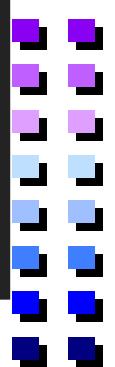
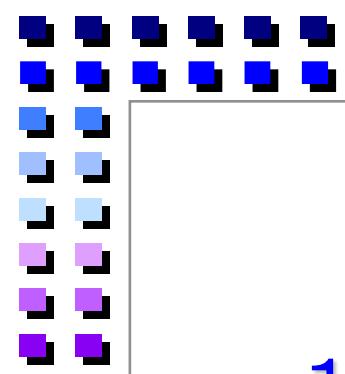


2025年11月28日  
国際通貨研究所・ウェビナー

# 米国における「ジニアス法」の成立と ステーブルコインの利用拡大の動き

麗澤大学 経済学部  
教授 中島 真志



## 本日の内容

1. 米国における「ジーニアス法」の成立
  2. ステーブルコインとは
  3. ステーブルコインの利用拡大の動き
  4. ステーブルコインの収益性
  5. ステーブルコインとCBDC
- (付) ステーブルコインのインパクト

1. ステーブルコイン  
の法制化

## (1) トランプ政権の暗号資産への方針

- 就任早々(1月23日)に、「デジタル資産に関する大統領令」に署名。
- 大統領令の2つの柱
  - ① 中銀デジタル通貨 (CBDC) の禁止
    - CBDCの開発に関するあらゆる取り組みを禁止
    - 進行中のプロジェクトも直ちに終了させる
  - ② 仮想通貨 (暗号資産) およびドル建てのステーブルコインの利用を推進する
    - ホワイトハウスに「大統領ワーキンググループ」を設置
      - 暗号資産に対する規制の枠組みを検討する
    - 国家備蓄制度を検討 (犯罪で押収したビットコイン等)
- ✓ SEC委員長も、ゲンスラー氏(規制派)から、アトキンス氏(推進派)に交代

## (2) トランプ政権が暗号資産を推進する理由

### ① 世界的な優位性の確保（産業振興）

- 「米国を暗号資産の中心地（crypto capital）にする」と宣言
- MAGA（Make America Great Again〈米国を再び偉大にする〉）の一環（？）

### ② 政治的な支持基盤への配慮

- 大統領選で、暗号資産業界から多額の献金を受けている  
(前政権を否定するためのパフォーマンスとの側面も)

### ③ 暗号資産ビジネスへの関与による個人的な利益拡大

- 自ら暗号資産を発行（トランプ・コイン、メラニア・コインの発行）
- ファミリーが暗号資産関連のプロジェクトに関与（WLF社：World Liberty Financial）  
→ ステーブルコイン「USD1」を発行

### (3) 暗号資産の重要3法案

- 「クリプト・ウィーク」(7/14日週)に、重要法案の審議が進展(3法案が下院で可決)

法案名	審議状況	内容
<b>GENIUS法</b> (ステーブルコインの発行と運用を規制)	成立済み (発効は18カ月後)	①発行者の要件を規定(銀行、ノンバンク)、②裏付け資産の100%以上の保有を義務付け、③準備資産の適格性を規定(米ドル、短期国債など)、④流通量と準備資産の内訳を毎月公表する、毎年、外部監査を受ける
<b>CLARITY法</b> (暗号資産の管轄を明確化)	下院 可決済み*	<ul style="list-style-type: none"><li>SECは、「<b>デジタル資産</b>」(Digital Asset: 投資契約の属性を持つトークン)を規制する。</li><li>CFTCは、「<b>デジタル商品</b>」(Digital Commodity: 証券ではないもの)を規制する。</li></ul>
<b>Anti-CBDC法</b> (中銀デジタル通貨を禁止)	下院 可決済み*	<ul style="list-style-type: none"><li>FRBが、個人向けの<b>CBDC</b>を発行することを禁止する</li><li>金融機関や仲介業者を通じたCBDCの間接的な発行も禁止</li><li>CBDCを設計・構築・発行する際には、議会の明示的な承認が必要</li></ul>

\* 9月時点

✓ 政策の優先性を明示 (CBDCは禁止、ステーブルコイン、暗号資産は推進する)

⇒ EUとは正反対のスタンス (デジタルユーロを推進、MiCAでステーブルコインを規制)

## (4) GENIUS法の内容

項目	内容
対象となるステーブルコイン	支払いまたは決済手段として使用されるデジタル資産 (Payment Stablecoin) を対象
発行者	認可された発行者のみ (銀行の子会社、ノンバンクなど)
準備金の保持	100%以上の裏付け資産 (準備金) の保有を義務付け、 預金、短期の米国債など、流動性の高い資産で保有すべき
利息の支払いの禁止	利息の支払いは禁止、償還ポリシーを明確化すべき
連邦と州の監督	連邦レベルでは、OCC(通貨監督庁)の監督を受ける 一定額(発行額: 100億ドル)以下の場合には、州レベルの監督も可
準備金の月次開示	毎月、準備金の状況を公開する義務あり 月次報告書は、第三者による監査を受ける
有価証券の定義からの除外	有価証券の定義から、明確に除外される

## 2. ステーブルコインとは

特定の資産と価値を連動させることで価格の安定性を実現するよう設計された暗号資産

(暗号資産の一種である！)

### (1) ステーブルコインの類型

類型	内容
① 法定通貨担保型	法定通貨(米ドル、ユーロ、日本円など)を担保とし、その価格にペッグすることを目指す。米ドル・ペッグが中心
② コモディティ担保型	金などを担保とし、金価格などに連動するもの
③ 仮想通貨担保型	仮想通貨を担保とし、その価格に連動する
④ アルゴリズム型	無担保型。アルゴリズムによって供給を調整し、価値を一定に保つ

- ・今回認められたのは、このうち、法定通貨担保型
- ・アルゴリズム型などは、事実上禁止

## (2) ステーブルコインの価格推移

### ① アルゴリズム型の失敗例

- テラUSD(UST)は、2022年5月に米ドルとの価格の「デペッグ(乖離)」を起こし、急激な暴落と市場の混乱を引き起こし、ほぼ無価値に！（アルゴリズムの破綻によるもの）



## USDe の価格推移 (第3位のステーブルコイン)

### ② 暗号資産担保型

- ・2025年9月～10月
- ・10/10日に0.65ドルに急落
- ・それ以外の時期にも、かなり1.00ドルより外れている



出所: CoinMarketCap

## USDT (テザー) の価格推移 (第1位のステーブルコイン)

### ③ 法定通貨担保型

- ・2025年9月～10月
- ・10/11～14日頃に値上がり
- ・それ以外の時期にも、かなり1.00ドルより微妙にズれている

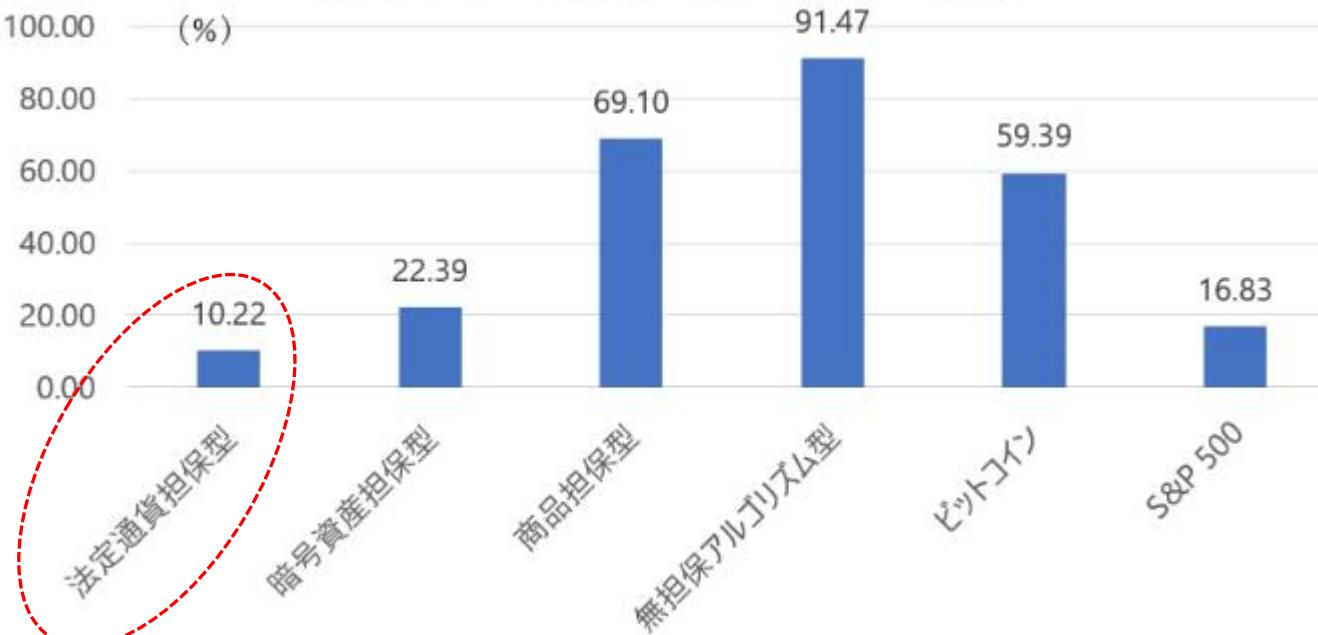


出所: CoinMarketCap

# ステーブルコインのボラティリティ

## ➤ 意外にステーブルではないステーブルコイン？

図表2 ステーブルコインのボラティリティ比較



(注) 2019年1月から2025年5月のデータに基づく標準偏差の平均値

(出所) "The next-generation monetary and financial system", BIS Annual Economic Report 2025, June 2025 より  
野村総合研究所作成

