

本論文は

世界経済評論 2020年9/10月号

(2020年9月発行)

掲載の記事です



世界経済評論 定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料無料

OFF

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読
期間中

デジタル版バックナンバー読み放題!!



世界経済評論 定期購読



☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp

雑誌のオンライン書店

拡大する ステーブルコインの 実態と展望



株式会社野村総合研究所上級研究員 佐藤 広大

さとう こうだい 証券会社勤務後、野村総合研究所にて金融業界調査並びに金融ITソリューション企画営業を経験。野村資本市場研究所出向を経て、現在は調査企画業務に従事。専門は内外資本市場動向、金融イノベーション、デジタルアセット。

価格変動を抑えた暗号資産を指す「ステーブルコイン」に注目が集まっている。ステーブルコイン全体の時価総額は100億ドルを超えたと見られる。中でも米ドル連動型のテザーは、裏付け資産不足等の疑念が付きまとうものの、デジタルアセット経済圏における擬似的な安定資産の役割も果たしており、時価総額は90億ドルに達している。ステーブルコイン拡大の背景や利用目的としては、価値保存手段、トレーディング、送金・決済が考えられるが、とりわけ、国際送金や、通常の商取引における決済手段としての需要の高まりに期待が寄せられる。フェイスブックの独自暗号通貨リブラ構想をきっかけに、グローバルステーブルコイン全般に対する規制対応は国際組織主導で整理されることとなった。今後の展望として、規制動向についてはAML/KYCを前提に、仕組み次第では証券業の知見も活かされるだろう。類似の取組みとしては、中央銀行デジタル通貨を巡る動きも過熱しており、デジタル通貨の覇権争いの様相も呈している。日本の視点でも、地域貿易促進のための活用可能性が注目される他、将来的にはステーブルコインの仕組みを応用することでアジア共通通貨の実現にも近づくかもしれない。そして、デジタル経済圏の媒介物としての役割では、改正金融商品取引法で新設された電子記録移転権利等に対応したDVPの手段として発展することが望まれる。

I 拡大するステーブルコイン

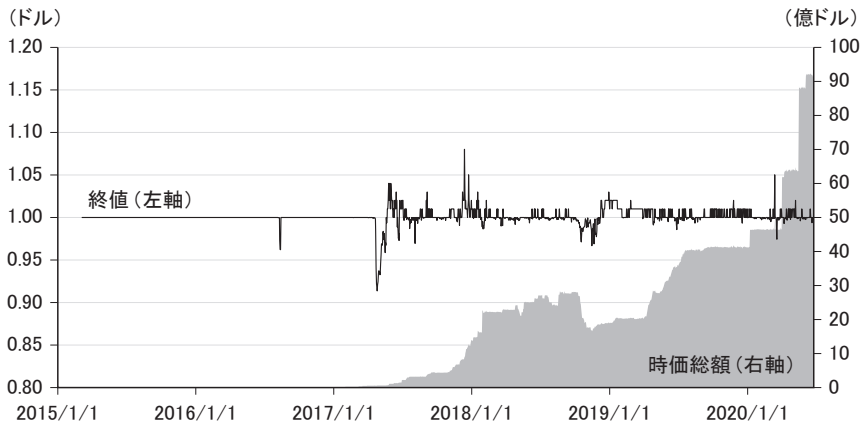
2020年に入り深刻化したコロナ禍を受けて、グローバル金融市場は世界金融危機を上回る相場急変に見舞われた。そのような環境下で密かに注目を集めているのが、価格変動を抑えた暗号資産（仮想通貨）を指す、「ステーブルコイン」への資金の集まりと取引の活性化である。

ビットコイン（Bitcoin, BTC）に代表される多くの暗号資産は、法定通貨換算で見た際の

価格変動が大きく、投機目的の場合はさておき、商取引における決済局面などの実用上は不便な側面がある。解決策として、中核インフラの堅牢性が高く、取引履歴の可視化や、仲介なしに当事者同士で直接送受信も可能という、ブロックチェーンを用いて発行される暗号資産の利点は維持したまま、価格の安定化を求める潜在的な需要が、ステーブルコインの下支えになっている。

