

貨幣の 新時代

暗号通貨がドルやユーロ、人民元に
取って代わる中、来たる変化には
歓迎されるものと、そうでないものがある

エスワー・プラサド





貨幣

幣は、地理的に遠く離れた地点間での商業や貿易を可能にすることで、人間社会を一変させた。また、貨幣によって、時空を超えた富や資源の移転も可能になっている。しかし貨幣は、人類の歴史の大半を通じて、強欲さや略奪の対象にもなってきた。

そして現在、貨幣は銀行業務や金融、さらには社会構造のあり方をも改めかねない大きな変化を迎えようとしている。最も注目すべきは、有形通貨、つまり現金が低・中所得国においても終わりを告げようとしており、デジタル通貨の時代が幕を開けたことだ。また、国内・国際双方の領域において、公的通貨と民間通貨の間で新たな競争が始まろうとしている。こうした変化の原動力となっているデジタル技術の普及によって、有用なイノベーションが促進され、基本的な金融サービスへのアクセスが拡大されるかもしれない。しかし、各種技術が経済力の集中に拍車をかけ、大企業や政府がより一層われわれの金融生活や私生活に立ち入ることを可能にするというリスクもある。

新しい技術によって、より多くの顧客へ働き掛けられるオンライン銀行や、プロスパー（Prosper）のように貯蓄者と借手とを直接つなぐことができるウェブベースのプラットフォームが誕生している中、商業銀行を中心に伝統的な金融機関はビジネスモデル上の課題に直面している。そうした新しい金融機関やプラットフォームは、競争を激化させ、イノベーションを促進し、コストを引き下げている。貯蓄者はより幅広い貯蓄・信用・保険商品を利用できるようになった。また、銀行が融資引き受けや担保の要件を厳格化する傾向がある中で、小規模起業家は銀行以外からの資金調達を確保することが可能になっている。国内および国際的な決済はコストが低下するとともに迅速化しており、消費者と企業はその恩恵を享受している。

安定性に関する懸念

ビットコインのような暗号通貨の登場は当初、決済に革命をもたらすだろうと思われた。暗号通貨は、中央銀行通貨や、商業銀行あるいはクレジットカード会社等の信頼のおける仲介機関に依存することなく取引することができる。そのため、そうした仲介機関に由来する非効率性や追加コストを取り除ける。しかし

ながら、暗号通貨は価格の変動が大きく、取引量や処理時間の制約があるため、交換の媒体としては役に立っていない。ステーブルコインと呼ばれる新たな形態の暗号通貨は、皮肉にもその大半が大量の中央銀行通貨や国債によって価値の安定を維持しているものであり、決済手段としてより普及している。暗号通貨を支えるブロックチェーン技術は、貨幣と金融にとって広範囲にわたる変化を引き起こしており、それは世帯や企業、投資家、中央銀行、政府に根本的な影響を与えることになる。この技術は、完全にデジタルなオブジェクトを安全に所有できるようにするものであり、非代替性トークン（NFT）などの新しいデジタル資産の登場も促進している。

こうした中、中央銀行は、分散型の決済システム（ビットコインの派生通貨）や民間のステーブルコインが、規制対象金融機関によって管理される伝統的な決済システムと現金に取って代わることになる場合に、金融と経済双方の安定性に影響が及ぶことを懸念している。決済インフラが完全に民間部門の管理下に置かれれば、効率的で安価になるかもしれないが、金融混乱時に信頼が失われればその一部がフリーズしてしまう可能性もある。決済システムが機能しなければ、現代の経済は動きが止ってしまう。

そうした懸念を受けて、中央銀行は、リテール決済向けのデジタル形態の中央銀行通貨である中央銀行デジタル通貨（CBDC）を発行することを検討している。その目的は、金融包摂の拡大（銀行口座を持たない人にも無料のデジタル決済システムへの容易なアクセスを提供すること）から、（現在は現金がその役割を担っている）バックストップとしての公的決済オプションを整備することによる決済システムの効率性と安定性の向上に至るまで、多岐にわたる。

