彭博社：稳定币为何难逃“挤兑魔咒”？

来源：Bloomberg

原文标题：Stablecoins Can Have Bank Runs

作者：Matt Levine

编译：比推BitpushNews Yanan

我经常提到的一点是，加密货币正在迅速吸取传统金融的经验教训，这个过程相当有趣。首先，它有时会经历一些滑稽甚至灾难性的事件，从而重新学习这些教训。其次，它往往能以一种非常清晰、简洁且系统化的方式来掌握这些经验。可以说，加密货币是一个极佳的教学工具。比如，如果你想了解信贷危机，你可以选择深入研究2008年全球金融危机的起因和过程，但那无疑会相当复杂且混乱。或者，你也可以选择研究2022年加密货币金融危机的起因和过程，这相对来说更加简单明了，而且还颇有趣味。在这次危机中，所有相关人士都在实时发布推特动态，接受YouTube采访。从加密货币危机中获得的许多直觉对于理解真实的金融危机很有帮助，而且其呈现方式更简单、更有趣，也更加公开透明。我曾写道：“加密货币就像是把传统金融公司里那些聪明且雄心勃勃的实习生放到他们自己的游戏市场中，让他们自由发挥、当家作主的结果。”正因如此，加密货币才具有了如此独特的教育意义。



稳定币是一种特殊的加密货币产品，可以视为银行的一种抽象表现形式。当你向稳定币发行方存入1美元时，你会收到一张收据，即稳定币，上面标明“等值于1美元”。随后，在加密货币的环境中，比如在区块链上或加密货币交易所内，你可以将这枚稳定币当作1美元来使用。它具备交易功能，例如，你可以用1美元的稳定币购买价值1美元的比特币，而卖出比特币的一方则会获得你的稳定币。

与此同时，稳定币发行方会持有你的1美元并进行投资，以期获得利润。这些利润一般用来支付运营开支、高管薪酬等。而你（或任何持有稳定币的人）通常可以在较短的时间内将稳定币归还给发行方，以换回你的美元。此时，稳定币发行方必须支付这1美元。

总体来说，这个过程与银行存款颇为相似，尽管两者之间也存在一些差异。如果你对银行的运作模式有所了解，那么就能预见到这种模式可能出现问题的一些方式。具体来说，主要有两种情况：

首先，银行或稳定币发行方在持有你的资金时，有权进行投资并保留所得利润。它们从存款人的资金中获得的利润越多，自己留下的部分也就越多。然而，另一方面，如果它们投资亏损，导致资金全部损失，那么存款人将不得不承担大部分损失。因为发行方的大部分资金都来源于存款人，所以一旦亏损，就没有更多的资金来补偿他们。

因此，这就给发行方带来了承担风险的动机：如果风险投资获得成功，它们就能赚取大量利润；而如果投资失败，损失的则是别人的资金。

在这种情况下，可能会发生“挤兑”。稳定币发行方可能会将你的全部资金投资于一些看似非常安全的项目，但其中不乏一些长期投资。然而，如果所有存款人都要求在同一天取回他们的资金，发行方可能无法立即满足这一需求。在这种情况下，它们可能不得不以低于成本的价格紧急抛售这些长期投资，最终导致资金不足，无法偿还所有存款人。

由于这种环环相扣的行事逻辑是众所周知的，因此它具有自我强化的特性：如果你预见到可能会发生挤兑，那么为了资金安全（在发行方资金耗尽之前），你会倾向于先行取款。而如果每个人都采取这样的行动，那么挤兑就必然会发生。

这两个问题往往相互关联，因为出现银行挤兑的一个常见原因就是银行用存款人的资金做出了糟糕的投资决策。然而，它们并不总是同时出现。银行有可能在糟糕的投资上遭受重大损失，并在任何人意识到这一点且有时间进行排队取款之前，就已经破产了。同时，也有可能发生一些并非直接由投资损失引发的挤兑情况，而是完全由于银行的即时负债与非流动资产之间存在流动性不匹配所造成的。

