

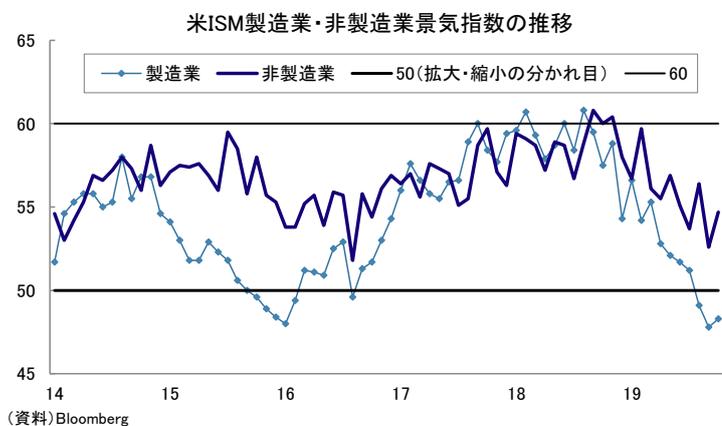
みずほマーケット・トピック(2019年11月11日)

## 「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に

先週 8 日に開催された EU 経済財務相理事会 (ECOFIN) において、EU は暗号資産に係る対応策を議論し、規制や監督上の諸リスクが完全に解消されるまでは域内での発行を認めない方針を公表。12 月には「リブラを筆頭とする暗号資産は EU では使わせない」が公式方針として固まる見込み。注目は「中央銀行が関連する当局と協力して中銀デジタル通貨 (CBDC) のコストとベネフィットを評価し続けて行くことを歓迎したい」といった提案めいた一文が挿入されたこと。「リブラの対抗軸として CBDC を」という流れは既に中国人民銀行がデジタル人民元構想を声高に叫んでいることに表れているが、これに ECB も加わりそうな情勢。この点、「民間にやらせたほうが品質の高いデジタル通貨ができる」という声もあり、その指摘は確かに一理ある。だが、それが「論理的に正しい」と思っても「感情的に正しい」と思えるかどうかは別の話。法定通貨のユーザーの立場に立って、議論を客観的に評価する必要がある。

### ～下値を攻め切れなかったという事実～

筆者休暇中の為替市場ではドル/円相場が一時 109.49 円まで上昇している。米雇用・賃金情勢の好調さが確認された上、中国が関税の段階的な撤廃で米国と一致したと発表したことなどが好感された格好である。先週 8 日、トランプ米大統領は「合意していない」と高まる期待に水を差し、米金利やドル/円相場の上昇はいったんストップしているが、リスクオンに触れた金融市場の雰



囲気が大きく変わる気配はない。例えば ISM 景気指数に見られてきた急悪化も一旦は底打ちの様相を呈しており、これが悪化する過程でドル/円相場が下値を攻め切れなかったことから 2020 年以降の為替見通しを再検討させる必要も感じる。一方、現状の金融市場をバブルと整理する向きも散見され、インフレ率の伸びが鈍くなっている(つまり実質金利が高くなっている)ことなどを考えれば、現状の楽観ムードを前提とする危うさもあろう。いずれにせよ、来年に向けての問題意識の整理は本欄で別機会を設け、考察を重ねていきたい。

### ～「現状改善は既成権力」が行うという意思表示～

ところで、先週 8 日に開催された EU 経済財務相理事会 (ECOFIN) で EU は暗号資産に係る対応策を議論し、規制や監督上の諸リスクが完全に解消されるまでは域内での発行を認めない方針

を公表している。今回は「ECOFIN と欧州委員会のステーブルコインに関する共同声明の草案」として公表されているが、12 月 5 日の ECOFIN で正式に承認されれば「リブラを筆頭とする暗号資産は EU では使わせない」が公式方針として固まることになる。もっとも、ここまでは 10 月の G20 と歩調を揃えたものだ。10 月の G20 では以下のようなプレスリリースがあった：

- 「グローバル・ステーブルコイン及びその他のシステム上大きな影響を与えうる類似の取組が政策及び規制上の一連の深刻なリスクを生じさせることになるということに同意する。そのようなリスクは、特に、マネーロンダリング、不正な金融、消費者・投資家保護に関するものを含め、こうしたプロジェクトのサービス開始前に吟味され、適切に対処される必要がある」

