

# 2022年の暗号資産の動向

岩下 直行 ●京都大学公共政策大学院 教授

**欧米主要国の金融引締めを受けて暗号資産相場は暴落。問題も噴出し、暗号資産関連ビジネスを営む企業が相次いで破綻した。今後は、金融政策の行方、新たな規制導入論議とそれへの対応などが課題となる。**

## ■暗号資産相場の暴落

2022年は暗号資産が暴落し、暗号資産関連ビジネスを営む企業が相次いで破綻した年であった。最大のシェアを占めるビットコインの対ドル相場は、2021年末の4万6000ドルから下落し、6月にはUST事件を受けて2万ドルを割り込んだ。11月にはFTX事件によりさらに下落し、一時は1万5000ドル台まで落ち込んでそのまま年末まで低迷を続けた（資料2-1-9、UST事件とFTX事件については後述）。

暗号資産全体の流通総額は、年初は2兆2000億ドルであったが、ビットコイン相場の動きと同様に、6月には8000億ドル台まで下落し、年末まで低迷している（資料2-1-10）。流通総額に占めるビットコインのシェアは、年間を通じて4割程度であった（資料2-1-11）。それまでのビットコインのシェアは、2020年まで上昇した後、2021年に下落し、暗号資産によって好不調の波があった。2022年はビットコインもそれ以外の暗号資産（アルトコイン）もほぼ一律に下落したことが分かる。

2022年に暗号資産相場が暴落したのは、米国と欧州における金融政策の変更の影響である。インフレの進行を受け、2021年11月に米国FRBが量的緩和の縮小を決定し、2022年に入ると米国

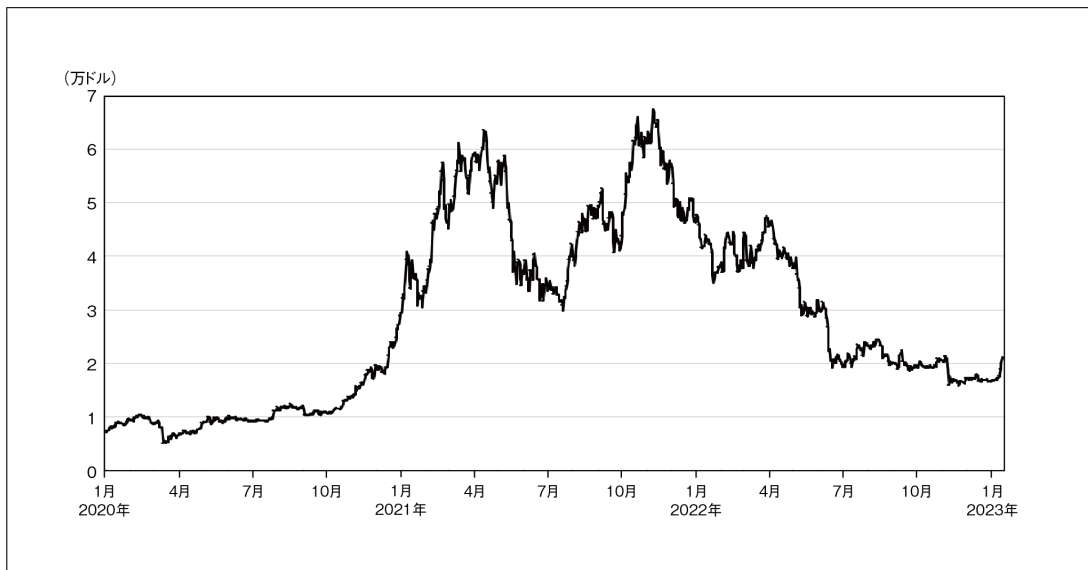
と欧州の中央銀行が相次いで政策金利を引き上げた。新型コロナウイルス感染症のパンデミックに対処するために2020年3月から進められてきた世界的な金融の量的緩和は終了し、欧米はインフレに対応するための金融引締め期に入った。