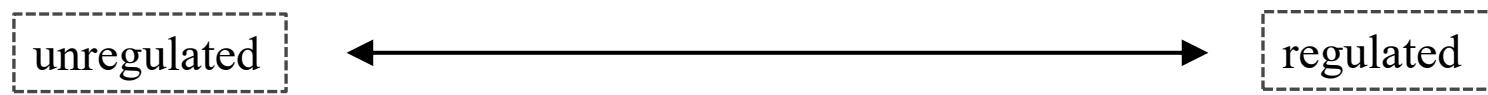
出所: 木内(2025a)

2023年3月には、USDコインの価格が3%近く下落。

— 裏付け資産の預託先であった「シリコンバレー銀行」の破綻による信用の失墜によるもの

### (3)ステーブルコインの位置付け

#### ① デジタル通貨の4つの形態



The diagram illustrates the spectrum of digital currencies from unregulated to regulated. It features two dashed boxes at the ends of a horizontal arrow: 'unregulated' on the left and 'regulated' on the right. Below this, a table compares five categories: 暗号資産 (Cryptocurrency), ステーブルコイン (Stablecoin), トーケン化預金 (Tokenized Deposit), and CBDC (Central Bank Digital Currency). The table also includes a row for '発行主体' (Issuing Entity) and '価格の変動 (法定通貨との関係)' (Price movement (relation to legal tender)).

種類	暗号資産	ステーブルコイン	トーケン化預金	CBDC
発行主体	なし ノンバンク	ノンバンク 民間銀行	民間銀行	中央銀行
価格の変動 (法定通貨との 関係)	変動率大	変動率小	1:1	1:1

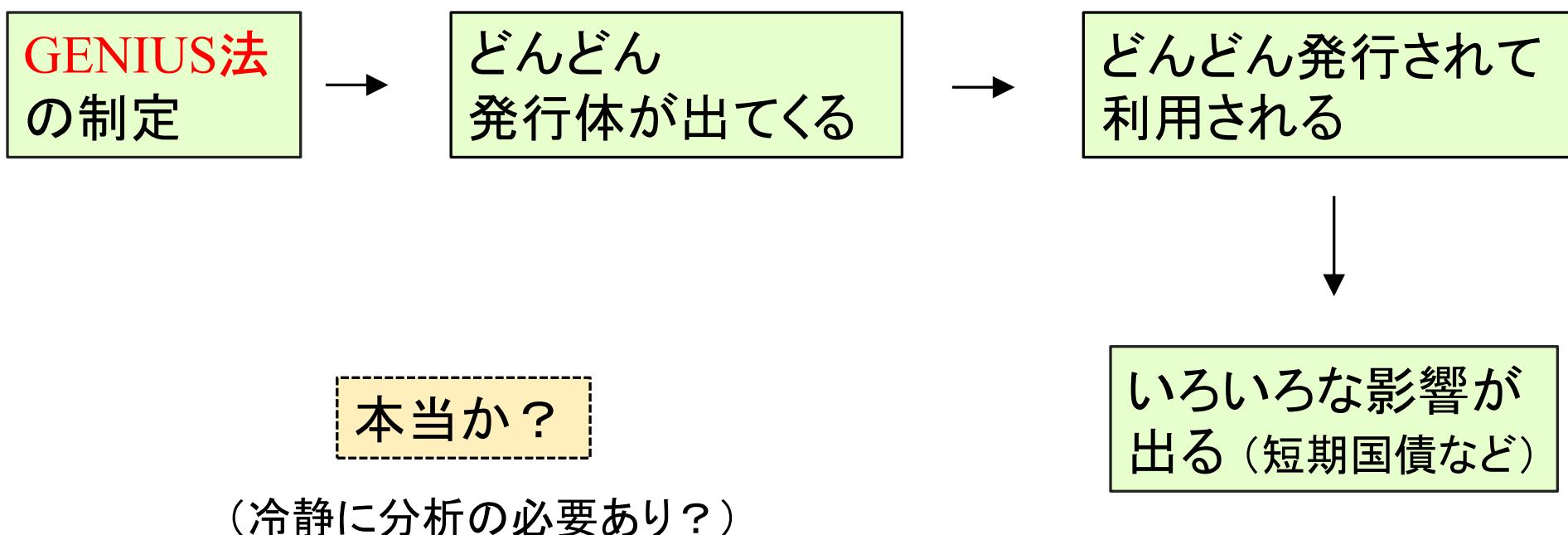
## ② ステーブルコインとトークン化預金

### ◆ 特に、混同しやすい

比較項目	ステーブルコイン	トークン化預金
発行主体	金融機関、ノンバンク	金融機関(銀行)
価値の裏付け	準備資産(100%)による	銀行預金にリンク
法定通貨へのペッグ	一時的なペッグからの乖離あり 1トークン=0.999~1.001ドルなど	銀行預金と同等の価値(1:1) 1トークン=1円、1ドルなど
法的区分	電子決済手段(日本) Payment Stablecoin(米国)	法的に「預金」としての扱い (預金そのもの) 預金保険の対象となる
準拠法	GENIUS法 / MiCA / 資金決済法	銀行法
ブロックチェーンの利用	ブロックチェーン上で移動 不特定多数への送金が可能	ブロックチェーン上で移動 同一銀行の口座間のみ
ウォレットの必要性	必要	必要

## (4) ステーブルコインへの期待の高まり

- Stablecoin Summer (ブーム) とも呼ばれる現象
  - 「ジーニアス法の衝撃」とか...。



## (5) 主なステーブルコイン

◆ 上位5通貨 → いずれも、主に仮想通貨の世界で利用される

順位 (注1)	コイン名	略称	時価総額 (注2) (億ドル)	類型	ペッグ先	発行主体
1位 (4位)	テザー	USDT	1,688	法定通貨担保型	米ドル	テザー社
2位 (7位)	USDコイン	USDC	725	法定通貨担保型	米ドル	サークル社
3位 (13位)	エセナ USDe	USDe	128	仮想通貨担保型 (デルタヘッジモデル)	米ドル	エセナ・ラボ
4位 (27位)	Dai	DAI	54	仮想通貨担保型	米ドル	MakerDAO
5位 (42位)	World Liberty Financial USD	USD1	27	法定通貨型	米ドル	World Liberty Financial Inc.

(注1) カッコ内は、仮想通貨全体における順位

(注2) 2025年9月時点

出所 : CoinMarketCap

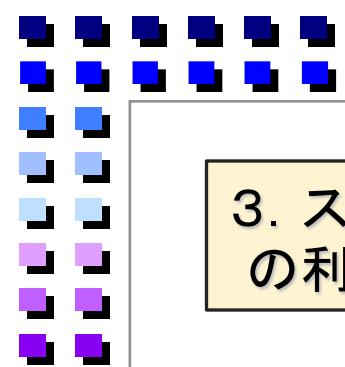
## GENIUS法による認可

### ➤ GENIUS法による認可の可能性

→ 最大手のテザーは認可されない可能性大(?)

	100%の準備資産を 預金・短期国債で運用	月次ベースでの 報告	当局との関係	認可の 可能性
テザー (USDT)	✗ (約8割は短期国債だが、 残り約2割は有担保ローン、 ビットコインなどで運用)	✗ (四半期ベース)	✗ (制裁金の支払いの 過去あり マネロン疑惑あり)	✗ (?)
USDコイン (USDC)	○	○	○ (合法性を重視した経営)	○

- ・テザー社では、米国規制に準拠した新たなステーブルコイン「USA Tether」(USA Tether) を発行する計画(2025年9月に発表)