ステーブルコイン全体の時価総額は、コインマーケットキャップ社のデータに基づくと

図1 USDTの対ドル価格と時価総額の日次推移



(出所) コインマーケットキャップより筆者作成

2020年5月時点で100億ドルを超えたと見られる¹⁾。中でも、米ドルとの1対1の連動(ペッグ)を謳うテザー(Tether, USDT)は、同年6月に時価総額が90億ドルに達している(図表1)。暗号資産全体で見ても、テザーはBTCやイーサ(Ether, ETH)に次ぐ規模となっている。ブロックチェーン上でのUSDTの取引処理は2019年全体で約2,120億ドル相当に達したと見られる他、ブロックチェーン処理履歴可視化サイトのイーサスキャンに基づくと、2020年6月23日には、1日で約32.3万件、約19.1億ドル相当を記録するなど、ドル換算の取引代金ベースではすでにBTCを超えている可能性すらある。

II 黎明期のステーブルコイン

ステーブルコインの歴史を振り返ると、2014年に取引が始まったビットシェアーズ(BitShares, BitUSD)やニュービット(NuBits, USNBT)が最初期の取組みと見られる。

ビットシェアーズは、BTC等との交換で入

手できる独自暗号資産BTSと引き換えに、ドルと連動するよう企図されたステーブルコインであるBitUSDが都度発行される設計となっている。その際、BitUSD発行額に対して200%相当のBTSが裏付けとしてブロックチェーン上にロックされるが、担保価値がドル換算で150%以下に下がると自動的にBTSがBitUSDの買い戻しに利用されて、BitUSDの安定性が維持される仕掛けである。BitUSDは「暗号資産担保型」ステーブルコインの先駆者と言え、2018年1月には時価総額は3,000万ドルに到達していた。しかし、実際にはBitUSD自体をドルに連動させるための直接的なメカニズムは存在せず、取引者の心理で成り立っていたため、担保資産となるBTSが不足していたことを背景に、2018年11月以来、BitUSDの取引価格は1ドルを数十%下回る状況が現在まで続いており、流動性も枯渇している²⁾。

他方、ニュービットは、ネットワークを支えるために、独自暗号資産ニューシェアーズ(NuShares, NSR)の所有者が投票によりUSNBTの発行量などを制御できる仕組みを取

り入れた。このような仕組みは「アルゴリズム型」ステーブルコインと分類されるが、他に「無担保型」と呼ばれることもある。また、ニュービッツでいうところのNSRは、あたかも通貨発行益（シニョリッジ）の分配権利のように機能することが期待されるため、このような仕組みを組み込んだステーブルコインは「シニョリッジ・シェア型」と表されることもある。実運用では、BTC相場の急変を背景としたUSNBTに対する需給の急激な変化には対応できず、2016年6月～9月にかけて価格が1ドルを数十%下回る事態も生じた。その後は持ち直し、2018年1月に時価総額は1,500万ドルに達していたものの、再びドルから乖離し、流動性が完全に崩壊した。

このように、黎明期のステーブルコインは既存金融システムから着想を得て、テクノロジー主導で実現することを試みたが、実運用では価格安定化メカニズムが不十分だったことが露呈し、実験的な取り組みに終わっている。

Ⅲ ステーブルコインの増加とテザーの台頭

1. 様々な種類のステーブルコイン

先行事例も参考に、その後は趣向を凝らした様々なステーブルコインが誕生している。コンセンシス社の分析によると、2017年から2019年にかけて200種類超のステーブルコイン計画が発表されたが、実際に発行に至ったのは3割ほどである。

時価総額が1億ドルを超えるステーブルコインは7種類挙げられ、いずれも米ドルと1対1で連動するよう設計されている（図表2）。

USDCは発行額の100%が米ドルで裏付けられる仕組みであり、月末時点で預金保険対象金融機関のカストディ口座残高がUSDC発行額の100%以上となっている旨、大手監査法人グラントソントンの監査結果を毎月公表している。USDCは、ニューヨーク州金融サービス局（NYDFS）から暗号資産事業の認可であるビットライセンスを付与されているサークル社

図表2 主なステーブルコイン一覧

名称 (ティックャー)	取引 開始年	時価総額 (ドル)	増加率 (年初来)	担保資産	発行元
Tether (USDT)	2015	92.15 億	+124.37%	法定通貨	Tether 社が発行
USD Coin (USDC)	2018	9.28 億	+79.65%	法定通貨	Circle 社と Coinbase 社の主導で設立されたコンソーシアムの CENTRE が発行
Paxos Standard (PAX)	2018	2.45 億	+9.50%	法定通貨	Paxos (旧 itBit) 社が発行
Binance USD (BUSD)	2019	1.66 億	+874.22%	法定通貨	Binance 社と Paxos 社が共同で発行
TrueUSD (TUSD)	2018	1.44 億	-6.01%	法定通貨	TrustToken 社が発行
Multi-Collateral Dai (DAI)	2019	1.28 億	N/A	暗号資産	Maker 財団が運営するコミュニティ MakerDAO を通して発行
HUSD (HUSD)	2019	1.18 億	N/A	法定通貨	Stable Universal 社が発行