金融政策の変更は、好調に推移していた各国の株価指数にも影響を与えた。ただし、大手製造業や金融などの優良企業は収益が好調であるため、その株価は金利上昇のダメージをあまり受けていない（NYダウの年間騰落率：－8.8%）。これに対して、相対的に収益や配当が少なく、金利変動に敏感な新興企業の株価は大きく下落した（NASDAQの年間騰落率：－29.1%）。暗号資産は配当などの利益を生まないため、金利上昇局面では新興企業の株価以上に暴落することになった（ビットコインの対ドル相場の年間騰落率：－64.3%）。2022年末のビットコイン価格を2021年11月に記録した6万7000ドルのピークと比較すると、1/4以下の水準（騰落率：－75.5%）にまで落ち込んだことが分かる。

## ■相場暴落が暴いた不透明なビジネス—UST事件とFTX事件

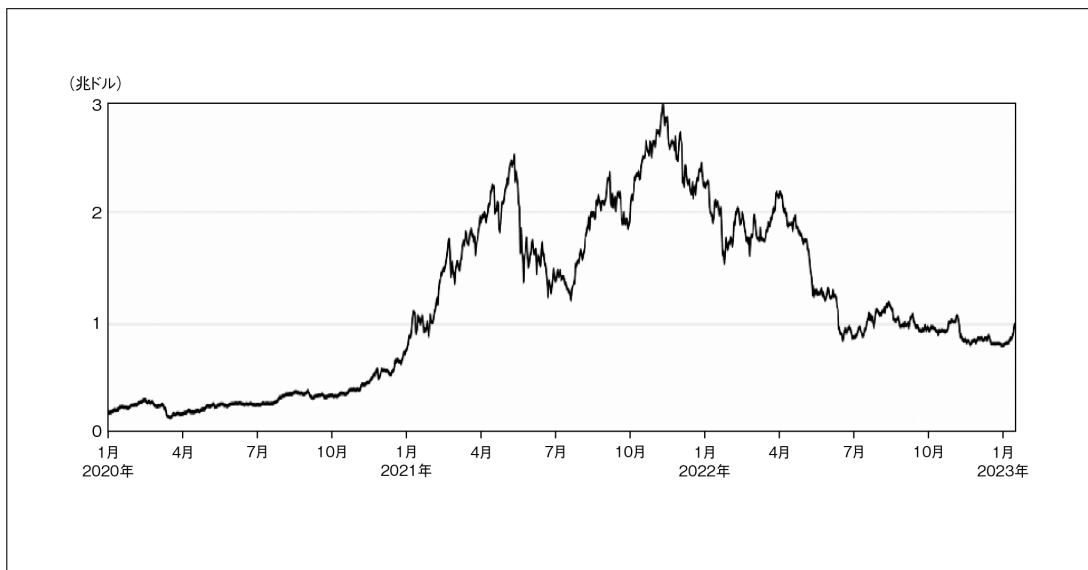
ビットコインの誕生以来、暗号資産関連のビジネスは、暗号資産が継続的に値上がりすることを

資料2-1-9 ビットコインの対ドル相場



出所：CoinMarketCap

資料2-1-10 暗号資産全体の流通総額の推移



出所：CoinMarketCap

前提に構築されてきた。暗号資産への投資においては、投資した資金が事業に投じられて利益を生み出すのではなく、もっぱら値上がりによる利益を期待することになる。多少の変動はあったもの

の、2021年までは暗号資産は値上りを続けてきたので、そのような考え方が成立した。

2022年に相場が暴落する過程で、暗号資産市場を舞台に展開されていた不透明なビジネスの懸

資料 2-1-11 ビットコインの暗号資産流通総額に占めるシェアの推移



出所：CoinMarketCap

念材料があぶり出され、多くの問題が噴出した。スリーアローキャピタル、セルシラス、ブロックファイといった暗号資産関連企業の経営悪化が報じられると、さらなる相場の下落を招き、投資家は疑心暗鬼となった。5月にはステーブルコインUSTの崩壊というショッキングな事件が起き、11月には米国の大手暗号資産交換業者であるFTXの破綻が一般のニュースでも大きく報道された。以下では、UST事件とFTX事件について詳しく見よう。

