

# 巻頭言

政井 貴子 | SBI 金融経済研究所 代表理事



政井 貴子

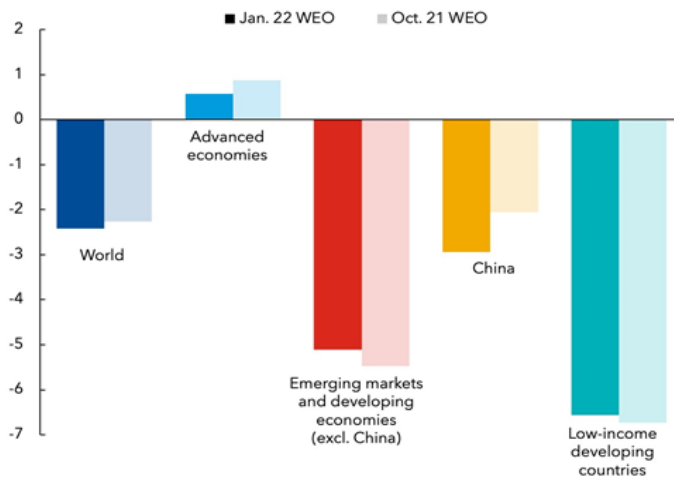
SBI 金融経済研究所 代表理事  
1965 年生まれ。トロント・ドミニオン銀行、クレディ・アグリコル銀行、新生銀行などにて金融市場関連業務を推進し、新生銀行初の女性執行役員に就任、日本銀行審議委員に任命される。21 年退任後、ブラックロック・ジャパン株式会社社外取締役などを兼職。

次世代・デジタル金融について研究・提言を行うことを目途に昨年 4 月開所した SBI 金融経済研究所では、この度、所報「SBI Research Review」を創刊いたしました。監修を下された当研究所顧問、慶應義塾大学の土居先生をはじめ、ご支援くださいました全ての方々に、厚く御礼申し上げます。

約 100 年ぶりの感染症によるパンデミックも足掛け 3 年目になりました。まず、その感染症の状況を記録しておきたいと思います。新たな変異株が昨年末発現し世界に伝播していきました。国内でのワクチン接種率が高まったこともあってか一息つけたのも束の間、我が国においても、2022 年入り後、感染者数が指数関数的に増加し、現在も記録的な水準で推移しています。このため、本巻頭言を執筆中の 1 月末時点で、全国 30 を超える都道府県でまん延防止等重点措置が適用されている状況になっており、経済面では、年明け以降の飲食や旅行を中心としたサービス消費に影を落としています。

もっとも、そのような環境下においても、我が国経済は全体としては持ち直しつつあり、政府によると、一度大きく落ち込んだ経済規模は、2022 年度には、コロナ前の水準を上回る見通しとなっています。実際、1 月に発表された IMF の経済見通しでも日本の暦年ベースの経済見通しについては、小幅ながら上方修正されており、今後も回復の軌道を進んでいくとの見通しを維持しています。

とはいえ、IMF は 2022 年の世界経済見通しそのものについては、前回 10 月の見通し対比で 0.5% 下方修正しています。不動産部門の金融問題や厳しい移動制限



発散型の回復が続く

出典：IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK 2022

の長期化を背景として成長鈍化が懸念されている中国、既に昨年中にコロナ前を上回る水準に経済が持ち直した欧米でも、新たな変異株の感染拡大、サプライチェーンの混乱やエネルギー価格の高騰に起因するインフレの長期化、米国を中心とした金融政策の転換などの理由から、前回10月の見通し対比で2022年の経済成長の勢いは弱まるものとしています。特に、IMFが早くからUNEVEN RECOVERY（不均一な回復）と指摘し懸念した状況は基調として続いており、我が国も含めた先進国がコロナ前を上回る水準に復する姿とされているのに対し、多くの新興国は引き続き深刻な生産量の低下が続くものとされています。こうした不均一な成長の長期化がもたらす世界経済の先行きが懸念されます。

例えば、遡ること2年前の春。新型コロナウイルス感染症が世界で急拡大していった折には、金融資本市場の安定維持に、各国当局間の連携が強く意識された政策が展開されました。翻って2022年の今、米国では歴史的なインフレ高進と強い雇用市場の引締まりを受け、緩和的な金融政策の調整局面が始まっています。同様に新興国を含む多くの国々においても、米国金融政策の動向に加え、中央銀行の掲げる物価上昇率以上にインフレが進行し、また長期化の様相を見せてきたことから、中国などわずかな国を除き、経済が未だパンデミック前の水準回復が見通せていない国々でも、政策金利の引き上げが行われています。IMFも指摘していますが、実質金利の上昇がもたらす市場の不安定さを覚悟する年となりそうです。

こうした中、デジタルスペースの金融市場では、何が起こり得るでしょうか。また、仮に何らかのディスラプションが起こった時、リアルな金融市場にスピルオーバーする蓋然性はあるのでしょうか。

