

〈4〉ステーブルコインが支払決済手段と国際決済システムに与える影響

大和総研ニューヨークリサーチセンター 鈴木 利光

1. 米国、ついにステーブルコインを法制化

2025年7月18日、第二次トランプ政権（以下、「トランプ2.0」）は、ステーブルコインの包括的な法的枠組みにあたる、‘Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act’（以下、「GENIUS法」）に署名した。

「ステーブルコイン」とは、暗号資産のうち、特定の資産（多くの場合は法定通貨）を参照することにより、それ自体の価額安定の維持を目指すものをいう。2014年あたりから市場に流通し始めており、ここ数年で急速に普及が進んでいるものの、米国では長らくステーブルコインの法的な位置付けが不明瞭であった。

本稿では、GENIUS法の概要を紹介したうえで、その成立によりステーブルコインが支払決済手段と国際決済システムにどのような影響をもたらしているか、検討する。

2. 米国大統領選挙と暗号資産規制

GENIUS法成立の前提として、2024年の米国大統領選挙の前後で、暗号資産への規制態様がどのように変わったのか、簡潔に示したい。

バイデン前政権下の4年間は、暗号資産業者に

としては「冬の時代」であった。とりわけ、銀行が暗号資産ビジネスに進出することは極めて難しい状況であった。というのも、バイデン前政権下では、銀行が暗号資産のカストディ業務を行うことでさえ事実上不可能であったからである。

こうした状況が、「トランプ2.0」の発足により一変した。「トランプ2.0」は、その発足以来、バイデン前政権とは180度異なり、暗号資産ビジネスを奨励する姿勢を示し続けている。トランプ大統領は、就任直後の2025年1月23日、暗号資産市場における米国の影響力拡大を企図した大統領令に署名した。この大統領令では、暗号資産規制の明確化、米ドル参照のステーブルコインの法制化とその発展、中央銀行デジタル通貨（CBDC）の禁止等を指示している。ここでいう「米ドル参照のステーブルコインの法制化とその発展」が、GENIUS法の制定に繋がっている。

なお、米国通貨監督庁（OCC）は、2025年3月7日、銀行による暗号資産カストディ業務への参入を正式に認めた。この時点で、「伝統的な金融システムと暗号資産ビジネスの結合」への道筋が見えていたといえる。

3. GENIUS 法の概要

(1) 「ステーブルコイン」の定義

前述のとおり、「ステーブルコイン」とは、暗号資産のうち、特定の資産（多くの場合は法定通貨）を参照することにより、それ自体の価額安定の維持を目指すものをいう。GENIUS 法では、「Payment Stablecoin」とされており、あくまでも支払決済手段であることが明確化されている。また、電子マネー、預金トークン、電子証券がこれに含まれないことを明記している。このように、「Payment Stablecoin」は、証券（security）ではないので米国証券取引委員会（SEC）の監督下になく、商品（commodity）でもないため米国商品先物取引委員会（CFTC）の監督下にもない。（2）で後述するように、「Payment Stablecoin」とその発行体は、OCC 又は州当局の監督下に置かれる。

(2) 発行体

「Payment Stablecoin」の発行体、すなわち「Permitted Payment Stablecoin Issuer」は、以下の者に限定される。

- ✓ 預金取扱金融機関（連邦預金保険公社（FDIC）による預金保険の対象）の子会社（OCC の監督下）
- ✓ 金融機関（FDIC による預金保険の対象外、但し OCC の監督下）
- ✓ 外国銀行の支店（OCC の監督下）
- ✓ 非金融機関（発行残高 100 億ドル超の場合は OCC の監督下、発行残高 100 億ドル以下の場合は州当局の監督下）

外国の企業、及び上場している非金融機関が「Permitted Payment Stablecoin Issuer」となるためには、財務長官が委員長を務める「Stablecoin Certification Review Committee」の全会一致による承認が必要となる。

なお、外国の企業は、「Permitted Payment Stablecoin Issuer」とならずとも、自国の法制度が GENIUS 法と同等であり、かつ OCC に登録されることで、米国内でそのステーブルコインを流通させることができる。

(3) 準備資産

「Permitted Payment Stablecoin Issuer」は、保有者による償還請求にいつ何時でも応じられるように、「Payment Stablecoin」の発行残高と同額相当の準備資産を保持する必要がある。

準備資産は、以下のような、高品質かつ流動性の高いものに限定される。

- ✓ 米国通貨 ^{(※1) (※2)}
- ✓ 付保預金 ^(※2)
- ✓ 短期米国国債（T-Bill）（残存期間 93 日以内）
^{(※1) (※2)}
- ✓ マネー・マーケット・ファンド（MMF）^(※2)
^(※3)

（※1）米国国債を担保とするレポ形式の取引（オーバーナイト）で受け入れたものを含む。

（※2）トークン化されたものを含む。

（※3）短期米国国債（T-Bill）のみを投資対象とするものに限る。

「Permitted Payment Stablecoin Issuer」は、準備資産を再担保に供してはならない。ただし、保有者による償還請求に応じるべく流動性の創出が必要な場合はこの限りではない。

