

2025 年 4 月 10 日 全 12 頁

大和のクリプトナビ No.1

暗号資産価格の歴史的推移

需給の影響を受けやすく、足元では政策や機関投資家の動きも影響

デジタルソリューション研究開発部 IT リサーチャー 田中誠人
金融調査部 研究員 森 駿介

[要約]

- 暗号資産については、価格変動メカニズムに対する共通認識が市場参加者の間で確立されていないこともあり、ボラティリティが非常に大きい。そこで、本稿および「大和のクリプトナビ」シリーズでは、市場分析やイベント解説などを通じ、共通認識の確立に貢献する情報発信を行っていく。
- 暗号資産価格の歴史的な推移を振り返ると、需給の影響を受けやすいことが示唆される。ブロックチェーン技術の革新性や将来的な利用拡大への期待が高まる局面では、価格が押し上げられた。一方で、ネガティブなニュースにも反応しやすく、セキュリティリスクや規制強化が懸念される局面では価格が大きく下落した。足元では、政策や機関投資家の動きに影響を受ける場面も多く、これらのイベントを注意深く観察する必要がある。

大和のクリプトナビ

No.1 暗号資産価格の歴史的推移 【本レポート】

- 需給の影響を受けやすく、足元では政策や機関投資家の動きも重要

No.2 暗号資産価格のリターン・ボラティリティ・関連の特徴 【次回レポート】

- 過去のリターンには、将来のリターンに対する一定の予測力が存在
- 他資産との相関は低いが、センチメント悪化時に株式との相関が高まる傾向

No.3 暗号資産のポートフォリオ組み入れ効果 【次々回レポート】

- GPIF 基本ポートフォリオへの組み入れは有効？どの程度の組み入れが望ましい？

No.4 以降、随時発行予定

1. はじめに

2024 年は、米国の証券取引委員会（SEC）による暗号資産現物 ETF の承認や、暗号資産を支持する姿勢を示す共和党トランプ氏が米大統領選挙で勝利するなど、暗号資産業界にとって追い風となる 1 年だった。これらの動きを背景に、暗号資産の保有を検討する投資家や企業が増加している。このような投資家の多くは、革新的な決済手段というよりは、値上がり益の獲得や代替資産としての機能に期待しているものと推測される。

もともと、株式のような伝統的資産と異なり、価値を計算する裏付けとなるキャッシュフローが存在しないこともあり、暗号資産の価格変動について市場参加者の中で共通認識は確立されていない。それが、ボラティリティの大きさにも繋がっているものと思われる。そこで、「大和のクリプトナビ」では、暗号資産に係る市場分析やポートフォリオ組み入れ効果、暗号資産の価格に影響を与えるイベント・制度の分析などを通じて、この共通認識の確立に少しでも貢献する情報発信を目指していく。

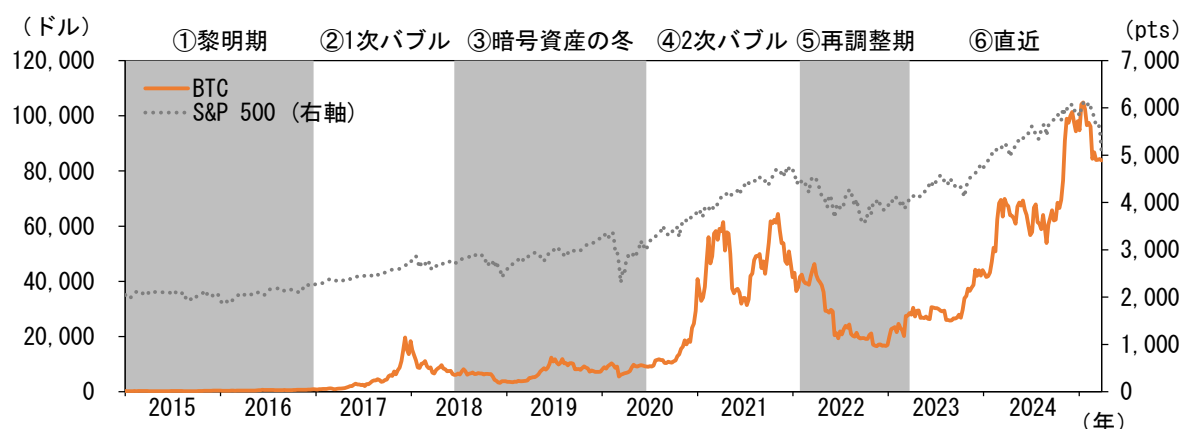
本稿では、歴史的な暗号資産価格の推移やその背景について、解説を試みる。なお、以下では、本稿執筆時点に米国で暗号資産現物 ETF として承認されているビットコインとイーサリアムを中心に取り上げる。