CBDCにはその他にも潜在的な利点がある。CBDCは、匿名の現金取引に依存する麻薬取引や資金洗浄、テロ資金供与などの違法な活動を抑制するだろう。また、より多くの経済活動を非公式経済から公式経済へと移行させ、脱税を難しくすることにもつながるだろう。さらに、小規模事業者は取引コストの低下による恩恵を受け、現金を扱う面倒やリスクを回避できるだろう。

取り付けリスク

しかし、CBDCにはデメリットもある。ひとつには、CBDCが銀行システムにリスクをもたらすということがある。商業銀行は、経済の円滑な機能を維持する信用を作り流通させる上で非常に重要である。家計が中央銀行のデジタルウォ



レットの方が利息が付かなくてもより安全であるとみなして、通常の銀行口座から資金を移したらどうなるだろうか。商業銀行の預金が枯渇すれば、中央銀行は信用配分を引き継ぎ、どの部門や企業が融資に値するかを判断しなければならなくなるという望ましくない立場に立たされることになりかねない。さらに、中央銀行のリテール決済システムは、デジタル決済の低廉化と迅速化を目指す民間部門のイノベーションを抑圧する可能性もある。

プライバシーが失われる可能性があることも同様に懸念される。機密性を確保するための保護策が講じられたとしても、どの中央銀行も自らのデジタル通貨が正当な目的のみに使用されるように検証可能な取引記録を残すことを望むだろう。このようにCBDCは、商取引にわずかながら残る匿名性とプライバシーを最終的に破壊するリスクを伴っている。急速に進む技術的イノベーションを活用してCBDCを慎重に設計すれば、こうしたリスクの多くを軽減できる可能性がある。それでも、CBDCがいずれ現金に取って代わるという可能性については、利点があるとはいえ、軽々しく考えるべきではない。

新しい技術は、中央銀行が主要な任務を遂行するのを難しくする可能性がある。例えば、金利を操作して失業率と物価上昇率を低く維持することがそうだ。米連邦準備制度理事会などの中央銀行が主要金利を変更すると、それはある程度理解できる形で市中銀行の預金・貸出金利に影響を与える。しかし、デジタル融資プラットフォームが普及して貯蓄者と借り手の間を仲介する商業銀行の役割が低下すれば、そうした金融政策の伝播メカニズムがどの程度機能し続けるか、あるいはそもそも機能し続けるかは不透明である。

競い合う通貨

中央銀行が発行する貨幣の基本的な機能は、変化の時期を迎えようとしている。つい1世紀前までは、民間通貨が互いに、または法定通貨としても知られる政府発行通貨と競合していた。中央銀行の登場によって法定通貨が決定的に有利となり、価値尺度および交換媒体、価値保蔵手段として機能するようになった。様々な形態のデジタル通貨の到来と、その背後にあるテクノロジーによって、現在では貨幣のこうした機能を分離することができるようになり、いくつかの側面で法定通貨との直接の競合が生じている。

中央銀行通貨は価値保蔵手段としての重要性を維持する可能性が高く、CBDCを発行する国の場合には交換媒体としての重要性も維持される可能性が高い。それでもなお、民間が仲介する

市場の力に任せておけば、一部の貨幣発行者や決済技術のプロバイダーが支配的となるかもしれない。

決済システムが重要性を増すと見られ、交換媒体としての役割において様々な形態の民間貨幣と中央銀行通貨の間で競争が激化することになる。市場の力に任せておけば、一部の貨幣発行者や決済技術のプロバイダーが支配的となるかもしれない。そうした変化の一部は、貨幣製造のあり方や貨幣の形態、あるいは経済において貨幣が果たす役割など、貨幣の本質そのものに影響を与えかねない。

