

# 数字时代的 货币政策

加密数字资产有朝一日或将降低对中央银行货币的需求

何东

全球金融危机以及政府对主要金融机构提供的紧急援助，让有些人再度怀疑起中央银行对货币发行的垄断权。这种怀疑推动了比特币和其他加密数字资产的诞生，对国家支持的货币模式以及中央银行和传统金融机构在金融体系中的主导作用都构成了挑战 (He et al., 2016)。

20年前，互联网技术进入成熟阶段，一些杰出的经济学家和央行行长曾一度担心信息技术的进步是否会让央行惨遭淘汰 (King 1999)。虽然他们的预言尚未实现，但加密数字资产的兴起重新激起了这场争论。加密数字资产或许有朝一日可以充当替代性的支付手段，甚至可能作为记账单位，这将减少对法定货币或央行货币的需求。如今正是时候重新审视这个问题：在没有央行货币的世界，货币政策是否依然有效 (Woodford 2000)？

目前，加密数字资产的波动性太大、风险太高，尚难对法定货币构成威胁。而且，民众不像信任法定货币那样信任加密数字资产：这类资产饱受欺诈、安全漏洞和运作失败等臭名昭著的案例的困扰，并且还涉及非法活动。

## 解决缺陷

然而，持续的技术革新或许能够解决存在的一些缺陷。为了抵抗来自加密数字资产的潜在竞争压力，各国央行必须继续实施有效的货币政策。央行还可以参考加密数字资产的特性及其背后的基础技术，以让法定货币在数字时代更具吸引力。

什么是加密数字资产？这类资产是价值的数字化表示形式，通过密码学和分布式账本技术来实现，使用自己的记账单位定价，可以实现无中介的点对点转账。

加密数字资产的市场价值是源自其具有与其他货币进行交换、用于支付，以及充当价值储藏手段的潜力。法定货币的价值受到货币政策及其法律地位的保护，但加密数字资产则不同，其价

值完全依赖于持有人相信其他人也会重视并使用加密数字资产。由于这类资产的估值在很大程度上是基于无良好根据的信念，因此其价格波动很大。

## 通缩风险

一些加密数字资产，如比特币，在原则上限制了通胀风险，因为供给受到了限制。然而，它们缺乏稳定的货币制度理应实现的三个关键职能：防范结构性通缩风险；灵活应对货币需求方面的短期冲击，进而稳定商业周期的能力；充当最终贷款人的能力。

但加密数字资产未来会得到更广泛的应用吗？如果有较长时期的表现记录，这类资产的波动性可能会降低，从而扩大其使用范围。加上更好的发行规则——或许是基于人工智能的“智能”规则——加密数字资产的价值可能会更加稳定。目前已经有“稳定”货币出现：有些已与现有的法定货币挂钩，而另一些则试图出台类似于通胀或价格目标政策的发行规则（“算法中央银行”）。

作为交换媒介，加密数字资产具有一定的优势。它们提供了类似现金的匿名性，同时也允许远距离交易，而交易单元也更容易切分。这些特性使得加密数字资产比较适合新型共享经济和以服务为基础的数字经济。

不同于银行转账，加密数字资产的交易无需中介便可快速清算和结算。这种优势在跨境支付中体现得尤为明显，因为跨境支付成本高昂、手续繁琐且不透明。使用分布式账本技术和加密数字资产的新服务能够绕过代理商银行网络，将跨境支付款项到达目的地的时间从原本所需的几天大幅缩减到几秒。

因此，我们不能排除这种可能性，即某些加密数字资产最终将会被广泛使用，并在某些地区或私人电子商务网络中履行更多的货币职能。

## 支付的转变

从更广泛的角度来说，加密数字资产的兴起和分布式账本技术的广泛使用，或许意味着支付系统会发生转变，即从基于账户的支付系统转变为基于价值或代币的支付系统(He and others 2017)。在基于账户的系统中，转账被记录在一个中间账户，比如银行。相反，基于价值或基于代币的系统仅需转移支付标的，比如商品或纸币。如果支付标的的价值或真实性可以得到验证，那么交易就可以继续，而无须考虑对中介或交易方的信任问题。

这种转变也可能预示着数字时代货币创造方式的变化：从信用货币转变为商品货币，我们可能兜了一大圈，又回到了文艺复兴时期！在20世纪，货币主要以信用关系为基础：央行货币或基础货币代表的是央行和公民之间的信用关系（就现金而言），以及中央银行和商业银行之间的信用关系（就储备金而言）。商业银行货币（活期存款）代表的是银行与客户之间的信用关系。而加密数字资产没有基于任何信用关系，也不是任何实体的负债，其本质上更像是商品货币。

关于货币的起源，以及货币体系为何自诞生以来似乎在商品货币和信用货币之间交替，经济学家们仍然争论不休。如果加密数字资产确实能让商品货币在数字时代发挥更重要的作用，那么对央行货币的需求或将下降。

## 垄断型供应商

但这种转变会影响货币政策吗？对央行货币需求的减少会削弱央行控制短期利率的能力吗？央行实施货币政策主要是通过设定银行同业市场清算资金的短期利率。根据 King (1999) 的说法，若丧失提供清算准备金的垄断地位，央行将丧失执行货币政策的能力。