2. 歴史的な暗号資産価格の推移

まず、暗号資産市場への理解を深めるため、ビットコイン（BTC）およびイーサリアム（ETH）の歴史的な価格推移を振り返る。いずれも価格形成が行われるようになってから10～15年程度しか経っていない新しい資産で、その価格は伝統的資産を上回るボラティリティをもって変動を繰り返し、結果的には大きく上昇してきた。これらの価格変動の要因は、多くの期間では投機的な動きが大きく影響してきたと考えられる。

そこで本章では、このような動きを誘発した要因を、6つの期間（①暗号資産黎明期、②第1次バブル、③暗号資産の冬、④第2次バブル、⑤再調整期、⑥直近）に分けて振り返り、その背景を紐解いていく（図表1・2）。なお、期間の区切りは、背景となる主要イベントを考慮し、概ねの目安を定性的に設定した後、原則としてビットコイン価格の13週移動平均線と52週移動平均線が交差する点を境界とした（この点は、市場におけるトレンドの変化を示す重要なシグナルとされている）。

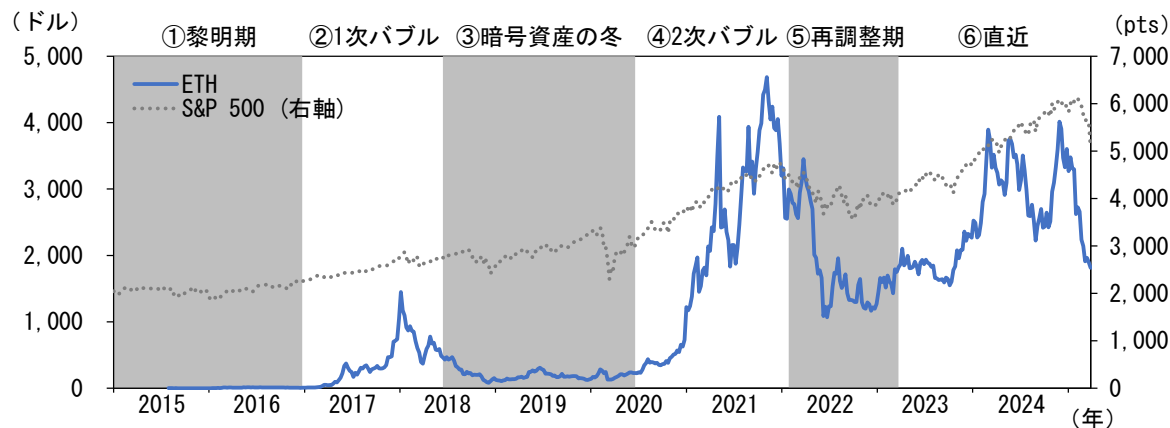
図表1 ビットコインの価格推移



(注) 直近値は、2025/4/4 週。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表2 イーサリアムの価格推移



(注) 直近値は、2025/4/4 週。なお、イーサリアムは2015/7/30に取引開始。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

（１）暗号資産黎明期（～2016 年 12 月）

この時期は暗号資産の黎明期であり、取引価格は非常に低く、市場の認知度も限られていた（図表 3・4）。ビットコインは、その構想を示す論文が 2008 年 10 月に「サトシ・ナカモト」氏によって発表されたことで始まった。取引が開始された後、当初の価値は 1 セントに満たない程度であり、2010 年 5 月には有名な「ピザ取引」が行われ、1 万 BTC が 2 枚のピザと交換された。これは、暗号資産で実際の物品が購入された最初の事例とされており、暗号資産の歴史において象徴的なイベントとなっている。

2013 年 11 月にはビットコインの価格が初めて 1,000 ドル（約 10 万円）¹を突破し、メディアから注目された。しかし、2014 年 2 月に、当時最大手の暗号資産取引所であったマウントゴックス (Mt. Gox) がハッキングされ、顧客の資産が盗難にあったことが公となった。これにより、市場全体で不信感が広がり、ビットコイン価格は急激に下落した。この事件は市場に混乱をもたらすとともに、暗号資産におけるセキュリティの重要性を浮き彫りにした。

また、2013 年にイーサリアムが考案されて以降、ブロックチェーンの可能性が大きく広がった。2015 年 7 月に正式にローンチされたイーサリアムは、スマートコントラクトと呼ばれる機能²を実装し、契約の自動化と信頼性を高める革新的な仕組みとして注目された。これは、開発者がブロックチェーンに関心を持ち、多様なプロジェクトが誕生するきっかけにもなった。

図表 3 ビットコインの価格推移（期間①）



（注 1）図表 1 から該当する期間の分を抜粋した。
（注 2）期間①は 2015/1/9 週～2016/12/30 週。
（出所）Haver Analytics より大和総研作成

図表 4 イーサリアムの価格推移（期間①）



（注 1）図表 2 から該当する期間の分を抜粋した。
（注 2）期間①は 2015/8/7 週～2016/12/30 週。
（出所）Haver Analytics より大和総研作成

