

みずほマーケット・トピック(2021 年 6 月 14 日)

ビットコイン法定通貨化に関する考察

6 月 9 日、エルサルバドル議会がビットコインを法定通貨として採用したことが大々的に報じられた。超小国の動きではあるが、暗号資産の法定通貨化という刺激的な動きに関して見解を問われることは非常に多く、関心の高さを実感する。本日の本欄では筆者なりの所感を示したい。結論から言えば、歴史的であることは認めつつ、現実味を持って受け止められないというのが正直のところ。主に①エルサルバドルという国家規模、②ビットコインの制御可能性、③国際社会の協力体制という 3 点から、今回の動きが一定の頑健性と拡張性を持って実体経済で運用されていくのは難しいだろう。法定通貨をビットコインにしたところでドル化していたエルサルバドルの通貨体制が他力本願である状況は不変。制御できないものを法定通貨にする難しさは残る。暗号資産に可能性を見出すことを自由だが、既存の金融資産やそれを取り巻くプレイヤーやルールには相応の歴史と理由がある。それらの事実を承知した上で議論する姿勢が重要。

～ビットコインの法定通貨化に関する所感～

先週 9 日、エルサルバドル議会がビットコインを法定通貨として採用するブケレ大統領の提案を賛成多数で承認したことが大々的に報じられた。元々ドル化している同国の法定通貨はドルだが、これも存続するという。法定通貨としての使用は 90 日後に法制化され、ビットコインとドルの交換レートは市場で決定されることになっている。法定通貨なので財・サービスへの支払いや納税をビットコインで行うことが可能になる。エルサルバドルという超小国の動きではあるが、暗号資産を法定通貨化するという刺激的な動きに関して見解を問われることが非常に多く、関心の高さを実感する。本日の本欄では筆者なりに思うところに関し、要点を絞って示しておきたい。結論から言えば、歴史的であることは認めつつ、あまり現実味を持って受け止められないというのが正直のところである。

確かに法定通貨に指定されれば、強制通用力を持ち、決済や価値尺度、価値貯蔵といった通貨の 3 機能に沿った手段として使われる可能性を高める。「History! (歴史が動いた)」というブケレ大統領の言葉に呼応するように、暗号資産の可能性に期待を寄せる人々は非常に盛り上がっている。とはいえ、やはり過剰な期待を抱くべきではない。そのように考える理由は複数あるが、今回は以下の 3 点から説明してみたい。それは①エルサルバドルという国家規模、②ビットコインの制御可能性、③国際社会の協力体制、という 3 つだ。この 3 点から今回のエルサルバドルの動きが一定の頑健性と拡張性を持って実体経済で運用されていくのは難しいというのが筆者の基本認識である。

～歴史を変えるほどの規模ではない～

まずは①だ。今回のニュースを受けて暗号資産の明るい未来が切り開かれたかのように振る舞っている人々のうち、どれくらいがエルサルバドルの元々の法定通貨の名前を知っていたらだろうか。サルバドル・コロン(以下コロン)だ。ちなみに筆者の周囲でも殆ど知っている人間はいなかった。

外国為替業務に日常的に触れている人間でも殆ど聞いたことすらない法定通貨の国が「ビットコインを法定通貨にします」と言われても、その影響が大きいとは直感的に思えない。しかも、ドルは法定通貨として存続し、ビットコインの使用は任意である。ゆえに「ビットコインは法定通貨として強制通用力を持つので支払い手段として使えるものの、ビットコイン決済に対応できない経済主体は免除可能」という状況も想定されている。だとすると、実際にビットコインが利用される頻度(理論的には流通速度)は限定的だろう。「法定通貨になる」という事実はこれから「当該国の経済活動にとって不可欠なものになる」と概ね同義のはずだが、ドルが併存する以上、それで不都合がないエルサルバドル国民はドルを使い続けるのではないか。

基本的な事実も確認しておこう。エルサルバドルの名目 GDP は 2019 年実績で 270 億ドル、人口は 640 万人、面積は 2.1 万平方キロメートル。世界におけるシェアは世界 GDP (87 兆ドル) に対して 0.03%、世界人口 (77 億人) に対して 0.1% である。また、エルサルバドルの貿易総額は 160 億ドル弱であり、世界貿易 (約 18.5 兆ドル) に占める割合はやはり 0.1% だ。ちなみに国の面積である 2.1 万平方キロメートルは九州の半分程度に過ぎない。現時点でもエルサルバドルの経済活動が金融市場に与える影響がそこまで大きいとは思えないのに、ビットコインで代替される経済活動は恐らくそのごく一部になるだろうから、世界経済に与える影響はたかが知れている。

