

翻訳資料

添付資料：米国連邦準備理事会理事クリストファー・J・ウォーラーのスピーチ
(原文：<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20211117a.htm>)

2021年11月17日

1 ステ이블コインとペイメントのイノベーションを振り返って

理事 クリストファー・J・ウォーラー

2021年金融安定化会議「危機からのサプライズと教訓」(クリーブランド連邦準備銀行と金融調査局共催)にて(ウェブキャスト)

米国の決済システムは、テクノロジー主導の革命を今経験しています。消費者の嗜好の変化や、さまざまな新しい事業者による新製品やサービスの導入により、決済技術が進歩しています。このようなダイナミックな状況は、これらの新しい開発をもたらすリスク、規制当局がそれらにどのように対処すべきか、そして政府が独自の代替手段を提供すべきかどうかについて、活発な政策論争を引き起こしています。

今年の初め、私はこれらの質問のうち最後のもの、すなわち、FRBが汎用の中央銀行デジタル通貨(CBDC)をアメリカ国民に提供すべきかどうかについて話しました¹。CBDCの必要性に対する私の懐疑的な見方は、今も変わっていませんが、その理由の一つは、決済の分野で実際に起こっている急速なイノベーションにあります。単純に聞こえるかもしれませんが、私の主張は、決済の革新とそれがもたらす競争は、消費者にとって良いことだということです。米国の決済システムには改善の余地があると、市場や一般の人々が言っています。私たちは、このメッセージを心に留め、そのような改善のための安全で健全な方法を提供すべきです。

本日は、急速に成長している新しい決済技術の代表例である「ステ이블コイン」に焦点を当ててお話しします²。ステ이블コインとは、国の通貨やその他の基準となる資産と比較して、安定した価値を維持するように設計されたデジタル資産の一種です。ステ이블コインは、最近の暗号資産の増加に乗って、この1年で時価総額が約5倍になっています³。ステ이블コインには2つの形態があります。1つは、分散型金融(DeFi)と呼ばれる暗号資産の取引の世界で、「安全で流動的な」資産として機能するものです。例えば、TetherやUSD Coinなどです。他方、消費者と企業の間で行われる小売店での支払いに使用することを目的としたステ이블コインもあります。このようなタイプのステ이블コインはまだ普及していませんが、一部の企業では、このようなステ이블コインのリテール決済手段としての実現可能性を評価するために取り組んでいます。このようにステ이블コインの利用が拡大し、リテール決済手段としての可能性が高まっていることから、規制面でも注目されており、金融市場に関する大統領のワーキンググループ(PWG)から新しい報告書が出されています。この報告書では、「ペイメント・ステ이블コイン」の発行を銀行やその他の被保険預託機関に限定するよう議会に求めています。

責任ある決済イノベーションを促進するには、誰もが従うことのできる明確で適切な

交通ルールを設定する必要があります。私たちは、この課題に対処する方法を知っており、真正面から取り組むべきです。PWG の報告書では、責任あるイノベーションを実現するための1つの道筋が示されており、その努力を称賛したいと思います。しかし、消費者を保護し、金融安定性へのリスクに対処しつつ、イノベーションと競争をより促進する方法が他にもあると考えています。今は、そのようなアプローチを議論する適切な時期であり、正しく理解することが重要です。そうしないと、これらの技術が他の国や地域に移ってしまい、米国市場にリスクをもたらし、米国の管理能力が低下してしまいます。

ステーブルコイン：何が古くからあるもので、何が新しいのか

ステーブルコインの取り決めには、さまざまな分散型台帳ネットワークにおけるさまざまな法的小および運用上の構造が含まれています。ステーブルコインは、真に新しい技術に基づいた真に新しい商品です。しかし、ステーブルコインにまつわる専門用語にもかかわらず、私たちはステーブルコインを、より古くて身近なものである「銀行預金」の新しいバージョンとして理解することもできます⁴。

前にも述べたように、米国の通貨システムでは、政府と民間企業の両方が不可欠な役割を果たしています。連邦準備制度理事会は、一般市民には物理的な通貨である「中央銀行のお金」を提供し、預託機関にはデジタル口座である「中央銀行のお金」を提供しています。商業銀行は、一般家庭や企業に「商業銀行のお金」を提供し、顧客が現金を預けたりローンを組んだりすると、当座預金や普通預金に入金します。この民間のお金が、中央銀行と国民をつなぐ架け橋となっています。

