

金融資本市場の力で、世界と共に挑戦し、
豊かな社会を実現する
We aspire to create a better world by
harnessing the power of financial markets

日本における暗号資産を巡る状況

野村資本市場研究所

神山 哲也

2025年6月7日



STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL

NOMURA INSTITUTE OF CAPITAL MARKETS RESEARCH

はじめに: 広義「暗号資産」のマッピング

中央銀行デジタル通貨

規制上低リスク
資産と位置付け

バーゼル規制における暗号資産規制の枠組み

■ グループ1資産

- グループ1a: トークン化された伝統的資産
- グループ1b: 伝統的資産にその価値をリンクさせる安定化メカニズムを有するもの

証券トークン

■ グループ2資産

- グループ2a: ヘッジ認識基準を満たす暗号資産
- グループ2b: グループ2a以外の暗号資産

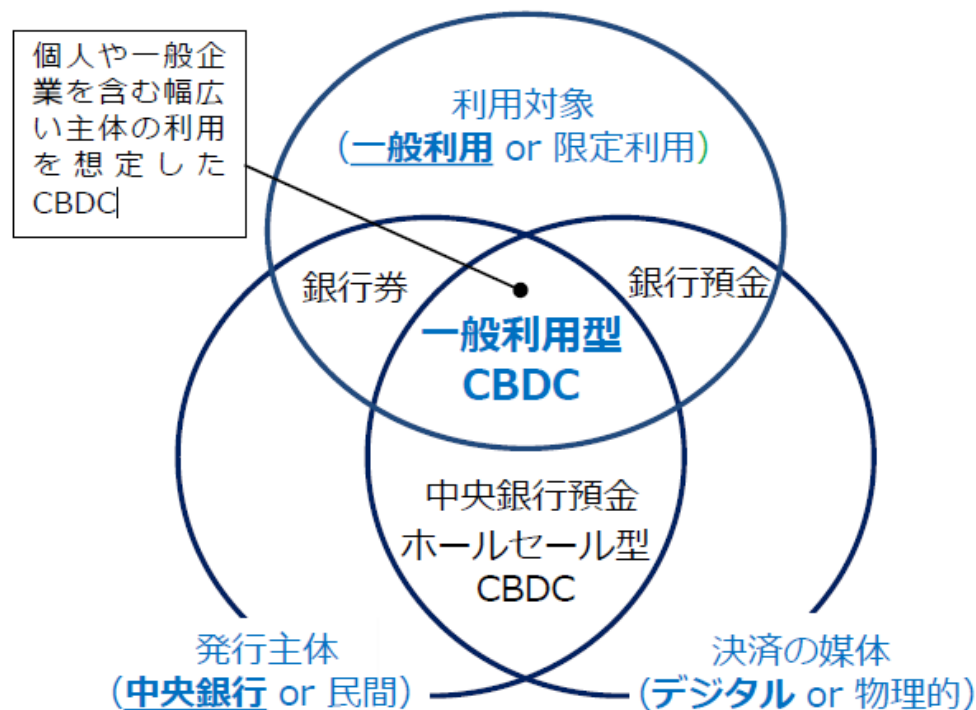
ステーブルコイン

ビットコイン、イーサ
などの狭義「暗号資産」規制上高リスク
資産と位置付け

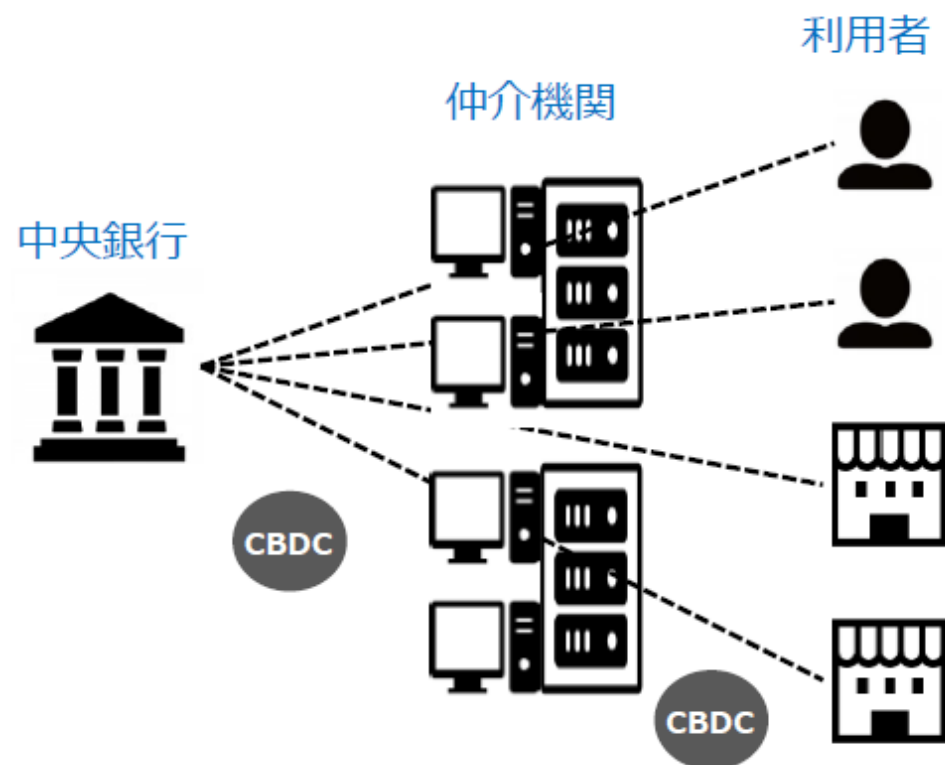
CBDC: 日本銀行における検討状況

- 一般利用型CBDCに期待される役割・機能: 現金と並ぶ決済手段の導入、民間決済サービスのサポート、デジタル社会にふさわしい決済システムの構築
- 考慮ポイント: 物価安定や経済システム安定との関係、イノベーション促進、プライバシー確保と利用者情報の取扱い、クロスボーダー決済との関係
- 概念実証フェーズ1・2、パイロット実験を行いつつ、BISやECB等とも共同プロジェクトを実施。日本銀行が事務局を務めるCBDCフォーラム等で検討

通貨の分類



一般利用型CBDCの場合は「間接型」の発行形態



CBDC:世界各国における状況

