

区块链系列之 Libra 影响几何

——Fintech 行业专题报告

强于大市 (维持)

日期: 2019 年 07 月 30 日

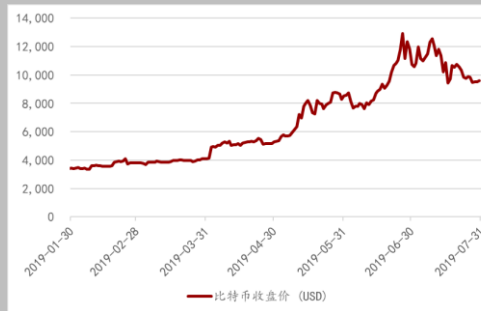
事件:

Facebook 于近期推出数字货币 Libra (天秤币) 计划, 随即遭到美国国会和各国监管机构、央行的猛烈炮轰。在 7 月 16 日、17 日举行的两院听证会上, Libra 项目负责人 David Marcus 回应了议员对 Libra 的种种疑问, 但效果并不理想。

投资要点:

- **Libra 的本质与推出动机:** 数字货币 Libra (天秤币) 的本质是符合美国利益的超主权稳定币雏形, 其主要特征有以下四方面: 1) 以 KYC 许可链起步; 2) 向超主权稳定币发展; 3) 进行中心分散化运营; 4) 具有鲜明的美国底色。推出动机来看, Facebook 虽然是全球社交巨头, 但其收入结构单一, 高度依赖广告业务 (99%), 新盈利模式亟待拓展。考虑到海量用户的全球化分布, 发展跨境交易及支付业务是较为明确的突破口。当前以 SWIFT 为核心的跨境金融服务具有费率高, 效率低的痛点, 而基于区块链的加密货币 Libra 恰好能解决这一问题, 构建新的支付生态。
- **Libra vs 其他加密货币:** Libra 在加密货币中属于稳定币, 在技术和概念两方面均有创新。技术方面, Libra 通过 Move 语言、梅克尔数保护、单一数据结构 and 拜占庭容错 (BFT) 强化了安全性和可扩展性, 但部分牺牲去中心化属性。概念方面, Libra 通过一篮子货币+类货币局制度来保障币值稳定。
- **带来的几个影响:** 1) **对于美元的影响:** 迈向超主权, 影响美元霸权地位? 美元霸权建立已久, Libra 作为新兴超主权货币恐难对其构成实质颠覆。而从具体影响上来看, Libra 将对美元同时产生冲击效应和强化效应。一方面, Libra 将在一定程度上冲击传统交易结算货币, 美元也将受到波及。另一方面, Libra 的真实资产储备大概率重点配置美元, 对美元及美联储构成间接支撑。2) **对小国主权货币的影响:** 重演“美元化”, 或受抵触。对于部分小国或者高通胀国家, 超主权稳定币的吸引力要远大于本国法币, 居民对于 Libra 的大规模持有可能会极大冲击当地货币政策体系。3) **对加密货币的影响:** 冲击稳定币, 短期利好比特币。由于功能重叠, 其他稳定币如 USDT 将受到冲击, 但 Libra 将无法取代比特币等去中心化加密货币, 而且 Libra 计划的进展在短期内可能影响比特币等加密货币价格走势。4) **对于中国互联网支付的影响:** 错位竞争, 影响有限。由于监管问题及客户地域差异, 短期内 Libra 不会对支付宝和微信产生直接影响。
- **风险因素:** 监管差异性及制约性, 全球数字货币技术问题

比特币价格走势



数据来源: WIND, 万联证券研究所

数据截止日期: 2019 年 07 月 30 日

相关研究

万联证券研究所 20190729_非银金融行业周观点 (7.22-7.26)_券商分类评级发布, 经纪管理办法征求意见

万联证券研究所 20190729_东方财富半年报点评_AAA_经纪两融向好, 业绩略超预期

万联证券研究所 20190723_行业专题报告_AAA_从利润久期看上市险企成长性与估值

分析师: 缴文超/张译从

执业证书编号

S0270518030001/S0270518090001

电话 010-66060126

邮箱 jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理: 喻刚/孔文彬

电话 010-66060126/021-60883489

邮箱 yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

目录

1、 导读.....	3
2、 LIBRA 概述.....	3
2.1 WHAT: LIBRA 是什么?	3
2.2 WHY: 何为推出动机?	4
2.3 HOW: 推进受阻, 未来何如?	7
3、 关于 LIBRA 的几个讨论.....	9
3.1 LIBRA VS 其他加密货币.....	9
3.2 LIBRA 带来的几方面影响	12
3.2.1 对于美元的影响: 迈向超主权, 影响美元霸权地位?	12
3.2.2 对小国主权货币的影响: 重演“美元化”, 或受抵触.....	13
3.2.3 对加密货币的影响: 冲击稳定币, 短期利好比特币	14
3.2.4 对于中国互联网支付的影响: 错位竞争, 影响有限	14
4、 风险提示.....	15
图表 1: LIBRA 协会 28 名初始成员	3
图表 2: LIBRA 协会初始会员来自多个不同行业	3
图表 3: FACEBOOK 多次尝试扩展支付业务未果	5
图表 4: FACEBOOK 高度依赖广告收入	5
图表 5: 同为社交巨头的腾讯收入结构相对平衡	5
图表 6: FACEBOOK 客户呈全球化分布	6
图表 7: 传统 SWIFT 跨境汇款模式.....	6
图表 8: 基于区块链的跨境汇款模式.....	6
图表 9: FACEBOOK 月活资源领跑全球 (亿元)	7
图表 10: LIBRA 和 LIT 比较.....	7
图表 11: 欧美相关政府官员对于 LIBRA 项目的评论	8
图表 12: 各类机构均在加快数字货币研发及布局.....	9
图表 13: 数字货币分类.....	9
图表 14: 稳定币分类.....	9
图表 15: LIBRA 与其他主要加密货币的对比	10
图表 16: 加密货币“不可能三角”	11
图表 17: 比特币历史价格走势	14
图表 18: 比特币近期价格走势	14
图表 19: 支付宝、微信支付在中国市场遥遥领先	15

1、导读

Facebook于近期推出数字货币Libra（天秤币）计划，随即遭到美国国会和各国监管机构、央行的猛烈炮轰。在7月16日、17日举行的两院听证会上，Libra项目负责人David Marcus回应了议员们对Libra的种种疑问，但效果并不理想。最后监管者仍一致认为由Facebook主导的Libra计划风险极高，不值得信任。

毫无疑问，目前Libra计划已经成为数字货币领域的焦点议题，我们将在本文中讨论市场对于Libra的几个主要疑问：

- Libra是什么？
- 为什么要推出Libra？
- 相比其他加密货币，Libra有何特点？
- Libra对法币及其他加密货币的影响？

2、Libra 概述

2.1 What: Libra是什么？

根据Facebook披露的Libra白皮书，数字货币Libra（天秤币）计划的使命是建立一套简单的、无国界的货币和为数十亿人服务的金融基础设施，其核心组成部分有三：