(注) DAI は仕様変更、HUSD は休止中のため、年初データ無し

(出所) コインマーケットキャップに基づき筆者作成 (2020年6月23日時点)

とコインベース社が主導して設立されたコンソーシアムを通じて発行される。監査体制による透明性も強みに、USDCは発行開始から約18カ月で時価総額が9億ドルに達している。

他方、PAXとBUSDは、NYDFSから信託会社として認可されているパクス・トラスト・カンパニー社が発行に携わっており、両方とも、NYDFSからステーブルコインとしての認可を受けているのに加えて、監査法人による監査を受けた残高情報を毎月公開している³⁾。

暗号資産を担保とするタイプではDAIが注目されるが、2020年3月にDAIの主要な担保資産であるETHの価格が短時間で急落したことをきっかけに、内部ネットワークの逼迫や処理遅延等が発生した。このとき、外部の暗号資産交換所ではDAIの供給が不足し、結果として対ドル価格が一時は上方に10%以上乖離した。その後、USDCを担保資産対象に追加するなどの措置が取られ、ドル連動は回復したものの、純粋な暗号資産担保型ステーブルコインの不安定さが改めて浮き彫りとなった。

2. 拡大するテザーとその問題点

現在、ステーブルコインの中でも特に時価総額が大きいのはドル連動型のUSDTである。なお、規模は小さいが、テザー社はユーロ、人民元、金価格に連動するステーブルコインも発行している。

5年間に渡り拡大し続けてきたUSDTだが、これまで、2017年に発生したハッキングによる約3,100万ドル相当のUSDT流出騒動など、様々な問題や疑惑に直面してきた。とりわけ、論争が続いているのは以下の点である。

(1) USDTは本当に100%裏付けされているのか

第一に、裏付け資産が不足しているという疑惑である。

USDTは、香港ドル等が採用している為替政策であるカレンシーボード制を擬した仕組みになっている。カレンシーボード制とは、固定相場制のうちハードペッグを実現する方式の一つであり、米ドルと連動する香港ドルを例とすると、マネタリーベース(M0)が香港金融管理局の保有する米ドル建て外貨準備と等しいことが前提となる⁴⁾。USDTも同様に、常に100%の法定通貨等で裏付けされ、いつでもテザー社によって1USDTは1ドルに値付けされていると謳われてきた。そのため、USDTは、ドルの準備金を担保資産として発行されたデジタルIOU(借用証書)と表現することもできよう。しかし、裏付けの証拠となる情報開示が不十分であると見做され続けてきたのが実情である。

まず、テザー社のウェブサイトによると同社は香港の法人とされており、当初は台湾の監査法人により裏付け資産が継続的に監査されていると表明していたが、2017年4月18日に同社のメインバンクであった台湾の銀行と、中継銀行となるウェルズ・ファーゴ等の米銀の間で国際送金が停止されて以降、透明性向上のために米国の監査法人フリードマンLLPによる監査を行うとした。国際送金網からの遮断措置が影響して、同年4月から5月にかけて、USDTは一時ドル価格に対して上下に10%程度乖離する乱高下が発生した。その後、フリードマン名義のメモを公表し、十分な裏付け資産を有することを示そうとしたが、監査法人自体は情報の正しさを保証するわけではないと記されており、疑念を払拭するには至らなかった。続い

て、裏付け資産に関する法律事務所の調査レポートや、パハマの銀行名義の口座残高も開示されたが、いずれも、正式な監査結果ではないことに加えて、継続性も欠けた簡素な調査結果であることから、疑いは晴れなかった。

2019年4月30日に、後述のニューヨーク州司法長官による訴追対応の一環で開示された資料にて、現金等で裏付けられている割合はUSDT発行額の約74%に留まり、残りは低流動性資産であることが判明し、論争の的となった。同資料では、裏付けが100%ではないことを正当化するため、一般に部分準備銀行制度(Fractional reserve banking)の下では、商業銀行においても、負債計上される顧客預金の10%相当分しか現金を保有しておらず、残りは投資に充てられるものと釈明されていた。

