トランプ政権が推進するデジタル資産政策

橋口　達

▌要　約▐

1. 米国では、ドナルド・トランプ大統領率いる共和党政権がデジタル資産政策を急速に推進している。トランプ氏は、2025 年 1 月 23 日に署名した大統領令において、デジタル資産やブロックチェーンの責任ある成長を支援することが政府方針であることを示した。また、各金融当局は、トランプ政権の発足直後から、バイデン政権下のデジタル資産に対する抑圧的な規制アプローチを 180 度転換させている。
2. 2025 年 7 月 18 日には、決済用ステーブルコインを連邦レベルで規制する初の法律となる GENIUS 法が成立した。GENIUS 法 は、主に発行者の要件を整備することで消費者保護と金融安定を図りつつ、規制の明確化によるステーブルコイン市場の活性化やイノベーションの促進、基軸通貨としての米ドルの維持を目指すものである。
3. 2025 年 7 月 17 日には、包括的な暗号資産市場構造を規制する Clarity 法案も連邦議会下院を通過した。Clarity 法案は暗号資産の法的位置づけ並びに証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）の所管の明確化を図っている。
4. 多様な主体が暗号資産を保有するようになり、デジタル資産に関する法規制の枠組みが徐々に整備される中で、米国の金融機関はブロックチェーン上で金融取引が完結する将来をも見据えた取り組みを加速させている。デジタル資産市場は未だ黎明期にあると言えるが、トランプ政権の政策により、デジタル資産が金融資本市場のメインストリームとして定着するか、注視していきたい。

野村資本市場研究所　関連論文等

・橋口達「トランプ新政権で注目される暗号通貨規制の方向性－規制の明確化を図る FIT21 法案を中心に－」『野村資本市場クォータリー』2025 年春号。
・小立敬「銀行の暗号資産関連業務に対する米国当局の姿勢転換－トランプ政権の方針とバーゼル基準の潜在的ギャップ－」『野村資本市場クォータリー』2025 年夏号。
・淵田康之「伝統的金融とクリプトの接近と融合」『野村資本市場クォータリー』2022 年秋号。

Ⅰ 拡大する暗号資産市場

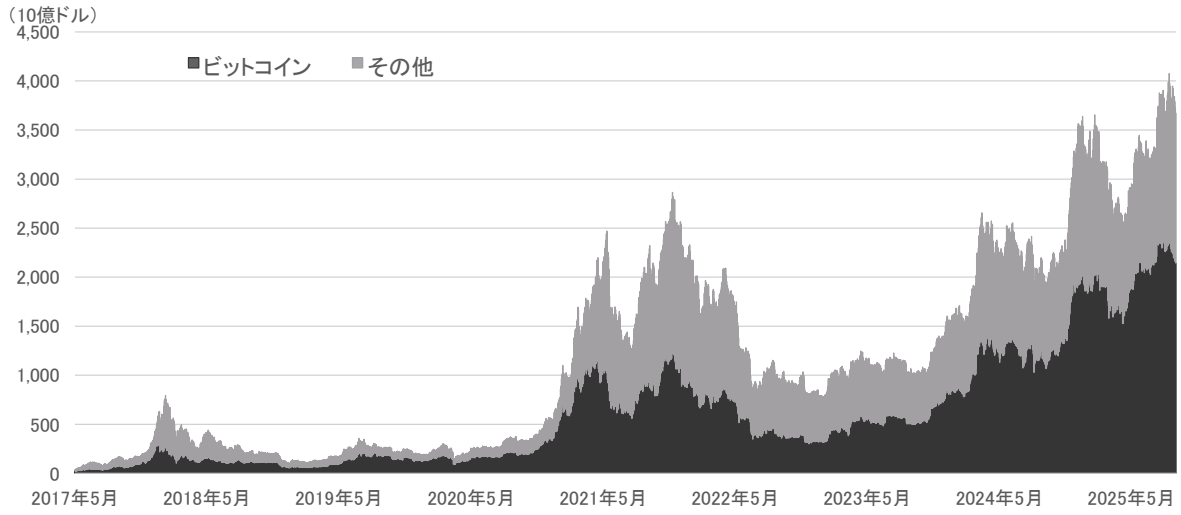
グローバルな暗号資産市場は、中長期的に拡大してきた（図表 1）。2022 年には、一時期は評価額 320 億ドルともいわれていた大手暗号資産交換所大手の FTX の破綻など、業界の信頼を揺るがす出来事が起こる中で市場規模は縮小した。しかし、2024 年 1 月には米国でビットコイン現物 ETF（上場投資信託）が解禁され[1]、2024 年 11 月には、選挙期間中から暗号資産支持を打ち出していたドナルド・トランプ氏が大統領に選出されたことなどを受け、足元で暗号資産の市場規模は約 3.7 兆ドルに達している。

暗号資産に対する関心は個人投資家と機関投資家の双方から高まってきた。ギャラップの 2018 年の調査では、投資資産 1 万ドル以上の成人のうち、ビットコインを保有していると回答したのは 2%に過ぎなかったが、2025 年の調査では、ビットコイン又はその他暗号資産を保有しているとの回答が 17%にまで上昇した[2]。

機関投資家も、直接あるいは間接的な暗号資産への投資によりリスク・リターンを向上させようとしている。実際、複数の州年金基金や大学基金が、ビットコイン現物 ETF やイーサ現物 ETF を運用ポートフォリオに組み込むようになっている[3]。

このように暗号資産への投資が広まり、市場が活況を呈する中で、トランプ政権はデジタル資産を推進するための包括的な取り組みを進めている。

図表 1　暗号資産時価総額の推移（2017 年 5 月～2025 年 8 月）



（出所）コインダンスより野村資本市場研究所作成

1　米国証券取引委員会（SEC）が承認したビットコイン現物 ETF は、1940 年投資会社法における投資会社ではなく、1933 年証券法に基づき組成される上場投資商品（ETP）であるが、本稿では便宜上、「ビットコイン現物 ETF」と表記する。ビットコイン現物 ETF の詳細は、橋口達「米国 SEC によるビットコイン現物 ETF の承認－証券市場を介した暗号通貨投資への途－」『野村資本市場クォータリー』2024 年春号を参照。