¹ 当時のドル円為替レートで計算、以下同様。

² スマートコントラクトとは、ブロックチェーン上で事前に定められた条件が満たされると、自動的に契約内容を実行するプログラムのこと。

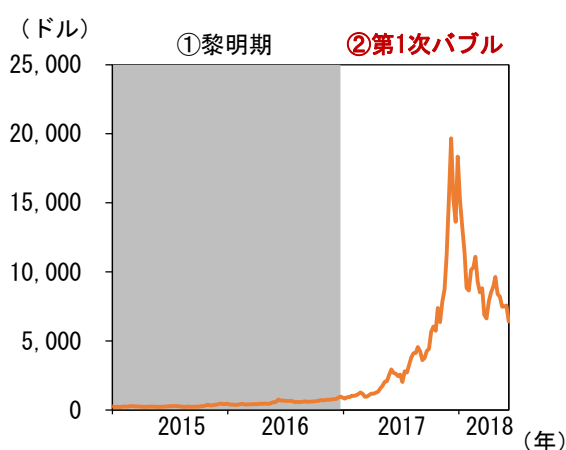
(2) 第1次バブル (2017年1月～2018年6月)³

2017年は、暗号資産市場が大きく注目された年であった。ビットコインは年初には約1,000ドル(約12万円)で取引されていたが、12月半ばには約2万ドル(約230万円)の過去最高値を記録した。しかし、その後急速に価格が下落し、2018年1月末には1万ドル(約110万円)を割り込むまで落ち込んだ(図表5・6)。

まず、2017年末にかけての価格急騰の背景には、ビットコインの分裂(ハードフォーク)への期待や、暗号資産に対する関心の高まりがあった。特に、2017年8月のビットコインの分裂(ハードフォーク)によるビットコインキャッシュ(BCH)の誕生は、市場に大きな影響を与えた。この分裂により、ビットコイン保有者は同数のビットコインキャッシュを受け取ることができたため、資産拡大を期待する投資家が増加し、ビットコインの取引量が増加、価格も上昇した。また、メディアの報道や暗号資産取引所の台頭により促された個人投資家の投機的行動が市場を牽引した。特に日本では、2017年4月に改正資金決済法が施行され、暗号資産が法的に認められたことで、市場参加者が急増した⁴。

さらに、イニシャル・コイン・オファリング(ICO)⁵ブームも市場の活性化に寄与した。2017年のICOによる資金調達額は世界全体で21億ドル(約2,300億円)に達し、多くのプロジェクトがICOを通じて多額の資金を手に入れた。ICOの資金調達にはイーサリアムのプラットフォームが多く使われたこともあり、イーサリアムの価格も上昇した⁶。

図表5 ビットコインの価格推移(期間②)



(注1) 図表1から該当する期間の分を抜粋した。

(注2) 期間②は2017/1/6週～2018/6/15週。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表6 イーサリアムの価格推移(期間②)



(注1) 図表2から該当する期間の分を抜粋した。

(注2) 期間②は2017/1/6週～2018/6/15週。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

³ なお、この期間の以前にも、2014年2月のマウントゴックス(Mt. Gox)のハッキング事件の前後など、ビットコインの価格が大幅な上昇と下落を見せた時期はあり、これらの時期もバブルとみなすことがあるが、本稿では、便宜上、2017年～2018年を第1次バブル、2020～2022年を第2次バブルと名付けた。

⁴ 一部のデータによれば、2017年当時、日本はビットコインの取引量で世界の大部分を占めていた。

⁵ ICOとは、企業やプロジェクトがブロックチェーン上で新しいトークンを発行し、それを投資家に販売して資金を集める方法。新しい資金調達手段として注目されたが、規制がほとんどなく、詐欺的とみられるプロジェクトも多発した。

⁶ なお、Googleトレンドのデータによれば、2017年12月に「Bitcoin」の検索数が過去最高値を記録した一方で、イーサリアムに関する検索数はそれほど高くなかった。このことから、当時の関心は主にビットコインに集中していたことがうかがえる。