### 3. ステーブルコイン の利用拡大の動き

## 2つの利用局面

### ◆ ステーブルコインの利用方法

#### ① 暗号資産の世界での利用

現在の流れ

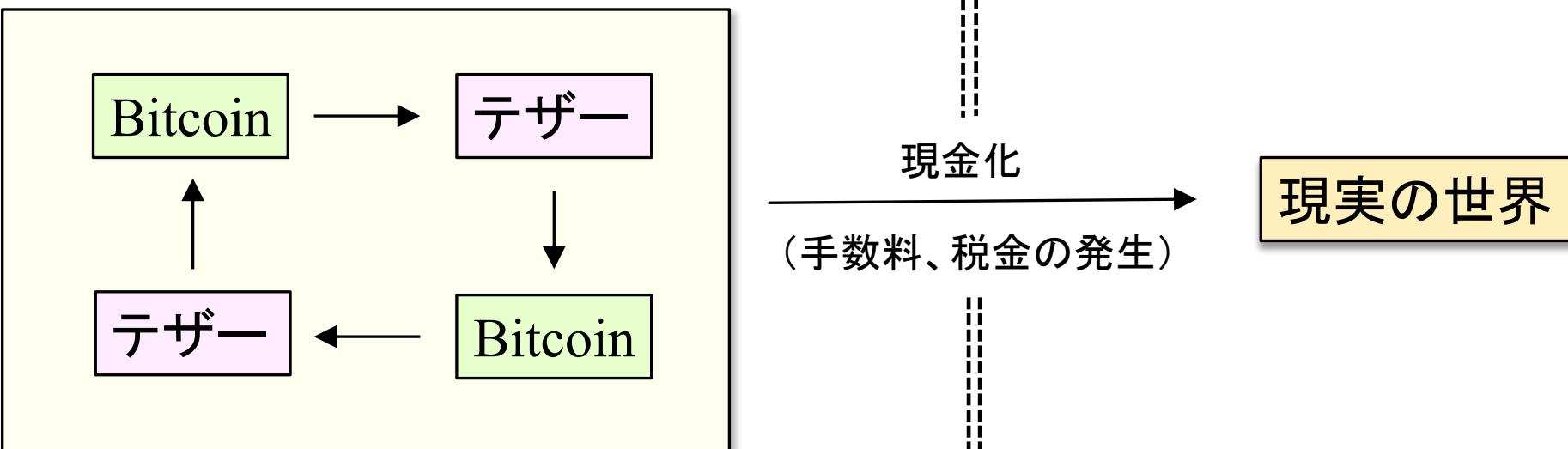
#### ② リアルの世界での利用

混同する傾向？

## ステーブルコインの利用方法（従来）

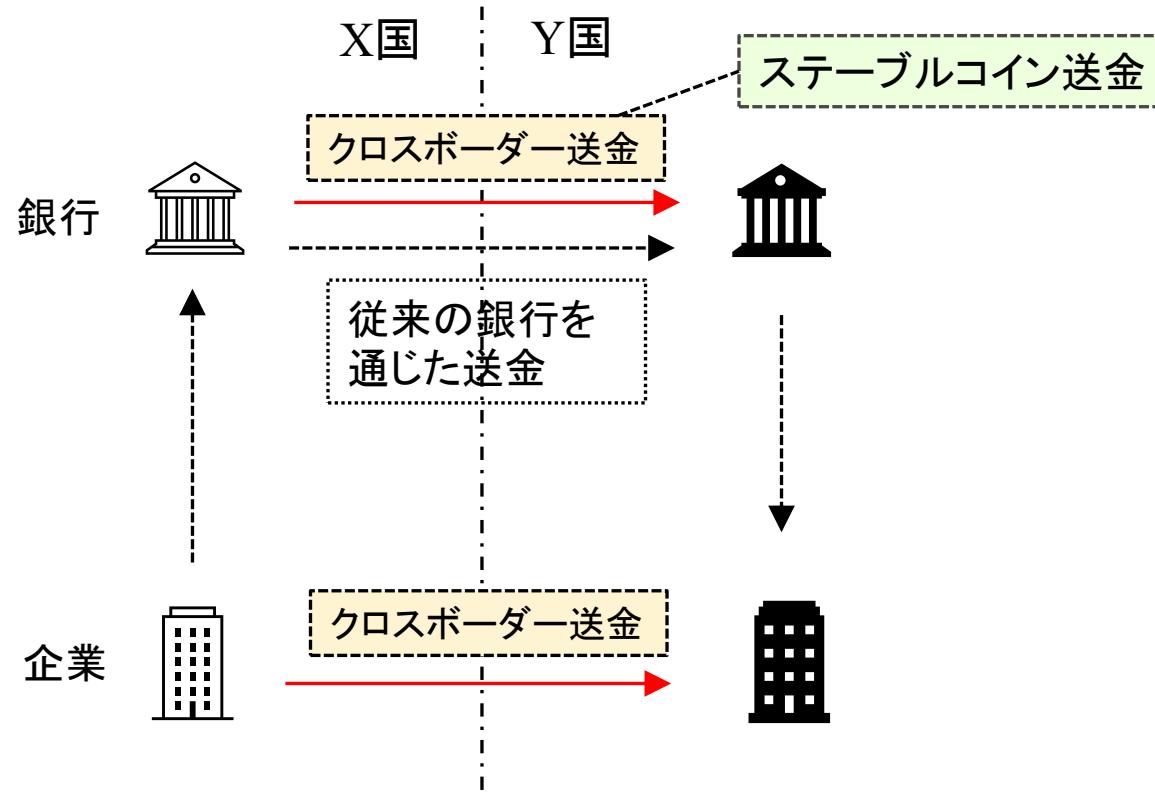
- ・ステーブルコインでの店舗等での「支払い」は限定的
- ↓
- ・仮想通貨の中での「**待機通貨**」としての利用が主（**価値の保蔵手段**として）

＜暗号資産の世界＞

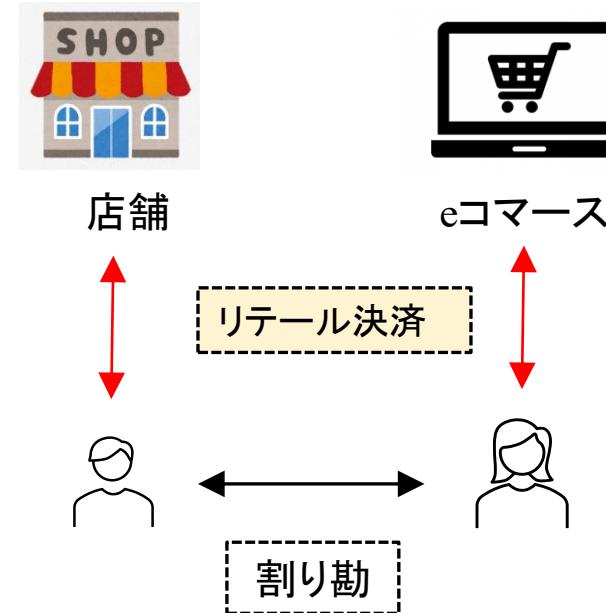


# ステーブルコインを何に使うのか？ (リアルの世界での3つのユースケース)

## ① クロスボーダー送金への利用



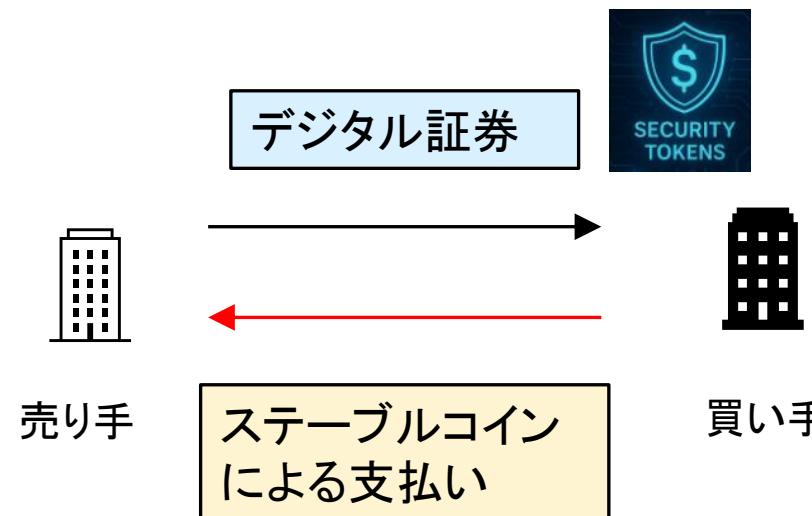
## ② リテール決済への利用



## リアルの世界での利用(2)

### ③ デジタル証券の決済への利用

- デジタル証券（セキュリティ・トークン）を売買する際の資金決済に利用



## 利用目的①

# ① クロスボーダー送金への利用

### ◆ 成功例：JPMコイン

- ・JPモルガン・チェースが、2019年2月より発行を開始
- ・ドル預金に裏付けられた **トークン化預金** (1JPMコイン=1米ドル)
- ・企業間の国際送金に利用 (JPモルガンの法人顧客のみを対象)
- ・「**オニキス**(Onyx)」という ブロックチェーン・プラットフォーム上で運用される

### <メリット>

- 1) **24時間の即時決済**が可能 (時差に煩わされない)
- 2) 特定条件下での **自動送金**が可能 (条件付き支払い)
  - ・「**プログラマブル決済**」の機能あり
    - 事前に設定した**条件**に基づき、自動的に送金を実行できる  
(例:特定の残高を下回った場合、余剰資金の発生時、特定の日時指定、契約履行の確認時など)

## JPMコイン (2)

### <機能の拡充>

- ・2019年2月 : ドル建てのJPMコインの発行を開始
- ・2023年6月 : ユーロ建てのJPMコインの発行を開始
- ・2023年11月 : プログラマブル決済 (決済の自動実行) を開始

