インフレ時代の投資戦略
～為替とビットコイン、お金の謎に迫る～

Aug 24, 2022

松田　康生
楽天ウォレット株式会社

Rakuten Wallet

目次

- ここでお話しするのは「インフレ」でなく「インフレ・リスク」
- こうなったら怖いから暗号資産でヘッジをして資産を守りましょうというお話
- インフレや財政リスクの話になると１か０の議論になりがち
- どちらに転んでも資産が守れる戦略を考えるべき

本当は怖いインフレの話

①40年ぶりのインフレ
②ウクライナ紛争はインフレをさらに悪化
③インフレの原因①
④インフレの原因②
⑤インフレが収まらない理由
⑥明るい兆しも

本当に悪い円安とは

①変動相場には介入してはいけない
②ビルトインスタビライザーが働かないドル円相場
③日米インフレ格差に逆行する奇妙な現象
④日本でもインフレが発生すると資本逃避による「悪い円安」へ
⑤逃げ場がない

アメリカのレジェンドに学ぶ

①インフレヘッジブーム
②ゴールドかデジタルゴールドか
③その後のビットコイン

お金の本質とは

①ジョン・ロックへの回帰
②なぜビットコインなのか
③お金に裏付けは要らない
④お金の本質は「信用」

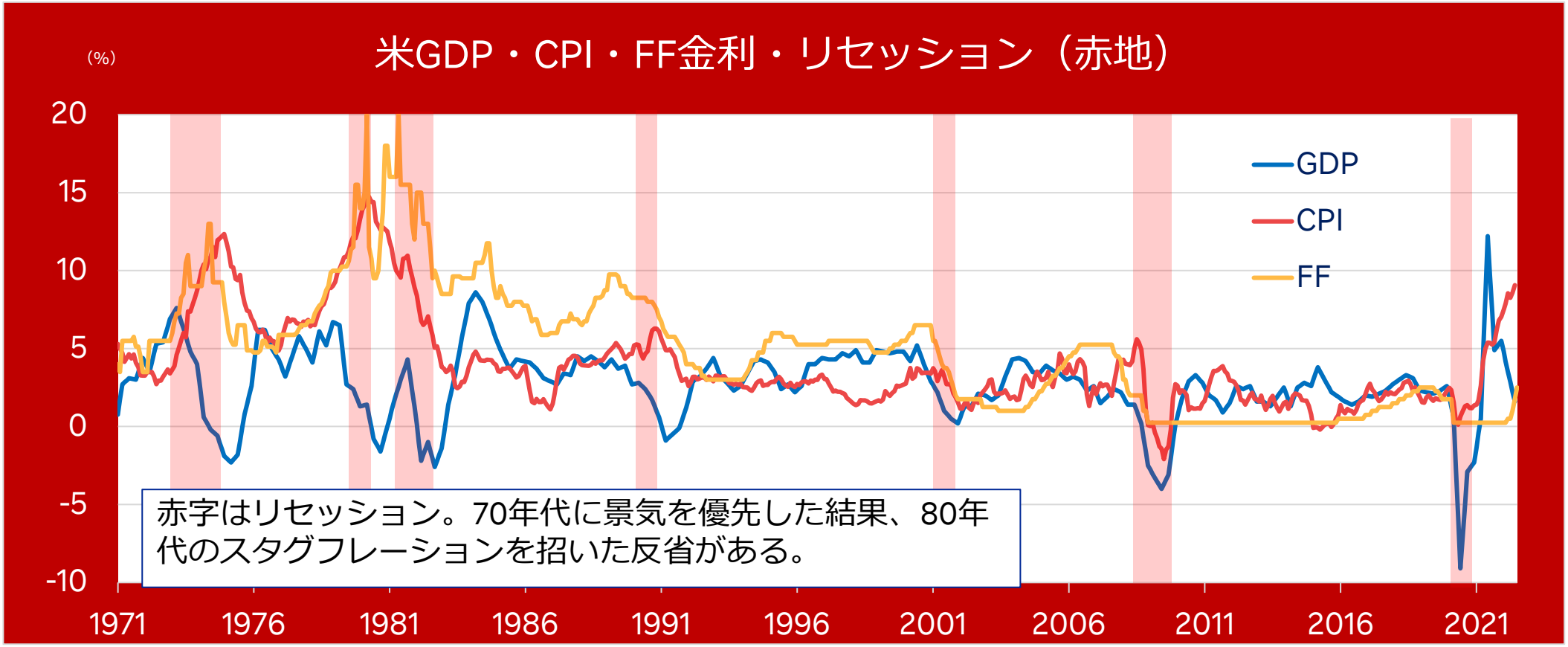
本当のインフレリスクとは

①日本にはハイパーインフレは起こらない？
②１か０ではない
③最強のインフレヘッジ
④借金のない「不幸」な方への提案

【本当は怖いインフレの話①】

40年ぶりのインフレ

80年代の再来に警戒するFRBとインフレリスクを過小評価しがちな市場

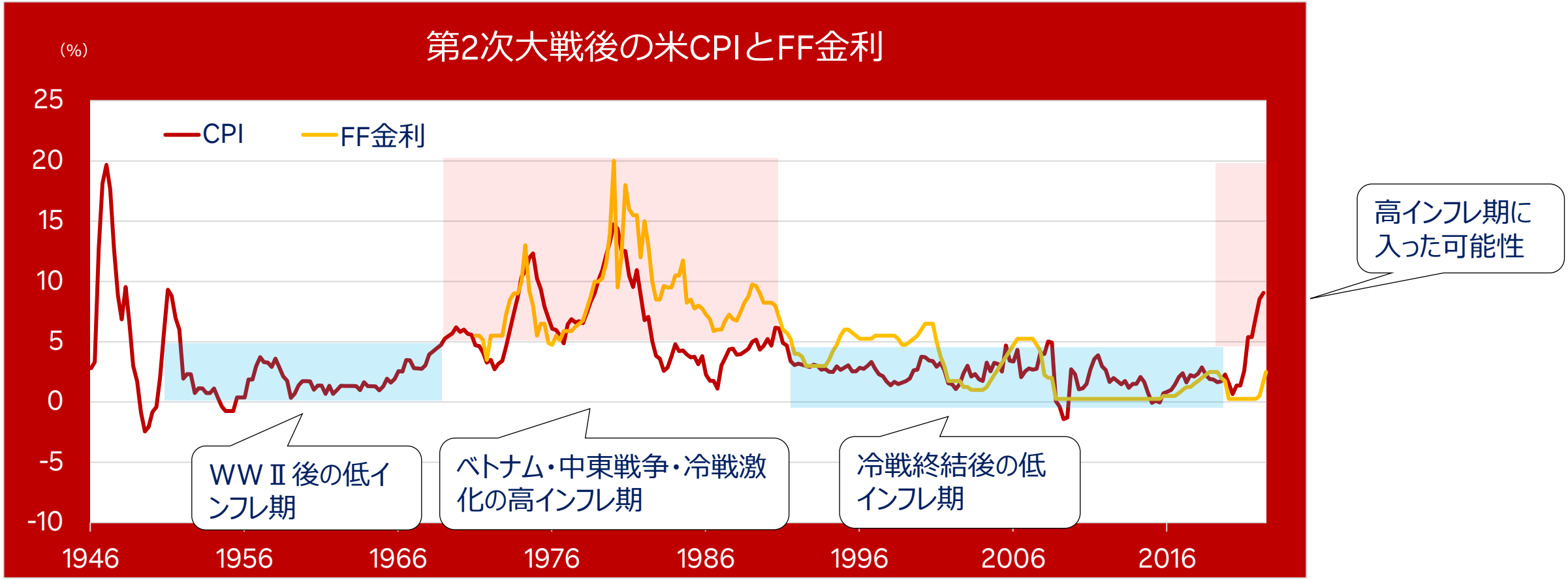


（出典：Bloombergより楽天ウォレット作成）

【本当は怖いインフレの話②】