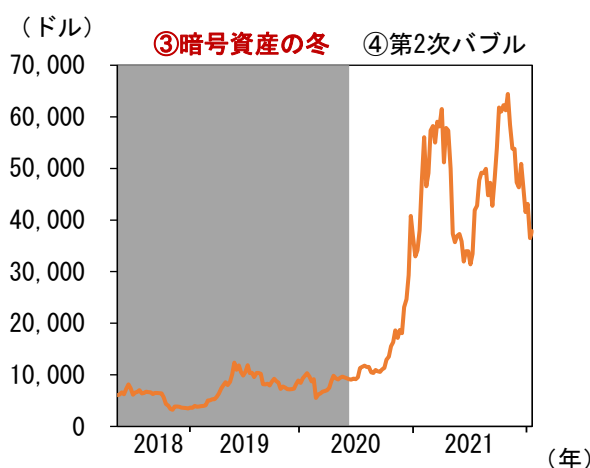
（３）暗号資産の冬（2018 年 6 月～2020 年 6 月）

2018 年に入ると、暗号資産市場は複数の要因が重なってバブル崩壊を引き起こした（図表 7・8）。まず、中国政府は以前から行っていた暗号資産に関する規制を強化し、1 月にはマイニング活動⁷の制限が相次いで報じられた。当時は中国がマイニングの大部分を担っていたため、これは市場に大きな影響を及ぼした。また、2017 年末の価格高騰を受けて、多くの投資家が利益確定のために売却を進めたことも、価格下落の一因となった。さらに、2018 年 1 月には日本の取引所であるコインチェックがハッキング被害を受け、約 580 億円相当の暗号資産が流出する事件が発生し、市場の信頼性が大きく損なわれる事態となった。

バブル崩壊後、暗号資産市場は 2018 年から 2020 年にかけて「冬の時代」を迎えた。ビットコインの価格は 2017 年 12 月中旬の最高値から大幅に下落し、2018 年 12 月には一時 3,200 ドル程度（約 36 万円）まで下落した。さらに 2019 年 6 月には、一時的に 1 万ドル（約 110 万円）付近まで回復したものの、年末にかけて再び下降した。この背景には、米国でシカゴ・オプション取引所（CBOE）等によるビットコイン ETF の当局への申請によって機関投資家の参入が期待されたが、実際には承認されず失望感が広がったことなどがあるとみられる⁸。また、世界各国・地域における暗号資産の規制動向や、これらに対する投資家心理の悪化も相場を下押しした。

一方、ブロックチェーン自体の開発やプロジェクトは継続して進行していた。2019 年には、ソーシャルメディア、モビリティ、教育、音楽、ヘルスケア、食品、ゲーム、保険、IoT、物流、シェアリングエコノミーなど、様々な業界でブロックチェーンの導入が進展した。しかし、これらの技術的進歩が直ちに暗号資産の価格回復に結びつくことはなく、市場の低迷が続いた。

図表 7 ビットコインの価格推移（期間③）



（注 1）図表 1 から該当する期間の分を抜粋した。
（注 2）期間③は 2018/6/22 週～2020/6/26 週。
（出所）Haver Analytics より大和総研作成

図表 8 イーサリアムの価格推移（期間③）



（注 1）図表 2 から該当する期間の分を抜粋した。
（注 2）期間③は 2018/6/22 週～2020/6/26 週。
（出所）Haver Analytics より大和総研作成

⁷ ブロックチェーン上で新しい取引の記録を検証し、それをブロックとしてチェーンに追加する作業のこと。この作業に貢献した人（マイナー）には、報酬として新しく発行されたビットコインが与えられる。

⁸ 例えば、2018 年 6 月、CBOE はビットコイン ETF の申請を行い、2019 年 1 月に一時取り下げ後、再提出した。同月、資産運用会社ビットワイズ（Bitwise）も申請を行ったが、8 月に SEC はこれらの承認判断を延期すると発表した。その後、9 月に CBOE は申請を取り下げ、10 月には SEC によってビットワイズの申請が却下された。結局、2019 年内に米国でのビットコイン ETF は実現しなかった。

(4) 第2次バブル (2020年7月～2022年1月)

2020年から2021年にかけて、暗号資産市場は再び大きな盛り上がりを見せた(図表9・10)。ビットコインやイーサリアムの価格は急騰し、ともに過去最高値を記録した。この背景には、新型コロナウイルス危機に伴う金融緩和策やインフレ懸念、また大手企業の参入(例:マイクロストラテジー社(現ストラテジー社)による大量購入、ペイパル社の暗号資産サービス開始)、さらに NFT(非代替性トークン)⁹市場の急速な発達があると考えられる。これらが価格押し上げの要因となり、2021年4月にはビットコインが約6.4万ドル(約700万円)の高値を付け、イーサリアムも5月に約4,000ドル(約44万円)の高値を付けた。

その後、ビットコインとイーサリアムの相場は一時的な調整局面を迎える。まず2021年5月中旬、テスラ社のイーロン・マスク氏が環境問題を理由にビットコイン決済を停止する発言を行い、市場心理が悪化して相場は急落した。追い打ちをかけるように、中国政府が暗号資産の採掘・取引規制を強化し、中国国内マイニング拠点の多くが操業停止に追い込まれた。

しかし、2021年7月後半には大口投資家や著名企業家から暗号資産支持の発言が相次いだほか、NFT市場も8月に月間取引高がピークに達するなど盛況であった。こうした追い風の中、暗号資産価格は秋にかけて上昇基調を取り戻し、11月にはビットコインが約6.8万ドル(約770万円)、イーサリアムが約4,900ドル(約55万円)と新しい高値を記録した。

