

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2025年12月11日

中央銀行デジタル通貨とステーブルコイン 競合か共栄か

～2025年11月28日開催のウェビナーの模様～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
宮川真一
shinichi Miyagawa@iima.or.jp

2025年1月28日開催したウェビナー「中央銀行デジタル通貨とステーブルコイン競合か共栄か」における、パネリストのプレゼンテーションとパネルディスカッションの内容を紹介する。

パネリスト（敬称略、順不同）

柴田 誠 株式会社 FINOLAB、Head of FINOLAB / Chief Community Officer

中島 真志 麗澤大学 経済学部 教授

モデレータ

高山 真 国際通貨研究所 経済調査部長

1. プrezentation (柴田)

「ステーブルコインの展開～世界の利用動向と日本における導入～」

(1) ステーブルコインの概要とブロックチェーン技術

ステーブルコインは、ビットコイン等の暗号資産と同様にブロックチェーン上で稼働する決済手段です。暗号資産は価値の変動が非常に激しいのに対し、ステーブルコインは、比較的、価値が安定しているという特徴を有しています。価値を安定させるため、

ステーブルコインの発行者に対して発行額相当の国債や預金といった安全な資産の保有を義務付ける法制度が、世界各国で導入され始めています。

続いて、ブロックチェーン技術について簡潔にご説明いたします。従来の決済は、中央に大規模なデータセンターを配置し、そこに記録を集中させることで処理されていました。これに対し、ブロックチェーン技術では、ネットワーク上でデータを共有しつつ、データを鎖のように繋げ、暗号技術を用いて不正な改ざんを防ぐことで、取引を記録していく方式が採用されております。取引を記録する際に、それが正しいと確定させるために様々な技術が活用されています。例えばビットコインの場合、マイニングと呼ばれる計算を行い、取引を確定させます。計算に参加した者には、その対価として新しいコインが付与される仕組みが利用されております。この方式は、中央に大きなデータセンターを置く必要がないため、コスト削減や時間の制約なく取引が可能となるといった特徴があります。

(2) ステーブルコイン誕生の背景

ブロックチェーンを最初に実現した暗号資産はビットコインですが、非常に低コストで取引できる反面、価値の変動が極めて激しいという課題があります。グラフ¹が示す通り、ビットコインは短期間に大きな価値の変動が見られます。このため、決済に利用した場合、送金時点と受取時点とで価値が変動してしまう可能性があり、なかなか一般的な決済には馴染みにくいのが現状です。むしろ、価値の上昇を期待した投機の対象となっているのが実態かと思います。

こうした暗号資産の問題点に対し、同様の仕組みでありながら価値がより安定した決済手段が求められ、ステーブルコインが誕生しました。

(3) ステーブルコインの価値安定化の方法

ステーブルコインの価格を安定させる方法としては、次のような方式があります。

- ① **法定通貨担保型**：ドルや円といった法定通貨、または国債等の安全資産を裏付けとする方式で、発行の度に裏付けとなる資産を確保します。
- ② **仮想通貨担保型**：裏付けとなっている仮想通貨の価値が変動すると、ステーブルコインの価格の安定性が保てなくなる可能性があるため、信頼性は低いとの見解も示されるようになりました。
- ③ **商品担保型**：金などの比較的価値が安定した商品を担保にして発行されます。
- ④ **無担保型（アルゴリズム型）**：アルゴリズムを用いて需給を調節し、価値の安定を図る方式です。これも、需給の変化が許容範囲内に留まっている間は有効ですが、大きな変化が起こった場合には、安定した価値を維持することが困難となります。

¹プレゼンテーション資料、<価格変動の激しい暗号資産>、
(https://www.iima.or.jp/docs/webinar/2025/251128_Shibata.pdf)

2022年5月、仮想通貨担保型の米ドル建てステーブルコインであるテラ USD が破綻する事件が発生しました。テラ USD はルナという暗号資産に連動しておりましたが、ルナの価格暴落により、テラ USD も一夜にしてその価値をほとんど失うという事態となりました。この事件を契機として、ステーブルコインに対する厳格な法規制の必要性が強く提言されるようになりました。

(4) 国際的な規制動向と日本の法制化

国際金融当局者の間でも規制の必要性が認識され、2020年から2022年にかけG20の金融安定理事会(FSB)において、ステーブルコインに関するルール策定、すなわち監視の枠組みや暗号資産のリスク・データ管理に関するルール提言が行われております。また、日本でも2022年に改正資金決済法が可決され、ステーブルコインは電子決済手段と定義され、ステーブルコインの発行および流通を行う事業者は登録が必要とされています。

日本の改正資金決済法では、ステーブルコインの発行に関して次の3種類の類型を規定しております。

- ① **信託型**：信託銀行や信託会社が裏付けとなる資産を管理する方法。
- ② **銀行預金型**：銀行の預金を担保としてステーブルコインを発行する形態。
- ③ **資金移動業者型**：資金移動業を行う者が独自のステーブルコインを発行する形態。この場合、発行者は裏付け資産として安全資産を分別管理することが義務付けられております。

日本は、世界に先駆けてこうしたステーブルコインの法制化を行い、その後の動向が注目されましたが、法整備後、実際にステーブルコインの発行が認可される発行体はしばらく存在しませんでした。

(5) 米国を中心とした規制とドルの霸権

2025年7月、米国でGENIUS Act²が成立しました。米国には、ステーブルコインを法制化し積極的に後押しすることにより、ドルの霸権を強化しようという意図があったと考えられています。国際通貨としてのドルの地位が若干低下したと見られる中で、霸権を再び強める一つの手段として、ステーブルコインの活用が企図されたのではないかとも言われています。