在银行业领域，存在一系列SOP来应对各种挑战。针对投资问题，主要采取以下策略：

1. 审慎监管：监管机构紧密关注银行的投资行为，致力于预防银行做出不利的投资决策。

2. 资本监管：要求银行持有一定比例的额外资本，这样即使投资出现亏损，银行也能利用非存款人的资金来承担损失。

而对于挤兑问题，则主要通过以下方法来解决：

1. 流动性监管：要求银行保持充足的现金储备，以满足存款人随时可能提出的取款需求。

2. “最后贷款人”制度：如果一家银行拥有优质的非流动资产，但面临所有存款人同时要求取款的情况，美联储会向该银行提供贷款，因为美联储相信银行最终有能力偿还。

3. 存款保险：政府作出承诺，“如果银行真的倒闭了，我们将在一定限额内返还你的存款，因此请不要参与挤兑银行。”

在稳定币领域，总体而言，这些措施是否大多缺失呢？确实，业界有一些提议涵盖了其中的部分措施。然而，我们曾讨论过的Tether，作为最大的稳定币发行方，2019年就因对客户资金进行了极其冒险的投资而陷入困境，其公布的账目一度显示资本比率仅为0.2%（尽管后来有所改善）。另外，我们还讨论过TerraUSD，这种稳定币的投资策略几乎等同于“大量高度关联的风险资产”，结果在2022年的一次挤兑中彻底崩溃。

那么，对于稳定币而言，理想的监管解决方案应该具备哪些要素呢？“存款保险和获得美联储贴现窗口的机会”听起来像是一个有趣且实际的要求，而且在我写下这句话时，我突然意识到这很有可能在下一届特朗普政府的第一年内成为现实。

更直接且核心的回答是：“稳定币发行方应当将资金投资于相对安全且具备高度流动性的项目，并且他们应当持有一定的自有资本。这样一来，即使投资项目出现亏损，发行方仍有足够的资金来偿付存款人。”当然，在这个基础上，还需要进一步细化具体的实施细节。

Gordon Liao、Dan Fishman和Jeremy Fox-Geen共同撰写了一篇题为“稳定价值代币的风险基础资本”的论文，他们均来自稳定币发行机构CircleInternet Financial。尽管Circle在游说争取更宽松的稳定币监管政策方面有着自身利益，但这篇论文就稳定币与银行业之间的关系仍提出了一些深刻的见解。其中一点便是，稳定币在许多方面相较于银行更为透明，这无疑是一个积极因素，尤其对于那些对传统金融不透明性持怀疑态度的加密货币爱好者而言。然而，这种不透明性的存在并非无因之果。

Liao、Fishman和Fox-Geen指出，在其他条件相同的情况下，代币化增加了稳定价值债权面临协调性挤兑风险的可能性。原因在于，代币化使得底层价值可以在代币发行方的完全控制之外进行转移和交易。这种交易产生了二级市场价格，为市场提供了一个可观察的信号。市场价格的实时可见性可能加剧投资者的反应，使发行方更容易面临挤兑风险。如果账本是公开的，转账行为也将变得可观察。通过可观察的公共信号揭示的信息，可能导致金融市场出现“过度反应”，并在全球博弈中促使市场参与者协调挤兑行为（Morris& Shin, 2001）。换言之，如果代币持有者观察到二级市场价格大幅下跌或大量赎回的情况，他们可能会出于恐慌，而不顾资产支持的基本面，选择出售或赎回代币。

在传统银行业，银行挤兑的主要原因往往是你认为其他人也会挤兑银行。这种判断依据从何而来？哦，来源有很多：谣言、糟糕的盈利公告、慌乱的电视露面等。银行的股票价格下跌，可能就被视为存款出现问题的信号。但这毕竟是一门不精确的科学。相比之下，稳定币在公开市场交易，其价格直接反映了人们对它的信心程度。例如，如果一个稳定币的交易价格是1.0002美元，那可能意味着当前没有发生挤兑；但如果交易价格是0.85美元，那可能就表明正在发生挤兑。