1) 安全、可扩展、可靠的区块链。Libra货币的技术基础是“Libra区块链”。考虑到Libra旨在面向全球用户，Facebook选择开源软件来实现Libra区块链，以便所有人都可以在此基础上进行开发，从而满足全球性的多元金融需求。在区块链的初始构建上，Facebook优先考虑了可扩展性、安全性、存储效率和处理量以及对未来的适应性。

2) 真实的资产储备后盾。与多数加密货币不同，Libra由真实资产储备提供支持。对于每个新创建的Libra加密货币，在Libra储备中都有相对应价值的一篮子银行存款和短期政府债券，从而增强人们对其内在价值的信任。同时，Libra储备也能维持Libra加密货币的价值稳定，确保其不会随着时间剧烈波动。

3) 独立治理的Libra协会。Libra协会是一个独立的非营利性成员制组织，总部设在瑞士日内瓦，旨在协调和提供网络与资产储备的管理框架。当前协会“创始人”的首批成员已经达到28个，包含了来自支付、互联网平台、电信等各领域的机构。Libra正式发布时，预计最终创始人数量将扩展至100个左右，Facebook将和其他创始人享有相同的权利及义务。

图表1: Libra协会28名初始成员



图表2: Libra协会初始会员来自多个不同行业

机构类型	初始成员名称
支付机构	Mastercard, MercadoPago, PayPal, PayU (Naspers' fintech arm), Stripe, Visa
技术和交易平台	Booking Holdings, eBay, Facebook/Calibra, Farfetch, Lyft, SpotifyAB, Uber Technologies
电信公司	Iliad, Vodafone Group
区块链机构	Anchorage, Bison Trails, Coinbase, Xapo
风投公司	Andreessen Horowitz, Breakthrough Initiatives, Ribbit Capital, Thrive Capital, Union Square Ventures
非营利组织	Creative Destruction Lab, Kiva, Mercy Corps, Women's WorldBanking

资料来源: Libra官网, 万联证券研究所

资料来源: Libra白皮书, 万联证券研究所

基于三个核心组成，结合Libra白皮书的细节披露，我们判断Libra的本质是符合美国利益的超主权稳定币雏形，其主要特征有以下四方面：

- 1) **以KYC许可链起步。**Libra的运行将基于开源性区块链，但同时Libra白皮书也显示该区块链在初始阶段仍将偏向保守。不同于比特币“许可型区块链”的特性（即符合技术要求的任何实体都可以运行验证者节点），Libra目前采用了“非许可型区块链”（即实体通过权限授予方式运行验证者节点），用户将在进行KYC（Know-Your-Customer）认证后才能使用。但这一运行规则本质上和传统金融机构相一致，并不能体现Libra区块链的开放性与普惠性。Libra白皮书也提到其最终目标是转向“非许可型区块链”，但基于反洗钱和反恐融资等监管要求，仍将以KYC许可链的形式起步。
- 2) **向超主权稳定币发展。**Libra完全由真实资产储备提供支持。储备资产的保管在地理上分散，由受监管的托管机构进行保管，这些类构具备高信用评级，确保储备资产的透明、安全及分散。就锚定资产而言，Libra选择了一篮子法定货币而非单一美元，在保有稳定币特征的情况下打破了传统意义上的主权界限，不受任何主权国家的独立监管，并对用户保持无差别对待，已经具有了超主权货币的基本特征。
- 3) **进行中心分散化运营。**不同于比特币工作量证明（POW）的决策机制，Libra并未采取完全去中心化的机制，而是由每个成员支付1000万美元以获得在协会内的投票权用于决定Libra的底层储备资产组合及Libra的汇率。所有决策由协会理事会做出，重要决策或技术性决策需要超过2/3的成员投票同意才能通过。由此可见该决策机制的实质是中心分散化而非去中心化。
- 4) **具有鲜明的美国底色。**Libra虽然设置较为民主的投票机制，但目前Libra协会的第一批28家创始人基本都是美国公司，预计全部100家创始人中至少三分之一将是美国公司。换言之，对于非美国企业组织，即使加入Libra也将面临投票权被垄断的情况。所以在完全转向“非许可型区块链”之前，Libra依旧具有鲜明的美国底色，其决策及发展路径也将符合美国利益。

2.2 Why: 何为推出动机？

从定义来看，货币的三个基本功能分别是支付、储值和记账，而Libra作为新兴数字货币也不例外。但就主导方Facebook的情况而言，我们相信推出Libra计划的主要动机就是发挥其支付功能，构建自身跨境支付生态。

早在本计划之前，Facebook就曾多次尝试切入支付业务。2011年Facebook首次推出Credits产品，旨在简化平台上虚拟商品的支付交易，每笔交易收取30%的费用，但仅两年时间就因为监管问题被叫停，同时其汇兑问题也遭到诸多负面评价。类似的情况还发生在2012年推出的Facebook Gifts项目上。而在2015年，Facebook旗下通讯应用程序Messenger上开通“支付转账”功能，需要绑定银行卡上的“支付转账”功能，但该业务由于缺乏必要性及创新性，未能被消费者广泛认可。2018年WhatsApp也试图打通支付业务，并在印度开展试点，也遭到当地央行的直接禁止。

尽管不断受阻，Facebook却屡败屡战，其对支付业务的追求可见一斑。究其原因，主要有以下几点：

图表3: Facebook多次尝试扩展支付业务未果

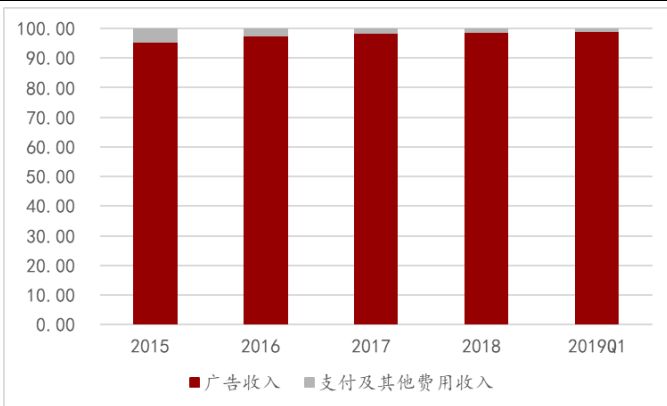
项目名字	推出时间	项目简述	结果
Facebook Credits	2011年	旨在简化平台上虚拟商品的支付交易, 收入模式是从每笔交易中收取30%的费用。	由于汇率波动问题, 以及美国政府部门对虚拟货币管制问题, 在2013年终止服务。
Facebook Gifts	2012年	用于平台上用户之间的礼品赠送服务。	因为监管及本地化方案问题在2014年停止使用。
Facebook Messenger Payments	2015年	通讯应用程序 Messenger上的“支付转账”功能, 需要绑定银行卡上的“支付转账”功能, 同时设置交易密码。	推广未能形成普及。
WhatsApp Pay	2018年(印度)	2018年2月, 在印度推出 WhatsApp Pay, 试用期至2019年7月。	印度政府对此项目感到不满, 因为它不符合印度央行的数据本地化标准。

