Libra 的唯一方式,是以法币 1:1 的汇率兑换 Libra,相应储备金会随着对 Libra 的需求变化而变化。协会不能制定自己的“货币政策”,而是仅根据授权经销商的需求来“制造”和“销毁”Libra 币。如果要制造新的 Libra 币,经销商必须按 1:1 的比例向储备中转入法定货币。通过与授权经销商合作,协会将自动在需求增加时制造新币,并在需求收缩时销毁它们。储备的管理将遵循被动原则,Libra 的任何升值或贬值仅取决于外汇市场的波动。

协会鼓励在全球多个受监管的电子交易所公开交易 Libra。这些交易所提供门户网站和移动应用,供用户买卖 Libra。此外,协会还在讨论与作为授权经销商的主要加密货币商行和顶级银行机构建立持续业务关系,以便人们可以尽可能方便地使用当地货币换取 Libra。Libra 协会希冀打造一个可以便捷获得 Libra 并且交易成本极低的系统,从而使 Libra 易于推广和在网络上使用。

目前在 Libra 协会中,成员分布涵盖支付业、技术和交易平台、电信业、区块链行业、风险投资业和非营利组织、多边组织和学术机构等六大行业。由于这些成员具有场景、数据和用户数量的优势,一旦其在平台内推广使用 Libra,可能会对主权货币产生一定的替代效应。值得注意的是,在目前参与 Libra 协会的机构(公司)中,还未出现中国机构(公司)的身影,未来 Libra 正式运行后,一方面中国缺少参与决策的途径,另一方面人民币也缺少在数字货币领域的映射,可能会使我国在未来数字经济、数字货币应用的赛道竞争中处于不利地位。

(三) Libra 本质上是“非主权国家货币”

Facebook 发行 Libra,是在当前世界货币体系及金融资源匹配结构性失衡的背景下,所提出的一种由非主权国家主导的“保持币值稳定”和实现“全球金融普惠”的大胆设想。无论 Libra 官方如何定义该类数字资产,因其本身被设计为稳定币,价值尺度和贮藏手段也是 Libra 币天生具有的性质。因此 Libra 一旦出现,无论被怎样定义,在实质上都具有货币的属性。货

币发行的核心问题是铸币税归属及通货使用效率问题,而垄断货币发行权则是全球各国政府和金融当局得以制定和实施货币政策的基础。Facebook 设想以 Libra 为载体,试图通过技术化的手段打破政府垄断货币发行权的格局,从这个维度思考,Libra 本质上是创造一种全新的非主权国家货币。

需言明,“非主权国家货币”和“超主权国家货币”两者是有所差异的:“超主权货币”并未否定“主权”的存在,例如欧元属于以欧盟成员国原“主权货币”(比如德国马克、意大利里拉、法国法郎等)为基础的“超主权”货币。2009 年,时任中国人民银行行长的周小川在《关于改革国际货币体系的思考》一文中提出创建“超主权货币”的方案,并指出这种货币应该具有两个特征:一是要保持币值的稳定,二是要与主权国家脱钩^[1]。当然,该设想是以继续维系传统“法定货币”体系和国际货币基金组织(International Monetary Fund, IMF)“特别提款权”(Special Drawing Right, SDR)体系为前提的。而与此相对应的“非主权货币”,则与自由主义经济学家、奥地利学派代表人物——哈耶克提出的“货币非国家化”理念相一致。“非主权货币”由私人部门发行,与原教旨的“法币”没有基因传承,其产生、存续和使用与主权国家不存在直接关联。它不需要国家和政府的背书,而是由参与者、使用者和受益者共同背书。数字经济时代,数字货币的便捷、高效、低成本、易得性等优势将会得到充分体现。作为一种锚定法定货币的虚拟稳定货币,Libra 进一步扩展了金融科技的谱系,为资金融通、跨境支付清算、离岸货币交易、大宗商品交割等场景的应用铺设了新的跑道,意在重构一套自适应、自驱动的新货币金融生态,且运行成本低、效率高,极有可能形成一个封闭独立的,自适应、自循环的金融生态系统,传统跨境金融的“存贷汇”环节都可能在这个系统中完成。

