

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

Kapitalmarktausblick KW 23

2021年6月14日

暗号通貨、MMT、世界準備通貨 — どのように関連しているか

シカゴ大学経済学部のアラート・ウーリヒ教授が最近、暗号通貨に関するエキサイティングなオンライン・セミナーを行いました。ウーリヒ教授はまず、スタンダードな資産価格モデルから、「ビットコインなどの民間の暗号通貨は、利息や配当金がないため、投資対象としての本質的な価値はない」ことを理論的に導き出しました。従って「ゼロよりも大きい価格は価格バブルである」と。

暗号通貨は中央銀行に注意を促す

しかし、民間の暗号通貨は、市場参加者にとって有益な取引を可能にします。そのため、さらなる理論的分析に基づく、ゼロを超える価格が正当化されます。理論的には、どんな価格であっても正当化され、今日の価格が将来の価格の最良の予測となります。「ビットコインをはじめとする暗号通貨の発展は、民間通貨が国家通貨と並んで定着し、今後も消滅しないことを示す」とウーリヒ教授は考えています。興味深いことに、暗号通貨の発行済み総量は、すでに米ドル現金の発行済み総量に匹敵しています。

このような背景をもって、国家通貨がますます重要性を失うのではないかという懸念から、主要な中央銀行が国家の暗号通貨のコンセプトに取り組んでいるのは当然のことです。「民間の暗号通貨の量が非常に大きな規模に達した場合、金融政策に大きな影響を与えるだろう。例えばFRB（米連邦準備理事会）は、民間の暗号通貨の供給量が著しく増加した場合、FRBのインフレ目標を上回るインフレが発生する可能性があるため、国家通貨の資金量を減らさなければならなくなる可能性がある」とウーリヒ教授は指摘しています。このように、民間通貨が現在よりもはるかに強く社会に浸透した場合、主要中央銀行は現在持っているようなほぼ制限の無い金融政策の余地を失うことになると考えられます。

MMT はどの国でも実施可能というわけではない

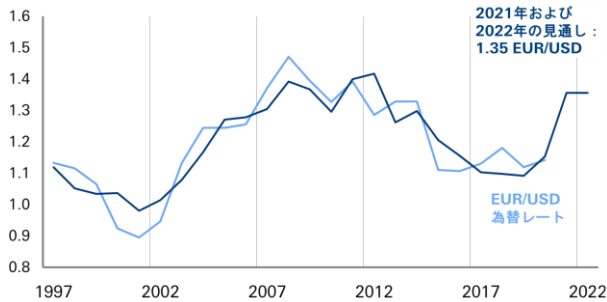
米国では、巨額の財政赤字と同時に、低金利政策とFRBによる大規模な証券購入が行われていますが、その背景にある考え方は、すでに多くの金融市場参加者の間でMMT（現代貨幣理論）と呼ばれています。MMTでは「財政政策の制約となるのは高インフレだけ」としています。すなわち「インフレにならない限り、政府支出は

無限に増やすことが可能」というわけです。現在、MMTはすべての国にとっての救世主のように謳われているようです。しかし、忘れられているのは、米国、ユーロ圏、英国、日本といった国だけが、このコンセプトを実行可能ということです。なぜなら、こうした国の通貨だけが、世界準備通貨として、外貨準備として保有するために国際的に需要があるからです。それ以外の国、特に新興国では、MMTが実施されれば、直ちに資本逃避と顕著な通貨安が起こり、その影響を受けてインフレは急上昇すると考えられます。一方、世界準備通貨については、現実的な代替手段がまだ存在しないため、MMTを実施したとしても通貨は安定したままとなるはずだと考えられます。しかし、民間の暗号通貨が確固たる存在となれば、状況は一変し、世界準備通貨を持つ国であっても、このコンセプトを実施することは難しくなると思われます。

米ドルのファンダメンタルズは悪化

OECDは5月31日に世界経済見通しを発表しました。これまでに本レポートで述べてきた通り、通貨価値の中期的な動向に影響を与える重要な要因は、インフレ率と政府債務と考えています。OECDの新しい経済予測では、今年、インフレ率は米国の方がユーロ圏よりも高くなり、政府債務は米国の方がユーロ圏よりも悪化するとしています。したがって、ユーロ/米ドルの為替レートの予測モデルでは、ユーロは今年中に1.35ユーロ/米ドルまで上昇し、来年もこの水準で推移する見通しとなっています。

インフレ上昇と政府債務の増加で米ドル安傾向が見込まれる



出所: 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5月31日現在

しかし、ユーロは現在1.21ユーロ/米ドルで取引されており、予想水準からは大きく離れています。年内に1.25ユーロ/米ドル、2022年末に1.30ユーロ/米ドルまでのユーロ高というのがより現実的ではないかと考えています。現在の環境では、このモデルの予測は、米ドルの中期的な弱さを示唆していると解釈すべきでしょう。

実際のところ、民間の暗号通貨がモデルの結果を弱めている可能性もあります。なぜなら、海外の投資家は、多くの政治的リスクを伴うユーロよりも暗号通貨への投資を好んでいる模様だからです。同様の現象は、今年の金市場でもすでに観察されています。マイナスの実質金利、インフレ懸念の高まり、高水準の財政赤字といった金価格の押し上げ材料があったにもかかわらず、金価格は3月末までに大きく下落しました。投資家は、金から民間の暗号通貨に、あるいは金ではなく民間の暗号通貨にシフトしたようです。

短期的には中央銀行は通貨の動向に強い影響力を持つ

中期的には、インフレと政府債務の影響が通貨の動向を左右するとみています。しかし、短期的には、中央銀行と金利の影響が強いのですが、その影響力は残念ながら安定してはいないようです。

ECBについては、ラガルド総裁が7-9月期にPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の変更を発表する可能性はないと思われます。

FRBは今後、問題を抱える可能性があります。米国のインフレ率はここ数ヶ月で大きく上昇しています。しかし、これまでのところ、その原因となっているのは、中古車価格など、いくつかの価格カテゴリーに限られており、広範囲な価格上昇につながることは現時点では考えられていません。しかし、今後、こうした価格上昇圧力が他のカテゴリーにも及んでいるかどうか注目されます。もし、そうなった場合には、FRBはテーパリングを予定より早く開始しなければならないでしょう。また、米国では貿易収支が着実に悪化していくことが予想されています。これに、米ドル為替レートが弱く反応するかどうか問題となります。輸出企業が獲得した米ドルは、米国内で再投資するか、為替市場で売却して自国通貨に転換するかのどちらかです。米国は他の先進国の国債よりも金利面で優位に立っていますが、その金利差は米ドル安を止めるほど大きくはないと考えています。

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



Edgar Walli

W21-021

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. 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。
9. 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。
10. 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。
11. 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