

基軸通貨ドル体制に対するリブラの影響

信金中金月報掲載論文編集委員長
小川 英治
(東京経済大学 経済学部教授)

1年前の巻頭言で、G20のエンゲージメント・グループの一つであるThink20 (T20) の10のタスクフォース(TF)の内、国際金融アーキテクチャーに関するTF (TF2「安定と発展のための国際金融アーキテクチャーと暗号資産・フィンテック」) に私が共同議長として関与したことを書いた。その共同研究の成果は、日本が昨年議長国となったG20への政策提言に盛り込まれた。

今年のT20は、今年のG20の議長国であるサウジアラビアによって主導されて、進められている。今年もT20に招聘され、関与している。今年、国際金融アーキテクチャーに関するTFの中で「安定した仮想通貨」(stablecoin) が国際通貨システムに及ぼす影響を評価する一フェイスブックのリブラ・プロジェクトの影響を考察することをG20とIMFに訴える」という課題について、サウジアラビアとアルゼンチンの研究者と共同研究を進めている。

この課題を考察するためには、米ドルを基軸通貨とする現行の国際通貨システムがどのような特徴を持っているかを考える必要がある。国際通貨は、貨幣の3機能(交換手段としての機能、計算単位としての機能、価値貯蔵手段としての機能)を有する。ある通貨にこれらの3つの機能が首尾よく備わっているならば、その国際通貨は理想的な国際通貨となる。しかし、変動相場制度に移行した1973年以降、円やマルクに対して趨勢的に減価した米ドルが世界経済において支配的な国際通貨として利用され続けている。その現実を考えると、価値貯蔵手段としての機能よりも交換手段としての機能の方が重視されていることがわかる。

国際通貨の交換手段としての機能は、世界の経済主体が認識する、その通貨の一般受容性の程度に依存する。そして、一般受容性は、財・サービスを購入するために通貨を保有する経済主体が、その通貨を受容して、財・サービスを販売しようとしている他の経済主体と出会う可能性に依存する。このように、その通貨を利用する意図を持つ他の経済主体の人数が多ければ多いほど、その通貨の交換手段としての機能が高まる。これはネットワーク外部性と呼ばれる。ある通貨が国際通貨として、さらには基軸通貨として世界経済で流通するには、その通貨の流動性が重要となる。そのことは、拙稿 (Eiji Ogawa and Makoto Muto, “What Determines Utility of International Currencies?” *Journal of Risk and Financial Management*, Vol. 12, Issue 1, 1-30, 2019.) の実証分析によって示された。

現状では、従来の中央銀行を中心とする銀行システムによる集中型決済に基づいて、通貨当局

が発行する国際通貨で多くの決済が行われている。近年、ブロックチェーン技術による分権型決済が行われるようになってきた。それは、ビットコインのような価値が固定されていない暗号資産（crypto asset）に代表されていた。これらは投機対象となっているためその価値のボラティリティが高いことから、価値貯蔵手段として機能に劣る。また、ビットコイン等を投機対象にすることによって取引規模の拡大を図ったものの、実際には決済のための利用は限定的である。すなわち、交換手段としての機能にも劣る。

これに対して、通貨当局がブロックチェーン技術による分権型決済を活用するデジタル通貨として法定通貨を発行し始めている。中国でもデジタル人民元への取り組みが始まっている。一方、価値を何らかの法定通貨に固定化する、「安定した仮想通貨」としてリブラが世界最大のSNSのフェイスブックのリブラ協会によって発行されようとしている。リブラの場合には、フェイスブックの利用者が世界中で24.5億人（2019年9月時点）と多い。リブラの流動性、すなわち交換手段としての機能はある程度高いとみなせる。一方、リブラの価値は、主要な国際通貨の通貨バスケット（米ドル50%、ユーロ18%、円14%、英ポンド11%、シンガポールドル7%）に固定されることから、価値貯蔵手段としての機能もある程度高い。

このように、通貨当局が法貨として発行している国際通貨、とりわけ基軸通貨米ドルと比較すると、米ドルとの通貨代替性が高いことが明らかである。その通貨代替性が高まれば高まるほど、何らかのショックによって米ドルとリブラとの間で需要シフトが発生し、国際通貨体制は不安定化する可能性がある。そのため、G7やG20においてリブラが国際通貨体制に及ぼす影響が議論され始めている。

リブラが発行される前に、G7やG20で十分に検討し、必要であれば、規制を課すことが必要であろう。中央銀行を中心とする銀行システムによる国際通貨での従来の決済との間でリブラが不安定化する恐れがあるから、既存の銀行システムと同様の規制を課すことが必要であろう。とりわけ、世界金融危機を経験した後に、金融市場のグローバル化の中で国際金融の安定に悪影響を及ぼす国境を越えた金融危機を防止するために国際金融規制改革が進んでいる。そこでは市場規律の維持や規制逃れの抑制に重点が置かれている。

この観点から、「グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）」や「グローバルなシステム上重要な金融機関（G-SIFIs）」に課されている規制をリブラに対しても課すべきであろう。世界金融危機が流動性危機を伴っていたことから流動性規制も重要である。具体的には、自己資本比率規制とその上乘せとなる資本保全バッファの他、レバレッジ規制や流動性規制や総損失吸収力規制などについてもG-SIBsやG-SIFIsと同様に課せられるべきであろう。このように、リブラに対してもG-SIBsやG-SIFIsと同様に、「イコール・フットイング」の原則で規制を課すことが必要である。