

## 論 説

## 暗号資産市場の拡大と今後の論点

——資産運用手段，決済手段としての暗号資産——

新 形 敦

## 目次

## はじめに

## 1. 2種類の暗号資産

- (1) 暗号資産の類型化
- (2) 似て非なる2種類の暗号資産

## 2. 暗号資産市場の動向

- (1) 時価総額
- (2) 価格

## 3. 米国の暗号資産推進策

- (1) 大統領令
- (2) 米議会
- (3) その他の動き

## 4. 資産運用手段としてのノンステーブルコイン

- (1) 暗号資産現物ETFの上場
- (2) 機関投資家の参入
- (3) ノンステーブルコインの論点

## 5. 決済手段としてのステーブルコイン

- (1) ステーブルコインの種類
- (2) リブラの潜在的脅威
- (3) ステーブルコインの論点

## おわりに

## はじめに

最近，暗号資産が再び注目を集めている。2024年，米国では暗号資産の現物上場投資信託（ETF）の取引が開始され，機関投資家による暗号資産投資が拡大している。また，米国のトランプ大統領は，2025年の就任直後から相次ぎ暗号資産の活用を推進する大統領令を発表し，米議会も同年7月に暗号資産活用に向けた関連3法案を可決し，一部は大統領署名を経て法制化されている。

本稿の目的は，ノンステーブルコイン，ステーブルコインという2種類の暗号資産に対する役割期待の違いを明確化するとともに，それぞれの可能性と課題について，論点を整理することに

ある。

## 1. 2種類の暗号資産

### (1) 暗号資産の類型化

暗号資産とは、ブロックチェーン（分散型台帳）技術を用いて暗号化されたデジタル資産である。暗号資産には、資産の裏付けがないため価格変動が大きい「ノンステーブルコイン」と、原則法定通貨など資産の裏付けがあるため価格が安定している「ステーブルコイン」の2種類がある（図表1）。

暗号資産のうち、ノンステーブルコインの代表例が、ビットコインとイーサリアムである。これに対して、ステーブルコインの代表例が、裏付け資産があるため米ドルとの価格が安定している、テザーとUSDコインである。

なお、暗号資産に類似するものとして、電子マネーと中央銀行デジタル通貨（CBDC: Central bank Digital Currency）がある。電子マネーは、民間発行体により米ドルや日本円など法定通貨と引き換えにデジタル媒体として発行されるものであり、法定通貨と等価にて、決済時に使用される。電子マネーの場合、法定通貨との等価での交換は、ステーブルコインのような裏付け資産ではなく、発行体のバランスシートや倒産隔離構造に伴う信用に基づいている。CBDCは、暗号資産と同様にブロックチェーン技術により暗号化された、中央銀行が発行するデジタル形態の法定通貨である。

本稿では、主に、ノンステーブルコインとステーブルコインという2種類の暗号資産について考察していく。

図表1 暗号資産の類型化

	民間発行体		公的発行体	
	暗号資産		電子マネー	中央銀行デジタル通貨 (CBDC)
	ノンステーブルコイン	ステーブルコイン		
表示単位	独自	法定通貨／コモディティ	法定通貨	法定通貨
償還	無し	額面／裏付け資産の 市場価値	額面	他の形態の 中央銀行通貨
裏付け	無し	様々な資産 (法定通貨、コモディティ等)	(発行体の) バランス シート、倒産隔離構造	中央銀行の バランスシート
例	ビットコイン イーサリアム	テザー USD コイン		

（出所） IMF（2021）より作成

## （2）似て非なる 2 種類の暗号資産

ノンステープルコインとステープルコインは、ブロックチェーン技術を用いて暗号化されているという技術面では同じである。ただし、少なくとも現状では、それぞれに期待される役割は異なっている。

ビットコインに代表されるノンステープルコインは、価格変動が激しい。このため、法定通貨のような支払・決済手段とはなりにくい。「通貨」は、①交換機能（支払・決済）、②価値尺度機能、③価値貯蔵機能、の 3 機能を有する。ノンステープルコインは、価格の不安定さゆえに交換機能は不完全である。また、同じ理由から、価値尺度機能、価値貯蔵機能も満たしていない。このため、ノンステープルコインは、通貨ではないというのが定説である（小川（2017）、丸山（2020））。その一方で、ノンステープルコインは価格変動が大きいゆえに、値上がり益目的での投資対象としての魅力を有している。

これに対して、テザーに代表されるステープルコインは、法定通貨とほぼ等価であり、価格が安定している。このため、上で述べた通貨の機能を概ね充たすと見ることもできる。その一方で、ステープルコインは価格変動が限定されているがゆえに、値上がり益目的での投資対象としての魅力に欠けている。

このように、技術面では同じ暗号資産でも、ノンステープルコインとステープルコインに期待される役割は大きく異なっている。少なくとも現状では、ノンステープルコインは資産運用手段、ステープルコインは決済手段としての役割が期待されている。

以下では、ノンステープルコイン、ステープルコインの動向を概観した上で、それぞれに期待される役割についての論点を整理する。

## 2. 暗号資産市場の動向

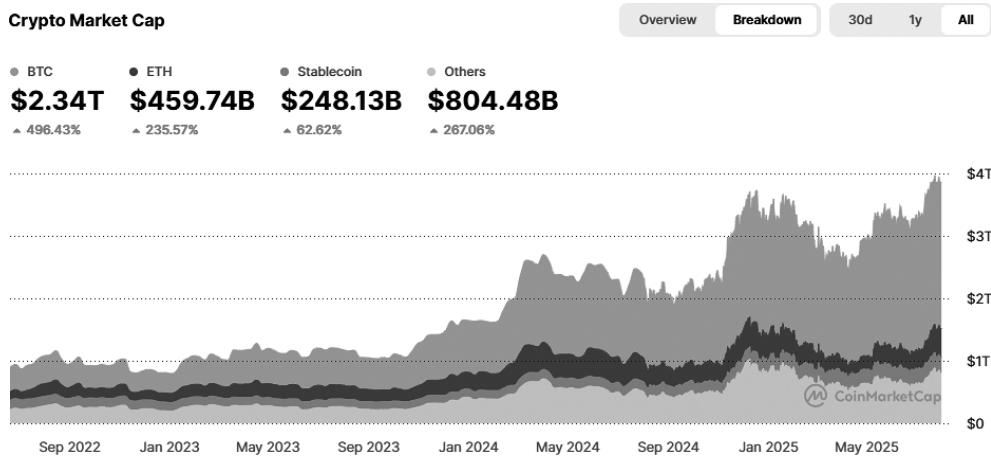
### （1）時価総額

暗号資産市場（ノンステープルコイン、ステープルコインの合計）の時価総額は、2023年までは 1 兆ドル程度で推移していたが、2025年 7 月には一時 4 兆ドルに達するなど、過去数年間で大きく拡大している（図表 2）。とりわけ、後述する暗号資産現物 ETF が上場された 2024 年は年末にかけて前年比約 3 倍となる 3 兆ドルまで増加している。暗号資産市場の時価総額は、米国株式市場の約 70 兆ドルと比べるとまだ 1/10 以下に過ぎないが、日本の株式時価総額である約 7 兆ドルに<sup>1)</sup>迫る規模まで成長している。