二、Libra 对我国货币政策潜在影响的分析

以 Libra 为代表的数字货币所形成的新金融生态,一方面优化了资源配置、提高了金融服务效率,使得金融服务的发展让更多人受益;但另一方面,作为独立发展的金融信息技术力量,这些极具“破坏性”和“替代性”的新技术使金融消费、资金融通和支付通道发生了重大改变,亦对我国货币政策和金融当局的审慎监管提出了严峻挑战。首先,可能会在一定范围内对人民币产生替代效应。按照 Libra 的构想,如果一国居民在交易过程中大量使用 Libra,那么将在一定程度上

产生对本国主权货币的替代。虽然 Facebook 在我国内地暂时不可使用,但是一方面,Libra 联盟涵盖了支付、娱乐、出行和网购等多类交易平台,在部分业务以 Libra 计价的情况下,我国居民存在现实的使用需求;另一方面,部分机构人群可通过交易所等授权经销商间接获得 Libra 币并在链上使用,进而可能会对我国居民对于法币的需求形成直接替代。其次,Libra 的构想和运行,可能会从货币供应量、基础货币、货币流通速度、利率政策、货币政策传导机制等方面对我国中央银行货币政策的制定和运行产生影响。

(一)对我国中央银行货币政策中介指标的影响

传统的货币政策一般从费雪方程式 $MV=PQ$ 入手,经济过热或衰退时中央银行通过数量或价格工具调控货币数量 M 。在 Libra 运行机制下,由于 Libra 的流通范围较为广泛,部分商品或改用 Libra 计价,费雪方程式演变为 $M_{\text{本币}}V_{\text{本币}}+M_{\text{Libra}}V_{\text{Libra}}=P_{\text{本币}}Q_{\text{本币}}+P_{\text{Libra}}Q_{\text{Libra}}$ 。一方面货币定义将被改变,货币供给量 M_0 、 M_1 和 M_2 需要新的计量标准,宏观调控变得更加复杂;另一方面本国中央银行无法调控 Libra 的供给量,在一定程度上削弱了货币政策实施的效果。因此,货币供应量、基础货币量和货币流通速度就成了货币政策关注的重要中介指标。下文针对这三个指标分析 Libra 的出现对相关指标的潜在可能影响。

1. 对货币供应量的影响

在传统金融秩序下,我国中央银行一般会把货币供给量作为重要的中介指标,但在 Libra 等数字货币运行的背景下,货币供给量的可控性、可测性和抗干扰性或将受到重大挑战。数字货币的现金替代效应会使流通中的现金减少,改变基础货币结构。加之货币转化效应,基础货币结构会进一步变化,从而通过货币乘数作用,改变货币供应总量,使中央银行控制货币总量的难度增大,同时,使不同层次货币供给的界限不再明确。这将进一步增加中央银行实施调节货币供应量政策时的干扰因素,导致货币政策的执行效果出现较大偏差^{[2]75-77}。因此,在 Libra 运行机制下,货币供应量这一中介指标的作用可能会弱化。

2. 对基础货币的影响

Libra 可能会使流通中的现金减少和存款准备金增加,而基础货币总体如何变化,需要看 Libra 对流通中现金的替代、存款增加量及法定存款准备金等。基础货币包括流通中的现金和存款准备金,存款准备金包括法定存款准备金和超额存款准备金。Libra 的发行,将使货币更多地以电子形式存储于居民账户中,在

不考虑其他变动的情况下,我国居民会将货币更多地存储于银行中,流通中的现金将减少,相应地会增加法定存款准备金的数量。此外,由于居民的提款意愿更为随意,银行需要准备更多货币储备,因此可能会计提更多的超额存款准备金,总体看会使存款准备金的数量增加。除此之外,假如 Libra 被广泛应用,那么就会有金融产品交易采用 Libra 定价,相关赊销、贸易融资、消费信贷等也会使用 Libra。而进一步推演,一旦 Libra 系统产生了信贷资源,就必然会出现派生存款和货币乘数,只用 M_0 作等值储备就无法满足 100% 的人民币兑换保证和人民币的币值稳定。