要は、「G20 が安全と思うまで発行は許さない」という趣意だ。しかし、今回、ECOFIN が公表した草案の後半には「ステーブルコインの登場は、金融市場や消費者が抱く利便性、迅速性、効率性、経済性への期待に応えるために不断の改善が持つ重要性を浮き彫りにしている」と問題意識も示され、「ECB やその他規制当局が決済システムのデジタル化を一段と推進していくものと考えている」、「中央銀行が関連する当局と協力して中銀デジタル通貨 (CBDC) のコストとベネフィットを評価し続けて行くことを歓迎したい」といった提案めいた一文も見られている。民間主導の暗号資産をけん制した上で、「現状改善をけん引するのは中銀を筆頭とする既成権力」という意思表示だ。

### ～出てくるべくして出てきた提案～

もっとも、こうした EU の動きは出てくるべくして出てきたものだ。フェイスブックが今年 6 月にリブラ白書を公表して以降、「先進国全体で考えるべき」という空気感があった。9 月 13 日にフィンランドで開催されたユーロ圏財務相会合のタイミングでドイツ、フランスは「潜在的な公的デジタル通貨の解決策にまつわる諸課題に関し、ECB が作業を加速させることを促していきたい」とのは共同声明を公表していた経緯もある。「欧州として公的デジタル通貨を発行したい」という意向は既定路線としてあったものであり、それが経済や金融にまつわる EU の最高意思決定機関である ECOFIN で議論、承認される流れにステップアップしてきたというのが大まかな現状整理である。

G7 を主軸とする主要国の政策当局は、現行の決済システムがコストや効率性の面に照らして改善の余地があることを公に認めてきた経緯がある。例えば今年 9 月、メルシュ ECB 理事は『Money and private currencies: reflections on Libra (貨幣と民間通貨:リブラへの熟慮)』とリブラを主題とする講演を行い、「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」と述べている。わざわざリブラのような危うい代物に乗らずとも現行の金融当局が現状を分析し、検証し、修正すればそれで事足りるという立場だ。また、国際決済銀行 (BIS) は今年 10 月の報告書「中央銀行、財務省、規制当局そして関連する国際機関に対し、支払いや金融サービスの効率性を改善し、コストを下げようとするためのロードマップを描くように促していきたい」と提案している。その上で、「中央銀行は個別としても、集団としても、各政策領域においてコストとベネフィットの観点から、中銀デジタル通貨 (CBDCs) を発行することの妥当性を評価すべき」と論じている。中央銀行のサロンの存在である BIS からこのような見解が発表されていたことは重要と考えられる。

いずれにせよ、「CBDC を対抗軸としてリブラのような民間通貨は駆逐する」という発想自体は元々見こされていたものである。とはいえ、ECOFIN の承認を経て、正式に欧州からリブラやそれに類似する試みが排除・根絶されることになることは重要な節目と考えられる。

### ～「中国にやらせるくらいなら・・・」～

元より、リブラが認められるとしたら 1 つのナローパスしかないと考えられていた。それは「中国にやらせるくらいなら FB にやらせた方がまし」という消極的な発想である。実際、今年 7 月に行われた米下院金融委員会での公聴会でリブラ開発責任者であるフェイスブック幹部のデービッド・マーカス氏は「我々がやらなければ他の誰かがやる」と述べていたし、その後の 10 月にはブルームバーグのインタビューに対し「5 年以内に、我々が良い解決策を見つけられなければ、基本的に中国の支配下にあるブロックチェーン上で稼働するデジタル人民元を通じて世界の大部分が再接続されるだろう」とさらに踏み込んだ発言を行っている。確かに、「中国かフェイスブックか」という二者択一ならフェイスブックに・・・という判断はあり得なくもないように思えてくる。

