前高盛副总裁：稳定币如何破解银行挤兑难题

作者：Matt Levine，彭博社专栏作者、前高盛副总裁；编译：Chris，Techub News

加密货币以极快的速度重复着传统金融走过的路。

相比于传统金融世界那些复杂、混乱的金融危机，加密货币的金融危机往往更直观、简单。你可以通过分析 2008 年全球金融危机来理解信用危机，但那十分复杂；而2022 年的加密货币危机则更像是它的简化版，所有事情都发生得更快、更公开，甚至有些参与者还会在推特和 YouTube 上实时分享他们的经历。加密货币的这些危机虽然简单，却能让我们更清晰地理解类似的金融现象，仿佛是一本生动的教科书。

我曾经写过一句话：「加密货币是传统金融公司里那些聪明、有抱负的实习生自己掌控一个模拟市场的结果。」这句话说明了为什么加密货币的世界如此富有教育意义。它把那些年轻、聪明的头脑放在一个没有太多约束的环境中，让他们自己去探索、犯错，并从中学习。这种过程不仅让人感觉有趣，还能让我们从中学到很多金融方面的知识。

稳定币在加密货币世界里有点像是银行的抽象形式。这里的运作方式是这样的：你把 1 美元交给稳定币发行方，他们给你一张「收据」也就是稳定币，这个稳定币代表着「1 美元」。然后，你可以在区块链或加密货币交易所这样的加密货币环境中把这个稳定币当成美元来使用。它可以用来交易，你可以用 1 美元的稳定币去买 1 美元的比特币，然后卖你比特币的人就拥有了你的稳定币。

与此同时，稳定币的发行方会保管你的 1 美元，并且进行投资，试图通过这些投资获得利润，这些利润用来支付运营成本和管理层的薪水等。而你（或者任何持有稳定币的人）通常可以随时把稳定币交还给发行方，换回 1 美元。到那时，稳定币发行方就必须筹措出这 1 美元来返还给你。

这个过程展示了稳定币的运作逻辑：它既像货币，又像银行的一种抽象形式，它们的核心在于通过承诺将 1 美元与稳定币等值挂钩来获得信任，并通过投资这些美元来维持和运营整个体系。

稳定币的运作与银行存款在某种程度上是类似的，但它们之间也有一些关键的区别。如果你对银行的运作有所了解，你就会知道这些系统可能出错的几种方式。这里有两个著名的例子：

银行的风险投资：

稳定币发行方（就像银行）持有你的资金，并且有权利对这些资金进行投资，并从中获取利润。发行方赚取的利润越多，他们能保留的收益就越多。然而，如果投资失败，导致资金亏损，大部分损失最终会由存款人（也就是稳定币持有者）来承担。因为大多数资金实际上是属于存款人的，所以如果发行方亏光了这些钱，他们将没有足够的资金来补偿给存款人。这就给发行方带来了冒险的动机：如果风险投资成功，他们可以赚很多钱；如果失败了，损失的主要是别人的钱。

可能会发生「挤兑」

即使稳定币发行方将所有资金都投资在非常安全的资产上，这些资产中的一些可能是长期投资的。如果所有人今天都要求兑回他们的钱，发行方可能无法立即兑现这些长期投资，可能不得不以亏损的方式抛售这些投资，结果就是没有足够的资金来偿还每个人的要求。而这种动态本身是众所周知的，因此它具有自我强化的特性：如果你认为可能会发生挤兑，那么你应该尽快把钱取出来（在发行方资金耗尽之前），而如果每个人都这样想并采取行动，最终就真的会导致挤兑发生。

这两个问题（银行的风险投资和挤兑）通常是相互关联的，挤兑的一个常见原因就是银行用存款人的钱做了一些糟糕的投资决策。

有时候，银行可能在投资中亏掉大量资金，最终在大家意识到之前，银行已经破产了。在这种情况下，即使没有发生挤兑，银行也可能因为投资失败而倒闭。

另一方面，挤兑也可以在没有投资损失的情况下发生，单纯是因为银行的流动性错配问题。也就是说，银行可能有足够的资产来偿还所有存款人，但这些资产是长期或不易变现的，而存款人要求的资金是随时可取的「即期负债」。当太多人同时要求提取资金时，银行可能无法迅速变现足够的资产来满足这些需求，导致挤兑的发生，即使这些资产本身并没有亏损。