米国に代表されるように、各国でステーブルコインに関する法制度が次々と整備されています。欧州(ユーロ圏)においては、MiCA³と呼ばれる規制が2024年に施行されました。香港は2025年8月に法制度を成立させています。その他、シンガポール、UAE、検討中の英国など、各国で規制が出揃ってきた状況です。

² GENIUS Act, Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act, (<https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/1582/text>)

³ MiCA : Markets in Crypto-Assets Regulation, (<https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/markets-crypto-assets-regulation-mica>)

こうした国々の規制の内容には、多少の違いがあるものの、共通する主要なポイントは、裏付けとなる資産を確保する必要があること、マネーロンダリングや犯罪対策への注意が求められること、そして、ステーブルコインと暗号資産を明確に区別し両者を混同して取引することが禁止されていることです。

(6) ステーブルコインの市場占有状況

世界のステーブルコインの発行状況を概観しますと、発行額上位に位置するステーブルコイン銘柄は、そのほとんどがドル建てとなっております。ユーロ建ての銘柄は 11 番目によく登場しますが、金額ベースでは 99 パーセント近くをドル建てのステーブルコインが占めている状況です。

なかでも、Tether 社の USDT と Circle 社の USDC の発行額上位 2 銘柄で、9 割以上の市場シェアを占めています。これらの 2 銘柄は、裏付け資産として米国の短期国債 (T-Bill) を保有しており、その金額は 1,800 億ドルに達していると推定されています。これは T-Bill の総発行額に占める割合としては 2 パーセント程度の水準ですが、無視できない金額になりつつあります。今後、ステーブルコインの発行がさらに増加した場合、T-Bill の需給や金利水準に影響を及ぼす可能性を指摘する専門家もおり、発行状況が注視され始めています。

(7) ステーブルコインの主な利用用途

米国を中心に発行されているステーブルコインが、実際にどのように利用されているかについて具体的な数字は限られていますが、次のような利用例が挙げられます。

- ① **ブリッジ通貨としての利用**：暗号資産取引所においてビットコイン等の暗号資産を売却した後、法定通貨や他の暗号資産に交換するのではなく、ステーブルコインに交換して一時的に保有するブリッジ通貨としての利用が、非常に大きな割合を占めていると推測されます。
- ② **逃避資産としての利用**：自国通貨の価値が不安定な国の人々がドル建てのステーブルコインを入手し資産をドルで保有しようとする傾向があり、一種の逃避資産としての使われ方も見受けられます。
- ③ **決済・送金**：決済や送金手段としてステーブルコインが利用できる場面が出現し始めており、電子商取引などにおいて決済手段として利用される方法も登場しています。
- ④ **分散型金融 (DeFi⁴)**：技術的な面では、分散型金融 (DeFi) の分野でステーブルコインを活用しようという提案がなされています。

(8) スマートコントラクトの可能性

ブロックチェーン技術を用いたステーブルコインは、決済プロセスにプログラムを組

⁴ DeFi：分散型台帳技術に基づき、従来の中央集権的金融インフラを介さずに金融サービスを提供する仕組み。

み込むことが可能であり、この機能はスマートコントラクトと呼ばれています。例えば、様々な資産をトークンとして取引する際に、分配金の支払いや金利の支払いといった契約条件などをプログラムとして組み込んだりすることが実現可能となります。様々なユースケースが提唱されておりますが、実際に活用されている事例は、現段階では限定的であると考えられます。

(9) 日本国内のステーブルコインの動向

一方、日本国内においては、2025年8月18日にスタートアップであるJPYCが資金移動業者の登録認可を取得しました。これに伴い10月27日より資金決済法に準拠した日本円建てのステーブルコインであるJPYCが初めて発行されるようになりました。

JPYCの発行および償還のためのプラットフォーム(JPYCEX)が設定され、利用者はここでJPYCの発行を受けることや、保有するJPYCに見合った日本円の償還を受けることが可能となりました。これにより、日本でもステーブルコインが本格的に動き出したと言えます。

JPYCの今後の利用と期待される効果については、以下の点が挙げられます。

- ① **送金コストの低減**：ブロックチェーンを用いることで24時間365日、時間の制約なく送金が可能となり、送金コストも大幅に低減できるメリットがあります。ただし、JPYCが資金移動業として取得したライセンスは、100万円以下の少額決済に限定されているため、現時点ではホールセールでの大規模な利用は想定されておりません。
- ② **デジタル金融のイノベーション**：スマートコントラクト等のプログラムを組み込むことにより、デジタル金融のイノベーションが進展する可能性が期待されています。
- ③ **国債へのプラス効果**：ステーブルコイン発行時に裏付け資産として銀行預金や国債が購入されるため、JPYCの発行が増加すれば、日本国債への需要につながるというプラス効果も生まれるのではないかと予想されています。こうした効果が現れるには時間が必要なかもしれません、一定の期待が持たれています。
- ④ **国際市場での存在感**：米ドルステーブルコインが圧倒的なシェアを有しておりますので、日本円としても国際市場で存在感を出すためには、日本円のステーブルコインが米ドルのUSDC等と交換できる受け皿となる必要があり、これが取引拡大につながる可能性もあります。

(10) その他の日本国内での取り組み

JPYCのみならず、様々なステーブルコインへの取り組みが国内で進行しております。

- ① **預金担保型デジタル通貨**：GMOあおぞらネット銀行がディーカレットDCPと共同で、預金担保型のデジタル通貨(DCJPY)を発行し、環境保全に資するトークンを出す仕組みを構築しています。今後、ゆうちょ銀行を含む複数の銀行が、銀行預金を担保としたデジタル通貨の発行を検討し始めており、この分野も注目される領域