透明性向上策として、公式ウェブサイトの「Transparency」ページでは簡易的な貸借対照表が公開されており、USDTの取引処理が記録されている各ブロックチェーンのデータ閲覧サイトへのリンクも記されている。同ページは最低1日1回更新されると謳われているものの、監査法人名や、裏付け資産の管理方法など、ページ上の情報の正しさを保証する材料は見当たらない。

(2) USDTはBTC価格急騰時の相場操縦に使われていないか

第二に、暗号資産交換所ビットフィネックスと結託したBTC相場操縦の疑惑である。ビットフィネックスはUSDT取引を提供してきた主な事業者の一つであり、米商品先物取引委員会(CFTC)の書面によると、香港に本拠地を置き、英領ヴァージン諸島に法人登記されている。

調査コミュニティ1000xグループ向けの匿名レポートでは、2017年4月から2018年1月の分析対象期間において、BTC相場が停滞しているタイミングを狙って新規発行されたUSDTが、ビットフィネックスのウォレットに流入した直後にBTC価格の上昇が発生していたと結論付けた。レポートでは、USDT発行は同期間のBTC価格急騰を人工的に引き起こし、USDT自体も自力成長というよりはこの発行プロセスを通して拡大していったという見解が示された。

同様に、テキサス大学教授他による2018年6月25日発表の論文では、2017年のBTC価格急騰は、現金決済の投資家による需要主導の動きというよりも、裏付けが無いまま発行されたUSDTでのBTC購入が引き起こした、供給主導の動きであるという仮説を支持するものだったと論じた。

度々浮上していた疑惑を調査するため、CFTCは2017年12月にビットフィネックス社とテザー社に対して召喚状を送付したとも報道された。両社は、別組織であり関係が無いことを主張していたが、実際には経営陣は同一であった。2018年5月以降、米司法省もCFTCと連係して、トレーダーや関係者による不正行為がなかったか捜査を開始したことも報じられた。さらに、2019年4月には、ニューヨーク州司法長官が、USDTの担保資産を不正流用した疑いでビットフィネックス並びにテザー両社の運営会社を訴追した。係争は続いており、両社に対しては複数の集団訴訟も起きているが、根拠のない陰謀論だとしてテザー社は相場操縦疑惑を否定し続けている。

もっとも、研究者の間でも見解は分かれており、カリフォルニア大学バークレー校のリヨン

ズ氏他が2020年4月17日に公表した分析では、USDTの発行がBTC相場操縦に用いられた証拠は見つけられなかったと結論付けた。USDT発行を促す要因としては、発行後のセカンダリー市場における価格乖離に対する裁定取引（アービトラージ）の動機や、デジタルアセット経済圏における安定資産としての役割の方が、仮説として有力であると論じた。

IV ステ이블コイン拡大の背景や 利用目的

USDTへの疑念は残るものの、近年、ステーブルコインの発行・取引は拡大し、資金も集まっていると見られる。その背景や利用目的については、複数の仮説が考えられる。

1. 価値保存

まず、比較的時間軸の長い保有を伴う、価値保存の手段としての利用が挙げられる。

これまで、BTC等の暗号資産の取引価格は、伝統的金融資産クラスである上場株式との間では長らくほぼ無相関であった。そのため、BTC等をポートフォリオに組み込むことで、理論上は分散効果もあり得た。しかし、2020年3月の金融市場暴落以降は正の相関が現れており、ヘッジ目的で暗号資産を保有しておく意味合いは一時的に薄れている。他方、金融市場全体で、リスク回避のため安全資産の米ドルに逃避する動きが見られ、コロナ禍以前から続いていたドル資金需要逼迫が加速した。その一環で、米ドル連動型ステーブルコインの需要も高まった可能性がある。The Blockの分析によると、ステーブルコイン全体の時価総額は2020年2月時点では約57億ドルだったのが、その

後の4カ月間で約110億ドルまで急増した。この増加は新規資金流入によるものか、暗号資産クラス内の既存資金流入によるものかは定かでないが、上述の相関関係の変化に鑑みると、後者も一定程度はあると推察される。

一般にステーブルコインの保有者に対して直接的に利子が付与されることはないため、その点では長期保有する魅力は落ちるが、低金利環境下ではそのデメリットも薄まる。直近数年間の米国債10年物利回りは、2018年には一時3%台まで上昇したこともあったが、それ以降は1%~2%台の水準まで下がっている。むしろ、2019年10月にはコインベース社を通してUSDCを保有した顧客には年率1.25%の利子が付与されるキャンペーンが始まり、長期保有の魅力が高まった（ただし、2020年6月には年率0.15%に引き下げられた）。