暗号資産市場のうち、時価総額全体の約 60% がビットコインであり、約 10% のイーサリアムとあわせると、この 2 つで時価総額全体の約 70% を占めている。ノンステープルコインの時価総額が大きい背景には、ノンステープルコインが投資対象となっていることにくわえ、次に見るようにノンステープルコインの価格上昇が続いていることがある。

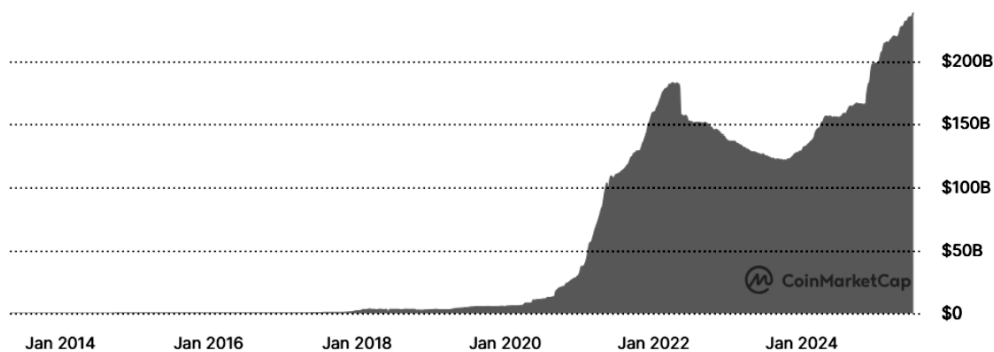
ただし、絶対額こそノンステープルコインに比べて 1/20 程度と小さいものの、ステープルコインの時価総額も近年大きく拡大している（図表 3）。ステープルコインの時価総額は 2020 年から急拡大し、2025 年には 2,000 億ドル超に達している。

図表2 暗号資産の時価総額



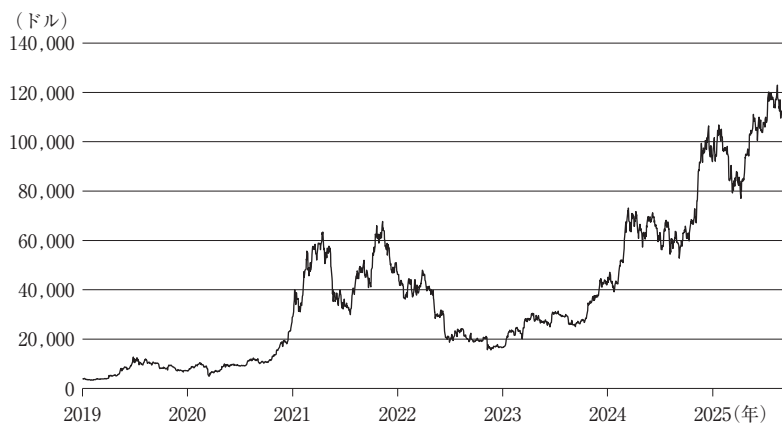
(出所) CoinMarketCap より作成

図表3 ステープルコインの時価総額



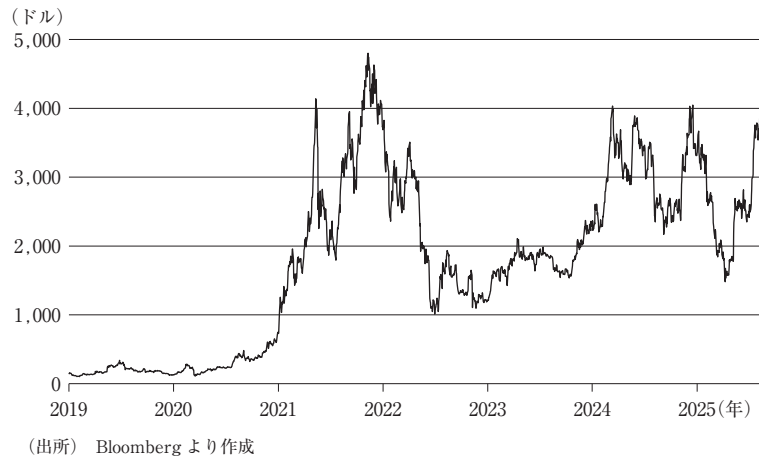
(出所) CoinMarketCap より作成

図表4 ビットコイン価格（米ドル建て）

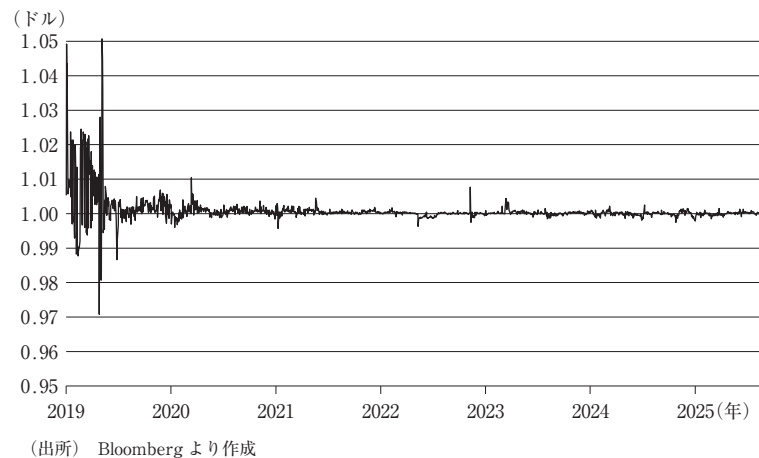


(出所) Bloomberg より作成

図表5 イーサリアム価格（米ドル建て）



図表6 テザー価格（米ドル建て）



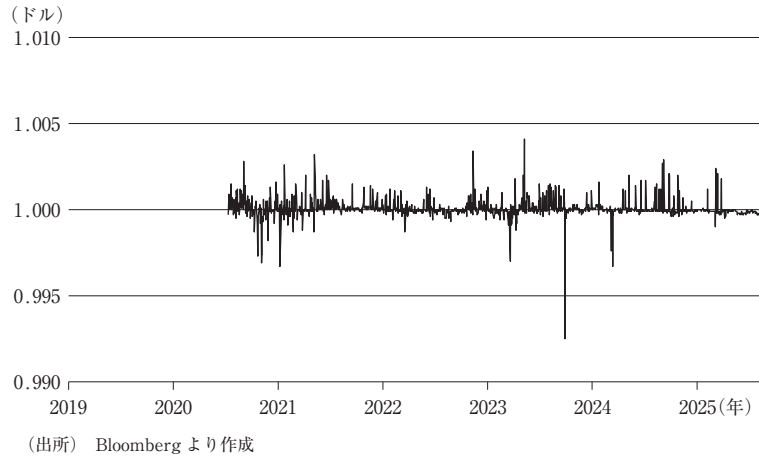
このように、暗号資産市場においては、ノンステーブルコイン、ステーブルコインとも、近年時価総額が大きく拡大していることがわかる。

