

market:update

金融経済の見通し

2022年4月18日

ビットコインはインフレ耐性をもつか

欧州連合（EU）統計局が発表した2022年3月のユーロ圏消費者物価指数（CPI）は前年同月比で約7.5%まで上昇し、米労働省が発表した米国消費者物価指数（CPI）は、同約8.5%の上昇となるなど、引続きインフレ亢進が見られています。こうした中、ビットコインは過去12ヶ月の間に20%以上の下落を見せており、ビットコインが有効なインフレヘッジ手段になり得ないとする見方があることには、妥当性があるように思われます。

ビットコインがインフレを予見していた可能性

かように、欧米でインフレが加速する中、ビットコインの価格が低迷していた事実は、一見すると、これにはインフレと逆行する動きを示す性質があるのであり、ビットコインは有効なインフレヘッジ手段になり得ないと考えることは、自然であると考えられます。

しかし、2020年9月から2021年4月の期間に、ビットコインの価格が急激な上昇を示していた事実は、これが、この時期すでにその後のインフレ率の急上昇を先取りした動きを見せていたとの解釈を可能にすると考えており、その場合、過去12ヶ月のビットコインの価格低迷には、すでに足元、債券市場に織り込まれているような、インフレ率の低下や景気後退に対する市場参加者の見方が反映している可能性もあると考えられます。

もっとも、まだ観測点が少なすぎる為、この論法は非常に憶測的であると言え、ビットコインが本当にインフレから身を守る手段として有効であるか否かは、将来になって、明らかになると考えています。

MSCI米国とビットコイン、金価格の相関関係

260日移動平均



出所：リフィニティブ・データストリーム、メッツラー、2022年4月5日現在

興味深いのは、新型コロナウイルスのパンデミック以降、ビットコインの価格が、株式市場と正の相関関係を示していることです。2020年3月に世界中で株価が乱高下した

際、また2022年2月にロシア・ウクライナ戦争が勃発した際も、ビットコイン価格は、株価とほぼ同時に非常に大きく下落しました。この事実からは、明らかにビットコインが、とりわけ危機時に株式と負の相関関係をもつ国債の安全逃避先としての役割を担っていないと考えられ、こうした背景には、パンデミック時に民間の家計から金融市場に多くの投機資金が流入したこととも関係があると見ています。

ここで、ビットコインは通貨ではない為、現実の経済取引に於いて、紙幣制度に大きく依存しており、つまり、ビットコインの売り手は、従来の紙幣を受け取るという事実を認識することが肝要と考えています。紙幣には定まった需要があり、これまでのところ、どの暗号通貨も、実際の経済取引に相当な規模で利用される迄には至っていないと思われ、依然として、暗号通貨は紙幣に代わる本当の意味での通貨と言える状況にはないと考えています。

ECBは直ちに主要金利を引き上げるべき

一方、各国の中央銀行は、すでに暗号通貨の存在に脅威を感じているようであり、各国の当局者は自国の紙幣にとっての深刻な競争相手の台頭を望んでいないと思われます。そのような状況下、各国の当局者には、より一層、（従来の貨幣制度を前提とする）金融機能の安定性を重視した政策が求められると考えられ、米連邦準備制度理事会（FRB）は、少なくとも今後2回の会合で、0.5ポイント幅の主要金利の引き上げを行う見通しを示唆しています。

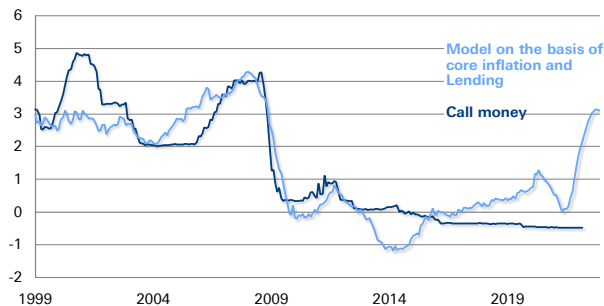
ECBもまた、より制限的な金融政策への転換を驚くほど早く検討していると見られ、欧州経済の成長見通しが大幅に悪化しているにもかかわらず、年内に2回の利上げが金融市場に織り込まれていると見ています。