ウクライナ紛争はインフレをさらに悪化

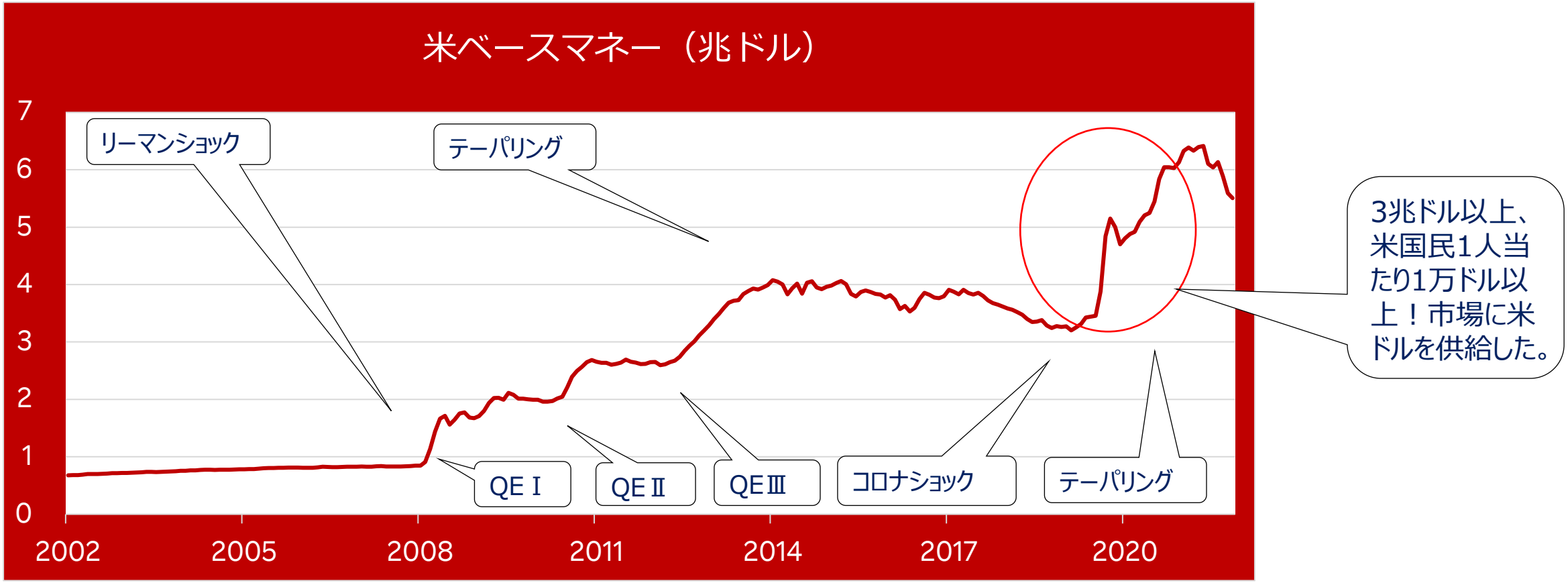
世界経済の分断は平和の配当の逆回転、インフレ時代到来の可能性



（出典：Bloombergより楽天ウォレット作成）

インフレの原因①

コロナ対策で史上最大の財政支出と金融緩和により市場にお金を供給し過ぎた



（出典：Bloombergより楽天ウォレット作成）

インフレの原因②

利上げが遅れて、実質金利がマイナスだからインフレが止まらない

実質金利＝名目金利（FF金利　2.375%）－インフレ率（期待インフレ率）

インフレ率			期待インフレ率							
CPI		PCEコアデフレーター	ミシガン大		NY連銀調査		ブレークイーブン（インフレ債から計算）			
ヘッドライン	コア		1年	5年	1年	3年	1年	3年	5年	10年
8.5	5.9	4.8	5.0	3.0	6.8	3.6	3.1	2.9	2.7	2.5
-6.125	**-3.525**	**-2.425**	**-2.625**	**-0.625**	**-4.425**	**-1.225**	**-0.725**	**-0.525**	**-0.325**	**-0.125**

どの基準でも
実質金利は
まだマイナス

（出典：Bloombergより楽天ウォレット作成）

インフレが収まらない理由

FRB　　サプライチェーンのせい（中国のせい）

ホワイトハウス　　ウクライナ紛争のせい　（ロシアのせい）

→要はインフレは自分たちのせいではないと主張する為に対策が後手後手

米インフレ抑制法案　8/7上院通過　8/13下院通過
　EV・エコカー補助金・再生エネルギー普及　3700億ドル
　医療保険制度の拡充など医療負担軽減　600億ドル
　法人増税・自社株買い課税　7000億ドル