商業銀行のお金は、民間の借金的一种です。その借金を発行した銀行は、中央銀行のお金と一対一の固定為替レートで借金を返済することを約束します。銀行自身がその約束を守る責任があります。しかし、銀行はその業務を、試行錯誤を重ねた公的支援システムによって支えられています。銀行が日々の業務で軽率なリスクを取らず、安全で健全であることを保証する規制・監督、資本の充実した銀行が緊急時の流動性を確保できるようにするための割引クレジットウインドーの利用、銀行が破綻した場合に消費者の預金を保護するための預金保険などです。これらの制度を総合すると、優良な預金者が手ぶらで窓口を離れることになるリスクはほとんどありません。これらの制度により、銀行の償還約束が信用できるものとなり、商業銀行の資金は現金のほぼ完璧な代替品となっています。その結果、家庭や企業の日常的な取引には、圧倒的に商業銀行のお金が使われています⁵。

この方法には多くの利点があります。小規模な個人顧客は、銀行の安全性と健全性を吟味するために時間を費やす必要はなく、規制当局や監督当局がそれを代行してくれます。消費者は、貯蓄を安全に保管することができ、支払いは中央銀行の極めて安全な負債で決済されるため、ほとんどリスクがありません。銀行は、安全性と健全性が確保された場所で、投資、商品、サービスに力を注ぐことができます。地域社会と顧客は、より効率的な資本配分と、より高品質で低コストの金融商品という形で、こうした努力から利益を得ることができます。

しかし、これらの利点はコストがかからないわけではありません。規制は、商業銀行が「健全な金融」を発行するために、銀行の安全性と安定性を確保し、商業銀行が自

らの投資判断に伴うリスクを負担することを保証するものです。しかし、規制には、銀行免許を取得するために必要な費用や時間、さまざまな規制を遵守するためのコストなどがかかります。規制は必要ですが、同時に、銀行が活動する市場の少なくとも一部への自由な参入を制限します。その結果、規制による監視は、銀行をある種の直接競争から隔離することになります。議会は、民間部門の競争と顧客の選択、特に決済における競争の重要性を長年認識しており、議会と連邦準備制度は、競争力のある決済市場を維持するために定期的な措置を講じています⁶。

ステーブルコインの目的は、商業銀行のお金を持つ安全資産としての機能を似た形で再現することにあります。ステーブルコインは、一般的には、単一の資産または資産のバスケットに対して1対1の固定為替レートを提供します。支払い用のステーブルコインは、アンカーとしてソブリン通貨を選択する傾向があり、通常は米ドルを選択します。ステーブルコインの発行者は、1米ドルで発行者からステーブルコインを償還できることを示唆していますが、償還請求権は必ずしも明確に定義されているわけではありません。また、償還を行う主体も必ずしも明確には定められていません。

さらに、額面通りの償還の信頼性を高めるために、ステーブルコインの発行者の中には、ステーブルコインの裏付けとなる資金を現金やその他の流動性の高い資産に限定して投資することを約束しているところもあります。この点で、ステーブルコインは、金融経済学者が半世紀以上にわたって研究してきた決済専用の銀行構造として知られる「ナローバンク」に似ていると言えます⁷。このように考えると、ステーブルコインは、外貨をドルに固定し、償還の約束を裏付けるためにドルの準備金を保有する通貨ボードにも似ています。

ステーブルコインは、商業銀行のお金を模倣しようとしていますが、使用する決済ネットワークの点で大きく異なります。ドル建ての商業銀行のお金は、さまざまな資産市場で決済手段として使われており、顧客はさまざまな決済プラットフォームを使って送金することができます。しかし、商業銀行のお金は、暗号資産の取引などを支える分散型ネットワークであるパブリック・ブロックチェーンには「ネイティブ」ではありません。ステーブルコインは、このギャップを埋めるために、暗号資産取引の不安定さを軽減し、デジタル資産取引の「オンランプ」となるものです。

将来性とリスク

この役割、—安定した資産を持たないデジタル市場において、より安定した民間資産としての— はデジタル市場をより奥行きのある、より流動的なものにするために重要な利益をもたらします。よく設計され、よく規制されたステーブルコインは、デジタル資産市場にとどまらず、他の利益ももたらします。例えば、分散型台帳技術 (DLT) プラットフォームにおいて、より幅広い自動化された (または「スマート」な) コントラクトなど、さまざまな活動が可能になるかもしれません。また、「アトミック」な決済資産としての役割を果たし、デジタル資産市場のスピードと潜在的な効率性の一部を従来の伝統的な市場にもたらすことができるかもしれません。適切なネットワーク設計により、ステーブルコインは、特に透明性が低くコストが高いクロスボーダーの状況において、より速く、より効率的なリアルタイム決済を実現するのにも役立つかもしれません。ステーブルコインは、既存の決済プラットフォームにとって健全な競争の源泉となり、幅広い決済システムがより多くの消費者に届くようになる可能性があります。

ります。そして重要なことは、ステーブルコインやその他の決済イノベーションが新たなリスクを生み出す可能性があるとしても、例えば、民間で発行されるお金のシステムを最終的に支えているリソースや義務についての可視性を高めることで、従来からのリスクに対処できる可能性を閉ざすべきではないということです。