2　GALLUP, “Cryptocurrency Still Has Limited Main Street Appeal,” July 22, 2025.

3　詳細は、橋口達「トランプ新政権で注目される暗号通貨規制の方向性―規制の明確化を図る FIT21 法案を中心に－」『野村資本市場クォータリー』2025 年春号を参照。

Ⅱ デジタル資産を推進するトランプ政権

１．大統領令と大統領ワーキンググループ報告書

ドナルド・トランプ大統領は 2025 年 1 月 23 日に、『デジタル金融テクノロジーにおける米国のリーダーシップを強固にする（Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology）』と称する大統領令（以下、デジタル資産大統領令）[4]に署名した。同大統領令は、デジタル資産業界は米国のイノベーションと経済成長、国際的リーダーシップにおいて重要なため、デジタル資産やブロックチェーンの責任ある成長を支援することが政府方針であることを示した。ここでいうデジタル資産とは、暗号資産やデジタル・トークン、ステーブルコインなど、分散型台帳に記録されたあらゆる価値のデジタル表章を指す。

デジタル資産大統領令では、具体的な方針として、①国民、民間部門によるオープンでパブリックなブロックチェーンの利用の保護・促進、②米ドル建てステーブルコインの開発支援、③国民、民間部門による銀行サービスへの公平かつオープンな利用の保護・促進、④テクノロジーに中立的な観点からのデジタル資産規制の明確化、⑤中央銀行デジタル通貨（CBDC）の発行や流通の禁止、が掲げられた。

デジタル資産大統領令は、上記方針を前進させるべく、国家経済会議内に、デジタル資産に関する大統領ワーキンググループ（以下、デジタル資産 PWG）を設置した。デジタル資産 PWG の座長は、ペイパルの元 COO（Chief Operating Officer）であり、ベンチャー・キャピタル・ファームであるクラフト・ベンチャーズを創業したデービッド・サックス氏が務め、財務長官、司法長官、商務長官、証券取引委員会（SEC）委員長、商品先物取引委員会（CFTC）委員長などがメンバーとなっている。

デジタル資産 PWG は 2025 年 7 月 30 日に、上記のデジタル資産大統領令と同名の報告書（以下、デジタル資産 PWG 報告書）を公表した（図表 2）[5]。同報告書は、ステーブルコインやビットコインなどの暗号資産、トークン化証券や NFT（Non-Fungible Token）も含めたデジタル資産や基盤とするテクノロジーについて、米国全体で促進していくことを目的としている。

デジタル資産 PWG 報告書では、新時代のテクノロジーは米国の起業家が開拓してきた歴史があり、デジタル資産やブロックチェーンを取り巻く生態系やテクノロジーもその例外であってはならないと主張し、ジョー・バイデン政権下のデジタル資産に対する抑圧的な規制アプローチが原因で多くの起業家や新興企業が海外に逃避したと批判する。

---

4 Executive Order 14178, “Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology,” January 23, 2025.

5 The White House, “Fact Sheet: The President’s Working Group on Digital Asset Markets Releases Recommendations to Strengthen American Leadership in Digital Financial Technology,” July 30, 2025.

図表 2　デジタル資産 PWG 報告書の提言の概要

米国をデジタル資産市場のリーダーにする
・議会は、Clarity 法案に対する下院の圧倒的支持を基に、①非証券のデジタル資産の現物市場について CFTC に監督権限を付与することで、現行の規制監督のギャップを解消し、②分散型金融（DeFi）技術を主流の金融システムに統合する可能性を認識する ・SEC と CFTC は現在の権限を用いて、①市場参加者に対して、登録、カストディ、取引、記録保持などの課題について明確化し、連邦レベルでのデジタル資産取引を即座に可能とする、②セーフハーバーや規制サンドボックスなどの手段を活用し、革新的な金融商品が遅滞なく消費者に届くようにする
デジタル資産のための銀行規制の近代化
・銀行当局は、カストディ、トークン化、ステーブルコインの発行、ブロックチェーンの使用において銀行が許容される活動を明確にする ・銀行当局は、銀行免許、中央銀行マスター口座の取得プロセスの透明性を向上する ・銀行当局は、銀行の資本規制が、デジタル資産に関連する実際のリスクと整合することを確認する
ステーブルコインを通じた米ドルの役割強化
・財務省と銀行当局は、GENIUS 法を忠実かつ迅速に実施する ・議会は、プライバシーと市民の自由を保護するため、CBDC を禁じる法案を可決する
デジタル時代の不正金融の撲滅
・財務省と適切な当局は、銀行秘密法上の義務と報告を明確化する ・議会は、分散型金融エコシステム内の関係者のマネー・ローンダリング/テロ資金供与対策義務を明確にする ・規制当局は、国民の合法的な活動を標的とする権限の濫用の防止と、国民のプライバシー保護に取り組む
デジタル資産課税の公平性と予見可能性の確保
・財務省と内国歳入庁は、法人代替ミニマム税、デジタル資産のラッピング、デミニミスなデジタル資産の受領に関するガイダンスを発出して、納税者負担を軽減する ・財務省と内国歳入庁は、マイニングやステーキングへの税の取り扱いについての過去のガイダンスを見直す ・議会は、デジタル資産を、連邦所得税上、証券または商品に適用されている税制の修正版の対象とし、ウォッシュセール規則の対象資産に加える法案を制定する