米国に目を転じれば、クリーブランド連銀のZimmermanらが昨年発表したワーキングペーパーでは、新型コロナウイルス感染症対策としてとられたEIPs政策（Economic Impact Payments、米国財務省発行の新型コロナウイルス対策の給付小切手）の結果、家計を通じて暗号資産市場に資金が流入したことを指摘しています。特に、そうした動きが単身の家計で顕著であったことが示されたことは注目されます。また、Krugmanは、このところの暗号資産の時価総額の下落は、過去の米国での住宅バブルが破裂した時の影響よりも桁違いに小さく、金融システム



ビットコインの価格推移

図：BloombergよりSBI金融経済研究所作成

を脅かすほどの規模ではない、としながらも、NORC (Notional Opinion Research Center, 全国世論調査センター) の調査結果として、暗号資産の投資家の44%は白人ではなく、55%が大学の学位を持っていないことを踏まえ、デジタルスペースの金融市場への投資は、一見して多様な投資家に投資機会を与えているとも言えるものの、サブプライム住宅ローンがそういった層を中心に広がっていったのと同様に、主たる投資家が何に投資しているのか理解していない、という共通点があることを指摘し、当時の状況と重ね合わせ警鐘を鳴らしています。

迎える1年、我々は、さまざまな事象を確認しながら、暗号資産の価格形成や、そのインパクトについて見識を蓄えていく必要があると感じています。

最後に、CBDC (Central Bank Digital Currency, 中央銀行デジタル通貨) について、少し触れたいと思います。

日米欧の中央銀行は、CBDC 発行について、一歩踏み込んだコミュニケーションをとり始めています。ECB は、2023 年秋と年限をある程度切った上で、デジタルユーロのあり方を包括的に点検するものとしています。FRB は、1月に「デジタルドル」の利点や課題を整理した“Money and Payments: The U.S. dollar in the age of digital transformation”を発表し、パブリックコメントを募集しました。我が国においては、1月28日の国会答弁において、日本銀行黒田総裁が、CBDC 発行の可能性の判断時期について年限を切る発言を行うなど、報道の表現を借りれば、「従来の姿勢を半歩進めた」と言えます。

もっとも、FRB は先のレポートの冒頭で、CBDC 発行については、行政や議会の明確な指示がない限り発行の意図はないと明言しています。発行そのものについては、究極的には国民の意思、すなわち民意が欠かせないわけですが、こうした中央銀行のコミュニケーションスタンスを見ていると、我々国民が、決断する時期もさほど遠い話でもなさそうに思えます。

このCBDCの議論をするとき、近代通貨システムそのものを見直すべきとの意見もあるようです。そのような考えも重要ではあるものの、数年先に導入を見据えるには、少し飛躍した意見であり、丁寧な議論が必要なように感じています。

幕末から明治期にかけ我が国が近代通貨システムへ移行していく過程で、日本銀行が設立されましたが、その設立趣旨の一つとして、各種経済活動の決済にかかる



松方正義と当時の日本銀行

出典：近代日本人の肖像（松方正義）、写真の中の明治・大正 - 国立国会図書館所蔵写真帳から -（日本銀行）

取引費用を削減することが述べられています。決済のファイナリティを中央銀行が担保するという近代通貨システム以前は、現在の中央銀行のような中央集権的な役割は存在せず、言わば、分散型の金融システムだったと言えます。中央集権的な主体を有さず、意思決定を参加者の合意に委ねるパブリック型の分散台帳を用いた決済システムは、中央集権的な決済システムとの比較においては、決済に時間がかかり、それ故、要求される手数料も固定的ではなく、かつ相応の水準となる可能性があるようです。パブリック型の分散台帳を活用した決済システムは、決済手段がデジタル化しているか、そうではないか、という点以外では、近代通貨システム以前と似ている部分があるように思われます。

また、現在の通貨制度と決済のファイナリティを中央銀行が担保するという近代通貨システムは、長い歴史の中で幾度も訪れた危機の経験を踏まえシステムの頑健性を十分に備えるに至っています。このシステムを利用した金融調節は、マクロ経済政策から、貸出のインセンティブ付けに至るまで、応用性も高く、今の時点では最も安定し優れたシステムであるものと考えられます。

こうした通貨システムそのものの議論については、近代通貨システム成立の経緯や役割を踏まえつつ、その将来の姿を先端技術動向も含めてアップデートし、世の中に分かりやすく説明していくことが求められているようにも感じています。

更に、さまざまなサービスの基盤となる決済インフラは、どこかで、現在の日本銀行の基盤システムから新たな基盤へ、例えば、中央集権的な主体を有し、参加者を限定するプライベート型の分散台帳を活用した基盤システムへと移行していく可能性はあるものと考えています。また、その前提としてのクラウドの実装も議論がなされていくと思われます。こうした基盤システムの移行にかかわる議論に際しては、生産性や効率性といった経済面のみならず、国の基盤インフラを守るとの観点から、国防といった安全保障上の視点も当然視野に入れる必要があります。ブルーデンスの観点での金融取引の規制や税制の検討のみならず、安全保障など幅広い視点も考慮した体系的な政策づくりが肝要となります。そのことは、多くの専門家の皆さんが各々の専門分野で検討していく必要があることを示しています。

当研究所は、縷々申し上げたこうした問題意識のもと、次世代・デジタル金融のあり方を検討するべく、多くの研究者や実務家の皆さんが集い、ミクロ・マクロさまざまな観点から議論を自由に行える場でありたいと思っています。