また、USDT等のステーブルコインを含む暗号資産を担保として預入または貸出することで、資金の貸付を受けられたり、利回りを得られることを謳うサービスも存在し、ステーブルコイン保有者の選択肢は広がっている。

その他、厳格な資本規制が導入されている国では外貨両替としてのドル購入が制限されるため、USDT等を保有することで、擬似的にポートフォリオにドル資産を組み込む効果が期待されているとも考えられる。ブロックチェーン分析企業チェイナリシス社によると、特に中国では、2017年に人民元と暗号資産の交換も禁止されたため、それ以降はBTC等の暗号資産取引においてUSDTが実質的に基軸通貨の位置づけになっていると分析されている。ただし、取引所型交換所を介さない、相対取引（OTC）方式の仲介業者の活用も盛況であると示唆されており、正確な実態把握は困難である。

2. トレーディング

次に、比較的時軸の短い保有を伴う、他の暗号資産との交換を前提としたトレーディング目的での利用も挙げられる。例えば、暗号資産同士をトレーディングするプレイヤーが、一時的に資産を退避あるいは待機させる目的でステーブルコインを用いることが考えられる。

海外の暗号資産交換所では、規制上の理由で法定通貨を使った取引や預入は提供せず、暗号資産同士の交換のみ提供するケースがあるが、その場合、ステーブルコインが一時的な預金口座のような機能も果たすことになる。更なるトレーディングのために別の交換所やウォレット（口座）に暗号資産を移したいときは、法定通貨での出金と再入金を経由するよりも、ステーブルコインを媒介通貨として用いた方が、手続きの所要時間や手数料を抑えられる可能性がある。

また、短期売買専門プレイヤーの存在も挙げられる。ステーブルコインは1ドル前後での価格変動時や交換所間等でのアービトラージ機会が豊富なので、自動取引も駆使した活発な取引が価格安定化にも寄与していると考えられる。実際、暗号資産分析会社フリップサイドクリプト社の分析によると USDT はいくつかの交換所とユーザーの間を往来していることから、アービトラージ目的で取引されることが多いとの見解が示された。具体的なプレイヤー属性は不明だが、一例として、2014年に暗号資産部門を設立した DRW 社を筆頭に、高速・高頻度取引（HFT）業者は挙って暗号資産取引に参入済みであると報じられており、マーケットメイク戦略を軸にステーブルコインも扱っている可能性がある。

なお、税務観点では、BTC 等暗号資産の値

上がり益を確定する際、ドルではなく、ステーブルコインを含む別の暗号資産に一旦交換しておくことで課税イベントを調整できるか否かが過去に米国で論点となっていたが、米国内国歳入庁（IRS）が2017年12月31日に施行した内国歳入法第1031条の解釈明確化により、抜け穴は塞がれている。

3. 送金・決済

イーサリアムの ERC-20 準拠型等のパブリックチェーンを用いたステーブルコインは、対応ウォレットを通して、ピア・ツー・ピア（1対1）での送受信が可能であり、BTC 等と同様に、送金目的で利用できる。ウォレット間での送金手数料は、例えば USDT の場合は無料であり、ネットワークの混雑状況に応じて数十分以内に完了すると見込まれる。所要時間を短縮したい場合にはブロックチェーン上での手数料を追加する選択肢もある。また、テザー社では、USDT と法定通貨を交換するための入出金には現状 0.1% の手数料を徴収している。

ブロックチェーンの仕組み上、技術的には24時間365日、インターネットに接続できれば世界中のどこからでも送受信が可能となる。ただし、暗号資産交換所を利用する際や、法定通貨での入出金では、各国金融当局の規制下に置かれ、本人確認等の手続きが発生する。なお、テザー社の場合は米国人の同社サービス利用を禁じている。

法規制整備は課題だが、国際送金などの場面で、ステーブルコインは上手に活用すれば既存金融インフラを使った場合よりも早く、低コストで処理できる可能性はある。実際、欧州の小規模な銀行が顧客向けに USDC の取引ならびに保管サービスを開始し、ドル建て国際送金の

処理時間がSWIFTを使う場合よりも大幅短縮できたと主張しているケースもある。

また、ステーブルコインは、コロナ禍の影響もあり、通常の商取引における決済手段としての需要も増加していると思われる。USDC発行に携わるサークル社 CEO のジェレミー・アレル氏によると、電子商取引やインターネット関連等の多様な企業がUSDCのサービスを新規導入しており、特にアジア市場に関与する中小企業からの需要が増加しているとされる。USDCを使ってビジネスを行う顧客のために同社が2020年3月から提供している法人口座サービスは、顧客数が急増しているだけでなく、2/3以上は暗号資産業界以外の企業だとされている。

