

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年3月15日

ビットコイン - 金の代替になり得るか

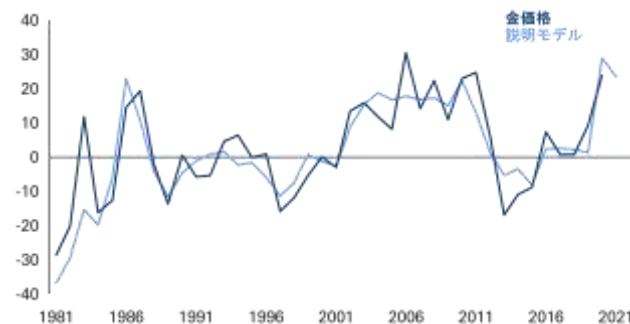
概して価格動向に関するデータは、十分に長期間に亘って観察すれば、常に相関関係なり何某か説明可能な関係性を見出し得るものであると思われ、モデル構築の際、見せかけの相関関係を無意味に適用しないよう、データ認識のハードルは可能な限り高く設定すべきであると考えています。とりわけ、金価格の水準を予測する場合、ファンダメンタルなデータを用いて計量経済学的に推定するより、年率の変化率を用いて推定する方が、一定の困難を伴いながらも、理に適っていると思われま

金価格の説明モデル

メツラーの広範な分析によると、1984年以降、金価格は米国の負債、インフレ動向、米ドルの対外価値に驚くほど強く安定的な影響を受けてきました。従って、今後明らかになってくるグローバルなインフレ・ダイナミクスの進展は、向こう数ヶ月間の金価格に大きな影響を与えることになると考えています。興味深いことに、名目金利も実質金利も、長い期間に亘り、統計的に金価格に有意な影響を与えて来なかったと見られます。一方、金価格は、金と米ドルの為替レートのようなものとも見られることも可能かと思われま

金価格の動向は米国の負債、インフレ動向、米ドル為替レートで説明可能

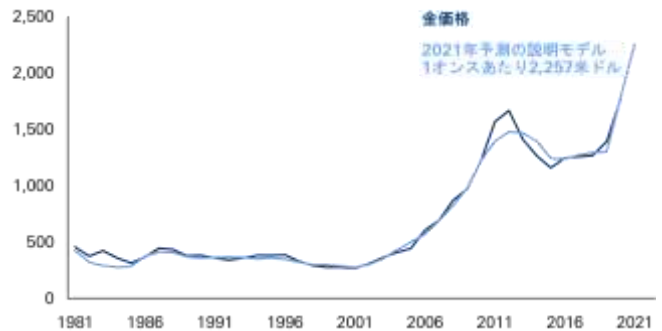
年平均対前年比



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH 2021年2月17日

今年は金価格上昇の可能性

1オンスあたりの米ドルでの年間平均



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH 2021年2月17日

しかし、年初来、金価格は約10%下落しており、楽観的なモデル予想からの乖離が顕著になっています。これには2つの説明が考えられますが、一つは商品価格というもの概して価格変動が非常に大きいということがあると思われま

歴史的に金価格のボラティリティは年率約20%程度あると見られますが、このことは、金価格が現在、通常の相場サイクルにおける調整局面に入っていると見られ、今後数ヶ月の間に予想値に向けて再び顕著に上昇する可能性があることが示唆されているというものです。現在、金価格がインフレ懸念の高まりの恩恵を受けられていないことは、例えばビットコインが年初から60%以上も上昇していることに鑑みると、かなり意外な状況だと思われま

そこで金価格の下落の第二の説明として考えられるのは、ビットコインは益々通貨として見做されなくなっている、即ち、金と同様に貨幣価値の保存手段(金の代替投資先)として見られるようになってきているということが考えられます。

バーチャル時代への移行

金は人類最古の時代にまで起源を遡ることができます。金は物質世界における産物であり、太古の昔からその輝きをもって人類から貴金属の地位を与えられ信頼されてきた歴史をもつこと等が、学者により指摘されています。コロナ危機以降、世の中の大多数の人々は日々の時間の多くを世俗的なバーチャル世界に生きていると思われま

近時の金とビットコインの相対価格の展開を見ると、これが人類の歴史の根本的な変化と、物質的な時代からバーチャルな時代への移行を示している可能性

があるとも考えられます。ビットコインは全ての暗号通貨の中で「先発者の優位性」をもっていると思われる為、それをもって持続的に見られる高い需要を説明することが可能とも言えます。ただ、テクノロジー革命はこれまでも時代を風靡した産物に対して次々と役割交替を迫ってきたことを考えると、ビットコインの存続可能性についても、非常に不確実だと言わざるを得ないと思われれます。金のように人類の歴史に深く根付いている訳ではない為、将来的にビットコインは、新たなより優れたテクノロジーの産物に取って代わられるリスクから逃れられないと考えています。

説明モデルの構造的破綻か

バーチャル時代への移行により、金価格の説明モデルの構造的な破綻、即ち金価格の予測力が次第に低下していくという事態が生じる可能性があります。しかし、かように画期的な移行は通常一夜にして起こるものではない為、メツラーのモデルは今後も引き続き金価格の方向性を示す良好なシグナルを提供する可能性があると考えています。このような背景から2020年の金価格の年平均は1オンスあたり約1,770米ドルであったのに対して2021年の金価格は年平均でこの価格を上回るだろうとより慎重な予測をしています。このように、依然として金価格は年内に回復する可能性が高いと考えられますが、金価格のトレンドが反転する一つのきっかけは、米国債利回りの上昇になると見ています。現在、米国10年物国債の利回りには乱高下の動きが見られ、米連邦準備制度理事会（FRB）がより積極的に介入したり、イールドカーブ・コントロールを導入したりする可能性があります、その場合トレンドの反転が起り得ると予想しています。