要在央行负债停止履行所有结算职能的环境

中调整利率，央行是否必须大规模调整资产负债表？经济学家对此的意见不一。要在加密数字世界调整利率，央行是否需要买卖大量加密数字资产？

尽管存在这样的分歧，但各方最终的担忧是相通的：“加密数字世界未来面临的唯一真正问题是，央行的货币政策会产生多大的影响”（Woodford 2000）。在本杰明·弗里德曼（Benjamin Friedman）看来，真正的难题是“央行能够设定的利率……与影响普通经济交易的利率及其他资产价格的联系更加松散，在极端情形下则更是没有联系”（Friedman 2000）。

**央行应该继续完善法定货币，使其成为更好、更稳定的记账单位。**

换言之，如果央行货币不再是大多数经济活动的记账单位，而且如果这些记账单位都由加密数字资产来定义——那么央行的货币政策就将变得无关紧要了。一些发展中经济体的美元化就是一个类似的例子。当在一国的国内金融体系中，大部分都使用外币进行交易，那么针对本国货币的货币政策就会与当地经济脱节。

## 竞争压力

各国央行应如何应对？它们应如何预防加密数字资产可能对法定货币造成的竞争压力？

首先，应该继续完善法定货币，使其成为更好、更稳定的记账单位。正如 IMF 总裁拉加德去年在英国央行的一次演讲中所言，“央行的最佳应对之策应该是继续实施有效的货币政策，同时随着各经济体的发展而不断接收新理念，满足新的需求。”现代货币政策是货币政策委员会成员集体智慧的结晶，又有央行独立性的保障，为维持稳

## 央行必须维持公众对法定货币的信任，并积极为数字经济、共享经济和分散的服务型经济服务。

定的记账单位提供了希望。也可以利用科技来制定货币政策：借用大数据、人工智能和机器学习，央行有望改善经济预测。

其次，政府当局应该对加密数字资产的使用进行监管，以防止监管套利以及由于监管更为宽松而使得加密数字资产获得的任何不公平的竞争优势。也就是说，要采取有效措施，防止洗钱和恐怖主义融资，加强消费者保护，并对加密交易进行有效征税。

最后，各国央行应继续增加央行货币作为结算工具的吸引力。例如，央行可以发行自己的数字代币来补充实物现金和银行准备金，从而使央行货币在数字世界中吸引更多的用户。这种由央行发行的数字货币可以以一种分散的方式进行点对点交换，就像加密数字资产那样。

### 维护独立性

央行发行的数字货币有助于对抗强大的网络外部性为私人支付网络带来的垄断力。对于那些难以获得银行服务，或者获得银行服务的代价太高昂的个人和小型企业来说，这将有助于降低他们的交易成本，并实现远距离交易。相对于现金，数字货币的面值不会受到限制。

从货币政策的角度来看，当对准备金的需求减少时，支付利息的央行数字货币将有助于将政策利率传导至其他经济领域。央行数字货币的使用还将帮助各国央行继续从货币发行中赚取收入，使其能够继续为自己的业务提供资金，并将利润分配给政府。对于许多新兴市场和发展中经济体的央行来说，铸币税是其收入的主要来源，也是其独立性的重要保障。

无疑，在设计央行数字货币时需要仔细考量一些选择取舍和政策权衡，包括如何避免数字现金的便利性导致的银行挤兑的额外风险。从更广泛的角度来说，各国对央行数字货币利益与风险的评估可能因国家而异，这取决于金融和技术发展的程度。

在数字时代，央行面临的挑战与机遇并存。各国央行必须维持公众对法定货币的信任，并积极为数字经济、共享经济和分散的服务型经济服务。它们可以提供比加密数字资产更稳定的记账单位，让央行货币在数字经济中充当具有吸引力的交换媒介，从而持续参与其中。FD

---

何东（DONG HE）是IMF货币与资本市场部副主任。

本文基于2016年1月IMF Staff Discussion Note 16/03：“Virtual Currencies and Beyond: Initial Considerations”，作者：何东、Ross Leckow、Vikram Haksar、Tommaso Mancini Griffoli、Nigel Jenkinson、Mikari Kashima、Tanai Khiaonarong、Céline Rochon 和 Hervé Tourpe。

### 参考文献：

- Friedman, Benjamin M. 2000. “Decoupling at the Margin: The Threat to Monetary Policy from the Electronic Revolution in Banking.” *International Finance* 3 (2): 261–72.
- Goodhart, Charles. 2000. “Can Central Banking Survive the IT Revolution?” *International Finance* 3 (2): 189–209.
- He, Dong, Ross Leckow, Vikram Haksar, Tommaso Mancini Griffoli, Nigel Jenkinson, Mikari Kashima, Tanai Khiaonarong, Céline Rochon, and Hervé Tourpe. 2017. “Fintech and Financial Services: Initial Considerations.” IMF Staff Discussion Note 17/05, International Monetary Fund, Washington, DC.
- King, Mervyn. 1999. “Challenges for Monetary Policy: New and Old.” Speech delivered at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY, August 27.
- Woodford, Michael. 2000. “Monetary Policy in a World without Money.” *International Finance* 3 (2): 229–60.