→原因を特定できず、インフレ対策は迷走

おそらくFRBは利上げが後手に回ったこと、まだ全然足らない事に気づいていそう。

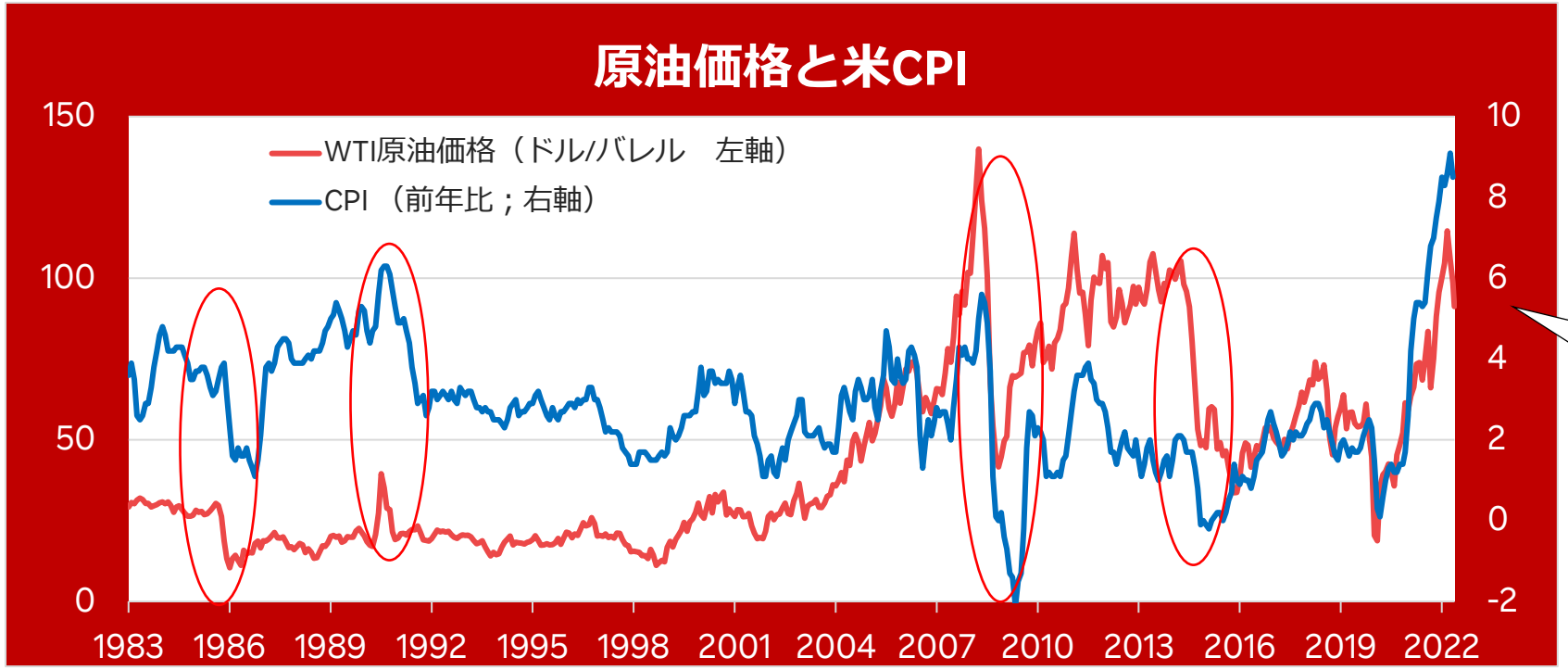
明るい兆しも

7月のCPI低下（9.1%→8.5%）の主因は原油価格の下落

CPIの9%を占めるエネルギー価格が2割以上（原油の場合）下落したので下がって当然

原油価格が下落するとCPIも下がる傾向はある

ただ、原油価格がこのままと落ちていくは疑問



まだ、さすがに原油高がピークアウトすると判断するのは時期尚早か。

（出典：Bloombergより楽天ウォレット作成）

【本当に悪い円安とは①】

変動相場には介入してはいけない

難しいことは置いておいて、
景気がいい→自国通貨高
景気が悪い→自国通貨安
だけ押さえてください

ビルト・イン・スタビライザー

景気がいい→自国通貨高→輸出にブレーキ・輸入増加→貿易収支悪化→**自国通貨安・景気にブレーキ**
景気が悪い→自国通貨安→輸出ドライブ・輸入減少　→貿易収支好転→**自国通貨高・景気浮揚**

