

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）

蔡维德、王娟、向伟静

2021 年 1 月 20 日

1. 前言

本文是这系列文章的第八篇文章，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]，第六和第七篇文章分析数字货币对世界储备货币的影响^[6,7]。本篇文章将对 CBDC/GSC 对资金流动造成的影响展开讨论。

第五篇文章提到，由于 FATF 开始执行旅行规则(Travel Rule)，2020 年 6 月 30 日后，许多交易所纷纷在 TRISA 上注册。注册需要经过 KYC/AML 系统的验证，保证了注册后交易进行的合法性。这意味着 TRISA 系统上的交易所币值在一定程度上取得了半官方认可的，间接背书了该种代币的合法商品属性。早在 2018 年，美国 SEC 机构就曾给许多数字代币公司下达过监管通知，导致许多数字代币的市值瞬间蒸发了 50%。旅行规则的出现对数字代币市场产生了巨大影响，FATF 的整体管控措施减轻了类似 SEC 等机构的工作量，并推动了代币市值大涨。

我们十分认同 FATF 在反洗钱方面的工作，但其推出的基于 Travel Rule 的监管系统 TRISA 存在漏洞，即不监管个人钱包。导致该规则的推出反而助长而非管控数字代币地下市场。美国 FinCEN 在 2020 年 12 月 18 号提议，需要监管个人钱包，这将大大加强 TRISA 的监管机制，与我们提出的 STRISA 系统观点一致。

从 IMF 的这篇报告中可以看出, IMF 更关注于 Diem 这类 GSC 对世界经济的影响, 并未多谈数字代币的影响。本文在第 3 节会提出数据, 表明数字代币的地下市场已经有规模, 而且在国际贸易上有稳定流程。但与此同时, 监管对于数字代币和 Diem (前身 Libra) 的态度令我们疑惑。Diem 为符合监管一再拖延, 监管对数字代币却不断放宽, 并尝试探索合法化路径。这让我们不禁想问, 比起愿意合法、愿意合规的 Diem, 是否维护既成事实的代币市场更容易被监管者所接受?

本文第 2 节主要讨论 IMF 的观点, 第 3 节讨论我们的观点。

2. IMF 在对资金流动的讨论

1) CBDC/GSC 会影响跨境资金流动¹: 这会建立一个新金融基础设施, 交易成本降低, 改进的跨境信用分析, 加速信息共享与交流, 也已经改变生态作业, 外国金融市场可能变得更加容易进入。

解读: IMF 的观点直击要害。数字货币的出现就是为了更新现在金融系统的基础设施。从 2018 年开始, 我们一直认为这是金融兵家必争之地, 并提出最先提出数字金融标准的国家或组织将会是世界未来金融的领导者。

但是现在数字代币正在提供未来数字金融服务, 交易的基础设施就是数字代币的协议。美国监管科技公司的资料显示, 74% 的 VASP 之间的交易属于跨境交易。数字代币早已是国际洗钱的重要工具, 因为数字代币脱离传统系统的管辖实现跨境交易, 造成大量的资本变动。

¹ CBDC 和 GSC 的采用和使用可能会通过降低交易成本和国际资本市场中的摩擦来影响跨境资本总流入。国际资本市场并非一帆风顺: 交易成本高昂, 市场因信息不对称或熟悉效应而细分。从投资者的角度来看, 由于货币和付款的数字化以及相关的资产代币化, 市场基础设施的“管道”可能会变得更加高效。结果, 交易成本降低, 外国金融市场可能变得更加容易进入。如果 GSC 与来自电子商务和社交网络平台的大数据捆绑在一起, 则还可以提供改进的跨境信用分析并帮助降低信息不对称性。从借款人的角度来看, 减少搜索和交易成本可以帮助改善跨境信用银行提供的边境服务或减少对银行的依赖, 改善进入国际资本市场的机会, 并导致较不发达国家或世界各地的中小企业具有更高的金融包容性。同时, 更加分散的投资者和借款人基础可能导致更多的噪音交易和从众行为。

2) 如果 CBDC/GSC 只有小市场，不会对世界经济有重大影响，但是这些货币可有效执行跨境转帐，并且绕过传统的支付系统的管辖²：CBDC/GSC 可帮助减轻跨境交易的支付成本和监管负担，也不经过 SWIFT 系统直接进行交易。

