

3

アリアンツ・グローバル・インベスターズ 洞察

2018年3月

グローバル・ビュー

ビットコインバブル終焉でも ブロックチェーン技術にメリットが

重要ポイント

- ビットコイン価格は、2017年12月から2018年2月までの3カ月間で約半分まで下落しましたが、ビットコインバブルが終焉を迎えたわけではなさそうです。
- ビットコインは、過剰取引、規制不備、不正取引の可能性といった、過去に経験してきたあらゆる資産バブルの条件をすべて満たしています。
- ビットコインには内在的価値がありません。ソブリン債や株式、紙幣とは違って、権利を主張する対象がありません。また、収入も生み出しません。
- 当社はビットコインを通貨として認識していません。それは、取引コストが高く、価格の変動があまりに大きく、ものの価値を保存することができないからです。
- こうした懸念はさておき、ビットコインが基盤とするブロックチェーン技術には、金融取引コストの低減を可能にするといった長所があります。



シュテファン・ホフリッチャー、CFA
チーフ・エコノミスト

ンの推移は、金融市場バブルの教科書どおりの事例に酷似しているばかりか、通貨として認められるために欠かせない条件を満たしていないのです。

ビットコインには重大な欠陥があると考えています。教科書どおりの金融バブルであり、通貨として欠かせない条件も満たしていません。

ビットコインバブルの特性

ビットコインが2009年に登場して以来、乱高下する値動きは、本質的にバブル的要素が強いことを示しています。

(次ページに続く)

2017年のクリスマスの前週、ビットコインの投機家たちは最高の瞬間を迎えていました。ビットコイン先物が、世界有数のオプション取引所であるシカゴ・オプション取引所（CBOE）とシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）に上場されたからです。12月18日には、スポットと先物の両方で史上最高値を記録し、1ビットコイン=20,000ドルで取引を終了しました。ところが、程なくしてビットコインの価格は大暴落し、いまだに回復していません。2

月末時点の価格は約10,000ドルで、現在の水準はわずか2カ月前のおよそ半分です。

将来のグローバル通貨と期待されてきたビットコインの誇大広告はこれで収まるのでしょうか。ビットコインだけでなく似たような仮想通貨への投機は当面続きそうですから、まだこれで終わったわけではないでしょう。それでも、ビットコインには重大な欠陥があると当社は考えています。ビットコイ

3 ビューポイント

巨大ハイテク企業は
社会インフラに投資すべき

5 グラスルーツ・リサーチ

プレグジットの憂鬱
—英国で消費者の高まる不安が明らかに

Allianz 
Global Investors

詳しくは AllianzGI のホームページ (www.allianzgi.com) の「洞察」をご覧ください。

(1 ページからの続き)
グローバル・ビュー

過去5年間のビットコインの価格モメンタム（インフレ調整後）を過去の資産バブルと比較すると、過去最大級のバブルであるミシシッピバブル（1720年）やオランダのチューリップバブル（1637年）さえ小さく感じます。もっと最近の事例と比較してみると、1990年代のITバブルと1980年代の日本のバブルをも大きく上回っています。

さらに、ビットコインは、あらゆる資産バブルに共通する条件すべてを満たしています。

- **「新時代」の発想** ビットコインは全く新しいタイプの通貨で、インターネット時代のマネー・イノベーションとして注目されています。
- **過剰な取引** 国際決済銀行（BIS）によれば、ビットコインの取引量は過去5年で約5倍に増加しています。
- **超金融緩和状態** 米連邦準備制度理事会（FRB）が数回にわたって利上げを実施しましたが、グローバルでは金融緩和が続いています。
- **金融規制の不備** まるで「ワイルド・ウェスト（アメリカ開拓時代の

フロンティアの無法状態）」のようなビットコインを取り巻く状況に、世界の規制当局が徐々にではありますが、規制に乗り出しています。

- **関連金融商品の登場** 過熱しているビットコインから派生した新商品が登場しています。CBOE と CME はビットコイン先物を上場し、「新規仮想通貨公開（ICO）」も登場しています。
- **レバレッジの拡大** 民間セクターのレバレッジ比率は世界規模で過去最高水準まで高まっています。そればかりか、ビットコインでもレバレッジ比率の高い投機が拡大しています。
- **不正取引** ビットコインは、従来の銀行システムに関係なく取引することが可能であるため、犯罪に使われることも増えています。
- **過大評価** 昨今多くの資産クラスは高値圏で取引されていますが、ビットコインは他に例を見ないほど過大評価されています。