## (2) 価格

次に、暗号資産の価格推移を見てみる。ノンステーブルコインであるビットコインの価格は、2009年の誕生以来、短期的に上げ下げを繰り返しつつも、長期で見れば上昇傾向が続いている（図表4）。ビットコイン価格は、2024年から再び上げ足を速め、2025年7月には一時、史上最高値となる12万ドルに到達している。同じくノンステーブルコインのイーサリアムの場合、2025年7月時点では、2021年に記録した最高値には達していないものの、2024年以降は回復傾向にある（図表5）。ビットコインとイーサリアムの価格は、誕生以来上昇傾向が継続しており、資産運用手段として期待できる存在であることが見てとれる。

他方、ステーブルコインの価格は、ステーブルの名のとおり、概ね安定して推移している。ス

図表7 USD コイン価格（米ドル建て）



テーブルコインであるテザー、USD コイン価格ともに、米ドルと概ね等価で推移している（図表6）（図表7）。ステーブルコインの価格は、2010年代後半の誕生以来、米ドルとの間で安定しており、決済手段として通貨と同様に使用できる可能性がある。

### 3. 米国の暗号資産推進策

#### (1) 大統領令

ここでは、2025年に入り矢継ぎ早に打ち出されている、米国の暗号資産推進策を概観しておきたい。

トランプ大統領は、2024年の大統領選挙期間中からたびたび暗号資産の推進を提唱してきたが、第二期政権誕生直後の2025年1月、米ドルを裏付け資産とするステーブルコインのグローバルでの活用と、中央銀行によるCBDC発行を禁止する大統領令に署名した<sup>2)</sup>。また、同年3月、ビットコインと他の暗号資産を国家戦略備蓄とする大統領令に署名した<sup>3)</sup>。

後者については、現状、国家戦略備蓄として保有されるビットコイン等の暗号資産は、これまで政府が犯罪等で没収したものとどまるものの、財務長官と商務長官に対してビットコインを追加取得する戦略の策定を指示している。また、前者については、後述するように米議会でも法制化が進められているが、大統領令の段階で米国においてはCBDC発行が困難な状態に陥った。このことは、後述するように、米国におけるステーブルコインの普及にとって大きな追い風となると考えられる。

#### (2) 米議会

2025年7月、米下院はクリプトウィーク（暗号資産週間）として称して、暗号資産関連3法案を集中審議の上可決した。

3法案のうち、通称「ジーニアス法案」は、7月18日に大統領署名を経て成立している<sup>4)</sup>。同法

は、ステーブルコインに対する規制の枠組みを明確化するもので、発行業者の許認可、裏付け資産保有の義務付けが定められている。

通称「クラリティー法案」は、暗号資産の監督権限の明確化を目的としたものである<sup>5)</sup>。下院通過法案では、暗号資産を証券ではなく商品として取り扱うことで、主な監督当局を米証券取引委員会（SEC）から米商品先物取引委員会（CFTC）に移管するものである。バイデン政権下、SECは暗号資産に対して総じて厳しい態度で臨んでいたことから、主な監督権限をCFTCに移管することで、暗号資産に対する規制を緩めることが期待されていると考えられる。

「反CBDC監視国家法案」は、米連邦準備制度理事会（FRB）によるCBDC発行を禁止するものである<sup>6)</sup>。上述のとおり、CBDC発行は既に大統領令を通じて禁止されているが、同法案は、CBDC禁止の法制化を目的としている。

### （3）その他の動き

ノンステーブルコインに関しては、2025年5月、米労働省が確定拠出年金（401k）の運用対象に暗号資産を含めることを容認する考えを示している<sup>7)</sup>。さらに、トランプ大統領が、これを明示的に容認する大統領令を発表する予定との報道もある<sup>8)</sup>。

また、ステーブルコインについては、2025年5月、ベッセント米財務長官が下院金融サービス委員会の公聴会において、2兆ドル規模の米国債を裏付け資産とするステーブルコインを発行し、国際決済等に活用する案を述べている<sup>9)</sup>。

このように、米国においては、ノンステーブルコイン、ステーブルコインともに積極的に保有や活用を推奨する姿勢が鮮明になっており、法整備も現在進行中である。

以下では、資産運用手段としてのノンステーブルコイン、決済手段としてのステーブルコインについての論点を整理していく。

## 4. 資産運用手段としてのノンステーブルコイン

### （1）暗号資産現物ETFの上場

暗号資産市場が一段と拡大する契機になったのが、2024年の暗号資産現物ETFの上場である。

2024年1月、SECは、ビットコイン現物を運用対象とするETF計11銘柄の上場を承認した（同年7月、1銘柄を追加）（図表8）。また、同年5月には、イーサリアム現物を運用対象とするETF9銘柄の上場を承認し、同年7月から取引が開始された（図表9）。これら暗号資産ETFの発行会社は、世界最大の資産運用会社であるBlackRockをはじめ、Fidelityなど世界的な大手資産運用会社が名を連ねている。

暗号資産現物ETFの特徴として、暗号資産の現物を保有しなくても、実質的に暗号資産への投資が可能となることがある。ETFが存在しない場合、暗号資産に投資するには、暗号資産取扱会社に専用口座を開設して現物を保有する必要があるが、煩雑かつ暗号資産取扱業者の信用リスクを負担する必要があった。暗号資産現物がETF化されたことで、現物保有に伴う過程を回避できることとなった。

図表8 ビットコイン現物ETF一覧

発行会社	銘柄	取引所	運用資産 (10億ドル)
BlackRock	iShares Bitcoin Trust	NASDAQ	86.97
Digital Currency Group	Grayscale Bitcoin Trust	NYSE	21.37
Fidelity	Fidelity Wise Origin Bitcoin Fund	CBOE	21.35
ARK	21Shares Bitcoin ETF	CBOE	5.79
Bitwise	Bitwise Bitcoin ETF	NYSE	4.74
Digital Currency Group	Grayscale Bitcoin Mini Trust	NYSE	4.05
VanEck	VanEck Bitcoin Trust	CBOE	1.98
CoinShares	Coinshares Valkyrie Bitcoin Fund	NASDAQ	0.70
Invesco	Invesco Galaxy Bitcoin ETF	CBOE	0.64
Franklin Templeton	Franklin Bitcoin ETF	CBOE	0.63
WisdomTree	WisdomTree Bitcoin Fund	CBOE	0.18
Toroso Investments Topco	Hashdex Bitcoin ETF	NYSE	0.01