です。

- ② **ジャパンオープンチェーン**：分散型自立組織（DAO）と呼ばれるシステムのみで運営可能な決済の仕組みを、ドル、円、ユーロそれぞれのステーブルコインを用いて推進する構想を発表し、その実現が注目されております。
- ③ **ホールセール型ステーブルコイン構想**：メガバンク 3 行に三菱 UFJ 信託銀行を加えたグループが、ホールセール型のステーブルコインを発行する構想を発表しています。これは、三菱商事のクロスボーダー決済への利用を想定しており、従来の時間の制約や銀行間手数料を排除し、低コストかつ迅速な資金移動の実現が期待されています。プログラマというシステムのインフラ提供者を加え、金融庁の支援する実証実験（ハブ）の中で開始される予定であり、金融庁の大臣も支援を表明しています。

（11）今後の展望

現段階で将来を断定することは困難ですが、今後の展望に関する一つの示唆として、最近、シンガポール金融管理局（MAS）の長官がシンガポール・フィンテックフェスティバルにおいて行った講演があります。長官は、中央銀行デジタル通貨（CBDC）、銀行の預金担保のデジタル通貨、そしてステーブルコインという 3 種類のデジタル通貨が共存していく世界が生まれるのではないか、と述べており、その実現のためには、以下の条件を挙げています。

- ① 標準化や互換性の担保
- ② 決済のための安全かつ信頼性の高い資産による裏付け
- ③ 法人の取引が可能な信頼できるネットワークの構築

これらの条件は、デジタル通貨の将来を考察する上で重要なヒントとなるものと考えられます。

2. プレゼンテーション（中島）

「米国におけるジーニアス法の成立とステーブルコインの利用拡大の動き」

（1） トランプ政権とデジタル資産に関する大統領令

2025 年 1 月、トランプ政権が誕生するやいなや、トランプ大統領はデジタル資産に関する大統領令に署名しました。この大統領令には二つの柱があり、一つは CBDC を禁止すること、もう一つは暗号資産、特にドル連動のステーブルコインの利用を促進することです。この二つは一対となっており、ステーブルコインの競合となり得るため、あらかじめ CBDC を禁止したという意図があったものと推測されます。

（2） デジタル資産推進の背景と大統領自身の関与

トランプ大統領がデジタル資産を推進した理由としては、第一に、米国の世界的な優位性を維持したいという目的があります。選挙期間中から「米国をクリプトキャピタル（暗号資産の首都・中心地）にする」といった発言を繰り返していたことから、産業政

策的な意味合いがあったものと思われます。第二に、政治的な支持基盤への配慮です。大統領選挙において、暗号資産業界から多大な支援を受けていたため、その支援への配慮も背景にあったと考えられます。さらに、トランプ大統領が自ら暗号資産ビジネスに関与している点も挙げられます。具体的には、自身は「トランプコイン」、夫人は「メラニアコイン」、ファミリー企業はステーブルコイン「USD1」を発行しています。デジタル資産を推進する政策を決定し、自ら利益を享受するような行為は、自作自演や利益相反の疑惑を招きかねず、問題があると感じられる向きもあります。

(3) ジーニアス法とその他の関連法案

2025年1月の大統領令を受け、法律の制定作業が進められ、7月には三つの法案が上院で可決され、下院に送られました。

- ① **ジーニアス法 (Genius Act)** : ステーブルコインの発行及び運用を規制する法律。
- ② **クラリティ法 (Clarity Act)** : 暗号資産に関する証券取引委員会 (SEC) と商品先物取引委員会 (CFTC) の管轄を明確化する法律。
- ③ **アンチ CBDC 法 (Anti-CBDC Act)** : 中央銀行デジタル通貨を禁止する法律。

このうちジーニアス法は成立しましたが、他の二法は、現在、上院での審議待ちとなっています。

(4) ジーニアス法の主要規制内容

ジーニアス法が規制対象とするステーブルコインは「ペイメント・ステーブルコイン」、すなわち決済手段として利用されるものに限定されます。発行は、認可を得た銀行の子会社やノンバンクが行うことが可能です。重要な規制内容として、必ず 100%以上の裏付け資産を保有すること、裏付け資産は預金または短期の国債で保有することが義務付けられました。監督体制については、一定以上の発行規模の場合は連邦レベルの監督を受け、少額の場合は州レベルの監督を受けることとなっており、さらに、毎月 1 回、準備金の状況を公開することが求められています。

(5) ステーブルコインの種類と安定性の問題

ステーブルコインの種類に関しては、法定通貨担保型、コモディティ担保型、仮想通貨担保型、そしてアルゴリズム型があります。今回、ジーニアス法で認められたのは、このうち法定通貨担保型のみであり、コモディティ担保型、仮想通貨担保型およびアルゴリズム型は認められておりません。

続いて、ステーブルコインがどれほど安定しているかという点について検証します。まずアルゴリズム型ですが、2022年5月に、テラ USD の価格が急落する事態が発生しました。グラフ⁵をご覧いただくと、途中までは 1 コイン=1 ドルで安定していましたが、突如として価格が下落し始め、ほとんど無価値となってしまいました。これは

⁵ プレゼンテーション資料 p8, (https://www.iima.or.jp/docs/webinar/2025/251128_Nakajima.pdf)

デペッグ (de-peg) と呼ばれ、ペッグ (固定) していた価格から乖離する現象です。アルゴリズム型のステーブルコインには、こうした失敗例が複数存在し、その安定性には危険が伴うことが示されています。