ここで大きな疑問が生じます。それは、ビットコインの適正価格はいくらなのか、という疑問です。当社の見解では、

ビットコインの内在的価値はゼロです。ビットコインは、ソブリン債、株式、紙幣といった資産とは異なり、権利を主張する対象が存在しません。また、収入も生み出しません。確かに金についても同様の議論があるでしょうが、金には、2500年以上にわたって価値あるものとして広く受け入れてきた歴史があります。しかし、ビットコインの歴史は10年にも満たないものです。

当社の見解では、ビットコインの内在的価値はゼロです。

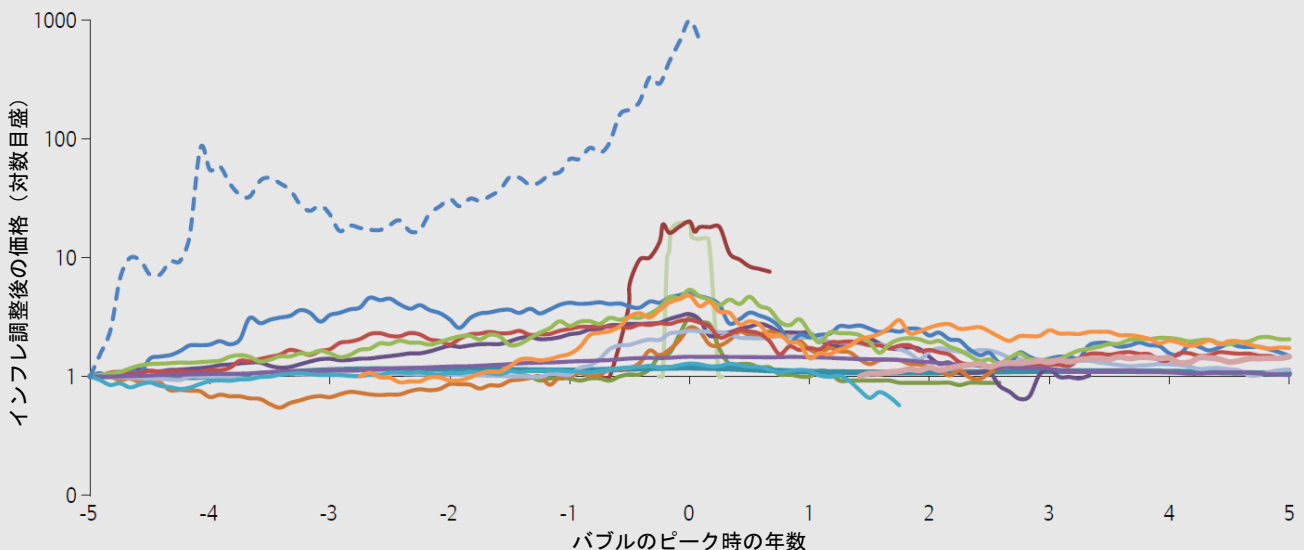
ビットコインの値動きは、他の資産クラスの投資が過熱している現状を示唆している側面があるという見方もあるでしょう。

- S&P500 指数の景気循環調整後株価収益率は、長期平均の約2倍の水準にあります。
- 世界のハイイールド債と投資適格債のスプレッドは、非常に薄い状態にあります。

(次ページに続く)

過去の資産バブルと比較するも、ビットコインバブルは群を抜いている

ビットコインの5年間の価格モメンタムを過去の資産バブルと比較。価格は月次ベースで算出し、対数目盛を使用。



- | | | |
|---------------------------|------------------------|---------------------|
| チューリップバブル (1636年~1637年) | ミシシッピバブル (1719年~1720年) | 南海バブル (1719年~1722年) |
| 世界大恐慌時代の不動産 (1920年~1930年) | 米国株 (1924年~1932年) | 金 (1975年~1982年) |
| 原油 (1975年~1985年) | 日本の不動産 (1984年~1994年) | 日本株 (1985年~1995年) |
| ITバブル (1995年~2005年) | 米国の不動産 (2000年~2010年) | 米国株 (2002年~2009年) |
| 中国株 (2005年~2012年) | ビットコインバブル (2012年~今日) | 米国株 (2013年~今日) |

出所：AllianzGI、データストリーム、ピーター・ガーバー（1990）「Famous First Bubbles」、Federal Reserve Economic Data、ロバート・J・シラー（2000）「Irrational Exuberance（根拠なき熱狂）」、アール・トンプソン（2007）「The Tulipmania: Fact or Artifact?」 2018年1月現在のデータ