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

1) 收入结构单一, 新盈利模式急待拓展。作为全球社交巨头, Facebook的营收仍高度依赖广告费。2015年至今公司广告业务收入占比超过95%, 且维持提升趋势, 2018年和2019Q1的广告费收入占比已经分别升至98.52%和98.91%。尽管Facebook在广告领域的创收能力毋庸置疑, 但如此高的收入占比仍映射出两方面的隐患。

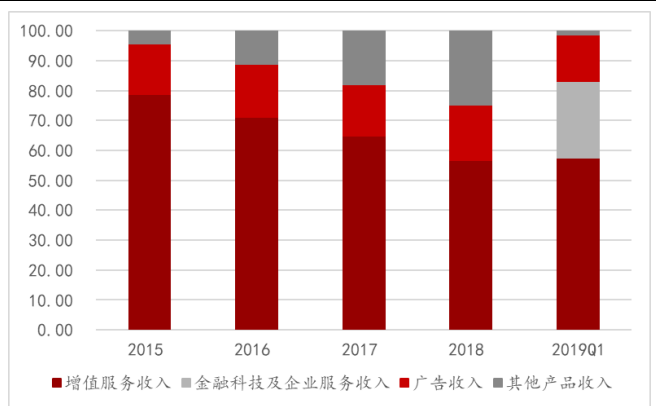
一方面, 部分社交竞争对手已经形成丰富的业务体系, 在变现渠道方面具有领先优势。以腾讯为例, 2015年至今广告收入占营收比例始终在20%以下, 而包含网络游戏、数字内容在内的增值服务贡献更为主要的收入, 2019Q1占比已经达到57.30%。不仅如此, 2019Q1开始金融服务收入从其他收入口径中划出, 已经能独立贡献15.65%的收入, 显示腾讯在收入结构上的不断多元化, 相较而言Facebook在变现渠道方面始终未能进行有效开拓。另一方面, 趋严的隐私监管下, Facebook广告费收入存在下滑风险。过去Facebook主要通过分析海量用户数据来描绘用户画像, 从而实现精准的广告推送, 并赚取广告费。但随着人们隐私保护意识的提高以及监管法规的完善, Facebook必须经过用户授权、支付对价之后才能使用数据, 这将大幅提高广告业务的不确定性, 其营收也存在下滑风险。

图表4: Facebook高度依赖广告收入



资料来源: 公司公告, wind, 万联证券研究所

图表5: 同为社交巨头的腾讯收入结构相对平衡

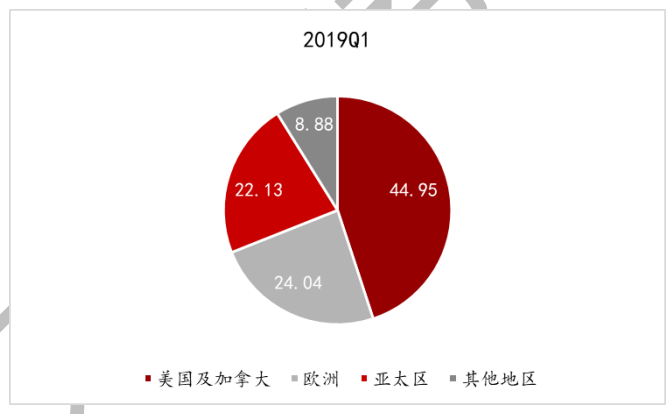


资料来源: 公司公告, wind, 万联证券研究所

2) 用户全球化分布, 跨境交易可谓突破口。就2019Q1数据来看, 北美地区的用户占比为44.95%, 而亚太和欧洲地区的用户占比也分别达到24.04%和22.13%, 用户结构具

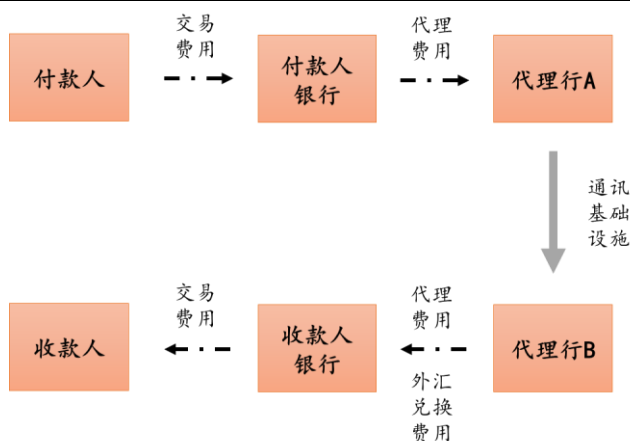
有明显的全球化特征。结合变化趋势来看,2015-2019Q1年间北美客户增速已经放缓,主要增量来自于亚太地区和其他地区,预计客户全球分散化特征将会愈发鲜明。在此情况下,针对全球化客户开展跨境交易与支付,建立普惠金融生态成为较为明确的突破口。根据世界银行Findex报告,全球仍有17亿人没有银行账户,理由包括没有足够资金、高昂且难以预测的费用、缺乏必要手续材料等。而当前所有的传统金融服务中,跨境交易无疑是费率高、效率低的典型。以手续费率为例,世界银行数据显示,2017年全球跨境支付的资金总规模高达6130亿美元,平均一笔是7%的手续费,仅手续费就超过400亿美金。而Libra由于使用基于区块链的算法型账本,只含单一账本,就免去了子账本之间勾稽关系的管理,因而有望大幅提升跨境汇款的清/结算效率,为广大客户提供低价服务。同时从效率来看,相比SWIFT系统动辄隔天到账的效率,Libra即时到账的特点无疑更具吸引力。