3. 对货币流通速度的影响

货币流通速度是指在一定时期内货币流通的次数。针对数字货币对货币流通速度的影响,业界一般存在三种观点:第一种观点认为数字货币将加快货币流通速度;第二种观点认为数字货币将使货币流通速度先下降再上升;第三种观点认为数字货币可能对不同层次的货币流通速度影响不同。本文认为,以 Libra 为代表的数字货币体系相对于传统的电子货币支付系统会更便捷,实用性更强,因此在 Libra 支付系统下,货币流通速度可能会加快。

(二)对我国利率政策的影响

1. 我国利率政策的目标及实践难点

当前,我国的利率市场化工作已经进入以“推进与市场相适应的利率形成和调控机制,提高中央银行调控市场利率的有效性”为核心的新阶段。2018 年 4 月,中国人民银行行长易纲出席博鳌亚洲论坛“货币政策的正常化”分论坛时表示:“中国正继续推进利率市场化改革。目前中国仍存在一些利率‘双轨制’,货币市场利率是完全由市场决定的,而存贷款利率仍由基准利率调整,商业银行存贷款利率会根据基准利率上浮和下浮,未来市场改革的方向是让这两个轨道的利率逐渐统一。”^①中央银行利率政策的目标是要形成以中央银行关键政策利率为基础,以市场基准利率为中介,由市场供求关系决定金融机构存贷款利率的市场利率体系和利率形成机制。

我国利率政策在双轨制并轨过程中,仍处在努力培育关键政策利率和市场基准利率的阶段,依然存在中央银行货币政策操作利率对信贷市场利率的传导效

^① 易纲行长在博鳌亚洲论坛 2018 年年会分论坛“货币政策正常化”的问答实录 [EB/OL]. (2018-04-11)[2019-10-18]. http://www.financialnews.com.cn/jg/ld/201804/t20180411_136295.html.

果不佳的问题。对于货币市场基准利率,2016年的货币政策执行报告中已明确指出,存款类金融机构质押式回购利率 DR007 对于培育市场基准利率有积极作用,或为政策指定的基准利率候选指标。信贷市场基准利率、贷款基础利率(Loan Prime Rate, LPR)为可能的候选指标,但由于目前商业银行仍主要通过贷款基准利率进行浮动定价,因此 LPR 尚未发挥明显作用。当前银行设定的利率仍旧非常依赖存贷款基准利率及银行间自律定价机制对负债/资产端进行定价。银行自主有效定价之前仍有一段时间过渡期。

2015年中国人民银行在第四季度货币政策执行报告中提出探索“利率走廊机制”。其原理为中央银行通过向商业银行提供一个贷款便利工具和存款便利工具,使得货币市场的利率控制在目标利率附近。利率走廊操作系统更有利于金融市场主体形成稳定的预期,能够及时准确地对市场流动性变化做出反应,从而在控制短期利率波动上更有优势。此外,中央银行也不需要频繁地进行公开市场操作,从而降低货币政策操作成本。

2. 对我国常规利率政策的影响

我国货币政策的传导途径主要包括利率、信用、汇率及非货币资产价格,其中利率传导的作用越来越明显,已成为货币政策传导的主要渠道。利率作为货币政策的中介变量,其变化对货币供给和需求的影响较大。Libra 一旦发行并且被部分用户使用,可能会导致货币供应量的不稳定,数量型货币政策的有效性可能将低于价格型货币政策,利率调控在货币政策中的重要性可能会进一步凸显。货币数量的供需关系不确定性增大,利率走廊机制对利率的调节难度,以及银行自主有效定价的难度都将会增加。

由于 Libra 的利率由其抵押资产的利率决定,几乎不受我国利率政策的调控,因此可能会在一定程度上削弱我国利率政策的有效性。此外,当我国特定利率政策导向引致市场利率与作为 Libra 储备资产的主权信用货币利率出现较大偏离时,还可能导致国内对人民币的需求出现较大幅度波动情况,进而可能会对国家宏观经济调控和金融产业政策的实施效果产生一定负面影响。

