

ステーブルコインの安定性評価と信用格付け ーS&P グローバルとムーディーズを中心にー

江夏 あかね、坂上 聖奈

■ 要 約 ■

1. 大手信用格付会社の S&P グローバルは 2023 年 12 月、ステーブルコインの安定性評価の開始を発表した。また、ムーディーズは 2026 年 3 月、ステーブルコインのクロス・セクター格付手法を公表した。
2. S&P グローバルによるステーブルコインの安定性評価は、信用格付けではなく、法定通貨とのペッグを維持する能力に関する見方を 5 段階（1 [Very Strong <大変強固>] ~5 [Weak <脆弱>]）で示すものである。同社は 2026 年 3 月末時点で、11 つのステーブルコインを、4 段階（2 [Strong <強固>] ~5 [Weak <脆弱>]）の範囲で評価している。
3. ムーディーズはステーブルコインについて、信用格付けの中でも預金格付けという形で評価・分析結果を示していくこととした。同社は格付手法公表から間もないこともあり、2026 年 3 月末時点では、ステーブルコインへの格付け付与を開始していない。
4. ステーブルコインという新たな金融商品が誕生してから約 10 年で、世界的に主要な格付会社 2 社による取り組みが始まったことは、金融資本市場参加者や既存ないし潜在的な利用者に対してステーブルコインを選択する際の判断軸や、ステーブルコインが健全に発展する道筋を提供し得るといった観点で意義深い動きと言える。
5. ステーブルコインの安定性評価及び信用格付けをめぐる今後の注目点としては、（1）2 社による評価・分析結果がどの程度共通・乖離するものになるか、（2）ステーブルコインの普及にどの程度寄与するか、が挙げられる。特に、2 点目について、2 社による評価分析も活用したステーブルコイン関連の金融商品開発が進む可能性も期待される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・小立敬「ステーブルコインの価値はなぜ安定的か？ー安定化のメカニズムとディペググー」『野村資本市場クォーターリー』2026 年春号。
- ・橋口達「トランプ政権が推進するデジタル資産政策」『野村資本市場クォーターリー』2025 年秋号。
- ・坂上聖奈「ステーブルコインの可能性を探る米金融機関」『野村資本市場クォーターリー』2025 年秋号。

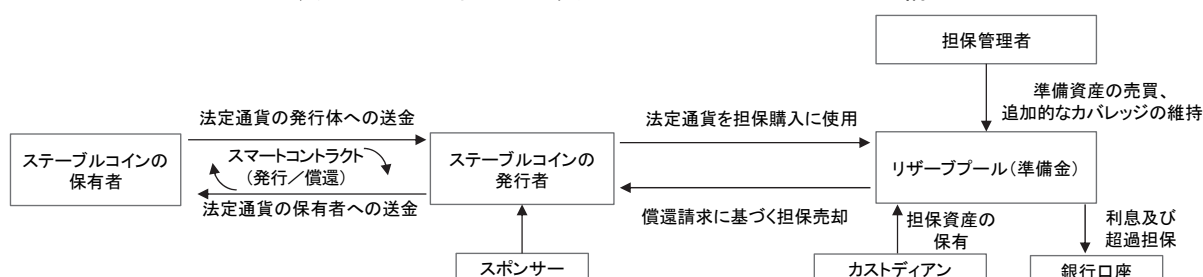
I ステーブルコインの利用拡大とともに安定性や信用力が焦点に

ステーブルコインとは、一般的に価格の安定を目的として法定通貨等に価値を連動させるように設計された暗号資産¹を指す²（図表 1 参照）。世界では、2014 年 7 月に暗号資産を担保とした³「BitUSD」、同年 10 月に米ドルを担保とした「Tether Token USDT（テザー トークン USDT、USDT）」（当初の名称は RealCoin）が発行され、ステーブルコインの歴史が始まった⁴（図表 2 参照）。その後、2022 年 5 月のいわゆる「Terra（テラ）ショック」や 2023 年 3 月のシリコンバレーバンク（SVB）の経営破綻に伴う「USD Coin（USDC）」の米ドルとの価格ペッグ⁵の一時的な乖離といった事案も経て、国際的にステーブルコインの安定性や信用力への注目が集まるようになってきた。

そのような中、大手信用格付会社の S&P グローバルは 2023 年 12 月、ステーブルコインの安定性評価の開始を発表した。また、ムーディーズは 2026 年 3 月、ステーブルコインのクロス・セクター格付手法を公表した⁶。

本稿では、S&P グローバル及びムーディーズの取り組みを概観するとともに、今後の注目を考察する。

図表 1 ムーディーズ：典型的なステーブルコインの構造



（出所）Moody's, "Cross-Sector Rating Methodology: Stablecoin," March 17, 2026、より野村資本市場研究所作成

¹ 暗号資産（仮想通貨）とは、インターネット上でやりとりできる財産的価値であり、「資金決済に関する法律」（資金決済法）において、（1）不特定の者に対して、代金の支払い等に使用でき、かつ、法定通貨（日本円や米ドル等）と相互に交換できる、（2）電子的に記録され、移転できる、（3）法定通貨または法定通貨建ての資産（プリペイドカード等）ではない、という性質をもつものと定義されている。代表的な暗号資産に、ビットコイン（BTC）やイーサ（ETH）などがある（日本銀行「暗号資産（仮想通貨）とは何ですか？」）。

² ステーブルコインの定義は、世界で統一的な見解が存在しない。例えば、金融安定理事会（FSB）は、「特定の資産または資産のプール若しくはバスケットを参照して安定した価値を維持することを目的とした暗号資産」、日本の資金決済法では、電子決済手段として、法定通貨の価値と連動した価格で発行され、その発行価格と同額で償還を約束するものと定義されている（Financial Stability Board, "Regulation, Supervision and Oversight of 'Global Stablecoin' Arrangements: Final Report and High-Level Recommendations," October 13, 2020）。

³ 暗号資産を担保としたステーブルコインは、第三者を介さず、スマートコントラクト（自動契約執行システム）により、ビットコインやイーサ等の暗号資産を担保として発行される。担保資産となる暗号資産の価格変動リスクが懸念されることから、一般的には過剰担保の状態がつくられ、システム側で監視・維持される（NTTデータ次世代決済技術推進室「ステーブルコインの技術面での現況について」2025年3月25日）。

⁴ Deltec Bank, "The History of Stablecoins."

⁵ ステーブルコインにおけるペッグ（Peg）とは、法定通貨等と暗号資産の価値を 1 対 1 の割合で固定（連動）させる仕組みを指す。

⁶ S&P Global, "S&P Global Ratings Launches Stablecoin Stability Assessment," December 12, 2023; Moody's, "Methodology Announcement: Moody's Ratings Proposes Introduces its Methodology for Rating Stablecoin," March 17, 2026; Moody's, "Cross-Sector Rating Methodology: Stablecoin," March 17, 2026.

図表 2 ステーブルコインに関する主な動向

時期	詳細
2014年7月	世界初の暗号資産を担保としたステーブルコインである「BitUSD」発行
2014年10月	世界初の米ドルを担保としたステーブルコインである「USDT」発行
2018年	テザー社、USDT が常に米ドルによって完全に裏付けられているという主張に関して、準備資産の不足や資金の不正流用といった疑惑に直面。米国規制当局による調査や集団訴訟へ発展
2019年6月	フェイスブック(現・メタ)が主要国法定通貨等に連動するステーブルコイン「リブラ」構想を公表
2022年5月	いわゆる「Terra(テラ)ショック」発生。アルゴリズム型ステーブルコインである「Terra USD (UST)」の下落がアルゴリズムを破綻させ、米ドルとの価格ペッグが崩壊。UST と Terra を米ドルに連動させるための裁定取引の対象である暗号資産の LUNA の価格が暴落
2023年3月	米国の商業銀行である SVB、経営破綻。SVB に準備資産を預けていた米ドルを担保としたステーブルコインである「USDC」等の米ドルとの価格ペッグが乖離。その後、米財務省等が SVB の預金全額保護を発表し、USDC の価格は回復
2023年6月	資金決済に関する法律の一部を改正する法律(改正資金決済法)施行。円建てステーブルコインを電子決済手段として制度化
2023年12月	S&P グローバル、ステーブルコインの安定性評価の開始を公表
2024年6月	欧州連合(EU)、暗号資産市場規制(MiCA)を施行。ステーブルコインに関するルールも盛り込まれる
2025年6月	改正資金決済法、成立。信託型ステーブルコイン(特定信託受益権)の裏付け資産の管理・運用の柔軟化等が盛り込まれる
2025年7月	米国にて、ステーブルコインを対象とした初の包括的な連邦法「GENIUS(ジーニアス)法」成立
2025年8月	香港にて、ステーブルコイン条例を施行。ステーブルコイン発行者に対してライセンス取得を義務付け
2026年3月	ムーディーズ、ステーブルコインのクロス・セクター格付手法を公表

(出所) 各種資料、より野村資本市場研究所作成

II S&P グローバルによるステーブルコインの安定性評価の概要

S&P グローバルによるステーブルコインの安定性評価は、後述のとおり、信用格付けではなく、法定通貨とのペッグを維持する能力に関する見方を5段階で示すものである。

S&P グローバルが 2023 年 12 月の安定性評価の開始に際して公表したリリース⁷では、(1) ステーブルコインの固有リスクに関する透明性や洞察がほとんど存在していないという実態を多くの市場参加者から聞いたこと、(2) 本評価は、デジタルアセット市場の最前線にて、顧客が情報に基づいた意思決定を行うために必要な洞察を提供するという同社のコミットメントを示すものであること、等が言及された。

本章では、(1) 評価の定義(信用格付けとの違い)、(2) 評価の前提と対象、(3) 分析アプローチ、(4) 各ステーブルコインの評価及びアクションの動向、を概観する。

1. 評価の定義(信用格付けとの違い)

S&P グローバルは、ステーブルコインの安定性評価の定義を「ステーブルコインの法定通貨とのペッグを維持する能力に関する見方を5段階で示すもの」⁸としている。

⁷ S&P Global, “S&P Global Ratings Launches Stablecoin Stability Assessment,” December 12, 2023.