国際的な資金の流れ

新たな形態の貨幣と、国内および国際間の資金移動の新しい経路は、国際資本移動や為替相場、そして国際通貨制度の構造を作り変えることになる。そうした変化には大きな利益をもたらすものがある一方、新たな課題を突きつけるものもある。

国際金融取引はより迅速かつ低コストとなり、透明性が増すだろう。こうした変化は、ポートフォリオの多様化を追求する投資家や、国際資本市場で資金を調達しようとしている企業、そして母国に送金する経済移民にとっては、恩恵となる。クロスボーダー決済の迅速化と低コスト化は貿易も促進することになり、それは輸出収入がGDPのかなりの部分を占める新興市場国・発展途上国にとって特に好都合である。

しかしながら、国境を越えた資金移動の経路が新たに出現すれば、国際貿易を円滑化するだけでなく、不正な資金の流れも助長し、規制当局と政府にとって新たな課題を提起することになる。さらに、政府が国境を越えた合法的な投資資本の流れを管理することもより困難になる。このことは、大規模かつ急激な外国資本の流出を受けて周期的に経済危機に見舞われてきた新興市場国にとってとりわけ課題となる。新興市場国は、そうした資本流出を誘発しうる世界の主要中央銀行の金融政策行動に対してより一層脆弱になるだろう。

CBDCの登場も、国際的な資金移動の障壁を引き下げることも、それだけでは国際通貨制度や主要通貨間のパワーバランスを再編することには

デジタルな中央銀行通貨がどれだけ強力で信頼できるかは、それを発行する機関の強固さと信頼性にかかっている。

ならない。新興国通貨ペアを直接取引するコストは下がりつつあり、ドルやユーロといった「媒介通貨」の必要性が低下している。しかし、ドルをはじめとする主要準備通貨は価値保蔵手段としての優位性を保持する可能性が高い。なぜなら、その優位性は単に発行国の経済規模や金融市場の厚みだけでなく、投資家の信頼を維持する上で不可欠な強固な制度的基盤にも依拠しているからだ。テクノロジーは、独立した中央銀行や法の支配の代わりを果たすことはできない。

同様に、ある国の通貨の価値は中央銀行の信頼性に係る根本的な弱点や、政府の財政政策の規律欠如といったその他の問題によって影響を受けるが、CBDCがそうした問題を解決することはない。ある政府が大幅な財政赤字を計上する場合、中央銀行がその赤字をファイナンスするためにより多くのお金を刷るよう誘導されるかもしれないという憶測が働き、インフレ率を上昇させ、有形かデジタルかを問わず中央銀行通貨の購買力を低下させる傾向がある。つまり、デジタルな中央銀行通貨がどれだけ強力で信頼できるかは、それを発行する機関の強固さと信頼性にかかっているのである。

政府の役割

世界中の中央銀行と政府は今後数年のうちに、新しい金融技術に抵抗するか、民間部門主導のイノベーションを受動的に受け入れるか、それとも新技術がもたらす潜在的な効率性向上を積極的に取り入れるかをめぐって、重要な決定を下すことを迫られる。暗号通貨の登場とCBDC実現の見通しは、金融市場において政府が果たすべき役割や、民間部門に任せることが望ましい領域に政府が侵害しているかどうか、また、政府が市場の失敗を補えるかどうか（とりわけ発展途上国や、時には米国等の先進国で、銀行サービスを全くあるいは十分に利用できていない世帯に対して埋め合わせ策を講じられるか）に関して、重要な問いを提起している。

最近の暗号通貨ブームとその崩壊が示しているように、決済システムと金融市場の健全性を維持し、十分な投資家保護を確保し、金融安定性を促

進するためには、この業界の規制が必要不可欠となる。それでもなお、リテールやホールセール、クロスボーダーの各レベルでより効率的な決済サービスへの大きな需要があることを踏まえれば、民間部門が主導する金融イノベーションは世帯や企業に大きなメリットをもたらさう。この点に関して、中央銀行と金融規制当局にとっての主な課題は、金融イノベーションと、情報不足の投資家や全体的な金融安定性に対するリスクを軽減する必要性との間でバランスをとることである。