图表6: Facebook客户呈全球化分布



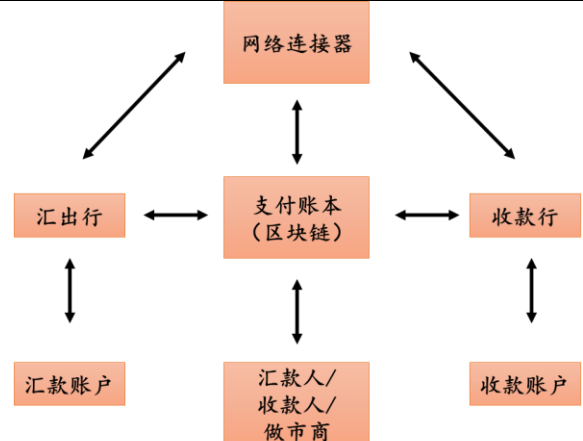
资料来源:公司公告, wind, 万联证券研究所

图表7: 传统SWIFT跨境汇款模式



资料来源: SWIFT官网, 万联证券研究所

图表8: 基于区块链的跨境汇款模式

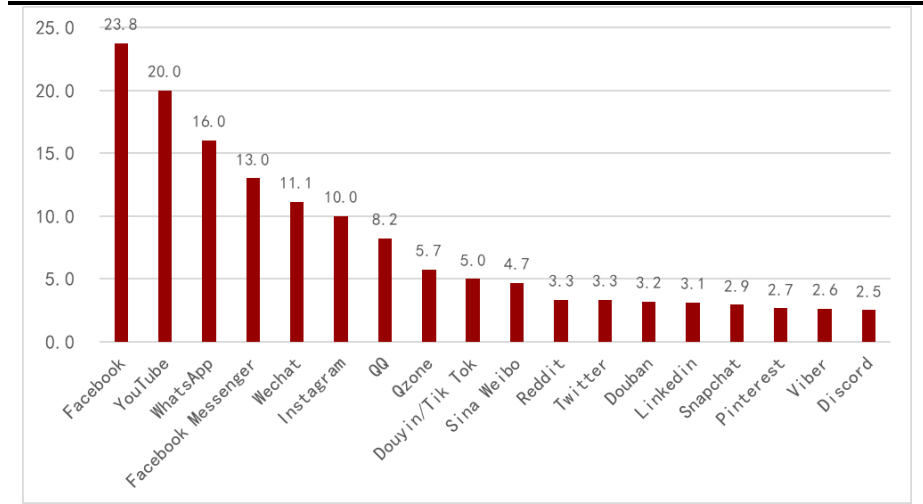


资料来源: 信通院, 万联证券研究所

3) 月活优势明显, 网络规模效应可期。数字化经济的大背景下, 互联网平台公司能够凭借庞大的网络和场景应用, 带来规模效应。即某项产品/服务的用户数量越多 → 边际成本越低 → 用户数量更多, 存在正循环机制。而在货币的推行方面, 网络规模效应也将推波助澜。随着货币使用者的增加, 交易边际成本逐渐降低, 从而吸引更多使用者, 货币性不断强化, 这一优势是传统金融机构无法比拟的。Facebook是当前所

有互联网平台中的流量龙头，截至2019年7月末公司月活数已经高达23.8亿，但公司一直无法将其进行有效变现，而Libra及其配套支付工具（Galibra钱包）将帮助Facebook平台上9000万中小企业客户更便捷地与海量活跃用户直接进行交易，构建包含电商、游戏等场景在内的完整闭环生态。

图表9：Facebook月活资源领跑全球（亿元）



资料来源：statista，万联证券研究所

备注：数据截至2019年7月30日

在Libra实现支付功能的基础上，我们认为Facebook将构建包含四方面应用场景的支付生态。①跨境汇款：目前跨境汇款存在费率高、效率低的问题，而Libra作为基于区块链的无国界货币，能够大幅提高跨境交易的效率，为Facebook用户提供低价、便捷的跨境汇款服务；②线上支付：Facebook拥有丰富的用户体验场景，海量用户可使用Libra购买会员服务、游戏、视频、音乐等数字产品，完善生态闭环；③线下支付：Libra协会的其他成员（尤其Mastercard、Visa等支付公司）有望协助拓展Libra的线下应用渠道，促进线上线下支付一体化；④代币投资：一方面，当Libra的使用达到一定规模后，其自身将作为流动性保守资产将获得部分资产配置需求，另一方面Libra计划中也存在另一种代币LIT（Libra Investment Token），LIT目前只有Libra协会成员才能通过投资换取，主要权益包括了投票权和部分Libra经营的收益分红权，因而具有更强的代币投资属性。目前关于LIT的披露较为有限，在此不做讨论。

图表10：Libra和LIT比较

	Libra	Libra Investment Token (LIT)
底层资产	一揽子货币和政府债券	Libra协会（理事会）的投票权、分红权
发行方式	用法币向经销商1:1兑换	向合格投资者非公开配售
投资收益	无利息	可投票、可分红
流通方式	二级市场流通	未披露
特点	低波动、无国界	价格潜在波动性更大

资料来源：Libra白皮书，Facebook官网，万联证券研究所

2.3 How：推进受阻，未来何如？

在Libra项目发布后，美国最高立法机构国会下设的参与院、众议院分别在7月16日、17日接连召开听证会，就Libra及其对消费者、投资者和金融系统的影响发出提问。

议员的质疑与批判主要集中在三个方面：①**运行机制**：Libra能否有效保证与法币之间的实时兑换？如果能，那相应的反洗钱举措是什么？②**管理架构**：Libra协会的非盈利属性是否与Facebook的公司性质相矛盾，而当Libra脱离Facebook的控制后，其风险问题将如何问责？③**货币属性**：Libra的金融属性有待明确，由于兼具货币属性和类ETF（一篮子货币）运作模式，对于Libra的监管具有相当的复杂性。

尽管Facebook方面的Libra项目负责人David Marcus作出一一回应，但其回答并未令议员满意，诸如反洗钱措施、问责机制、监管归属等问题依旧是批判的焦点，同时Facebook自身滥用隐私数据的“黑历史”也屡遭提及。整体来看Libra项目的推进受到国会两院的极大阻力，短期内难有改善迹象。不仅如此，其他国内外监管机构和央行也在同一时间对Libra项目发表评论，普遍较为负面。

图表11：欧美相关政府官员对于Libra项目的评论

地区	政府官员	评论
美国	美国金融服务委员会主席 Maxine Waters	考虑到Facebook麻烦不断的过去，我认为应当要求其同意暂停任何开发加密资产的行动，直到国会和监管机构调查这些问题并采取行动。我们不能让他们去瑞士，并与美元竞争。
	美国俄亥俄州参议院 Sherrod Brown	Facebook的力量过去强大，它通过这种力量利用用户的数据，侵犯隐私，我们不能允许Facebook在没有监管的情况下从瑞士银行账户中运行风险较高的加密货币。
	美联储主席 Jerome Powell	美联储已经就Libra问题与Facebook进行了沟通。我们看到了一些好处，但也有风险。当然我们认为数字资产还处于起步阶段，因此我们不太担心央行因为加密货币影响美联储实施货币政策的能力。
欧洲	欧盟议会议员 Markus Ferber	Facebook新近发布的稳定币Libra可能变成影子隐含，监管方应该高度警惕。在推出虚拟货币时，绝不允许Facebook这样的跨国企业在一个监管空白地带运作。
	法国财政部长 Mark Carney	Facebook加密货币不具备成为主权货币的能力。各国政府有权向Facebook要求一些担保，这将明确Libra不会成为现有主权货币的竞争对手。稳定币不应该被转移到资助恐怖主义或任何其他非法活动。
	瑞士金融市场监管局	瑞士金融市场监管局也在与Facebook加密项目的创始人保持联系，并将确定计划中的服务是否需要瑞士监管法律的批准，如果需要，需要哪些批准。

资料来源：公开资料，万联证券研究所

综合来看，鉴于Facebook具有侵犯用户隐私的先例，监管层对于Libra项目的信任堪忧。Libra要想成为白皮书中所描述的“无国界货币”，还需要进一步像监管层证明Libra的必要性和合规性，同时还需要确保自身适应不同国家间的法律差异。

尽管短期受阻严重，但我们认为，长周期来看对待Libra及类似项目不必过度悲观。**加密货币监管本身就是个倒逼过程，Libra的进展受阻也在意料之中。**包括Libra在内的数字货币在全世界范围内的尝试应用，其实质就是在倒逼各地区监管机构表态。如果允许使用，那么监管机构必须明确相应法律框架；如果反对使用，也需要给出指导意见，阐明改进方向，无论何种结果都将推动加密货币行业发展。退而言之，即便此次Libra项目以失败告终，类似的项目也会再次出现，最终逐渐步入合法合规的运行状态。