(注) 運用資産は2025年7月末時点。

(出所) CoinMarketCap 等より作成

図表9 イーサリアム現物ETF一覧

発行会社	銘柄	取引所	運用資産 (10億ドル)
BlackRock	iShares Ethereum Trust	NASDAQ	11.16
Digital Currency Group	Grayscale Ethereum Trust	NYSE	3.46
Fidelity	Fidelity Ethereum Fund	CBOE	1.34
Digital Currency Group	Grayscale Ethereum Mini Trust	NYSE	1.27
Bitwise	Bitwise Ethereum ETF	NYSE	0.52
VanEck	VanEck Ethereum ETF	CBOE	0.21
Franklin Templeton	Franklin Ethereum ETF	CBOE	0.08
ARK	21Shares Core Ethereum ETF	CBOE	0.04
Invesco	Invesco Galaxy Ethereum ETF	CBOE	0.04

(注) 運用資産は2025年7月末時点。

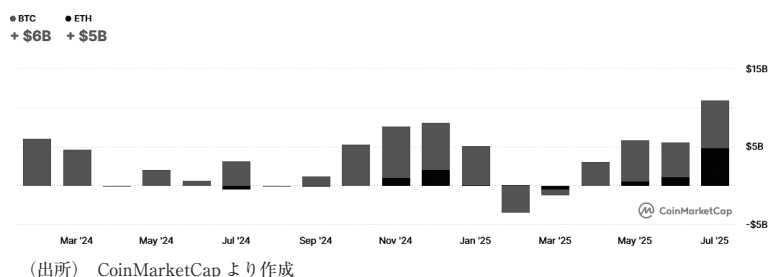
(出所) CoinMarketCap 等より作成

現物ETF上場後、機関投資家などからの暗号資産市場への資金流入が拡大している。暗号資産現物ETFへの資金流入（フロー）は、2025年初を除き流入超が続いており、多い月では月間ネット流入額が100億ドルを超えている（図表10）。この結果、暗号資産現物ETFの運用資産残高は、2025年初には1,000億ドルを超え、同年7月には1,600億ドル超に拡大している（図表11）。金現物ETFの運用資産残高である3,000億ドルには届かないものの、暗号資産現物ETFは、2024年の上場後2年足らずで、20年超の歴史を持つ金現物ETF市場の半分の規模まで急成長している（図表12）。

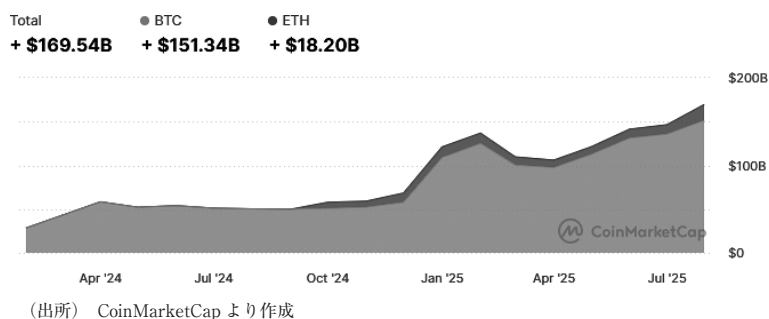
なお、先物取引については、2017年12月、CFTCがビットコイン先物取引を承認しており、SECが、2021年10月にビットコイン先物ETF、2023年10月にイーサリアム先物ETFの上場を承認している。さらに、オプション取引についても、SECが、2024年10月にビットコインETFオプション、2025年4月にイーサリアムETFオプションを承認している。



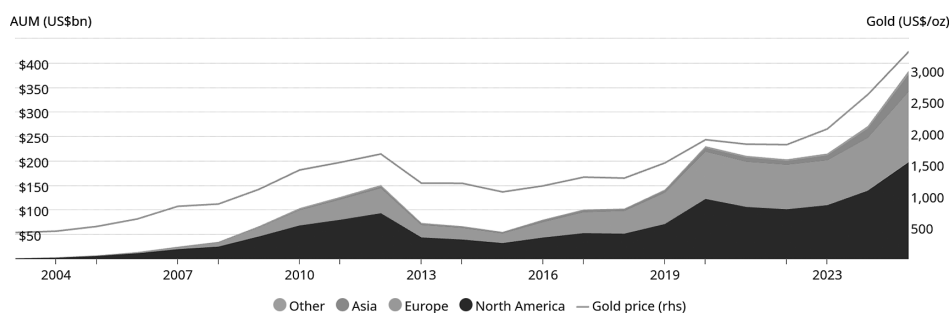
図表10 暗号資産現物 ETF への資金流入額（月次フロー）



図表11 暗号資産現物 ETF の運用資産残高



図表12 金現物 ETF の運用資産残高



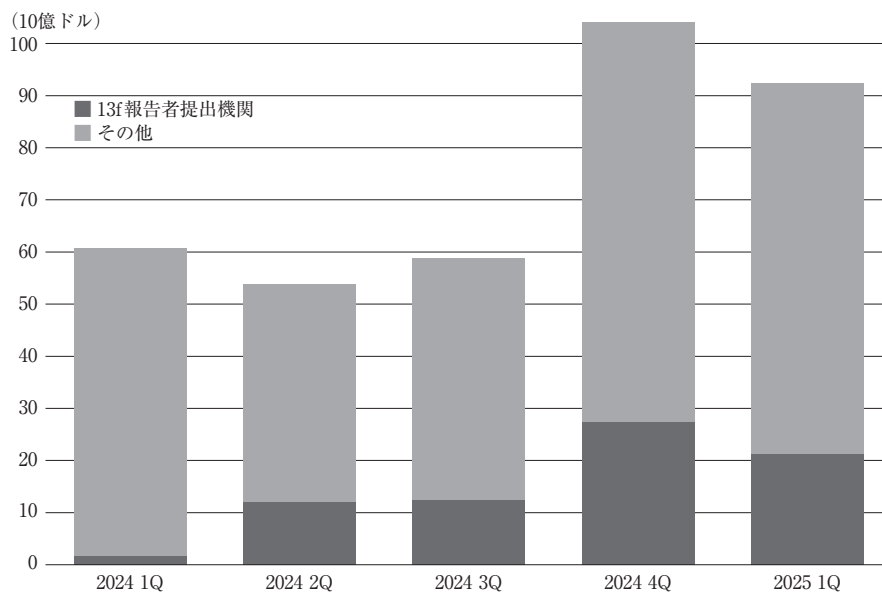
暗号資産市場においては、デリバティブ商品である先物やオプションとともに、2024年には現物 ETF も承認されており、今後のさらなる取引拡大の素地が整っている。

## (2) 機関投資家の参入

暗号資産市場へは機関投資家の参入が続いており、2024年の暗号資産現物 ETF 上場以降、この流れがさらに強まっている。

機関投資家によるビットコイン ETF 保有残高は、2025年第1四半期には約1,000億ドルと、暗号資産現物 ETF 全体の過半以上を占めるまで増加している（図表13）。また、機関投資家の内訳をみると、資産運用会社やヘッジファンドの他、一部の銀行も暗号資産 ETF を保有している（図表14）。さらに、州の公的年金など一部公的部門も暗号資産への投資を開始している。

