

みずほマーケット・トピック(2019年9月3日)

リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～

昨日、フランクフルトで開催された会議においてメルシュ ECB 理事が『Money and private currencies: reflections on Libra』と題した講演を行い、各メディアがヘッドラインでその発言を取り上げている。フェイスブック社のリブラ計画はその発表後から方々で議論を巻き起こしているが、主要中央銀行の高官がこれに限定した講演を行うのは珍しい。結論から言えば、警戒色を全面に押し出した内容であった。冒頭でメルシュ理事は3つの疑問として①リブラは他の民間通貨や公的通貨と何が違うのか、②法的・規制的な課題とは何なのか、③ECB のような中銀はリブラに対してどのようなスタンスを取るべきなのかを列挙している。とりわけ市場参加者の目線から気になるのは③だろう。確かにリブラが大量に流通し、例えばドルやユーロに匹敵するほどの規模に達した場合、リブラを運営主体であるリブラ協会が投資家として無視できない存在になる可能性はある。「リブラの大量流通」はそのまま「リブラ協会の運用資産巨大化」を意味するので、必然的にリザーブ構成通貨の国債市場には影響がありそう。

～リブラをターゲットに ECB が講演～

昨日、フランクフルトで開催された「欧州中央銀行システム法務会議 (the ESCB Legal Conference)」においてメルシュ ECB 理事が『Money and private currencies: reflections on Libra』と題した講演を行い、各メディアがヘッドラインでその発言を取り上げている。フェイスブック社のリブラ計画はその発表後から方々で議論を巻き起こしているが、主要中央銀行の高官がこれに限定した講演を行うのは珍しいので取り上げてみたい。なお、同テーマについては筆者も本欄や外部寄稿で繰り返し議論しており、沢山のフィードバックを頂いているのでご参照されたい¹。

講演の冒頭でメルシュ理事は3つの疑問として①リブラは他の民間通貨や公的通貨と何が違うのか、②法的・規制的な課題とは何なのか、③ECB のような中銀はリブラに対してどのようなスタンスを取るべきなのか、を挙げている。結論から言えば、警戒色を全面に押し出し、リブラの可能性を全く認めない文字通り全否定の内容であった。以下、目についた箇所を簡単に見てみたい。

～中銀にとってリブラの何が不安なのか？～

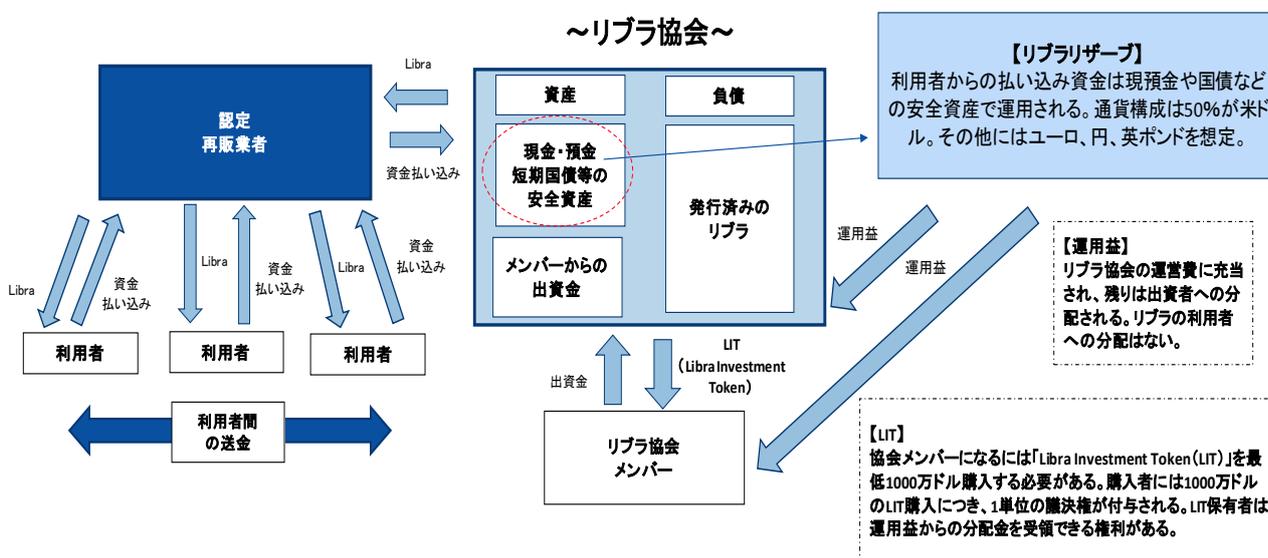
市場参加者の目線から気になるのはやはり③の論点だろう。この点、メルシュ理事は「リブラの浸透度合いや、リブラリザーブにおけるユーロの参照状況次第では、ECB が持つユーロへの管理能力を低下させ、ユーロ圏銀行部門の流動性への影響を通じて金融政策の波及メカニズムを毀損する可能性がある。また、それによってユーロへの需要が減退するなどして、単一通貨自体の国際的

¹ 本欄 2019年7月25日号『リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～』をご参照下さい。そのほかマネー現代(講談社)『リブラをめぐる誤解…マクロ経済と金融への「本当の影響」はこれだ!正しい理解が必要だ』(2019年7月29日配信)などをご参照下さい。