(2 ページからの続き)
グローバル・ビュー

- 住宅価格の高騰は、カナダ、スウェーデン、オーストラリア、香港といった世界金融危機の影響がそれほど深刻ではなかった市場で見られます。

ビットコインだけが過大評価されている資産クラスではないとは言っても、ビットコインを巡る熱狂は教科書どおりのバブルであり、しかも崩壊寸前であるように思われます。

それでは、ビットコインバブルの終焉は、債券や株式といった伝統資産の投資家にとっても深刻な問題となるでしょうか。当社の見解では、それほど深刻ではないと思われま。仮想通貨であるビットコインの市場規模は取引ベースで見ればまだかなり小さいので、ビットコインバブルが終焉を迎えたとしても、「現実世界」に及ぼす影響は極めて限定的だと思われるからです。少なくとも現在のところは、ビットコインに由来するリスクが金融安定性に及ぼす影響はごくわずかだと思われま。

ビットコインの市場規模は極めて小さいので、ビットコインに由来するリスクが金融安定性に及ぼす影響は限定的だと思われま。

通貨でもなければ、ESG フレンドリーでもない

ビットコインには投資先としてふさわしい資産クラスと認められない欠点があるにもかかわらず、通貨としての役割を果たすことができるでしょうか。それは難しいと思われまが、その理由を以下に挙げま。

- 第1に、ビットコインの取引コストの高さを考えると、高額商品の支払いにしか使えないでしょう。
- 第2に、ビットコインの価格変動が法外に大きいことを考えると、財とサービスの価値を決定するための基準として広く受け入れられる価値標準財としての要件を満たしていません。
- 第3に、これまで説明してきたとおり、ビットコインをモノの価値保存の手段として用いることはできないと思われま。

さらに、環境・社会・ガバナンス(ESG)要因を考慮しても、ビットコインは望ましいツールとは言えま。

1年間にビットコインのマイニングに要するエネルギー消費量は、アイルランドの1年間のエネルギー消費量に相当し、これは今後また問題になりそうな厄介な動向です。

ブロックチェーンの長所

ビットコインへの懸念はさておき、ビットコインの基盤であるブロックチェーン(または分散型台帳)技術には潜在的長所があることが明らかです。それは、取引やネットワークの認証コストの大幅低減を実現していることに限られま。中央銀行を含む多くの金融機関が、ブロックチェーンをこれまで以上に詳しく調査し、金融取引の実行などへの汎用性を評価している理由もそこにあります。

当社のような資産運用会社が最も興味を感じるのは、今話題の仮想通貨であるビットコインに限らず、どの仮想通貨にも見られる技術的な側面です。

ビットコインに対する懸念はさておき、ビットコインの基盤であるブロックチェーン技術には潜在的長所があることは明らかです。

ビューポイント

巨体ハイテク企業は社会インフラに投資すべき

重要なポイント

- インターネット会社は、収入の源泉がある法域で課税されるべきです。
- 公共財であるインターネット通信の利用権は、少数の超富裕層株主によって民営化するのではなく、社会全体がその恩恵を享受できるように営利目的の企業に競売で売却すべきです。
- インターネット会社が、自ら破壊したものに対する社会的コストを負担しなければ、インターネット会社の事業モデルが基盤とするインフラや市民社会を取り巻く環境は悪化するでしょう。

ここ数カ月間、世界で最も成功を収めている巨大ハイテク企業の一部に対して、政策立案者や世間の反感が高まっています。米大統領選挙期間中に広まった「フェイクニュース」に対する反感から、欧州における不当な競争や脱税疑惑への不満に至るまで、世間では破壊者である巨大ハイテク企業に対して不寛容な風潮が強まっています。

巨大ハイテク企業に対するこうした批判の根底にあるのは、ハイテク企業のビジネスモデルが依存している「正の外部性」が自らの所有物ではないリソースであるにもかかわらず、そのリソースのおかげで莫大な利益を手に入れているという現実です。この事例では、フェイスブック、アマゾン、ネットフリックス、グーグル(以降FANG)と



CIO、保険関連戦略
カール・ハッペ

いった巨大ハイテク企業はインターネットへの資本投下で成功を収め、公共財を事実上民営化しているのです。

FANG は、インターネットへの資本投下で成功を収め、公共財を事実上民営化しているのです。

(次ページに続く)