（出所）デジタル資産 PWG 報告書より野村資本市場研究所作成

そのうえで、デジタル資産 PWG 報告書は、米国をデジタル資産市場のリーダーにする、デジタル資産のための銀行規制の近代化、ステーブルコイン促進を通じた米ドルの強化[6]、デジタル資産を用いた不正金融の撲滅、デジタル資産課税の見直しをテーマに、連邦議会と当局に対して 100 項目以上にわたる法規制の改革を提言している。

もっとも、デジタル資産 PWG 報告書は、デジタル資産推進のために多面的にアプローチしている一方で、法規制の改革の詳細な内容については、連邦議会と当局に委ねており、規則策定の目安となる期限などについても明記していない。デジタル資産 PWG 報告書は、米国がデジタル資産を推進していくうえでの課題や改善点を示した青写真として位置づけられよう。

２．デジタル資産推進に取り組む金融当局と連邦議会

連邦議会や金融当局は、トランプ政権の発足直後から、デジタル資産を積極的に推進するために始動していた。

[6] 民間主導のステーブルコインを促し、CBDC を禁じることが掲げられている。CBDC の禁止については、デジタル資産大統領令において、金融システムの安定や個人プライバシー、米国の主権を脅かすとして CBDC 発行の禁止が明記された。共和党のトム・エマー下院議員（ミネソタ州）が提出した「反 CBDC 国家監視法案（Anti-CBDC Surveillance State Act）」は、連邦準備銀行による CBDC の発行を禁止する法案であり、2025 年 7 月 17 日に賛成 219 票、反対 210 票で下院を通過している。

連邦準備制度理事会（FRB）など連邦銀行当局は、バイデン政権下では、暗号資産が銀行の健全性や銀行システムの安定性、消費者保護に与えるリスクを考慮して、ガイダンスや監督を通じて、銀行による暗号資産関連業務について慎重かつ保守的な姿勢を見せてきた。しかし、トランプ政権下において、その姿勢を 180 度転換させている[7]。

目下、グローバルな暗号資産規制として特に話題となっているのが、バーゼル委員会が 2022 年 12 月に最終化した、暗号資産エクスポージャーのプルーデンス規制における取り扱い（以下、バーゼル基準）であるが、これについて、デジタル資産 PWG は、米国独自の規制を策定すべきとしている。バーゼル基準は、ビットコインやイーサ等の暗号資産に関して、1,250%のリスク・ウェイトを適用するなど、厳格な資本賦課を求めている[8]。

デジタル資産 PWG 報告書は、バーゼル基準について、バーゼル委員会の決定には法的効力はないとしたうえで、連邦銀行当局に対して、暗号資産のリスクと活動を適切に反映した資本要件を採用するよう要請するとともに[9]、バーゼル基準を米国と類似した内容にするよう、米国としてバーゼル委員会に働きかけるべきと主張する。バーゼル基準が適用されれば、銀行が暗号資産を保有することはかなり難しくなるとみられていたことから、今後、米連邦銀行当局がどのような規則策定を進めていくのかが注目されている。

2025 年 4 月には、新たな SEC 委員長として、SEC 委員や暗号資産・ブロックチェーンのロビイング団体であるデジタル商工会議所（Digital Chamber）の理事などを歴任したポール・アトキンス氏が就いた。SEC は、民主党政権下のゲイリー・ゲンスラー前 SEC 委員長の頃に「執行による法規制（regulation by enforcement）」としばしば批判された、暗号資産業界に対する厳格な姿勢を転換している。例えば、SEC は、ゲンスラー前委員長の下で発出され、銀行等による暗号資産カストディ業務を阻んでいるとして批判されてきた会計上の解釈を撤回したり[10]、未登録の有価証券を扱ったとして提訴していたコインベースに対する訴訟も取り下げたりしている。

また、アトキンス委員長は、デジタル資産 PWG 報告書が公表された翌日の 2025 年 7 月 31 日、米国の資本市場をオンチェーン（on-chain）に移行するべく、証券諸規則を近代化するための「プロジェクト・クリプト」の立ち上げを宣言した[11]。

プロジェクト・クリプトは、デジタル資産の発行や流通、カストディなどを阻害する要因について、各種証券規制の改正やガイダンスの発出により見直していく取り組みである。これにより、究極的には、有価証券に該当するか否かにかかわらず、あらゆるオンチェー

---

7 詳細は、小立敬「銀行の暗号資産関連業務に対する米国当局の姿勢転換－トランプ政権の方針とバーゼル基準の潜在的ギャップ－」『野村資本市場クォータリー』2025 年夏号。

8 詳細は、小立敬「銀行のプルーデンス規制における暗号資産の取扱い－現行のバーゼル基準と追加的な提案－」『野村資本市場クォータリー』2024 年春号を参照。

9 銀行当局が資本要件を策定するにあたり、テクノロジーに中立な立場から、トークン化された伝統的資産を暗号資産の枠組みから外すべきであること、パーミッション型ブロックチェーンを利用する暗号資産もグループ 1 資産に認めること、バーゼル基準が最終化された 2022 年からの暗号資産市場における革新と変化を考慮した資本要件、流動性要件を策定すること、が挙げられている。

10 同解釈は、顧客が保有する暗号資産の保護に責任を持つ企業は、当該暗号通貨に関して、貸借対照表における負債に公正価値で計上したうえで、その性質と金額等を財務諸表の注記にて開示することを求めた。

11 SEC, “American Leadership in the Digital Finance Revolution Paul S. Atkins, Chairman,” July 31, 2025.

ン（ブロックチェーン上）の資産を単一のアプリで管理・取引可能にする構想を掲げている。ひいては、新たなビジネスモデルやサービスを持つ事業者が米国資本市場に参入し、米国経済のエンジンであるイノベーションと起業家精神を活発化させることが目指されている。

