

### FTX破綻で『冬の時代』が長引く暗号資産市場に対する今後の展望

2023年も『冬の時代』が続くことが指摘される暗号資産市場。背景には、各国中央銀行による金融引締めがある一方で、暗号資産関連事業者の相次ぐ破綻も影響しています。本稿では、当該市場とその他金融市場の関連性と、一連の破綻事案や今後の規制・監督動向などを整理・考察します。

#### 2022年に入り低迷が続く暗号資産市場

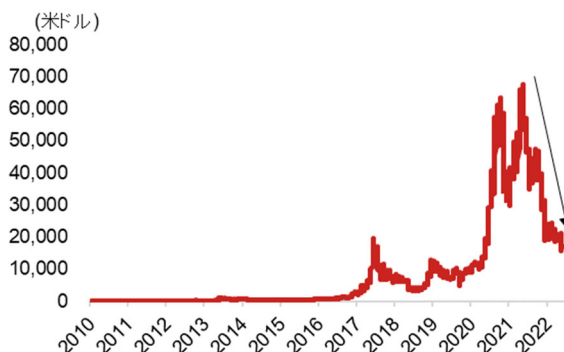
先進国の量的緩和政策による世界的な過剰流動性や、デジタル化の進展に伴うブロックチェーン技術に対する関心の高まり等を受け、昨年までは大きく伸びていた暗号資産市場ですが、2022年は低迷が続く年となっています。

図表1に示すように、ビットコイン(以下、BTC)の価格は、2021年末に史上最高値を記録した後、足元ではピークの水準から四分の一にまで下落しました。主な背景の一つに、インフレ率の高まりを受け各国中央銀行が金融政策を引締め方向に転換したことが挙げられます。株式や社債等

のリスク性資産が軒並み下落するなか、BTC価格も下落を続け暗号資産市場は『冬の時代』を迎えています。

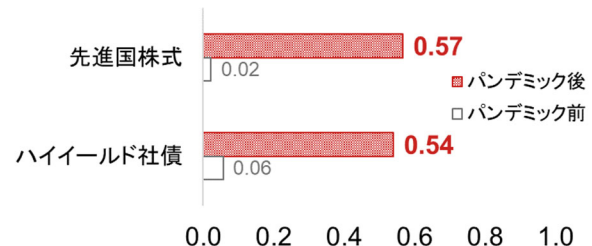
BTCの価格動向の特筆すべき点として、IMFや運用機関等も指摘していることですが、パンデミック以降、リスク性資産に対する相関係数が大幅に上昇していることが挙げられます(図表2参照)。各種アンケート調査等で、暗号資産に投資する理由の一つとして挙げられてきた「他資産との分散効果」が、足元では薄れている点には留意が必要です。

図表1 BTC 価格(米ドル建て)の推移



(注) 2022年12月3日までの日次価格推移  
(出所) Coin Metrics より NFRC 作成

図表2 リスク性資産のパンデミック前後の対BTC相関係数



(注) 現地通貨建てベース、パンデミック前は2017年1月～19年12月までの3年間、パンデミック後は2020年1月～22年11月までの約3年間の月次リターンを基にそれぞれ計測

(出所) Coin Metrics、MSCI、Bloomberg より NFRC 作成

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

## 相次ぐ暗号資産関連事業者の破綻

図表3 2022年の暗号資産関連事業者の経営破綻事例

時期	事業者名	事業概要
22年7月	Celsius Network	暗号資産貸付
同7月	Three Arrows Capital	ヘッジファンド
同7月	Voyager Digital	暗号資産貸付
同11月	FTX Trading	暗号資産取引所
同11月	BlockFi	暗号資産貸付

(出所) 各種報道より NFRC 作成

こうしたマクロ経済や伝統的な金融市場動向が暗号資産市場に影響を与えている一方で、暗号資産個別のイベントも当該市場に悪影響を及ぼしました。特に、2022年の中ごろより、暗号資産関連の事業者やファンドの経営破綻が相次ぎ(図表3参照)、暗号資産市場に混乱をもたらしています。とりわけ米大手暗号資産取引所FTX Trading(以下、FTX)の経営破綻は、暗号資産関連業界で最大の破綻事例となり、同業界だけでなく金融業界全体にも大きな衝撃を与えました。同じく米国の暗号資産取引所であるCoinbaseのレポート<sup>1</sup>によれば、FTXの破綻を受け、暗号資産市場からポジティブな投資家が離れてしまったため、暗号資産市場の『冬の時代』が2023年末まで長期化する見通しが示されています。

## 伝統的な金融市場への影響は？

こうした暗号資産取引市場における一連の破綻の悪影響が、伝統的な金融市場に波及する可能性はあるのでしょうか。

FSB<sup>2</sup>が2022年7月に公表した声明<sup>3</sup>では、暗

<sup>1</sup> Coinbase Monthly Outlook『The long winter gets longer』

<sup>2</sup> Financial Stability Board(金融安定理事会):主要国の金融当局で構成される国際的な金融システムの安定を目的とする組織