暗号資産担保型の例としては USDe がありますが、こちらも 2025 年 10 月、価格が 0.65 ドルまで急落した時期がありました。30%超も価格が下落した原因は、担保としていたビットコインやイーサリアムの価格の急落とされています。グラフ⁶からは、1 ドルを上回る緑色の部分や、1 ドルを下回る赤色の部分が散見されることが確認できると思います。

また、現在、発行額が最も大きいステーブルコインであるテザー (USDT) は、一応、法定通貨担保型として最も安定しているステーブルコインの形態とされております。しかし、2025 年 10 月 10 日に USDe の価格が不安定化した際、資金が USDT へ流入したとみられ、一時的に 1 ドルを上回る時期が続きました。USDT も 1 ドルにペッグされているとは言え、微妙に価格が変動している状況です。皆様がステーブル (安定) という名称にどのようなイメージをお持ちか存じませんが、これが現状のステーブルコインの安定性の実態であるとご理解いただければ幸いです。

国際決済銀行 (BIS) が標準偏差を用いて分析したデータによりますと、最も安定しているとされる法定通貨担保型のステーブルコインでさえ、標準偏差の平均値は 10.22 となっており、これは S&P500 株式 (16.83) と大差ない水準の安定性となっています。

(6) デジタル通貨の四形態

デジタル通貨には現在、大きく分けて次の四つの形態があります。

- ① **暗号資産**：発行主体がないものやノンバンクが発行するものがあり価格の変動率が大きい。
- ② **ステーブルコイン**：ノンバンクまたは銀行が発行可能で価格の変動率が小さい。
- ③ **トーケン化預金**：民間銀行が発行し銀行預金と 1 対 1 で連動する。
- ④ **中央銀行デジタル通貨 (CBDC)**：中央銀行が発行し法定通貨と 1 対 1 で連動する。

デジタル通貨のなかで、暗号資産が最も規制されておらず、ステーブルコイン、トーケン化預金と続き、CBDC が最も規制されているという位置付けになります。

(7) ステーブルコインとトーケン化預金の違い

ステーブルコインとトーケン化預金は、特に混同されやすくなっています。ステーブルコインは、準備資産を持つことで価格の安定を図りますが、前述の通り、0.999 ドルや 1.001 ドルといったペッグからの微細な乖離が見られます。ステーブルコインのメリットは、不特定多数に送金が可能である点です。

一方、トーケン化預金は銀行が発行し、銀行預金にリンクするため、常に銀行預金と

⁶ プレゼンテーション資料 p9, (https://www.iima.or.jp/docs/webinar/2025/251128_Nakajima.pdf)

同等の価値を持ちます。トークン化預金のメリットは、法的に預金そのものとして扱われるため、預金保険制度を含む既存の法律や制度をそのまま適用できる点にあります。しかし、現状では同一銀行の口座間でのみ利用可能という制約があります。

(8) ジーニアス法成立後のステーブルコイン市場の動向と上位銘柄

ジーニアス法が成立したことで、現在、一種のステーブルコインブームのような状態が生まれています。マスコミでは、今後ステーブルコインが続々と発行され、短期国債市場にも影響が出るだろうという論調が多いものの、本当にそうなるのか冷静に分析する必要があると考えています。

ステーブルコインの発行額上位 5 銘柄は、USDT、USDC、USDe、DAI、そしてトランプファミリーが発行している USD1 です。これらはいずれも、米ドルにペッグされています。

上位 5 銘柄のステーブルコインは規模が大きいものの、その利用は主に暗号資産の世界に限定されているのが特徴です。最大手の USDT は、ジーニアス法では認可されないのではないかとみられております。ジーニアス法では発行額の 100% の準備金保有が義務付けられていますが、USDT の準備金は有担保ローンやビットコインといったリスク性の資産で運用されているため、この要件を満たさないとみられています。さらに、USDT は裏付け資産の報告が四半期に 1 回のみであり、月次の報告義務にも対応していません。過去に制裁金を課された経緯もあり、当局との関係も円滑ではないため、認可を受けるのは難しいのではないかと指摘されています。テザーは USDT のほかに、新たにジーニアス法に準拠した「USA Tether」を発行すると表明していることもあり、USDT については認可を断念したのではないかとの見方につながっております。

これに対して USDC は、比較的法令遵守の姿勢を示しているため、ステーブルコインの発行機関として認可される可能性が高いとされています。従来、暗号資産の世界でのみ利用してきたステーブルコインが、いよいよ現実世界での利用が広がるか、注目を集めている段階です。

(9) 市場規模の混同とブリッジ通貨としての利用

注意すべき点としては、現実世界でのステーブルコイン利用を報じる際に、従来の暗号資産の世界での規模（約 3,000 億ドル）が、現実世界での市場規模と混同されて報道される事例が見受けられることです。

現在、ステーブルコインは店舗での支払いなどに用いられているわけではなく、暗号資産の世界における待機資産（ブリッジ通貨）として利用されています。これまでのステーブルコインの利用機会としては、例えば、保有しているビットコインが値上がりした場合、価格急落リスクを避け、利益を確定させる目的で、一旦ステーブルコインに交換します。その後、ビットコインの価格が下落した際、再びステーブルコインを使ってビットコインを買い戻すという形で、暗号資産の世界で循環的に利用されておりました。

現実世界の銀行預金等に交換しない理由として、交換時に手数料が発生することや、利益確定によって税金が発生することを避けるため、資金をなるべく暗号資産の世界内に留めておきたいというニーズがあったためです。この循環が暗号資産の世界の中で行われている限り、現実世界への影響は限定的でしたが、今後は現実世界でも利用される方向にあることから、注目を集めている状況です。