### ●UST事件

USTとは、韓国出身の起業家ドゥ・クオン氏が開発して売り出したステーブルコインである。ステーブルコインとは暗号資産の一種で、1コイン＝1ドルという価格が維持されると発行体が宣言したものをいう。暗号資産市場と伝統的な金融市場との間にはある種の障壁があり、高額の資金を短期間で移動させることはできない。このた

め、暗号資産投資家がタイムリーに取引するため、価格が1ドルで安定している暗号資産であるステーブルコインが決済手段として利用される。2017年頃から自然発生的にさまざまなステーブルコインが発行され始め、現在の総発行額は1000億ドルを超えて拡大している。

発行体は、価格が1ドルで安定する根拠として、発行額と同額以上の米ドル建て安全資産を保有しているとか、発行額よりも十分価値の高い暗号資産を保有しているなどと説明し、投資家を安心させようとする。しかし、いずれも規制当局のチェックを経たものではなく、信頼できるとは言いがたい。

USTは、暗号資産の値上がりピークを迎えた2021年11月から急速に発行を拡大し、2022年5月に発行額が180億ドルにまで達したあと、1UST＝1ドルの価格を維持できず、ほぼ無価値となった。価格が維持されると信じてUSTを購入した投資家は、大きな損失を被り、暗号資産市

場は大混乱することとなった。その結果、UST以外のステーブルコインに対するリスクが意識されるようになり、いくつかの銘柄は1ドルにペッグ（レートを安定させること）できない状況がしばらく続いた。

## ●FTX事件

2022年11月、米国の大手暗号資産交換業者FTXが破綻し、100万人余りの顧客が同社に預けていた暗号資産を引き出せなくなった。いまだに全容は把握されていないが、FTXが取り組んだ投資案件の多くで損失が発生していることから、顧客が自らの資産を取り戻すことは難しいと見られている。

これまで、FTXは、サイバー攻撃の被害などで経営が悪化した交換業者を積極的に買収して業容を拡大してきた。2022年の相場下落局面でも、セルシラス、ブロックファイといった経営が悪化した企業に逆張りともいえる投資を続けていた。暗号資産の相場下落が一時的であれば、そうした逆張り投資が成功したであろうが、今回はむしろ損失を拡大させてしまったようだ。

FTX事件は、その規模の大きさ、被害者の人数の多さなどから、過去の暗号資産を巡るトラブルと比べても、深刻度の高いものであった。暗号資産交換業者は、単に暗号資産の売買を仲介するだけでなく、購入した暗号資産を顧客に代わって自分名義で預かるという役割を持つ。通常の金融機関に当てはめれば、売買の仲介までは証券会社と似ており、それを預かる場所は銀行と似ている。日本では、コインチェック事件（ハッキングによる暗号資産の巨額盗難事件）の反省から交換業者に対する規制・監督が強化されており、万一破綻しても顧客資産が守られるための工夫が講じられているが、米国ではそうした規制が緩く、FTXの杜撰な経営が放置されていたことも、事態

を深刻化させた。

2020～2021年の相場高騰により、米国では、通常の金融機関や機関投資家の間でも、暗号資産取引に関与するケースが増えていた。その多くはプライベート・エクイティ・ファンドなどを經由して投資するが、そうしたファンドもFTX事件に巻き込まれた。ファンドといえども、暗号資産取引の専門家ではないから、自社が秘密鍵を管理するオンチェーン取引ではなく、FTXに資産を預けるオフチェーン取引で投資していたとみられる。暗号資産は値動きが大きいため、ある程度の相場下落リスクは覚悟して投資していたと思われるが、資産を預けたFTXが破綻し、投資資産が全額引き出せなくなることはさすがに想定外であったようだ。