⁸ S&P Global, “Analytical Approach: Stablecoin Stability Assessments,” November 28, 2023.

S&P グローバルが 2024 年 11 月に公表した「よくある質問 (FAQ)」⁹には、ステーブルコインの安定性評価と信用格付けの違いに関して説明が示された。同社の信用格付けは、債務者が金融債務を期日通りに全額返済する能力と意思を示す、将来を見通した意見とされた。その一方で、ステーブルコインの安定性評価は、ステーブルコインが法定通貨または法定通貨バスケットへのペッグを維持するための将来的な能力に関する相対的なランク付けと記された。

2. 評価の前提と対象

S&P グローバルが 2023 年 11 月に公表した分析アプローチ¹⁰では、安定性評価は、主に公開情報に基づいて行われる旨が説明された。仮に、入手可能な情報が不十分な場合、評価を実施しないことがあるとされた。

また、同評価の対象範囲外としては、(1) 安定性が発行者の信用力のみ若しくは大部分を依存しているステーブルコイン、(2) アルゴリズム型のステーブルコイン、が挙げられた。前者については、発行者と利用者の資金が分別管理されていないケースやトークン化預金¹¹を指しているとみられる。

後者のアルゴリズム型のステーブルコインは、裏付け資産を持たず、アルゴリズムによって法定通貨や金といった伝統的な金融資産とのペッグを維持するために設計されたトークン¹²である¹³。一般的に、価格が 1 ドルを超えるとミント（発行）して下げ、1 ドルを下回るとバーン（償還）して上げるといった、自動的に需給調整を行う仕組みとなっている¹⁴。担保が存在しないため、システムへの信頼が揺らぐと価格が維持できなくなり、ペッグが外れる、すなわちディペッグするリスクがある。例えば、2022 年 5 月に発生したいわゆる「テラショック」、すなわちアルゴリズムが破綻し、米ドルとの価格ペッグが崩壊したアルゴリズム型のステーブルコイン「Terra USD (UST)」のケースは記憶に新しい。

3. 分析アプローチ

1) 定性要因と定量要因を考慮した評価

S&P グローバルによる安定性評価は、ステーブルコインの法定通貨とのペッグの維持に焦点を当てたものだが、ペッグが維持されなくなる可能性を見極めるため、定量

⁹ S&P Global, “Credit FAQ: How We Assess Stablecoins and Why It Matters,” February 15, 2024.

¹⁰ 前掲注 8 参照。

¹¹ トークン化預金とは、ブロックチェーンで取引可能な単位であるトークンに変換した預金（金融ジャーナル社／編『2025 年版 金融時事用語集』2024 年 12 月 10 日）。

¹² トークンとは、ブロックチェーン上に刻まれた価値の表章（大臣官房 Web3.0 政策推進室「Web3.0 事業環境整備の考え方—今後のトークン経済の成熟から、Society5.0 への貢献可能性まで—」2022 年 12 月 16 日）。

¹³ 前掲注 8 参照。

¹⁴ OneKey「アルゴリズム型ステーブルコインとは？」2025 年 9 月 10 日。

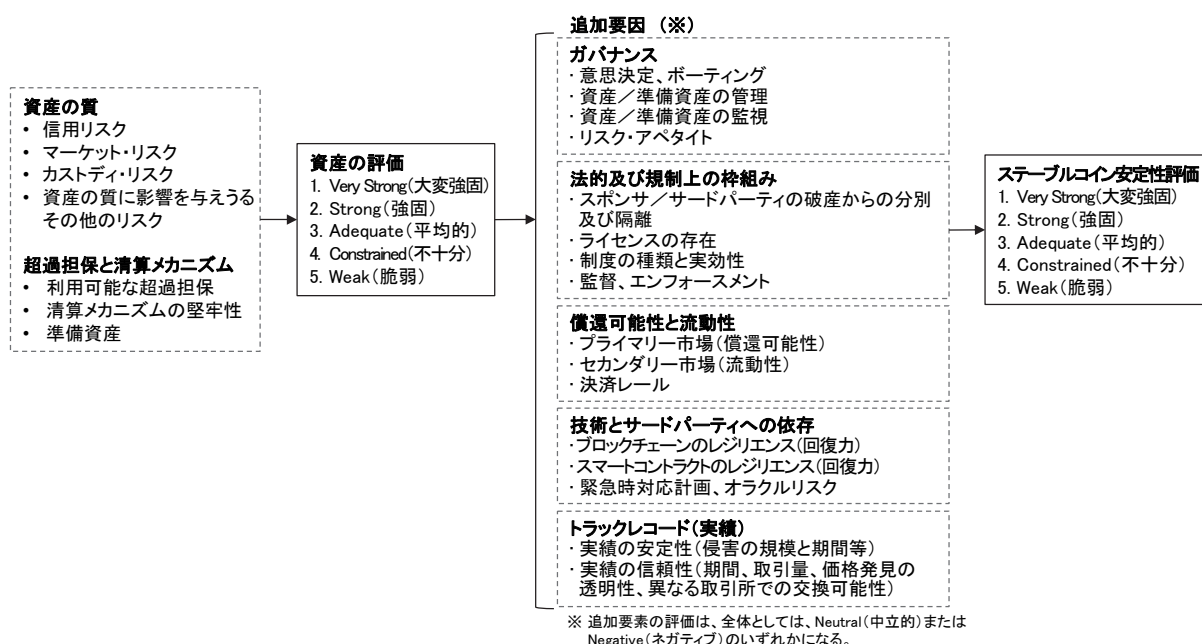
的及び定性的要因を考慮すると説明された。

定量要因としては、(1) ステーブルコイン価格と法定通貨の乖離（下落または上昇）の大きさ、(2) 時間の経過に伴う乖離の持続性（長期または短期）、が挙げられた。定性要因としては、(1) 乖離の理由（乖離が主なステーブルコインを支える資産の質の低下によるものなのか、それとも技術的な混乱によるものなのか等）、(2) （ペッグからの）逸脱に対するスポンサー／プロトコル¹⁵の反応（ステーブルコインのスポンサーがステーブルコインを支える資産のいずれかが減損した場合に備えて、追加の資金／資産を注入することを約束する等）、が挙げられた。

2) 2ステップの安定性評価

S&P グローバルは、安定性評価を2ステップで実施している。具体的には、第1ステップで資産の質及び超過担保と清算メカニズムを分析し、資産の評価を5段階（1 [Very Strong <大変強固>] ~5 [Weak <脆弱>]）で提示する。そして、第2ステップとして5つの追加要因を検討して、最終的な安定性評価を5段階（同上）で示すという流れである（図表3参照）。5つの追加要因を加味した最終的な評価は、第1ステップの資産の評価と同水準若しくは低くなると説明された。

図表3 S&P：ステーブルコインの安定性評価のフレームワーク



(出所) S&P Global, “Analytical Approach: Stablecoin Stability Assessments,” November 28, 2023、より野村資本市場研究所作成

¹⁵ プロトコルとは、ブロックチェーンの構造やデジタル資産の挙動を規定し、ブロックチェーン上でデジタル資産を安全に移転・記録する仕組みを指す (Coinbase, “What is a Protocol?”)。

(1) 第1ステップ：資産の評価

資産の質については、(1) 4つのリスク要因、(2) 超過担保及び清算メカニズム、に基づき、5段階の評価を行う旨が示された(図表4~5参照)。なお、超過担保及び清算メカニズムの要素については、資産の質に伴うリスクの軽減度合いによって評価を最大で2段階引き上げることがあると説明された。

図表4 S&P：資産の質の評価に関する4つのリスク要因と超過担保及び清算メカニズム

1. 4つのリスク要因	
<ul style="list-style-type: none"> ・ 信用リスク ・ 市場価値リスク ・ カストディ^(注)リスク(主にカストディ契約の性質とカストディの信用力) ・ 資産の流動性に影響を与える可能性のあるその他の要因(為替リスク等) 	
2. 超過担保及び清算メカニズム	
項目	説明
超過担保(清算 閾値とメカニズム)	・ 担保の清算速度とトリガーの水準双方が、清算原資の不足を招くリスクにつながり得る
清算能力	・ 一度に大量のエクスポージャーを清算しなければならない場合、または資産の市場流動性と比較して大量のエクスポージャーを清算しなければならない場合には、清算が不可能な場合がある。市場がストレス下にある時に有効に機能してきた清算メカニズムは適切に稼働する可能性が高い

(注) 金融庁によると、暗号資産におけるカストディ(業者)は、金融商品取引業者が、他人のために暗号資産の管理を業として行うことにつき法律に特別の規定のある者を指す。