(三)对我国货币政策传导机制的影响

在我国现行货币政策框架下,货币政策传导机制包括三个基本环节:中央银行到商业银行等金融机构—金融机构到企业、居民等非金融部门—非金融部门到社会各经济变量(总产出、物价和就业等)。在此

传导机制下,货币政策的执行效率不仅取决于中央银行货币政策的市场化取向,也受金融机构、企业和居民行为市场化取向的影响。在 Libra 创造的金融生态系统中,金融市场的广度(例如跨境支付交易)和深度(金融工具品种、交投活跃程度、套利机制)很可能会进一步提高,市场化程度可能也会随之提升,金融机构以及企业、居民等非金融部门可能会对其市场化信号做出积极的反应。如果货币当局未将 Libra 及时纳入监管范围并采取相应措施,那么货币当局对于金融机构和非金融部门积极的,甚至过度的反应,可能无法及时采取适当措施进行引导和疏解,货币政策传导过程就会受到梗阻,货币政策执行效果就可能被弱化。

(四)对我国外汇管理政策的影响

目前,我国实行的外汇管理制度是以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。在国内,目前资金跨境不能无因划转^①。一旦 Libra 开始运行,而我国尚未建立针对 Libra 外汇管理的政策框架,如果其可以通过某种交易所或者场外渠道进行跨境流通,将会对我国外汇管理产生影响。

1. 削弱人民币外汇管理效果

由于 Libra 提供了本国法币和外币之间的兑换渠道,我国外汇管理的效果将可能受到影响。由蒙代尔“不可能三角理论”(Impossible Trinity Theory)可知,固定汇率、资本自由流动和货币政策独立性三个目标只有两个可以同时实现,而目前我国采取的是有管理的汇率制度,如果 Libra 可以通过某种交易所或者场外渠道进行跨境流通,人民币和 Libra 储备货币组合的兑换可能更加迅速。Libra 的流通涉及到 Libra 的储备货币组合,金融储备资产和人民币的大量兑换,也可能影响到我国货币政策的独立性,并可能引发汇率波动的风险。此外,由于 Libra 具有一定程度的匿名性,外汇管理的难度也随之提高。中央银行和监管部门对于跨境资本流动的追踪难度加大,不法分子可能会趁机进行洗钱、恐怖融资等违法犯罪行为,对我国金融秩序的维护和金融监管目标带来新的挑战。

2. 影响人民币作为国内唯一计价尺度

如果 Facebook 构建的生态体系和经济流通可以闭环运行,链上经济的商品和服务将会以 Libra 计价,Libra 将会成为链上经济的货币标尺,全部在主权国

^① 易纲行长在博鳌亚洲论坛 2018 年年会分论坛“货币政策正常化”的问答实录 [EB/OL]. (2018-04-11)[2019-10-18]. http://www.financialnews.com.cn/jg/ld/201804/t20180411_136295.html.

家无法监管的“公海”上进行。此外,Libra 联盟内商家提供的一系列出行、娱乐、金融服务等都有可能以 Libra 计价结算。这一方面影响我国的人民币的法币地位,另一方面影响我国宏观调控的观测指标和货币政策的实施效果。

3. 影响人民币国际化目标的实现

当前阶段,我国外汇管理和人民币国际化建设的目标是从本外币一体化的角度出发,使人民币在国际竞争竞争中处于有利地位,为国内经济发展和“一带一路”服务,同时保持经济稳定、防止经济危机^①。但 Libra 的出现和运行可能会影响这一目标的实现。一直以来,人民币涉外账户体系和外汇账户体系分设并分隔管理,而计划实行的本外币一体化政策是指账户和监管一体化,对于促进本币国际化、降低跨境资金流动风险具有重要作用。Libra 的推出,可能会引发其他机构组织发行类似的超主权货币,在超主权货币和美元等强势主权信用货币的共同影响下,人民币国际化的过程将面临更大的压力和阻力。当前及未来应当重点关注人民币国际化进程中的货币操作风险、汇率过度波动风险及资产价格波动风险,警惕这几类风险升高对人民币国际化进程造成的不利影响^[3]。