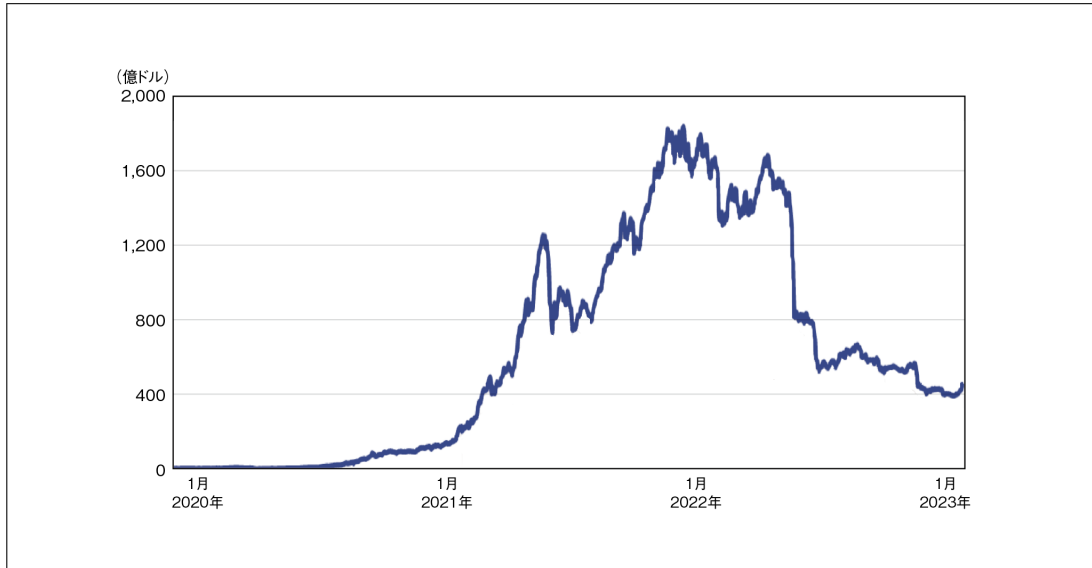
## ■DeFiとNFTにも逆風

2020～2021年に急拡大したDeFi（De-centralized Finance：分散型金融と呼ばれる暗号資産取引のスタイル）もまた、暗号資産相場の暴落により、深刻なダメージを受けることとなった。

2021年の相場上昇期に、典型的なDeFiの取引においては、暗号資産をプロジェクト（レンディングプラットフォーム）に預けることにより、年利にして10%から20%もの配当を稼ぐことができた。米国の市場金利がまだゼロ近傍であった2020～2021年頃に高い配当を提示できたのは、暗号資産が値上がりすることを前提としたスキームだったからだ。暗号資産が値下がりをはじめた2022年には、そうした高配当を謳うプロジェクトは減少し、DeFiに取り込まれた暗号資産の価値（TVL：Total Value Locked）も前年の1/4程度に縮小している（資料2-1-12）。

日本の金融庁は、委託調査（企業経営コンサルティング会社のクニエが受託）「分散型金融シス

資料 2-1-12 DeFi市場のTVL (Total Value Locked) の推移



出所：DefiLlama

テムのトラストチェーンにおける技術リスク等に関する研究」を通じて、典型的なDeFiのケーススタディを実施した。具体的には①Uniswap (分散型取引所) ②Maker (暗号資産型ステーブルコイン) ③Aave (レンディングプラットフォーム) が対象となった。

その結果、現在の主要なDeFiプロジェクトは、一定のトラストポイント (利用者などが無条件にトラストせざるを得ない中央集権的要素) を有していることが明らかとなった。利用者からトラストを受ける主体 (たとえば銀行など) には一定の責任が生じる。DeFiにそのような主体が存在するのであれば、規制の対象となり得るため、既存の金融機関と同等の規制が必要との意見が出ている。

DeFiと並んで、2020~2021年の暗号資産高騰期に、NFT (非代替性トークン) という技術が注目されるようになっていた。NFTとは、イーサリアムなどの暗号資産のブロックチェーンを基盤と

して作られた「唯一性があり、代替することができないトークン」を意味する。主にERC-721という技術標準に基づいて構築され、NFTに紐づくデジタル絵画やゲーム内アイテムが高額で取引されたことで注目を集めた。さらに、このNFTに代表されるようなブロックチェーン関連の技術体系やビジネスの総称として、「Web 3.0」という言葉が広まりつつある (用語の定義は論者によって異なる)。