景気と国際収支の自動調節機能→これを人為的に操作すると市場に歪みを生じさせる

金融政策のトリレンマ

以下の３つは同時に実現しない

①自由な資本移動

②自由な金融政策

③固定相場制

【本当に悪い円安とは②】

ビルトインスタビライザーが働かないドル円相場

ドル円相場の基本構造

日本	資金	米国
万年経常収支黒字 債権国	→	万年経常収支赤字 債務国

資金フロー大＝ドル高円安
資金フロー小＝ドル安円高

米国の景気がいい・金利が高い・株も上がる・信用リスク小→資金フロー大
米国の景気が悪い・金利が低い・株も下がる・信用リスク大→資金フロー小

米国の景気がいい≒日本の景気もいい→ドル高円安
米国の景気が悪い≒日本の景気も悪い→ドル安円高

ビルトインスタビライザーが効かないからオーバーシュートしがち

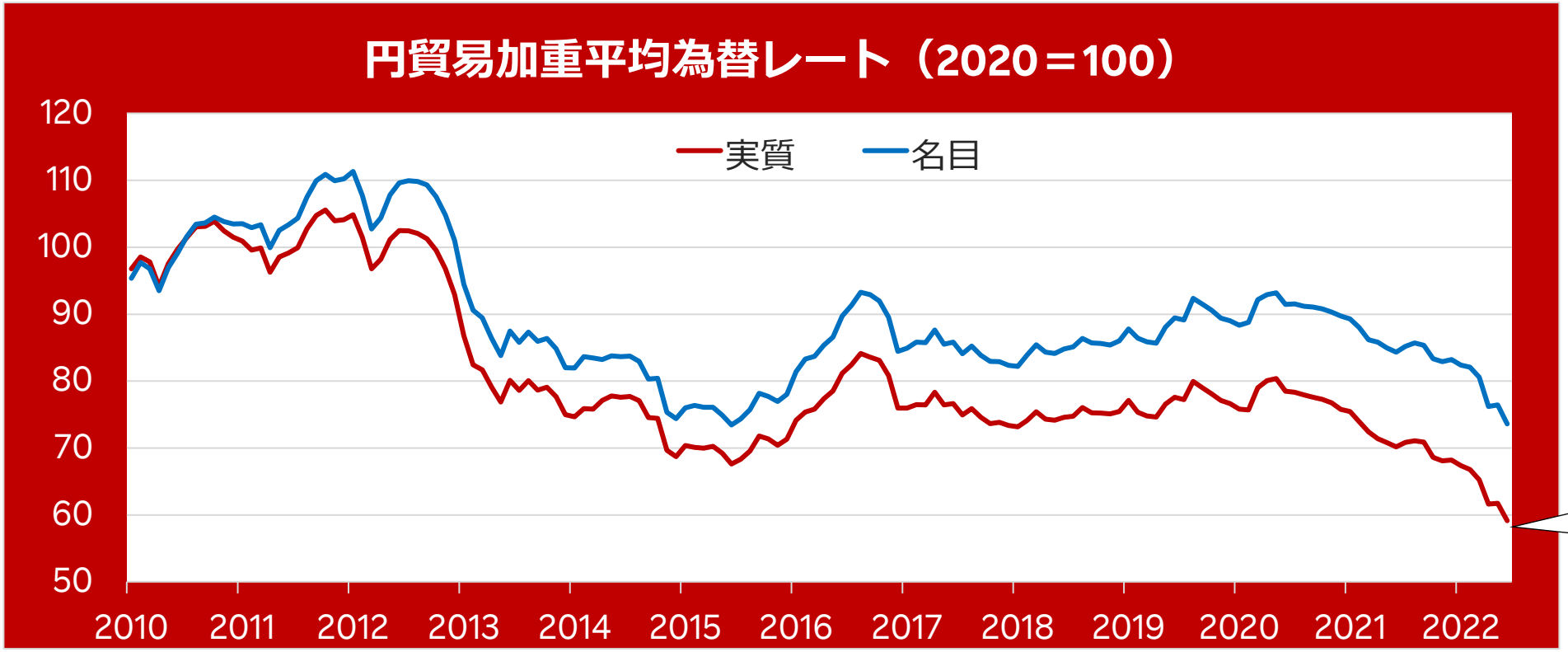
これが日本人の円高恐怖症の１つの要因。

【本当に悪い円安とは③】

日米インフレ格差に逆行する奇妙な現象

購買力平価説によれば高インフレのドル安・低インフレの円高になるはず

万が一、日本が米国並みのインフレになれば、もっと円安が加速しかねない



2010年と比べて海外での円の購買力は5割強に下がったということ。