解读：这点美国在 2019 年 11 月已形成共识。在哈佛大学举办模拟国家安全会议上提出，CBDC/GSC 的跨境支付都不经过传统跨境支付的体系，SWIFT 体系会慢慢失去重要性，一个新的监管体系出现。目前，数字代币在这些方向上已经先行。

3) 采用 GSC 可能会导致国际资本市场更加一体化³：如果将 GSC 与复杂的金融工具捆绑使用，则可以使家庭和小型企业更容易获得实时对冲服务并改善风险管理。

解读：这代表如果 Diem 币成功发行，正如 IMF 说的，对世界会有空前的影响。但是地下经济中，数字代币可能早已形成市场一体化，比特币、以太币、USDT 等是交易的支柱，而且参与的主体类型和数量都非常多。

4) 与社交媒体捆绑的 GSC 存在风险⁴：这类 GSC 的交易较碎片化，交易量小，交易人数众多，且容易受社交媒体间互动的影响。

解读：这表示这份 IMF 报告实际上是针对脸书 Diem 系统写的。数字代币并没有存在于社交媒体中，而是在社区上独立生长壮大。

² 使用 CBDC 和 GSC 的汇款场景（场景 1）可能不会显著影响资本流动，但使用更多货币替代的场景（场景 2）可能会影响资本流动的波动性。这些新形式的数字货币可以由非居民服务提供商通过互联网直接提供给一个国家的居民。这样，它们可用于有效执行跨境转帐，而绕过传统的支付系统，通过该系统通常会强制执行兑换限制和 CFM。在互联网上获取 CBDC 和 GSC 相对容易，这使得它们在与传统支付系统相关的成本和国家监管负担较高的体系中特别有吸引力。在一定程度上采用它们会促进资本流动或增加资本流动的波动性，这可能会加剧“政策困境”，使货币政策的执行和汇率管理变得复杂。

³ 在全球范围内采用 GSC 的场景（场景 3）可能会导致国际资本市场更加一体化。采用通用 GSC 将在很大程度上消除汇兑风险和重新计值风险。如果将 GSC 与复杂的金融工具捆绑使用，则可以使家庭和小型企业更容易获得实时对冲服务并改善风险管理。但是，欧元区银行和资本市场联盟的经验表明，金融系统和市场的完全融合所需要的不仅仅是单一货币。

⁴ 在全球范围内采用单个 GSC 可能在短期内导致更不稳定的财务状况。对于与社交媒体平台捆绑在一起的 GSC，金融资产的羊群行为，恐慌和噪音交易的发生率可能更高。这可能反映了两个因素。首先，在社交媒体或其他平台上传播的信息比较嘈杂。其次，可以说，在这种环境下运作的那类投资者更倾向于这种行为（规模较小，交易者较多等）。确实，有关社交媒体/社交交易平台和资本市场的文献发现，社交媒体互动加剧了对交易行为的各种心理偏见。

5) 形成多个 GSC 阵营是未来 GSC 的发展趋势，也是未来规矩金融风险的来源⁵：多个 GSC 阵营降低了金融摩擦，增加了交易复杂性，同时又阻碍了应对交易的能力，加剧了波动性。如果 GSC 使用智能合约，以新的计价单位出现，新型复杂金融产品会出现，改变现有的金融市场。

解读：这点我们在前面几篇文章已经讨论过。

3. 我们的讨论和建议

3.1. GSC 促进一体化还是多极化？

IMF 的报告第 46 条提到单一 GSC 的场景，认为国际货币市场会一体化。但根据普林斯顿大学的数字货币区理论，全球不会仅有唯一的 GSC，也不会仅以美元为基础，趋势是出现多个 GSC 的分区，有各自阵营，同时由于中立国存在，阵营之间还可能重叠。比如数字欧元或基于欧元的 GSC，或者是数字美元，而一些国家将同时参与这两个阵营。

这种现象同样会出现在现有的比特币和以太币为核心的数字代币市场，国际货币系统不会一体化，而是多体化。

脸书宣布 2021 年 1 月推出其数字货币，并将 Libra 改名为 Diem，新的数字钱包名称 Novi（此前名为 Calibra）。从 2018 年 8 月 IBM 宣布稳定币，2019 年 6 月大量的公司发布稳定币，再到如今世界对稳定币未加置喙，表面风平浪静。如果脸书 Diem 推出以失败告终，世界经济将不会有动荡。相反，若是在半年内，Diem 收获大量的用户，世界经济格局将会产生巨大变动，而且其他的 GSC/CBDC