三、有效应对 Libra 等新型“非主权货币”的政策建议

《中国人民银行法》第三条规定:“货币政策目标是保持货币币值的稳定,并以此促进经济增长。”通过上文分析不难看出,Libra 未来一旦上线运行,将对我国的货币政策实际执行的效果及目标的实现造成一定的冲击。对此,应该高度重视、冷静观察、及时出手,提前制定相关预案,并考虑适当优化当前一些相关的政策措施。

(一)坚持底线思维,明确对 Libra 的监管态度及监管底线

在货币发行、流通以及从事支付业务方面,《中国人民银行法》第二十条明确规定:“任何单位和个人不得印制、发售代币票券,以代替人民币在市场上流通。”《非金融机构支付服务管理办法》第三条:“非金融机构提供支付服务,应当依据本办法规定取得《支付业务许可证》,成为支付机构。支付机构依法接受中国人民银行的监督管理。未经中国人民银行批准,任何非金融机构和个人不得从事或变相从事支付业务。”人民币是我国境内唯一法定的流通货币,任何其他货币都不得自由流通,同时在我国境内从事支付业务,必须取得

《支付业务许可证》,持牌经营。以 Libra 为代表的新型“非主权货币”未来在中国境内使用,也必须遵守上述监管规定。在我国境内从事金融业务,必须持牌经营是基本原则,也是审慎监管的底线。

(二)构建以人民币为底层储备资产的数字货币

为了尽可能减少发行人民币为底层储备资产的数字货币对我国金融市场和货币政策执行的影响,可尝试利用大量已发行的离岸人民币作为储备资产,在数字货币领域构建代表中国主权货币的对应的数字货币。可适当参考 Libra 的发行方式,尝试由政府牵头的方式,为全球数字货币用户选择交易媒介提供更多选择。将人民币在数字货币领域进行投映,也可以为未来数字稳定币的创新,以及让人民币更多参与到相关衍生币种的发行、资产储备等做好准备。利用区块链透明、可信的特性,政府和监管机构也可增强对数字货币市场中依托离岸人民币发行的数字货币的监控和治理。

(三)适当优化货币政策,提高利率政策的周延性

在我国的货币政策传导机制中,利率作为货币政策的中介变量,货币供应量的不确定性通过利率传导影响货币政策,进而使货币政策也具有较强的不确定性。在 Libra 运行机制下,导致货币供应量的不稳定性更加凸显,因此,建议适当优化我国的货币政策,增强价格型货币政策,适当弱化数量型货币政策,进一步提高利率调控在货币政策中的地位。同时,进一步推进利率市场化改革进程,优化我国利率政策,提高利率政策的周延性和适配性。

(四)进一步强化外汇监管,建立健全动态扫描与监测机制

在结售汇、外汇交易方面,我国实行审慎、严格的外汇管制。《外汇管理条例》第四条规定:“境内机构、境内个人的外汇收支或者外汇经营活动,以及境外机构、境外个人在境内的外汇收支或者外汇经营活动,适用本条例。”《结汇、售汇及付汇管理规定》第四条规定:“境内机构、居民个人、驻华机构及来华人员应当按照本规定办理结汇、购汇、开立外汇账户及对外支付。”2019年2月开始实施的《最高人民法院 最高人民检察院关于办理非法从事资金支付结算业务、非法买卖外汇刑事案件适用法律若干问题的解释》第二条规定:

^① 周小川. Libra 概念代表着更全球化强势货币可能出现 [EB/OL]. (2019-07-11)[2019-10-18]. <https://finance.sina.com.cn/roll/2019-07-11/doc-ihytcitm1161150.shtml>.