（出典：Bloombergより楽天ウォレット作成）

【本当に悪い円安とは④】

日本でもインフレが発生すると資本逃避による「悪い円安」へ

「悪い」円安論

一般的な悪い円安：円安のメリット（輸出増・企業収益増）＜円安のデメリット（輸入価格上昇）

「嬉しい」円安「嬉しくない」円安、「都合のいい」円安「都合の悪い」円安、立場による

ここでの定義

円安が円安を呼ぶ、スパイラル的な円安、止まらない円安、いわゆる**「通貨危機」**

日本で遂に米国並みのインフレが発生、円資産の減価に耐えきれず、日本人が資本逃避を始める。

そうなると輸入価格が上がり更にインフレが進む、悪いスパイラルへ。

逃げ場がない

FX取引の意義

- 売買益を得る
- 疑似分散投資が可能

従って、円不安の際はFXで円ショートを作る手がある

しかし、世界同時インフレによる通貨安の場合、逃げ場がない

為替相場は激しい不人気投票になりかねない

こういう場合、どうするか？

【アメリカのレジェンドに学ぶ①】

インフレヘッジブーム

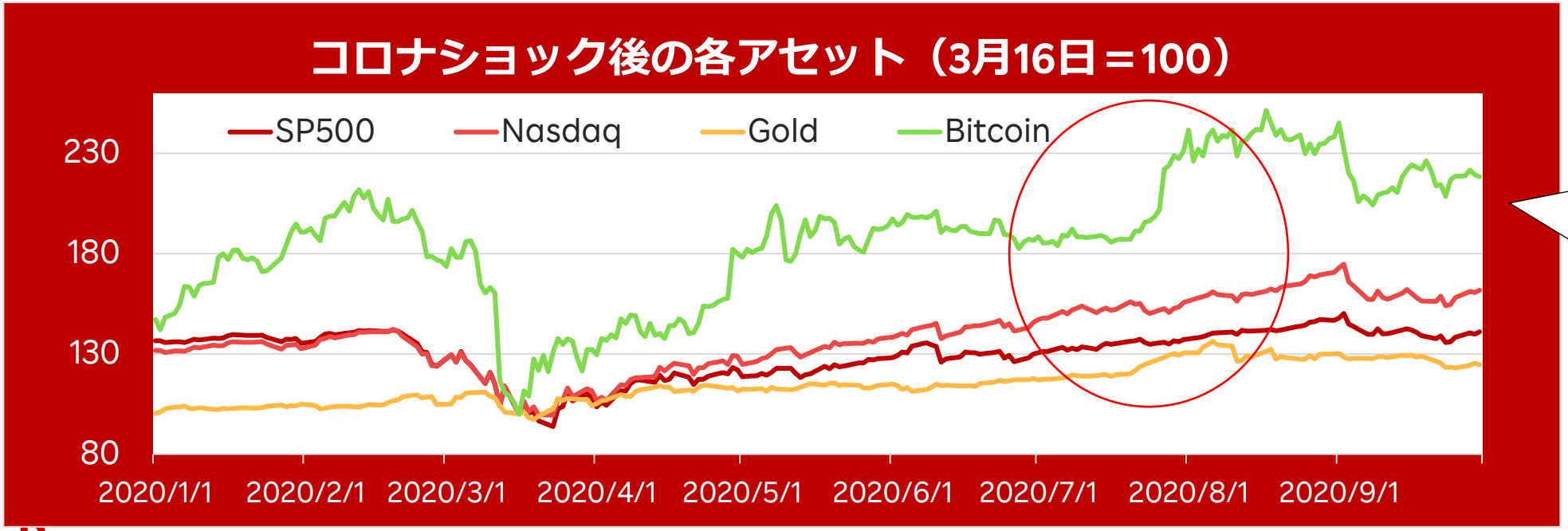
2020年4月　世界第３位のヘッジファンド　ルネッサンステクノロジー　CMEビットコイン先物に参入