(4) 開示、金融機関レベルの AML、倒産時の優先的回収

「Permitted Payment Stablecoin Issuer」は、償還方針を公表するとともに、発行残高及び準備資産の内訳をウェブサイトで月次に開示する。

加えて、発行残高 500 億ドル超の「Permitted Payment Stablecoin Issuer」は、監査済みの年次財務諸表をウェブサイトで開示する必要がある。ただし、年次報告書（Form 10-K）を SEC に提出する公開企業についてはこの限りではない。

「Permitted Payment Stablecoin Issuer」は、マネー・ローンダリング対策（AML）の観点において、金融機関と同等の扱いを受ける。すなわち、銀行秘密法が定める顧客確認（KYC）や顧客管理（CDD）等を実施する。

「Permitted Payment Stablecoin Issuer」が倒産した場合、「Payment Stablecoin」の保有者は、他のあらゆる債権者に優先して自己の資産を回収することができる。

(5) 適用開始時期

連邦規制当局は、GENIUS 法の制定日（2025 年 7 月 18 日）から 1 年以内に、‘Permitted Payment Stablecoin Issuer’の資本規制・流動性規制・金利リスク管理態勢、準備資産の分散等についての適用指針を公表することが求められている。

これを踏まえて、GENIUS 法は、「制定日から 18 ヶ月後」又は「適用指針の公表から 120 日後」のいずれか早い時期に適用開始される。

4. ステブルコインと「金利又は利子」

‘Payment Stablecoin’について、その「発行体」は、保有者に金利又は利子（interest or yield）を付与することが認められていない。

この禁止規定は、銀行の預金流出を防止することが目的である。しかし、金利又は利子の付与を禁じられる主体が発行体に限定されていることから、巨大な「抜け穴」がある状態となっている。

現に、発行体にはあたらない、暗号資産取引所（例えば Coinbase）やアフィリエイト（例えば PayPal）といったフィンテック企業が、ステブルコイン（前者は USDC、後者は PYUSD）の保有残高に応じた「特典（reward）」を保有者に付与しているケースがある。こうした特典の年利はそれぞれ 4.1%、3.7% と高率であり、米国の貯蓄用普通預金（saving account）の平均利子にあたる 0.4%（FDIC データ、2025 年 9 月 15 日時点）を大きく上回っている。

米国財務省借入諮問委員会（TBAC）は、2025 年 4 月 30 日付の報告書にて、ステブルコインの普及により、最大で 6.6 兆ドルの銀行預金が流出（すなわちステブルコインの準備資産に変換）すると見積もっている。この見積もりに、フィンテック企業の特典による流出が織り込まれているのか否かは、定かではない。

こうした状況を受けて、複数の米銀業界団体は共同で、議会に対し、こうした「抜け穴」を塞ぐよう要請する書簡を出している（2025 年 8 月 12 日付）。この書簡は、仮に TBAC による 6.6 兆ドルの預金流出の見積もりに、フィンテック企業による特典の許容が織り込まれていないとしたら、預金流出の規模はより大きくなりうるとしている。そして、このよ

うな大規模な預金流出は、銀行による信用創造機能を損ない、経済全体に悪影響（貸出金利の上昇、信用収縮等）をもたらしうるとしている。

このフィンテック企業による特典という「抜け穴」の行方は、ステブルコインの普及にあたって重要な意味を持つだろう。というのも、フィンテック企業にとっては、高率の特典は重大なマーケティング手段である。ステブルコインの時価総額は、2025 年初頭は約 2,000 億ドルであったが、本稿執筆時点（10 月 14 日）では 3,000 億ドルを超えている（DefiLlama データ）。スタンダードチャータード銀行の見積もり（2025 年 4 月 15 日付）では、ステブルコインの時価総額は、2028 年末には 2 兆ドルに達するという。ステブルコイン市場の急激な拡大（とその見積もり）の背景には、フィンテック企業による特典の存在があるだろう。

仮にこの「抜け穴」を塞ぐとしたら、署名されたばかりの GENIUS 法の文言修正が不可欠なように思われる。もしくは、今後公表予定の、連邦規制当局による適用指針でなんらかの手当がされるのかもしれない。反対に、この「抜け穴」がこのまま容認され続けるとしたら、とりわけ米国の大手銀行グループとしては、預金流出を防ぐための一手段として、ステブルコインの発行を検討するだろう（後述「5.」参照）。

5. 米国国債への需要増加

ステブルコインの包括的な法的枠組みの整備については、すでに日本や欧州連合（EU）が施行済みであり、米国は後れを取っているといえる。それでもなお、ステブルコインの普及という観点からは、GENIUS 法の制定こそがマイルストーンとなろう。

というのも、ステブルコインの時価総額のうち、99%以上が、米ドル連動型で占められているためである（TBAC、2025 年 4 月 30 日付報告書参照）。ステブルコインの時価総額が 2028 年までに 2 兆ドルに達するという見積もりがあるのも、フィンテック企業による特典の存在に加えて、米ドルを自国通貨とする米国でようやくステブルコインの包括的な法的枠組みが整備されるという期待が作用しているものと考えられる。