近年来各类主流机构纷纷入局，拥抱加密货币已经是大势所趋。早在2017年就出现了第一波ICO的发行高峰，发行方主要集中在区块链领域的初创公司。而进入2018年，传统金融机构、互联网头部公司、央行也加快了数字货币的研究，2018年7月ICE公司与微软、波士顿咨询、星巴克合作，成立加密数字资产服务机构Bakkt；同月IBM公司推出稳定币计划，成为被美国政府FDIC所支持的稳定币；2019年2月摩根大通发布用于机构间清算的摩根币；2019年6月多家银行联合推出用于结算的稳定币USC；同月Visa宣布推出跨境支付区块链网络B2B Connect。可以说，对于数字货币的推进是大势所趋，既反映了商业巨头对新技术、新模式的追求，也体现了他们和政府机构之间的利益博弈状态。

图表12: 各类机构均在加快数字货币研发及布局

时间	事件
2018年7月	ICE 公司与微软、波士顿咨询集团和星巴克合作, 成立加密数字资产服务机构 Bakkt。
2018年7月	IBM 公司推出稳定币计划, 这是被美国政府 FDIC所支持的稳定币。
2019年2月	摩根大通发布了用于机构间清算的数字货币摩根币。
2019年6月	全球14 家银行推出稳定币, 做结算用。
2019年6月	Visa 宣布跨境支付区块链网络 B2B Connect。

资料来源: 公开资料, 万联证券研究所

展望后续发展, 在市场倒逼、机构逐利的背景下, 事态终将逐步转向乐观。比较可能的情况是, 部分资本管制较为严格的国家会限制Libra或类似项目在当地的使用, 而其他国家则可能陆续开启试点。但随着数字货币趋势愈发明朗, 受到内部民众要求和外部跨境支付需求的双重压力, 严监管国家也将逐渐放开。

3、关于 Libra 的几个讨论

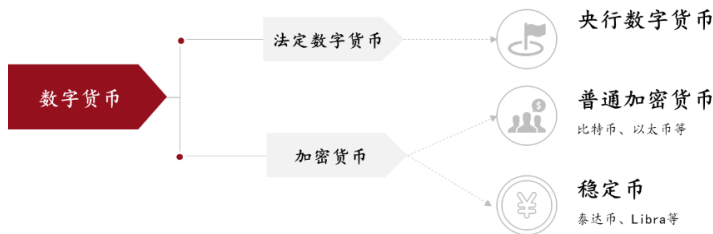
3.1 Libra vs 其他加密货币

数字货币(Digital Currency)作为电子货币形式的替代货币, 经过近年的快速发展, 已经可以在诸多领域用作支付手段, 也可以进行转移、存储或交易。

回溯发展历程, 比特币的推出无疑是数字货币崛起的重要标志。作为自由流通的点对点电子现金, 比特币具有分布式账本、交易即结算、匿名交易等法币无法满足的功能, 对现有货币支付体系构成冲击。但与此同时, 比特币也因其价格波动剧烈, 不具有价值尺度与价值贮藏功能而被诟病。

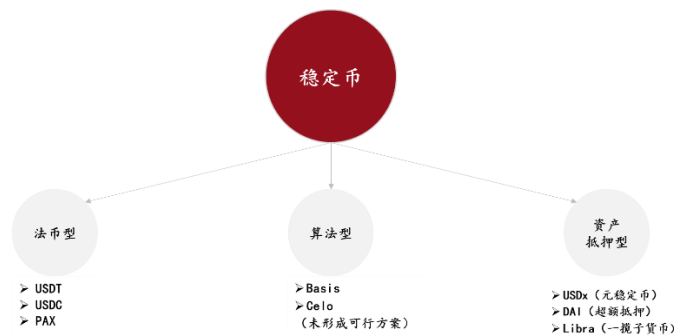
此后, 数字货币的发展逐渐向两方面延伸, 分别是法定数字货币和其他加密货币。一方面, 在比特币的概念性冲击下, 尽管大多数国家都对数字货币采取防御性姿态, 但也不乏一些国家的央行正在积极讨论引入法定数字货币的可能性, 从而构建法定数字货币领域的先发优势。另一方面, 在比特币的基础上, 各类新兴货币层出不穷, 在技术细节上不断进行局部创新。目前加密货币的范畴内, 大致可分为普通加密货币和稳定币两类。普通加密货币普遍以商品货币的形式存在, 和比特币大同小异; 而稳定币则在保有部分加密货币优点的同时解决了价格波动问题, 保证了币值的相对稳定。

图表13: 数字货币分类



资料来源: 万联证券研究所

图表14: 稳定币分类



资料来源: 万联证券研究所

当前加密数字货币领域有几大主流货币:

- 1) BTC (比特币):** 由中本聪在2008年发明, 加密货币的鼻祖。比特币采用完全去中心化的P2P架构, 约每10分钟会产生一个新的区块, 总计2100万枚可供挖掘。但由于存在每个区块1M的大小限制, 比特币区块链每秒最多处理7笔交易, 在吞吐量方面具有明显劣势。
- 2) BCH (比特币现金):** 为了解决比特币交易速度慢、效率低的问题, 2017年比特币经过硬分叉形成了比特币现金。在分叉点前两者所有数据全部兼容, 而分叉之后比特币现金在链条上将区块容量由1M提高到了8M, 将每秒处理交易量的上限提升到56笔。
- 3) ETH (以太币):** 由Vitalik Buterin在2013年发明, 特点是通过以太坊网络改善了比特币拓展空间不足、不支持智能合约等问题。对比比特币, 以太坊网络支持更为强大的脚本语言, 允许应用开发, 同时也没有总量上限。
- 4) EOS (EOS币):** 由Block.One公司在2018年开发, 是一个共识区块链操作系统。与以太坊网络的中立性不同, EOS为开发者提供了数据库、账户权限、调度、身份认证和互联网通讯等工具, 帮助开发者专注于应用程序中的业务逻辑。其共识机制为委托股权证明 (DPoS), 每年增发5%货币量, 每秒有望达到数百万次交易处理。
- 5) USDT (泰达币):** 由Tether公司在2014年底推出, 是稳定币的代表。Tether公司遵守1:1的准备金保证, 即每发行1个USDT代币, 其银行账户增加1美元的资金保障。由于泰达币与法币高度挂钩, 自推出就逐渐成为连接法币与其他加密货币的主要工具。
- 6) Libra (天秤币):** 由Facebook牵头推出的Libra同样具有稳定币属性, 同时也兼具部分已有加密货币的技术优势。整体来看, Libra在技术层面和概念层面均有创新。