⁵ 具有多极化的全球采用场景（场景 4）可以为国际风险共享创造更多机会。如果这些 CBDC 和 GSC 不相关，则可能是这种情况，这是因为发行国的业务周期不同步，或者因为 GSC 的帐户单位与法定货币不同。此外，可能会出现具有优越功能的新型安全资产，例如以 GSC 记账单位计价但被具有吸引力的风险对冲特性的智能合约嵌入的 AAA 级债券。它们可以提供投资组合多元化的机会，并为各国面临的特殊外部风险提供更好的对冲。例如，商品出口国的家庭和小公司可能更容易获得金融工具，以帮助他们对冲生产和出口商品价格的波动。然而，多个 CBDC 和 GSC 的出现，在降低各种摩擦的同时，也可能增加复杂性。这可能导致已建立的市场和提供流动性支持的官方机制分散化，从而阻碍了应对交易的能力，从而加剧了波动性。

在短时间内也来不及部署与之抗衡。按照这种趋势，未来 2-3 年内，脸书的 Diem 稳定币会称霸合规市场，形成比特币与以太币控制代币市场、Diem 控制合规市场的局面。

另外，对于数字代币市场，由于 FATF 的介入和 TRISA 的部署，通过数字代币进行的跨境支付需要公开并向监管单位报备，交易也逐渐合法。这将形成新的全球跨境支付的架构。不同于 IMF 报告中的讨论全部聚焦于 Diem，由于数字代币趋于合规，两大货币竞争的形势逐渐显现，即稳定币 Diem 和数字代币之间的对抗。

这样的结果不是我们预想的，但是由于 FATF 在 Travel Rule 上的布局，和 Diem Dollar 2021 年推出，造成了现在数字货币特殊的发展路线。根据达维多的定律（即世界第一个产品会占市场最大的份额，比后继者有更多的优势），Diem Dollar 可能在国际合规数字货币市场占最大的市场份额，比特币是第一个数字代币，比其他数字代币更有优势。

综上，由于监管而造成的格局变化需要引起极大的注意，Rogoff 教授曾提到数字货币发展需要考虑科技、市场、监管，且监管先行。FATF 通过监管影响了数字经济的结构，从而形成了 Diem 与比特币等数字代币的两极对垒，面对如此紧迫的形势，战略家需要考虑如何进行经济布局。

3.2. 世界第一次全球化泡沫出现

数字代币是历史上第一次出现的“全球货币”泡沫^[15]，以前的泡沫都是地方性或区域性的。即使 2008 年危机也是先从美国本土出来，然后才蔓延到世界其他国家。数字代币泡沫危机一开始就是全球性的，不是地方性的。美元的使用要借助银行等金融机构的通道，相反数字代币只要有手机就可以，这种全世界都通用的数字“货币”带来的影响是空前的，且这样地下生态早已实现一体化。

3.3. Diem 与数字代币的竞争

IMF 报告中聚焦于 Diem 这类稳定币和法币以及 CBDC 之间的竞争关系, 有所欠缺。

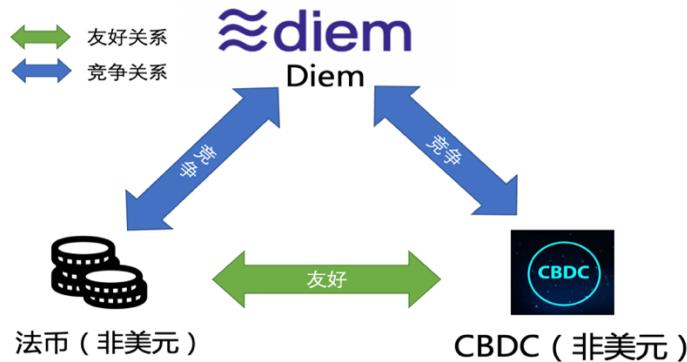


图 1 IMF 的数字货币关系

数字代币实质上分为两种类型：一种是比特币、以太币等，本质上不属于货币类，应该是数字股票或是商品，价格不稳定，很难作为货币；另一种是 USDT，以美元为基准，价格较稳定，可作为货币。因为 Diem 和比特币在不同市场上竞争，所以 Diem 的重要竞争对手不是比特币，而是 USDT。由于 USDT 是稳定币，与美元是 1 比 1 的，但是 USDT 的兑换价格不稳定，有时低至 0.8 美元，有时高过美元。在 USDT 存在的货币环境中，将形成如下图的货币关系。

