暗号資産 ETF の実現に向けて
－米国で注目されるビットコイン現物 ETF と日本の制度上の論点－

坂上　聖奈

▌要　約▐

1. 日本において、暗号資産の規制を巡る議論が活発化している。背景として、米国でのビットコイン現物 ETF の承認を契機に、有価証券投資の形態で暗号資産エクスポージャーを得るための手段として、暗号資産 ETF に対する関心が高まりつつあることが挙げられる。
2. 米国では、投資対象としての暗号資産への関心が一層高まる中、2025 年 1 月に発足したドナルド・トランプ大統領の新政権が暗号資産支援の方向性を打ち出しており、暗号資産に係る制度整備に向けた動きが活発化している。
3. ビットコイン現物 ETF は、ビットコイン現物市場における資金流入増に影響し、また、伝統的な金融資産との相関が低く、ポートフォリオの分散効果に寄与するとされている。
4. 日本における暗号資産 ETF としては、①投資信託及び投資法人に関する法律に基づく投資信託として組成する場合、②外国籍ファンドを持ち込む場合、③信託法に基づく受益証券発行信託として組成する場合、が考えられる。また、暗号資産と ETF の税務上の取り扱いについても留意する必要があろう。
5. 暗号資産 ETF は、投資家にとって、有価証券投資を通じた暗号資産へのアクセスを可能とする。日本においても、暗号資産への投資家ニーズが増加する中、暗号資産 ETF の実現に向けた今後の議論の動向が注目される。

野村資本市場研究所　関連論文等

・板津直孝「暗号資産の発行及び保有に係る開示規制－金融商品取引法及び資金決済法に基づく開示－」『野村資本市場クォータリー』2024 年春号。
・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。

Ⅰ 日本で活発化する暗号資産 ETF を巡る議論

１．暗号資産 ETF 導入機運の高まり

日本において、暗号資産の規制を巡る議論が活発化している。きっかけの一つとなったのが、自由民主党が 2024 年 5 月に公表した「web3 ホワイトペーパー2024～新たなテクノロジーが社会基盤となる時代へ～」である。そこで、暗号資産 ETF の検討が提言されたことが大きな注目を集め、議論が本格化した。

2025 年 3 月には、同ホワイトペーパーを具体化するための制度改正に関する提言として、「暗号資産を新たなアセットクラスに～暗号資産に関する制度改正案の概要～（案）」が自由民主党から公表された。そこでは、①暗号資産を国民の資産形成に資する資産として位置づけ、暗号資産市場の健全な発展と投資家保護を両立するため、有価証券とは異なる新たなアセットクラスとして、金融商品取引法（金商法）の枠組みに組み入れること、②暗号資産の税務上の取り扱いについて、現行の総合課税から分離課税へ移行することなどが提案されている。

上記を受けて、金融庁が 2025 年 4 月に公表したディスカッション・ペーパー「暗号資産に関連する制度のあり方等の検証」は、①情報開示・提供規制のあり方、②業規制のあり方、③市場開設規制のあり方、④インサイダー取引への対応という観点から、現行の資金決済法ではなく、金商法を中心とした法制の中での見直しの必要性を指摘している。

一方で、民間においても、暗号資産に関する制度の見直しを求める声が高まっている。国内の金融機関・暗号資産交換事業者らによる国内暗号資産 ETF 勉強会は、2024 年 10 月に「国内における暗号資産 ETF 等の組成等に向けた提言」を公表した。同提言は、暗号資産 ETF およびその前提となる投資信託等のファンド（暗号資産 ETF 等）の組成並びにその後の販売の実現に向けた論点を整理するとともに[1]、法規制等の整備が必要であるとしている。

２．国内投資家におけるビットコイン ETF への関心

日本における暗号資産の購入は暗号資産交換業者を介するが、暗号資産交換業者における口座開設数は延べ 1,200 万口座[2]、利用者預託金残高は 5 兆円（いずれも 1 月末時点）を超え[3]、2025 年 3 月中の現物取引高は約 2 兆円に達している。

---

1 国内暗号資産 ETF 勉強会参加メンバー一同「国内における暗号資産 ETF 等の組成等に向けた提言」2024 年 10 月 25 日。

2 口座数は、個人及び法人が設定した口座数の合算値であり、同一人物が複数の暗号資産交換業者で口座を開設している場合には複数の口座が口座数として計上されている。

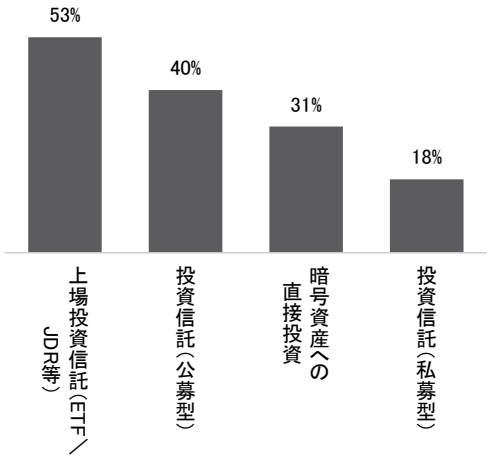
3 暗号資産交換業者が預託を受けている暗号資産及び金銭等の合計額を指す。なお、円換算での時価評価額に基づいて算出されている。