图表15: Libra与其他主要加密货币的对比

	BTC 比特币	BCH 比特币现金	ETH 以太币	EOS EOS币	USDT 泰达币	Libra 天秤币
创始人	中本聪	从比特币分叉	Vitalik Buterin (V神)	Daniel Larimer (BM)	Tether	Facebook
市值 (10亿美元)	180	6	24	4	4	-
日交易量 (10亿美元)	15	2	6	2	16	-
价格 (美元)	10096	317	221	4.7	1.01	-
DAPP/智能合约	-	-	√	√	√	√
哈希算法	SHA-256	SHA-256	ETHASH	SHA-256	SHA-256	SHA3-256
共识机制	PoW	PoW	PoW	DPoS	PoW	LibraBFT
P2P拓扑结构	平等节点	平等节点	平等节点	21个超级节点	平等节点	预计100个
激励途径	新区块产生+交易费用	新区块产生+交易费用	新区块产生+交易费用	EOS增发	无	无
区块容量	1M	32M	-	-	-	-
每秒可处理交易	7	277	30-50	百万级	7	暂定1000
总量	2100万	2100万	无限	无限	无限	无限
主流矿机	ASIC矿机	ASIC矿机	GPU矿机	-	-	-
分类	普通加密货币	普通加密货币	普通加密货币	普通加密货币	稳定币	稳定币

资料来源: 万联证券研究所

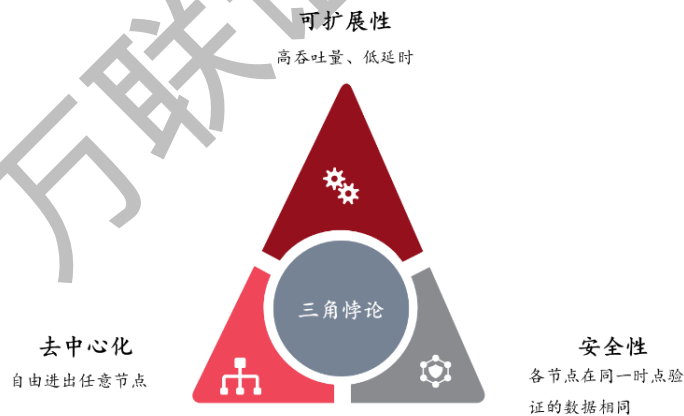
从技术层面来看, Libra借鉴了多种已有数字货币的底层技术, 通过综合运用来平衡货币的公平性和效率性。Libra白皮书重点区块链决策有以下三项: ①**Move编程语言:** Facebook设计了一种新的编程语言Move语言用于在Libra区块链中实现自定义交易逻辑和“智能合约”。Move从设计上可防止数字资产被复制, 每个资源只有唯一的所有者, 资源只能花费一次, 并限制创建新资源。而通过减轻关键交易代码的开发难度, Move可以高效执行Libra生态系统的管理政策, 并支持创新扩展。②**拜占庭容错 (BFT) 共识机制:** Libra区块链采用了基于Libra BFT共识协议的BFT机制来实现所有验证者节点就将要执行的交易及其执行顺序达成一致。即使某些验证者节点最多三分之一的网络被破坏或发生故障, BFT共识协议的设计也能够确保网络正常运行。相比工作量证明 (PoW), 这类共识协议是可以实现高交易处理量、低延迟的共识方法。③**迭代改善区块链数据结构:** Libra区块链中的数据受梅克尔树的保护可以侦测到现有数据的任何变化。同时Libra区块链未采用交易区块集合的结构, 而是采用单一的数据结构, 可长期记录交易历史和状态, 允许从任何时间点读取任何数据, 并使用统一框架

验证该数据的完整性。

一直以来，去中心化、吞吐量、安全性三者始终不可兼得，构成了数字加密货币领域的“不可能三角”悖论。举例而言，比特币网络的最大问题是其低吞吐量带来的低可扩展性，比特币网络目前每秒最多只能处理7笔交易，极大限制了比特币作为交易手段的应用场景，其他比特币分叉在此基础上各有改进，但受限依旧明显；以太坊追求可扩展性和中心化，但牺牲了安全性，此前的“The DAO”事件（黑客利用智能合约漏洞转移资金）就是例证；EOS则采用超级节点的模式，以部分牺牲去中心化特点为代价，实现了每秒百万笔的吞吐量。

相较而言，Libra和EOS的选择较为相似，着重强调安全性和可扩展性而牺牲部分去中心化属性。Move语言的创新性使用、梅克尔树保护的沿用以及单一数据结构的采用能够有效保障Libra区块链的安全性，同时拜占庭容错(BFT)机制对比工作量证明(PoW)机制，在处理效率方面优势明显，也极大地保证了其可扩展性。但另一方面，技术平衡和监管要求迫使Libra在一定程度上牺牲了节点的自由进出属性，其去中心化程度相对落后。

图表16：加密货币“不可能三角”



资料来源：公开资料，万联证券研究所

从概念层面来看，Libra是稳定币的优化品种，通过一篮子货币+类货币局制度最大限度地保障了币值稳定。

自推出以来，比特币和其衍生加密货币始终呈现剧烈的价格波动，其支付功能极不稳定，同时部分国家对数字货币的监管不断趋严，导致数字货币市场的法币流入渠道压缩，在此情况下稳定币应运而生。

目前稳定币的发行模式大致可分为三类：①法币型，即通过抵押法币，发行与法币价值锚定的稳定币；②算法型（“铸币权”型），即无需抵押物，通过事先设定的算法机制进行类公开市场操作的稳定币，可调节货币供给量以保持币值与法币的关联性。③资产抵押型，即通过在区块链的智能合约上质押数字资产，从而发行锚定法币价格的稳定币。一般需要通过超额质押以及强制清算等风控机制来保证足额抵押物。

目前的稳定币市场以法币型模式为主，而Libra则选择资产抵押型模式，主要有两方面概念创新：

1) Libra锚定的是一篮子货币而非单一法币。Libra的目标是成为无国界的全球货币，所以它没有像USDT一样直接锚定美元，而是选择一篮子货币作为锚定基准。一方面，对于美元的完全挂钩将导致Libra未来发展极大受制于美国政府及美联储，这不利于Facebook和其他协会成员对于Libra的管理；另一方面即便美元是目前最强势的主权

货币，其价格也具有相当的波动性，而与一篮子货币挂钩则可以通过货币间汇率的对冲关系，减少单类货币价格波动对Libra的影响。从运作形式上来看，Libra的锚定方式比较接近IMF(货币基金组织)的SDR(特别提款权)。SDR通过“一篮子货币”方式，将各类货币按一定方法组合而形成新的合成货币单位，并通过各种货币之间的汇率关维持相对稳定。与SDR类似的是，Libra协会也将会根据市场形势相机改变篮子的构成，从而长期维持“一篮子货币”的稳定。

2) 运作模式类似货币局制度，由真实资产支撑。货币局制度是一种汇率制度与货币发行制度合二为一的制度。该制度下，本币与锚定货币始终保持固定汇率，且可完全兑换，同时要求货币发行必须有外汇储备或硬通货的全额支持。货币局制度与央行制度最大的差异在于货币发行方没有独立的货币政策，不能控制货币发行量，在金融市场上的操作完全被动。Libra的运作方式与货币局制度类似，即每一个Libra币的发行都需要有真实的足额资产储备支撑。这些储备目前包括稳定且信誉良好的中央银行提供的现金和政府货币证券等一系列低波动性资产。当用户需要“创造”新的Libra币时，必须使用法定货币按1:1比例向授权经销商购买Libra，并存入储存，而用户要“销毁”Libra时也由经销商代为卖出，取回相应法币。总而言之，Libra协会在当前运作模式下无法主动制定货币政策，Libra的“创造”与“销毁”全凭用户的供需关系，由此也消除了增发和恶性通胀的风险。