(出所) S&P Global, “Analytical Approach: Stablecoin Stability Assessments,” November 28, 2023、金融庁「自己資本規制告示における暗号資産の取扱いに関するQ&A」、より野村資本市場研究所作成

図表5 S&P：資産の質における5段階評価

段階	説明
1. Very Strong (大変強固)	AA カテゴリーのソブリン債やA-1+の現預金など、資産の信用力が極めて高いもの
2. Strong (強固)	準備資産が財務コミットメントを達成する能力は高いものの、不利な経済状況や変化の影響を多少受けやすい固定利付証券
3. Adequate (平均的)	原資産の大部分が少なくとも2(強固)の評価に相当し、残りがより高いリスクのもの(例: 低格付けや無格付けの債券)
4. Constrained (不十分)	原資産が主に財務コミットメントを満たすための十分な能力を備えた固定利付証券である場合。これらの資産は、リスクの低いカテゴリーの資産よりも、不利な経済状況や状況の変化の影響を受けやすくなる
5. Weak (脆弱)	原資産が主に不安定な資産(通常は株式または暗号通貨)若しくは原資産の時価がステーブルコインの名目流通額を下回る場合

(出所) S&P Global, “Analytical Approach: Stablecoin Stability Assessments,” November 28, 2023、より野村資本市場研究所作成

(2) 第2ステップ：5つの追加要因の検討

第1ステップで資産の評価を行った後、第2ステップでは、5つの追加要因を検討し、最終的な評価を導き出す(図表6参照)。

図表 6 S&P : 5つの追加要因

項目	内容
ガバナンス	・ 重要な意思決定を行うことができる人物、ステーブルコイン保有者と利害を一致させる機能、リスク選好度、ポリシーと準備資産に関する透明性、準備資産の証明または監査の包括性と頻度等を考慮
法的及び規制上の枠組み	・ フレームワークに加えて、ステーブルコインがペッグを維持する見込みのある能力を可視化し、信頼できる範囲を考慮
償還可能性と流動性	・ 発行市場での償還可能性、流通市場での流動性、及びステーブルコインの基礎となる決済ルール ^(注1) を支える技術的特徴と契約を分析
技術とサードパーティへの依存	・ ステーブルコインが交換されるブロックチェーン、中心的なスマートコントラクト ^(注2) 、スマートコントラクトによってデータフィードとして使用されるオラクル ^(注3) への依存など、サードパーティの依存関係に関連する可能性のあるリスクを検討
トラックレコード(実績)	・ 直近におけるペッグからの逸脱、その原因、是正措置(存在する場合)の信頼性を含む

- (注) 1. 決済ルールは、支払人から受取人へ金銭を移動するための資金の受払い処理を行うシステムまたはネットワーク。
 2. スマートコントラクトは、ブロックチェーン上で動作し、事前に定めたルールに従って、取引や状態更新を自動的に実行するプログラム。
 3. オラクルは、国際決済銀行 (BIS) によると、ブロックチェーンを外部システムに接続し、現実世界からの入力と出力に基づいてスマートコントラクトを実行できるようにする仕組みまたはエンティティ (事業者)。

(出所) S&P Global, “Analytical Approach: Stablecoin Stability Assessments,” November 28, 2023; Duley C. et al., “The Oracle Problem and the Future of DeFi,” *BIS Bulletin* No. 76, Bank for International Settlement, September 7, 2023, より野村資本市場研究所作成

4. 各ステーブルコインの評価及びアクションの動向

S&P グローバルでは、8つの主要なステーブルコインの評価を2023年12月に公表して以降、概ね年1回のペースで評価を更新している。S&P グローバルによる主なアクションとして、(1) 8つの主要なステーブルコインの評価を公表 (2023年12月)、(2) 「Mountain Protocol USD (USDM)」の評価を追加 (2024年3月)、(3) 「EUR Coinvertible (EURCV)」、「USDe」及び「EURC」の評価を追加 (2025年1月)、(4) 2つのステーブルコイン (Frax [FRAX] と USDM) の評価を取り下げ (2025年9月)、(5) 「TrueUSD (TUSD)」の評価の調整 (2025年11月)、(6) USDT の評価引き下げ (2025年11月)、(7) 「Gemini USD (GUSD)」の評価引き下げ (2025年12月)、(8) 「Global Dollar (USDG)」の評価を追加 (2026年2月)、が挙げられる。

1) 8つの主要なステーブルコインの評価を公表 (2023年12月)

S&P グローバルが2023年12月に初めて公表した安定性評価では、最終評価の分布が4段階 (2 [Strong (強固)] ~5 [Weak (脆弱)]) にまたがる結果となった¹⁶ (図表7参照)。これらの評価結果には、信用格付けのように依頼に基づくものか否かは特に記されていない¹⁷。また、当初の資産評価から、5つの追加要因 (前掲図表6参照) に基づき、1段階引き下げとなったのは、評価対象のうち半分にあたる4つの

¹⁶ 前掲注7参照。

¹⁷ S&P グローバルの信用格付けの公表項目には、(1) 信用格付けが非依頼格付であるか否かの別、(2) 信用格付けが非依頼格付である場合には、信用格付けの付与に係る過程において格付関係者から機密情報を入手したか否かの別、が含まれている (S&P グローバル・レーティング・ジャパン「格付提供方針等」)。

ステーブルコインであった。

各ステーブルコインの評価は、資産評価、追加要因に関する見解、最終評価に加えて、どの要因が改善／悪化すれば評価を引き上げる／引き下げる可能性があるか、といった項目で構成されている。例えば、ステーブルコインとして世界最大の時価総額を有するテザー（USDT）の2023年12月の評価においては、（1）開示の充実化に加えて（準備資産が）リスクの低い資産へシフトすれば評価が引き上げられる可能性、（2）（準備資産の中身が）暗号通貨等のリスクの高い資産へシフトすれば評価が引き下げられる可能性、が指摘された（図表8参照）。

図表7 S&P：ステーブルコインの安全性評価一覧（2023年12月12日時点）

ステーブルコイン	資産評価	調整	最終評価
Dai ^(注1)	4(不十分)	中立(0)	4(不十分)
First Digital USD (FDUSD)	3(平均的)	ネガティブ(1)	4(不十分)
Frax (FRAX) ^(注2)	5(脆弱)	中立(0)	5(脆弱)
Gemini USD(GUSD) ^(注5)	1(大変強固)	ネガティブ(1)	2(強固)
Paxos USD (USDP)	2(強固)	中立(0)	2(強固)
Tether(USDT) ^(注4)	4(不十分)	中立(0)	4(不十分)
TrueUSD (TUSD) ^(注3)	4(不十分)	ネガティブ(1)	5(脆弱)
USD Coin(USDC)	1(大変強固)	ネガティブ(1)	2(強固)

- (注) 1. S&P Globalは2024年12月17日付の評価から、USDSとDAI双方を対象にする旨を明らかにした。
 2. S&P Globalは2025年9月23日、FRAXの評価を取り下げた。
 3. S&P Globalは2025年11月14日、TUSDについて、資産評価（5〔脆弱〕）、調整（中立〔0〕）、最終評価（5〔脆弱〕）とした。
 4. S&P Globalは2025年11月26日、USDTについて、資産評価（5〔脆弱〕）、調整（中立〔0〕）、最終評価（5〔脆弱〕）とした。
 5. S&P Globalは2025年12月3日、GUSDについて、資産評価（2〔強固〕）、調整（ネガティブ〔1〕）、最終評価（3〔平均的〕）とした。

(出所) S&P Global, “S&P Global Ratings Launches Stablecoin Stability Assessment,” December 12, 2023、各種資料、より野村資本市場研究所作成

図表8 S&P：USDTに関するステーブルコインの安全性評価の概要（2023年12月12日時点）

S&P グローバルは、USDTの米ドルに対するペッグを維持する能力を、4（不十分）と評価している。2014年に発行が始まったUSDTは、流通量が最も多い、最も歴史の長いステーブルコインである。その価格は近年、特に過去12ヵ月間、比較的安定して推移している。

4（不十分）という資産評価は、USDTの準備資産のカストディアン、カウンターパーティ、または銀行口座の提供者に関する情報が不足していることを反映している。これは、USDTの準備資産の大部分が米国財務省短期証券（Tビル）及びその他の米ドル現金同等物で構成されているにも関わらずである。また、開示が制限されている高リスク資産へのエクスポージャーも大きい。このような資産は、信用リスク、市場リスク、金利リスク、為替リスクに晒される可能性がある。

観察された弱みはステーブルコインの安定性評価「4」と一致しているため、資産評価後の調整は行っていない。これらの弱みには、準備資産管理とリスク選好に関する透明性が不十分であること、規制フレームワークの欠如、発行者の支払不能から保護するための資産分別の欠如、USDTの流動性^(注2)が限定的であることが含まれる。

ステーブルコインの安定性評価は、開示の充実化に加えて、（準備資産の中身が）リスクの低い資産へシフトすれば引き上げられる可能性がある。これは特に、原資産に関する開示と、カストディアン、カウンターパーティ、銀行口座に直結するサービスプロバイダーの信用力に関する開示に関連している。権威ある機関によるUSDTの発行と管理の規制または監督も、より良好な評価を支援する要素になる可能性がある。ステーブルコインの安定性評価は、準備資産において暗号通貨等のリスクの高い資産へのシフトがあれば引き下げられる可能性がある。