新しい金融技術は、低所得世帯が一連の金融商品・サービスにアクセスしやすくなるようにし、それによって金融を民主化する可能性を秘めている。しかしながら、金融における技術革新は、より効率的な金融仲介を可能にすると考えられるものであっても、所得と富の格差によって相反する影響を及ぼしかねない。

金融技術のイノベーションがもたらすメリットは、投資収益を拡大しリスクを分散するためにそれを活用しうる富裕層によって大部分が捕捉されかねず、また、既存の金融機関がそうした変化を自らの利益のために吸収してしまう恐れもある。さらに、経済的に疎外された人はデジタルへのアクセスが限られ、金融リテラシーが不足しているため、そうした人がリスクを十分に理解しないまま、あるいはリスクを許容できないにもかかわらず、投資機会に引き込まれてしまうような変化もあるだろう。このように、多くの国で所得と富の格差が急拡大して政治的かつ社会的な緊張を助長している中、金融イノベーションが格差に与える影響は全くもって明らかでない。

もうひとつの重要な変化は、国内および国際レベルの両方で階層化が進むことである。小国や制度が脆弱な国は、自国の中央銀行と通貨が駆逐されるのを目の当たりにし、大国の手中にさらに多くの経済・金融パワーが集中することになりかねない。それと同時に、アマゾンやメタといった大企業が商業や金融を支配することにより多くのパワーを獲得する可能性がある。

ビットコインの革新的なブロックチェーン技術（おそらくこれこそがビットコインの真のレガシーであろう）を中心にして構築された分散型金融を伴う世界においても、各国政府には契約上の権利や財産権を確実に執行し、投資家を保護し、金融安定性を維持する上で果たすべき重要な役割がある。結局のところ、暗号通貨や革新的な金融商品




も、政府の監視・監督に由来する信頼の基盤の上に構築した方がより良く機能すると考えられる。各国政府は、自国の法律や行動が既存企業を優遇したり大手業者がより小規模な競合相手を抑えることを許したりするのではなく、公正な競争を促すようにする責任を負っている。

中央集権的か分散型か

金融イノベーションは、未知の新しいリスクを生むことになる。市場参加者や規制当局がテクノロジーに過度の信頼を置く場合には特にそうだ。分散化とその結果生じる分断化は、諸刃の剣である。一方では、中央集権的な障害点を減らし、冗長性の向上を通じてレジリエンスを高めることによって、金融の安定性を高めることができる。しかし他方では、断片化されたシステムは何も問題がない時にはうまく機能するものの、困難な状況下ではシステムに対する信頼がぐらつく恐れがある。金融システムが（銀行とは違って）中央銀行やその他の政府機関による直接の裏付けがない分散型のメカニズムによって支配されている場合には、信頼は容易に消失してしまいかねない。このように、

分散化は好況時には効率性をもたらしうるが、経済が苦戦する時には急速な不安定化を引き起こす可能性がある。

近い将来、社会構造にも潜在的に大きな変化が訪れる。デジタル決済システムが現金に置き換わることによって、商取引におけるプライバシーの残滓が完全に除去される可能性がある。ビットコインをはじめとする暗号通貨は、匿名性を確保し、商取引の遂行に当たって政府や主要金融機関への依存を排除することを目的に導入された。しかし、暗号通貨は逆に、プライバシーを危険にさらすことになりかねない変化を助長しつつある。各国社会は、個人の自由がより一層大きなリスクに直面する中で、政府の力を抑制するのに苦勞することになるだろう。 

エスワー・プラサドはコーネル大学教授。ブルッキングス研究所上級フェロー。本稿は新著『THE FUTURE OF MONEY: HOW THE DIGITAL REVOLUTION IS TRANSFORMING CURRENCIES AND FINANCE』に基づいている。