2020年5月　伝説の投資家　ポール・チューダー・ジョーンズ

「グレート・マネタリー・インフレーション」

前代未聞の財政支出と金融緩和の組み合わせはインフレを呼ぶ。資産の1桁代前半をビットコインに仕向ける。

Wバフェット氏がカナダの金採掘会社株に投資するなど2020年夏にかけてあらゆるアセットが買われる



伝説の投資家たちはコロナ後にこのインフレ到来を予想して、見事にヘッジを効かせていた。

（出典：Bloombergより楽天ウォレット作成）

【アメリカのレジェンドに学ぶ②】

ゴールドかデジタルゴールドか

2020年秋以降、インフレヘッジとして何が有効か議論になる

ポール・チューダー・ジョーンズ
「レースに勝つには、最速の馬に乗ればいい」

「ソロスの右腕」ドラッケンミラー
「金よりビットコインを好む」

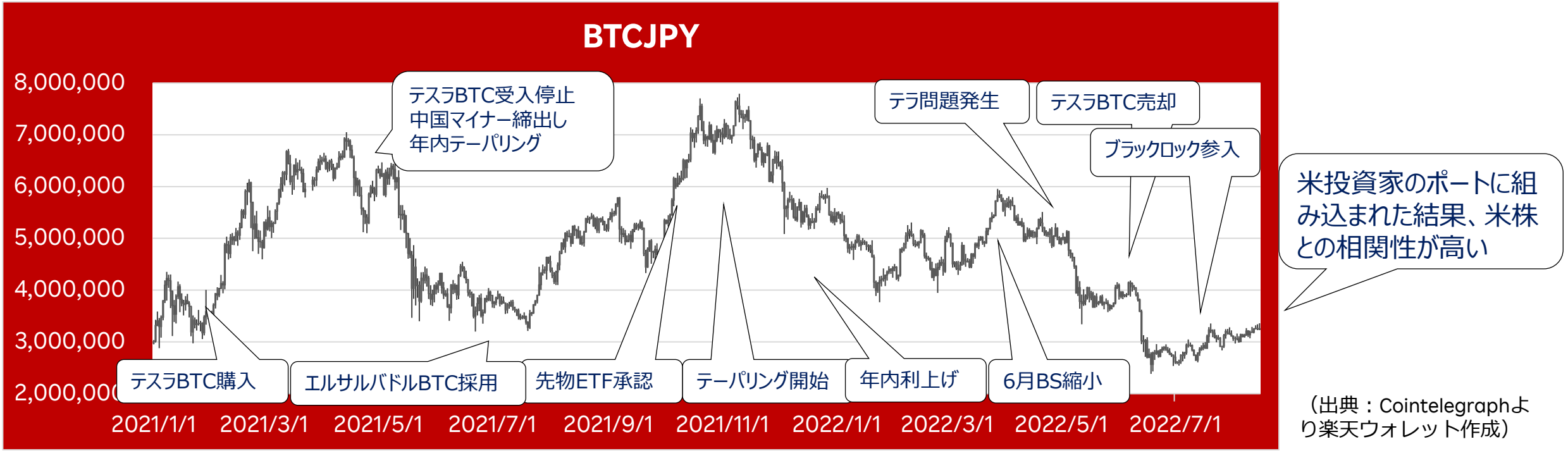
例えばボラが10倍高ければ、10%保有すべきところ1%保有で同様の効果が得られる。

資産の一部をインフレヘッジとしてポートフォリオに組み込むならば、ボラティリティが高いビットコインの方が資金効率がいいという考え方が広まる。

2020年末から2021年初にかけて、ハーバードやエールなどの名門大やロスチャイルドといったグッドネームが参入、全米最大の年金カルパースもビットコインのマイナー株を購入、モルガンスタンレーなどウォール街の参入も続き、テスラ社も15億ドル分のビットコインを購入した。

その後のビットコイン

- インフレヘッジとして購入されたビットコインは、テーパリングの開始、即ちインフレ対策の開始によってピークアウトした。
- その後も、主に金融政策と米国投資家動向を見ながらの推移が続いている。
- 直近では世界最大の運用会社ブラックロックの参入により上昇に転じつつある。