针对这一问题，主要的解决方案是稳定币发行方应保持大部分资金的高度流动性。

由于挤兑风险增加，管理金融风险的方法也需要与传统银行有所不同。例如，以法定货币支持的稳定币，通常会持有高度流动的资产，与银行相比，其期限错配最小，信用风险也相对较低。因此，考虑到为代币持有者利益而隔离的资产池的韧性，稳定币的资本缓冲用于吸收金融损失的能力实际上比银行要少。即使底层资产相同，将传统存款代币化可能会增加金融机构面临的挤兑风险。这是因为代币化使得存款更容易被快速大规模提取，而且代币持有者可能对市场信号更敏感。因此，提供代币化存款的机构可能需要持有更多的资本来应对这种增加的风险，即使它们的资产基础与传统银行相同。从本质上讲，代币化存款引入了类似于银行资产负债表中固有的资产-负债不匹配问题，因此它们可能还需要应用类似的资本和偿付能力制度。

接下来，我们谈谈稳定币的“区块链”方面：

除了金融风险外，代币化和分布式账本的使用还带来了与技术、基础设施和运营相关的额外风险考量。这些非金融风险已在监管公众咨询和提案中被着重强调。尽管先进的加密技术、永久性的记录保存以及可追溯的交易能够降低某些安全和合规方面的风险，但在传统银行术语中被广泛称为“操作风险”的这些风险，在评估所需资本时却面临挑战。这主要是因为缺乏足够的历史操作损失数据，并且整个评估在很大程度上依赖于特定的技术选择。在一个基础设施快速发展和持续升级的环境中，发行方所选择的技术可能会对需要准备的损失吸收资本产生显著影响。

换句话说，我们可以合理地设想，稳定币发行方相较于传统银行更不太可能丢失用户的资金，因为它们的业务基于区块链技术，拥有传统银行所不具备的透明度、可追踪性和数字原生性。然而，同样基于这些原因，我们也可以合理地设想，它们更有可能丢失这些资金。

去年，美国经历了一场小规模的银行业危机，这让我花了一些时间来深入思考银行业。我曾这样写道：

银行业，实际上是一种让人们在不自觉中进行长期、风险投注的方式，它汇集风险，使每个人都感到更安全、更受益。你我之所以愿意把钱存入银行，是因为我们觉得“银行里的钱”非常安全，明天就可以用它来支付房租或买三明治。随后，银行会利用这些存款去发放30年固定利率的抵押贷款。房主们永远不可能直接从我这里借到30年的钱，因为我明天可能需要钱买三明治，但他们可以从我们所有人这里集体借钱，因为银行已经在众多存款人中分散了这种流动性风险。同样，银行也会向可能破产的小企业发放贷款。这些企业永远不可能直接从我这里借到钱，因为我需要这笔钱，不想冒失去它的风险，但它们可以从我们所有人这里集体借钱，因为银行已经在众多存款人和借款人中分散了这种信用风险。

然而，传统银行业的不透明性使其能够更多地利用客户的钱去冒险。去年地区银行危机的部分原因，可能就是这种不透明性不再像以前那样有效。如今，更多的信息可以在网上获得，谣言和恐慌可以通过电子方式在全球迅速传播，人们对市值计价也有了更多的期望。正如一位联邦存款保险公司的监管者去年所说：“游戏规则没有变，只是竞争变得更激烈了。”

传统银行业的魔力在于，银行能够进行一系列的风险投资，将这些投资汇集在一起，然后对这些投资组合发行优先债权，而这些债权就是我们通常所说的“美元”：银行账户里的1美元，就是实实在在的1美元，即使它背后可能是一堆风险资产作为支撑。然而，稳定币却放弃了这种魔力：虽然美元稳定币对于大多数加密货币的用途来说，其价值已经足够接近1美元，但它拥有自己的交易价格。在市场情况良好时，它的价格可能是1.0002美元或0.9998美元，但在市场情况不佳时，你也知道，它的价格可能会跌至0.85美元。这实际上是一种没有“银行里的1美元就等于1美元”这种保证的银行业务，而且市场上24/7的实时价格都在告诉你，它离1美元到底有多近。这无疑创造了新的监管问题，同时也可能预示着未来常规银行业的一些新情况。