2021年11月に過去最高値を付けた後、12月以降はインフレ加速に対応した各国中央銀行(特にFRB)の金融引き締め姿勢が鮮明となり、相場に逆風が吹き始める。さらに、米国における暗号資産規制の議論活発化や、新型コロナウイルス変異株(オミクロン株)出現による投資家心理の悪化も重なり、暗号資産価格は下落局面に入っていく。

図表9 ビットコインの価格推移(期間④)



(注1) 図表1から該当する期間の分を抜粋した。
(注2) 期間④は2020/7/3週～2022/1/28週。
(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表10 イーサリアムの価格推移(期間④)



(注1) 図表2から該当する期間の分を抜粋した。
(注2) 期間④は2020/7/3週～2022/1/28週。
(出所) Haver Analytics より大和総研作成

⁹ NFT とは、ブロックチェーンを基盤とした唯一無二のデジタル資産のこと。従来のデジタルデータは容易にコピーや改ざんが可能で、資産価値を持たせることが困難だった。しかし、NFT はブロックチェーン上で発行・取引されることで、デジタルデータに固有の証を付与し、唯一性と所有権を証明することが可能となる。なお、ここで言う所有権とは、厳密には法律上の所有権のことを指さない。

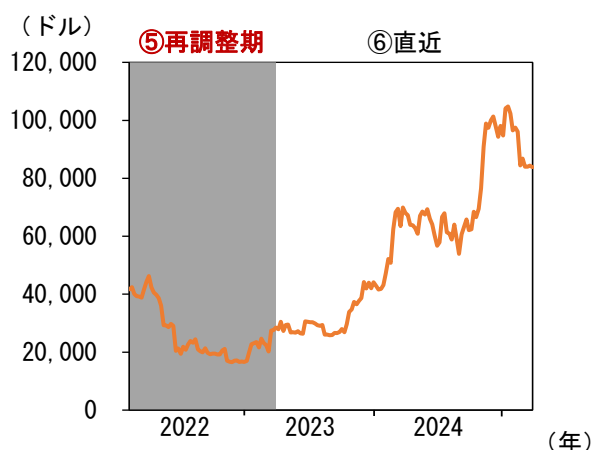
（５）再調整期（2022 年 2 月～2023 年 3 月）

2022 年から 2023 年にかけて、暗号資産市場は大きな試練と再編の時期を迎えた（図表 11・12）。2022 年 5 月、アルゴリズム型ステーブルコイン¹⁰である TerraUSD（UST）とその関連トークンである LUNA が急激な価値崩壊を起こし、わずか数日で数百億ドルもの市場価値が消失した。この「テラ・ルナショック」は、暗号資産市場全体に大きな衝撃を与え、投資家の信頼を揺るがせた。

続いて、2022 年 11 月には大手暗号資産取引所である FTX が経営破綻を申請した。FTX の破綻は、業界全体の信頼性に深刻な影響を及ぼし、多くの投資家が資産を失う結果となった。これらの出来事は、暗号資産市場の規制強化や透明性の向上の必要性を浮き彫りにした。

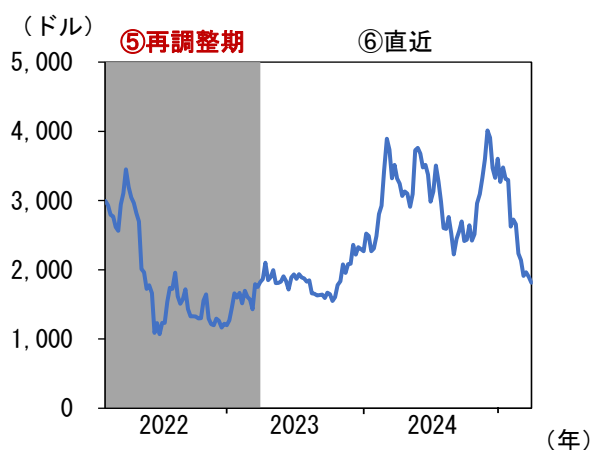
しかし、この試練の時期を経て、市場は再編と成熟の兆しを見せ始めた。この間、各国・地域の規制当局は、暗号資産に関する法整備を進め、投資家保護と市場の健全性を確保するための取り組みを強化した。例えば、日本では、2022 年 6 月に改正資金決済法が成立し、ステーブルコインの発行や取扱いに関する規制が明確化されたほか、2023 年 6 月には、犯罪収益移転防止法が改正され、暗号資産の移転に関するトラベルルール（送金者と受取人の情報を追跡する仕組み）が義務付けられ、マネーロンダリング対策が強化された。これらの法改正により、投資家の安全性の向上が図られたといえる。その他、企業や金融機関もブロックチェーンの活用やデジタル資産の導入に向けた動きを加速させ、暗号資産市場の新たな可能性を模索する動きが広がった。

図表 11 ビットコインの価格推移（期間⑤）



（注 1）図表 1 から該当する期間の分を抜粋した。
（注 2）期間⑤は 2022/2/4 週～2023/3/31 週。
（出所）Haver Analytics より大和総研作成