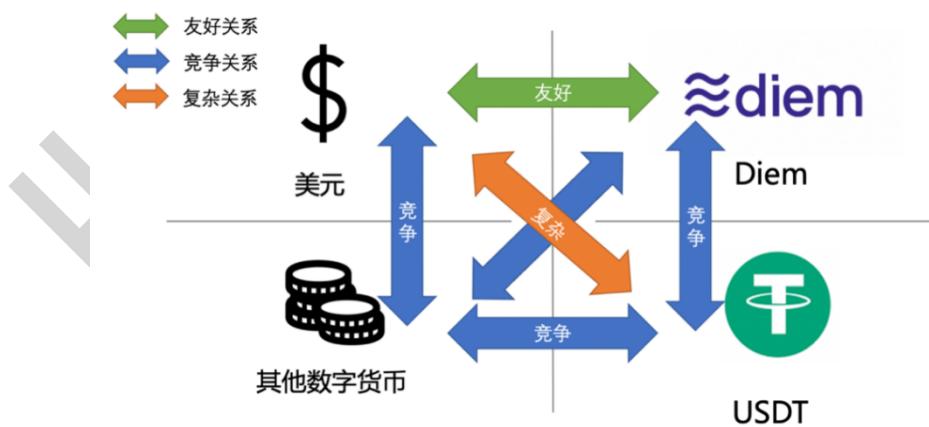


图 2 包含 USDT 的货币关系

USDT 名声不好^[8,9,10,11,12]，其预备金在国外银行，由国外银行存回美国银行，以至于外界对预备金情况讳莫如深。有人指责 USDT 无限制发行代币行为等于“无中生有”产生虚拟美元，用这些虚拟美元买卖数字代币，导致市场疯狂大涨，

涨后再卖掉数字代币换回美元。有报导称，UDST 公司以自己的虚拟币套现 2 亿美元，以至于 USDT 等稳定币币价大跌。因此，美国监管单位一直对 USDT 持保留态度。其中部分行为与币圈交易所相关，可能为一些交易不透明的交易所提供资金，牛市拉高币价看多，熊市宰杀币价做空。由于 USDT 可以无限供应银弹，坐庄的成功率非常大，韭菜只能被宰杀。

数字代币市场泡沫破裂造成币值大跌，很多人认为扰乱金融秩序的凶手之一是 USDT。美国尝试制裁 USDT，但迄今为止，USDT 还是数字代币的佼佼者，其市值稳居数字代币稳定币市场首位，见下图。



图 3 USDT 的市价

USDT 市场价值近期已达 200 亿美元。实际上，国外媒体还报道在俄罗斯的一些商家每天从莫斯科的场外交易柜台购买价值高达 3000 万美元的 USDT，再将这些数字代币流通回本国。这代表大型的代币交易市场已经成型，而且有稳定的生态。此前，这些商家使用比特币进行交易，但在 2018 年市场崩溃后，他们转而使用旨在保持与美元平价的 USDT^[13]。

国外还报告使用这管道的商家都非常清楚 USDT 的风险，但是相比与其他交易手段的高风险，还是更愿意使用 USDT。按照货币的特性，Diem 作为一种稳定币，它直接的竞争对手是 USDT。若是 Diem 可以在数字代币上使用，就有

可能取代 USDT，将 USDT 挤出市场，这需要国际监管单位合作才能完成。

以后的竞争可能就是 Diem 和 USDT 竞争，合规数字资产和 BTC 等数字货币的竞争，而在可编程的金融市场则表现为软件竞争，如预言机、智能合约和区块链技术的竞争。

3.4.多极化市场竞争

在数字货币多极化的大环境中，中立国家可能会参与到多个阵营中，可能会加入一个阵营，可能会加入 2 到 3 个阵营，其中也可能包含代币市场的阵营。比特币阵营、以太坊阵营和 USDT 也会形成各自的阵营，合规市场有 Diem 阵营、CBDC 阵营等。

		稳定币	有价商品	可编程金融
合规市场	Diem, 以及要来的 CBDC	要来的数字股票、数字期货、数字房地产	还没有来临	
	代币市场	USDT	BTC, ETH	DeFi