(10) 現実世界での三つの主要なユースケース

現実世界においてステーブルコインが何に利用されるかについて、現時点では三つの主要なユースケースが挙げられます。

- ① **クロスボーダー送金への利用** : Swift を用いた従来の銀行間送金に代わる手段として、銀行間あるいは企業間で直接ステーブルコインでの送金を行う。
- ② **リテール決済への利用** : 店舗や e コマースでの利用が想定され、電子マネーや QR コード決済に近い利用形態になると考えられます。
- ③ **デジタル証券の決済資産としての利用** : デジタル証券（セキュリティトークン）の売買における資金の受け払いの手段としてステーブルコインを利用し、デジタル証券と資金をセットで決済する。

✧ クロスボーダー送金の成功事例 : JPM コイン

クロスボーダー送金の事例として、現在最も成功しているのが JPM コインです。JP モルガン・チェース銀行が 2019 年から発行している米ドル預金を裏付けとしたトークン化預金であり、1JPM コイン=1 米ドルとして運用されています。企業間のクロスボーダー送金に利用されており、JP モルガン・チェース銀行の顧客のみを対象とし、「Onyx」というブロックチェーン上で運営されています。24 時間 365 日、時差に関係なくリアルタイムで送金が可能であり、事前に設定した条件に基づいて自動的に決済を行うプログラマブル決済機能が組み込まれています。

2023 年にはユーロ建ての JPM コインの発行も開始されました。JPM コインの取引量は一日に約 10 億ドル（日本円で約 1,500 億円）と膨大ですが、JP モルガン・チェース銀行全体の決済量が一日あたり 10 兆ドルであるため、JPM コインの取引量はその 0.01% に過ぎず、現時点では限定的な利用に留まっています。JPM コインの利用は JP モルガン・チェース銀行の顧客に限定されているため、今後の取引量の増加については限界があると考えられます。

✧ 銀行コンソーシアムによる発行の動き

ジニアス法の成立を受け、銀行がコンソーシアムを組んでステーブルコインを発行しようとする動きが相次いでおります。ドル建てでは米国の大手銀行、ユーロ建てではドイツ銀行の子会社や ING を中心としたオランダの金融機関、円建てについては 3 メガバンクが発行に向けた取り組みを公表しています。これらに加え、G7 の各国通貨建

てでの発行を目指す動きも出てきています。こうした取り組みは、いずれもクロスボーダー送金での利用を目的としており、銀行業界は Swift に代わる国際送金手段としてステーブルコインを活用しようという方向性にあります。

ユーロ建てのプロジェクトのうち、INGを中心とした欧州 9 行による発行は注目されますが、参加行にややマイナーな金融機関が多い点は気掛かりです。また、日本初の円建てステーブルコインとして JPYC が発行されております。JPYC の利用目的としては、個人間送金や店舗での支払いといった小口決済が主体となるとみられます。JPYC は第二種資金移動業者として、1 回あたりの上限が 100 万円に限定されているため、貿易資金の決済などの大口取引には利用しにくい状況です。

✧ ステーブルコインのクロスボーダー決済利用における主要な課題

ステーブルコインをクロスボーダー送金に利用するにあたっては、以下の四つの課題があります。

- ① **法的な問題:** ジーニアス法に基づく米ドル建てコインを日本の企業が受け取った際、日本国内での位置付けをどうするかという課題があります。逆に、日本の資金決済法に基づいて発行された円建てコインを海外送金で利用する際、海外での位置付けの問題もあります。
- ② **ステーブルコイン間の交換の仕組みの必要性:** 日本企業は円建ての資金を必要とするため、受け取った米ドル建てのステーブルコインを円建てのステーブルコインを交換する仕組みが必要となります。これに関する議論はまだ行われておりません。
- ③ **アンチマネーロンダリング (AML) およびテロリスト資金対策 (CFT):** 犯罪資金などがステーブルコインで送金される事態を防ぐ必要があります。金融活動業者部会 (FATF) の規制強化により、詳細な報告義務があるため、ステーブルコイン送金時に、こうした情報を付加できる仕組みを構築する必要があります。
- ④ **企業財務上の問題:** ステーブルコインの価格は必ずしも 1 対 1 で安定していないため、企業が数億円単位の高額決済で利用した場合、価格の誤差が相応の金額になる可能性があります。また、財務や経理上の取り扱いルールが未決定であるという課題も残されています。

✧ リテール決済の動向

リテール決済での利用を目的に、Amazon やウォルマートといった米国の大手小売業者が、独自のステーブルコイン発行を検討しております。これは、従来クレジットカード会社に支払っていた 2~3% という高額の手数料を、自前の決済ツールで削減しようという攻めの動きです。一方、国際クレジットカードブランドである Visa や Mastercard は、既存のネットワーク内でステーブルコイン決済に対応するための取り組みを進めています。

リテール決済には、既存のステーブルコイン (USDC など) を利用する方法と、PayPal コインのように独自にステーブルコインを発行する方法の二つの選択肢があると考え

られます。メリットを享受するのは主に小売業者であり、クレジットカード手数料の削減が可能となります。独自のステーブルコインが乱立するような事態が発生した場合には、市場が混乱する可能性があります。消費者にとっては、複数のステーブルコインへ対応するために、複数のウォレットの作成が必要になるなど負担が増える一方、利便性が分かりにくいという問題があります。このため、ステーブルコインの普及には相当な時間を要する可能性があるとみております。