(3 ページからの続き)
ビューポイント

FANG および多くのハイテク企業がとりわけ斬新なアイデアを持っていたのは確かですが、もし世界の人口の大半に到達することを可能にするインフラがなかったなら、ハイテク企業のイノベーションはないも同然だったでしょう。フェイスブックが、誰ともつながることができない無人島で事業を展開している状況を想像してみてください。決して魅力的なビジネス事例とは言えません。

しかし、巨大ハイテク企業は公共のインフラに依存しながら、自らが手にした利益のうち社会の分け前を還元することはありませんでした。ハイテク企業にとって知的財産は最も大切な資産ですから、多くの企業は本拠地を遠く離れた場所に、それも往々にして法人税率の低い場所に置くことができ、事業拡大のために依存している社会から離れた場所に利益を集中させているのです。

インターネット企業が事業を展開している社会は、その成功によって生じたコストも負担しています。従来の小売業では空洞化が進み、メディア、通信セクターでは地殻変動が起き、広告やバリューチェーンも一変しています。確かに、従来の事業のやり方に依存する企業が廃れることが必ずしも悪いとは言えません。ですが、失敗した企業の清算に伴うコストは（失業者の支援など）、巨大ハイテク企業の援助をほとんど受けていない地域の政府が担っているのです。

社会は、失業者の支援など、インターネット企業の成功によって生じるコストを負担しています。

その一方で、インターネット企業は、ベンチャー投資家、創業者、新規公開株 (IPO) 投資家といった一握りの関係者には巨大な利益をもたらしました。こうした状況が、所得の不平等という拡大しつつある問題に拍車をかけているのです。世界の人口の大半は所得を増やそうと懸命に努力をしているのに、また所得が減ることもある状況で、一握りの人が法外な大金持ちになったのです。もちろんハイテク企業だけがこの問題の原因を作っているわけではありませんが、問題を解決しようとはしていません。そして、不平等の拡大は、現代社会を脆弱にする政治的分極化が加速する最大の原因でもあります。

インターネットのような正の外部性が、比較的少数の人だけに利用されている状況で、この問題をどのように解決すればよいのでしょうか。以下に 2 つの解決法を提案します。

- まず第 1 に、インターネット上の取引が発生した国や地域で収益に課税することです。多くのハイテク企業が本拠地として主張している過疎地ではなく、エンドカスタマーが居住する地域の増やす必要があります。フェイスブックは、おそらく世論の風向きを察知したのでしょうか、ユーザーの利用が会社の利益を生み出している国で所得を申告するとつい先日発表しました。
- 第 2 に、公共の用に供されているインフラに依存するハイテク企業は、通常の法人税を支払うだけでなく、社会の維持に貢献すべきであると主張することです。市民社会を機能させることは、IT 企業の事業モデルに拡張可能な利益をもたらします。

2 つめの案を導入する現実的な方法は、インターネット通信の利用権を毎年競売にかけることです。売却益の一部はネットワークの維持に、残りはハイテク企業が依存している別のインフラに使います。例えば、配達に使われる道路、調停のための法的システム、消費者保護のための規制などです。

公的インフラに依存するハイテク企業は、社会の維持に貢献すべきです。おそらくインターネット通信の利用権を競売にかけることで貢献できるでしょう。

電波利用権の競売と同様、インターネット通信の利用権を競売にかければ、サーチ機能、市場、出版プラットフォームにおいて、きっと競争力のある市場になるでしょう。そうすれば、ネットワークの利用権という正の外部性は少しでも、独占的に民営化するよりも、正の外部性を提供している社会に還元されるでしょう。

インターネット通信の利用権を競売にかければ、現在は独占企業が実質支配している分野でも、少なくとも競争の機会は生まれるでしょう。市場への参入を望み、社会により多くの利益を還元しようとする競合会社が、過大な利益を確保しようとする既存の企業を追い落とす可能性もあります。伝統企業は、新規参入者よりもずっと優位な立場にあるでしょうが、少なくとも公共インフラから生み出す利益を制限するメカニズムは生まれるでしょう。

結局、社会の持続的な安定のために重要なことは、既存の価値を破壊するような企業が、経済効率を向上させる画期的なアイデアを提供するだけでなく、自らのビジネスモデルが依存している社会インフラにこれまで以上に貢献していくことです。