だが、同じ文脈で「フェイスブックにやらせるくらいなら皆(先進国)でやった方がまし」という判断も同時にあり得るものだ。今年 8 月に開催されたジャクソンホール経済シンポジウムでカーニー・イングランド銀行(BOE)総裁は法定通貨のバスケットで構成され、中銀ネットワークを通じて供給される「合成覇権通貨(SHC: Synthetic Hegemonic Currency)」がドル一極支配の不健全な現状を打破するアイデアになるという見解を表明している。これは「フェイスブックにやらせるくらいなら皆(先進国)でやった方がまし」という考え方と親和性があるものだ。

### ～「論理的に正しい」vs.「感情的に正しい」～

今回、ECOFIN が提案したデジタル通貨は欧州に特化した提案だが、こうした機運が米国、日本、中東、アフリカなど大まかな地域ごとに高まって来れば、いずれはカーニー案に結びつく可能性も想起される。なお、リブラなどの暗号資産を支持する向きの中には「既存権力が非効率な暗号資産を発行するよりも、適切な規制を敷いた上で、民間の競争原理に委ねた方が最適な効率性が実現できる」という意見もあるかもしれない。一理ある考え方だとは思いつつ、それが「論理的に正しい」と思っても「感情的に正しい」と思えるかどうかは別の話である。上述したメルシュ講演では「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。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」と述べられ、リブラを筆頭とする民間企業による通貨発行を目指す動きは人類の歴史に対する挑戦(であり上手くいかない)という整理があった。政策当局者のみならず、法定通貨のユーザーとして暮らしている市井の人々においても、こうしたメルシュ理事の見方に同調する向きは少なくないのではないかと。民間の競争原理に委ねて最高品質のデジタル通貨が仕上がっても心の底から信用できないのでは流通は難しいだろう。やや大げさな言い方を承知で言えば、「人類として本心から受け入れられるかどうか」が大事なのである。例えば、リブラで言えば、リブラが流行れば流行るほど、その分配金がリブラ協会メンバーで「山分け」されている事実には必ず目が向かうはずだ。それでも「決済の利便性が向上しているから良いのだ」と割り切れるほど人々は合理的ではないと筆者も考えている。

ちなみに、リブラのような「民間主導の暗号資産を CBDC で封じる」という方針は既に中国がデジ

タル人民元という形で声高に謳うところであり、その意味で今回のECOFINによるデジタルユーロ宣言は中国の二番煎じという見方もできる。次はデジタルドルもしくはデジタル円だろうか。しかし、リブラはあくまで銀行口座を持たず、金融サービスにアクセスできない「unbanked」を念頭に置いた社会貢献ツールとしての位置づけが「売り」でもあり、その意味で欧米や日本の法定通貨がデジタル化しても計画自体の大勢に影響はないという見方もあり得る(もっともそもそも承認されないのもそれ以前に話になっていないという見方もあるが)。まずはリブラ計画の対抗軸としてCBDCが浮上しており、その議論のスピードは相当に速そうであるという認識は持っておきたいところである。

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](mailto: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](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11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検 - 欧州・中国の復調はあるか? -
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会 - 危機の「生き字引」 -
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅 - 体感「5円」以下という異例 -
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20 - ザッカーバーグ証言を前に -
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯 - 次に起こることは - 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意 - 3つの論点を整理 -)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて - 欲しかった「ずる賢さ」 -
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて - 議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸 -)
2019年10月10日	円相場の需給環境について - 縮小均衡 -
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かししのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画 - 初のメンバー脱退表明を受けて -
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて - 「思ったより悪くない」の危うさ -
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか - ISM景気指数の悪化を受けて -)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望 - 日本化の過渡期? -
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか?
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」 - ラウテンシュレガーECB理事辞任の読み方 -)
2019年9月26日	円安リスクの点検 - 財政政策というアップサイドリスク -
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する - REERを通して見えること - 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて - 9月乗り切ると日銀の難局は続く -)
2019年9月17日	「原油高 & 円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー - 出尽くし懸念強まるパッケージ緩和 -)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー - 9月の一手と利下げの行方 -
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会レビュー - APP再開は困難だが、露払いはしたいところ -)
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理 - ボンド/ドルは1.20割れ定着か -
2019年9月4日	米企業心理とドル相場との関係 - ISM悪化を受けて -
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 -
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、捨てる日銀と拾う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 - 下期以降の景色は大きく変わりそう -)
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=7.0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當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 -