これらの利益は相当なものであり、まだ不確実であるとしても、それを認識することは重要です。しかし、これらのメリットを享受するためには、ステーブルコインが商業銀行のお金との間にある最大のギャップを埋める必要があります。それは、強固で一貫性のある監督と規制、そして適切な公的支援です。強力な監督と、それに伴う預金保険やその他の公的支援の組み合わせにより、銀行預金は受け入れられ、受け入れられるお金の形となっています。現在、ステーブルコインにはそのような監督機能がなく、その不存在がリスクを生み出しています。PWG は報告書の中でそのようなリスクをいくつか説明していますが、ここでは3つだけ紹介します。

第一に、不安定な暴走のリスクがあります。米国には民間で作られたお金の豊かな歴史があります。その歴史は、開拓時代に商人や弁護士が発行した約束手形にまで遡ります⁸。これらの金融商品の中には、長期間にわたってうまく機能したものもあれば、規制されていないあるいは不謹慎な発行者が、より魅力的な収益率で安全性と安定性を約束したものもありました。これらの金融商品が破綻すると、その影響は、預金者、投資家、あるいは元本をリスクにさらした機関をはるかに超えて広がります。これらのリスクを過大評価しないことが重要です。ステーブルコインの仕組みに参加する投資家が自分の資金がリスクにさらされていることを知っていれば、1つの発行者への暴走がすべての発行者への暴走になる可能性は低くなります。しかし、このようなリスクの透明性がない場合や、個人ユーザーがリスクを監視できない場合には、広範な損失の可能性が懸念されます。先に述べたように、商業銀行の資金については、規制、監督、預金保険、割引ウィンドーなどにより、銀行の債権者が暴走する理由を少なくすることで、この動きをより遠ざけています。

2つ目のリスクは、決済システムの欠陥のリスクです。ステーブルコインは、伝統的な決済システムの機能の多くを共有しています。決済活動におけるステーブルコインの役割が大きくなれば（これは良いことかもしれませんが）、決済、清算、その他の決済システムのリスクへのエクスポージャーも大きくなるでしょう。ステーブルコインは、異なる決済機能に対する責任がネットワーク上で分散しているため、これらのリスクのいくつかのユニークなバージョンを提示します。米国には国家的な決済規制機関はありませんが、特に決済システムがシステムの的に重要である場合には、決済システムリスクに対処するための強力な基準があります。規制当局は、これらの基準を慎重に利用し、ステーブルコインの文脈で何を適用すべきか、あるいは何を適用すべきでないかを新たに検討する必要があります。

3つ目のリスクは「規模のリスク」です。ステーブルコインは、他の決済手段と同様に、強力なネットワーク効果を発揮します。決済手段を利用する人が多ければ多いほど、その利便性は高まり、参加者一人一人にもたらされる価値も大きくなります。これと同じ理由で、ネットワーク効果は非常に有益なものとなります（通常はそうなります）。その結果、決済手段の迅速かつ広範な拡大は社会的に望ましいものとなります。実際、理想的な世界では、誰もが利用する1つの決済システム、1つの決済手段

が存在するでしょう。この問題は、我々のいる不完全な世界では、決済システムに独占的な力を与えることになるということです。大規模で広く利用されている決済システムを支配する事業者は、相当な市場支配力を持ち、その結果、アクセスと引き換えに利用料を徴収する力を持つことになります。このように、1つの大きなネットワークを持つことの効率性と、そのネットワークを独占的にコントロールすることのコストとはトレードオフの関係にあります。私は、ステーブルコインの発行が独占されるまでにはまだ時間がかかると考えています。このような決済の競争を提供し、参入障壁を比較的少なくすることには多くの関心が寄せられています。私の考えでは、ステーブルコイン業界と既存の銀行システムの間で十分な競争が行われている限り、ステーブルコインの規模が急速に拡大することは懸念されません。この世界では、消費者が異なる商業銀行のお金やソブリン通貨の間を移動できるように、競争によってステーブルコインのネットワーク間を容易に移動できるようにするために、何らかの形の相互運用性が重要です。

銀行モデルからの脱却

世界の各地域では、このようなリスクに対処するため、コストを最小限に抑えつつ、ステーブルコインの仕組みがもたらす潜在的なメリットを促進しようとしています。PWG の報告書では、このコスト・ベネフィット方程式に対する 1つのアプローチとして、「ペイメント・ステーブルコイン」の発行を預金保険被保険者である預金取扱機関に限定し、ウォレット・プロバイダーやその他のノンバンクの仲介者の行動に厳しい制限を課すことが挙げられています。ペイメント・ステーブルコインと銀行預金の経済的な類似性を考えると、銀行が両方の金融商品を発行することに異論はありません。米国には、商業銀行のお金を作り出すことを監督・支援するための試行錯誤されたシステムがあり、それをこの文脈で利用できないという理由はありません。