综上所述，Libra采用“一篮子货币+类货币局”制度来保持货币稳定可信。一篮子货币锚可以确保Libra币值稳定，而足额储备能维持其真实价值，同时类货币局制度下的被动性货币政策则可以消除用户对于增发和通胀的担忧。

3.2 Libra 带来的几方面影响

3.2.1 对于美元的影响：迈向超主权，影响美元霸权地位？

当前世界货币体系中，美元无疑居于霸权地位。在布雷顿森林体系瓦解以后，美国与OPEC成员国签订了必须接受美元作为石油出口唯一的计价和结算货币协议，自此“石油美元”体系建立，美元也借助石油这一硬通货成为外汇交易结算过程中唯一不可替代货币，并逐步发展为全球最普遍接受的交易、结算货币。但在2009年，中本聪创造了的第一枚比特币，从此开启了“货币非国家化”理论(最早由哈耶克提出)的实践，对现有美元体系构成了一定概念性冲击。此后各类加密货币不断涌现，Libra的推出也是对于这一浪潮的顺应。我们认为，Libra在保有稳定币特征的情况下打破了传统意义上的主权界限，不受任何主权国家的独立监管，并对用户保持无差别对待，具有超主权货币的基本特征。

Libra迈向超主权货币之路道阻且长。尽管Libra计划极具理想主义色彩，但其在现实中恐将遭遇巨大阻力。在全球各国经济发展水平参差不齐、各经济体之间利益矛盾突出的情况下，超主权货币的建立无疑将面临众多政治和利益分配方面的阻力，当前美国国内及海外的集中反对声便是真实写照。就前例来看，虽然也出现了像欧元这样的局域超主权货币，但只能局限在政治经济环境相似度较高的部分欧洲地区，无法进行进一步推行；而SDR(特别提款权)也可看作超主权货币资产，其应用局限于IMF(国际货币基金组织)成员间的收支结算，规模较小且缺乏影响力。由此可见，超主权货币往往因受制于多方角力而难以大范围推广，Libra本次迈向超主权货币也必然经受较大阻力与较长周期。

美元霸权成熟，Libra难以进行实质颠覆。根据Libra白皮书披露，Libra的目标是建立一种全球性的数字原生货币，它能够集世界上最佳货币的特征于一体：稳定性、低通货膨胀率、全球普遍接受和可互换性。但事实上，当前美元已经基本实现了这些最佳货币的特征。普遍接受性和可互换性无需多言，二战以来美元始终主导着国际货币

体系，是当前最为接受的主权货币，不仅如此美元还始终维持着强势货币地位，最大限度保障了自身稳定性，同时其长周期通胀水平也一直保持在合理范围内。单就货币特征而言，在目前以美元为核心的国际货币体系之下，如果Libra想要实现稳定性、低通货膨胀率、全球普遍接受和可互换性，那么不二选择就是长期且大量地持有美元资产作为准备金。但如此一来Libra就不可能对美元形成实质颠覆，甚至将转而变成美元在数字货币领域的延伸。

冲击效应和强化效应兼而有之。其实，关于Libra将颠覆还是巩固美元霸权的讨论一直是市场关注的焦点。再深入一步讨论，我们认为Libra对于美元既有冲击效应，又有强化效用。一方面，Libra会在一定程度上冲击传统交易结算货币，美元也将受到波及。Facebook不仅自带大规模流量客群，还有其他协会成员的渠道加持，预计Libra在落地后将对现有跨境支付体系（尤其是SWIFT）构成较大冲击。而随着Libra在国际间的交易和结算领域的应用逐渐深化，势必会削弱美元作为国际外汇交易结算主要货币的话语权。从这一角度来说，Libra将对美元构成一定负面冲击。另一方面，Libra的储备机制对于美元有强化效用。Libra使用真实资产储备作为担保，执行100%比例的准备金制度。在资产的选择方面，无论是基于美国的监管要求还是基于对最佳货币特征的追求，预计Libra都将把美元（乃至美国美债）作为主要的配置对象。因此从真实资产储备角度来说，Libra将对美元形成支持，并在一定程度上提升美联储货币政策的影响范围。而以上这两种影响究竟孰强孰弱，还需要等待Libra落地后做作进一步观察。

3.2.2 对小国主权货币的影响：重演“美元化”，或受抵触

Libra白皮书披露，Libra的目标是服务于17亿没有银行账户的人，使他们在没有银行账户的情况下也能通过智能手机享受Libra的货币服务。但考虑到这17亿人中必然有相当比例来自小国家或者弱势货币国家，Libra是否会对当地货币体系乃至金融系统造成冲击？

从货币数量论基础 $MV=PQ$ 来考虑：当居民大量转向Libra而非本国货币的情况下，本国货币的流通速度V将被改变，在假定商品总量Q和物价P短期不变的情况下，供应量M必然发生改变。换言之，居民对于Libra的选择将间接导致当地货币数量改变，从而影响当局的货币政策操作。

对于大国而言，由于自身强势货币的信度较高，居民大规模转向Libra或类似新兴货币的概率较小，更可能的做法是同时持有Libra和本国法定货币。但对于部分小国或者高通胀国家而言，超主权稳定币的吸引力要远大于本国法币，居民对于Libra的大规模持有可能会极大冲击当地货币政策体系，甚至不排除Libra完全取代当地货币的可能性。

事实上，强势货币对于弱势货币的取代效应早已有之，所谓“美元化”即使一个典型现象。1997年柬埔寨发生政变后，当地人民对由于经历非货币经济时代（政府随意增发货币）而对本国货币失去信任，转而相信美元。此后相当长的时期内，柬埔寨都在执行“双币制”，美元的运行能有效稳定当地物价，避免恶性通胀发生，同时在一定程度上遏制政府的超发，为柬埔寨日后的政治和社会稳定打下基础。

然而，对于多数小国政府或者非民选政府而言，“美元化”虽然对长期经济发展有益，但其削弱政府对经济的控制力、减少政府铸币税的事实也不容忽视，因而大多会选择进行抵制。而Libra作为基于网络的超主权稳定币，其可得性优于美元，对于小国或者高通胀国家居民而言极具吸引力，考虑到其“类美元化”的渗透作用，当期政府可能也会有较强的抵触情绪。

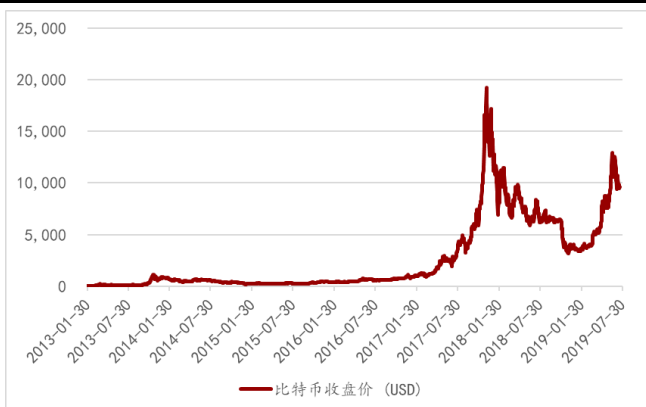
3.2.3 对加密货币的影响：冲击稳定币，短期利好比特币

1) 由于功能重叠，其他稳定币如USDT将受到冲击。目前USDT占据稳定币市场70%以上的份额，始终处于龙头位置。但同时，USDT却又因为不受监管约束而屡次出现审计不透明、随意增发、挪用资金、价格操纵等问题，饱受投资者诟病。目前USDT主要在二级市场、投机市场充当稳定中介，作用类似避险资产，而Libra发行后同样可以发挥这一功能，并在流动性和稳定性方面做到更佳。当然USDT也具备一定差异性，考虑到USDT的匿名化程度更高，且不要求KYC，对于部分特别关注隐私的客户而言仍有价值。但毫无疑问Libra由于在稳定币功能上对于USDT高度覆盖，将对其份额构成较大冲击。