- (注) 1. 太字は原文による。
 2. 流動性は、そのステーブルコインが1：1でいつでも法定通貨に戻せるかという能力を指す。

(出所) S&P Global, “Stablecoin Stability Assessment: Tether (USDT),” December 12, 2023、より野村資本市場研究所作成

2) USDM の評価を追加 (2024 年 3 月)

S&P グローバルは 2024 年 3 月、バミューダ金融管理局 (BMA) の規制下にある USDM の安定性評価を「3 (Adequate [平均的])」とした旨を公表した¹⁸。資産評価は、資産コストディに関するリスクは指摘されるものの、流動性が高く低リスクの準備資産 (の内容) 等を反映し、「2 (Strong [強固])」とした。その一方で、USDM の流通市場における流動性が限定的であること、実績が短いこと、他のステーブルコインに比して経験が浅いサードパーティへ依存していることを背景に、調整で「ネガティブ (Negative, 1)」とした結果、最終評価は「3 (Adequate [平均的])」となったと説明した。

なお、本アクション以降の評価の追加や変更に関するリリースには、「本レポートは、ステーブルコインの発行者またはスポンサーの要請に基づいて作成されたものではない」と明記されている。

3) 3 つのステーブルコイン (EURCV、USDe 及び EURC) の評価を追加 (2025 年 1 月)

S&P グローバルは 2025 年 1 月、フランスの大手金融機関のソシエテ・ジェネラルの子会社である SG フォージ (SG Forge) が 2023 年 4 月に発行開始した EURCV の安定性評価を「3 (Adequate [平均的])」とした旨を公表した¹⁹。資産評価は、準備資産がソシエテ・ジェネラルに現預金として保管されていることを反映し、「2 (Strong [強固])」とした。その一方で実績が浅いこと、流通市場の流動性が限られていること、及び準備資産に関する第三者による定期的な検証が行われていないことを背景に、調整で「ネガティブ (Negative, 1)」とした結果、最終評価は「3 (Adequate [平均的])」となったと説明した。

その後、S&P グローバルは同年同月、Ethena (エセナ) プロトコルを通じて米ドルにペッグされた価値を有する合成ドルのステーブルコインである USDe の安定性評価を「5 (Weak [脆弱])」とした旨を公表した²⁰。資産評価は、暗号資産と短期先物を組み合わせた、ペッグを維持するために使用される複雑なデルタ・ニュートラル²¹のヘッジ戦略のリスクを反映し、「5 (Weak [脆弱])」とした。また、調整は「中立 (Neutral, 0)」とした結果、最終評価も同水準になった。

さらに、S&P グローバルは同年同月、サークル・インターネット・ファイナンシャル・ヨーロッパ (サークル・フランス) によって発行され、1:1 でユーロと交換可能である EURC の安定性評価を「2 (Strong [強固])」とした旨を公表した²²。資産評価は、ユーロ建て預金のみでの低リスク資産で裏付けられていることを反映し、「1

¹⁸ S&P Global, “Mountain Protocol USD (USDM) Stablecoin Stability Assessment at 3 (Adequate),” March 18, 2024.

¹⁹ S&P Global, “EUR Coinvertible (EURCV) Stablecoin Stability Assessment at 3 (Adequate),” January 6, 2025.

²⁰ S&P Global, “USDe Stablecoin Stability Assessment at 5 (Weak),” January 16, 2025.

²¹ デルタ・ニュートラルは、現物ロング (買い) と先物ショート (売り) を同時に維持することで価格変動リスクをほぼ相殺し、価格変動差を中立にする戦略 (HashHub Research 「Resolv | デルターニュートラル戦略ステーブルコイン USR と保険レイヤートークン RLP の概要とリスク、Ethena との比較考察」2025 年 1 月 10 日)。

²² S&P Global, “EURC Stablecoin Stability Assessment at 2 (Strong),” January 17, 2025.

(Very Strong [大變強固])」とした。その一方で EURC の規模が小さく、他のステーブルコインに比して実績が浅いことを背景に、調整で「ネガティブ (Negative、1)」とした結果、最終評価は「2 (Strong [強固])」となったと説明した。

4) 2つのステーブルコイン (FRAX と USDM) の評価を取り下げ (2025 年 9 月)

S&P グローバルは 2025 年 9 月、FRAX と USDM の安定性評価の取り下げを公表した²³。

FRAX は、アルゴリズムと担保を組み合わせたステーブルコインとして 2020 年 12 月にリリースされた²⁴。S&P グローバルは評価取り下げの理由として、FRAX が何度か変化を遂げており、直近では従来の FRAX の一部が移行する形で新たなステーブルコインである frxUSD がリリースされたこと等を挙げた。

一方、USDM の取り下げの理由としては、発行元であるマウンテン・プロトコル (Mountain Protocol) が 2025 年 5 月、暗号資産カストディ企業のアンカレッジ・デジタル (Anchorage Digital) に買収され、USDM の整理を開始したことを挙げた。

5) TUSD の評価の調整 (2025 年 11 月)

S&P グローバルは 2025 年 11 月 14 日、TUSD の資産評価を 1 段階引き下げ、「5 (Weak [脆弱])」とした旨を公表した²⁵。ただし、調整については、従前「ネガティブ (Negative、1)」としていたものの、既に資産評価の段階で可能な限り低い水準に達していることから、「中立 (Neutral、0)」とした結果、最終評価は従前と同じ「5 (Weak [脆弱])」となった。

TUSD は、アジアを拠点とするコンソーシアムのテクテリックス (Techteryx) が 2023 年 7 月から管理してきたステーブルコインだが、準備資産はファースト・デジタル・トラスト (FDFL) への投資と最小限の現預金 (資産全体の約 0.02%) で構成されている。S&P グローバルは、評価の調整の背景として、(1) テクテリックスは FDFL に対して投資した全ての金額の償還と回収を加速するための実務を開始しており、テクテリックスからの流動性支援がなければ TUSD は固定資産を失う可能性があること、(2) ドバイ国際金融センター (DIFC) における判決により、TUSD の準備資産に関連する 4 億 5,600 万ドル相当の資産が凍結されたこと²⁶、等を挙げた。

6) USDT の評価引き下げ (2025 年 11 月)

S&P グローバルは 2025 年 11 月 26 日、USDT の安定性評価を 1 段階引き下げ、「5 (Weak [脆弱])」とした旨を公表した²⁷ (図表 9 参照)。具体的には、資産評価を「4 (Constrained [不十分])」から「5 (Weak [脆弱])」に引き下げ、調整は「中立 (Neutral、0)」とした結果、最終評価が「5 (Weak [脆弱])」となった。

²³ S&P Global, “Stablecoin Stability Assessments on FRAX and USDM Withdrawn,” September 23, 2025.

²⁴ S&P Global, “FRAX Stablecoin Stability Assessment at 5 (Weak),” December 12, 2023.

²⁵ S&P Global, “TrueUSD (TUSD) Stablecoin Stability Assessment Remains at 5 (Weak),” November 14, 2025.

²⁶ “Dubai Court Freezes \$456M Linked to Justin Sun’s Bailout of TrueUSD Issuer Techteryx,” *CoinDesk*, November 13, 2025.

²⁷ S&P Global, “Tether (USDT) Stablecoin Stability Assessment at 5 (Weak),” November 26, 2025.

図表 9 S&P : USDTに関するステーブルコインの安全性評価の概要 (2025年11月26日時点)

S&P グローバルは、USDT の米ドルに対するベッグを維持する能力を、4(不十分)から 5(脆弱)と再評価した。マイナスの見直しは、前回の見直し以降、USDT の準備資産を支える高リスク資産が増加したことを反映している。2014 年に発行が始まった USDT は、流通量が最も多い、最も歴史の長いステーブルコインである。その価格は近年、特に過去 12 カ月間、比較的安定して推移している。

5(脆弱)という資産評価は、過去 1 年間に USDT の準備資産に含まれる高リスク資産へのエクスポージャーの増加及び継続的な情報開示の不備を反映している。これらの資産には、ビットコイン(BTC)、金、担保付きローン、社債及びその他の投資が含まれる。これらは全て開示が限定的であり、信用リスク、市場リスク、金利リスク、及び為替リスクに晒されている。現在、ビットコインは USDT の流通量の約 5.6%を占めており、3.9%の超過担保マージンを上回っているため、準備資産がその価値の下落を完全に吸収できない状況を示している。したがって、ビットコインの価値の下落と他の高リスク資産の価値の下落が相まれば、準備資産による吸収余力が減少し、USDT の担保不足につながる可能性がある。USDT の準備資産の大部分は、T ビル及びその他の米ドル現金同等物に投資され続けている。ただし、カストディアン、カウンターパーティ、または銀行口座プロバイダーの信用力に関する情報提供は限定的である。

その他の弱みも観察されている。これらの弱みには、準備資産管理とリスク選好に関する透明性が不十分であること、強固な規制フレームワークの欠如、発行者の支払不能から保護するための資産分別の欠如、USDT の流動性^(注2)が限定的であることが含まれる。

ステーブルコインの安定性評価は、リスクの高い資産へのエクスポージャーが減少すれば改善する可能性がある。これは、資産の構成と評価、カストディアン、カウンターパーティ、銀行口座プロバイダーの信用力に関する開示の充実化を前提としている。

