

みずほマーケット・トピック(2021 年 5 月 24 日)

「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄

金融市場は株、金利、為替(ドル)のいずれも勢いを失っている。理由は様々考えられるが、昨年来の本欄でも述べたように、「金融市場にとって最大のリスクはコロナの終息」だったということなのだろう。徐々に、しかし確実に現実が期待に追いつき、価格修正が進んでいる。米 10 年金利が年初来の最高値からピークアウトしたものの高止まりしているのは、同国の正常化期待を踏まえれば当然である。名目金利高止まりは株価を筆頭とするリスク資産価格の調整を招きやすい。先週来、市場心理を悪化させている暗号資産価格の大暴落はその象徴だろう。改めて暗号資産を貨幣に想定される 3 機能(①価値尺度、②決済手段、③価値貯蔵)に照らした場合、どれも満たしていないのは明らかである。敢えて言えば③に関し、資産運用先としての可能性を見出す向きもあるが、所詮はマイナーな存在のままだろう。暗号資産急騰はコロナ禍における運用難がもたらした「時代のあだ花」であり、このまま散っていくことになるかと筆者は考える。

～現実が期待に追いつきつつある～

金融市場は株、金利、為替(ドル)のいずれも勢いを失っている。理由は様々考えられるが、昨年来の本欄でも述べたように、「金融市場にとって最大のリスクはコロナの終息」だったということなのだろう。年初からの動きを見た場合、ピークアウトこそしているものの、やはり米金利は高いままである。米経済の経済正常化が先進国で最速になりそうなのだから、その期待から金利が上がるのは自然である。しかし、悲惨な実体経済を脇に置いて株価が上がってきたのは、回復期待が高い割に名目金利が低かった(要するに実質金利はさらに低かった)からであり、名目金利が上昇し、高止まりすれば話は変わってくる。もちろん、米実質 10 年金利は未だにマイナス圏だが、恒常的に▲1.0%台にあった昨年からは上昇している。徐々に、しかし確実に現実が期待に追いついていると言える。目下、金融市場の関心は供給制約に起因する「悪いインフレ」であり、そのために中央銀行の政策運営も正常化へ振れるのではないかと疑念が根深い。必然、名目金利は高止まりする。

～未だに良く分からない暗号資産の利用価値～

名目金利高止まりは株価を筆頭とするリスク資産価格の調整を招きやすい。先週来、市場心理を悪化させている暗号資産価格の大暴落はその象徴と言える(※筆者は「通貨」の価値を満たしているとは思わないので暗号通貨ないし仮想通貨とは呼ばない)。現実企業収益から一応の公正価値(フェアバリュー)が算出できる株価と異なり、暗号資産価格の公正価値はその算出過程に確たるコンセンサスがあるわけではない。株式の配当や債券の利子のような定期的なインカムを生まないという点では「商品(コモディティ)」に近い資産クラスと言えるかもしれない。実際、ビットコインは「デジタルゴールド」と呼ばれることがある。しかし、金や銀は工業的・宝飾的な利用価値があり、鉄や銅そして石油の利用価値については改めて説明する必要もない。それらは公正価値を算出

するのが難しくとも、十分な利用価値があると周知されている。「利用価値があれば、それに付随した公正価値も存在するはず」という発想には繋がる。実際、それらの貴金属・非貴金属・資源は無ければ経済活動に支障が出るのだから、それに見合う対価は当然存在する。

しかし、暗号資産はつい最近まで存在しなかった代物である。もちろん、利用価値があるならば別だが、それも今一定かはない。敢えて言えば、既存の金融システムに比較して極めて低コストな国際送金が可能になることは指摘される。フェイスブック社の暗号資産リブラ(現在はディエムに改名)が話題になった時は、そうした送金コストの低下に加え、「銀行口座を持ってない層にもサービスを提供する金融包摂(フィナンシャルインクルージョン)としての社会的意義が大きい」という声もあった(※リブラへの批判的な議論に関しては2019年刊行の共著『リブラの正体(日本経済新聞社)』をお読み頂ければと思う)。暗号資産を使えば、金融システムが脆弱な国々と取引する際、法定通貨よりも安定性を発揮できるとの主張もある。こうした国境をまたいだ資本移動が迅速かつ安価になるというメリットは暗号資産が法定通貨に対して持つ利点として頻繁に持ち出されるものだ。