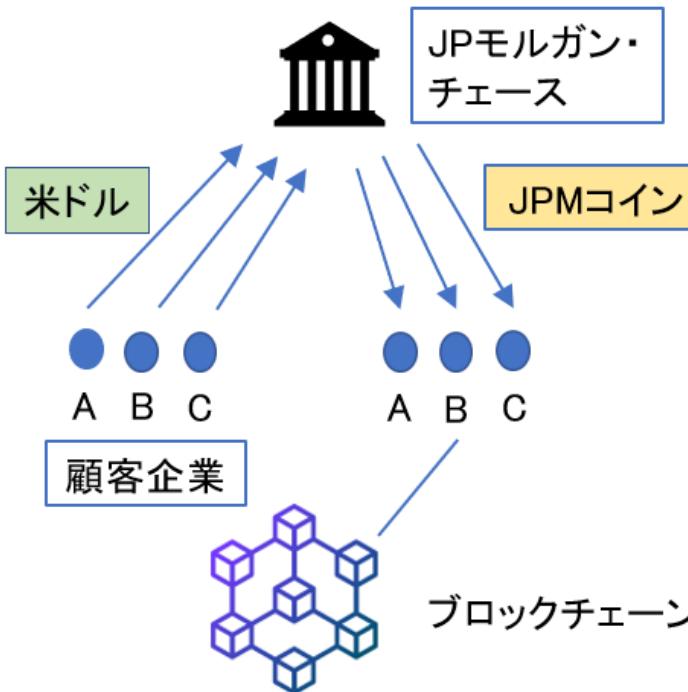


### <JPMコインの取引量>

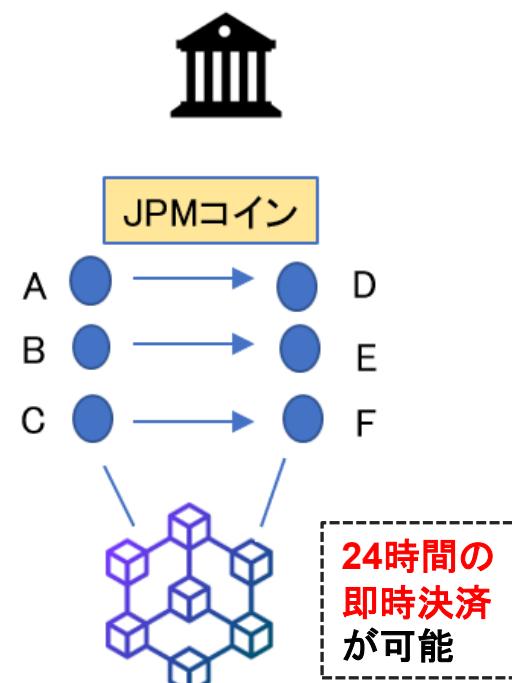
- ・毎日、約10億ドル (約1,500億円) の取引を処理
- ・ただし、
  - ① JPモルガンの1日の取引量 (10兆ドル) に比べると、0.01%の規模 (限界的?)
  - ② 今後の普及を考えると → 「特定銀行の顧客のみ」という 限界あり?

# JPMコインの仕組み

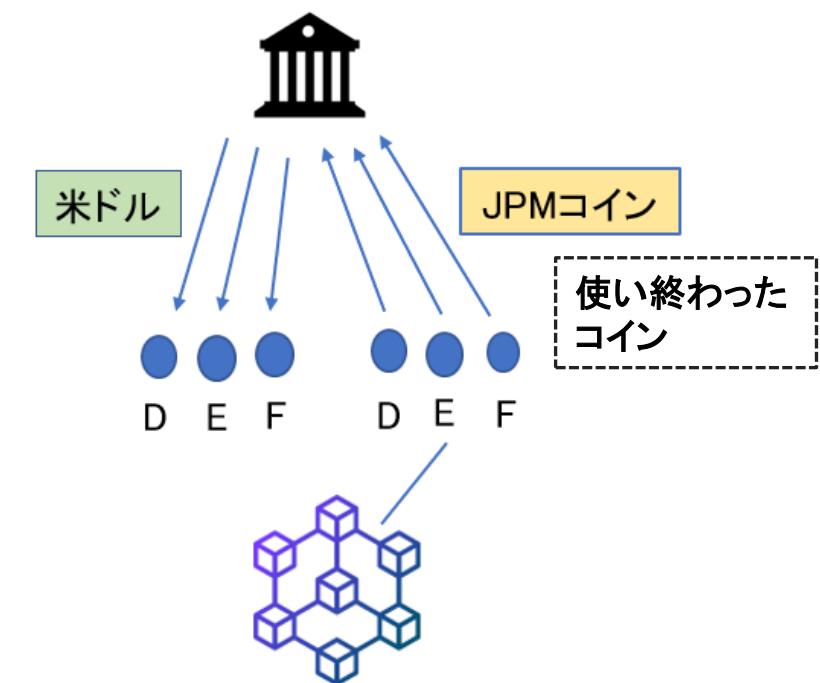
## ①ステップ1： コインの発行



## ②ステップ2： コインによる支払い



## ③ステップ3： コインの換金



# ステーブルコインの新規発行に向けた動き (銀行を中心に)

- 銀行コンソーシアムによる発行の動きが相次ぐ。  
いずれもクロスボーダー送金を目的。多くは構想段階。

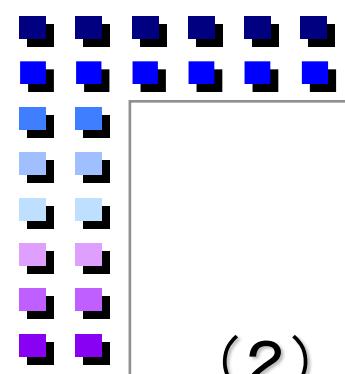
通貨	発行主体	目的	発行予定
ドル建て	米銀大手	クロスボーダー送金	未定
ユーロ建て	ドイツ銀行の子会社 (オールユニティ)	クロスボーダー送金	発行済み (2025年7月)
ユーロ建て	INGなど欧州9行 +シティグループ	クロスボーダー送金 (欧州の金融主権)	2026年後半
円建て	3メガバンク	クロスボーダー送金 (三菱商事の利用)	未定
G7の各国通貨建て	世界の有力行10行	クロスボーダー送金	未定

# ステーブルコインの新規発行に向けた動き（銀行を中心に）

## （1）ドル建てステーブルコイン発行の動き

（米銀大手が新たなステーブルコインを共同で発行する動き）

- ・米銀大手：JPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカ、シティグループ、ウェルズ・ファーゴなど
- ・プロジェクトの段階：初期の段階（2025年5月時点、協議のスタート）
- ・目的：国際送金の効率化、国内でのドル決済の効率化、暗号資産業界への対抗、デジタル分野での米ドルの地位の維持など
- ・考察：ステーブルコインの弱点は、発行体の信用力が中銀より弱い点  
米銀の大手が一丸となって発行すれば、一定の信用力を確保できる可能性（？）



## ステーブルコインの新規発行に向けた動き

### (2) ヨーロピアンステーブルコイン発行の動き

#### ① オールユニティ (AllUnity) プロジェクト

- ・主導機関 : DWS (ドイツ銀行傘下の資産運用会社)、Galaxy Digital (米国、DLT技術)、Flow Traders (オランダ、マーケットメーカー)
  - ・通貨名 : ヨーロピアン・オールユニティ (EURAU)
  - ・監督当局 : BaFin (ドイツ)
  - ・段階 : 2025年7月に、正式に発行済み
- 

## ユーロ建てステーブルコイン発行の動き（2）

### ② 欧州9行によるステーブルコイン構想

- ・ 参加銀行 

**ING(オランダ)**、UniCredit(伊)、Banca Sella(伊)、デカバンク(独)、KBC(ベルギー)、Danske Bank(デンマーク)、SEB(スウェーデン)、CaixaBank(スペイン)、Raiffeisen Bank International(オーストリア)

 + シティグループ(米)
- ・ 段階：2025年9月に発表、オランダに新会社を設立
- ・ 監督当局：オランダ
- ・ 発行予定：2026年後半の発行を目指す
- ・ 性格：事実上、INGを中心としたプロジェクト