（出典：Cointelegraphより楽天ウォレット作成）

ジョン・ロックへの回帰

『21世紀の貨幣論』を著したフェリックス・マーティン氏
仮想通貨への人気を社会契約論の**ジョン・ロックの貨幣観への回帰**と指摘

ロックの貨幣観
「貨幣システムは　厳密かつシンプルなルールに従うべきだ」
「通貨の発行量は中央銀行金庫にある金の量に依存するべし」

中央銀行の無制限な紙幣増刷≒贅沢をするためにお札を刷りまくる近世の王様

ビットコインの「発行量がプログラムで定められている」

法定通貨の信用悪化時に代替投資・逃避資産として選好される

【お金の本質とは②】

なぜビットコインなのか

「仲介者のいない電子マネー」

ブロックチェーンと暗号技術と分散台帳システムで世界で初めて仲介者なく遠隔地間の資金決済を可能とした。

ネット上で価値を送りあうことが可能にした
→インターネットの新時代の幕開け

「暗号資産のオリジナル」

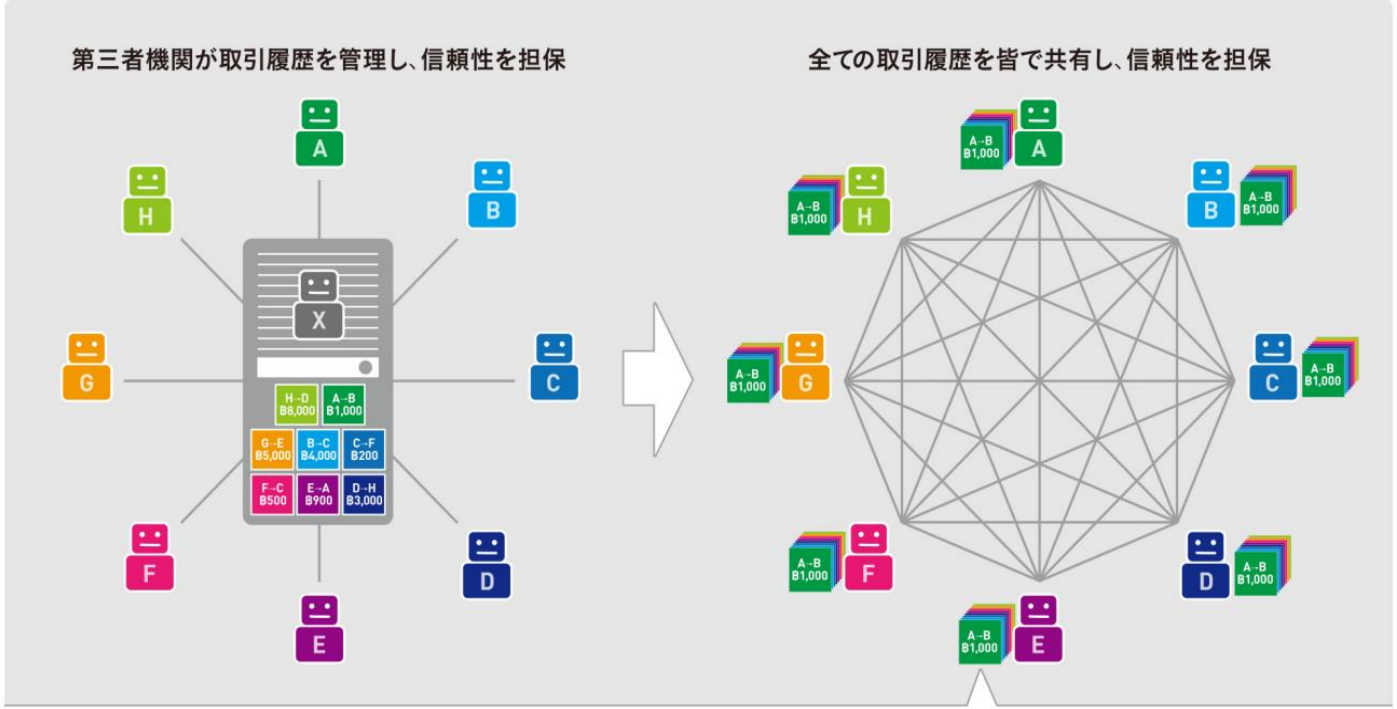
人は「オリジナル」に価値を感じる

（出典；経済産業省　平成２７年度 我が国経済社会の情報化・サービス化に係る基盤整備）

こうしたブレークスルーに賛同したファンが集まって遊び感覚で始めたコミュニティーが拡大して今の市場に成長した。

言うなれば、ビットコインの価値の源泉はこのオリジナリティとコミュニティ。

ポール・チューダーもドラッケンミラーもレイ・ダリオもイーロン・マスクも、この仕組みに感心して、これは本物だと思い投資を始めた（おそらく）。



お金に裏付けは要らない

「ビットコインには裏付けがない」と言われるが、、、

- お金に裏付けが必要と言うのは幻想
- 日本では宋滅亡後も宋銭を使用
- エチオピアでは1970年代までマリア・テレジア銀貨が使用されていたとの報告も
- 逆にお金そのものに価値があると邪魔になるケースも
- **お金のモノとしての価値＜お金としての価値**　でないと流通しない

余談だが、ビットコインは「お金」ですか？という問いに、貨幣の3要件、価値の尺度・価値の保存・決済手段のうち価値保存手段のみしか当てはまらないから「お金」でないと結論付けるのはトートロジーに近い。
『ビットコインは「お金」ですか？』という問いの質問者も、今は「お金」として流通していないことを知っているのだから、問いの意図は、将来、ビットコインはお金となり得るのかと考えるべき。
むしろ貨幣として選好される4条件、保存性・等質性・分割性・運搬性から考えて、紙幣からデジタルマネーへの意向は不可逆的で、あとは中央集権的なシステムか、分散システムかいずれが選好されるかという問題と考える。いずれにも長短がありケースバイケースで共存していく可能性が高いだろう。

