

みずほマーケット・トピック(2019年7月25日)

リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～

米交流サイト最大手フェイスブックが発行を予定する「Libra(リブラ)」を巡る議論が熱を帯びている。リブラの発行主体となるフェイスブック(厳密にはリブラを運営するリブラ協会)の潜在的なユーザーが世界人口の約3割に及ぶこともあってマクロ経済への実質的な影響が取りざたされていることはエコノミストの視点からも興味深い。具体的には既存通貨や銀行部門を置き換えることにより想定される中央銀行や金融政策への影響が注目されている。リブラプロジェクトへの賛否や善悪はさておき、こうした論点についてどのような評価を与えるべきなのかは整理しておきたい。現時点で筆者が最も受ける照会の1つがやはり金融政策への影響だが、その中でも本日の本欄では 脆弱な新興国経済および 銀行部門における信用創造への影響に絞って論を進めたい。結論から言えば、双方の論点ともにやや誤解が蔓延しているようにも見えるが、リブラがマクロ経済にもたらす影響が小さくなさそうであることも事実かと思われる。

～「リブラ vs. 既存権力」の背景～

米交流サイト最大手フェイスブックが発行を予定する仮想通貨(以下、国際会議での呼称に合わせ暗号資産)「Libra(リブラ)」を巡る議論が熱を帯びている。今月16～17日には米議会がリブラに関する公聴会を開催し、17～18日にはフランスにおけるG7やG20財務相・中央銀行総裁会議で主要議題として取り上げられている。G20ではリブラに対し「最高水準の規制が必要」との議長総括で締めくくられている。これまでもトランプ米大統領やパウエルFRB議長、ムニューシン米財務長官が相次いでリブラに対し否定的な発言を口にしており、フェイスブックにそのような意図があるかどうかはさておき、「リブラ vs. 既存権力」という二項対立の構図が図らずとも強まっている。

リブラの意図はあくまで社会貢献だと言われることが多く、このプロジェクトを支持する論陣も概ねこれに乗っているという印象である。リブラによってシンプルかつ低コストで国境のない金融インフラが確立され、「アンバンクド(Unbanked)」ないし「アンダーバンクド(Underbanked)」と呼ばれる金融サービスを享受できない層も受益することができるという、いわゆる金融包摂(Financial Inclusion)のコンセプトがこのプロジェクトの要諦と見受けられる。金融包摂とは「全ての人が金融サービスにアクセスできて経済活動に活かせる状況」を実現しようという社会貢献の目線からフィンテック界隈で注目されている新語である。後述するように、マネーロンダリングや個人情報保護、既存システムへの打撃など具体的な論点は出揃っているものの、いち民間企業によるこの壮大かつ清廉な主張をどこまで信じるのかというのが上述した二項対立の根本的な出発点なのだろう。

～リブラにも既存決済システムは必要～

既存権力からの厳しい意見という点では、リブラに特化したものではないが、IMFも7月15日、『FINTECH NOTES: The Rise of Digital Money』と題したデジタル通貨(e-money)に関する報告書

を発表しており、警戒感を隠していない。この中で IMF はデジタル通貨に伴うリスクとして匿名性の高さに起因するマネーロンダリング、利用者保護の問題（≡民間企業が大量の個人情報掌握する弊害）、貨幣需要減退に伴う金融政策への影響、金融システムの不安化、国際資本移動に関する重要データの取り扱いなどに言及している。マネーロンダリングや利用者保護などに係る論点は暗号資産ブームに伴ってしばしば G7 を筆頭とする国際会議でも取り上げられており、然るべき規制を敷く方向で国際的な意見集約が進んでいる。フェイスブックは米国企業なので米国の規制が適用されるわけだが、リブラの持つ超国家性ゆえに規制は国際的な理解が必要という背景がある。