なぜ、NFTやWeb 3.0が注目されたのだろうか。イーサリアムなどの暗号資産とブロックチェーンが普及したことにより、登記所に似た機能が実現できるようになった。ブロックチェーンのシステムが稼働し続けている限り、その中に書き込まれた情報は改竄できないとされる。デジタル絵画などをこの登記所に登録することで売買が可能となり、暗号資産と同様に値上がり益を求めて取引が活発化した。高騰する暗号資産とほぼ並行して、多くのメジャーなNFTが値上がりすることと

なったのだ。

しかし、2022年の暗号資産の暴落を受けて、NFTの取引は急速に細ってきている。そもそもNFTは何の権利を表象するか定かではなく、いわば実体のない登記の権利書が売買されているようなものである。直ちに値上がり益を狙いにくい状況においては、多くの投資家がそこに価値を見出すとは考えにくい。

日本では、政府の「骨太の方針2022」において、暗号資産を基盤とするWeb 3.0を、政府が積極的に取り組むべき課題として位置付けることになった。「骨太の方針」は政策の基本骨格を定めるものであるため、多くの政府機関がWeb 3.0を検討する審議会を立ち上げたが、それとほぼ同時に起こった暗号資産市場の混乱に、関係者は戸惑っているようである。

政府がWeb 3.0に着目したのは、GAFAによるデータ支配への対抗という政策意図があったと考えられる。2022年3月に発表された自民党の「NFTホワイトペーパー」には、NFTや暗号資産などの「分散化されたネットワーク上で、特定のプラットフォームに依存することなく自立したユーザーが直接相互につながる」という特性を評

価する記述がある。GAFAに代表される「特定のプラットフォーム」の影響力を排除できる手段として「分散化されたネットワーク」に期待したということだろう。

しかし、実際に「分散化されたネットワーク」を利用するには、一般の利用者が自ら秘密鍵を管理して暗号資産やNFTのオンチェーン取引を行わねばならない、という点には注意が必要である。過去数年間の暗号資産市場における経験を踏まえると、一般人がオンチェーン取引を行うことは現実的にはかなり難しく、サイバー攻撃のリスクを考えればセキュリティ上も望ましいとは言えない。このため、Web 3.0でGAFAの支配力を軽減するという構想は絵に描いた餅にすぎない。

一般の投資家の立場に立った場合、政府の方針を大義名分にして暗号資産やNFTの値上がり益を享受しようとしても、うまくいくとは考えにくい。欧米の金融政策が変更され、暗号資産市場で不祥事が相次ぎ、混乱が深まっている現在の状況においては、暗号資産やNFTの持つリスクを十分に理解したうえで、今後の展開を慎重に見極めていくことが必要であろう。



1996, 1997, 1998, 1999, 2000...

## [インターネット白書 ARCHIVES] ご利用上の注意

このファイルは、株式会社インプレスR&Dおよび株式会社インプレスが1996年～2023年までに発行したインターネットの年鑑『インターネット白書』の誌面をPDF化し、「インターネット白書 ARCHIVES」として以下のウェブサイトで公開しているものです。

<https://IWParcives.jp/>

このファイルをご利用いただくにあたり、下記の注意事項を必ずお読みください。

- 記載されている内容(技術解説、データ、URL、名称など)は発行当時のものです。
- 収録されている内容は著作権法上の保護を受けています。著作権はそれぞれの記事の著作者(執筆者、写真・図の作成者、編集部など)が保持しています。
- 著作者から許諾が得られなかった著作物は掲載されていない場合があります。
- このファイルの内容を改変したり、商用目的として再利用したりすることはできません。あくまで個人や企業の非商用利用での閲覧、複製、送信に限られます。
- 収録されている内容を何らかの媒体に引用としてご利用される際は、出典として媒体名および年号、該当ページ番号、発行元などの情報をご明記ください。
- オリジナルの発行時点では、株式会社インプレスR&Dおよび株式会社インプレスと著作権者は内容が正確なものであるように最大限に努めましたが、すべての情報が完全に正確であることは保証できません。このファイルの内容に起因する直接のおよび間接的な損害に対して、一切の責任を負いません。お客様個人の責任においてご利用ください。

お問い合わせ先

インプレス・サステナブルラボ

✉ [iwp-info@impress.co.jp](mailto:iwp-info@impress.co.jp)