また、CFTC も同様に、キャロライン・ファム暫定委員長の下で、デジタル資産 PWG 報告書の提言を実行する取り組みであるクリプト・スプリントを開始した。例えば、デリバティブ取引でのステーブルコインの担保利用について規制の明確化を図ることで利用を促すことなどが目指されている。

他方で、連邦議会の動きをみると、2025 年 7 月には、決済用ステーブルコインを連邦レベルで規制する初の法律となる GENIUS 法（Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act）が成立した。また、暗号資産に関する包括的な規制枠組みであり、市場構造法案とも呼ばれる Clarity 法案（Digital Asset Market Clarity Act）が下院を通過し、上院へと送付されている。

Ⅲ ステーブルコインの規制枠組みを構築する GENIUS 法

１．GENIUS 法の対象となる決済用ステーブルコイン

ステーブルコインは、一般的に、特定の資産の価値に連動し、価値の安定性を実現するよう設計された暗号資産とされる。現在、ステーブルコインは主にビットコイン等の暗号資産との交換手段として活用されているが、価値の安定性、低コスト、即時の送金といった利点を有していることから、実社会における決済手段としても利用が拡大している[12]。

ステーブルコイン市場の時価総額は、2025 年 6 月末時点で 2,250 億ドル程度であるが、その 99%以上が米ドル建てと言われる[13]。中でも、エルサルバドル籍のテザーが発行するステーブルコイン「US Dollar Tether（USDT）」と米国のサークル・インターネット・グループ（以下、サークル）が発行するステーブルコイン「USD Coin（USDC）」の 2 つが、ステーブルコイン市場において時価総額ベースで 86%のシェアを占める。

こうした中、ドナルド・トランプ大統領が 2025 年 7 月 18 日に署名したことで成立した GENIUS 法[14]は、主に発行者の要件を整備することで消費者保護と金融安定を図りながらも、規制の明確化によるステーブルコイン市場の活性化やイノベーションの促進、基軸通貨としての米ドルの維持を目指すものである。

GENIUS 法が規制対象とするのは、決済用ステーブルコイン（payment stablecoin）である。決済用ステーブルコインとは、支払や決済手段での使用を目的とし、かつ、発行者が、

[12] 詳細は、坂上聖奈「ステーブルコインの可能性を探求する米金融機関」『野村資本市場クォータリー』2025 年秋号を参照。

[13] J.P.Morgan, “What to know about stablecoins,” September 4, 2025.

[14] GENIUS 法の施行時期は同法の成立後 18 か月（2027 年 1 月 18 日）又は同法に基づく規則交付後 120 日のいずれか早い方である（S.1582 - GENIUS Act 119th Congress (2025-2026)）。

①一定の法定通貨への交換・償還・再購入の義務を負い、②一定の法定通貨に対する安定した価値の維持を表明しているデジタル資産を指す[15]。

また、GENIUS 法において、決済用ステーブルコインは、法定通貨、預金、証券、コモディティに該当するものではない、と明記されている。分散台帳上の預金も決済用ステーブルコインに該当しないことが明記されているため、いわゆるトークン化[16]預金は決済用ステーブルコインの対象外である。

２．決済用ステーブルコインの発行者の分類と発行・流通プロセス

GENIUS 法は、一定の要件を満たす認可決済用ステーブルコイン発行者（permitted payment stablecoin issuer）以外の者が米国で決済用ステーブルコインを発行することを禁じている[17]。認可決済用ステーブルコイン発行者は、3 種類に大別される。具体的には、①銀行や信用組合などの預金取扱機関の子会社であり、かつ連邦当局[18]により決済用ステーブルコインの発行が承認[19]された者、②連邦レベルで発行が適格とされた者（以下、連邦適格発行者）、③州レベルで発行が適格とされた者（以下、州適格発行者）である。つまり、GENIUS 法は、認可ステーブルコイン発行者について、連邦レベル又は州レベルで規制・監督する二段階の構造を採っている。

連邦適格発行者とは、州適格発行者でないノンバンク、国法信託銀行等、米国外銀行の米国支店、のいずれかであり、かつ通貨監督庁（OCC）に決済用ステーブルコインの発行を承認された者を指す。他方、州適格発行者は[20]、州法に基づき設置されたエンティティであり、かつ州の決済用ステーブルコインの担当当局から、発行を承認された者を指す。ただし、決済用ステーブルコインの発行額が 100 億ドル以上になる場合は、原則とし

---

15 一定の法定通貨に対する安定した価値を維持することについて、合理的な期待を生じさせることを表明している場合も含む。なお、GENIUS 法は、決済用ステーブルコインの基盤となる分散型台帳を、「ネットワーク参加者間で検証された取引または情報による公開デジタル台帳を作成し、ネットワーク全体でデータを共有する技術」と定義する。このため、プライベート（パーミッション型）のブロックチェーン上で記録される資産が決済用ステーブルコインの範囲内か否かは不明確である、という指摘もある（Davis Polk, “GENIUS Act is enacted,” July 18, 2025）。

16 トークン化とは、一般的に、金融資産等をブロックチェーン上でトークンに変換するプロセスを指す。

17 故意にこの規定を犯した者には罰金が科される。また、認可決済用ステーブルコイン発行者以外の者が発行した決済用ステーブルコインは、①会計上、現金・現金同等物として扱ってはならず、②先物取引業者、デリバティブ清算機関、ブローカー・ディーラー、登録清算機関、スワップディーラーの担保における現金又は現金同等物として認められず、③銀行間のホールセール決済を容易にするための決済資産として、または銀行間の資金交換および決済を促進するための決済インフラによって使用するための決済資産として受け入れられない。

18 信用組合以外の預金取扱機関の子会社については、当該預金取扱機関を所管する連邦銀行当局が、信用組合とその子会社については全米信用組合監督庁（NCUA）が、認可ステーブルコイン発行者を所管する。下記、特段の説明がない限り、当局とは担当の当局のことを指す。