V フェイスブックのリブラ構想とグローバル規制論議

USDTなどのステーブルコインは規模や種類が増加するに従い注目は増していったが、どちらかというとブロックチェーンや暗号資産の業界内に閉じた話題であった。ところが、2019年6月にフェイスブックが独自グローバル暗号通貨「リブラ (Libra)」の構想を発表したことで、ステーブルコインという概念が広く知れ渡ることとなった。リブラは、伝統的銀行サービスにアクセスできない世界17億人を念頭に、金融包摂促進を掲げたグローバルなステーブルコイン構想であり、大きな特徴としては、①ブロックチェーンを基盤とすること、②法定通貨建て資産のリザーブ(準備金)を裏付けとすること、③リブラ協会により運営されることが挙げられる。当初構想ではリザーブは流動性の高い複数の通貨建て資産バスケットと想定されて

おり、独デア・シュピーゲル誌は、米ドル50%、ユーロ18%、日本円14%、英ポンド11%、シンガポールドル7%の割合が検討されていると報じた。リブラの価格自体もバスケットの価値と連動する仕組みとなる。

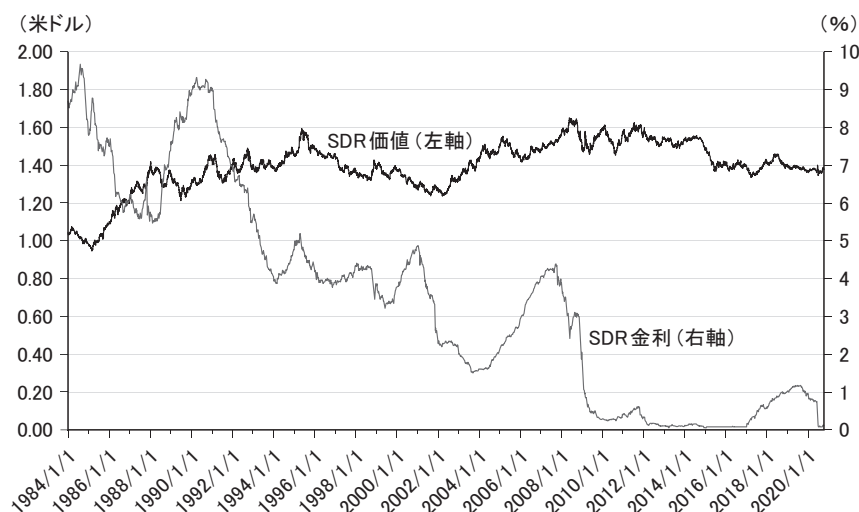
通貨バスケットに基づくという点のみに着目すると、リブラの仕組みは、国際通貨基金(IMF)が国際準備資産として導入している特別引出権(SDR)と発想は似ている。SDRの場合、現在の構成通貨内訳は、米ドル41.73%、ユーロ30.93%、人民元10.92%、日本円8.33%、英ポンド8.09%であり、加重平均で算出されるSDR金利には0.05%の下限が設けられている。ISDRのバスケット価値は2020年6月26日時点で約1.37ドルだが、構造上、ドル換算価値はある程度変動する。また、SDR金利は下限近辺まで下落しているが、リブラ構想発表当時は約1%であった(図表3)。

現在、フェイスブックのユーザーは約26億人とされるが、そのうち10%が1人1,000ドル相当をリブラに換金すると仮定すると、ドルやユーロなどの流動資産2,600億ドル相当がリザーブに吸い上げられることになる。そして、通貨バスケットの金利を仮に1%と置くと、言わばシニョリッジとして、年間26億ドル相当の巨額の利息が見込まれる計算となる。

巨大テクノロジー企業のネットワーク効果が発揮されると、既存金融システムに影響を与え、水準まで急成長しかねないことや、フェイスブックの顧客データ管理姿勢への懸念も重なり、リブラ構想に対しては、米議会や各国金融当局から厳しい見方が寄せられ、規制上のすべての懸念が解消されるまではローンチしないことが求められた。

野心的なリブラ構想の潜在的リスクを巡る論

図3 SDRの価値と金利



(注) SDR 価値は日次、SDR 金利は週次
(出所) IMF より筆者作成

議が沸き起こる中、グローバルステーブルコイン全般に対する規制対応は G20 財務大臣・中央銀行総裁会議の議題となり、金融安定理事会 (FSB) 等の国際組織主導で整理されることとなった。FSB は 2020 年 7 月に論点提示の最終報告書を提出し、10 月には、より広いテーマであるクロスボーダー送金の改善に向けたロードマップも作成する予定である。