针对银行的投资风险问题，有两个主要的应对措施：

1.审慎监管（Prudential Supervision）：监管机构会密切关注银行的投资行为，确保它们不会进行高风险或不当的投资。这种监管帮助银行避免陷入严重的投资失误。

2.资本监管（Capital Regulation）：银行被要求保持一定比例的额外资金（即资本缓冲），以确保即使投资出现亏损，银行仍有非存款人的资金来吸收这些损失。这种规定减少了投资失败直接影响存款人的风险。

对于挤兑问题，也有几种常见的解决办法：

1.流动性监管（Liquidity Regulation）：银行被要求保留足够的现金或其他高流动性资产，以便在存款人要求提取资金时能够及时支付。这种监管确保银行在短期内能够满足客户的提取需求。

2.Lender of Last Resort：如果银行持有良好的但流动性较差的资产，而在某一时刻所有存款人都想提取资金，美联储等中央银行会向银行提供贷款，确保银行能够暂时渡过难关，等待资产变现。这种机制防止银行因暂时的流动性问题而倒闭。

3.Deposit Insurance：政府承诺，如果银行真的倒闭，他们会补偿存款人的损失（通常在一定限额内）。这项保障让存款人安心，不至于因为担心银行倒闭而引发大规模挤兑。

稳定币领域基本上缺乏传统银行业中的那些保护机制。虽然有各种提议尝试引入其中的一部分，但总体而言，稳定币发行方通常不具备银行那样的监管框架或安全措施。

以 Tether 为例，这是目前最大的稳定币发行方之一。Tether 在 2019 年因用客户资金进行极度高风险的投资而陷入麻烦。当时，它的公开财报甚至显示其资本充足率只有 0.2%（后来有所改善），这意味着它几乎没有任何额外的资金缓冲来吸收潜在的损失。

另一个例子是TerraUSD，其投资策略基本上可以说是风险高度集中的投资。这种策略在 2022 年的一次挤兑中导致 TerraUSD 脱锚。

为稳定币制定的监管解决方案可能看起来像这样：

最直接的解决方案是对稳定币发行方提出类似银行的监管要求。也就是说，「稳定币发行方应该将资金投资于相当安全的资产，这些资产应该具有较高的流动性，并且他们应该持有一定比例的自有资本，以确保即使这些资产出现亏损，也仍然有足够的资金来偿还持有稳定币的用户。」这是一个相对简单的答案，但要真正实施好这一点，还需要解决很多细节问题。

另一个更大胆的想法是让稳定币发行方能够获得类似银行的支持机制。

简单来说，好的监管方案应包括以下几个方面：

1. 安全的投资政策：确保稳定币发行方将客户的资金投入到低风险、高流动性的资产中。

2. 资本要求：要求发行方持有足够的自有资本作为缓冲，以应对潜在的亏损。

3. 流动性管理：确保发行方有足够的流动性来应对用户的赎回需求，防止出现类似银行挤兑的情况。

4. 系统性支持：考虑为稳定币提供类似传统银行的支持机制，比如存款保险或紧急流动性支持。

这篇由 Gordon Liao、Dan Fishman 和 Jeremy Fox-Geen 撰写的论文非常有趣，他们是稳定币发行方 Circle Internet Financial 的员工。这篇论文探讨了「基于风险的稳定价值代币资本要求」，显然 Circle 对宽松的稳定币监管有一定的兴趣，但这篇论文确实提出了一些关于稳定币与银行关系的重要观点。

其中一个观点是，稳定币在很多方面比银行更透明。对于那些对传统金融体系的不透明性持怀疑态度的加密货币爱好者来说，这种透明性可能被视为一种优势。但传统金融体系中的不透明性是有其理由的。