这种多极化的发展比单一货币更加现实，而且对于一个国家来说，其经济布局要同时考虑经济合规区和地下经济区，以及两个区域间的相互影响。

3.5.世界更加不稳定，全是因为 GSC 的出现？

IMF 报告第 47 条，因为 GSC 的出现，世界更加不稳定。但造成这一问题的缘由除了 GSC 还有哪些因素呢？例如通用的数字代币和 GSC 在其中各自占据怎样的地位，是值得研究的问题。如果 GSC 能够取代一些有问题的稳定币，对世界更好还是更差？此外，能不能取代是另外一个问题。

3.6.国际金融风险的增加，全是 GSC 造成的？

IMF 在第 48 条提到，由于 GSC 的出现，国际金融风险提高。IMF 还提出 GSC 可以支持各类金融资产。近期各类 DeFi 风险事件已是见怪不怪，大大增加了国际金融风险。

PeckShield 安全团队统计发现：2017 年共发生重大安全事件 11 起，共计损失 2.94 亿美元；2018 年共发生重大安全事件 46 起，共计损失 47.58 亿美元。2019 年共发生重大安全事件 63 起，总共损失达到了 76.79 亿美元^[14]。以数字资产作为载体的资金在国际间的流动已经非常巨大，但不同国家对比特币等数字资产的法律界定还很模糊，意味着这些流动资金并未受到合理有效的监管。2017 年，通过数字资产从中国流到国外的资金总量为 101 亿美元，2018 年为 179 亿美元，2019 年为 114 亿美元。可见，未受监管的数字资产在跨境资金流动占了相当大的比重。

3.7. 合规市场的监管策略

面对未受监管的资产在国家之间的流动加剧，FATF 在其颁布的 Travel Rule 中要求所有超过 1000 美元/欧元的交易，必须将交易的发起人信息、受益人信息、和交易金额进行报备。

IMF 报告中讨论的 CBDC/GSC 带来的资金流动的风险，事实上，若是出现多种数字货币，风险会比 IMF 想象的更加猛烈。代币市场的日渐合规化将会影响到未来的合规市场，对此，有两种采取措施：

- 1) 只制定合规市场的规则，不考虑代币交易。若是用户不想受到规则限制，合规市场将会流失大量客户，这是 IMF 2019 年 7 月《数字货币兴起》的一个重要理论。如果我们应用这理论，这代表地下市场将涌入大量用户做跨境支付，而且由于现在数字代币也部分被监管到，人们对这系统更加放心，于是数字代币交易会继续扩大，挤压合规市场。
- 2) 合规市场与代币市场形成全面监管：这需要新型网络内部控制、传统监管手段与外部监管相结合，三种机制合作才能完成。运用人工智能、大

数据技术，实现全面监管。但是这两个市场是否使用相同的监管策略、监管策略的差异如何体现，都是亟待解决的问题。

3.8.美国会有多个稳定币出现

2021年1月4号，美国货币监理署（Office of the Comptroller of the Currency, OCC）发了一份解释函，规定了美国银行可以将基于美元的合规稳定币当成美国法定货币^[16]。这意味着美国以后美国5000家银行可以提供基于区块链和稳定币的金融服务，服务全球客户，直接影响全世界金融市场。OCC批准美国银行处理稳定币，而且还愿意给与稳定币平台公司“国民支付”牌照，这样拥有“支付”牌照的美国银行可推出自己的稳定币，美国金融社会将出现多个稳定币。

4. 总结

Diem的出现一波三折，充满争议，未来一旦上线将会成为合规市场中GSC的领军，FATF发布Travel Rule不仅对数字代币市场的跨境资金流动产生了巨大影响，使代币市场不断向合规方向靠近，与Diem形成对峙之势。Diem将与已经成规模的比特币等数字代币形成两个阵营对抗，数字货币战争将十分激烈。

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) 2021.01.13
 - [8]. <https://coinnounce.com/usdt-tether-scam-busted-the-father-of-all-scams/>
 - [9]. <https://www.exodus.io/blog/is-usdt-safe/>
 - [10]. <https://masterthecrypto.com/tether-usdt/>
 - [11]. <https://mashable.com/2018/01/29/bitcoin-tether-stablecoin-alleged-scam/>
 - [12]. <https://coinnounce.com/tether-biggest-scam-of-cryptocurrency/>
 - [13]. <https://www.coindesk.com/tether-usdt-russia-china-importers>
 - [14]. https://www.sohu.com/a/383347869_100217347
 - [15]. <https://capitalflywheels.com/2017/11/29/cryptocurrencies-the-mother-of-all-bubbles/>
 - [16]. 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

数字技术与金融安全