

虚拟货币的鼓吹者宣称，通过去中心化的安排，能避免国家的干预，从而实现币值稳定和物价稳定。然而，没有一个国家的经济离得开货币政策的调节，这恰恰需要中心化的制度安排。这是所谓“数字货币”面临的“悖论”：人们必须在追求币值稳定和利用货币政策调节经济之间做出选择。

近来，稳定币(一种与法币价值挂钩的数字加密货币)引起了市场的关注。9月10日，美国纽约金融服务部(NYDFS)批准了数字资产交易所Gemini Trust和区块链公司Paxos Trust各发行一种与美元挂钩的稳定币，分别是Gemini Dollar(GUSD)和Paxos Standard(PSD)。有报道指出，纽约金融服务部(美国纽约州的金融监管机构)只能代表美国地方监管机构的一种态度风向，并不能理解为是美国政府官方认可的数字货币。事实上，美国众议院近日通过的《金融科技保护法》(Financial Technology Protection Act)已经明确指出，数字货币不是法币，无论其是否以法定货币计价。

一、稳定币也无法解决数字货币的悖论

稳定币诞生的初衷是要解决加密货币价格波动性过大的问题。以Tether公司的USD T为例，该公司每发行一枚USDT，都要在自己的官方账户上存入相同数量的美元，从而实现了USDT和美元1:1兑换，以保障用户资产安全。因而，以USDT为代表的稳定币也被称为“数字美元”。但实际上，这种发行模式不仅仍基于人们对美元的信心，而且几乎回到了17世纪的“银行券”时代，而发行方的信用甚至远不及早期的私人银行。

另一种模式用数字资产代替美元作为抵押物来发行稳定币(如MakerDao)。由于数字资产(如加密货币)可以通过智能合约保证执行，有利于规避私人发行方的道德风险。但这种模式在弥补USDT缺陷的同时，又引入了抵押品价值波动的风险，即使按超过稳定币面值100%价值的数字资产做抵押，也难以完全解决这个问题。例如，比特币的价值曾在1个月的时间内经历了超过200%的币值波动，如果以这样的资产作抵押，那么稳定币也将不再“稳定”。

而第三种设计则采用算法央行的模式，也就是说，通过算法自动调节市场上代币的供求关系，进而将代币的价格稳定在和法币的固定比例上。这种模式更趋近于通过特定的算法保持币值的稳定，但其可靠性、可控性仍有待验证。更重要的是，没有一个国家的经济离得开货币政策的调节，在这种模式下，如何确保货币政策的目标与维持币值稳定的算法并行不悖？

此外，由于稳定币和其他加密货币之间兑换的便利性远超过法币，它的出现，为“币圈”提供了便捷的套利工具。例如，先将比特币兑换成稳定币，而在比特币大跌之后用稳定币抄底，换回更多的比特币，赚取比特币反弹的收益。很难说这不是又

一次世界范围的炒作。再者，稳定币可能对跨境资本管理带来新的挑战。由于其匿名性，稳定币使货币市场的边界变得模糊。正因为虚拟货币兑换过程中可能导致货币转移，作为纽约州金融业最高监管机构，纽约金融服务部(NYDFS)才会介入稳定币发行的调查与监管。

二、数字货币的悖论

在加密货币身上似乎存在这样一个悖论：一方面人们寄希望于去中心化的技术和发行数量限制来确保数字货币价值的稳定，而另一方面人们依靠货币政策调控经济运行，而这恰恰需要中心化的制度安排。因而，到目前为止，所谓的“数字货币”似乎无法同时兼顾人们对币值稳定的追求和对货币政策的需求。这一悖论意味着人们要在追求币值稳定和利用货币政策调节经济之间做出选择。

由于央行货币发行需要服务于国家经济发展的整体战略，货币政策承担着保持物价稳定、促进就业和经济发展等多重目标，而且需要在各个目标之间保持平衡。即使是实行“通货膨胀目标制”的国家，也只是在长达若干年的时间跨度内保持一定的通胀水平，而无法保证在短期内不偏离既定的通货膨胀目标。

对币值稳定的追求最早不是从加密货币开始的。早在20世纪70年代，金本位制及发达国家固定汇率制度相继被废除，西方各国普遍爆发严重通货膨胀。为控制通胀，当时的理论界展开了广泛的讨论，提出了多种思想主张。例如以弗里德曼为代表的货币学派强调控制货币数量。货币政策中的“通货膨胀目标制”明显地受到弗里德曼理论的影响。又例如当时哈耶克提出了货币非国家化的思想。他的核心观点是废除各国政府对货币创造的垄断，由私人发钞行各自发行不同通货，通过市场竞争留下币值稳定的通货，而舍弃币值不稳定的通货。加密货币的去中心化特征在某种程度上也体现了这一思想。

然而，尽管去中心化的区块链技术为人们实现币值稳定提供了新的机会，目前看来，却尚未确立一个稳固的信用基础。纽约金融服务部批准稳定币发行的例子表明，目前为稳定币提供支撑的，仍然是其所挂钩的美元，而美元币值也在不断波动中，因此锚定美元的稳定币也难以做到真正意义上的币值稳定。更不用说加密货币在货币政策调节机制方面存在的缺陷了。

三、数字货币能成为人类货币史上新的里程碑吗？

几千年的人类货币史，实际上只有两个真正的里程碑，这就是实物货币和信用货币。实物货币的特点是自身具有内在价值，并以自身价值来衡量商品的价值，充当商品交换的媒介。信用货币自身并无价值，而是由国家信用支撑的，是国家强制流通的货币，它的背后是整个社会的财富和交易的商品。因此，现代信用货币是与国家

以及现代经济社会组织形态紧密相连的概念。即使随着技术的进步，单一纸币发展为电子货币等多种形式，其背后依然是国家信用的背书，最根本的这一点并没有改变。显然，如果数字货币要成为新的里程碑，那么它不应仅仅是法币的电子化。

要在真正意义上采用数字货币，所要求的制度变革可能十分巨大。因为货币政策是目前世界上几乎所有国家的主要经济政策之一，没有一个国家的经济离得开货币政策的调节。货币政策运用的最基本的条件就是中央银行垄断货币发行权，才能调节利率、汇率、物价、就业和经济增长等等。在可预见的将来，国家都不会放弃货币政策。这意味着推行数字货币的经济和社会成本也可能极为高昂，它会超出金融和经济的范围，甚至产生全球影响。无论是曾经由英镑主导的全球货币体系，还是现在以美元为主导的全球货币体系，都是以国家强大的经济、军事、科技实力为其后盾的，并不是单单某一个领域的创新所能推动的。即便是被称为“纸黄金”的SDR，也不能直接用于支付。SDR的实际运用效果与当年设计和发行的初衷相去甚远。这本质上是关于制度的问题。技术可以推动和促进货币制度变革，却不能替代货币制度本身。

总而言之，稳定币也无法解决数字货币的悖论。发行数字货币的意义究竟何在？发行数字货币的成本和后果是什么？对此，需要从经济金融和社会全局，以及和货币政策与宏观调控的有效实施等多个方面进行全面、深入的研究和探讨。

盛松成系上海市人民政府参事、中欧陆家嘴国际金融研究院常务副院长；龙玉为中欧陆家嘴国际金融研究院研究员。