19 連邦当局は、決済用ステーブルコインの発行を申請する者が発行者としての要件を満たしているか、承認の可否の判断に十分な情報の提出から 120 日以内に判断する必要がある。120 日以内に当該可否を判断しない場合は、申請を承認したものとみなされる。また、連邦当局は、認可決済用ステーブルコイン発行者についてのライセンス、規制、検査、監督に関する規則策定を行うことが規定されている。

20 連邦レベルでの規制枠組みと実質的に等しいことが認められた州の規制でなければならない。

て連邦レベルでの規制・監督に服する必要がある。例えば、現在、USDC の発行額は約730 億ドルであり、サークルは預金取扱機関でないため、業務を継続する場合には、連邦適格発行者として OCC の規制・監督下に入ることになると考えられる[21]。

さらに、GENIUS 法は、決済用ステーブルコインの合計発行残高が 500 億ドル以上となる大口の発行者に対しては、社会への影響力が大きいことを考慮して、年次の会計監査を受け、財務報告書をウェブサイト上で公表し、当局に提出することを義務づけている。

GENIUS 法には、大手テクノロジー企業や大手小売企業による決済用ステーブルコインの発行を抑制し得る規定もある。主として金融サービスを提供していない公開企業[22]は、財務長官、FRB 議長又は副議長、連邦預金保険公社（FDIC）長官で構成されるステーブルコイン認証レビュー委員会（Stablecoin Certification Review Committee、以下「SCRC」）から全会一致の承認を得なければ決済用ステーブルコインの発行が認められない[23]。同規定について、民主党議員からは、ビッグ・テックの行き過ぎを制限するとして評価する声もある[24]。

GENIUS 法は、決済用ステーブルコインの流通について、暗号資産交換所など GENIUS 法におけるデジタル資産サービス・プロバイダー[25]に対して、認可決済用ステーブルコイン発行者以外の発行者による決済用ステーブルコインの募集・販売を禁じることで、その流通を抑止している[26]。しかし、米国外の発行者が発行する決済用ステーブルコインについては、当該発行者が、財務長官によって、決済用ステーブルコインの規制・監督について米国と同等性がある（comparable）と判断された[27]法域の規制に服する、OCC に登録している、などの要件[28]を全て満たす場合には、デジタル資産サービス・プロバイダーによる取り扱いが認められる。つまり、テザーがエルサルバドル籍のまま USDT が米国内で流通するには、エルサルバドルのステーブルコイン規制が米国と同等であることなどが求め

[21] GENIUS 法は、現在活動するステーブルコインの発行者が同法に準拠するための移行措置を設けている。当局は、GENIUS 法の発効日から 12 か月間までは、同法において発行者に求められる要件の適用を免除できる。

[22] 1934 年証券取引法に基づき、SEC への書類提出が求められる企業を指す。

[23] SCRC に、①米国の銀行システムや金融安定、預金保険基金の安全・安定に対して重大なリスクをもたらさない、②利用者の決済用ステーブルコイン取引データから取得した個人情報を広告の順位付けに利用したり第三者に販売しない、③タイイング（他の有償の商品・サービスを利用すること或いは競合他社の商品・サービスを利用しないことを条件に、利用者にサービス提供すること）を行わない、ことを示す必要がある。

[24] Mark R. Warner, “Statement of Sen. Warner on the GENIUS Act,” May 19, 2025.

[25] GENIUS 法におけるデジタル資産サービス・プロバイダーは、米国において有償で次の業務に従事する者を指す。①デジタル資産の金銭的価値への交換、②デジタル資産の他のデジタル資産への交換、③第三者へのデジタル資産の移転、④デジタル資産のカストディ、⑤デジタル資産発行に関連する金融サービスへの関与。他方、デジタル資産サービス・プロバイダーに該当しないのは、①分散型台帳プロトコル、②分散型台帳プロトコルまたは自己管理型ソフトウェア・インターフェースの開発、運用、または開発事業への従事、③不変（immutable）かつ自己管理型のソフトウェア・インターフェース、④取引の検証または分散型台帳の運用の開発、運用、開発事業への従事、⑤ピアツーピア取引への流動性供給のための流動性プールまたはその他の類似のメカニズムへの参加、である。

[26] デジタル資産サービス・プロバイダーは、GENIUS 法の制定から 3 年間は、従前通り、米国居住者に対して、認可決済用ステーブルコイン発行者以外の者による決済用ステーブルコインの募集・販売が認められる。また、GENIUS 法は、決済用ステーブルコインの個人間移転については、規制対象としていない。

[27] 財務長官は、SCRC の他の委員の勧告があった場合にのみ、同等性があると判断できる。

[28] これら以外の要件は、発行者が、両法域間の相互協定に基づいて別途許可されない限り、米国の顧客の流動性需要を満たすのに十分な準備金を米国の金融機関で有している、米国の経済制裁を受けている国を所在地としていない、である。なお、OCC に登録する基準については、今後 OCC が規則を策定する。

られると考えられるが、元 CFTC 委員長のティモシー・マサド氏は、同等の定義が不明確であり、海外の発行者への抜け穴となりかねないと批判している[29]。

３．決済用ステーブルコインの発行要件

GEINUS 法は、消費者保護や金融安定を確保するため、決済用ステーブルコインの発行者に対して、その準備資産や運営について、様々な要件を設けている。

１）発行者のステーブルコイン運営に係る要件

認可ステーブルコイン発行者は、健全にステーブルコインを運営するため、今後、当局が定める資本、流動性、リスク管理に係る要件、金融犯罪防止を図る銀行秘密法に基づくアンチマネーロンダリング（AML）、本人確認手続き（KYC）等を遵守することが求められる[30]。発行者の事業範囲は、決済用ステーブルコインの発行、償還、準備資産の管理などに限定される。