図表13 機関投資家によるビットコイン ETF 保有残高



(注) SEC 13f 報告書は、総額1億ドル超の株式保有がある機関投資家に開示義務。

(出所) CoinShares より作成

図表14 機関投資家種類別の暗号資産 ETF 保有残高

投資家種類	保有額 (100万ドル)
資産運用会社	10,282.3
ヘッジファンド	6,917.9
ブローカー	2,139.9
持株会社	595.9
政府	408.5
銀行	297.5
プライベートエクイティ	239.9
信託	36.1
基金	24.4
保険会社	23.0
ファミリーオフィス	21.4
年金	8.2
ベンチャーキャピタル	2.5
その他	0.3
合計	20,998

(注1) 2025年第1四半期時点。

(注2) SEC 13f 報告書は、総額1億ドル超の株式保有がある機関投資家に開示義務。

(資料) Bloomberg Intelligence より作成

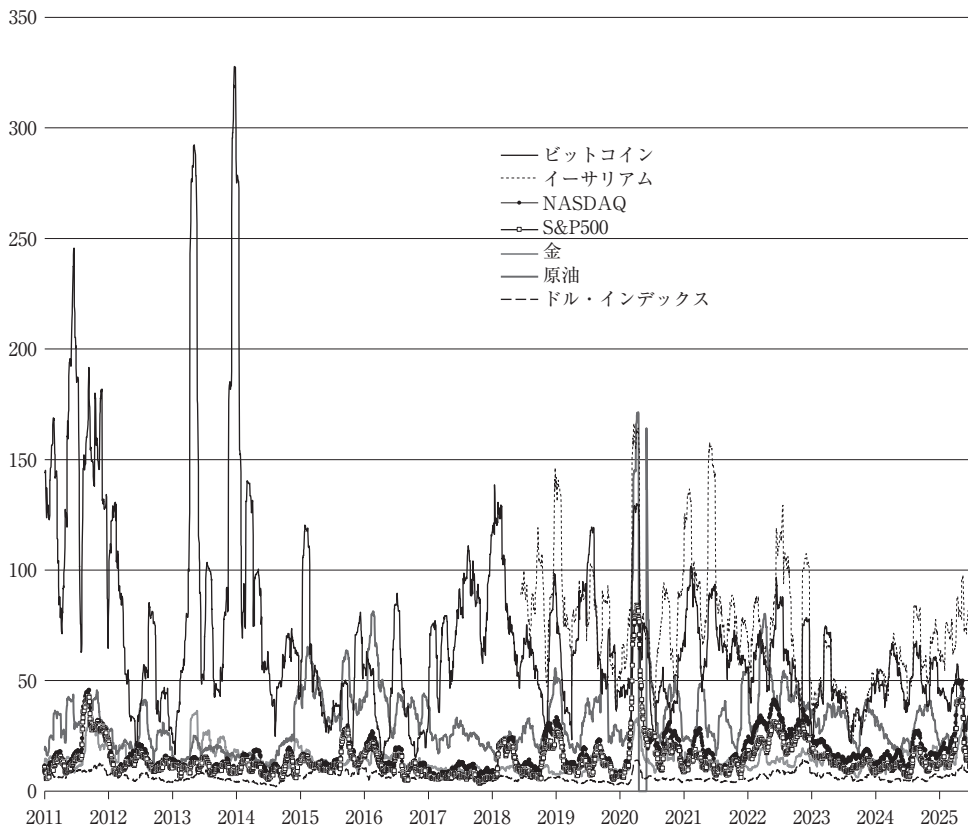
### （3）ノンステ이블コインの論点

今後も、ビットコインに代表されるノンステ이블コインが機関投資家など投資家にとって、安定的な資産運用手段になるかが注目される。その際の論点は、ノンステ이블コイン価格の、①ボラティリティ、②他の資産価格との相関、③基準価格の形成、である。

ノンステ이블コイン価格は、先で見たとおり、長期で見れば上昇傾向にあるものの、短期的には大きく変動してきた。価格変動があまりに大きい場合、ノンステ이블コインに投資するのはリスク愛好的な投資家や、投資家のポートフォリオ全体のごく一部に限定され、今後の市場拡大が限定される可能性がある（JPMorgan Asset Management（2024））。

また、ノンステ이블コイン価格と、他の資産価格との相関も重要となる。ノンステ이블コイン価格と他の資産価格との相関係数が高ければ、リスク分散の観点から、他の資産と独立した投資対象とはなりにくい（Wellington Management（2022））。機関投資家などの投資対象としては、株式、債券という伝統的な金融資産とともに、オルタナティブと呼ばれる金や原油などのコモディティ、不動産、インフラ、プライベート・エクイティ（PE）などがあるが、ノンステ이블コインが新たなオルタナティブになれるかは、ノンステ이블コイン価格と他の資産価格との相関の低さの持続が焦点となる。

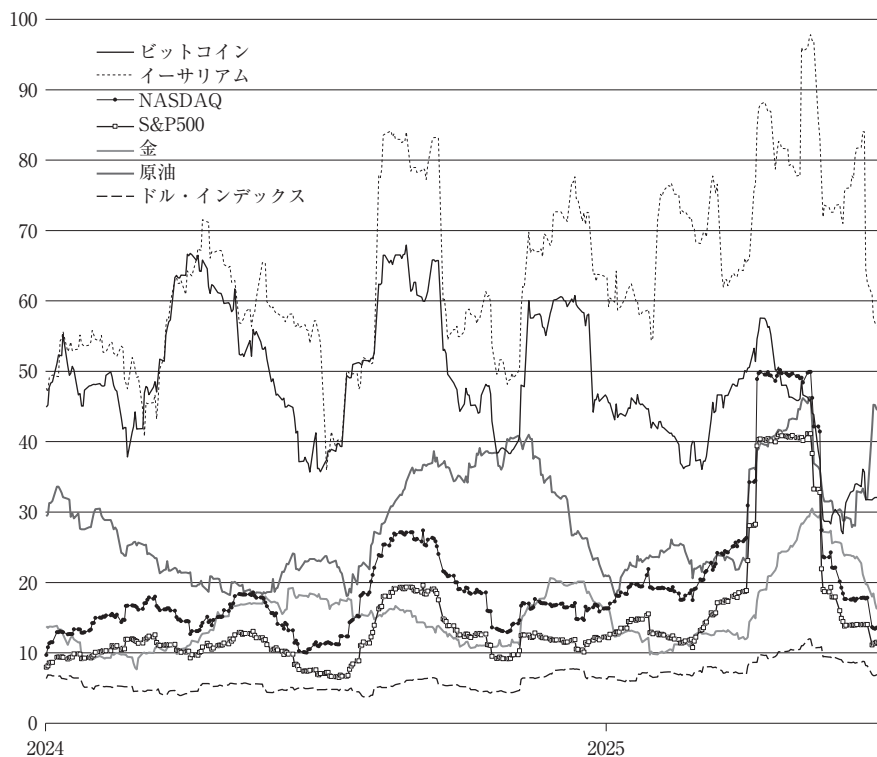
図表15 資産価格のヒストリカル・ボラティリティ（長期系列）



（注）過去30日間のヒストリカル・ボラティリティ（日次）。

（資料）Bloomberg より作成

図表16 資産価格のヒストリカル・ボラティリティ（2024年以降）



（注）過去30日間のヒストリカル・ボラティリティ（日次）。

（資料）Bloomberg より作成

さらに、より本質的な問題として、ノンステブルコイン価格について、参考値となる何らかの基準価格が形成できるかが重要となる。基準価格が不透明な場合、価格変動の程度や要因を説明することが困難なため、投資リスクが高い状態が続くことになる。