#### ＜評価＞

- ①、②ともEUの**MiCa規制**に準拠したステーブルコインとして発行される
- 参加銀行の顔ぶれにやや物足りなさ

### (3) 円建てステーブルコイン発行の動き

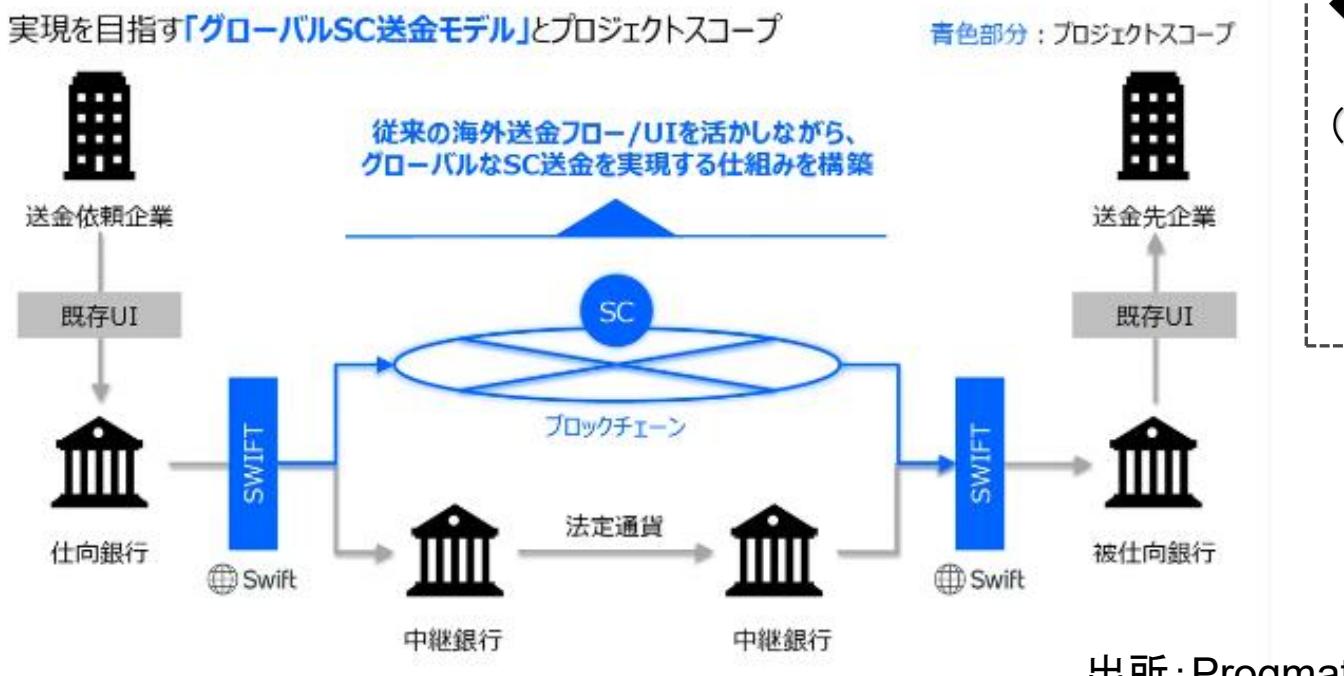
#### ① 3メガバンクによる円建てステーブルコイン発行の動き

- ・発行主体：三菱UFJ銀行、三井住友銀行、みずほ銀行
- ・段階：2025年10月に構想を発表
- ・発行時期：未定
- ・通貨：円建て（将来はドル建ても）
- ・狙い：三菱商事の関係会社間の資金決済
- ・考察：資金決済法（日本法）に基づくステーブルコインとなる（信託型）  
銀行が共同で発行するステーブルコイン

## 円建てステーブルコイン発行の動き（2）

### ② プログマ社による「Project Pax」

- 「グローバルなステーブルコイン送金基盤」の構築プロジェクト  
(日本発の動き、メガバンク3行が参加)



- ◆ IT企業が主導するプロジェクト
  - ・プロジェクト・オーナーは、**プログラマ社** (Progmat\*)  
\* 三菱UFJ信託銀行から独立
  - ・3メガは、**レビュアー**の位置付け

# 円建てステーブルコイン発行の動き（3）

## ③ JPYC社による「JPYC」の発行

- ・発行企業：JPYC株式会社 — ノンバンク（約30名規模のスタートアップ）
- ・意義：日本初の日本円建てステーブルコイン  
(金融庁に「第二種資金移動業者」の登録済み)
- ・発行開始：2025年10月27日
- ・利用目的：いろいろ挙げている
  - 1) 店舗での決済やオンラインショッピングでの支払い
  - 2) 個人間の報酬・送金、給与支払い
  - 3) 企業間の資金決済
  - 4) 海外への送金（クロスボーダー送金）
  - 5) デジタル資産の決済手段

小口決済に重点？

第二種\*では、企業間の利用には限界？

\*送金上限は100万円/回

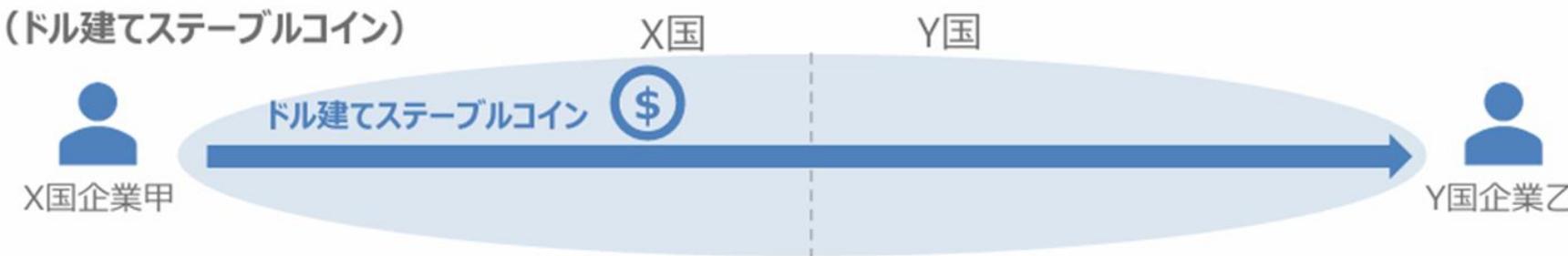
## (4) 各国通貨建てステーブルコイン発行の動き

### ■ G7通貨建てのステーブルコイン発行の動き

- ・ 参加金融機関：10行 Goldman Sachs(米)、Deutsche Bank(独)、Bank of America(米)、Barclays(英)、Banco Santander(西)、BNP Paribas(仏)、Citi(米)、MUFG(日)、TD Bank Group(カナダ)、UBS(スイス)
- ・ 段階：2025年10月にコンソーシアムの結成を公表
- ・ 狙い：「準備金担保型デジタル通貨」(fully-reserved or deposit-token型ステーブルコイン)の発行・活用
- ・ 通貨建て：各行が、G7通貨を中心とした複数通貨建ての準備金担保型デジタル通貨を発行する計画：米ドル(USD)、ユーロ(EUR)、英ポンド(GBP)、日本円(JPY)、カナダドル(CAD)、スイスフラン(CHF)など
- ・ 発行時期：未定（開発を検討）
- ・ 評価：錚々たるメンバー、検討は初期段階（？）、通貨の数が多すぎ（？）

# ステーブルコインによるクロスボーダー決済の課題

ステーブルコインによる国際決済（単純化されたイメージ）



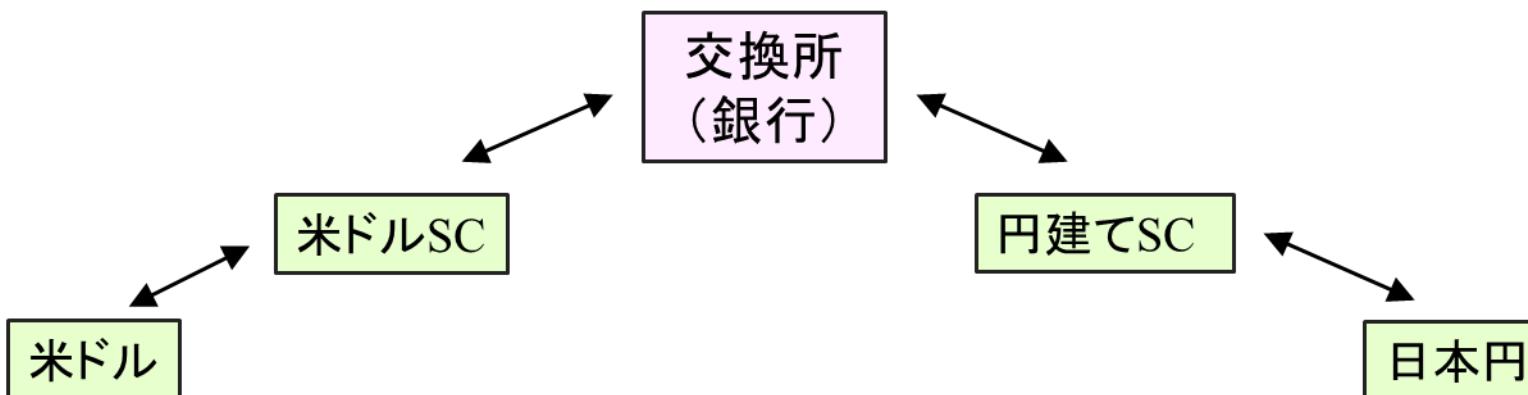
## ① 法的な問題

- ・ **GENIUS法**に基づく米ドル建てコイン → 日本でどう位置付けるのか
- ・ **日本法**に基づく円建てコイン → 海外でどう位置付けるのか
- ・ まず、入り口で躊躇可能性（プログラマ・コインの例）
  - 「信託型ステーブルコイン」って何？

## ステーブルコインによるクロスボーダー決済の課題（2）

### ② ステーブルコイン間の交換の仕組みが必要になる？

- ・各国通貨への交換の仕組みが必要か？
- ・ドル建てステーブルコインの送金（前スライド）  
→ しかし、これだけでは終わらない（？）→ SC同士を交換する仕組みが必要？