マイナス金利はECBによる失敗か、環境のせいか
ECBの会合などでの主要議題の一つに顕著な国債利回りの上昇があります。例えば、イタリア10年物国債の利回りが2月11日の0.45%から2月末のピーク時の0.8%へと上昇したことが、従来のECBによる金融政策が奏功していないことを意味し、ECBが更に介入して利回りを低下させなければならないかとの議論があります。このことは、金利の適正性という根本的な問題を提起していると考えられます。

ここでは、通常、理論上の「均衡利子率」という概念が論拠として用いられると思われれますが、均衡利子率は、中央銀行とは独立した経済主体による資本の需要と供給によって形成され、とりわけ主流となる意見では、人口動態、貯蓄性向、財政

政策、生産性、イノベーションなどが決定要素として影響を与えるとされています。

中央銀行が主要金利を均衡利子率の水準で正確に設定していれば、インフレ率は安定すると考えられますが、実際のインフレ率がインフレ目標よりも低い状態で、今後上昇すると仮定した場合、中央銀行は主要金利を均衡利子率以下に引き下げなければならないと思われれます。

現在、ユーロ圏の均衡利子率は0%を割り込んでおり、ECBがマイナス金利やその他の非伝統的な措置をとっても、インフレ率の大幅な上昇は殆ど実現できないと学術的には推測されていると思われれます。従って、債券利回りについての当初の質問に対する回答は、ECBは利回りの上昇を阻止し、これを更に確実に低下させるべきだということになると思われれます。マイナス金利における債券利回り誘導は、プラス金利の世界と同様に効果があることが研究結果にも示されている為、ECBの政策金利を-0.75%にまで引き下げること排除すべきでないと考えられます。このように、マイナス金利はプラス金利と同じように銀行の貸出金利や預金金利にも波及し、銀行貸出の活性化と商業銀行の収益安定に資すると考えられます。

評論家によると、均衡利子率の概念は理論的には説得力があるが、実際の均衡利子率の推定に於いて不確実性が高すぎるとの主張があります。ここでは概して中央銀行は人為的に低い水準まで金利を引き下げようとする傾向が見られる為、マイナス金利を正当化する概念に沿った方向性を示すべきではないと考えられています。更にECBによる独自の研究結果によると、マイナス金利はこれまでのところ、インフレ率への寄与は年0.1%ポイント以下であり非常に小さなものに留まっていたことが示されている他、マイナス金利は、ゾンビ企業の創出や金融市場でのバブルの発生、更には高債務国が必要な改革に着手することに対する圧力を和らげてしまう等、相当な副作用があると考えられています。更に評論家の間には、ECBが将来的に主要金利を再び引き上げるとは、各国の資金調達金利を顕著に高めることになり、従来あまりに長期に亘りマイナス金利環境の恩恵に慣らされてきた高債務国にとって耐え難いものになることが想像される為、非常に困難であるとの見方もなされているようです。**ECBの任務とインフレ目標**
前述の評論家による見方は、一考に値するものですが、そこから先についても考察して見たいと思

います。ECBは現在、物価安定をもたらすインフレ率を2.0%と定義し中期的にこれを達成しようとしています。しかし、実際に過去を検証すべく2013年以降を見ると、ECBは毎年目標を達成できておらず、各年において次年度なら達成できるという見込みさえないまま任務を果たせない状況が続いています。このような環境下では、ECBはあらゆる手段を使ってインフレ率を上昇させるべきとの意見も理に合っていると考えられます。勿論、ECBはインフレ目標を見直し「物価安定に資するインフレ率を0%から2%の間」として再定義することも可能で、この場合、ECBは主要政策金利を0%以上の水準に戻して証券購入額を削減することが可能になり、副作用の危険性も軽減されると考えられます。但し、ECBがインフレ目標を一度変更すると、将来的に再びインフレ目標を変更し、それを著しく高い水準にまで引き上げる危険性もあると思われれます。実際に、2008年の金融市場危機の後、一部のエコノミストからは、次の景気後退に対抗する為に十分な金融政策余地をもたせるべく、中央銀行はインフレ目標を4.0%に引き上げるべきだという意見が実際に出ていたことには留意が必要と考えています。又、インフレ目標を再定義した場合のもう一つの影響は、ECBが突如として他の中央銀行と比較して著しく制限的になることが挙げられます。ユーロ高が顕著に進行し、インフレ率に下向きの圧力が掛かる他、輸出産業の競争力もかなり低下すると見られます。日本は既にこうした経験をしているのであり、2012年のアベノミクスにおける異次元の量的緩和による影響力をもってのみ、日本のテクノロジー産業の韓国や台湾への流出が終焉したと考えられます。

このように経済政策には、ゾンビ企業の出現や金融市場におけるバブルの発生を、他の政策手段を用いて防ぐことが常に問われていると言えます。基本的には、現行のECBのインフレ目標がまだ時代に合っているか否か、又、インフレ目標に代わるECBへの新たな要請として何が有効か等について、欧州全体レベルで答えを出す必要があると考えています。更に、欧州通貨同盟（EMU）が時宜に適った制度であり続けているかどうかとも問われる必要があると思われれますが、より良い代替案が見つからない限り、ECBはインフレ目標の達成に取り組み、欧州の経済政策としては、通貨同盟の改善に取り組むのが当面の論理的な帰結ではないかと考えています。

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



Edgar Walki

- 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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害について一切責任を負いません。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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

W21-009