“违反国家规定,实施倒买倒卖外汇或者变相买卖外汇等非法买卖外汇行为,扰乱金融市场秩序,情节严重的,依照刑法第二百二十五条第四项的规定,以非法经营罪定罪处罚。”Libra 的重要功能之一是为用户提供便利的跨境支付并实现与法币的自由兑换,变相打通法币之间的流通障碍,也在事实上突破了外汇管理的相关法律规则。因此,无论是 Libra,还是未来任何迭代演变的“非主权货币”,都必须严格遵守我国外汇监管领域的政策、法律规范,在展业、运行和交易过程中必须严格遵守我国在外汇兑换额度、兑换条件、审批登记、备案管理等方面的规定。本文认为,我国的外汇监管部门应着重从如下几个方面采取措施,加强监管:第一,外汇监管部门应高度重视 Libra 等新型“非主权货币”的演变与发展,建立健全动态监控及信息扫描机制,对跨境资金流动实时监测,密切跟踪外汇交易市场的波动;第二,注意加强与境内监管机构、其他国家(地区)和国际机构建立必要的联动机制,多措并举,严厉打击以新型数字货币为载体,从事非法炒汇、逃避外汇管制、资金违规出境等行为;第三,进一步加强对境内外外汇账户管理,根据外汇管理工作中出现的新问题,及时拟订外汇管理新规范、新标准,并主动加强与国际金融组织的合作,探索建立信息共享机制。

(五)开放数字货币、数字资产的讨论和创新试验禁区

目前,数字资产和数字货币的公开讨论及试验在国内几乎成为禁区。与此同时,欧美等发达国家政府通过举办听证会和研讨会等形式,允许数字货币项目在监管沙箱中有序试验。无论在数字货币实践还是理论层面,目前中国已经落后于发达国家。2018年11月,时任中国人民银行行长的周小川公开表示“数字货币可以是中央银行的,也可以是私营部门的,也可以两方面合作。”^①对于私营部门参与数字货币的条件,周小川指出“私营部门可以参与到诸如此类的金融基础设施的建设当中,但是必须要在政府指导的前提下,具备公共精神,考虑公共性、稳定性和货币传导机制。”有鉴于此,中国可结合中央银行数字货币研究所的成果及行业实践,鼓励企业参与数字货币、数字资产的技术积累和应用,逐步构建完整的数字货币生态。

第一,加强研究,密切跟踪 Libra。无论是金融监管当局,还是从事支付清算业务的金融组织、互联网商业巨头都应对 Libra 高度重视,深入研究其治理机制、运营状况、建构的商业逻辑和生态,密切跟踪其演进和发展动态,以及未来可能的创新之举;监管当局需特别

重视 Libra 协会董事会、理事会成员及创始人组成、锚定货币的构成和占比等,及时洞察和分析其可能带来的外部性影响,以及对我国金融基础设施和支付清算体系带来的挑战,因地制宜、因时制宜。

第二,加快推进中央银行数字货币(Central Bank Digital Currency, CBDC)的研究和应用进程。建议我国 CBDC 采用双层运营体系,即中国人民银行先把数字货币兑换给银行或者是其他运营机构,再由这些机构兑换给社会公众。这种运营体系有助于提高公众获得感,有利于充分发挥商业银行等金融机构的资源优势和 IT 基础设施等的技术优势,有助于降低金融风险集中度等。此外,双层运营体系不会改变现有货币投放体系和二元账户结构,不会对商业银行存款货币构成竞争,减少“金融脱媒”现象的发生。中央银行数字货币必须有高扩展性、高并发性,这样可以更好适应多元化、小额零售高频业务场景,不对存款产生“挤出效应”,避免套利和压力环境下的顺周期效应。

第三,鼓励互联网等企业、高校科研机构等加入 Libra,推动人民币纳入 Libra 的储备资产。我国几家互联网行业巨头在区块链等技术领域深耕多年,场景应用和业务扩展稳步推进,且互联网企业用户基础较好,有参与 Libra 的良好基础条件;高校科研机构具有智力优势,应当充分发挥“智库”作用,适时做好分析研判。此外,还可以鼓励我国企业和高校科研机构等组织成为 Libra 合作伙伴,积极申请加入 Libra 协会理事会,参与重大政策或技术性决策的表决,推动人民币进入 Libra 储备资产。

