



程实：中美数字货币大局观



文/新浪财经意见领袖专栏作家 程实、张弘硕



现在决定未来，位置决定态度。我们正面临传统国际货币体系向全新数字货币时代进化的历史转折点。虽然现存数字货币的形态万千，但其最终走向并非无迹可寻。中美现阶段货币地位、发展阶段与市场氛围的差异，正在左右他们各自应对数字货币变革的路径选择。中国身为旧有体系的挑战者，选择全面禁止私人稳定币，率先自研自建数字人民币来适应数字经济大时代的到来；而美国作为守成者，尽管至今仍处于摇摆不定的状态，但更偏向于将私人稳定币纳入原有监管范围，借助数字货币的渗透性延续美元霸权。以货币为基础，中美数字经济的未来也将呈现出不同形态：中国强调公私的“分工分层”，一步到位明确创新方向，确保公有部门主导下一代互联网基础领域的有序管理，为私人部门专注于应用创新创造充足

条件；美国则注重公私的“竞争协同”，自然演化孕育创新机会，不严格区分基础领域与应用创新的公私分工。

关于数字货币监管的争论有两个重要问题，第一是以资产为主要属性的数字货币应如何监管，第二未来以货币为主要属性的数字货币应该姓公还是姓私，或是公私共存？如果要解答这两个问题，我们首先需要明确数字货币的分类，了解何种数字货币以资产或货币为主要属性。如图 1 所示，在现存的多种数字货币形态中，虚拟货币、其他资产稳定币和算法稳定币资产属性更强，而锚定法币的稳定币以及 CBDC 则凸显货币属性。值得关注的是，除央行主导研发的 CBDC 之外，其他数字货币均由私人机构发行。虚拟货币以我们所熟知的比特币、以太坊为代表，它们以内在特有机制创造价值，币值波动剧烈，属于有风险的投机性投资。稳定币主要分为三类，锚定法币的稳定币诸如 USDT、USDC 和 Diem，与美元 1:1 兑换，但彼此之间也存在细微差异。USDT 是现阶段全球市占率最高的美元稳定币，由 Tether 发行且不受监管。从其披露的底层资产报告来看，商业票据等短期债务证券的占比近 50%，性质类似于货币基金。而 USDC 和 PAXOS 等受监管的美元稳定币储备资产主要构成则为现金等价物，更接近于传统意义上的货币。第二类稳定币锚定其他资产，包含存贷款、债券、股票、大宗商品和加密资产等。第三类算法稳定币创新型更强，不以任何资产为抵押，通过增发、通缩、债券、分红等算法工具来调节供需关系，以期实现币值稳定，但目前来看“价值稳定”这一核心功能并未完全实现。由此可见，法币稳定币偏向货币属性，而锚定其他资产的稳定币以及算法稳定币

资产属性更强。由央行主导研发的 CBDC 则是纯正的货币属性，由存款准备金或现金 1:1 兑换，具有法律效力。

图 1：数字货币的分类



资料来源：ICBC International

7月19日，耶伦召集美国监管机构讨论稳定币规则，并指出需要迅速出台稳定币监管框架。在近日中国央行发布的《中国数字人民币的研发进展白皮书》中，也强调了稳定币潜在的诸多风险和挑战。需要明确的是，中美监管所针对的稳定币特指上述分类中的法币稳定币。锚定法币的稳定币为何在此阶段同时受到中美监管的高度重视？我们认为主要是缘于其特殊性。纵览私人机构发行的数字货币，唯有法币稳定币具有货币属性，而相较传统法币又能改善跨境支付的痛点，或直接与公共法币形成竞争关系，对原有金融体系的稳定构成一系列威胁。第一，使用稳定币的公众可能缺乏适当的保护。比如 USDT 常因储备资产的公开透明度低而遭人诟病，即便足额发行，其资产构成也由发行方自主决定，面向传统金融机构的准备金率要求并不适用，或会触发挤兑风险。第二，稳定币的匿名性对打击反

洗钱构成障碍。稳定币允许在完全匿名的基础上进行交易，虽然解决了数据隐私问题，但会显著增加洗钱的犯罪风险。第三，稳定币还可能对政府在货币创造中的作用产生威胁。由于发行者增发稳定币并不受限制和审查，因而或将大量的非现金资产转换为高能货币，从而造成额外的信贷扩张。

对以资产为主要属性的数字货币，中美整体上否定态度趋同，但监管力度及方向有所差异。一方面在于监管加密资产的交易行为。巴塞尔委员会发布的《对加密资产敞口的审慎处理》[1]遵循最低标准原则，各国可以根据自身情况实行更严格的监管。美国监管符合协议最低标准，旨在将私人数字货币纳入既有金融监管框架，虽不排斥交易，但需加以合理监管，并依法纳入税收体系。今年1月，OCC（美国货币监理署）提出，允许美国国家银行和联邦储蓄协会使用受到监管的公有区块链和稳定币进行结算。近期，美国参议院提出的新基础设施法案明确要求对加密货币加强税收执法，其中经纪人（即任何负责并定期提供任何实现数字资产转移的服务的人）均需提供税务报告，具体到每个客户的姓名和地址，及有关总收益的详细信息，预计有望贡献280亿美元的税收。而我国则处于更严格的监管情形，通过全面禁止本国银行类金融机构有加密资产敞口，以杜绝对国内金融稳定的潜在风险。今年6月，央行就虚拟货币交易炒作问题约谈多家银行与支付机构，再次强调不得为相关活动提供账户开立、登记、交易、清算、结算等产品或服务。另一方面在于打击高耗能的挖矿行为。自3月开始，中国的内蒙古、新疆、四川和青海等地相继提出挖矿停业整顿的计划，据剑桥大学数据，中国比特币挖矿活动在全世界的占比已从2020年4

月的 65% 下降至 2021 年 4 月的 46%。而美国在新基础设施法案中，则有参议员对经纪人的定义提出修改意见，认为不应对矿工和软件开发者征税。

对以货币为主要属性的数字货币，中美监管部门均认可货币应由公有部门主导，但公有部门的参与路径出现分歧。美联储在 7 月发布的论文[2]中提到，虽然私人稳定币的发展正势不可挡，但货币由私人部门发行在历史上却并非首次出现，19 世纪美国的 Free Banking Era 即类似于当前稳定币的野蛮生长现状。由于私人货币无法满足公众任何时候都能足额偿付的需求，加大了验证货币价值的社会成本，最终在一系列法案的推出之下退出历史舞台，稳定币亦将如此。论文同时提出关键结论，对于稳定币造成的潜在系统性风险，有两种解决方案，第一是规范稳定币的发行者，将其转变为公共货币。第二则是自行推出公共属性的 CBDC，全面取代稳定币。当前，中国央行自主研发的数字人民币已进入全民公测阶段，无疑选择了第二种解决方案。美联储尚未做出确定性选择，但我们认为，美联储的确有理由采用第一种改进相对温和的方案。正如美联储副主席演讲所述[3]，CBDC 由美联储研发不一定比私营部门做的更好，还将耗费巨大的公共系统开发成本。目前的法币稳定币主要锚定美元，因此美国只会将美元

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34229