(注) 1. 太字は原文による。

2. 流動性は、そのステーブルコインが 1 : 1 でいつでも法定通貨に戻せるかという能力を指す。

(出所) S&P Global, “Stablecoin Stability Assessments: Tether (USDT)” November 26, 2025、より野村資本市場研究所作成

引き下げの主因としては、USDT の準備資産に含まれる高リスク資産へのエクスポージャーの過去 1 年間の増加及び継続的な情報開示の不備が挙げられた。特に、2025 年 11 月上旬～中旬頃にビットコイン価格が大きく下落する中²⁸、「ビットコインは USDT の流通量の約 5.6%を占めており、3.9%の超過担保マージンを上回っているため、準備資産がビットコインの価値下落を完全に吸収できなくなっていることを示している」との指摘が記された。

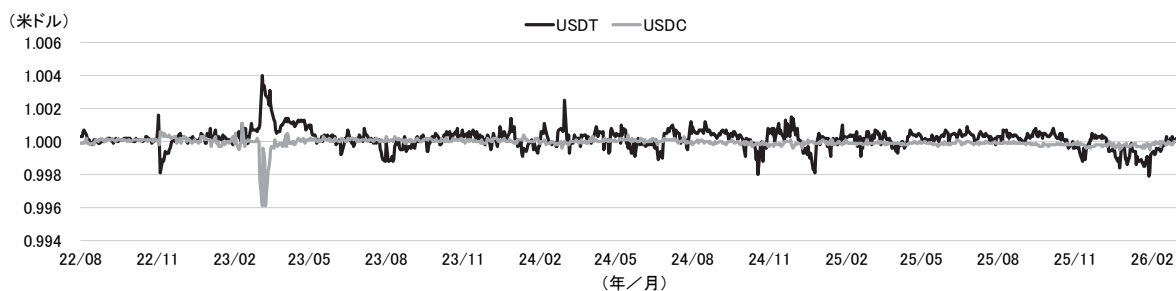
複数報道²⁹によると、テザーは、S&P グローバルの評価に対して強い異議を唱えることと表明し、その理由として、S&P グローバルがデジタルネイティブ通貨の本質、規模、マクロ経済的重要性を見誤り、USDT の回復力、透明性、世界的な有用性を明確に示すデータを見落としした旧式の枠組みを適用したと述べた。

なお、ブルームバーグのデータベースに基づく、S&P グローバルによる評価引き下げが行われた当日・翌日の USDT の価格の大きな変動は特段観察されていない(図表 10 参照)。ただし、準備資産が米国債と現預金(米ドル)で構成されているサークル・インターナショナルの USDC とは対照的に、USDT の価格は、2025 年 11 月上旬～中旬頃のビットコイン価格下落の影響も受けつつ、一旦下落している。すなわち、S&P グローバルによる評価引き下げは、USDT の価格に事前にある程度織り込まれていた可能性があるとも考えられる。

²⁸ 「ビットコイン価格急落、一時 8 万 6000 ドルに 最高値から 3 割安」『日本経済新聞』2025 年 11 月 21 日。

²⁹ 「S&P、ステーブルコインのテザーを格下げ 情報開示などに問題」『ロイター』2025 年 11 月 27 日、「S&P、『USDT』の評価を最下位に格下げ。準備資産の高リスク化と開示不足を懸念」『あたらしい経済』2025 年 11 月 27 日。

図表 10 USDT と USDC の価格推移



(出所) ブルームバーグのデータに基づき、野村資本市場研究所作成

7) GUSD の評価引き下げ (2025 年 12 月)

S&P グローバルは 2025 年 12 月、GUSD の安定性評価を 1 段階引き下げ、「3 (Adequate [平均的])」とした旨を公表した³⁰。具体的には、資産評価を「1 (Very Strong [大変強固])」から「2 (Strong [強固])」に引き下げ、調整は従前と同じく「ネガティブ (Negative、1)」とした。資産評価の引き下げの背景としては、準備資産をマネー・マーケット・ファンド (MMF) から米国の規制対象金融機関の現預金にすべて移行したことを挙げた。

8) USDG の評価を追加 (2026 年 2 月)

S&P グローバルは 2026 年 2 月、企業向けブロックチェーン・インフラ提供等を行うパクス (Paxos) が 2024 年 11 月に発行開始した USDG の安定性評価を「2 (Strong [強固])」とした旨を公表した³¹。資産評価は、流動性が高く低リスクの準備資産 (の内容) 等を反映し、「1 (Very Strong [大変強固])」とした。その一方で、USDG の流通市場における流動性が限定的であることや他のステーブルコインに比して実績が短いことを背景に、調整は「ネガティブ (Negative、1)」とした結果、最終評価は「2 (Strong [強固])」となったと説明した。

³⁰ S&P Global, “Gemini USD (GUSD) Stablecoin Stability Assessment Revised to 3 (Adequate),” December 3, 2025.

³¹ S&P Global, “Global Dollar (USDG) Stablecoin Stability Assessment at 2 (Strong),” February 12, 2026.

III ムーディーズによるステーブルコインのクロス・セクター格付手法の概要

ムーディーズが 2026 年 3 月に公表したステーブルコインのクロス・セクター格付手法³²は、後述のとおり、信用格付けの一種である預金格付けを対象としたものである。

ムーディーズは、2025 年 12 月に格付手法案³³を示し、2026 年 1 月まで市場参加者等からの意見募集を行った上で、2026 年 3 月に確定版としての格付手法を公表した。同社は、2025 年 12 月の格付手法案の公表に際して、(1) ステーブルコインを、本質的に他の資産から分類され、ステーブルコイン保有者の要求に応じて利用可能である発行者に対する預金として取り扱い、預金格付けを付与することを提案、(2) ステーブルコインを他の資産クラスと同様に検討、といった分析のスタンスを示した。

本章では、(1) 格付けの定義、(2) 格付手法の適用範囲、(3) 主要なリスク、(4) 分析アプローチ、を概観する。

1. 格付けの定義

ムーディーズが 2026 年 3 月に公表したステーブルコインの格付手法には、ステーブルコイン格付けそのものの定義は示されていないが、「この手法を使用して、ステーブルコイン債務に預金格付けを付与する」と記されている。

ムーディーズの預金格付けは、「預金取扱等金融機関が外貨建て及び自国通貨建て預金債務を遅滞なく返済する能力に関する意見であり、デフォルト時に予想される金銭損失も反映する」³⁴と定義されている。

なお、ムーディーズによるクロス・セクター格付手法とは、セクターや発行体に固有ではない分析上の考慮事項を説明することを意図しており、複数（時にすべて）のセクターに関わるとの位置付けで、信用評価に関する一般的な事項を扱い、信用格付を付与するにあたって主要格付手法と併せて使用される性質のものと説明されている³⁵。

2. 格付手法の適用範囲

今回公表された格付手法は、ステーブルコインの発行と維持、ステーブルコインを裏付けるのに十分な資産の保有と管理を含む発行者のステーブルコイン活動が、発行者とその

³² Moody's, "Cross-Sector Rating Methodology: Stablecoin," March 17, 2026.

³³ Moody's, "Stablecoin: Proposed Methodology," December 12, 2025.

³⁴ 預金格付けの全文は以下のとおり「預金格付けは、預金取扱等金融機関が外貨建て及び自国通貨建て預金債務を遅滞なく返済する能力に関する意見であり、デフォルト時に予想される金銭損失も反映する。預金格付けは、公的もしくは民間の保険スキームの対象となる預金に適用されるのではなく、むしろ保険の対象となっていない預金のうちの最ジュニア・クラスに適用されるが、状況によっては、保険の対象外の預金のうちの最ジュニア・クラスに対しても、優遇される預金や保険の対象となる預金同様に公的なサポートが一定の状況によっては及ぶ可能性を織り込むことがある。外貨建て預金格付けは、ムーディーズの外貨建てカンントリー・シーリングの制約を受ける。このため同じ預金取扱等金融機関の預金でも、外貨建てと自国通貨建てで格付水準が異なる（通常は外貨建てが自国通貨建てを下回る）ことがある」（ムーディーズ・ジャパン「格付記号と定義」2025 年 6 月）。

³⁵ ムーディーズ・ジャパン、ムーディーズ SF ジャパン「格付記号と定義」2025 年 6 月。

企業群の他の資産、活動、負債から効果的に分離されているステーブルコインにグローバルで適用されると記された。

また、本格付手法の適用範囲外となるステーブルコインとして、(1) ステーブルコインの活動または資産が、発行者またはその企業群の他の活動から生じる資産または負債と統合されている発行者によるステーブルコイン、(2) アルゴリズム型ステーブルコイン、を挙げた。これらは、S&P グローバルが 2023 年 11 月に公表した分析アプローチにおいて評価対象外として挙げた 2 つの種類と同じと解釈される。

加えて、S&P グローバルと同様に、ムーディーズの格付手法においても、信頼できる情報源から十分な情報があり、その情報が一定の要件を満たしている場合にのみ格付けを付与する旨が、データ品質評価のセクションで記された。

3. 主要なリスク

ムーディーズでは、ステーブルコイン保有者が損失を被る主な要因として、債務不履行（デフォルト）及び準備資産の市場価格の下落を挙げている。その上で、6 つのリスクを提示した（図表 11 参照）。これらのリスクを基に、後述の分析アプローチが構成されている。