本稿に説明のある有価証券の全部または一部は、顧客口座で購入されている場合があります。本稿の読者は、本稿で説明された有価証券への投資が有益であった、または有益であると認識してはなりません。本稿で説明された有価証券や企業は、顧問顧客のために売買または推奨された有価証券のすべてではありません。実際に保有されている有価証券は顧客によって異なります。FANG とは、ウォール街や多くの投資家の間で広く使われている頭文字をつなげた造語で、業績好調で誰もが知っている巨大ハイテク企業 4 社（フェイスブック (Facebook)、アマゾン (Amazon)、ネットフリックス (Netflix)、グーグル (Google)) を指しています。

グラスルーツ・リサーチ

ブレグジットの憂鬱： 英国で消費者の不安の高まりが明らかに

重要ポイント

- グラスルーツ・リサーチが新たに実施した調査で、回答者の約半分がブレグジットの影響で英国経済が長期的に悪化するだろうと回答しました。
- ブレグジットの悪影響が英国の預金者の一部に出始めています。今後は貯蓄を減らすだろうと回答した人が今回の調査では23%で、2016年7月より14%上昇しています。
- ブレグジットの影響で、3分の1を超える回答者が、食事、旅行やレジャー、自家用車の購入への支出を控えるつもりだと答えています。
- 自動車販売は英国経済にとって重要なけん引役です。ところが自動車販売台数は、ブレグジット決定後に高水準を記録した2016年7月以来、すっかり落ち込んでいます。当リサーチ・チームでは、英国の自動車産業は、今後も欧州諸国の中で後れを取るでしょう。



ニコル・パパサヴァス

グラスルーツ・リサーチ、アナリスト

- 現在の家計は安定していると回答した人の割合は49%で、2016年7月の58%から減少しています。
- ブレグジットが家計に悪影響を及ぼすだろうと回答した人は39%で、こちらは2016年7月の34%よりも増加しています。
- ブレグジットの影響で、貯蓄はわずかにあるいは大幅に減るだろうと回答した人は今回の調査では23%でしたが、2016年7月の調査では14%でした。

雇用不安が消費を下押し

今回の調査結果では、英国居住者の間で雇用不安が高まっていることも明らかになりました。今後6カ月間で自分の雇用状況が悪化するかもしれない（解雇や賃金カットなど）と不安を抱いている人の割合が56%に達し、2016年7月の調査結果よりも8ポイント上昇しています。

(次ページに続く)

2016年6月に英国がEU離脱を決断して以降、投資家の間に不安が広がりましたが、とりわけ英国を拠点にする投資家では顕著でした。当社の社内調査研究部門であるグラスルーツ・リサーチ・チームが新たに実施した調査で、英国の居住者が雇用不安を募らせ、家計を維持する自信を失い、さらにはブレグジットの影響で英国経済が長期的に悪影響を受けるのではないかと懸念も募らせている実態が明らかになりました。

今回のグラスルーツ調査は英国の消費者センチメントに関するもので、2017年12月に800人超の英国居住者を対象に実施しました。そして、ブレグジットを巡る国民投票直後の2016年7月に実施した調査結果と比較することができました。

長期的な景気悪化への不安が高まる

直近の調査結果でも、英国経済の短期的な見通しに大きな変化は見られませんでした。今後6カ月間で英国経済はわずかに悪化するだろうと回答した人が35%、今後も安定的に推移するだろうと回答した人が22%でした。この比率は2016年7月とほぼ同じです。

しかし、長期的な見通しには変化が見られました。ブレグジットの影響で、長期的に英国経済はわずかにまたは大幅に悪化するだろうと回答した人が今回の調査では45%で、2016年7月より7ポイント上昇しています。

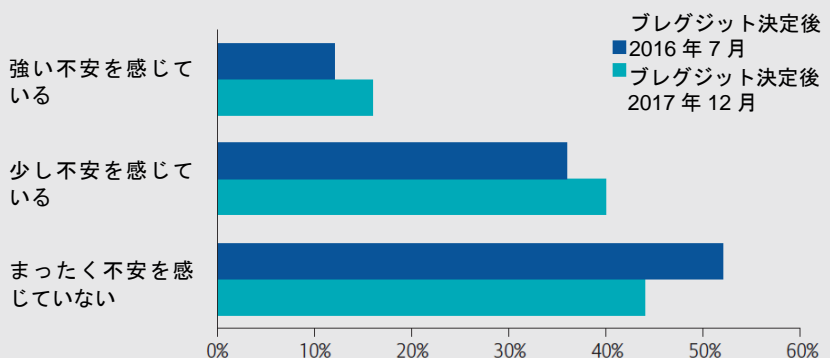
ブレグジットの影響で、長期的に英国経済はわずかに、または大幅に悪化するだろうと回答した人は45%でした。