Liao、Fishman 和 Fox-Geen 在论文中指出，这种透明性虽然对加密货币世界的支持者来说可能显得很吸引人，但实际上，传统银行体系的某些不透明性是为了保护系统的稳定性和有效性。银行的复杂性和某种程度上的不透明性，有助于在市场波动时维持信心和稳定，而过度的透明性可能会在危机时刻加剧市场恐慌。

在传统银行体系中，银行挤兑的主要原因通常是人们认为其他人也会跑去银行取钱。你怎么知道大家会不会挤兑呢？这种想法的根源通常是因为谣言、不良的财务报告、惊慌失措的电视访谈等信号。银行的股价下跌可能表明存款出了问题。

然而，在稳定币的世界里，情况则更为直接和透明。因为稳定币在公开市场上交易，其价格会直接反映市场对它的信心。如果某种稳定币的交易价格是 $1.0002，那可能说明目前没有挤兑的风险；但如果它的价格跌到 $0.85，那几乎肯定说明市场上正在发生挤兑。

这种透明的价格信号让人们更容易判断市场的情绪，但也意味着稳定币的价格波动会迅速传达市场的恐慌情绪，可能加速挤兑的发生。这种公开的市场反应不仅是对稳定币基本面的反映，还可以成为自我实现的预言，即当人们看到价格下跌时，他们更倾向于进一步抛售或赎回，导致价格继续下跌，从而加剧市场的不稳定性。这种透明性虽然有助于市场信息的传播，但在危机时刻，也可能成为引发连锁反应的触发点。

解决这一问题的主要方法是稳定币发行方应保持大部分资金的高流动性。

稳定币和传统银行在管理金融风险时需要采取不同的策略，尤其是在面临更高的协同挤兑风险时。

具体来说，法定货币支持的稳定币通常持有高度流动性的资产，避免过大的期限错配（即资产和负债的到期日不一致）以及相对较低的信用风险。这是因为稳定币的挤兑风险比传统银行要高得多，因此它们需要保持高度的资产流动性，以快速应对赎回需求。

由于稳定币所持有的资产池通常更具弹性，并且专门为代币持有者的利益而分离开来，因此稳定币所需的资本缓冲（用于吸收财务损失的资金）通常比银行要少。换句话说，因为资产池足够稳健，挤兑风险较低，所以稳定币不需要像银行那样多的资本来应对潜在损失。

然而，对于那些以传统贷款和部分准备金（fractional reserve）作为支持的代币化存款，由于代币化增加了挤兑风险，它们可能需要比传统存款更多的资本，即使两者的资产支持是相同的。原因在于，代币化存款继承了银行资产负债表中固有的资产负债不匹配问题，因此可能需要应用类似的资本和偿付能力监管机制来管理这些风险。

「区块链区块链区块链」这个说法可能是在强调区块链技术在稳定币中的核心作用，以及它对稳定币系统独特性质的影响。

代币化和分布式账本的使用不仅带来了金融风险，还引入了与技术、基础设施和运营相关的额外风险。这些非金融风险在监管机构的公开咨询和提案中被重点提出。

具体来说，加密技术的应用、永久记录保存和可追踪交易在一定程度上可以降低某些安全和合规风险。然而，这些技术也带来了新的挑战，特别是在评估这些风险所需的资本时。这类风险在传统银行业中通常被称为运营风险。

评估这些运营风险的困难在于以下几点：

1. 缺乏足够的历史数据：由于区块链技术相对新颖，关于运营损失的历史数据较少，这使得风险评估变得更加复杂。

2. 对技术选择的依赖性：发行方所采用的技术选择对所需的损失吸收资本可能有着重大影响。随着基础设施的快速发展和不断升级，这种依赖性变得更加突出。

3. 基础设施的快速变化：在一个不断演变的技术环境中，如何评估和管理这些运营风险变得更加具有挑战性。技术的选择和变化可能会显著影响发行方应对潜在风险的能力。

一方面，可以想象稳定币发行方由于基于区块链技术，具有透明、可追踪和数字原生的特性，因此比传统银行更不可能丢失你的资金。区块链的公开账本和加密保护，使得每笔交易都可以被记录和验证，理论上降低了资金丢失的风险。