図表 11 ムーディーズ：ステーブルコインに関する主要なリスク

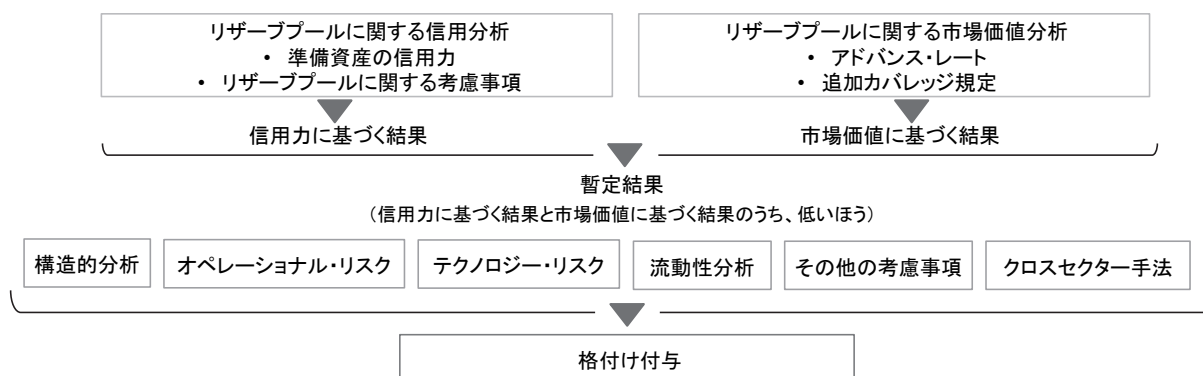
項目	内容
準備資産の信用力	・ 準備資産がデフォルトに陥り、準備プールの想定元本がステーブルコインの要求に応じた償還にあたって不十分な場合に信用リスクが発生する。ムーディーズは、準備資産自体または関連するカウンターパーティの格付けを評価することにより、信用リスクを把握する
準備資産の市場価値	・ 市場価値リスクは、準備資産の市場価格が、担保プールの清算代金がステーブルコインの要求または清算シナリオに応じた全額の償還に不十分な水準にまで低下する場合に発生する
流動性	・ ステーブルコインは通常、要求に応じた償還を約束するため、流動性リスクが発生し得る。このリスクは、現預金や翌日物証券とは異なり、ステーブルコインの裏付けとなる資産が直ちに現金に転換されない場合に発生する。ポートフォリオに償還義務よりも長い満期の資産または流動性のある市場に属さない証券が含まれている場合、発行者はこれらの保有資産を清算する際に遅延または損失を被る可能性がある。このような状況では、償還要求を迅速かつ完全に満たす能力が損なわれる可能性がある
オペレーション	・ ステーブルコイン取引におけるオペレーショナル・リスクは、当事者が取引書類に記載された責任を遂行できない場合に発生し、その結果、支払いの遅延や保有者の損失が発生する可能性がある。分析では、ステーブルコインの債務の期日通りの履行に影響を与える主要なカウンターパーティについて検討する。ムーディーズは、リスクを効果的に評価し、管理するために、財務上の混乱リスク、運用上の堅牢性、実績、及び利害の一致を評価する
キャッシュフロー	・ ステーブルコインの発行者は、継続的な運営費を負担しており、場合によってはステーブルコインの保有者に対して定期的に利息を支払っているため、準備資産とステーブルコインの債務の間のバッファーが侵食される可能性がある。ムーディーズによる分析では、そのような支払いのための資金源と、そのような支払いのための準備資産を提供する発行者の能力に焦点を当てている
テクノロジー	・ テクノロジー・リスクは、ステーブルコインの発行者が所有権を記録し、移転を容易にするためにブロックチェーン・インフラとスマートコントラクトに依存していることから発生する。これらのシステムの混乱は、発行者がステーブルコインを適時に額面で償還する能力を損なう可能性がある。ムーディーズによる分析では、発行者がこれらのリスクを特定、管理し、完全に軽減する能力に焦点を当てている

（出所）Moody's, "Cross-Sector Rating Methodology: Stablecoin," March 17, 2026、より野村資本市場研究所作成

4. 分析アプローチ

ムーディーズでは、ステーブルコインの預金格付けの分析アプローチを2ステップで構成している。具体的には、第1ステップで、リザーブプールに関する信用分析と市場価値分析を行い、暫定結果を導き出す。第2ステップでは、追加の考慮事項として、構造的分析、オペレーショナル・リスクやテクノロジー・リスクの評価、流動性分析等を実施し、最終的な格付けを付与する、といった流れである（図表 12 参照）。

図表 12 ムーディーズ：ステーブルコインの信用格付けのアプローチ



（出所）Moody's, “Cross-Sector Rating Methodology: Stablecoin,” March 17, 2026、より野村資本市場研究所作成

1) 第1ステップ：リザーブプールに関する2種類の分析から暫定結果を導出

ムーディーズが手法で使用している用語のリザーブプールとは、いわゆる準備資産のことであり、一般的にステーブルコインの価格を1ドル等の法定通貨にペッグするため、発行者が担保として保有する資産（現預金、国債等）の総称である。

ムーディーズは、リザーブプールに関する2種類の分析を行い、それぞれの結果のうち、低いほうが暫定結果となると説明した。なお、暫定結果は、英数字のスコアとして示すと説明されたが、格付手法においては具体的にどのような表記かは示されていない。

(1) リザーブプールに関する信用分析

ムーディーズは、リザーブプールの信用力が高いことはステーブルコインの償還義務に照らしてリザーブプールの価値が維持されることを意味する一方、リザーブプールの信用力が低いと発行者がステーブルコインを償還する能力に悪影響を及ぼす可能性が高くなると述べた。

信用分析では、ステーブルコインの裏付けとなる各準備資産を、資産そのものの格付けや関連するカウンターパーティ格付けを基に評価する。そして、リザーブプールの加重平均信用力と信用力が最も低い資産の信用力を考慮の上、リザーブプール全体の信用力を評価するとされた。格付手法には、準備資産の一般的な例と評価方法として、国債や現預金等が取り上げられている（図表 13 参照）。

図表 13 ムーディーズ：主な準備資産の例と信用分析手法（抜粋）

参照資産	説明
国債	<ul style="list-style-type: none"> ・ 国債の信用リスクは、関連する政府の信用リスクに依拠する ・ 例えば、米国のステーブルコインの場合、主な準備資産はTビルの可能性が高い。ステーブルコインは、短期の現金担保付債券貸借取引（レポ取引）のみならず、T ビルに直接投資することもできるが、この例では、信用リスクは、米国政府の長期発行体格付けに相当する
現預金	<ul style="list-style-type: none"> ・ リザーブプールには 1 つ以上の銀行口座に現預金がある場合があり、これらの現預金は当該口座の銀行の信用リスクに晒される。代替条項がない場合、当該口座の銀行の預金格付けを使用する ・ ステーブルコインの発行者は当該口座の銀行における格付けが最低水準を下回った場合に代替条項を設けることがある。これらの条項により、発行者は最低格付水準以上の新たな機関に現預金を移転する必要がある。このような場合には、準備資産の信用リスクに対する現預金の寄与度を評価する際に、口座のある銀行の預金格付けより高い格付けを用いることを検討することができる

（出所） Moody's, "Cross-Sector Rating Methodology: Stablecoin," March 17, 2026、より野村資本市場研究所作成

（２）リザーブプールに関する市場価値分析

ムーディーズによると、市場価値リスクは、ステーブルコイン保有者からの償還要求に対応するために、予定された満期前に準備資産を売却する必要がある場合に関連するものである。

市場価値分析では、準備資産の種類と満期に応じて、それぞれの市場価値リスクを推定する。市場価値リスクは、準備資産の種類毎にアドバンス・レートを適用することで定量化し、リザーブプール全体の市場価値分析結果を導き出している。

アドバンス・レートとは、担保の掛け目のようなもので、準備資産の価格が下落した際に、ステーブルコインの価値がアンダーペッグとなることを防ぐ目的で着目される指標であり、数値が高いほど、準備資産の市場価値リスクが低いことを示している。ムーディーズは、アドバンス・レートを、価格変動率（ボラティリティ）と流動性リスクに加えて清算トリガーを勘案し、格付水準に応じて導き出すと説明した。

清算トリガーは、リザーブプールの追加カバー率³⁶が一定水準を下回った場合、発行者が短期間のうちにリザーブプールを清算し、発行済みのステーブルコインをすべて償還することを義務付けるものである。ムーディーズでは、清算トリガーの有無により、異なるアドバンス・レートを提示している（図表 14 参照）。また、清算トリガーに関する詳細の分析は、後述の構造分析で行うことを想定している。

³⁶ 追加カバー率とは、発行者がステーブルコインの負債額を上回って保有することが義務付けられる担保の水準（前掲注 32 参照）。

図表 14 ムーディーズ：アドバンス・レート例の例（抜粋）

金融商品	清算トリガー有り			清算トリガー無し		
	Aaa	Aa	A	Aaa	Aa	A
Tビル 1 カ月	99.6%	99.6%	99.7%	99.6%	99.6%	99.7%
Tビル 3 カ月	99.1%	99.2%	99.3%	98.6%	98.8%	99.0%
Tビル 6 カ月	98.4%	98.7%	98.9%	96.6%	97.2%	97.7%
Tビル 1 年	97.4%	97.8%	98.1%	92.4%	93.8%	94.8%