第四,大力发展数字经济和数字资产市场,充分发挥数字资本的优势。根据习近平总书记提出的“大力发展数字经济,建立数字中国、数字世界”要求,可考虑允许国内顶尖(金融)科技企业在全球范围内发行以人民币为基础信用货币的数字货币,发展数字资产市场,充分发挥数字资本的优势,积极探索区别于 Libra 的世界数字货币,进而推动人民币国际化的进程。

(六)慎用“运动式”“一刀切”监管,探索建立包容审慎的监管范式

在数字经济时代,如何在把控不发生系统性金融风险和不突破法律底线的前提下,促进区块链技术等新金融领域的应用,适度鼓励合理创新,需要我国金

^① 周小川. 数字货币可以是央行的 也可以是私营部门的 也可能是双方合作 [EB/OL]. (2018-11-18)[2019-10-21]. <http://iof.hexun.com/2018-11-18/195238593.html>.

融监管机构调整监管思路,创新监管手段,探索新的、更具包容性的监管范式。

“运动式”“一刀切”的金融监管方式与治理手段,不仅不利于金融稳定和化解金融风险,而且会直接造成金融创新停滞,将那些有价值的、合理的金融创新扼杀在摇篮中。对待 Libra 等新生事物,需要制度制定者、立法者和执法者重点考虑平衡创新和合法合规之间的关系,使监管的包容性和有效性在实践中实现灵活、动态平衡。包容适度创新的制度理念,以法治为核心的制度体系和更加科技化的制度执行,是金融创新驱动发展的制度性基础和保障。

从法律视角分析,我国应当加快推动数字货币发行与交易的法律体系建设,明确数字货币的法律地位、监管主体、监管制度和责任承担,在全面衡量风险的基础上,提高其立法层级,施行持续、精准监管。从货币金融审慎管理的视角分析,针对 Libra 可能对我国货币政策实施、本外币跨境资金管理及人民币国际化带来的压力,中国人民银行、外汇管理局等金融监管机构应未雨绸缪,提出具有审慎性、前瞻性的预防和应对措施,防范热钱大进大出。同时,可考虑试点推行针对数字货币的“监管沙箱”(Regulatory Sandbox)机制,明确数字货币从业机构(主体)的入箱标准和业务范围,厘定沙箱监管机构的权限和职责边界,加强监管的协同性与有效性,同时合理借鉴其他国家(地区)监管沙箱的实践管理经验,最终在数字货币监管领域探索出符合我国实际的、包容审慎的监管范式。

四、结语

早在 20 世纪 70 年代,英国著名经济学家哈耶克就在《货币的非国家化》一书中提出了“货币的非国家化”理论,其理论体系的核心是自发秩序,由自由、竞争和一般性规则等要素组成,其中自由是核心,竞争是基础,一般性规则是保障。Facebook 发行 Libra 稳定币就是典型的货币非国家化,即非主权国家货币,它在主权国家货币竞争体系之外铺设了新的赛道。在金融科技和信息通信发展的浪潮中,Libra 的“横空出世”给国内外理论界、实务界及监管部门带来很多新的挑战与值得深入探究的命题。Libra 未来正式运行后,可能会给我国的货币政策、外汇管理政策、支付清算体系等方面造成较大的影响,对此应当高度重视,秉持宏观审慎的态度提前研判,并做好相应预案。金融是一个极其复杂的社会生态系统,并日益成为现代社会不可或缺或保障体系和动力系统,习近平总书记在重要讲

话中多次强调“金融是国家重要的核心竞争力”。面对新形势、新事物、新挑战,我国要继续推进金融业的改革开放,夯实国家金融安全与核心竞争力的环境,积极参与全球金融创新和普惠金融探索,创新监管范式,进一步提高金融治理能力和治理机制现代化建设,推动我国金融体系行稳致远。

参 考 文 献

- [1] 周小川. 关于改革国际货币体系的思考 [J]. 中国金融, 2009(7): 7-9.
- [2] 蒋少华. 电子支付发展对央行货币政策的影响研究 [D]. 北京: 中国社会科学院研究生院, 2013.
- [3] 沈悦, 王宝龙, 李巍军. 人民币国际化进程中的金融风险识别及预警研究 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2019(5): 39-48.