お金の本質は「信用」

- 貝殻→穀物→金属→紙（兌換）→紙（不換）
- 国家による強制通用力と徴税権が裏付け
- 日本の場合、国内で外貨決済は自由・現実問題として政府が債務を返済するだけの徴税権を有しているか疑問
- **実は我々は1万円札を1万円として使えると信じているから受け取っている**
- インフレが一定程度を超えると、この1万円札が原価20円足らずの紙切れだったことに気づき始める
- これがハイパーインフレの入り口

僕たちの脳は、1万円お金が増えると嬉しいと思っているので、その価値が棄損すると気づくと不安心理が増大する（おそらく）

日本にはハイパーインフレは起こらない？

ドラマで終戦直後に資産家が着物を農村に売りに行く謎が分かる話だが、TVでこの預金封鎖とハイパーインフレを説明しているのをあまり聞いたことはない。

太平洋戦争末期における**政府債務残高のGNP比204%**
（出典：日経BizGate 日本政府債務、深刻度は大戦末期並み　岡崎 哲二氏）

1946年2月緊急経済対策　新円切替（実質的な**預金封鎖**・最低限の生活費程度のみ引出可）と財産税（1回限り財産の25～90%）
（出典：日本銀行百年史（第5巻））

1934～36 年卸売物価ベースでみると 1949 年までに約 220 倍、**1945 年ベースでみても約 70 倍というハイパー・インフレ**
（出典：日本銀行　金融研究2012.1経済戦後ハイパー・インフレと中央銀行　伊藤正直）

その結果、**1949年の政府債務のGNP比は19%に**！

この預金封鎖とハイパーインフレのMIXは意図したものか偶然だったかは不明だが、結果的に膨大な戦費はハイパーインフレによる預金と政府債務の実質相殺によって賄われた。これは高校どころか経済学部でも教えてくれない事実。

１か０ではない

- ハイパーインフレが発生した場合、預金や債券などを保有している人が最も被害を受ける。逆にお金を借りている人は得をする。今でいえば損をするのはお金持ち、得をするのは国。多数決でなら通っても不思議はない。

- 「日本国債の保有者が日本人だから大丈夫」「円建てで発行した国債をデフォルトすることはない」という議論はこのインフレによる強制的な混同（同じ日本人同士だから債務も債権もなかったことにする）リスクを勘案していない。

- 日本の財政が破綻するか否か、ハイパーインフレが発生するか否か、では１か０かの議論になりがち。

- そうではなくて、例えばリスクが1%あると思うなら、資産の1%をヘッジに使うとか、どちらに転んでも資産を守ることが本当の投資。

【本当のインフレリスクとは④】

最強のインフレヘッジ

- 最強のインフレヘッジは円建てでお金を借りること。
- 資産サイドにはインフレに強い現物資産、例えば不動産など。
- 借金はインフレに強いが、新たに借金をして現物資産を購入すると、レバレッジがかかりリスクが高まる恐れがある。
- 借金がなければ、借金をして不動産などに投資をしている会社の株を買う手も。
- ハイパーインフレになっても潰れないことを前提に、例えば不動産株や不動産ファンドやREITも良さそうだが個別銘柄は専門外なのでよくわからない。

借金のない不幸な方への提案

幸い、小職は多額の住宅ローンを抱えているので大丈夫です。

- 残念ながら借金がなく、預金を沢山お持ちの不幸な方。危うく、終戦直後であれば1500万円以上預金があると90%課税されていたところ。

- 例えば、日本におけるインフレリスクや財政破綻による円危機のリスクの可能性が例えば3%あると思うのであれば、資産の3%をビットコインに投資するのはどうか。もし平和な時代が続き、みんながビットコインを忘れて去っても最大損失は元本部分のみ。

- ハイパーインフレが到来した場合に本当に上昇するかは不明だが、少なくとも日本リスクは避けられる。

- 投資の本質はリスク管理であり、どう転んでも資産が守れるポートフォリオを組むことをお勧めする。

Disclaimer

暗号資産（仮想通貨）は法定通貨ではありません。
暗号資産（仮想通貨）の価格の変動等により、損失が生じることがあります。

また、取引によっては、投資金額を上回る損失が生じる恐れがあります。
取引を行うに当たっては、契約締結前交付書面等をご確認の上、取引の仕組みやリスクについて十分にご理解の上、ご自身の判断で取引を行ってください。
暗号資産（仮想通貨）は、代価の弁済を受ける者の同意がある場合に限り、代価の弁済のために使用することができます。

楽天ウォレット株式会社
暗号資産交換業者　登録番号：関東財務局長 第00015号

金融商品取引業者　登録番号：関東財務局長（金商）第3190号
加入協会　一般社団法人 日本暗号資産取引業協会

ご注意事項

本資料は、勉強会の為に作成されたものであり、有価証券の取引、その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料及び資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本資料及び資料にある情報の使用による結果について、当社は何らの責任を負うものではありません。

本資料で記載しております価格、数値、金利等は概算値または予測値であり、諸情勢により変化し、実際とは異なることがございます。また、本資料は将来の結果をお約束するものではなく、お取引をなさる際に実際に用いられる価格または数値を表すものでもございませんので、予めご了承くださいますようお願いいたします。