図表 12 イーサリアムの価格推移（期間⑤）



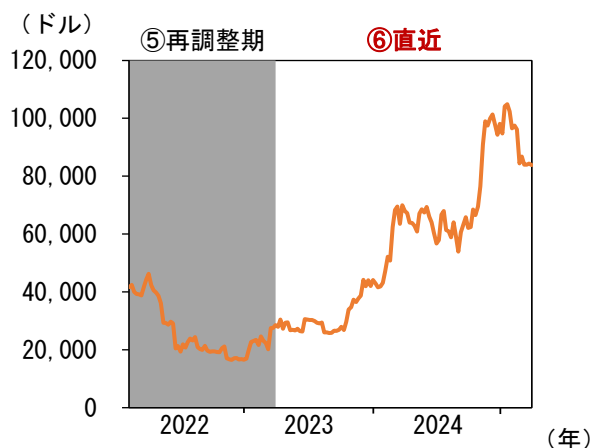
（注 1）図表 2 から該当する期間の分を抜粋した。
（注 2）期間⑤は 2022/2/4 週～2023/3/31 週。
（出所）Haver Analytics より大和総研作成

¹⁰ ステーブルコインとは、法定通貨などの価格と連動するように設計された暗号資産のこと。その中でも、アルゴリズム型ステーブルコインとは、特定の資産を担保とせず、アルゴリズムによってコインの供給量を調整することで価格を安定させるものを指す。

（６）直近（2023 年 4 月～）

2023 年以降、暗号資産市場は再び活気を取り戻し、多くの投資家に注目されるようになる（**図表 13・14**）。本節では、ビットコインとイーサリアムについて、それぞれの相場の特徴を深掘りする。

図表 13 ビットコインの価格推移（期間⑥）

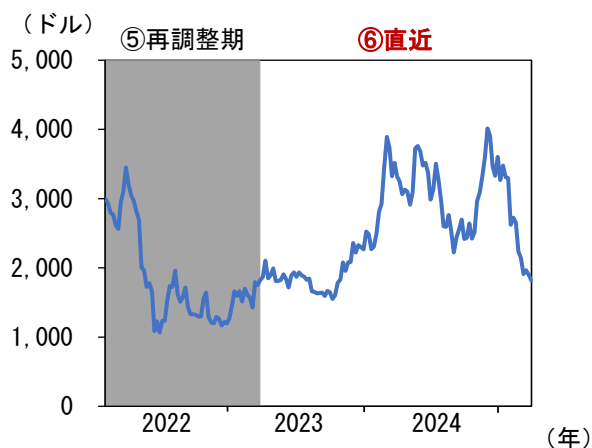


（注 1）図表 1 から該当する期間の分を抜粋した。

（注 2）期間⑥は 2022/4/7 週～。直近値は 2025/4/4 週。

（出所）Haver Analytics より大和総研作成

図表 14 イーサリアムの価格推移（期間⑥）



（注 1）図表 2 から該当する期間の分を抜粋した。

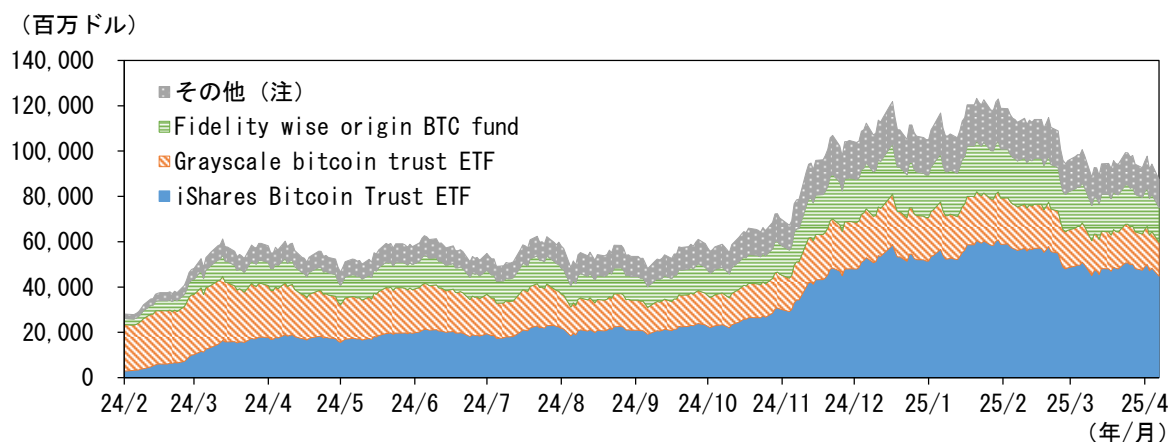
（注 2）期間⑥は 2022/4/7 週～。直近値は 2025/4/4 週。

（出所）Haver Analytics より大和総研作成

ビットコイン

2024 年 12 月に初めて 10 万ドル（約 1,500 万円）を突破し、年初からの上昇率は 120%を超えた。この急騰の背景には、SEC が 1 月にビットコイン現物 ETF を 11 本承認したことなどが影響している。これにより、機関投資家や個人投資家がビットコインに直接投資しやすくなり、市場への資金流入が加速した。2025 年には、米国のビットコイン現物 ETF の純資産総額は一時約 1,200 億ドル（約 18.6 兆円）を超えた（**図表 15**）。