## ステーブルコインによるクロスボーダー決済の課題（3）

### ③ アンチマネロン(AML)とテロリスト資金対策(CFT)が十分か？

- ・ **単に価値が移動すればよいというものではない**
- ・ **FATFなどによる規制は強化の方向**（**トラベルルールなど、詳細な報告義務あり**）
  - ステーブルコインによる送金にこうした情報は付加できるのか？

### ④ 企業財務上の問題

- ・ 必ずしも価格が確実でないものを、企業が高額な決済に使うのか？
  - 1コイン=1ドルとは限らない
- ・ また、財務・経理上の問題もある
  - 価格変動がある資産の保有
    - 財務や経理での取り扱いが複雑になる（ルールが定まっていない？）

## (2) リテール決済への利用

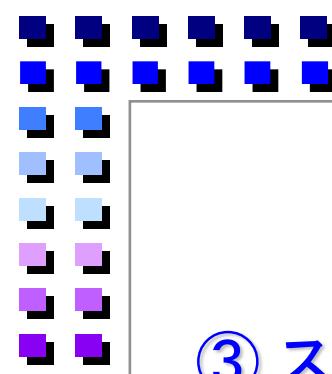
### ◆ 「GENIUS法」の成立を受けた業界の動き

#### ① 小売業界の動き

- ・アマゾン、ウォールマートなどの小売り大手がステーブルコインの発行を検討中。
- ・独自の決済ツールを導入することにより、従来のクレジットカードの手数料を削減することを目指す動き（攻めの対応）

#### ② クレジットカード業界

- ・VISAとマスターカードは、いずれもグローバルな決済ネットワークで、ステーブルコインによる決済を可能にする方向で検討中。
- ・ステーブルコインの普及により、クレジットカード・ビジネスが侵食されることに対する対応策（守りの対応）



## リテール決済への利用（2）

### ③ ステーブルコインでの小口決済をサポートするサービスの動き

- 1) Shopify × Stripe（提携）により、Shopifyに加盟するECサイトでは、  
USDコインでの決済（オンライン決済）の受入れが可能に（2025年6月から）
- 2) PayPalでは、「PayPal USD」（ステーブルコイン）で、オンライン加盟店に  
おける決済が可能に（2023年8月から）
- 3) コインベース（仮想通貨取引所）では、eコマース向けに、ステーブルコインでの  
決済ソリューションである「コインベース・ペイメント」を発表（2025年6月）
  - USDコインでの決済を可能にする  
(既存のシステムにステーブルコイン決済を追加できる)

いずれも、eコマース（オンライン  
加盟店）向け（実店舗は含まず）

## リテール決済への利用 (3)

＜小売業界の2つの選択肢＞

- ① 既存のステーブルコインを利用する (USDコインなど)
- ② 独自のステーブルコインを利用する (PayPal USDなど)

＜誰にメリットがあるのか？＞

- ・ 小売業者にとっては、**メリット大** (クレジットカード手数料の削減)
  - ただし、乱立の可能性 (ex. アマゾンコイン、ウォールマートコイン、ペイパルコインなど)
- ・ 消費者にとっては、
  - ① メリットが不明確で、手間はかかる (ウォレットの管理など)
  - ② 複数のステーブルコインに対応する必要 (分断化<fragmentation>の発生)
    - 普及のためには、店舗側でポイントの付与などのインセンティブをつけることが必要(?)
- ・ サポート業者にとっては、加盟店の開拓が大きなチャレンジとなる

→ 普及には、かなりの時間がかかる(?)

利用目的③

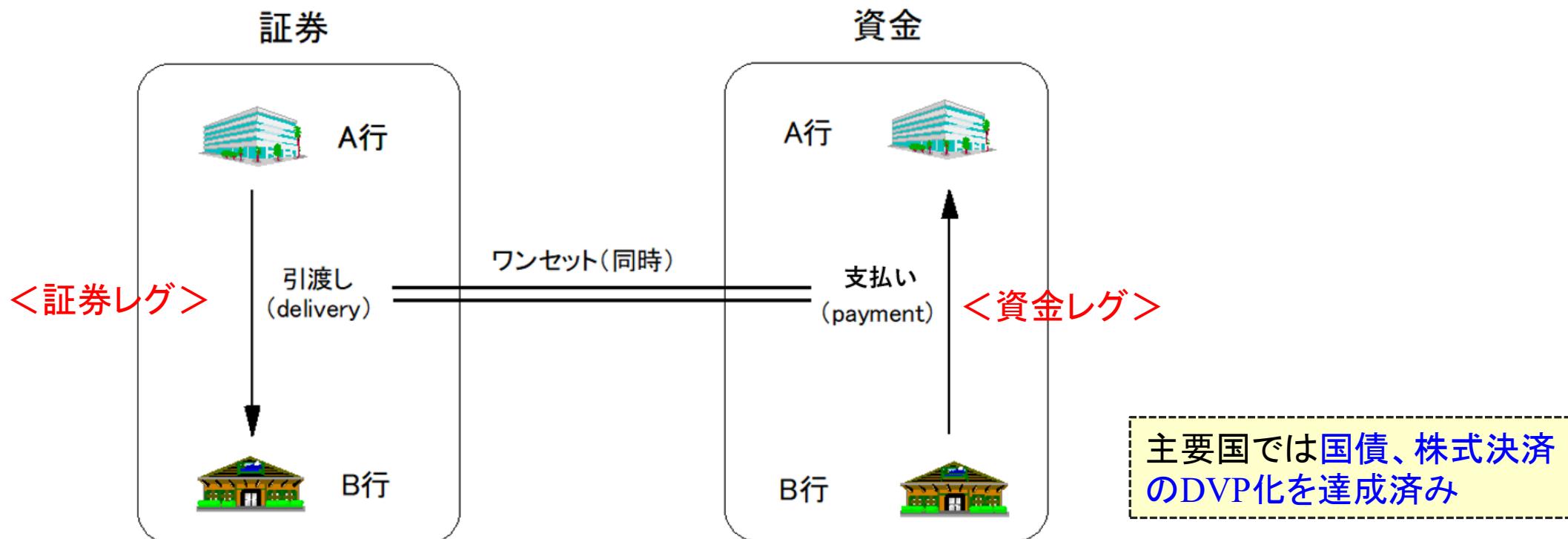
### (3) デジタル証券の決済への利用

- **デジタル証券**とは、ブロックチェーン技術などを活用して電子的に発行・管理される有価証券のこと。
  - 「セキュリティ・トークン」(Security Token、ST) とも呼ばれる。
- ✓ 日本のデジタル証券の発行額は、2025年に3000億円を超える見通し。
  - 不動産の所有権や受益権を小口化・証券化したものが主。  
(個人投資家でも少額<10万円～100万円程度>での投資を可能に)
  - ボリュームの大きい**株式や国債**は、まだデジタル証券化されていない。