(注) 清算トリガー有りでは、最大5日間の市場価値リスクに対するエクスポージャー期間を想定している。
 (出所) Moody's, "Cross-Sector Rating Methodology: Stablecoin," March 17, 2026、より野村資本市場研究所作成

2) 第2ステップ：追加の考慮事項の勘案を通じて格付けを付与

暫定結果が導出された後、第2ステップでは、追加の考慮事項を勘案することとなる。ムーディーズによる格付手法では、追加の考慮事項により暫定結果からノッチ調整を実施する旨が示されたが、ノッチ調整の幅や方向性（引き上げ・引き下げ）は言及されていない。

以下では、追加の考慮事項として、(1) 構造的分析、(2) オペレーショナル・リスク、(3) テクノロジー・リスク、(4) 流動性分析、(5) その他の考慮事項、の要点を取り上げる。

(1) 構造的分析

構造的分析では、第1ステップのリザーブプールに関する市場価値分析でも取り上げられた清算トリガーをより詳細に分析するとともに、利払い、コストと費用等の要素を評価する旨が示された（図表 15 参照）。

図表 15 ムーディーズ：構造的分析における評価要素

項目	概要
清算トリガー	<ul style="list-style-type: none"> アドバンス・レートよりも高い水準の清算トリガーが設定されている場合、本トリガーが市場価値リスクの強力な軽減策とみている 清算トリガーがないステーブルコインについては、分析を拡張して、市場価値リスクの追加的な軽減策や、市場価値リスクへのエクスポージャーを増加させる可能性のある特徴も評価する
利払い	<ul style="list-style-type: none"> 特定のステーブルコインの保有者は、ステーブルコインを保有する期間を通じて、定期的に契約上の利息額の支払いを受ける権利を有することがある。そのような場合、ステーブルコインの発行者が、ステーブルコインの契約条件に従って定期的に利息を支払う能力を評価する
費用と支出	<ul style="list-style-type: none"> ステーブルコインの運用に関連して予想される総コストを分析する。これには、発行者が雇用している当事者に支払う契約手数料や、ライセンスや税金等のその他の継続的な費用が含まれるほか、発行者が被る可能性のある一時的または予期しない費用も考慮する。 分析では、そのような費用をカバーするために使用される可能性のある資金源の利用可能性と妥当性を評価する
為替リスク	<ul style="list-style-type: none"> 為替リスクは、準備資産がステーブルコインの法定通貨と異なる通貨建てである場合に発生する可能性がある。そのような場合、ステーブルコイン保有者に対する追加的な予想損失がターゲットとなる格付けと整合的であるか否かを評価する
レーティング・キャップ (格付けの上限)	<ul style="list-style-type: none"> ステーブルコインの資産を短期間で清算する必要があるシナリオ下では、強力な緩和策（極めて高い流動性プロファイルを有するリザーブプール、高格付けの事業体からの流動性サポート）がない限り、通常、格付けの上限をAaaとする
損失ベンチマーク	<ul style="list-style-type: none"> ステーブルコインの格付けにおいて期待損失を算出する場合、対称範囲を用いた理論的な損失表を参照する損失ベンチマークを選択する

(出所) Moody's, "Cross-Sector Rating Methodology: Stablecoin," March 17, 2026、より野村資本市場研究所作成

(2) オペレーショナル・リスク

ムーディーズの格付手法では、ステーブルコインのオペレーショナル・リスクの定義を、「当事者が取引文書に従って義務履行できず、その結果、取引当事者のいずれかによって引き起こされる可能性のある支払い遅延またはステーブルコイン保有者の損失」と示した。

オペレーショナル・リスクの評価については、各主要取引先の金融混乱リスク、ステーブルコインと類似の商品の管理実績、運用の安定性及び表明されたコミットメントの履行を含む運用履歴に焦点を当てると説明された。その上で、評価に関する2つの方向性が挙げられた。

1つ目は、主要取引先が限られている若しくは実績に一貫性がない、未解決の法的紛争、不十分な文書化慣行、若しくは償還または開示の約束を履行しなかった履歴を有する場合、暫定結果よりも低い評価を割り当てることがあるというものである。

2つ目は、カウンターパーティのオペレーショナル・リスクについて、以下の2つのうちいずれかの条件に該当する場合、ステーブルコインを A2 または Prime-1 以上の格付水準にすることがあるというものである。具体的な条件は、(1) 全ての主要カウンターパーティが A2 または Prime-1 の格付けが付与されている若しくは同水準の格付けを有する親組織に紐づいている、(2) 極めて高レベルの準備を達成するために並行して活動を行うバックアップのカウンターパーティや、適切な第三者との委任管理協定等、適切な追加のオペレーション上の安定対策を規定する構造となっている、である。

(3) テクノロジー・リスク

ムーディーズの格付手法では、ステーブルコインの発行者は、ブロックチェーン技術とスマートコントラクトに依存しており、これらの中断は、発行者がステーブルコインを適時かつ額面通りに償還する能力に大きな影響を与える可能性があるとして指摘された。その上で、テクノロジー・リスクとして、(1) ブロックチェーン・ネットワークのフォーク（分岐）³⁷、(2) 並列ブロックチェーンを作成し、償還の検証を複雑にするプロトコルの分裂、(3) 51%攻撃（攻撃者がネットワークの計算能力の大部分を制御）、が挙げられた。

加えて、テクノロジー・リスクの評価においては、発行者がリスクを特定、管理、監視、報告するための効果的なプロセスを有しているか否かに焦点を当てるとともに、

³⁷ フォークとは、ブロックチェーンの構造が分岐し、複数のチェーンが同時に存在する状態を指す。フォークの影響の度合いによって、ソフトフォーク（フォーク以前のチェーンとフォーク後のチェーンに互換性がある場合を指す）とハードフォーク（フォーク以前とフォーク後のチェーンに一切互換性がない場合を指す）がある。特にハードフォークでは、フォーク以前の履歴は共有されるものの、新旧のチェーンが完全に分断され、新しいデジタル資産を生むこともある。フォークには、イノベーションの促進、ユーザーへの選択肢の提供といったメリットがある一方、ユーザー・コミュニティの分裂、市場におけるボラティリティの喚起、ユーザーの混乱といった問題点が挙げられる（OneKey「ビットコインのフォーク：なぜ重要なのか、そしてなぜこれほど議論を呼ぶのか？」2025年9月12日）。

慎重なリスク管理を確保する発行者の内部ガバナンスと統制の枠組みについても検討すると説明された。

(4) 流動性分析

格付手法では、ステーブルコインは、保有者の要求に応じてコインを交換するというニーズを満たすべく、流動性が高く、容易に利用可能な準備資産の十分な割合を必要とするとされた。その上で、流動性分析は、第1ステップにおけるリザーブプールに関する市場価値分析に追加する形で、定性的に行うと説明された。

考慮する項目としては、観測される償還率と費用、償還の約束がどのように定義されているか、償還プロセスの複雑さ、担保管理を担うカウンターパーティの専門性、ステーブルコイン保有者の集中度、ステーブルコイン保有者や銀行等に係るストレスシナリオ、ガバナンスの質と規制環境が挙げられた。

併せて、ステーブルコインの流動資産を5つのカテゴリー（A～E）で定義し、リザーブプールのほとんどが流動資産で構成されている場合、ステーブルコインに短期格付けの最上位であるP-1の預金格付けを付与することができるとされた（図表16参照）。

図表16 ムーディーズ：流動資産のカテゴリー

カテゴリー	内容
A	・ 預金取扱機関に保有されている現預金
B	・ 償還義務と同通貨の中央政府証券で、少なくとも準備資産の信用力と同等の格付けを有し、ステーブルコインの満期が約束した償還期限を超えないもの
C	・ 償還義務と同じ通貨で、流動性及び市場の厚みがある中央政府証券で、準備資産の信用力と同等以上の格付けを有し、満期がステーブルコインの償還期限を超えるが3か月を超えないもの
D	・ ステーブルコインと同水準の格付けを有するカウンターパーティからの償還約束期間内の資金調達を可能にする、コミットメント済みの未利用流動性ファシリティ。このような流動性ファシリティには、重要かつ不利な変更条項または流動性ファシリティのカウンターパーティからのコミットメントを制限する条項は含まれない
E	・ ステーブルコインの償還期限を超えない満期の翌日物レポ取引契約、及び1日の取消不能な強制償還機能を含む日次変動金利要求手形及びコール口座で、カウンターパーティがステーブルコインの格付けと同水準の格付けを有するもの

（出所）Moody's, "Cross-Sector Rating Methodology: Stablecoin," March 17, 2026、より野村資本市場研究所作成

