Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 21

May 21, 2025

ビットコインが準備資産になり得ない理由 ーステーブルコイン型ユーロの利点

通貨準備は国家主権に関わる問題である

アメリカやヨーロッパのような先進国は、一般的に大規模な外貨準備を必要としてきませんでした。これらの国の通貨は世界的に広く受け入れられており、高い信頼性を持っているため、輸出入の決済も自国通貨で行われます。つまり、米ドルやユーロを発行する国は、為替変動についてあまり心配する必要がありません。

これに対して、多くの新興国では状況が異なります。彼らの外貨準備（通常は米ドルやユーロ）は、資本流出や外部ショックが起きた時の安定装置として機能しています。この文脈においては、ビットコインを準備資産の一部として保有することで、リスク分散になるという主張も可能です。しかし、ビットコインは価格変動が非常に大きいため、外貨準備全体に占める比率はごくわずかに抑えるべきです。

ビットコインは安定したアンカー（基軸）にはなり得ません。暗号通貨は、既存のどの通貨よりも、そして多くのコモディティよりも価格変動が大きく、特に危機時にはその傾向が顕著に表れるからです。ビットコインは、投資家の避難先としての信頼性をまだ確立できていません。むしろ、地政学的な不確実性やマクロ経済ショックの際には、（テクノロジー関連の）株式とともに急落する傾向があり、仮に米国の債務危機が起きた場合に、資金がビットコインに逃避することはあり得ますが、不確実性がパニックに変われば、同じくらいの確率で価格が暴落する可能性もあると考えています。

アメリカにおける戦略的準備資産としてのビットコイン

一見すると、ビットコインで外貨準備を賄うというアイデアは革新的で現代的、そして構造的な問題に対する万能薬としてデジタル技術が称賛されている今の時代において、説得力を持つように思えます。しかし、なぜ国家、例えばアメリカが戦略的準備資産としてビットコインを保有するべきではないのでしょうか？元々は国家管理の金融秩序に対抗する分散型の代替手段として考案されたこの暗号通貨は、今では社会的に受け入れられつつあり、機関投資家のポートフォリオにも組み込まれています。しかし、それが自国通貨の安定化に役立つ適切な手段となり得るでしょうか？

その答えは明確な「ノー」だと考えています。安定した通貨を保証できるのは、健全な国家財政と独立した中央銀行だけです。それらが現在も将来も物価の安定を確保できるからです。このような状況の中で、米国のような超大国が戦略的にビットコインを準備資産として積み上げるという考えは、強さの象徴というよりも、むしろ切羽詰まったサインのように見えます。それは自国の金融・財政政策に対する自信の欠如を認めることになりかねません。

金と石油―代替手段としてふさわしくない理由

金はもはや通貨の基軸として使われていませんが、それには正当な理由があります。金の生産量はほとんど増えておらず（ピークに達したか、あるいはその直前です）、一方で世界経済は年率約 2～3%のペースで拡大しています。これは、金が構造的なデフレ資産であることを意味します。

一方、石油はコモディティ（商品）です。石油は通貨の基準としてではなく、経済に不可欠な投入物としての役割を果たしてきました。具体的には、石油はドル建てで取引され、その収益は米国債に投資されていました。もし石油に通貨ペッグを設定した場合、石油は消費されるのではなく備蓄されることになり、エネルギー市場やインフレに壊滅的な影響を及ぼすでしょう。

通貨の基軸―ビットコインは通貨の裏付けとなり得るか

歴史的に、米ドルは長い間金価格に連動していました。では、ビットコインに連動するという現代版は考えられるでしょうか？

この点でビットコインはさらに硬直的です。発行上限が 2,100 万枚と固定されているため、実質 GDP の成長と経済を結びつけることは、幻想的であるだけでなく、むしろ逆効果となります。デフレーションは副作用ではなく本質的な特徴となり、投資の消極化、賃金の低下、負

債の実質価値増大といったおなじみの経済的副作用を伴います。

また、実務的な問題もあります。米ドルをビットコインに真剣にペッグ（連動）させるには、必要なマネーサプライをカバーするためにビットコインの価格が数百万ドルになる必要があります。これは経済的な意味をなさないばかりか、ビットコインを超投機的な資産に変えてしまい、安定性や公平性に関するリスクを招くでしょう。

ビットコインは金融資産であり、安定の基軸ではない

個人が投機を行うことは許されますが、国家は資産の安定を追求するべきです。ビットコインはデジタルゴールドと見なされるかもしれませんが、国家の準備通貨として使う正当な理由は見当たりません。国家が本当に債務を発行してビットコインを購入し、その価格上昇に投機するべきでしょうか？新興国がその大きな価格変動を考えると、ビットコインを準備資産として保有することは適切でしょうか？危機の際に価格が急落する金融資産が準備通貨として適しているでしょうか？

ステーブルコインはどう考えられるべきか？

ステーブルコインとは、価格を国家通貨に対してできるだけ乖離しないように自動的に価格を固定する仕組みを持つ暗号通貨のことです。発行されたステーブルコイン1枚につき、通常は対応する金額が短期の国債に投資されています。つまり、ステーブルコインは国債によって裏付けられており、従来の世界とオンラインの世界をつなぐ架け橋となっています。ステーブルコインは特に国際送金の分野で、迅速かつ低コストのオンライン取引を可能にします。

時価総額約1,500億ドルのテザー（USDT）や、約600億ドルのUSDコイン（USDC）などのステーブルコインは既に存在していますが、発行しているのは比較的小規模な事業者です。もし米政府、中央銀行、商業銀行が共同でステーブルコインを発行すれば、本物の米ドルと同様に世界中で受け入れられ、デジタルキャッシュとして機能するでしょう。その需要は特に通貨不安のある新興国から非常に大きなものになる可能性があります。アメリカにとっては二重のメリットがあり、米ドルの世界的な基軸通貨としての役割が大幅に強化されるとともに、多額の資金が米国債に流入し、膨大な財政赤字や国債の返済も問題なくまかなえるようになるでしょう。

興味深いことに、ユーロ圏にとってステーブルコインの発行は米国以上に検討に値するテーマだと考えられます。ステーブルコインを発行することで、中央銀行によるデジタルユーロの導入に関連した目標がはるかに速くかつ簡単に達成される可能性があります。海外のサービスプロバイダーに依存せずにデジタルインフラを構築することができ、民間セクターによって、投資/運営が行われます。そして、デジタルユーロ発行のための広範で時間のかかるインフラ整備を行う必要もなくなります。

世界経済の見通し

経済に話を戻すと、米国の関税政策の影響や最近数週間の金融市場の混乱が世界経済に与える影響はまだ評価が難しい状況です。そのため、今週木曜日に発表される米国、日本、欧州の購買担当者景気指数（PMI）の速報値に注目が集まっています。株式市場の回復によって企業の景況感が改善するかどうか、注目が集まります。また、同じく木曜日にはifo景況感指数も発表されます。ドイツでの新政権発足によって、先行きへの楽観が強まった可能性があると思われます。

中国では、工業生産と小売売上高がともに月曜日に発表される予定です。中国経済は米国の関税発動前の駆け込み需要の影響を受けて堅調な経済指標を示す見込みです。今後数か月間は、政府の景気刺激策が輸出減少に対して十分な歯止めとなっているかを見極める上で注目されるでしょう。

メッツラー・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

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、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、当社はその変更等に起因する損
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.)本資料に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

W25-018