以下では、ボラティリティ、相関、基準価格について、論点をまとめておきたい。

#### ①ボラティリティ

価格変動の程度を計測するために、ビットコイン価格のヒストリカル・ボラティリティをみると、誕生後間もない2010年代前半は100を大きく上回る局面が多かったものの、2020年代に入ると100を下回るなど、長期で見ると低下傾向にあることが分かる（図表15）。

さらに、現物 ETF 上場に伴い機関投資家等による取引量が拡大した2024年以降も、ビットコインについてはボラティリティの低下傾向が続き、2025年にかけては50前後で推移している（図表16）。

ただし、ノンステブルコインのヒストリカル・ボラティリティは、2025年に入ると株や原油より低下する局面が生じているものの、総じて株式や金などのコモディティと比べて高い状態にある。暗号資産取引の拡大が続くなかで、今後もボラティリティが低位安定して推移するかが注目される。

#### ②他の資産価格との相関

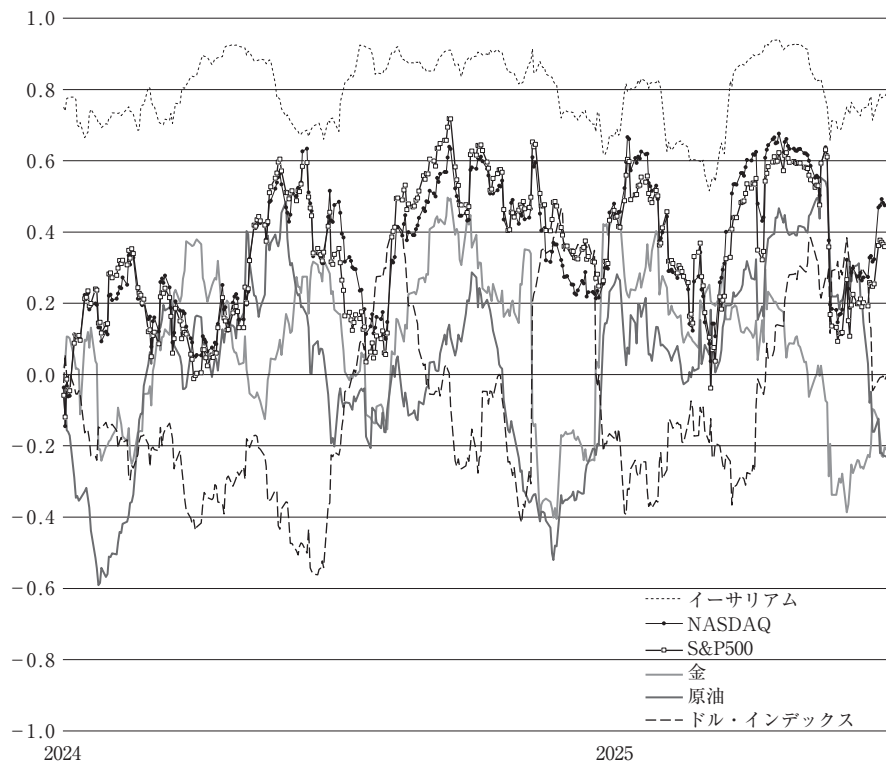
ビットコイン価格と他の資産価格との相関係数をみると、誕生以来の長期的で見ると0.1～0.3

図表17 ビットコイン価格との相関係数

資産種類	2019年以降	2024年以降
イーサリアム	0.79	0.79
NASDAQ	0.33	0.38
S&P 500	0.31	0.36
金	0.13	0.05
原油	0.06	0.01
ドルインデックス	-0.15	-0.02

(注) 日次データ。  
(出所) Bloomberg より作成

図表18 ビットコイン価格との相関係数（過去30日の相関係数）



(注) 日次データ。  
(出所) Bloomberg より作成

程度であり、相関関係は低い（図表17）。また、2024年以降で見ても、最も高い株価との相関係数は最大0.4程度で、強い相関関係は認められない。ただし、過去30日間の相関係数を時系列で見ると、株価との相関係数が0.6を超えて高まる局面も複数回認められる（図表18）。

ノンステーブルコイン価格については、リスクが上昇した際には株価との相関が強まる傾向にあるが、最近ではさらにその傾向が強まっているとの指摘もある。ノンステーブルコインが他の資産とは独立した安定的な資産運用手段となるかは、他の資産価格との相関係数が低い状態が継続するかに依存する。

### ③基準価格の形成

ノンステープルコインが資産運用手段としての地位を維持するには、本質的には、何らかの基準価格が算出され、かつ市場で一定程度共有されることが望まれる。基準価格が不透明なままでは、上で見た価格のボラティリティや相関係数も予測が難しく、投資対象としてのリスクが高止まりしてしまう。

ノンステープルコインは、保有自体からキャッシュフローを生まないため、理論価格の算出は難しいとされている（中島（2017））。また、そもそもノンステープルコインには本源的価値がないとの指摘もある（BIS（2015））。他方で、キャッシュフロー以外から算出する、いくつかの理論価格も存在する（大槻（2025））。例えば、暗号資産の理論価格として、コスト・アプローチ、ネットワーク効果、需要・供給、相対評価、マルチファクター分析、などが挙げられる<sup>10)</sup>。ただし、いずれも、ノンステープルコイン自体のキャッシュフローや内在的価値に基づいて算出されたものではない。

近年、ノンステープルコインを用いてキャッシュフローを生み出す、暗号資産レンディング、暗号資産担保融資などの付随サービスがでてきている。暗号資産レンディングは、暗号資産を貸し出すと手数料収入が得られる。暗号資産担保融資も似た仕組みだが、暗号資産を担保に融資を受けることができる。最近では、大手米銀であるJPモルガンチェースが暗号資産担保貸出に参入するとの報道もある<sup>11)</sup>。暗号資産を使ったこれらのサービスに対して、一般的な相場観が形成されれば、暗号資産の基準価格がある程度見えてくる可能性がある。また、例えばイーサリアムには、スマートコントラクトという、法定通貨にはない追加機能も付随している。これらの取引節約費用も理論価格の算出の基準となる可能性がある。