■ 米国:トランプ政権の現在の方針は導入しないこと

- デジタル金融技術における米国のリーダーシップ強化に関する大統領令（1月23日）
- 政府機関に対してCBDC創出に係る計画やイニシアチブの停止・禁止を要請
- 他方、ステーブルコイン、ビットコイン等の暗号資産については促進する方向性。ステーブルコインについては議会で法案審議。暗号資産については、銀行監督当局が従来の制限的な方針を修正・撤回

■ EU:導入に前向き

- 2023年6月にデジタルユーロを巡る法案パッケージ策定、2023年11月より準備フェーズに入り、2025年10月に終了予定
- 保有上限設定、付利なし、決済サービスプロバイダー（PSP）による間接型を想定
- 欧州の市民・企業・銀行の利便性向上に加え、米国の決済機能への依存が高まる中、リテール決済を巡る主権を取り戻す狙いも

■ 英国:EUの動向を見据えつつ導入を検討

- BOEは最短で2020年代後半にデジタルポンドを導入する可能性があるとは指摘
- 保有上限設定、付利なし、間接型など、タイミングに加え内容もEUを意識したもの

■ インド:試験導入、利用は低迷

- RBIが2022年11月にホールセール向けに、同年12月にリテール向けに、デジタルルピーの試験発行を開始
- 現金の発行・利用のコスト低下、不正行為の検知、金融包摂等を狙いとして導入
- 現在15行がリテール向けデジタルウォレットを提供。1日100万件の利用目標も、2024年央時点では1/10の水準

ステーブルコイン: 法律上の位置づけ

- 2023年6月施行の改正により、デジタルマネー類似のステーブルコインについては、資金決済に関する法律において「電子決済手段等」として規制。暗号資産、トークン化証券の決済等に使用されることが考えられている
- TetherやUSD Coin、Binance USDと比べると、日本における円建てステーブルコインの発行は僅少な水準に留まっている
- なお、米国では、トランプ政権の暗号資産促進の方針の下、上下両院でステーブルコインに関する法案が審議されている