◆ デジタル証券決済（DVP）におけるアトミック決済実現に向けた動き

証券決済においては、資金と証券をワンセットで同時に決済する「DVP」（Delivery Versus Payment）が必須とされています。現状、デジタル証券はブロックチェーン上で決済されておりますが、資金決済は従来の銀行間送金で行われているケースが多く、決済リスクが残存している状態です。

デジタル証券の決済が本来目指すべきは、ブロックチェーン上でデジタル証券と資金トークンを DVP で同時に決済する「アトミック決済」です。先日、ゆうちょ銀行がデジタル通貨を発行するという報道がありました。ディーカレットのデジタル通貨である DCJPY をデジタル証券の決済手段として利用可能にすることが目的で、ゆうちょ銀行がアトミック決済を実現しようとしている動きです。

今後、デジタル証券の市場規模が拡大した際には、民間発行のデジタル通貨ではなく、やはり中央銀行マネー（CBDC）で対応する必要が生じる可能性が高いと思います。

(11) DCJPY プロジェクトとユースケースの難しさ

ディーカレットが中心となって進めている DCJPY のプロジェクトは、2020 年頃から実証実験を開始し、日本を代表する約 100 社が参加しております。しかし、有力なユースケースがいまだに見つかっていない状況ではないかと推察しています。小売・流通における発注から決済まで、自治体の給付金支給など、様々なユースケースが実験されておりますが、広がりを見せておりません。5 年間実験を続けても有力なユースケースが見つからないというのは、プロジェクトの難しさを示していると考えられます。

(12) ステーブルコインの収益性（ナローバンクとの比較）

最後に、ステーブルコインの収益性についてお話しします。ステーブルコイン発行体のビジネスモデルは、安全資産で運用し、貸出業務を行わない銀行である「ナローバンク」とほぼ同じバランスシートの構成となります。歴史上、ナローバンクは収益性が低いために実現できておりません。

ジニアス法では、ステーブルコインの発行に対し、100%の裏付け資産（短期国債または銀行預金）の保有が義務付けられています。ナローバンクが歴史上成立しなかったことを鑑みると、ステーブルコインの発行が収益を上げられるかについては疑問が残ります。

ステーブルコインの発行のみでは大きな収益は見込めない可能性があり、発行益以外

の収入源やメリット、例えば、クレジットカードの機能代替による手数料収入、新たな顧客の獲得といった付加価値がなければ、事業として成立しないのではないかと考えられます。米国の短期国債（T-Bill）の金利は現在、4%台と比較的高い利回りですが、過去には0.5%程度の時期もありました。このため、T-Billでの運用だけで常に収益を上げるのは難しいのではないかと危惧しております。

3. パネルディスカッション

(1) ステーブルコイン発行拡大によるマクロ的影響

高山：米国でジニアス法が成立して以降、日本を含め世界各国でステーブルコイン発行の機運が高まっているように感じられます。ステーブルコインの発行額が相当の規模に達すると仮定した場合、マクロ的にどのような影響、変化が想定されるでしょうか。国内の影響として、銀行預金からのシフト、ステーブルコイン発行体による短期国債の大量保有は、金融システムや国債市場にどのように影響するとお考えでしょうか。

中島：マクロ的な影響については様々な議論があるかと思いますが、私からはステーブルコインの発行体による短期国債の保有の問題についてお話しします。

一部では、ステーブルコインの発行が増えることによって、米国の短期国債（T-Bill）の需要が大幅に増えるのではないかという主張がなされており、これが米国政府の隠れた狙いではないかと述べる人もいるようです。しかし、簡単な試算をしてみると、それほど需要増には繋がらないのではないかと思います。

ステーブルコインの新たな発行額を1,000億ドルと仮定します。これは日本円で約15兆円に相当する額で、現在、発行額1位のUSDTと2位のUSDCの間ぐらいの発行が新たに行われるという規模感です。この1,000億ドルのうち8割をT-Billで保有するものとすると、およそ800億ドルの新規の短期国債の需要が発生することになります。

ただし、現在のT-Billの発行残高は6兆ドル以上ですので、全体に占める割合は1パーセント程度という計算になり、米国のT-Bill市場が大きく影響を受けるといった話にはならないのではないかと考えております。この点については、なんとなく議論が先行している、あるいは期待先行の議論ではないかと感じております。

高山：例えばドル建てのステーブルコインの流通量が国際的にも拡大した場合、アジア等の新興国にどのような影響が及ぶでしょうか。

柴田：最近、台湾、香港、シンガポール等で開催されたイベントに参加し、諸外国の方々とステーブルコインをどのように見ているかといったことを議論する機会がありました。いくつかの議論の中で出てきたのは、裏付けとなる通貨が安定した通貨であればステーブルコインを発行する意味があるが、あまり安定していない通貨、すなわち弱小通貨にとっては、アンステーブルなステーブルコインを発行してもあまり意味がない、または需要があまりないのではないかという見解でした。

日本円は、国際的にも信認を得ている通貨ですので、ステーブルコインを発行できるということは、恵まれていると考えた方がよいかもしれません。ステーブルコインの取引がかなり増えていくということは、こうした通貨間の強弱という格差が、より明確になるような世界につながっていく可能性もあると考えております。

中島先生のプレゼンテーションの中で、ステーブルコインがクロスボーダー決済で使われるようになるためには、いくつかのハードルがあるというお話がございましたが、コストが安く、時間を気にしなくて良いというステーブルコインの特徴は、むしろ金融機関側、インフラを利用する側にとってのメリットが相当あるのではないかと考えております。その点、今までとは異なる新たな金融秩序に繋がる可能性もあるのではないかでしょうか。