進行する規制論議に歩み寄るように、リブラ協会では 2020 年 4 月に当初構想の修正案を公表している。一例として、リブラの規模が拡大していくと通貨主権や金融政策を阻害しかねないという懸念を受けて、リブラは法定通貨と競合するものではないことを明確にするため、複数の単一通貨型ステーブルコインを導入し、当初のバスケット型リブラは、それらをデジタル合成したマルチ通貨コインと位置づける方針を示している。

VI ステーブルコインの展望

最後に、ステーブルコインの展望を巡る論点を挙げたい。

1. 規制動向の行方

国際規制については前述の通り 2020 年後半にかけて精査が進むと見られる。鍵となるのは、既存金融規制におけるステーブルコインの分類や位置づけの整理である。特に、FSB は関連当局として証券監督者国際機構 (IOSCO) も挙げていることから、複数資産のバスケット型や、担保資産価格への緩やかな連動 (ソフトペッグ) を伴うような仕組みでは、証券業の知見も活かされよう。また、分類に関わらず、マネーロンダリング対策 (AML) と本人確認 (KYC) の遵守は大前提となるので、口座開設や取引の際に適切かつ効率的に手続きできるよう、デジタルな仕組みの発展が期待される。

なお、日本では、資金決済法上の定義に基づく「通貨建資産」は暗号資産に該当しないと整理され得るが、グローバルの議論動向を注視しつつ、国内での取組み事例が現れてくる中で、環境整備が進むことに期待したい。

2. 類似する取組みとの競争促進

金融包摂を主眼に置くリブラの対抗馬としては、グーグルやゲイツ財団が参加するモジュラープや、著名暗号資産関係者が集うセロが挙げられる。また、JP モルガン・チェース等の既存大手銀行も、法人決済分野を中心に、ステーブルコイン活用に向けた研究や実証実験を進めている。さらに、中央銀行が自ら発行する中央銀行デジタル通貨（CBDC）を巡る動きも、中国を筆頭に過熱しており、デジタル通貨の覇権争いの様相も呈している。日本を含む各国における既存の送金・決済インフラの高度化や刷新論議と併せて、行方が注目される。

3. 利用用途の具体化

日本の視点でも、国際送金や貿易決済でのステーブルコイン活用可能性は注目される。2020年5月、著名VCセコイア・キャピタル・チャイナ創業者のニール・シェン氏は、中国政府の会議にて、人民元、日本円、韓国ウォン、香港ドルで構成される、貿易決済向けのアジア四大通貨バスケット型ステーブルコインを提案したと報じられた。現在開発が進んでいる中国版CBDCであるデジタル人民元（DC/EP）が今後発行されたら、同ステーブルコインとシームレスに結びつけることも想定されている。デジタル技術を駆使することで、合成バスケットを安全に管理し、地域貿易促進に繋げることが狙いと見られる。

ユーロの前身である欧州通貨単位（ECU）と類似するものとして、アジア開発銀行（ADB）提唱のアジア通貨単位（ACU）の構想も以前から存在するが、将来的には、ステーブルコインの仕組みを応用することで、ACUの先にあるアジア共通通貨の実現が近づくかもしれない。

最後に、デジタル経済圏における媒介物としても期待が集まる。とりわけ日本で注目されるのは、ブロックチェーン上で有価証券として発行される電子的な証券（トークン）を指す、「セキュリティトークン」への利活用である。関連規制として、2020年5月1日施行の改正金融商品取引法にて、「電子記録移転権利」という定義が新設された。ステーブルコインやCBDCは、電子記録移転権利等に対応したDVP（Delivery Versus Payment）を提供する低コストで効率的な手段として発展することが望まれる。

ステーブルコインが今後どのような進展を遂げるのかは未知数だが、様々な金融・経済的なアイデアが、デジタル技術により健全な形で実現していくことに期待したい。

【注】

- 1) コインマーケットキャップは世界中の暗号資産交換所からAPI経由で得られるデータを集計している民間の情報サイトであり、仮想通貨・馴合売買（wash trade）の影響等を受ける可能性がある。加えて、交換所を介さず当事者同士がブロックチェーン上で直接送受信するP2P取引は基本的に反映されないこととなる。
- 2) ビットシェアーズでは、ドル連動型のBitUSDのみならず、ユーロ連動型のBitEUR、人民元連動型のBitCNY、金価格連動型のBitGOLDなども発行されたが、いずれも実験的な取り組みに留まっている。
- 3) NYDFSからこれまでに認可を受けたステーブルコインは、PAX、BUSDの他に、Paxos社が発行する、金価格と連動したPAX Gold（PAXG）と、Paxos同様にNYDFSから信託会社として認可されているGemini Trust Company社が発行