な役割が低下させられる可能性がある」と初っ端から警戒感を隠していない。その上でリブラが目指すようなクロスボーダー送金のコスト低下やその他効率性の追求については既存の決済システムが修正されていく中でも実現できると述べ、リブラの必要性そのものを拒むような発言をしている。

簡素な講演ゆえに最も重要と思われる「リブラの浸透度合いや、リブラリザーブにおけるユーロの参照状況次第では、ECB が持つユーロへの管理能力を低下させ、ユーロ圏銀行部門の流動性への影響を通じて金融政策の波及メカニズムを毀損する可能性」が具体的に何を指しているのか定かではない。筆者の考えではあるが、この点に関しては「投資家としてのリブラ協会」が懸念すべき対象になるように思われる。仮にリブラが大量に流通し、例えばドルやユーロに匹敵するほどの規模に達した場合、リブラの運営主体であるリブラ協会が投資家として無視できない存在になるはずである。リブラ協会はリブラ利用者から振り込まれた資本をリブラリザーブとして運用するバイサイドなので、「リブラの大量流通」はそのまま「リブラ協会の運用資産巨大化」を意味するからだ(図)。

リブラの仕組みのイメージ



(資料) The Libra Whitepaper などから筆者作成

運用する資産規模が大きければ、必然的に市場への影響力も増す。例えばリブラが膨大な量のドイツ国債やフランス国債を保有する状況になっていた場合、ECB が金融政策でこれを購入しなければならない局面では対象資産の枯渇が争点になる可能性もある(現に ECB は量的緩和を実施する上での「国債不足」が課題になっている)。もしくは、リブラ協会の運営に何らかの疑義(例えば個人情報的大量漏洩問題など)が生じた場合、短時間で巨額のリブラ払い戻しが殺到し、その裏付けであるリブラリザーブ(における安全資産)も売却する必要が出てくる可能性がある。ECB の政策スタンスとは無関係にユーロ建ての国債が放出されれば、ECB は意図せぬ金利上昇に直面することになり、当該国の経済・金融情勢が好ましくない影響を受ける可能性がある。メルシュ理事が言うように、この時点では確かに金融政策の波及メカニズムが毀損されてしまっている。

一方、「リブラが流通することでリブラ建ての財やサービスの値段が支配的となり、これが金融政策の物価に対する影響を阻害する可能性」も頻繁に取りざたされるが、これは新興国では起こり得ても、ドイツを擁するユーロでは考えにくいだろう。リブラと既存法定通貨の代替が起こるのはあくま

で既存通貨の信認が非常に脆い新興国の話であり、先進国でそれが起きるとは思えない。

～「そもそも相応しくない」が ECB のスタンス～

上記のような懸念はテクニカルなものだが、それ以前の問題としてメルシュ理事は「そもそも相応しくない」というスタンスを前面に出していた。講演を締めるパートでメルシュ理事は「貨幣という分野において、歴史は2つの基本的な真実(two basic truths)を証として示してきた」と切り出している。まず1つめの真実としては「貨幣とは公的な財であるため国家権力とは不可分の存在であるということだ。それゆえ超国家的な貨幣は人類の経験による堅実な基礎を持たない脱線(aberration)である」と述べ、人類の歴史に対する挑戦(であり上手くいかない)という整理をしている。

また、歴史が示してきたもう1つの基本的真実として「貨幣とは、独立性と説明責任を持ち、それ自体が公的な信頼を享受し、また民間同士の利益対立に巻き込まれないような公的機関に裏付けられた時に、信頼性を持った上で社会経済的な機能を発揮することができる」と述べている。この点は「①リブラは他の民間通貨や公的通貨と何が違うのか」のパートでも強調されており、「民間企業のコングロマリット(で運営されるリブラ)は彼らの株主や他メンバーにしか説明責任がない<中略>公的な信頼を貯蔵する存在(repositories of public trust)には成り得ない」としている。実際、フェイスブックを筆頭とする民間企業が収益化可能な膨大な個人情報に独占することについて不安は尽きないだろう。その上でメルシュ理事は「強い責務や公的信頼に尽くす独立した中央銀行だけが信頼できる貨幣を発行するのに必要な組織的裏付けを持つ。ゆえに民間通貨が法定通貨の代替的な手段としての地位を築く可能性は殆どもしくは全くない」と将来性についても一蹴している。

挙句、最後には「欧州の人々が既に確立されている安全性や健全性を放棄してフェイスブックによる面白いが危険な約束(the beguiling but treacherous promises of Facebook's siren call)に誘惑されないことを心から願う」とダメ押ししている。主要中銀の高官がリブラだけを主題としてここまで率直な反論を展開するケースは稀だが、恐らく少なくない中銀関係者も同様の思いだろう。本欄や外部寄稿では繰り返し述べている点だが、リブラはその仕組みの中で安全資産を買う必要がある。その際には当然、既存の中銀による資金決済システムに乗る必要がある。しかし、ここまで中銀から反感を買っている状況を踏まえれば、規制当局からの承認を得て稼動に乗りつけるタイミングとして「2020年前半」は絶望的に難しいことは想像に難くないだろう。

市場営業部
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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC。捨てる日銀と捨てるECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は半分変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=70円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
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～
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レビュー～サプライズがあるとするならば・・・～)
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	次のカタ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	プレジデント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=70円」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世界経済見直し～「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	プレジデント情勢を巡る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～