[本刊相关文献链接]

- [1] 王延川. “除魅”区块链: 去中心化、新中心化与再中心化 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2020(3): 38-45.
- [2] 郭菊娥, 陈辰. 区块链技术驱动供应链金融发展创新研究 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2020(3): 46-54.
- [3] 陈姿含. 数字货币法律规制: 技术规则的价值导向 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2020(3): 64-71.
- [4] 马治国, 刘慧. 中国区块链法律治理规则体系化研究 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2020(3): 72-80.
- [5] 吴智华, 温军, 李敏. 中国货币政策与宏观审慎政策的协调搭配研究 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2019(5): 60-73.
- [6] 沈悦, 王宝龙, 李巍军. 人民币国际化进程中的金融风险识别及预警研究 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2019(5): 39-48.
- [7] 于震, 丁尚宇. 银行预期与中国经济周期波动 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2019(5): 49-59.
- [8] 金春雨, 张德园. 经济不确定性条件下中国货币政策的宏观调控效应 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2019(2): 1-11.
- [9] 李俊江, 黄潇雨. 中国货币政策中介目标的量价选择——现实困境与混频数据模型预测效果分析 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2019(1): 9-17.
- [10] 刘金全, 陈德凯. 理解中国货币政策调控模式: “稳杠杆”还是“降杠杆”? ——基于 TVP-VAR 模型的实证研究 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2017(6): 1-8.

- [11] 辛兵海, 张晓云, 陶江. 批发型负债融资对信贷亲周期性的影响——基于我国银行业数据的分析 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2017(3): 7-13.
- [12] 冯雷, 马谡宸. 我国货币政策对房地产价格调控的省际差异化效应分析 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2016(4): 30-36.
- [13] 刘金全, 徐宁, 刘达禹. 美联储加息预期会引起我国资产价格波动吗?——基于汇率传导路径的经验证据 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2016(4): 24-29.
- [14] 赵红, 赵雪言, 张翼. 境外战略投资者持股中资银行对我国商业银行效率的影响 [J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2016(2): 47-52.

(责任编辑: 张园)

The Impact of Libra on China's Monetary Policy and Its Countermeasures

LI Zhen, LIU Yingge, DAI Yicheng

(PBC School of Finance, Tsinghua University, Beijing 10083, China)

Abstract Facebook issued Libra as a virtual currency system anchored by non-sovereign countries and anchoring fiat currencies against the background of structural imbalances in the world monetary system and financial resource matching. Libra has monetary properties and is essentially a currency of a non-sovereign country. Under Libra's operating mechanism, China's monetary policy may be affected to a certain extent, the role of the intermediary indicator of money supply may be weakened, the speed of currency circulation may be accelerated, cash in circulation and deposit reserves increased, which in turn affects the value stable of RMB. The uncertainty of the supply and demand relationship of the quantity of money increases, and the adjustment of interest rate policy becomes more difficult, and the effect of monetary policy implementation may be weakened. In addition, it may also weaken the effectiveness of RMB foreign exchange management, affecting the status of the RMB in the domestic valuation scale and the process of RMB internationalization. It is recommended that regulators take the initiative to clarify Libra's regulatory attitude and regulatory bottom line, explore the construction of digital currencies with RMB as the underlying reserve asset; appropriately optimize monetary policies and increase the continuity of interest rate policies; further strengthen foreign exchange supervision, and establish and improve dynamic scanning and Monitoring mechanism; open the forbidden zone for discussions and innovation experiments on digital currencies and digital assets, carefully use "sporty" and "one-size-fits-all" regulatory means, explore to establish an inclusive and prudent regulatory paradigm; accelerate the construction of a legal system to promote the issuance and trading of digital currencies. Finally, it provides the institutional foundation and guarantee for financial innovation-driven development.

Key words stablecoin; blockchain; digital currency; monetary policy; foreign exchange management; financial supervision