(5) その他の考慮事項

格付手法では、上記の項目に加えて、環境・社会・ガバナンス（ESG）に関する考慮、ポートフォリオ管理、法的リスク等の要素が挙げられた（図表 17 参照）。

図表 17 ムーディーズ：その他の考慮事項における評価要素

項目	概要
ESG	<ul style="list-style-type: none"> ESG への配慮は、この分野における債務の格付けに影響を及ぼす可能性がある
ポートフォリオ管理	<ul style="list-style-type: none"> ガバナンス文書に概説されている投資戦略と、その戦略を継続的に実施する担保管理者の能力の両方を評価する ステーブルコインの負債をカバーするための要件に対応するために必要である追加のカバレッジ及び関連する準備口座の維持に関する規定に対処する追加的な基準を検討する 信用リスク及び市場リスクの観点からポートフォリオを適切に管理できない可能性があるかと判断した場合、または担保管理者のパフォーマンスに限界があると判断した場合には、定量的または定性的な調整を行うことがある
法的リスク	<ul style="list-style-type: none"> 予想される投資家の損失に影響を及ぼす可能性のある法的リスクを評価する。具体的には、ステーブルコイン保有者の利益のために、発行者を含むカウンターパーティー・エクスポージャーから準備資産が効果的に切り離されているか否かを検討する ステーブルコインと準備資産の両方が、発行者のバランスシートに計上されている場合、資産の分別と、発行者の債務とステーブルコイン発行を結びつけるクロスデフォルト条項があるか否かを評価する。オフバランスシートのステーブルコイン構造については、発行者が倒産隔離される構造になっているか否かを検討する
発行者によるサポート	<ul style="list-style-type: none"> ステーブルコインの発行者によっては、ステーブルコインの保有者に直接請求権を提供したり、ステーブルコインに対して他の形態の金融支援を提供したりする場合がある 発行者からの金融支援により、ステーブルコインの保有者への支払いを支援できる資金の利用可能性が高まる可能性がある。このような支援の存在により、上方修正をもたらす場合がある
規制上の考慮事項	<ul style="list-style-type: none"> 規制の影響は、ステーブルコイン発行者に制限や一定の制約をもたらす可能性がある 規制、実施、またはエンフォースメントに関する地域差は、特定のステーブルコインにとって有利または不利になる可能性がある ステーブルコイン発行者が活動する規制の枠組みを評価することによって、ステーブルコインに格付けを付与する 取引文書、法的契約書、第三者報告書及び法的意見を含む関連文書に加え、ステーブルコイン発行者が将来的に運営する方法に影響を与える可能性のある、許可された修正に関する適用条件も確認する
データ品質評価	<ul style="list-style-type: none"> ステーブルコインの格付けは、信頼できる情報源からの十分な情報があり、その情報が下記 4 つの特性に関して信頼性の最低閾値を満たしている場合にのみ付与する。ただし、最低閾値に達している場合でも、データ品質に関する懸念により、付与する格付けが制限される可能性がある <ul style="list-style-type: none"> 発行者とスポンサーのステーブルコイン保有者との利害の一致、すなわち、高品質なデータを提供するインセンティブ 発行者のポリシーと手順 利害関係のない第三者がデータをレビューしている度合い データ品質を裏付けるための表明と保証の存在または厳格さ
ソブリン・リスク	<ul style="list-style-type: none"> ソブリンの信用の質は、損失の仮定やサポート・プロバイダー等の取引相手の信用の質に影響を及ぼす可能性がある。ステーブルコインは、政府証券が準備資産に占める割合が高いことが多いため、通常、ソブリン政府の信用力と密接に関連する 取引の資産、オリジネーター、スポンサーまたは発行者が所在する国は、取引にシステミックな経済的、法的または政治的リスクをもたらす、発行者が約束どおりに投資家に支払う能力に影響を与える可能性がある。このようなリスクについては、通常、現地通貨の上限を適用することにより、分析に組み入れる
モニタリング	<ul style="list-style-type: none"> 通常、取引をモニタリングする際に、本格付手法の主要な構成要素を適用する ムーディーズは通常、準備資産の構成、流動性指標、償還活動等の運用データを発行者から少なくとも月単位で受け取るとともに、年次監査済み財務諸表及び月次準備資産証明によって補足される 取引のモニタリングにおいて、発行体は通常、独立した監査を行い、発行体の構造またはリスク・プロファイルに重大な変更がある場合には、追加的な検証を求めることがある

（出所）Moody's, "Cross-Sector Rating Methodology: Stablecoin," March 17, 2026、より野村資本市場研究所作成

IV 今後の論点

ステーブルコインをめぐるのは、S&P グローバルは信用格付けではなく安定性評価、ムーディーズは信用格付けの中でも預金格付けという形で、評価・分析結果を示していくこととなった。ステーブルコインという新たな金融商品が誕生してから約 10 年で、世界的に主要な格付会社 2 社による取り組みが始まったことは、金融資本市場参加者や既存・潜在的な利用者に対してステーブルコインを選択する際の判断軸や、ステーブルコインが健全に発展する道筋を提供し得るといった観点で一定の意義を有する動きと考えられる。

ステーブルコインの安定性評価及び信用格付けをめぐる今後の注目点としては、(1) 2 社による評価・分析結果がどの程度共通・乖離するものになるか、(2) ステーブルコインの普及にどの程度寄与するか、等が挙げられる。

1 点目について、2 社による評価分析は、S&P グローバルが法定通貨とのペッグを維持する能力に関する見方を相対的に示す一方、ムーディーズは預金取扱等機関が預金債務を遅滞なく返済する能力に関する意見でデフォルト時の予想金銭損失も反映する預金格付けを示すといった異なるアプローチを採っている(図表 18 参照)。ただし、準備資産/リザーブプールの信用力や市場価値に焦点を当てた分析を行う等の共通点も見られている。

図表 18 ステーブルコインに関する S&P グローバルの安定性評価とムーディーズの預金格付けの比較

項目	S&P グローバル	ムーディーズ	
名称	安定性評価(ステーブルコインの法定通貨とのペッグを維持する能力に関する見方を 5 段階で示すもの)	預金格付け(預金取扱等金融機関が外貨建て及び本国通貨建て預金債務を遅滞なく返済する能力に関する意見であり、デフォルト時に予想される金銭損失も反映)	
分析アプローチ	<ul style="list-style-type: none"> 第 1 ステップで資産の質及び超過担保と清算メカニズムを分析し、資産の評価を 5 段階(1[Very Strong<大変強固>]~5[Weak<脆弱>])で提示 第 2 ステップで 5 つの追加要因(ガバナンス、法的及び規制上の枠組み、償還可能性と流動性、技術とサードパーティへの依存、トラックレコード[実績])を検討して、最終的な安定性評価を 5 段階(同上)で示す 	<ul style="list-style-type: none"> 第 1 ステップでリザーブプールに関する信用分析と市場価値分析を行い、暫定結果を導出 第 2 ステップで追加の考慮事項として、構造的な分析、オペレーショナル・リスクやテクノロジー・リスクの評価、流動性分析等を実施し、最終的な格付けを付与 	
開始時期	2023 年 12 月(8 つのステーブルコインの評価公表)	2026 年 3 月(格付手法公表)	
カバレッジとレンジ	<ul style="list-style-type: none"> 11 種類 2(Strong[強固])~5(Weak[脆弱]) 	—	
	評価		ステーブルコイン
	2		EURC、USDC、USDG、USDP
	3		EURCV、GUSD
	4		FDUSD、USDS/DAI
5	USDe、USDT、TUSD		

(注) 2026 年 3 月 31 日時点。

(出所) S&P Global, “Analytical Approach: Stablecoin Stability Assessments,” November 28, 2023; Moody’s, “Cross-Sector Rating Methodology: Stablecoin,” March 17, 2026、より野村資本市場研究所作成

今後、ムーディーズによるステーブルコインに対する預金格付けの付与が行われるとみられるが、金融市場において信用格付けにおけるレーティング・スプリット³⁸の考え方が相応に浸透していることに鑑みると、2社の評価・分析結果がどの程度共通・乖離する傾向になるかに一定の注目を集める可能性があると考えられる。

2点目について、ステーブルコインには様々なユースケースが想定されているが、テラショック等の過去の事案も踏まえて安定性や信用力により注目が集まるようになっている。そのような中で始まった主要格付会社2社による評価分析の精度が向上していくようであれば、ユースケースがさらに広がっていくことが期待できる。とりわけ、米国で2025年7月に成立した「GENIUS（ジーニアス）法」³⁹において、従前不透明であったステーブルコインの発行要件が明確化され、金融機関の参入表明が相次いでいることを鑑みると、例えばステーブルコインのパフォーマンスに連動した上場投資商品（ETP）⁴⁰やステーブルコインを担保にした住宅ローン等、2社による評価分析も活用したステーブルコイン関連の金融商品開発が進む可能性も期待される。

³⁸ レーティング・スプリットは、複数の格付会社が同じ企業に異なる格付けを付与している状態を指す（下田尚人・河合祐子「格付格差の現状と背景：依頼格付と非依頼格付、レーティング・スプリット」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No. 07-J-3、日本銀行、2007年3月）。

³⁹ GENIUS（ジーニアス）法に関する詳細は、橋口達「トランプ政権が推進するデジタル資産政策」『野村資本市場クォーターリー』2025年秋号、坂上聖奈「ステーブルコインの可能性を探る米金融機関」『野村資本市場クォーターリー』2025年秋号、を参照されたい。

⁴⁰ ステーブルコインの価格に連動したETPは、1本のファンドで複数のステーブルコインに投資することができるため、ステーブルコインの現物を直接投資する際に伴う技術的な複雑さや保管リスクを軽減することが期待される。例えば、スウェーデンの暗号資産に特化した資産運用会社ヴァーチューン（Virtune）は、イーサ等の各ブロックチェーンにおけるステーブルコインの価格に連動したETP「Virtune Stablecoin Index ETP」をドイツ証券取引所クセトラに上場している。