2) 无法取代比特币等去中心化加密货币。相较而言，普通加密货币由于较高的去中心化程度，与Libra的功能重叠较为有限，受到的冲击反而较小。以比特币为例，中本聪设计的去中心化框架，其简洁、无关个人偏好的PoW机制最大限度地抽象掉了可能影响货币运行的各种社会关系，避免了各方的博弈及约束，已经成为当前自由交易的典范。反观Libra，在通过借助法币系统提升稳定性的同时，也部分牺牲了去中心化特性（至少在初始阶段），因为很难取代普通加密货币的存在。

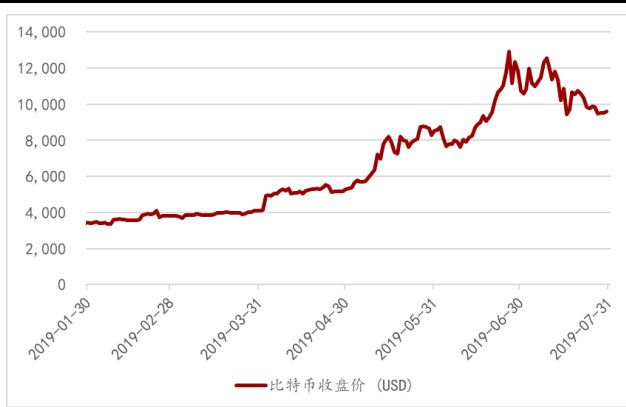
3) 短期内Libra的推进将影响加密货币价格走势。不仅如此，Libra还可能在短期内影响比特币等去中心化加密货币的价格涨跌。事实上，Libra白皮书发布后的一周内，比特币价格就大幅上涨29.43%，而在两院听证会期间则下跌10.61%。我们认为，Libra项目进展与比特币价格走势呈正相关的原因有二：①Libra在Facebook的背书下具有其他加密货币无法比拟的知名度，因而给整个数字货币行业带来前所未有的曝光度。不仅如此，Facebook与诸多商业巨头（协会初始成员）的介入直接体现了行业巨大的发展前景，示范效应之下数字加密货币将获得更多正面关注；②Libra自身将携带海量新用户，而其中也将存在相当比例的客户对去中心化货币具有投资偏好，这部分投资需求的释放将会大幅度推高比特币等数字货币资产的价格。

图表17：比特币历史价格走势



资料来源：wind，万联证券研究所

图表18：比特币近期价格走势



资料来源：wind，万联证券研究所

3.2.4 对于中国互联网支付的影响：错位竞争，影响有限

值得关注的是，在7月17日听证会的尾声，当被问及Libra是否打算与支付宝和微信支付竞争时，David Marcus给出了肯定的回答，他表示Libra不会和法币竞争，中国的支付宝和微信才是“假想敌”。

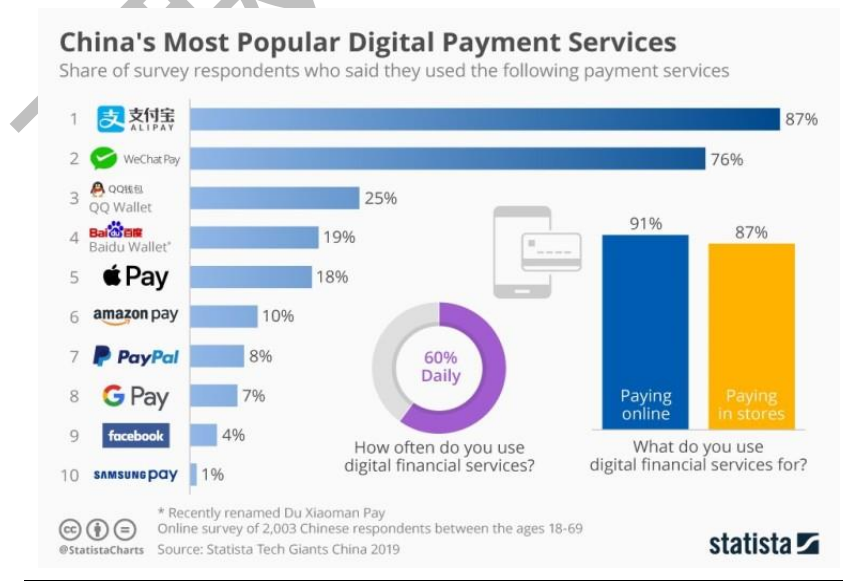
我们认为短期内Libra不会对支付宝和微信产生直接影响，因为Facebook在中国市场的开拓极为有限，而阿里、腾讯则高度依赖本国客户，支付竞争在本质上是错位的。由于监管等原因，Facebook及其旗下的社交软件一直以来都未能进入中国市场，而Libra所嫁接的产品应用市场、线上或线下场景等也远未在我国铺开，支付基础设施

并不完备。相比之下，阿里巴巴和腾讯的（C端）客户群体却高度集中于本国，旗下支付宝和微信分别基于电商渠道和社交渠道形成了完整的虚拟支付生态。就Statista发布的《2019中国科技巨头调查报告》来看，支付宝和微信在中国数字支付市场占据前二，分别有87%和76%的受访者表示每天使用这两款支付工具，其后分别是QQ钱包、度小满支付和Apple Pay，但距离前两位差距明显。整体来看，国外服务大型科技公司如苹果、谷歌和亚马逊提供的支付服务都未能打开中国市场，监管态度仍是重要影响因素。因此在解决监管许可问题之前，Libra和支付宝、微信在中国的支付竞争就无从谈起。

但从另一个角度来看，Libra的国际化优势也异常强大，支付宝和微信受制于极低国际客户占比，在短期内很难在中国以外的地区与Libra抗衡。因此整体来看客户群体的区域差异导致这场外界普遍关注的支付之争难以发生。

当然长期来看，阿里、腾讯的国际化及我国的金融对外开放都是必然趋势，后续竞争格局仍待观望。目前支付宝和微信已经依靠人民币的大一统市场形成了成熟的支付生态，而其国际化程度也将以来人民币国际化进度。而Libra则将自身定义为无国界货币，其未来的发展很大的程度上取决于美国监管机构如何看待对其传统金融系统以及美元货币体系的影响。

图表19：支付宝、微信支付在中国市场遥遥领先



资料来源：statista，万联证券研究所

4、风险提示

各国金融监管的差异性及制约性，全球数字货币的技术性问题

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场