認可決済用ステーブルコイン発行者は、決済用ステーブルコインへの付利が禁じられている。これについては、銀行預金との競合を防ぐ狙いがあると考えられる[31]（後述）。また、決済用ステーブルコインの名称に「USG（United States Government）」など政府が保証していると誤解を招きそうな用語を用いることも禁じられている。

GENIUS 法は、大口の認可ステーブルコイン発行者の市場支配力の濫用を防止するため、いわゆるタイイングを禁止している[32]。具体的には、認可決済用ステーブルコイン発行者とその子会社の有償の商品・サービスを利用すること、或いは当該発行者の競合企業の商品・サービスを利用しないことを条件に、顧客にサービスを提供することは禁じられている。

２）準備資産の要件

GENIUS 法では、決済用ステーブルコインの安定的な運営のため、準備資産は、発行額に対して 1:1 以上にする必要があり、その中身は米ドルの現預金、短期米国債、リバース・レポ取引といった流動性と価値の安定性が高い資産[33]で占められ、また分

---

[29] Andrew Singer, “GENIUS sets new stablecoin rules but remains vague on foreign issuers,” *Cointelegraph*, August 1, 2025.

[30] 具体的な内容については、財務長官が認可ステーブルコイン発行者の規模と複雑性に応じた規則を策定することとされている。

[31] Arnold & Porter, “What You Need To Know About the New Stablecoin Legislation,” July 21, 2025.

[32] United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, “Myth vs. Fact: The GENIUS Act,” May 8, 2025.

[33] 準備資産に充当できるのは、①米国通貨・紙幣、FRB での口座残高、②即時償還可能な預金として保有されている資金、③満期 93 日以内の米国債、④レポ取引の受取金、⑤リバース・レポ取引、⑥ガバメント MMF 、その他決済用ステーブルコインの当局によって認められた連邦政府が発行する流動性資産、とされている。また①、②、③、⑥をトークン化したものも準備資産として認められている。準備資産のリストは米ドル建ての資産を前提としているが、決済用ステーブルコインに通貨の指定はない。このため、外貨建ての決済用ステーブルコインの発行において、どのように準備資産の要件を実効的に満たすかについては、不透明との指摘もある（Sullivan & Cromwell LLP, “The Senate Passes the GENIUS Act to Establish a Regulatory Framework for Stablecoins Issued or Sold in the United States,” June 23, 2025）。

別管理される必要がある[34]。すなわち、社債やビットコインなどの暗号資産を準備資産とすることは認められておらず、準備資産の保有ではなく需給調整プログラムを用いて価格の安定性を目指すアルゴリズム型決済用ステーブルコインは実質的に禁止されている。2025 年 6 月末時点で、USDT は準備資産にビットコインや貴金属を含んでいるため、現状のままでは業務を行えなくなる可能性がある。

さらに、発行者は、透明性の確保のため、準備資産の量や構成について、月次でウェブサイトで開示し、会計事務所から検査を受けることも求められている。なお、決済用ステーブルコイン保有者は、認可決済用ステーブルコイン発行者が破産手続きに入った場合には、他の債権者よりも優先して準備資産にアクセスできる権利を有する。

４．不正な金融取引防止のための意見募集

GENIUS 法は、デジタル資産を用いた不正な活動の防止を図るよう財務省に義務付けている。GENIUS 法の成立を受け、財務省は 2025 年 8 月 18 日に、金融機関がデジタル資産を用いたマネーロンダリングなどの不正活動を検知する方法についてのアイデアを募るため、パブリックコメントの募集を開始した[35]。

米財務省の一機関である金融犯罪取締ネットワーク （Financial Crimes Enforcement Network、FinCEN）が、上記のパブリックコメント等を受けて、GENIUS 法制定から 3 年以内に、不正な金融取引を検知するための手法や、取引当事者の身元特定を困難にするサービスを監視するためのシステムの基準などについてガイダンス又は規則を策定する予定である。

５．銀行業界と暗号資産業界の反応

サークルは、GENIUS 法について、同社による事業運営方法を法制化したものだとして、成立を歓迎している[36]。USDC の準備資産が現預金や短期米国債、リバース・レポ取引で構成され、月次で開示されていること、サークルが銀行秘密法を遵守していることなどを受けてのものと考えられる。また、テザーも GENIUS 法に準拠する意向を示している[37]。

---

[34] 準備資産を再担保に用いることも原則として禁止されている。

[35] API（アプリケーション・プログラム・インターフェイス）の活用、人工知能（AI）の活用、デジタル身元確認（ID）認証、ブロックチェーン・テクノロジーの活用、について意見を求めている（U.S. Department of The Treasury, “Treasury Issues Request for Comment Related to the Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins (GENIUS) Act,” August 18, 2025）。

[36] Circle, “The GENIUS Act Era Begins – What it Means for Institutions and Innovation,” August 15, 2025.

[37] Jesse Hamilton, “Tether CEO Says He'll Comply With GENIUS to Come to U.S., Circle Says It's Set Now,” *Coindesk*, July 18, 2025.