もちろん、小国だから取るに足らないと言うつもりはない。「ビットコインを法定通貨に制定した」という事実が通貨史において「蟻の一穴」なのであって、小国であることは無関係だという主張もあろう。しかし、通貨の流通量が実体経済規模に規定されるのも事実だ。例えばユーロ圏が単一通貨をビットコインにするというのであれば、明日からでも関与を強いられる経済主体は大変な数に及ぶ。実需の高まりに応じてビットコインの価値も安定するだろう。その意味で今回のエルサルバドルの一件は、「今後、どれほどの国が追随するか」という意味での試金石としては注目に値する。

～「安価な国際送金手段になる」という指摘について～

本質的には②の理由が解せない。ビットコインはエルサルバドルの所有物ではないので制御可能な代物ではない。今回、ビットコインを法定通貨に採用するに至った理由として(1) 米国の財政・金融政策が未曾有の規模に達しており、ドルの信認が自国経済に与える影響が不安であること、(2) 国民の 7 割が銀行口座を持たないため、低コストの国際送金手段が魅力的であること、が報じられている。しかし、政府がビットコインの動きを制御できない以上、(1) や (2) は説得力を持たない。

先に(2)に触れておこう。ビットコインに限らず、「安価な国際送金手段になる」という利点は暗号資産が既存の法定通貨に対して持つ強みとして必ず持ち出されるものだからだ。フェイスブック社のリブラ(現在の名称はディエム、以下同)が取りざたされた際にも、銀行口座を有さない人々に対して、社会貢献としての金融包摂を企図した計画だと言われていた。だが、国際送金に関して既存の法定通貨(ひいては金融システム全体)が負っている厳格な規制やそのためのコストは相応の理由(例.不正取引に係る資金洗浄防止など)があって存在しているものだ。それが「暗号資産ならば免除される」という道理はなく、実際に監視を強める機運は高まるばかりである。例えば今年 5 月、米財務省は 1 万ドル以上の暗号資産の送金を内国歳入庁 (IRS) に報告することを義務付ける方針を発表している。暗号資産が脱税など不正取引を助長しているとの懸念に基づいたものだ。後述するように、暗号資産の保有は今後、規制対応のためのコストが確実に増す方向にある。こうした方

向性は G20 において変わりそうにない。既に伝統的な金融機関以外も暗号資産を取り扱うケースが増えているが、守るべきルールが大きく変わることはないはずである。ルールを守る過程で新たなプレイヤーであっても暗号資産の利用者は規制対応コストが膨らみ、最終的な姿は「新時代の低コスト通貨」という当初の触れ込みとはかけ離れたものになってくることが予想される。それは特別なことではない。既存の金融機関は近年の規制対応コストに関して大なり小なり悩みを抱えている。

～ビットコインなら制御できるというわけではない～

だが、(2)以上に理解が難しいのが(1)だ。今回の報道を受けて「米政府の財政・金融政策が実験的とも言える規模で運営されている以上、ビットコインの法定通貨採用は理解できる」といった論調を目にする。しかし、「米政府が行う未曾有の経済政策」と「暗号資産を法定通貨にする政策」であれば、後者の方がよほど実験的である。もちろん、主権国家であるエルサルバドル政府が「ドル（もしくは米金利）のボラティリティが高くなるのが不安なのでビットコインを法定通貨にすることにした」という相場観を抱くのは自由だが、現実問題としてビットコインよりもボラティリティが高い金融資産はそうそう存在しない。ビットコインなら信じられるというロジックは一般的に理解が難しい。

また、エルサルバドル政府にビットコインのボラティリティを受け止める能力があるのかも良く分からない。発表によれば、国営のエルサルバドル開発銀行に設けた信託を通じて取引時のドルの兌換性を保証するとされている。では、何らかの理由でビットコインが変動し、国民がドル兌換に大挙した場合、本当に必要なドルを差し出すことができるのか。ビットコインとドルの交換レートは市場で決まるとされているが、民間企業の CEO の発言 1 つで価値が 2 倍になったり半分になったりするものがビットコインだ。国民の保有するビットコインの対ドル価値が倍になり、国民が換金を求めて大挙した場合、エルサルバドル政府は倍額のドルを迅速かつ確実に準備できるのか。同国で流通するビットコインの数倍のドルが常時潤沢に保有されて初めて成り立つ体制に思えるが、それが可能なのか。納税もビットコインで可能らしいが、納税額の予想や実績がドル/ビットコイン相場の変動でずれることになる。エルサルバドル政府くらいの規模ならば無視できない事態になるかもしれない。