リブラは発行金額に対してリブラリザーブと呼ばれる安全な裏付け資産を保有することになっており、これは主要通貨バスケットによる銀行預金や短期国債などで運用されるという。つまり、リブラは既存の法定通貨の信頼に裏打ちされる。これが数多の暗号資産と異なる点である。かつての暗号資産と異なり価格変動も最低限に抑制され、決済手段としての利便性を追求しているとの評価は多い（なお、バスケット通貨に対して安定はするのだろうが、各国通貨に対しては相応に変動が予想されることは注意すべきかもしれない）。しかし、「法定通貨に裏付けられる」ということは当然、既存権力が法定通貨向けに提供する中銀決済システム（Fedwire、TARGET2、日銀ネットなど）に依存するということでもあり、フェイスブックが「規制当局の承認なしにリブラを発行することはない」と証言していることの背景にはこのような事情もあるということだろう。

～リブラと金融政策①：リブラと脆弱な新興国経済～

リブラを支える技術的な論点について筆者は考察を与えるだけの専門性を持たない。だが、リブラの発行主体となるフェイスブック（厳密にはリブラを運営するリブラ協会）の潜在的なユーザーが 27 億人と世界人口の約 3 割に及ぶこともあってマクロ経済への実質的な影響が取りざたされていることはエコノミストの視点からも興味深い。具体的には既存通貨や銀行部門を置き換えることにより想定される中央銀行や金融政策への影響が論点化されている。この点が粗製乱造とも揶揄された一連の暗号資産ブームとは最も違う点であり、思考を巡らせる価値がありそうである。リブラプロジェクトへの賛否や善悪はさておき、どのようなことが言えるのかは論点整理しておきたい。現時点で筆者が最も受ける照会の 1 つがやはり金融政策への影響だが、その中でも本日の本欄では①脆弱な新興国経済および②銀行部門における信用創造への影響に絞って論を進めたい。

まず、①については頻繁に指摘が見られている。既述の IMF 報告書でも「例えば、脆弱な政策当局の下、高インフレ体質の国の場合、新しい形の貨幣が普及することによって貨幣の代替が進み、金融政策の波及経路に対するリスクが浮上する（Risks to monetary policy transmission, for instance, could emerge from currency substitution in countries with weak institutions and high inflation if new forms of money become widespread）」との指摘が見られた。さらに「外貨としてのデジタル通貨の利用が広がれば、国内の計算単位はデジタル通貨建てに移行し得る（As usage of foreign e-money spreads, the domestic unit of account could switch to that in which e-money is denominated）」と続ける。結果、「中央銀行は金融政策のコントロールを失う（central banks could lose monetary policy control）」と明記している。IMF がここまで書けば、当然、国際社会が脅威と受け止めざるを得ないだろう。要するに、リブラがあることで脆弱な新興国の自国通貨が駆逐され、当該国の金融政策が無効化するという懸念である。

しかし、これはリブラのリスクとして本質的と言えるだろうか。「脆弱な政策当局の下、高インフレ体質の国」はリブラがあろうがなかろうが資本流出の懸念に苛まされるのが歴史の常ではないか。それがドルではなくてリブラだったからといって特段、新しい議論ではないだろう。いや、リブラの裏付けとなるバスケット通貨(で構成されるリブラリザーブ)の 50%以上がドル建てになると言われている以上、「ドル化寄りのリブラ化」ではないか。もちろん、法定通貨がある国で流通するドルは基本的には違法であり、不適切な闇レートで徐々に当該国経済に浸透していくことが予想される。片や、家計部門や企業部門が高インフレゆえに購買力の劣化が危惧される本国通貨を回避し、リブラを選ぶ動きが強まること自体は違法ではない。その意味でドル化よりもリブラ化のスピードは恐らく速いのだろう。しかし、あくまでも事の発端として「物価安定に失敗した政策当局」があつて、ここにリブラが登場することで本国通貨が駆逐されやすくなるという話であつて、リブラ固有のリスクではないように感じられる。選ばれない通貨はリブラがなくても選ばれないだろう。