(2) デジタル通貨による社会変化と主戦場

高山：デジタル通貨をめぐっては、CBDC、ステーブルコイン、トーケン化預金と、複数の取り組みが進行中ですが、これらは最終的に消費者の生活や企業の行動をどれくらい変えるとお感じでしょうか。現金や旧来型の銀行振込みはこうしたデジタル通貨に完全に取って代わられてしまうのでしょうか。仮に決済手段に大きな変化があるとすれば、その主戦場は個人の支払い、企業間決済、クロスボーダー決済のいずれで起きるでしょうか。また、その際に使われているのはステーブルコインでしょうか、それとも他のデジタル通貨、決済手段でしょうか。

柴田：ユーザー側から見ると、利用する決済手段がステーブルコインなのか CBDC なのかといったことはあまり重要ではなく、コスト、スピード、使い勝手の点で一番自分にとってメリットがある方法を選んでいくことになるのではないかと考えております。

日本の国内では既に多様な決済手段が存在しています。例えばコンビニエンスストアで支払いをする場合、様々な手段が利用可能で、それにポイントをどう組み合わせるかということも含めると、消費者にとってはかなり混乱をきたすような状況が既に生まれてきています。

こうした状況の中に、登場するステーブルコインやリテール CBDC は、どのような位置付けになるのかと考えてみた場合、既存の決済手段からの代替がどんどん進んでいくという状況は想定しにくいのではないかと思います。

むしろ、ネットワーク上で完結する世界では、ステーブルコインのようなものが便利で、コストが安いという点で、使われるようになっていくのではないかと思います。さらに、リテールとホールセールの分野はかなり様相が違ってくるのではないかと考えております。限られたプレイヤーの中でやり取りするホールセールの領域については、JP モルガン・チエース銀行の JPM コインの例がございましたように、金融機関の中で、効率的で安全性が高い仕組みを作り上げれば、一気に切り替わっていく可能性はあると思います。

また、セキュリティトークンのようなデジタル資産が少しづつ出始めているため、そ

こにどのくらいこのステーブルコインを使った決済が当てはまっていくのかというところも、今後の利用が伸びていくかどうかの 1 つのポイントになるのではないかと考えております。

中島：デジタル通貨に対するスタンスは、実は国ごとに異なっています。米国は、ステーブルコインを推進しておりますが、EU はデジタルユーロ、すなわち CBDC を中心に進めようとしており、むしろステーブルコインは抑制し、なるべく規制していくというスタンスです。また、イギリスはトークン化預金を中心にデジタル決済を推進して行こうとしております。したがって、欧米の諸国でもスタンスがかなり違っておりますので、今後、使い分けられるのか、あるいは共存していくのかというところは、注視していく必要があると思います。

結局は、どのように使っていくかという点で、そのインパクトも違ってくるのですが、ステーブルコインについては、今、銀行のコンソーシアムによる発行という動きが大きな流れであると思います。いずれもクロスボーダー送金で利用したいと表明しておりますので、この辺りの影響が大きいのだと思います。ただ、プレゼンテーションの中でも申し上げた通り、コンプライアンスチェックのようなところがきちんとできないといけないので、その辺りがハードルになるかと考えます。

一方で、CBDC については、リテール決済、すなわち現金の代替として導入されるということですので、小口の決済に使っていくことになると思います。ただし、CBDC を日本銀行が発行したとしても、すぐに国民に幅広く広まるかというと、意外とそうでもないかもしれません。例えば、交通系の電子マネーの Suica は 2000 年に導入されましたが、発行枚数 1 億枚に達するまでに 10 年以上の時間がかかっています。このことから、やはり CBDC が発行されて、国民が全員漏れなく使い始めるまでには、やはり 10 年ぐらいかかるとみておいた方がよろしいかと思います。

それから、トークン化預金については、最も成功している例が先ほどの JP モルガン・チーズ銀行の JPM コインですので、企業間の決済などに使われていく可能性はあるかと思っております。

このように、一口にデジタル通貨と言っても、その特性によって使い分けられていくため、インパクトもそれぞれ違ってくるかと思います。

(3) 欧米のデジタル通貨戦略の背景とプライバシー保護

高山：デジタル通貨を利用する方向性が国によって異なるというご説明がございました。その方向性の違いを生んだ背景や、当局、政府の狙い等について、追加でご解説をお願いします。

中島：米国は、やはりトランプ大統領の個性によるところが大きいと言えます。政治的な支持基盤への配慮や、ファミリーでのビジネス参画といった要素もあるのだと思いますが、もう 1 つは、トランプ政権が CBDC に対してプライバシーの侵害を非常に警戒

しているという点です。つまり、中央銀行がすべての国民の取引を全て把握できるようになるのではないかという警戒感が強く、CBDCではなく、ステーブルコインの方に注力したということのようです。

この点については実は誤解もあり、中央銀行が個別の利用者のデータを持たない形でCBDCの処理をすることも技術的には可能になっているのですが、トランプ政権内では、そのような深い議論がされておらず、なんとなくCBDCはプライバシーの侵害に繋がるという認識で、ステーブルコインに移行しているということのようあります。

高山：プライバシーの問題に関しては、日本でも、リテールCBDCを2段階で発行する方式を検討しており、これならプライバシーの問題はないという議論があったかと思います。この点についても、ご解説をお願いいたします。

中島：匿名性を保つ1つの方法として、中央銀行はウォレットのデータは持っているけれども、そのウォレットが誰のものであるかという情報は持たない。つまり、そこは民間銀行にしか分からぬという仕組みが考えられます。要するに、中央銀行と民間銀行で持つデータを分けることによって、匿名性を担保するというような手段が考えられます。