ドルの保有量もさることながら、ビットコインの保有量も高性能の計算装置次第と言われている（この辺りは筆者は詳しくないが）。だとすると、ビットコインを法定通貨にすることで「米国の財政・金融政策から自由になれる」といった趣旨の指摘も疑問がある。この「自由」というフレーズは暗号資産支持者が好んで使うものだが、ビットコインはエルサルバドル政府のものではなく、（採掘した上で）供給できる量も限定されているので、必要な時に必要な分だけ必要なスピードで供給できる保証はない。ということは、ビットコインを法定通貨にしてもエルサルバドルの通貨体制が他力本願である状況に変わりはない。自分の国で無制限に供給できる通貨を持たない以上、当該国の金融システムは脆弱である（法定通貨を司る中央銀行が「最後の貸し手」と呼ばれる所以である）。

～国際社会の協力は見込めず～

③も根本的に重要な話だ。現状、国際経済外交の舞台で暗号資産に対する目線は厳しい。ディエム（当時の名称はリブラ）が 2019 年 6 月に発表されてわずか 4 か月後の同年 10 月の G20 財務相・中央銀行総裁会議で「深刻なリスク」があるとの合意が取りまとめられ、懸念が払拭されるまでは各国が発行を認めない方針で意見集約されてしまった。「懸念が払拭されるまで」とは厳格な規制

などを敷くことで後顧の憂いがなくなるまでは認めないということであり、現に 2020 年前半と計画されたディエムはまだ発行に至っていない。当初、計画に参画すると言っていた大手民間企業も規制当局から睨まれることを懸念し続々と舞台から降りている。フェイスブック社ですらそうだったのだ。

エルサルバドルがビットコインの法定通貨化を発表した翌日となる 6 月 10 日、金融機関の国際ルールを協議するバーゼル銀行監督委員会は銀行による暗号資産保有を規制する案を公表している。詳細な解説は割愛するが、同案で暗号資産に設定された 1250% というリスクウェイトは保有した瞬間に全額失うことが想定されているようなものである。ちなみに暗号資産の中でもドルなどを価値の裏付けとして発行するステーブルコインはこのような規制よりは緩い。もっとも、「ドルで全額裏付けられたステーブルコイン」ならば、ドルで良いではないか思うのだが・・・

暗号資産を支持する向きは「既存体制への脅威になる」というどこかヒロイズムを抱きたがる印象がある。しかし、脅威だから認められないし、容認しない方向で意見集約されるのである。米財務省やバーゼル銀行監督委員会の動きを持ち出すまでもなく、少なくとも既存の法定通貨や金融機関が活動している土俵には数多くのルールが存在し、全ては相応の歴史と理由がある。抜け道を作って良いところ取りができるような可能性は残さないし、それが規制当局の仕事である。

もちろん、エルサルバドルは G20 加盟国ではないので、この種の合意を無視すること自体は問題ない。ただ、国際社会で認められる方向にない代物を法定通貨にして何か良いことがあるのだろうか。6 月 10 日、ライス IMF 報道官は「ビットコインの法定通貨採用は、マクロ経済、金融、法律上の多くの問題を提起し、非常に慎重な分析を必要とする」と指摘し、早速けん制の構えである。現在、エルサルバドルは IMF から 10 億ドル以上の融資獲得を希望しているようだが、ビットコインの法定通貨採用が融資交渉に良い影響を与えることは恐らくないだろう。必要な金融支援を蹴ってまでビットコインを使いたいのだろうか。そこまでの勝算があるならば、それも 1 つの考え方ではある。

～現状には理由がある～

繰り返しになるが、エルサルバドルの動きが歴史的に見て目を引くものであることは認められるし、今後、追随する国がどれほど出てくるのかという意味で目は離せない。中米共同市場の開発銀行である中米経済統合銀行 (CABEI) の加盟国はエルサルバドル以外にコスタリカ・グアテマラ・ホンジュラス・ニカラグアが存在する。これらの国々の挙動は注目だろう。だが、現時点ではエルサルバドルの動きが持続可能性を持ち、通貨の歴史に無視できない影響を与える展開に至ると考えるだけの証拠には乏しいというのが客観的な評価に思える。暗号資産に未来を見出すことを全否定するつもりはないが、既存の金融資産やそれに巻き込まれるプレイヤーやルールには相応の歴史と理由があって存在していることを承知した上で、議論する姿勢が大事だと考える。

市場営業部兼金融市場部
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
2021年6月11日	ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンのカ～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分) FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	運動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しに示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会レビュー～PEPPの加速を示唆～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連られたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分) アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
2021年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月15日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月12日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月11日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版