しかし、安定したコインの発行を銀行のみが行うことができる、あるいはそうすべきであるという考え方には、その責任の性質上、賛成できません。慣れ親しんだ古い仕組みに新しい商品を押し込むことに魅力を感じるのは理解できます。しかし、そのようなアプローチや考え方では、ステーブルコインの取り決めの重要な利点である、銀行組織の決済プロバイダーとしての役割に対する実行可能な競争相手としての役割を排除することになります。連邦準備制度理事会と連邦議会は、民間部門のイノベーションから恩恵を受ける、活気に満ちた多様な決済システムの価値を長い間認識してきました。そのようなイノベーションは、銀行セクター以外からも生まれる可能性があり、特にシリコンバレーのような商業的な文脈で生まれても驚くべきことではありません。そのようなイノベーションが生まれた場合には、銀行を含む他のシステムやプロバイダーと明確かつ公平な競争の場で競争する機会を与えるべきです。

そのためには、決済用ステーブルコインの規制・監督の枠組みは、これらの取り決めがもたらす特定のリスクに、直接的に、完全に、かつ狭く対処する必要があります。これは、ステーブルコインの「準備金」が広告通りに維持されていることを確認するための措置を含め、ステーブルコインの取り決めの重要な機能と活動のすべてにセーフガードを設けることを意味します。しかし、それは必ずしも完全な銀行規則を課すことを意味するものではありません。銀行規則は、決済のみではなく融資活動もその対象としています。もしある企業が唯一の活動としてステーブルコインにリンクした負債を発行し、その負債を非常に安全な資産でのみ担保し、短期借入/長期運用を行わ

ず、顧客に信用を提供せず、ステーブルコインの取り決め全体をカバーする継続的な監督プログラムに従うならば、これらの取り決めが機能するための十分な保証となるかもしれません。

また、ウォレット・プロバイダーやその他の仲介者など、安定したコインの取り決めに参加する他の参加者に対してもセーフガードを講じる必要があります。しかし、ここでも、銀行関係に適用される規制のすべてが必要というわけではありません。例えば、営利企業がこのような取り決めの仲介者を所有したり支配したりすることに制限を加える必要はありません。銀行と商業の分離の背景には、銀行がその所有者にあまりにも有利な条件で貸し付け、所有者に不当な補助金を与え、銀行を不安定にさせるという、キャプティブ・レンディングに対する懸念があります。このような伝統的な懸念は、ウォレット・プロバイダーやその他の仲介者が融資活動を行わない場合には当てはまりません。顧客の金融取引データの利用など、新たに検討すべき問題もありますが、反競争的な行為があった場合には、既存の法律（特に反トラスト法）が適用されるはずで

す。政策担当者は、今後数ヶ月の間にこれらの問題を解決していくこととなりますが、その過程で、ステーブルコインの目新しさに惑わされるべきではありません。米国には、金融機関や決済システムの健全性を維持する方法で、新しい決済技術を開発、改良、統合してきた長い歴史があります。ステーブルコインは新しいものかもしれませんが、その経済性はさほど新しいものではありません。私たちは、この種の民間発行のお金を安全で健全なものにする方法を知っており、そのための規制・監督プログラムを設計する際には、多くの事例を参考にすることができます。競争とその恩恵を受ける消費者のためにも、私たちは仕事に取りかかるべきです。

- 1.Christopher J. Waller (2021), "[CBDC: A Solution in Search of a Problem?](#)" speech delivered at the American Enterprise Institute, Washington (via webcast), August 5.
- 2.これらの見解は私個人のものであり、総務会や他の連邦準備制度の政策立案者の立場を示すものではありません。
- 3.President's Working Group on Financial Markets, Federal Deposit Insurance Corporation, and Office of the Comptroller of the Currency (2021), [Report on Stablecoins\(PDF\)](#) (Washington: PWG, FDIC, and OCC, November)を参照。
- 4.この例えは、ステーブルコインの経済性に当てはまるものであり、その法的地位についてはコメントしません。
- 5.注釈 1 Waller, "CBDC,"を参照。
- 6.連邦準備制度 (2021 年)、"[Fostering Payment and Settlement System Safety and Efficiency \(PDF\)](#)", in *The Fed Explained: What the Central Bank Does*, 11th ed.(Washington: FRS), pp.84-111.
- 7.例えば、Milton Friedman (1960), *A Program for Monetary Stability* (New York: Fordham University Press) を参照。
- 8.Justin Simard (2016), "The Birth of a Legal Economy:Lawyers and the Development of American Commerce," *Buffalo Law Review*, vol. 64, no.5, pp.1059-1134 を参照。

最終更新日: 2021 年 11 月 17 日