する、ドル価格連動の Gemini Dollar (GUSD) が挙げられる。
 4) 香港のカレンシーボード制の場合、厳密にはマネタリーベースの裏付け率 (Backing ratio) が 105%~112.5% の範囲内で維持される取り決めとなっている。2019 年の実績値としては 109.9%~112.1% の範囲におさまっていた。

【参考文献】

Bank Frick, "Bank Frick adds first stablecoin to its range of tradable and custodial crypto assets with USDC," May 26, 2020.
 BitMEX, "A Brief History of Stablecoins," July 2, 2018.
 BitShares, "A Peer-to-Peer Polymorphic Digital Asset Exchange," 2013.
 CFTC, "Order: BFXNA Inc. d/b/a Bitfinex," CFTC Docket No. 16-19, June 2, 2016.
 Chainalysis, "APAC Report Preview: Why Tether Dominates in

China," October 15, 2019.
 ConsenSys, "The State of Stablecoins 2019," August 16, 2019.
 IRS, "Like-Kind Exchanges - Real Estate Tax Tips," Page Last Reviewed or Updated: May 22, 2020.
 John M. Griffin, Amin Shams, "Is Bitcoin Really Un-Tethered?" June 25, 2018.
 NuBits, "Whitepaper: Nu," September 23, 2014.
 Richard K Lyons, Ganesh Viswanath-Natraj, "Stable coins don't inflate crypto markets," April 17, 2020.
 Supreme Court of the State of New York, Index No. 450545/2019, April 30, 2019.
 1000x Group, "Quantifying the Effect of Tether," January 24, 2018.
 佐藤広大「グローバルで進展するステーブルコイン規制論議」
 NRI 金融 IT フォーカス 2020 年 2 月号

季刊「国際貿易と投資」のご紹介

季刊「国際貿易と投資」は、(一財)国際貿易投資研究所が設立以来、発行している研究季刊誌です。2001年8月刊(第49号)以降の掲載している論文等を、ホームページ上に全文を掲載しています。http://www.iti.or.jp/
 特集テーマの論文のほかに、幅広いテーマを取り上げています。サイトの中に検索エンジンがありますので、ご関心にあった論文等をご利用いただけます。

号	発行年	特集テーマ
No.120	2020年 6月	「コロナ禍と中国依存」
119	3月	「地盤低下する欧州」
118	2019年 12月	「曲がり角のグローバリゼーション～米国のパラダイムシフト、中国の歴史的な高揚感～」
117	9月	「米中貿易戦争とサプライチェーン」
116	6月	「一帯一路の近未来」
115	3月	「日本の FTA と貿易・投資」
114	2018年 12月	「『米国第一主義』の正体」
113	9月	「英離脱後の EU の行方を探る」
112	6月	「ASEAN の貿易と投資～現状と展望～」
111	3月	「日中韓台の経済相互依存関係の変容」
110	2017年 12月	「一帯一路、国際産能合作とアジア～中国企業のアジア進出～」
109	9月	「ドイツ化する欧州、欧州統合の再構築」
108	6月	「トランプ政権の通商政策とその影響」
107	3月	「国家、産業・企業の競争力」
106	2016年 12月	「世界経済のリスクとチャンス」
105	9月	「グローバリゼーションと反グローバリズム」
104	6月	「日本を巡る FTA と日本経済の長期展望」
103	3月	「メコンはチャイナ+1、タイ+1 の機会を生かせるか」
102	2015年 12月	「世界貿易はどう変わるか」
101	9月	「日本の貿易・直接投資、回顧と展望 (続)」
100	6月	「日本の貿易・直接投資、回顧と展望」
100号記念増刊号	10月	「変革を待つ WTO, 拡大深化する FTA」

一般財団法人 国際貿易投資研究所 (ITI)

〒104-0045 東京都中央区築地1丁目4番5号 第37興和ビル3階

TEL : 03(5148)2601 / FAX : 03(5148)2677

E-Mail : jimukyoku@iti.or.jp / URL : http://www.iti.or.jp/