資金決済に関する法律（2023年6月施行の改正）

法定通貨の価値と連動した価格で発行され、
発行価格と同額で償還を約束するもの

電子決済手段等（送金・決済の手段）として規律

発行

銀行（今後制度整備）

1号電子決済手段

不特定者の使用
・売買が可能

資金移動業者

特定信託会社

3号電子決済手段

信託受益権

仲介

電子決済手段等取引業者

広義ステーブルコイン

預金型

銀行預金の
トークン化

前払型

資金決済法の
前払式支払手段

ビットコインやイーサ等、
いわゆる暗号資産については、
金融商品取引法の枠組みで
規制することを検討（次頁）

暗号資産：法律上の位置づけを巡る議論

- 金融庁は2025年4月、「暗号資産に関連する制度のあり方等の検証」と題するディスカッション・ペーパーを公表
- ビットコインやイーサ等の暗号資産について、金融商品として金融商品取引法における位置づけの明確化を含め検討

金融庁ディスカッション・ペーパーにおける暗号資産の位置づけ

	分類（性質面）	見直しの必要性（実態面）
類型①	資金調達の手段として発行され、その調達資金がプロジェクト・イベント・コミュニティ活動等に利用されるもの（例：一部のユーティリティ・トークン）	調達資金の利用目的や調達資金を充てて行うプロジェクト等の内容について、暗号資産の保有者（利用者）との情報の非対称性等を解消する必要性が高いのではないか
類型②	類型①に該当しないもの（例： <u>ビットコインやイーサのほか、いわゆるミームコイン等を含む。</u> ）	実態としてビットコイン等は流通量が多く、利用者が安心して暗号資産の取引できるよう適切な規範を適用するなどの環境整備を行っていくことが重要ではないか また、いわゆるミームコインを対象としたり、ビットコイン投資等を名目とする詐欺的な勧誘等による利用者被害も多く生じており、ビットコイン等に限らず、広く規制対象として利用者保護を図る必要性が高いのではないか

留意点：いわゆるステーブルコイン（デジタルマネー類似型）は、法定通貨の価値と連動した価格で発行され、発行価格と同額で償還を約するもの（及びこれに準ずるもの）であり、広く送金・決済手段として用いられる可能性がある一方、投資対象として取引されることは現時点において想定しにくいため、規制見直しの対象とする必要性は乏しいのではないかと。

暗号資産：機関投資家、個人投資家の投資需要

- 機関投資家のうち、「暗号資産への直接投資」という回答率は31%であったが、「上場投資信託（ETF／JDR等）」を用いた暗号資産投資への関心は53%と過半数を超過
- 個人投資家では、投資を望む母集団の中では、現物よりも投信・ETFを通じた投資を求める声が多数派に
- 米国で暗号資産現物ETFがSECにより承認され、市場が拡大する中、日本においても暗号資産ETFの議論が開始

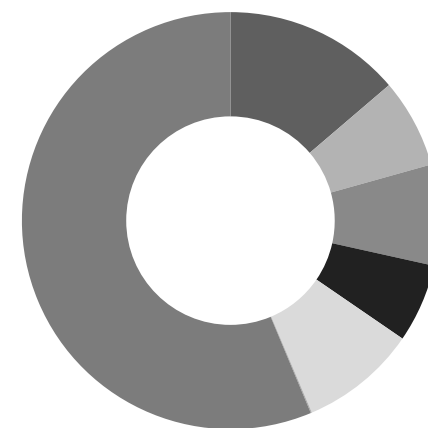
機関投資家の暗号資産投資ニーズ

- 上場投資信託（ETF／JDR等）
- 投資信託（公募型）
- 暗号資産への直接投資
- 投資信託（私募型）



個人投資家の暗号資産関連金融商品への関心

- 国内投資信託
- 国内ETF（ETN）
- 海外投資信託
- 海外ETF（ETN）
- 現物暗号資産
- その他
- 暗号資産関連の投資をするつもりはない



証券トークン: 金商法における位置づけ

- 2020年5月施行の改正金融商品取引法において、トークン化証券が法規制上、明確な位置づけを与えられた。

電信記録移転有価証券表示権利等

トークン化有価証券	電子記録移転権利	適用除外 電子記録移転権利
株式、社債、投資信託 など	集団投資スキーム持分、信託受益権 など	電子記録移転権利のうち、流通性等を勘案し、取得者制限や譲渡制限を行っている権利
第一項有価証券	第二項有価証券をトークン化→第一項有価証券として規制	第二項有価証券として規制