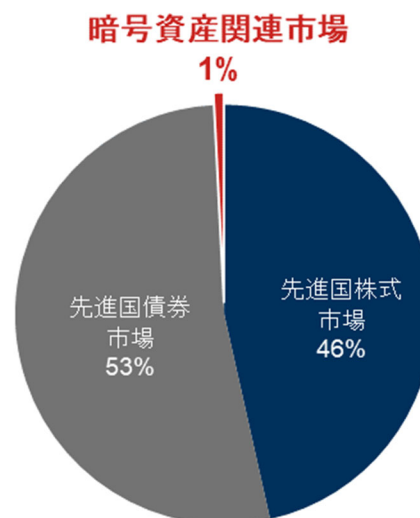
<sup>3</sup> FSB Statement on International Regulation and Supervision of Crypto-asset Activities

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

号資産市場と伝統的な金融市場や実体経済との関りは少なく、リスクの波及は限定的と判断しています。図表4に示す市場規模の比較でも、暗号資産関連市場の伝統的な金融市場に対する割合は1%と、相対的に小規模となるため、現時点において暗号資産関連市場から伝統的な金融市場に混乱が波及する可能性は低いと言えます。実際、暗号資産関連事業者の破綻が相次ぎ、当該市場全体が急落した際も、株価や債券価格等に大きな変動はみられませんでした。

一方で、今後暗号資産市場の規模が拡大し、事業内容の多様化や複雑化が進んだ場合、実体経済等との関係性がより強まり、暗号資産市場の悪影響が波及するリスクが高まることは十分に想定されるため、今後も当該市場を注視していく必要があると考えます。

図表4 暗号資産関連市場と株式・債券市場の規模比較



(注1) 2022年11月時点

(注2) 暗号資産関連市場は①「暗号資産市場全体の時価総額」と②「暗号資産・ブロックチェーン関連ベンチャーの企業価値」の合計値

(出所) CoinMarketCap、PitchBook、MSCI、Bloomberg より NFRC 作成

### 暗号資産市場に対する規制・監督強化の展望

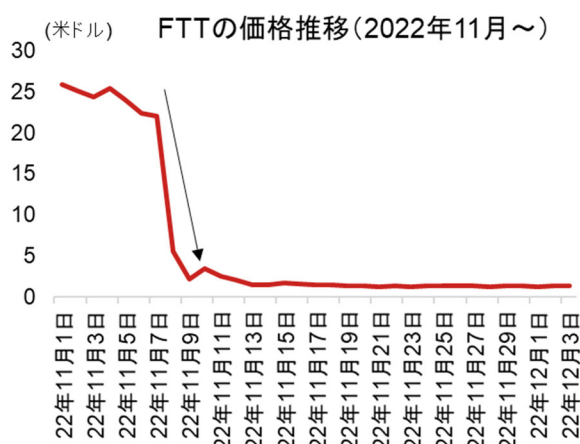
FTX破綻の経緯は、図表5に示す通り問題発覚から破産まで僅か1週間強と急展開を示していますが、その過程の中で、以下のような杜撰な投資家保護の体制や内部統制の状況が露呈され、暗号資産市場に対する規制・監督強化の必要性を改めて浮き彫りにしました。

- 本来遵守すべき「顧客資産と自己資産の分別管理」の不備
- 関連企業との不透明な資金のやり取りと、そのチェック体制の機能不全
- 取締役会不開催といったガバナンスの崩壊  
等

今回のFTX破綻を受け、イエレン米財務長官も暗号資産市場に対し「より効果的な監督の必要性が示された」との見解を示した声明文を公表する等、暗号資産市場や事業者に対する規制・監督強化が実施されていくことは間違いなしでしょう。一連の混乱を受け投資家離れが進み、『冬の時代』の長期化が指摘される暗号資産市場ですが、今後は適切な規制や監督体制の整備により投資家保護が強化され、金融市場の一部を担う業界として健全に発展・拡大していくのかどうか、これまで以上に注目していきたいと思います。

図表5 FTX破綻までの経緯と関連トークンFTT<sup>注2</sup>の価格推移(米ドル建て)

11月2日	一部報道機関によりAlameda Research <sup>注1</sup> の資産の大部分がFTTだと報道され同社財務内容に疑義が生じる
同7日	BinanceがFTTの売却発表
同8日	信用不安から取り付け騒ぎが起き、FTXが顧客による出金を停止する事態に
同9日	事態収拾を目的に公表されたBinance <sup>注3</sup> によるFTX買収計画が、資産査定の結果破談に
同10日	関東財務局がFTX Japanへ業務停止および業務改善命令を发出
<b>同11日</b>	<b>FTXが連邦破産法11条を申請</b>
同12日	顧客資産流出が報道される



(注1) Alameda ResearchはFTXのCEOが共同設立した暗号資産トレーディング会社

(注2) FTTはFTXが発行するデジタルトークン(暗号資産の一種)

(注3) Binanceは2017年に香港で設立された大手暗号資産取引所

(出所) 各種報道、CoinMetricsよりNFRC作成

こうしたなか、FSBが今年の7月に声明<sup>2</sup>の中で公表した、包括的かつ国際的に一貫性のある規制・監督の枠組みに関する提言案が重要な役割を果たすと言えそうです。その中には、ガバナンスや分別管理等のオペレーションやコンプライアンス面も含んだリスク管理といった、事業者の内部管理態勢の監督に関する提言も盛り込まれており、投資家保護の強化が期待されます。

— 次号のお知らせ —

次号は

**12月19日(月)**

発行予定です。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

### 《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

### 《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

### 《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号  
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)  
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 <sup>(※)</sup>	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

<sup>(※)</sup> 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F  
TEL: 03 6703 3991 Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)