但另一方面，同样可以设想，正是因为这些同样的技术特性，稳定币发行方更有可能丢失资金。原因可能包括：

技术复杂性：区块链技术的复杂性和新颖性可能导致操作失误或系统漏洞，尤其是在快速发展的环境中。

依赖技术基础设施：稳定币完全依赖数字基础设施，如果系统出现问题或被攻击，可能会导致资金管理的失败。

缺乏成熟的操作流程：相比于传统银行，稳定币发行方可能缺乏足够成熟的操作流程和应急机制，来应对潜在的技术故障或失误。

美国去年经历了一场小型的银行危机，这让我不得不花时间重新思考银行业。我曾经写过一句话：

银行的本质是一种让人们集体承担长期且有风险的投资，而不必特别注意这些风险的方式。银行通过将风险分散在众多存款人之间，使每个人都更安全、更受益。

当你和我把钱存进银行时，我们认为这笔钱是非常安全的，是银行里的钱，我们可以随时取出，用来付房租或买三明治。但实际上，银行会拿这些存款去发放长期的、固定利率的 30 年抵押贷款。房主们无法直接向我借 30 年的钱，因为我可能明天就需要这笔钱来买三明治。但他们可以向我们集体借款，因为银行通过把流动性风险分散到许多存款人之间，降低了这种风险。

同样的道理，银行也会向可能会破产的小企业发放贷款。这些企业无法直接向我借钱，因为我不愿意承担可能亏损的风险，但它们可以向我们集体借款，因为银行通过将信用风险分散在许多存款人和借款人之间，降低了单个存款人的风险。

传统银行系统的不透明性赋予了银行更多的能力去用客户的资金进行风险投资。这种不透明性曾经帮助银行在相对稳定的环境中运作，因其背后的复杂性让客户很难完全了解银行在做什么。然而，去年的地区性银行危机部分说明了这种不透明性已经不再像过去那样有效。

如今，由于信息的广泛传播和电子化，公众可以更容易地获取银行的相关信息。谣言和恐慌通过互联网可以迅速传播到全球，人们对银行的期待也越来越倾向于按市值计价，即更关注实时的市场表现而非长期的稳健性。

正如一位联邦存款保险公司（FDIC）的监管者去年所说，游戏还是那个游戏，只是变得更加激烈了。这句话点出了现代银行业面临的新挑战：尽管银行的基本运作逻辑没有改变，但信息的透明度和传播速度让市场的反应更加迅速和激烈。传统银行依靠不透明性所获得的风险管理优势，在新的信息环境下变得更加脆弱，银行因此需要更加谨慎地管理风险，以应对更加复杂和快速变化的市场情绪。

传统银行的「魔法」在于它能够将一系列高风险投资汇集在一起，然后发行对这些投资的高级债权，而这些债权就表现为美元：银行账户里的 1 美元就是 1 美元，即便它背后是由一大堆风险资产支持的。这种安排让客户能够相信，他们的存款是安全的，可以在需要时无风险地使用。

但是，稳定币抛弃了这种「魔法」。尽管 1 美元的稳定币在大多数加密货币场景中与 1 美元几乎等同，但它的市场价格却会波动。当市场情况良好时，它的交易价格可能是 $1.0002 或 $0.9998，但在不利的情况下，它可能会跌至 $0.85。稳定币是一种没有传统银行那种「1 美元就是 1 美元」保证的银行业务形式，而是通过 24 小时无休的实时市场来反映它与 1 美元的接近程度。

这种情况引发了新的监管问题。因为稳定币并没有传统银行那样的隐性保障和不透明性，市场价格直接反映了其背后资产的风险状况和市场信心。这种实时的市场反馈不仅改变了稳定币的运作方式，也可能预示着未来传统银行业的发展方向。

未来，随着金融市场的进一步数字化和透明化，传统银行可能也会面临类似的挑战。银行的资产风险和市场信心可能会比现在更直接地体现在市场价格上，而不是依赖于银行体系内部的保障机制。这种转变可能会重塑我们对银行和金融稳定性的理解，并迫使监管机构和市场参与者调整他们的风险管理策略。