市場である程度共有された基準価格が出てくれば、ノンステープルコインがより安定的な投資対象となる可能性が高まる。

## 5. 決済手段としてのステーブルコイン

### （1）ステーブルコインの種類

ステーブルコインの場合、ビットコインなどのノンステープルコインと違って基本的に裏付け資産があるため、法定通貨との価値は安定しており価格変動は限定的である。

なお、ステーブルコインには、裏付け資産の内容によりいくつかの種類がある。代表的なのが、裏付け資産を法定通貨とする「法定通貨担保型」である。これ以外には、ノンステープルコインを含めた他の暗号資産を裏付けとする「暗号資産担保型」、裏付け資産を持たずにアルゴリズムで需給調節をして価格を安定させる「無担保アルゴリズム型」などがある（デロイト トーマツ コンサルティング合同会社（2025））。

このうち、決済手段として通貨と同等に使われる可能性を有するステーブルコインは、法定通貨担保型である。暗号資産担保型の場合、ステーブルコインといっても価格変動は法定通貨型に比べて大きい。また、アルゴリズム型はアルゴリズム管理に失敗して価格が暴落したテラの悪例があり、法定通貨担保型と比べて価格変動が大きく信頼性が劣後する。

図表19 リブラの構造

資産	負債	資産	負債
各国国債	各国通貨建てリブラ	ドル建てリブラ	リブラ
各国通貨		ユーロ建てリブラ	
	自己資本	その他通貨建てリブラ	

(注) 国債は短期国債、通貨は「通貨相当」を含む。

(出所) Libra Association (2020) より作成

## (2) リブラの潜在的脅威

ステーブルコインが法定通貨の存在を脅かすかについては、かつても大きな議論となった。2019年に発表された、Facebook（現 Meta）によるデジタル通貨であるリブラ（2020年にディエム<sup>12)</sup>に改名）の発行構想である。

リブラは、米ドル、ユーロ、日本円、シンガポール・ドルなど複数国の法定通貨を裏付け資産として発行されるステーブルコインである（図表19）。リブラ発行に際しては、各国通貨の構成比に基づき、各国国債等の裏付け資産が保有され、通貨バスケットに対して価格が安定する構造となっていた。

フェイスブック関連サービスの利用者数は2025年第一四半期時点で34億人に達する。旧 Facebook サービス・プラットフォーム上でリブラが利用可能となった場合、国際送金を含め、決済手段が法定通貨からリブラに大規模に移行するリスクがあった。

2022年、法定通貨に対する潜在的脅威から各国当局から大きな反発を受け、リブラ構想は正式に中止された。また、リブラ構想が、各国中央銀行による CBDC 導入に向けた動きを本格化させる契機の一つとなったとされている（中島（2020））。裏返せば、ステーブルコインには、法定通貨を代替する潜在能力があると見ることもできる。

## (3) ステーブルコインの論点

ステーブルコインについては、とりわけ国際決済の分野で、法定通貨を代替する可能性を有している。既存の SWIFT 決済は高く遅いためである（中島（2017））。実際、ステーブルコインを用いた国際送金は急速に拡大している（BIS（2025））。ステーブルコインを決済手段として用いた場合、SWIFT など既存の決済システムと比べて時間や費用を大きく削減できるため、今後、法定通貨からの代替が広がる可能性がある。

一方で、このようなステーブルコインの「通貨化」に対しては、①価格変動の存在、②柔軟性



図表20 テザーの裏付け資産

資産の種類	(10億ドル)
現金, 現金相当, その他短期資金	121.7
米短期国債	98.5
翌日物レボ	15.1
レボ	1.6
MMF	6.3
現預金	0.1
米国以外の短期国債	0.1
その他	27.7
社債	0.0
貴金属	6.7
ビットコイン	7.7
その他投資	4.5
有担保貸出	8.8
合計	149.4

(注) 2025年3月末時点。

(出所) Tether, "Independent Auditors' Report on the Financial Figures and Reserve Report", March2025 より作成

の欠如, ③運営体制への信頼性, という課題が指摘されている (BIS (2025))。

以下では, 価格変動, 柔軟性, 運営体制について, 論点をまとめておきたい。

#### ①価格変動の存在

法定通貨担保型ステーブルコインの構造を, 改めて振り返っておきたい。テザーの裏付け資産を見ると, 全て現金で構成されているわけではなく, むしろ現預金の割合はわずかでしかない (図表20)。法定通貨担保といっても, 裏付け資産の多くは短期国債である。また, ビットコインや貴金属などでも一部保有されており, 裏付け資産全体に占めるビットコイン等その他資産の割合は上昇している (図表21)。

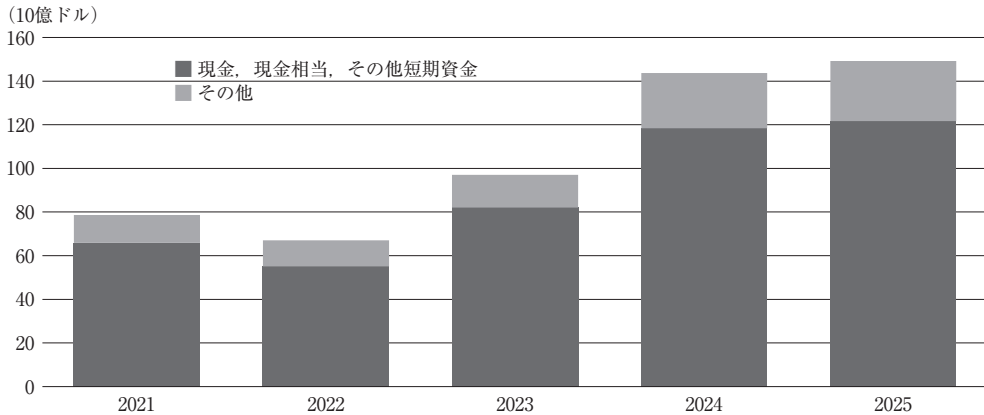
このため, テザーの価格は米ドルと完全に連動しているわけではない。先で見たとおり, テザーの価格は米ドルと概ね等価では推移しているものの, 0.001%程度とごくわずかではあるものの, 米ドルとの間で価格は変動している。

テザーなどのステーブルコインが, 完全に現金の形態で裏付け資産を保有しないのは, 発行体としての利益, すなわちシニョレッジ (通貨発行益) を獲得するためである。裏付け資産を完全に現金にすると, 発行体として裏付け資産の利回りや値上がり益などの運用益を獲得できず, ステーブルコインを発行するインセンティブが失われてしまう。すなわち, ステーブルコインの場合, 裏付け資産を全て現金にすることで法定通貨との価格を安定させると, 発行体のインセンティブが消失するためステーブルコインが発行されないという矛盾を抱えた構造となっている。

ステーブルコインの「通貨化」に向けては, 発行体の利益を確保しつつ価格変動を最小化する



図表21 テザーの裏付け資産の推移



(注1) 2025年は3月末時点。

(注2) その他には、ビットコイン、コモディティ等が含まれる。

(出所) Tether, "Independent Auditors' Report on the Financial Figures and Reserve Report" 各号より作成

というバランスが求められる。本質的には、発行体に対する信用が重要となると言えよう。

## ②柔軟性の欠如

ステーブルコインの発行には裏付け資産が必要となるため、発行の構造は金本位制やカレンシーボードと同じであり、発行体は無制限に信用創造することができない。このため、何らかの理由で大量の資金需要が生じた場合、ステーブルコインでは柔軟に対応することが難しい。