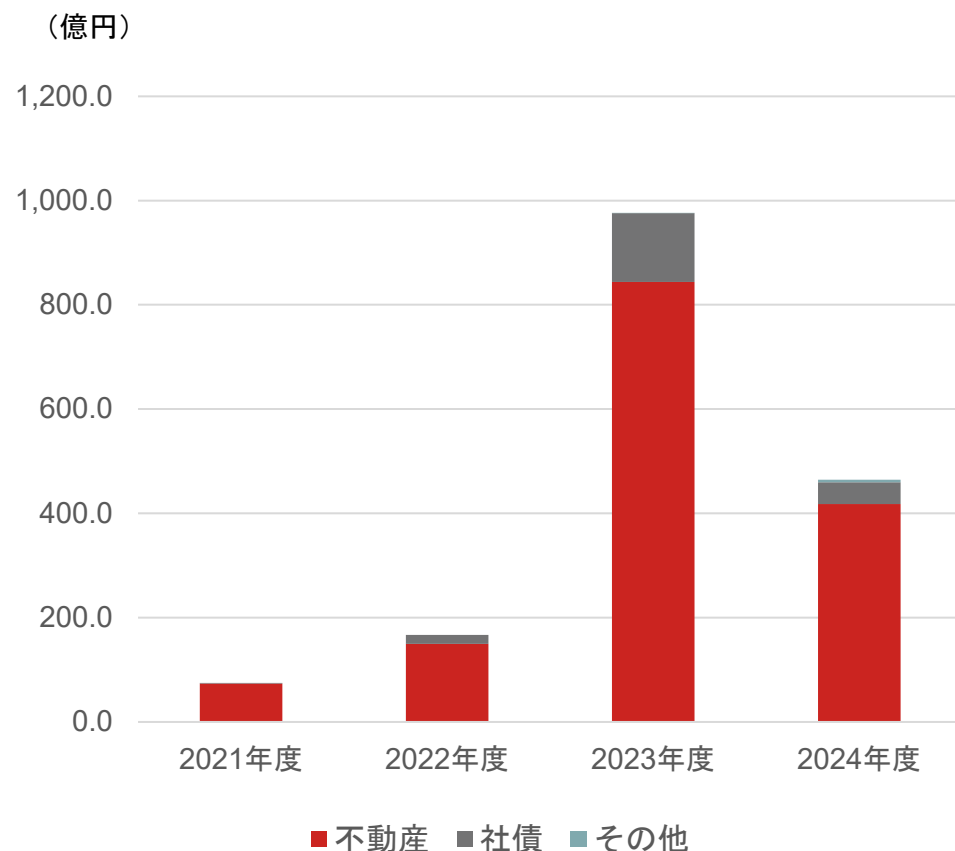
第一項有価証券：流動性が高く広範な投資家が保有→勧誘・開示で厳格な規制

第二項有価証券：流動性が低く適格機関投資家等が保有→勧誘・開示で緩やかな規制

証券トークン：市場規模とユースケース

- 証券トークン市場は不動産受益証券のトークン化がけん引
- 近年ではユースケースの拡張も図られている。何がスケール化が可能なユースケースとなるのか、業界として模索中

証券トークン発行額推移



証券トークンの特性

ブロックチェーン・プラットフォーム

- ・iBet for FinとProgmataが2大陣営、両者が各々50%ほどの市場シェアを有する

不動産トークン化：

- ・レジデンス、ホテル・旅館、商業施設、オフィス、物流施設、戸建てなどの分類
- ・最も多いのは大規模タワーマンション等のレジデンス。単一不動産に投資するものも多い

2024年度における原資産の多様化

- ・ソニー銀行による米ドル建てグリーンファイナンスセキュリティトークン（グリーンボンド）
- ・映画「宝島」の製作費を調達する映画デジタル証券・フィルムメーカーズプロジェクト1-HERO's ISLAND

おわりに

- CBDC、ステーブルコイン、暗号資産(ビットコイン等)、証券トークン化は、日本においても新分野。未実現、実験段階、成長段階に入っているものが混在
- 4者が混同して論じられることも多いが、実際はいずれも異なる役割を担い、異なるステータス、発展段階にある
- 他方、別ものではありながら、CBDC、ステーブルコイン、暗号資産、証券トークンが総体として新たなエコシステムを創出する可能性もある
- 今後の課題は意味あるユースケースの創出。興味深い技術は用いられているものの、実際の社会の「どの」ボトルネックを有効に解消するのか、Solution in search of a problemではないのか、検証していく必要

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的か機械的かまたはその他いかなる方法であるかを問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

金融資本市場の力で、世界と共に挑戦し、
豊かな社会を実現する

We aspire to create a better world by
harnessing the power of financial markets