

ステーブルコインから預金のトークン化へ －wCBDCを基盤とする未来の通貨・決済システム－

SBI 金融経済研究所
副島 豊

ステーブルコインや銀行預金・中央銀行預金のトークナイゼーションの動きは、「伝統的システムで作り上げられてきた世界のコピーが、新技術を活用した新世界の内部において段階的に形成されつつある過程」として捉えられる。新世界が相当規模にまで拡大し、市場を含む金融システムが「新旧のデュアルシステム」として機能する未来が到来するならば、両システムの結節点として、銀行預金マネーとそのトークナイゼーション、および中銀預金マネーのトークナイゼーション（wCBDC）が重要なチャンネルとなろう。

本稿はまず、ステーブルコインが受容性・償還・台帳非互換という三つの摩擦を抱えることを示す。これらは発行体の異なる債務には互換性がないという原理に由来し、預金マネーが歴史的に直面してきた摩擦と同根であって、分散型台帳技術やトークン化それ自体では解消できない。ステーブルコインは100%のバックアップアセットを要する負債側をトークン化したナローバンクであり、不安定性は改善可能でも、不効率性はマネーの性質上改善の余地がない。摩擦の克服には独占・償還廃止・中銀預金活用の三解が原理的に考えられるが、独占はコンテストアビリティを、償還廃止はマネーの単一性を損ない、中銀預金活用も国内では有効ながら法域をまたぐ場合、現行クロスボーダー送金と同一の壁に直面する。いずれも単独では最適解たりえない。

預金マネーの二階層構造がインターオペラビリティを生むのは、銀行間送金の際に中銀預金の振替が活用できるからである。ステーブルコインに欠けているのは、裏付け資産の移転を発行体や銘柄が異なるステーブルコインの送金と同期させる決済チャンネルであり、これをアトミックに実現するためにトークン化されたwCBDCが期待できる。現行のRTGSを外部DLTとアトミックに接続する道はあるが、新規に設計するのであれば、ネイティブなwCBDCを発行し、複数の資産・通貨・スマートコントラクトを同一台帳上で単一取引として合成できるOn Ledger Composabilityを確保する方が効率的である。Project Agoraは、民間銀行預金を共有台帳で合成可能としつつ、中央銀行マネーは各国台帳に区画化して主権と法的性格を保持する「区画化された統合台帳」を、多通貨・クロスボーダーで実装しようとする試みである。

これらを踏まえると、三つの新しいトークン型マネーは競合するのではなく階層を分担する。トークン化預金は二階層目を担う民間銀行預金マネーの進化形であり、wCBDCはマネーの単一性を強化する公的な決済アンカー、ステーブルコインはクローズドなネットワークの内部で高い機能を発揮し、二・三階層目に位置しうる。問われるべきは単体の優劣ではなく、統合台帳とwCBDCを核とするシステム全体の設計である。wCBDCを核とする各通貨圏をどう接続するか、単一ネットワークか複数の相互運用網か、中央銀行のバリデーター関与、同期オペレーター等の新たな金融市場インフラの統治と多法域の法的確定性の調和といった論点は未決である。

未来の通貨・決済システムのグランドデザインは今なお揺籃期にあり、とりわけ日本ではこれを広く議論する場が乏しく、全体設計の議論の場が必要とされている。