このように、ステーブルコインの「通貨化」に向けては、資金供給における柔軟性の欠如が課題となる。裏付け資産が求められる限り、ステーブルコインが、中央銀行や信用創造を通じて柔軟に資金供給できる法定通貨と完全に同一の機能を有するのは困難である。

ステーブルコインを担保に銀行等が融資を行えば金融システム内での信用創造は可能となる。ただし、この場合は、供給されるのは法定通貨であり、ステーブルコインが法定通貨を代替するのではなく補完関係となり、法定通貨と併存する形になる。

ステーブルコインの利用は、当面は、比較的小額の決済が中心となる可能性が高い。

## ③運営体制への信頼性

ステーブルコインが通貨として安心して使用されるためには、マネーロンダリングやテロ資金など不正目的での使用の防止など、運営体制への信頼性もまた必要となる。

ステーブルコインの「通貨化」に際しては、サイバー攻撃対策や個人情報保護などとともに、法定通貨に比肩する堅固な運営体制の構築が求められる。

## おわりに

本稿では、暗号資産市場の現状を整理した上で、資産運用手段としてのノンステーブルコイン、通貨としてのステーブルコインそれぞれの課題について、論点を整理した。

本稿で見てきたとおり、現在、米国では暗号資産活用が推進されている。ノンステーブルコイ

ンについて、今後、国家戦略備蓄としての積み増しや401k プランを通じた投資の拡大が継続した場合、ノンステーブルコインへの安定的な資金流入源となり、ボラティリティの低下やノンステーブルコイン相場の基準値や下値形成につながる可能性がある。

また、ステーブルコインについて、米国では、国家としてのステーブルコインへの有力な対抗策である CBDC 発行が困難な状況となっており、決済手段としてステーブルコインが普及する可能性が高まっている。また、ステーブルコインの「通貨化」には究極的には発行体の信用が重要となるが、この観点からは、ベッセント財務長官証言にみられる政府の発行支援や規制の枠組みの確立は、ステーブルコインに対する信頼醸成に貢献する可能性がある。

暗号資産の歴史はまだ浅いものの、米国では過去数年で、ノンステーブルコイン、ステーブルコインとも、一段の普及に向けた動きが急速に進んでいる。本稿で指摘した各論点に対するさらなる考察は、今後の課題としたい。

以上

#### 注

- 1) 米国の株式時価総額は NYSE と NASDAQ の合計、日本はプライム、スタンダード、グロースの合計（2025年6月末時点）。
- 2) “Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology”, EO 14178, 2025年1月23日
- 3) “Establishment of the Strategic Bitcoin Reserve and United States Digital Asset Stockpile”, EO 14233, 2025年3月6日
- 4) “Guiding and Establishing National Innovation for U. S. Stablecoins Act (GENIUS Act)”, S. 1582
- 5) “Digital Asset Market Clarity Act of 2025”, H. R. 3633
- 6) “Anti-CBDC Surveillance State Act”, H. R. 1919
- 7) U. S. Department of Labor, “US Department of Labor rescinds 2022 guidance on Cryptocurrency in 401(k) Plans”, News Release, 2025年5月28日
- 8) Financial Times, “Donald Trump set to open US retirement market to crypto investments”, 2025年7月18日
- 9) US House committee on Financial Services, “The Annual Testimony of the Secretary of the Treasury on the State of the International Financial System”, 2025年5月7日
- 10) コストアプローチは、新規のビットコインを作り出すマイニングにかかる電気代等の費用から理論価格を算出する手法である。ネットワーク効果は、ネットワークの価値はユーザー等の2乗に比例するという慣例から理論価格を算出する手法である。需要・供給は、流通残高に対する新規供給量や、安定保有者の増加を考慮した需給から理論価格を推計するものである。相対評価は、金や株式など他の資産との相対価格から理論価格を推計するものである。マルチファクター分析は、市場のモメンタムや流動性等から総合的に理論価格を算出するものである。
- 11) Financial Times, “JPMorgan explores lending against clients’ crypto holdings”, 2025年7月22日
- 12) 正確には、Facebook 主導で設立されたリブラ協会がデジタル通貨リブラの運営を担当する予定であった。また、各国当局からの反発を受け、2020年にデジタル通貨の名称をリブラからディエムに変更したが、結局2022年に発行を断念した。

## 参考文献

- 大槻奈那（2025）,「知識としての暗号資産。今後の行方を考える」, ディープ・インサイト, ピクテ (<https://www.pictet.co.jp/investment-information/market/deep-insight/20250218.html>)
- 小川英治（2017）,「仮想通貨は通貨か」, コラム, 独立行政法人経済産業研究所 ([https://www.rieti.go.jp/jp/columns/a01\\_0493.html](https://www.rieti.go.jp/jp/columns/a01_0493.html))
- デロイト トーマツ コンサルティング合同会社（2025）,「ステーブルコインの健全な発展に向けた分析調査報告書」
- 中島真志（2020）,『アフター・ビットコイン 2 仮想通貨 vs. 中央銀行「デジタル通貨」の次なる覇者』, 新潮社
- （2017）,『アフター・ビットコイン 仮想通貨とブロックチェーンの次なる覇者』, 新潮社
- 丸山俊一（2020）,『岩井克人「欲望の貨幣論」を語る』, 東洋経済新報社
- Adrian, Tobias and Rhoda Weeks-Brown（2021）,“Cryptoassets as National Currency? A Step Too Far”, IMF BLOG, International Monetary Fund (<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/07/26/blog-cryptoassets-as-national-currency-a-step-too-far>)
- Bank for International Settlements（2025）,“III The next-generation monetary and financial system”, BIS Annual Report 2025, June 2025
- （2023）,“Will the real stablecoin please stand up?”, BIS Paper No 141, Monetary and Economic Department, November 2023
- （2015）,“Digital currencies”, Committee on Payments and Market Infrastructures, November 2015
- Fidelity（2024）,“Assessing the key concerns in Bitcoin investing”, Expert opinion, July 2024 (<https://www.fidelity.se/articles/expert-opinions/2024-07-12-assessing-key-concerns-bitcoin-investing-1720774340607>)
- International Monetary Fund（2021）,‘A Basic Taxonomy’, ONLINE ANNEX 2.1. TECHNICAL NOTE, “Chapter 2: The Crypto Ecosystem and Financial Stability Challenges”, Global Financial Stability Report, October 2021
- JPMorgan Asset Management（2024）,“Does crypto deserve a place in portfolio construction?” (<https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/insights/market-insights/market-updates/on-the-minds-of-investors/does-crypto-deserve-a-place-in-portfolio-construction/>)
- Libra Association（2020）,“White Paper v2.0”
- Wellington Management（2022）,“Evaluating cryptocurrencies as an asset class” (<https://www.wellington.com/en/insights/evaluating-cryptocurrencies-asset-class>)