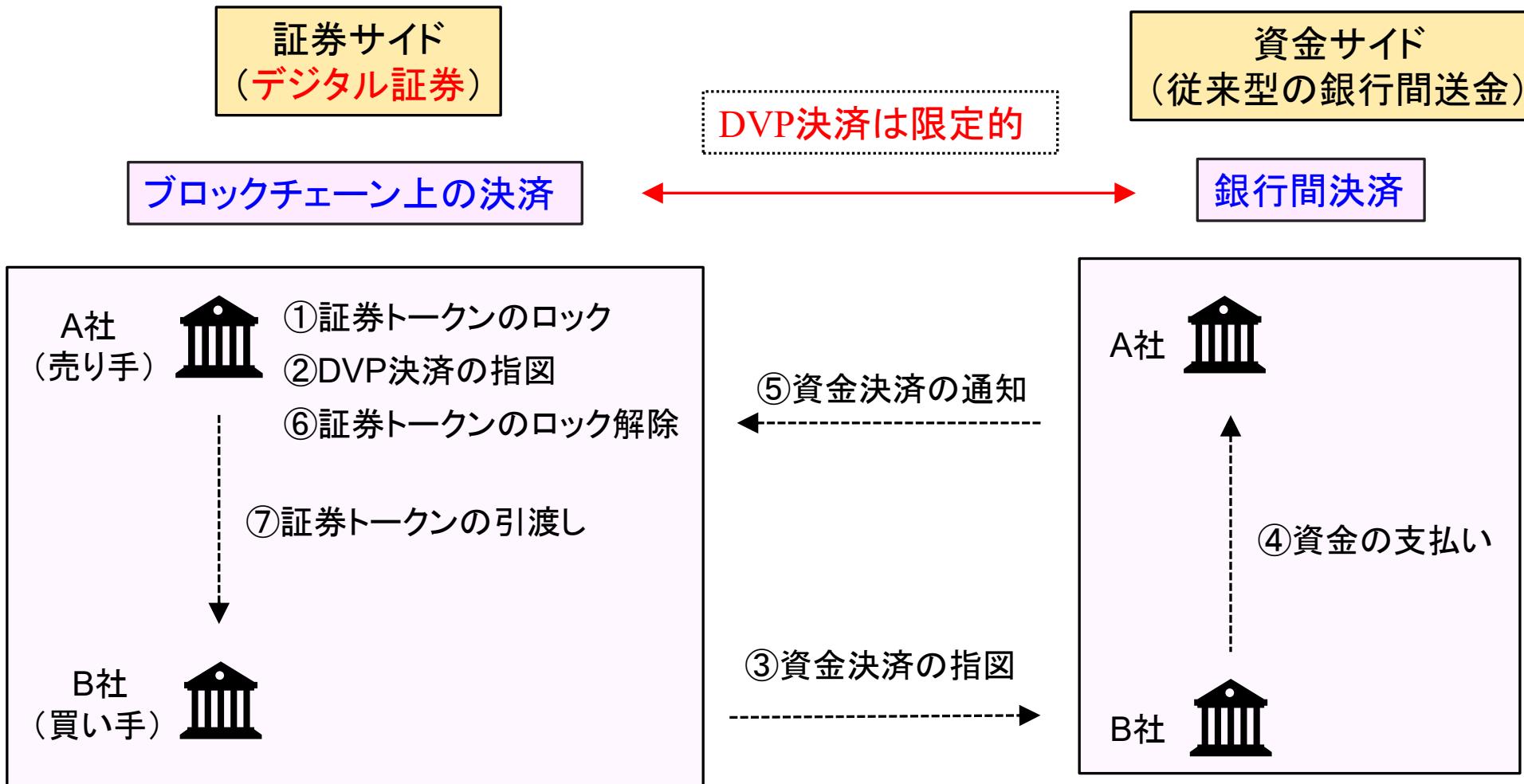


# 証券の決済には、必ずDVPが必要となる！

- Delivery versus Payment とは: 資金と証券をワンセットにした決済  
「取りはぐれのリスク」をなくすために必ず必要



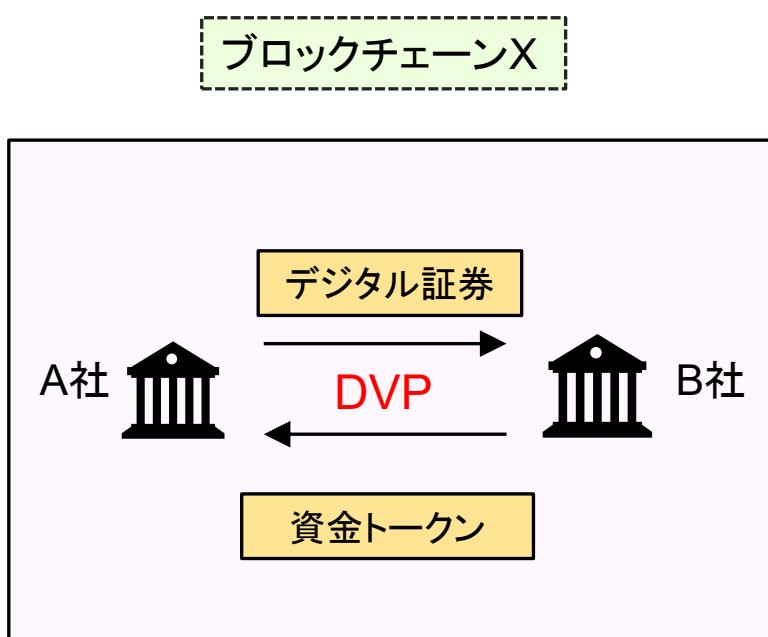
# デジタル証券の決済方法（現行）



# ブロックチェーン上でのDVPの実現方法

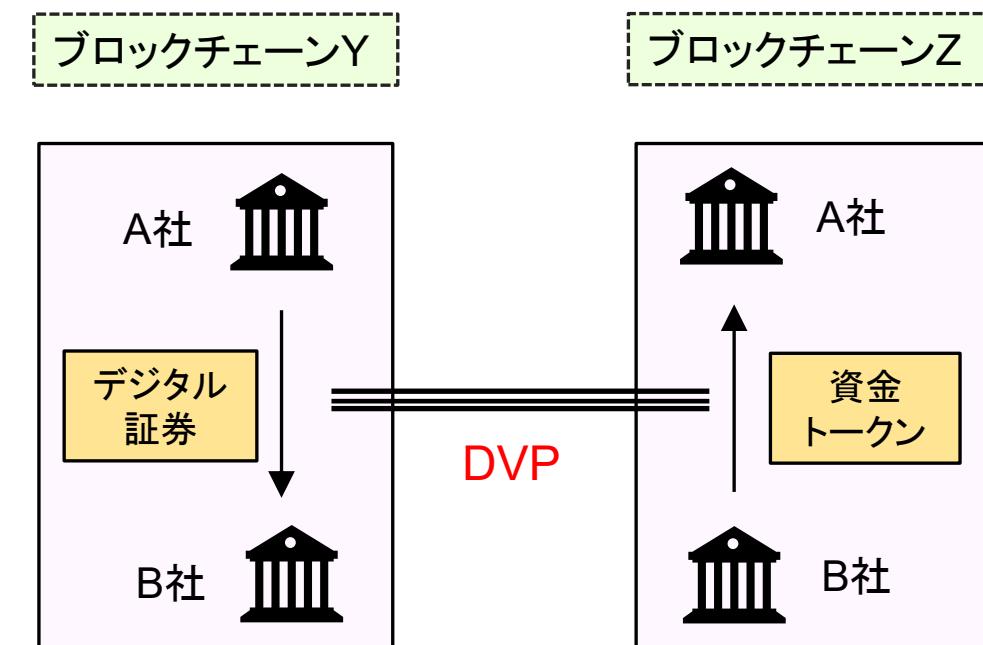
(望ましいあり方：アトミック決済)

## ① アトミックDVP



<単一基盤型>

## ② アトミック・スワップ



<複数基盤型>

## ゆうちょ銀行のデジタル通貨発行

- ・ ゆうちょ銀行では、2026年度にデジタル通貨を発行する予定  
(2025年8月31日、日経新聞)
- ・ ディーカレットの「DCJPY」を利用
- ・ ゆうちょ銀行が発行体となる(トーケン化預金)
- ・ 目的：デジタル証券の決済手段として、DCJPYを利用できるようにする

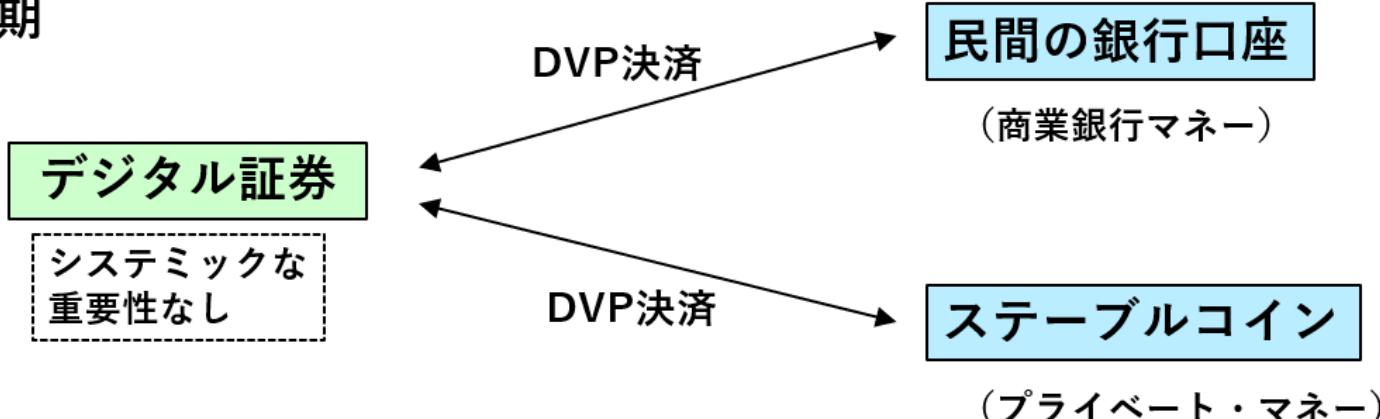


アトミック決済の実現を目指す

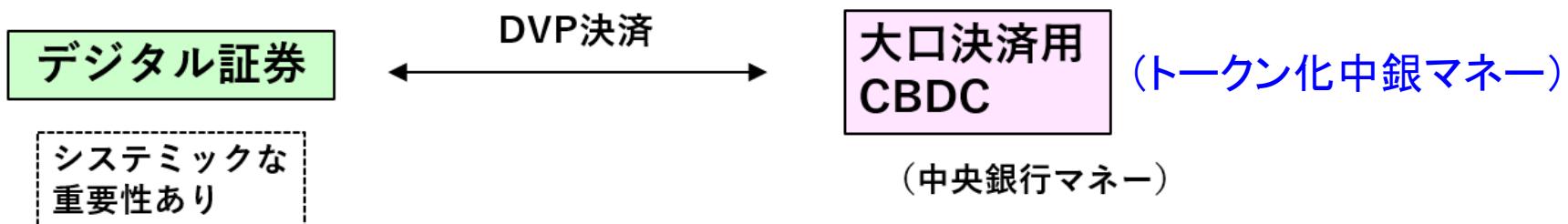
(市場規模は限定的?、保有者が必ずしもゆうちょ銀行の利用者ではない?)