一方、2025 年に入り、GENIUS 法の成立を見据えて、金融機関におけるステーブルコインを巡る動きは既に活発化していた[38]。BNY などの金融機関がステーブルコイン発行者と連携したり、JP モルガンやバンク・オブ・アメリカなどの大手行がステーブルコインを共同発行する可能性が報じられてきた。

上記の通り、GENIUS 法では、大口の発行者であれば連邦銀行当局の監督下に置かれるなど、既に連邦レベルでの金融規制・監督に服している銀行の方が、ノンバンクや非金融企業より、ステーブルコイン事業を行う上で有利な面もあろう。ステーブルコイン事業に新規参入を試みるノンバンクにとっては、AML や KYC など新たなコンプライアンス・コストが生じる可能性もある[39]。

他方、銀行業界の主張が通らなかった側面もある。銀行の業界団体である銀行政策研究所と全米銀行協会などは、GENIUS 法成立後の 2025 年 8 月 12 日に、連邦上院議会に対して、同法の抜け穴を防ぐべきとして共同書簡（以下、銀行業界書簡）を送付した[40]。銀行業界書簡では、GENIUS 法には、認可決済用ステーブルコイン発行者による決済用ステーブルコインへの付利を禁じる規定があるが、暗号資産交換所やその関連会社が、決済用ステーブルコインの保有者に対して利回りや報酬を提供することで、同規定を回避できると指摘する。

銀行業界書簡に対して、暗号資産の業界団体であるクリプト・カウンシル・フォー・イノベーション[41]とブロックチェーン・アソシエーションは、暗号資産企業も銀行預金と同様に利回りを提供できるようにすることは、公平な競争のために必要であり、これは、決済や価値の保存手段としてデジタル・ウォレットに頼るようになっている銀行口座を持たない消費者にとって特に重要だと反論している。

実際に、大手暗号資産交換所のコインベース・グローバル（以下、コインベース）は、同社で USDC を購入した者の保有残高に対して、足元で年率 4.1％の報酬（rewards）を付与しているが、これはサークルが USDC の普及のためにコインベースと締結している収益分配契約に依拠したサービスだと考えられる。同契約に基づき、コインベースは、概ね、同社のプラットフォーム上にある USDC の準備資産が生む金利収入全てと、同プラットフォーム外の USDC の準備資産が生む金利収入の 50％を受け取っている[42]。すなわち、サークルは現在、コインベースとの契約を通じて間接的に、USDC の保有者に対して利回りを提供しているといえるが、この慣行が今後も容認されるか否かは、現時点では不明である。

---

38 詳細は、前掲脚注 12 論文を参照。

39 Hannah Lang, “Companies plan stablecoins under new law, but experts say hurdles remain,” *Reuters*, August 12, 2025.

40 BPI, “Closing the Payment of Interest Loophole for Stablecoins,” August 12, 2025.

41 クリプト・カウンシル・フォー・イノベーションは、2021 年 4 月に、フィデリティ・デジタル・アセッツ、コインベース・グローバル、パラダイム、スクエア（現ブロック）によって設立された。

42 元々、USDC はサークルとコインベースが共同開発したものであり、2023 年にサークルが単独で USDC の発行や管理を担うようになった。コインベースの 2025 年第 2 四半期の収益 15 億ドルのうち、コインベースのプラットフォーム上にある USDC からの収益は 1.4 億ドル、コインベース外の USDC からの収益は 1.8 億ドルを占めた。

Ⅳ 包括的な暗号資産市場構造を規制する法案

米国では、これまで、ビットコインやイーサ、リップルといった暗号資産を巡る規制が紆余曲折を経てきた[43]。これは、暗号資産に関する包括的な規制枠組みが存在せず、有価証券に該当するか否かが明確でなかったことが一因と考えられる。バイデン政権下における SEC が、ほとんどの暗号資産は投資契約（investment contract）であり証券諸法に服する必要があると主張していた一方、業界関係者は、暗号資産はコモディティだと反発してきた。過去、SEC は、連邦最高裁が 1946 年に示した、特定の取引が有価証券に該当するか否かの基準であるハウイ・テスト[44]に依拠して、暗号資産が証券に該当するか否かを都度判断してきた。

2025 年 7 月 17 日に、賛成 294 票、反対 134 票で下院を通過した Digital Asset Market Clarity Act（以下、Clarity 法案）[45]は、暗号資産の発行から流通までを規制する枠組みである。2024 年に下院を通過した 21 世紀のための金融イノベーション法案[46]の後継法案とも呼ばれる Clarity 法案は、1933 年証券法や 1934 年証券取引法、1936 年商品取引所法等を改正する内容であり、決済用ステーブルコインを規制する GENIUS 法と補完関係にあるといえる。

Clarity 法案の基本的な枠組みは、暗号資産の流通市場については CFTC が所管するが、資金調達においては投資契約に該当するため SEC の開示義務等に服するというものである[47]。これは、リップル社が生成した暗号資産である XRP に対する 2023 年 7 月の判決を受けたものと考えられる[48]。

SEC は 2020 年 12 月に XRP が証券に該当することから、リップル社が証券募集の登録届出義務に違反しているとして提訴した。本件について、ニューヨーク南地区地方裁判所は 2023 年 7 月に、リップル社による開示や販売用資料の交付があった機関投資家向けの XRP 販売は投資契約に該当するものの、暗号資産交換所を通じた個人投資家向けの XRP 販売には、匿名性の高い取引であるため購入者が資金の受け手が誰なのか知る由がない等として、ハウイ・テストの「専ら他者の努力による利益への合理的な期待」を満たさず、投資契約に該当しないとの判決を下した。すなわち、同一の暗号資産であっても発行市場と流通市場とで投資契約に該当するか否かが異なり得るという考えであるといえる。

また、Clarity 法案では、暗号資産が基盤とするブロックチェーン・システムの運営権限が分散されている、過去 12 か月間の総販売額が 7,500 万ドル以下、など一定の要件を満た

[43] 詳細は、前掲脚注 3 論文を参照。

[44] 1933 年証券法及び 1934 年証券取引所法は、株式や債券などに加えて、投資契約も証券に該当すると規定する。ハウイ・テストでは、①金銭の投資である、②共同事業を対象とする、③専ら他者の努力による合理的な利益を期待するものである、という要件を満たした商品・取引は投資契約に該当する。

[45] H.R.3633 - Digital Asset Market Clarity Act of 2025 119th Congress (2025-2026).