図表 15 米国のビットコイン現物 ETF の純資産総額の推移



（注）その他には 9 つのビットコイン現物 ETF 銘柄を含む。直近値は、2025/4/7。

（出所）Bloomberg より大和総研作成

これまで、暗号資産市場の主なプレーヤーは個人投資家だった。しかし、ETF の登場により、年金基金やヘッジファンドなどの大口資産を持つ機関投資家の市場への参入が増加し、市場への影響力が高まっている¹¹。例えば、公的年金を運用するウィスコンシン州投資委員会や著名なヘッジファンドであるチューダー・インベストメント・コーポレーションなどが、ビットコイン ETF への投資を増やしている。今後の市場動向を見極めるためには、これらの機関投資家の動向や、政府や規制当局の政策変更を注視する必要がある。

なお、2025 年に入ってから、トランプ大統領が発表した関税政策によって貿易戦争への懸念が高まり、投資家心理が悪化したことでリスク資産への売り圧力が強まったこと、また 2 月に主要な暗号資産取引所である Bybit がハッキングを受け、暗号資産が流出する事件が起きたことで市場への信頼性が揺らいだこと、などにより相場は下落基調となっている。さらに、3 月にトランプ大統領は、ビットコインとイーサリアムを含む 5 つの暗号資産を政府の戦略備蓄の対象とする方針を SNS で発表し、これを受けて主要な暗号資産の価格は急騰した。しかし、戦略備蓄が政府の押収した暗号資産を活用することで実施され、新たな購入計画が含まれないことが分かったと、失望感により相場は下落に転じた。

イーサリアム

2024 年、ビットコインが史上最高値を更新し、約 122% の上昇率を記録した。一方、イーサリアムも堅調に推移し、通年では約 46% の上昇となったが、ビットコインと比較すると控えめな伸びに留まった。特に、12 月には一時 4,000 ドルを超えたものの、2021 年 11 月 8 日に付けた過去最高値の 4,815 ドル (Haver Analytics 参照) には達していない。

このリターン差の一因として、イーサリアムの需給構造が挙げられる。イーサリアムはスマートコントラクトや分散型アプリケーション (DApps)¹² のプラットフォームとしての役割が強く、需要はこれらの利用状況の影響を受ける。また、現在のイーサリアムの供給量は、ネットワーク上での取引手数料の一部がバーン (Burn、焼却) されることで、自動的に総供給量が抑制される仕組みとなっている。このメカニズムに影響を及ぼすイベントとして、2024 年にイーサリアムのスケーラビリティ向上を目的としたレイヤー2 ソリューション¹³ の普及が進み、取引手数料の低下や取引速度の向上が実現したことが挙げられる。これにより、多くの取引がレイヤー1 からレイヤー2 に流れたことで、イーサリアムのネットワーク全体での取引手数料が低下した。この結果、総供給量の増加 (「インフレ」と呼ばれる) に繋がり、需給が緩和した結果、価格が伸び悩んでいると指摘されている (なお、需給構造については、次章で詳しく解説する)。

2024 年 7 月にはイーサリアム ETF の取引が開始され、機関投資家の関心を集めたものの、価

¹¹ 米銀大手のビットコイン現物 ETF の保有状況の詳細は、鈴木利光「[米銀大手のビットコイン現物 ETF 保有、急増](#)」、大和総研レポート (2025 年 1 月 20 日付) を参照されたい。

¹² 分散型アプリケーション (DApps) とは、従来のアプリケーションとは異なり、中央集権的なサーバーではなく、ブロックチェーンなどの分散型ネットワーク上で動作するアプリケーションのこと。

¹³ レイヤー2 とは、イーサリアムなどの基盤となるブロックチェーン (レイヤー1) の上に構築される技術的ソリューションのこと。その主な目的は、レイヤー1 が抱えるスケーラビリティの問題、つまり取引速度の遅延や手数料の高騰といった課題を解決することである。

格上昇は限定的であった。また、2025 年に入ってから、ビットコインと同様に各種イベントからネガティブな影響を受け、相場は下落基調となっている。今後、イーサリアムの価格上昇には、機関投資家のさらなる参入や、ブロックチェーンプラットフォームとしての技術的進歩が鍵となる。技術面と市場動向の両面から注視する必要があるだろう。