# 証券のトークン化とDVP決済の展開（予想）

## ①過渡期



## ②本格導入期



・証券決済のグローバル・スタンダードでは、資金決済は中銀マネーを義務付け

## ステーブルコインの実用化の困難性

- DCJPYの実用化計画は難航 (典型的な事例?)
  - 「ディーカレットDCP」が主導
  - 2020年に「円建てのステーブルコイン」プロジェクトとしてスタート
- 2020年12月 : 「デジタル通貨フォーラム」を発足
- 2021年度から : 各種の実証実験 (PoC) を開始
- このプロジェクトには、日本を代表する100社以上が参加  
(金融機関、IT・システム企業、流通・商社、コンサル、自治体等)
- 様々な実証実験を実施  
→ 有力なユースケースは見つけられていない(?) : 5年やつても?
- 2025年6月 : 中心人物が辞任 (ディーカレットDCP副社長・COO)

## 4. ステーブルコインの収益性

➤ SCを発行すると、儲かるのか？ B/Sで考えてみる。

ナローバンク

＜資産＞	＜負債＞
中銀 預け金	預金
国債	

安全資産で運用し、貸出業務は行わない。  
理論的なモデルであり、現実には存在しない。  
(シカゴ学派の提案)

ステーブルコインの発行体

＜資産＞	＜負債＞
要求払い 預金	ステーブル コイン
短期 国債	

厳格な準備金要件により、ナローバンクに  
類似したB/Sとなる。

## ステーブルコインの収益性（2）

- ・ステーブルコインの発行による収入だけに依存するビジネスモデルは困難か?
  - SCを発行するだけでは、そんなに儲からない（？）
    - 貸出をしない銀行のようなもの
- JPYCでは、0.5～1.0%の運用利回りを想定
- ・このため、ステーブルコインの発行益以外の収入源やメリットが必要
  - ① 新たな決済収入につながる、
  - ② クレジットカード決済の手数料が削減される、
  - ③ 自社への顧客の囲い込みができる、など

（合わせ技でのメリットを模索する必要）

年	3ヶ月TB（米国）利回り
2020年	0.1～0.5%（コロナ超低金利）
2022年	0.5～2.5%（利上げ開始）
2023年	4.5%前後（利上げピーク時）
2024年	4.3～5.0%程度
2025年	4.0～4.2%程度

## 5. ステーブルコインとCBDC

- ・ **ステーブルコイン**は、民間の仕組みなので、**どこかに収益を上げる仕組みを盛り込まない**といけない。  
(利用者にとっては、手数料を支払う必要？)
- ・ **CBDC**は、**中央銀行が公共財として提供していくもの**なので、**そういう収益の仕組みを必要としない**。  
→ **直接的に競合した場合には、CBDCの方が有利になるか？**  
(信頼性、どこでも使えるという汎用性、現金と同じ強制通用力、などのメリットもあり)
- ・ **ステーブルコイン**は、**CBDCが出てくるまでの「つなぎ」となる可能性（？）**

# ステーブルコインに対するBISの評価

## ◆ BISでは、厳しい評価

項目	内容
単一性 (singleness of money) がない	額面で取引できるという価値保証がない (red dollars, blue dollars, white dollars)
弾力性 (elasticity) がない	柔軟にマネーの供給を行えない(cash-in-advance)。 中銀による資金供給がない
金融システムとしての健全性 (integrity) が不十分	AML / CFTチェックが不十分となりがち(KYC limitation)

- ・健全な貨幣としての要件を満たしていない
- ・ステーブルコインは、「補助的な役割」に留まるべき
- ・主要な金融システムの基盤としては不適切

BIS(2025)

- ・英中銀 (BOE) では、ステーブルコインに**保有上限**を設ける動きも  
—個人は2万ポンド(≈ 380万円)、企業は1,000万ポンド(≈ 19億円)の案

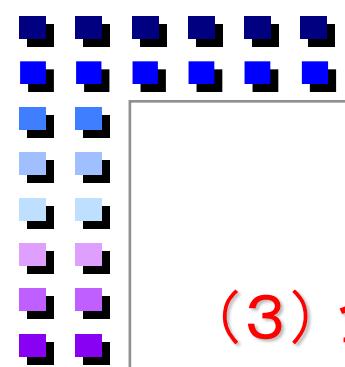
## (付) ステーブルコインのインパクト

### (1) 債券市場

- ステーブルコインの裏付け資産として短期国債(TB)の需要が拡大する(?)

#### 試算

- 新たなステーブルコインの発行額を1,000億ドルとする (≈15兆円)  
(1位のテザーと2位のUSDコインの中間程度：かなり過大な推計?)
- その8割を短期国債(TB)で保有するものとすると、準備資産としての需要は：  
 $1,000\text{億ドル} \times 80\% = 800\text{億ドル}$
- TBの発行残高は、6.37兆ドル(2025/8月末)  
 $800\text{億ドル} \div 6.37\text{兆ドル} = \underline{1.26\%}$  (影響は限界的か?)



## ステーブルコインのインパクト(2)

### (3) 金融機関

- 預金からステーブルコインへの資金シフトで、貸出能力が低下するのでは(?)

#### 試算

- 米国のM1(現金通貨+要求払預金)は、18.9兆ドル(2025年7月)



ステーブルコインの発行額を1,000億ドルとすると、M1の0.5%程度

- この全額が預金からシフトしたとしても、影響は軽微か(?)

## ステーブルコインのインパクト(3)

### (3) 金融政策

- 米国外でドルのステーブルコインの発行が増えると、**金融政策**に**悪影響**が出る？
  - ・前述の試算のような規模であれば、米国の**TB市場**や**M1**に対する影響は、限定的か(?) → 金融政策への影響もごくわずか(?)
    - －「**電子マネー**」の発行前の**金融政策**への**影響**に関する議論に似ている？  
(過剰反応的な議論が行われた)
  - ・また、**海外のドル建て**のステーブルコインの**米国内**での**提供・販売**については、**厳しく規制**している(事実上、国外での発行は困難？)
    - 1) 米国と**同等の規制**を有する法域での発行に限定
    - 2) **準備資産**を米国内の金融機関において保管することが条件

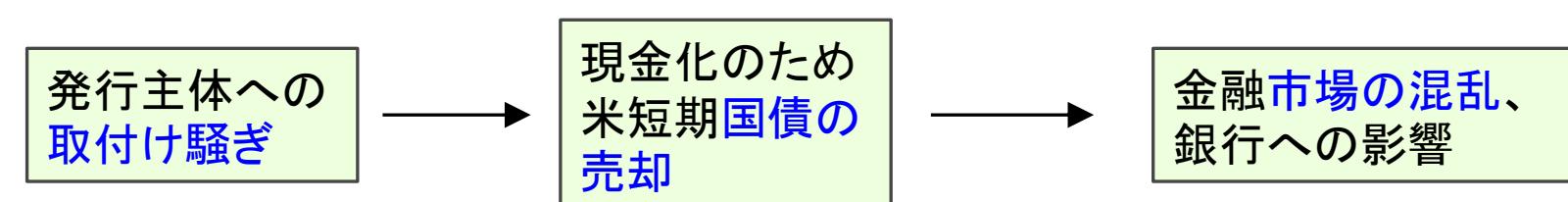
## ステーブルコインのインパクト(3)

### (3) 金融政策(続)

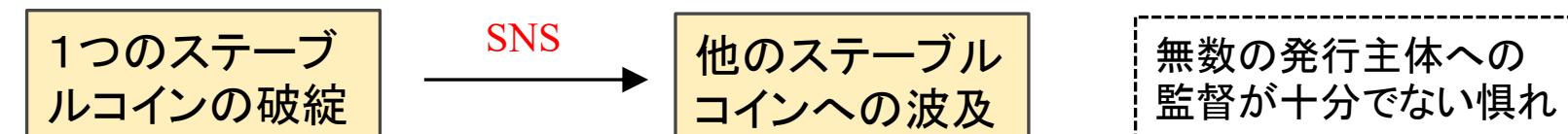
- ただし、ステーブルコインの発行主体の経営悪化懸念から、**取付け騒ぎ**が発生して、金融システムに不測の事態が起きる可能性は残る。  
(プルーデンス政策への影響)

SCへの信用 = **発行体**に対する信用 + **裏付け資産**に対する信用 → 両方が必要

#### ① 取付けの発生



#### ② 伝染(Contagion)の発生



## 参考文献

- ・木内登英(2025a)「米国で進むステーブルコインの規制整備:経済・金融市場、金融政策に与える影響に懸念」2025年8月28日
- ・木内登英(2025b)「ステーブルコインと米国のドル霸権」2025年9月12日
- ・中田理恵(2025)「ステーブルコイン推進へ舵を切る米国」大和総研、2025年6月13日
- ・中山靖司(2025)「動き出した米国の暗号資産規制」SBI金融経済研究所、2025年8月25日
- ・BIS(2025) "The Next-Generation Monetary and Financial System," BIS Annual Economic Report, June 2025
- ・Dale, B (2025) "Why Retailers are Looking into Stablecoins," Axios, June 13, 2025
- ・Eichengreen, B (2025) "Op-Ed : The Genius Act Will Bring Economic Chaos," The New York Times, June 18, 2025