近年、ECBは金融政策のスタンスを、コア・インフレ率と銀行貸出による信用伸び率によって決定することが主流になっていると思われています。実際にユーロ圏の2022年3月のコア・インフレ率は約3.0%、信用伸び率は同約4.4%でしたが、過去には、この2つの値が同程度の組み合わせであれば、ECBはすでに主要金利を2.5%程度まで引き上げていたとも考えられます。

こうした状況下、メッツラーは、今年末までに、コア・インフレ率が2.5%の水準迄低下し、信用伸び率が約4.5%に安定すると予想しています。

market:update

ECB 金利予測モデル：近々利上げが必要 単位：パーセント



出所：リフィニティブ・データストリーム、メツラー、2021年3月31日現在

勿論、これは非常に単純化されたアプローチで、当該金利予測モデルは、過去に実際のECB主要金利から大きく乖離したこともあります。概算としての傾向を把握する上で参考になると考えています。

尚、ECBが今後12ヶ月の間に、足元で一般に予想されているよりも大幅に主要金利を引き上げる必要があると、当該金利予測モデルが示唆していることは注目に値すると思われ、こうした状況から、債券市場には依然としてリスクがあると考えています。

中国：ゼロ・コロナ政策の行方は

ゴールドマン・サックスによると、中国のワクチン接種率は約90%ですが、ブースター接種率になると足元で1%未満に過ぎない状況が示され、同社の分析によれば、平均的な人の入院予防効果は約70%とされていることから、実際に感染が急増した場合、入院が必要になる人の割合が、全人口の3割程度にまで及ぶ可能性が指摘されています。

中国では、新型コロナ・ワクチン接種に於いて現役世代を優先した経緯から、とりわけ60歳以上の人々のワクチン接種率が非常に低くなっています。同国では、実際に60歳以上でワクチン未接種か一部しか接種していない人が5,200万人以上もいると報告されており、もしオミクロンの変異株が急速に広まれば、中国の医療制度は瞬く間に崩壊してしまう可能性が指摘されています。

こうした状況下、中国政府は、厳重な管理体制によって急速な感染拡大を防ぐことを急務として、今後数週間のうちに、ブースター接種率が90%に達するまで、ワクチン接種キャンペーンを加速させると言われています。現在、中国のワクチン接種のペースは一日当り人口の約0.4%で、必要な防御を達成するには、概ね8カ月程度は掛かることになると想定されています。

この為、今後2~8カ月は、引続き厳しいロックダウンが必要になると考えられ、中国経済の不況傾向も当面の間続く可能性があると思われ。現在、多くの外資系企業から、中国国内での生産停止や物流上の困難が報告されており、世界のサプライ・チェーンにおけるボトルネックは解消に向かうどころか、寧ろ悪化が懸念される状況にあるとも見られます。当面の間、貿易量が輸出入ともに、顕著に落ち込む可能性が懸念され、信用全体の伸び率も再び弱含み、クレジット・インパルスが低下する可能性が高いと考えています。不動産市場に依然として好転の兆しが見られない中で、国際商品市況が高騰を続けており、住宅価格を含め、更にインフレが充進する可能性があると考えています。

英国および米国

英国については、金融市場関係者が、イングランド銀行は最早インフレを抑制することが不可能な領域に達したと見ている可能性が考えられます。今後はとりわけ、インフレ・スワップ・レート（5年先スタート5年物）に、市場の中央銀行に対する信頼が失墜した状況が示されることになれば、実態経済としても痛みを伴う状態が顕在化する懸念があり、背景にあると見られる賃金価格スパイラルの動向を注視したいと考えています。

尚、米国については、景気後退の可能性について論じること、依然として時期尚早だと考えており、当面の間、NFIB中小企業楽観指数、小売売上高、鉱工業生産指数等に、同国経済の堅調さを示す経済データが表れてくると見えています。



Edgar Walli

メツラー・アセット・マネジメント GmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

market:update

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2. 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3. 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4. 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
5. 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6. 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7. 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります。当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
8. 害について一切責任を負いません。
9. 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10. 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11. 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12. 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会

W22-014