[46] 21 世紀のための金融イノベーション法案法案は、2024 年に下院を通過したが、連邦議会の 2023～2024 年会期に成立に至らなかったため、廃案となった。同法案の詳細は、前掲脚注 4 を参照。

[47] Arnold & Porter, “Clarifying the CLARITY Act: What To Know About the House Crypto Market Structure Bill and Its Path to Law,” August 26, 2025.

[48] Bloomberg Law, “The CLARITY Act Provides More Transparency for Crypto Oversight,” June 27, 2025.

した場合に、証券募集等に係る登録義務が免除される[49]。暗号資産の発行を促すための措置と言えよう。

Clarity 法案では、暗号資産業務に従事する事業者（以下、暗号資産事業者）に対して、CFTC に登録し、顧客資産の保護・分別管理、開示などの各種要件に服することを義務付けている。また、SEC に登録するブローカー・ディーラーや国法証券取引所、代替的取引システム（ATS）運営者が暗号資産業務を行う場合にも CFTC への登録が必要だが、Clarity 法案は SEC に対して、二重登録に係る負担を軽減するよう要請している。すなわち、Clarity 法案は、暗号資産事業者の登録義務などを規定することで、悪質な業者を排除しつつ、既存の金融事業者の参入も容認することで、業界の健全な成長を促進しようとしている。

もっとも、Clarity 法案が、現在の内容のまま上院で議論されるとは限らない。上院銀行・住宅・都市問題委員会（以下、上院銀行委員会）の議員数名は、2025 年 9 月 5 日、Clarity 法案を基にした「2025 年責任ある金融イノベーション法案（Responsible Financial Innovation Act of 2025、以下「RFIA」）」の草案を公表した[50]。

RFIA も Clarity 法案と同様に、暗号資産の発行から流通を規制する枠組みであるが、SEC を所管する上院銀行委員会で起案されたものであるため、SEC および証券規制にフォーカスしたものとなっている。具体的には、投資契約に付随して発生するトークンについて、有価証券には該当しない「付随資産（ancillary asset）」とした上で、SEC に対して、SEC 登録を免除される付随資産の要件[51]、投資契約の定義などについての規則策定を要請している。今後、連邦議会では、こうした SEC と CFTC の管掌を巡る議論がさらに活発化すると考えられる[52]。

暗号資産業界にとっては、暗号資産の法的位置づけが明確になれば、規制上の予見可能性が向上し、投資家のさらなる参入も期待できる。伝統的な金融機関にとっても、暗号資産ビジネスを本格的に行うか否かの判断材料となろう。

V　オンチェーン化に向かう米国資本市場

トランプ政権が発足して以降、米国では、デジタル資産を推進するための取り組みが急ピッチで進められてきた。金融当局は政権交代と同時に、バイデン政権下の暗号資産に対する否定的な姿勢を転換し、デジタル資産 PWG 報告書の提言を受けた規則策定へと進も

[49] 同登録義務は 1933 年証券法第 5 条が規定。ただし、当該免除規定を利用する発行者等は、財務情報やソースコード、取引履歴などを記載した募集届出書を SEC に提出することが求められる。

[50] Davis Wright Tramaine, “Senate Banking Committee Releases Discussion Draft of the Responsible Financial Innovation Act of 2025,” September 9, 2025.

[51] RFIA では、登録免除要件の一つとして、4 年間にわたって年間販売額 7,500 万ドル以下と規定されている。

[52] 現在、上院で共和党が占める議席数は 53 であり、安定的な法案可決のための 60 議席を確保するには 、一部の民主党議員の支持を得る必要がある。米上院では、演説を長時間続けるなどの議事妨害（フィリバスターと呼ばれる）が行われることがあり、上院規則に基づき、議事妨害の無効化には 60 議席が必要であるためである。

うとしている。連邦議会では、ステーブルコインに関する規制枠組みである GENIUS 法が成立し、暗号資産に関するより包括的な法案も議論されている。

こうした中、伝統的金融業は暗号資産との接点をかつてなく拡大している[53]。モルガンスタンレーは、同社のオンライン証券プラットフォームであるイー・トレードにて 2026 年前半にもビットコインやイーサを取引可能にする意向である[54]。JP モルガンは、2025 年 7 月に、コインベースと提携し、チェースのクレジットカードの利用で貯まったポイントをコインベースに移転可能にする予定である。これまで暗号資産に対して否定的な見方であった金融機関であっても、オンチェーン化がもたらす新たなビジネス機会が無視できない規模になり、投資家や消費者の利便性向上に向けた取り組みが不可欠になっている可能性がある。

銀行や資産運用会社は、金融商品のトークン化にも取り組んでいる。大手行は GENIUS 法の成立をきっかけの一つとしてトークン化預金への関心を高めており[55]、一部の資産運用会社は、投資信託や ETF などを通じて暗号資産へのエクスポージャーを提供するだけでなく、自社の運用商品をブロックチェーン上においても取り扱えるようにしている[56]。

このように、多様な主体が暗号資産を保有するようになり、デジタル資産に関する法規制の枠組みが徐々に整備される中で、米国の金融機関はブロックチェーン上で金融取引が完結する将来をも見据えた取り組みを加速させている。米国においてもデジタル資産市場は未だ黎明期にあると言えるが、同市場を取り巻く生態系を将来有望な産業として位置づけて育成しようとするトランプ政権の政策により、デジタル資産が金融資本市場のメインストリームとして定着するか、注視していきたい。

---

53 これまでの伝統的金融と暗号資産業界の接近については、淵田康之「伝統的金融とクリプトの接近と融合」『野村資本市場クォータリー』2022 年秋号を参照。

54 Bloomberg, “Morgan Stanley Taps Partner to Offer Crypto to E*Trade Clients,” September 23, 2025.

55 詳細は、前掲脚注 12 論文を参照。

56 例えばブラックロックやフィデリティ・インベストメンツ、フランクリン・テンプルトンはビットコイン現物 ETF やトークン化債券ファンドを組成している。