3. まとめ

ビットコインとイーサリアムの価格推移は、黎明期から現在に至るまで、投機熱、制度対応、技術革新、そして市場の成熟といった多面的な要因によって揺れ動いてきた。足元では、機関投資家の動向や政策対応が市場全体の構造を大きく左右する力を持ち始めており、暗号資産市場は従来の投機主体による動きから、より制度的なフレームワークの中で評価される段階へと移行しつつある。こうした構造変化の只中にある現在、これを一時的な「相場の波」として捉えるのではなく、その背後にあるメカニズムや市場の本質的な変化に目を向ける必要がある。特に、価格形成の根幹をなす需給の動向を理解することは、市場の現在地と今後の展開を見通す上で極めて重要である。そこで本節では、まとめに代えて、ビットコインとイーサリアムを例に取りながら、暗号資産の需給構造について簡潔に整理していく。価格変動の背後にある構造を捉えるためには、まず「価格は需要と供給によって決まる」という原則を出発点とすることが重要だろう。

まず、暗号資産の供給、すなわち市場に供給されるトークンの総量は、多くの場合、事前に供給ルールが設計されており、自律的に運用される。例えば、ビットコインは最大供給量が 2,100 万枚で固定されている。新規発行はマイニング報酬として供給されるが、4 年ごとに報酬が半減する半減期があり、新規発行量は徐々に減っていく仕組みとなっている¹⁴。一方、イーサリアムは最大供給量が明示されていない。プロトコル（ルール）の変更によって供給の仕組みは変化する¹⁵が、現在はネットワークの利用状況によって新規発行とバーン（焼却：イーサリアムを永久に使えないようにして供給量から除外すること）が行われ、供給量が動的に調整される設計になっている¹⁶。なお、2024 年以降、新たに発行されるイーサリアムの新規発行量がバーン量を上回る状態が継続しており、イーサリアムは「インフレ傾向」に転じていると指摘されている。

¹⁴ 例えば、2009 年のビットコイン誕生時には 1 ブロックあたり 50BTC が報酬として支払われていたが、2024 年には 3.125BTC へと減少している。次の半減期は 2028 年に予定されており、報酬は 1.5625BTC になる。このような設計により、ビットコインの新規発行量は時間とともに減少し、インフレ率も次第に低下していく。最終的には 2140 年頃、全てのビットコインが発行され終えるとされており、その後はマイナーへの報酬は取引手数料に移行すると見られている。

¹⁵ 特に大きな転機となったのは、2022 年 9 月の「The Merge（マージ）」である。これにより、イーサリアムはコンセンサスアルゴリズムが「プルーフ・オブ・ワーク（PoW）」から「プルーフ・オブ・ステーク（PoS）」へと移行し、新規発行量が大幅に減少、エネルギー効率も飛躍的に向上した。

¹⁶ 2021 年に導入された EIP-1559 によって、取引手数料の一部が自動的にバーンされるようになった。これにより、ネットワークが活発に利用されるほどイーサリアムの供給が減るという動的な供給調整機構が生まれた。実際、NFT ブームや DeFi の急成長時などには、バーン量が新規発行量を上回り、イーサリアムが実質的にデフレ傾向を示す期間も存在した。

続いて、暗号資産の需要は、その性質に応じて様々な側面を持つが、代表的なものとしては「実需」と「投機的需要」の2つに大別される。実需は、ネットワーク上での手数料支払いや、スマートコントラクト、送金・決済といった暗号資産本来の機能や利用価値に基づく需要を意味する。一方、投機的需要は、価格変動による利益を狙った売買を指し、暗号資産市場においては特に短期的な価格変動を引き起こす主要な要因のひとつである。ただし、足元では長期保有による価格上昇を狙った需要や、機関投資家のポートフォリオに組み入れる需要も拡大しており、“投機対象”から“投資対象（分散投資先の新たな資産クラス）”に見方が変わりつつある側面もある。

暗号資産の価格動向の背景を理解するためには、このような需要と供給がどのように動くかを見極める必要がある。例えば、ビットコインの場合、前述のように供給量は制約があり、かつ予測可能であるため、需要の動きを分析することが重要となる。需要の動きは実需よりも投機的需要に影響される部分が大きく、政府や規制当局、機関投資家によるイベント（例：SECによるETF承認・却下、各国・地域の暗号資産に関する規制強化の発表、大手企業によるビットコイン投資など）による影響を受ける。さらに、過去のリターンからのモメンタム効果が確認できるほか、最近では伝統的な金融市場との関連性が高まっている側面もある（次回レポートでこれらに関連する分析を行う）。

またイーサリアムにもビットコインと同様に投機的需要に影響を受ける側面はある。もっとも、供給量が動的に調整される点や、ブロックチェーン上のアプリケーションにおいて多用途に活用されているために実需の影響も受けやすいという点でビットコインと異なる特徴を有することは理解しておくべきだろう。

（次回レポート「暗号資産価格のリターン・ボラティリティ・関連の特徴」に続く）