家計や貯蓄にも影響が

英国経済への不安の高まりは、家計や消費に関する質問への回答にも表れています。

ブレグジット決定後、高まる雇用不安

質問：今後6カ月間でご自身の雇用状況が悪化するかもしれない（解雇や賃金カットなど）という不安を感じていますか。



出所：グラスルーツ・リサーチ 2017年12月現在のデータ

(5 ページからの続き)

グラスルーツ・リサーチ

個人の消費動向に変化が

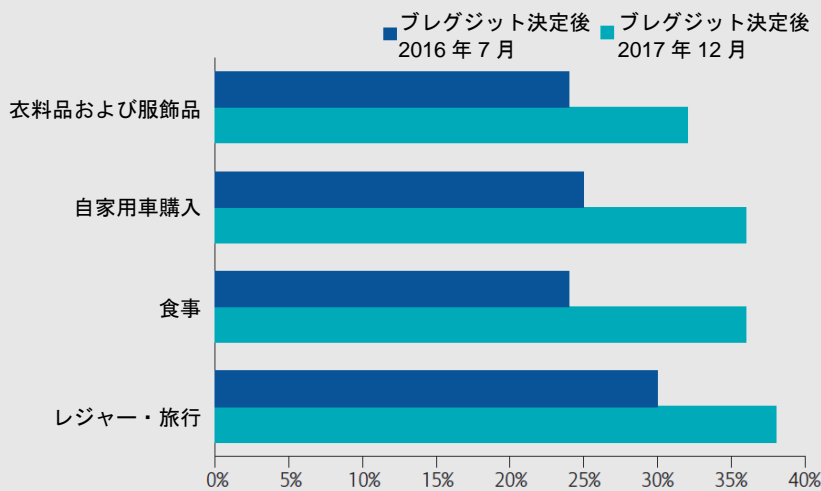
昨年 12 月の調査では、消費全般をわずかにあるいは大幅に控えようとする原因にブレグジットの決定が挙がっています。そして食事、レジャー・旅行、自家用車の購入を控えるという回答が 3 分の 1 を超え、衣料品や服飾品の購入を控えるという回答は約 3 分の 1 でした。

投資への影響：英自動車産業への懸念高まる

自動車産業は、英国経済にとって最も重要なけん引役であるため、当社の運用の専門家もその動向を注視しています。今回グラスルーツが実施した調査結果から、自動車産業に対する懸念の原因が見えてきます。36%の回答者が、自家用車購入の支出を控えるつもりだと回答し、2016 年 7 月の 25%から増加していることがわかります。

2017 年 12 月の調査では、36%の回答者が、自家用車購入の支出を控えるつもりだと回答し、2016 年 7 月の 25%から増加していることがわかります。

ブレグジット決定後、衣料品、自家用車、レジャー・旅行、食事への支出は減少
質問：ブレグジット決定後、あなたの消費動向はどう変わりましたか。以下の項目について教えてください（以下のチャートは、「少し／大幅に消費を控える」と回答した割合を示しています）。



出所：グラスルーツ・リサーチ 2017 年 12 月現在のデータ

フランクフルトでグラスルーツ・リサーチ・チームのディレクターを務めるラルフ・ストロマイヤーによれば、英自動車会社の経営者は今回の調査結果を認識しています。さらに「2016 年 7 月、英国の自動車販売台数は、他の欧州諸国よりも高い水準にありました。

ですが、それ以降は大幅に冷え込み、自動車の購入費用が多額のローンで賄われるようになって以降は特に顕著です。これまで話をしてきた経営者たちは、英国の自動車産業は今後も欧州で後れを取ると考えています」。

【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社（以下、当社）の所属するAllianz Global Investorsグループ（以下、AllianzGI Group）が作成する洞察を当社が翻訳したものです。
- 内容には正確を期していますが、当社が必ずしもその完全性を保証するものではありません。
- AllianzGI Group各社はAllianz SE傘下のグループ会社です。
- 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における資料作成会社の見解であり、将来の動向や結果を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている内容は既に変更されている場合があります、また、予告なく変更される場合があります。
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。

投資顧問契約および投資一任契約のお客様は以下をお読みください。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する年間報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、様々な指標等の変動の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 424 号

一般社団法人日本投資顧問業協会に加入

一般社団法人 投資信託協会に加入