その上でリブラがもたらす影響として議論を進めるのであれば、やはりリブラがあることで既存通貨との置き換えが進みやすい環境が強まるという点は確かに新興国にとって問題含みかもしれない。新興国の中央銀行がこの事態を乗り越える方法としては「あらかじめドルもしくはリブラ(の背景にある通貨バスケット)との交換レートを固定化する」ことなどが考えられる。この時点で当該国の通貨・金融政策は制約を受けており、それ自体がリブラに対する敗北だという考え方はある。

～リブラと金融政策②:リブラと信用創造機能の低下～

また、リブラが金融政策を無効化するという言説が展開される過程で「既存の銀行部門の預金のリブラに代替される過程で信用創造機能が低下し、銀行貸出が機能不全に陥る」といった指摘である。これも正確ではないように思える。上述したように、利用者がリブラと引き換えに支払った資金(法定通貨である)はリブラ協会がリブラリザーブとして負債側に記帳し、資産側にバスケット通貨の構成比を意識した短期債や預金で運用することになる。ここでリブラ協会に短期債を売却した売り手の預金には代金が振り込まれるし、リブラ協会も自身の預金を保有するだろう。リブラが発行されたからといって、世界全体の預金総量が変わるわけではないのである。

「フェイスブックがリブラを通じて銀行部門の預金を吸収するのでマクロ経済における信用創造機能が低下する」ということはあり得ず、リブラ協会に安全資産を売却する売り手やリブラ協会自身の預金という形でマクロ経済全体の預金は据え置きではないかと思われる。「リブラが民間銀行の預金を代替(吸収)してしまう。ゆえに銀行部門の資金が逼迫する」という言説は一般的に腹落ちしやすいのだと思われるが、リブラ協会も振り込まれた代金を何らかの形で運用しなければならず、結局は銀行部門の預金に還流することは知っておく必要があるだろう。

その上でリブラがもたらす影響として議論を進めるのであれば、世界全体の預金総量は変わらなくても預金の属性(所在国や預金者など)に偏りは出てくるかもしれない。直感的にはリブラリザーブが「50%がドル、そしてユーロ、英ポンド、円」と議会証言されていることを踏まえれば、これらの通貨圏とそれ以外の通貨圏で預金の偏在化が起き、後者においては金融政策の波及経路について影響が議論される事態はあるのかもしれない。IMF も報告書でこの論点に絡んで「より小さな銀行がより大きな資金調達のスプレッドや変動を感じるかもしれない(smaller banks might feel greater funding strains, or at least experience greater volatility in funding)」と指摘している。なお、政治的

な論点だが、上述したようにリブラリザーブには人民元が入らないという設計になっている(これは議会証言で言明されている)。リブラが米中覇権を賭けた駆け引きの一環と言われる所以でもある。

以上、リブラが脆弱な新興国経済や銀行部門の信用創造に与える影響に絞って考察を与えてみた。こうした論点以外にも「リブラには金利が付かない」という事実への疑義もある。今回の本欄では詳述を避けるが、法定通貨の金利が今後上がり始めた場合、無利子のリブラは選ばれないことになるため、現時点で金利の有無について明言するのは危ういようにも思われる。金融包摂という道徳的なコンセプトを根本に抱えることや、危機を経て金融界自体が世論の反感を買いやすくなっているという事情を考慮すれば、リブラプロジェクトを既存権力が足蹴にするのは難しいだろう。しかし、議論がマクロ経済や物価、これを制御する中央銀行の領域にまで及んでいる以上、2020 年前半はおろか、見通せる将来において簡単に発行に至るようなプロジェクトでもあるまい。今後も制度設計は逐次修正が予想されるため、定期的にエコノミストの目からもチェックしていきたいと考える。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか?
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとすれば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか?
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ?～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも?～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ?～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか?～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか?
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか?～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常態にあるのか?
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)