(4) デジタル敗戦を避けるための提言・メッセージ

高山：先進国では研究・開発段階にあるCBDCに比べて、ステーブルコインはすでに発行、流通が行われております。少なくとも当面の間、デジタル通貨による決済手段としてステーブルコインが先行することが見込まれます。ステーブルコインの利用拡大によるリスクを抑えるとともに、我が国が決済分野でも「デジタル敗戦」に陥らないようにするために、日本の当局や金融機関、また事業会社はどうすべきか、お二人から提言、メッセージをお願いします。

中島：各国では銀行のコンソーシアムによるステーブルコイン発行の動きが相次いで発生しております。これからドル建て、それからユーロ建てのステーブルコインが次々に発行されるのではないかと思います。そのなかで、日本のメガバンク3行による円建てのステーブルコインの発行の動きに期待しています。海外の銀行に負けないように、頑張っていただきたいと思っております。

そして、繰り返しになりますが、やはりステーブルコインは、どのようなユースケースを開発していくかというところが一番大事だと思います。今、日本のメガバンクが共同で導入しようとしているステーブルコインは、大手商社の拠点間の資金決済に使うということのようですが、それが有力なユースケースになるかどうかは分かりませんが、これからドル建てやユーロ建てのステーブルコインが次々出てくる中で、円建てのステーブルコインとしての有力なユースケースを見つけていくことが重要であると考えています。

柴田：日本の金融庁が暗号資産やステーブルコインについて議論するときに常に念頭に置いているのは、イノベーションと利用者保護のバランスをどのように取っていくのか

ということかと思います。

イノベーションという点で、日本が世界に置き去りにされないようにするために、新しい技術をどうやって使っていくのかというのは非常に重要なポイントであり、スタートアップの世界でも、アイデアを持った人たちがそのアイデアを実現する場が作られていくというのは非常に重要なことであると思っています。

ステーブルコイン、すなわちブロックチェーンを使った新しい技術は、従来の金融取引に比べると、最初の投資をかなり抑えることができる点、大きなデータセンターを構築しなくとも利用できる点、さらには、取引が増えていった場合でも追加的なコストが比較的少なく済むという点では、従来の決済方法に比べ採算は良いのではないかと期待されています。今後、金融インフラを大きく変えていく可能性はあるだろうと思っています。

従来の金融インフラから新たな金融インフラに移行する際のコストは大きいのですが、ステーブルコインのような新たな技術を使って、新たな利用方法を追求していくという場合には、コストのメリットや、機動性のメリットを享受できるのではないかと考えております。例えば、スマートコントラクトを使って、今までなかった決済方法や新たな利用方法等を、日本から世界に発信していくというようなことができると良いのではないかと考えております。

また、新たな利用方法とあわせて、安全性を担保するための技術も追求していく必要があるだろうと考えています。例えば、暗号資産の世界では、すでにトラベルルールと呼ばれる、資金を送る側、受け取る側を確認するようなルールが導入され始めています。ステーブルコインがクロスボーダーで使われるようになる際には、こうしたルールも必要となるでしょうし、機能を提供する技術的なプレイヤーも世界中で現れています。こうした人たちをうまく組み合わせ、テクノロジーで課題を解決していく世界がうまく広がれば良いのではないかと考えております。例えば、金融機関におけるマネーロンダリングのチェックというと、人手がどんどん増えていくという対応になりがちなのですが、そこをテクノロジーで解決できるような世界が広がっていけば、ステーブルコインの利用拡大にも繋がるようと思われます。

(5) スタートアップとイノベーションへの期待

高山：柴田さんは、日頃、FINOLAB で若い方々がイノベーションに取り組んでいる姿を間近にご覧になっていると思います。日本は、諸外国に比べてスタートアップが遅れているとか、元気がないという話がありますが、実はそうではないのではないか、そうではない人たちもいるのではないかと思われますので、そういったお話を聞かせください。

柴田：そうですね、JPYC の軌跡というのは、後に続くものにとって非常に参考になるのではないかと思います。

最初に、JPYC は暗号資産のビジネスを考えていたのですが、ある段階から、ス

ブルコインを発行するビジネスに方向転換しました。ステーブルコインを発行するためには、まずはステーブルコインに関する法律を作つてもらうためのロビー活動を行いました。法律ができるまでに2年以上、その後、ライセンスを取るため、取引ができるようになるための申請を行うなど、更に2年以上の歳月を要しており、当初から見ると4年半ほどかかっているという状況でした。

この間、FINOLAB の中で、入居している JPYC の取り組みの様子を見ていて、なかなか大変だと感じることは度々あったのですが、途中でめげずにやって、やっとスタート地点まで来たかと感じております。ここから実際にどういうユースケースを作っていくのか、どのように提携先を増やしていくのかというところがポイントになりますが、やはり自分たちが実現しようというアイデアを信じて、取り組みを継続していく道も開けてくるという、1つの事例として、挑戦する人達の励みになるものを感じているところでございます。

今後、特に金融の分野ですと様々な規制があるがため、そう簡単にイノベーションを起こしにくいと考える人も多いかもしれません。しかし、変化を実現していくところにビジネスチャンスもあるので、これから挑戦してみよう、起業してみようというような方、もしくは金融機関の中でも従来の金融サービスを変えていこうという方は、ぜひ頑張っていただきたいと思っております。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2025 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan
〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

e-mail: admin@iima.or.jp
URL: <https://www.iima.or.jp>