筆者のように銀行や証券会社など、伝統的な金融機関に所属する立場から暗号資産に批判的な議論を展開するとポジショントークとの疑義を抱かれやすい風潮もあるが、そもそも1か月単位で価格が倍になったり半分になったりする資産が決済手段として使えるはずがないし、使いたいという気持ちにもならないし、現実に使われていない。先週の暗号資産暴落の直接的な契機は5月21日、中国の規制当局が暗号資産に関し、金融機関や決済企業が仮想通貨関連の業務を行うことを禁止することを発表したからであったが、むしろ現実の危うさに規制が後から付いてきただけだろう。「リスクが社会に拡散するのを阻止する」と明言した中国規制当局のコメントがそう物語っている。

「決済手段としての暗号資産」と言えば、3月には米電気自動車大手テスラが同社製品の購入代金をビットコインで受付可能にし、イーロンマスク CEO 自らが「テスラに支払われたビットコインはビットコインとして持ち続け、不換通貨に換金しない」と宣言し、ビットコインが急騰することがあった。しかし、5月に入り、ビットコインを生み出すマイニング作業の過程で膨大な電力消費が環境負荷として好ましくないと述べ、ビットコイン決済の可能性を翻した。これに応じてビットコインは急落している。ここでは、同 CEO の言動の是非は問わないが、いち企業(いち経営者)の言動で価値がこれほど変動するものが「通貨」と名乗るのは根本的に無理である。

～改めて貨幣3機能に照らして考えると・・・～

なお、暗号資産が法定通貨に勝つと思われていた決済機能は貨幣に想定される3機能の1つに過ぎない。3機能は①価値尺度、②決済手段、③価値貯蔵である。②として使えない(使われていない)という議論は上述の通りだが、①も③も満たしていないというのが実情だろう。決済手段として使われない以上、通貨としての実需(≒利用価値)がないということである。実需が広がっていかねば企業部門や家計部門で日常利用されるには到底至らない。では①はどうか。例えば原油や金の値段がビットコインで表示される未来が想像できるかを考えれば良い。ドル建てで表示されるのはドルの価値が最も安定しているからという暗黙の前提がある。1か月で価値が半減するような単位で財やサービスの普遍的な価値を表現するのは無理である。価値尺度にもならない。

敢えて言えば、③の価値貯蔵は最も暗号資産の魅力が見出されやすい機能かもしれない。月単位で倍になる可能性があれば、そこに十分な期待値を認め、投資対象とする投資家もいるだろう。

暗号資産が今後も存続するとすれば、それはやはり「資産運用先の一つ」として選ばれるコースが濃厚だろう。だが、暗号資産の異様に高いボラティリティは投資家からすればリターンを蝕むリスクであり、株、債券、為替といった伝統的な資産クラスには及ばず、これに次ぐオルタナティブ資産の中でも商品や不動産には及ばない位置づけだろう。ボラティリティが高いという事実は価値貯蔵に最も向いていない特徴と見なすこともできる。

なお、価値貯蔵機能に着目した場合、例えばビットコインはその産出量(発行量)に上限があり希少性が高いという点で金に類似し、だからこそ価格は上がるという解説をよく目にする。それは暗号資産がビットコインしかない場合には有効な理由かもしれない。しかし、有象無象の暗号資産が乱立している今、その希少性をどこまで評価すべきなのかは相当に注意が必要である。もちろん、ビットコインが有象無象の暗号資産とは違って、決済機能(や価値尺度機能)にも優れているなど通貨の基本的機能を強みとして備えているならば差別化もされるだろうが、上述したように結局、そうした事実は今のところ認められない。また、金の持つ価値貯蔵機能は長い人類の歴史の中で、あらゆる国・地域で認知・形成されてきたものだ。急に出てきた暗号資産に当て嵌めるのは難しい。

～暗号資産急騰は運用難がもたらした「時代のあだ花」～

最近まで暗号資産の騰勢が続いてきたのは伝統的な資産クラスの投資妙味が限界まで押しつぶされた結果、相対的な投資妙味が改善したからだろう。コロナ禍における形振り構わないマクロ経済政策の結果、過剰流動性が生み出されたものの、株も債券もアップサイドが見込めない水準まで買われてしまった。そこで行き場を失った運用資金の置き場所が必要になったのが暗号資産だったのではないのか。しかし、冒頭述べた通り、米国を中心にコロナ終息が視野に入中、昨年来続いてきた金融相場が終焉に近づいている感は強い。暗号資産急騰はコロナ禍における運用難がもたらした「時代のあだ花」として散っていくことになりそうである。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーパリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーパリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	運動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーパリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読み方～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まず「パウエルショック」の回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外資準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しを示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会レビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡面という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のプレグジット、後門の次年度予算