これらは暗号資産に直接投資するものであるが、米国でのビットコイン現物 ETF[4]の承認を契機に、日本においても、有価証券投資の形態で暗号資産エクスポージャーを得るための手段として、暗号資産 ETF への関心が高まりつつある。

野村ホールディングス株式会社及び同社のデジタルアセット子会社であるレーザー・デジタル・ホールディングス AG は 2024 年 6 月、「機関投資家が暗号資産をどのように投資したいか」の調査を行った（図表 1）[5]。同調査では、「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%と過半数を超えた。

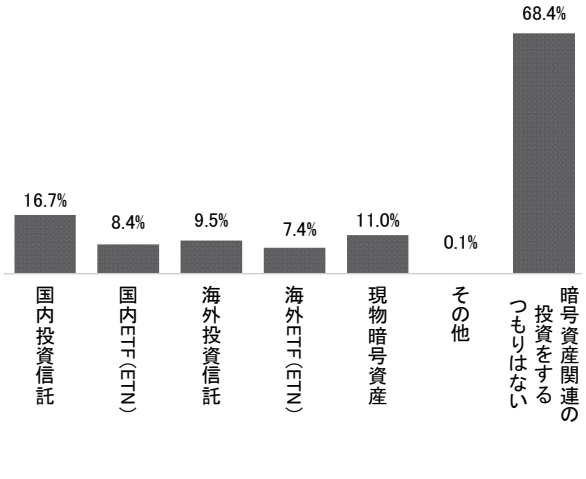
一方で、個人投資家の暗号資産 ETF への関心を探るべく、野村ホールディングスは 2024 年 3 月に「個人投資家が暗号資産関連の投資を検討する際、どのような金融商品に投資したいか」を調査している（図表 2）[6]。同調査では、個人投資家の中で暗号資産の「国内・海外投資信託」、「国内・海外 ETF（ETN）」に対する関心は 42.0%と「現物暗号資産」の 11.0%よりも高く、暗号資産に関心のある個人投資家は現物よりもファンドを通じた暗号資産投資を希望していることが見て取れる。

図表 1　機関投資家の暗号資産投資ニーズ



（注）　複数回答可能。全体集計数 n=547。
（出所）野村ホールディングス株式会社、レーザー・デジタル・ホールディングス AG「デジタルアセットの投資動向に関する機関投資家調査 2024」2024 年 6 月 24 日より、野村資本市場研究所作成

図表 2　個人投資家の暗号資産関連金融商品の関心



（注）　複数回答可能。全体集計数 n=1,000。
（出所）野村ホールディングス株式会社「ノムラ個人投資家サーベイ（2024 年 3 月）」2024 年 3 月 14 日より、野村資本市場研究所作成

[4] 米国で上場したビットコイン現物 ETF は、原則として、現金設定・現金償還型の形式をとるが、足元、一部の銘柄において、金融機関や暗号資産交換事業者が現物設定・現物交換を求める動きも出ている。
[5] 野村ホールディングス株式会社、レーザー・デジタル・ホールディングス AG「デジタルアセットの投資動向に関する機関投資家調査 2024」2024 年 6 月 24 日。
[6] 野村ホールディングス株式会社「ノムラ個人投資家サーベイ（2024 年 3 月）」2024 年 3 月 14 日。

Ⅱ 米国における暗号資産 ETF を巡る動向

米国では、2024 年 1 月のビットコイン現物 ETF の米国証券取引委員会（SEC）承認以降、投資対象としての暗号資産への関心が一層高まる中、2025 年 1 月に発足したドナルド・トランプ大統領の新政権が暗号資産支援の政策を打ち出しており、暗号資産に係る制度整備に向けた動きが活発化している。以下では、米国の暗号資産 ETF を巡る動向として、①投資家の暗号資産・暗号資産 ETF に対する意識、②金融イノベーション法案（FIT21 法案）とトランプ政権下での暗号資産規制動向について紹介する。

１．投資家の暗号資産・暗号資産 ETF に対する意識

米国の機関投資家は、ビットコイン現物 ETF の SEC 承認以降、ビットコインに代表される暗号資産へのエクスポージャーを増加させている。機関投資家におけるビットコイン現物 ETF の保有状況は、2024 年 1 月から 12 月にかけて、大手金融機関を中心に増加傾向がみられ、その保有総額は約 270 億ドルとビットコイン現物 ETF 全体の 25.4％を占めるに至っている（図表 3）。

図表 3　米国大手金融機関のビットコイン現物 ETF 保有状況（2024 年第 4 四半期）

金融機関名	保有総額（単位:ドル）
モルガン・スタンレー	272,122,000
US バンコープ	15,579,000
PNC ファイナンシャル・サービシズ・グループ	12,110,000
ブラックロック	6,564,000
バンク・オブ・アメリカ	5,125,000
トゥルーイスト・ファイナンシャル	2,250,000
ブラックロック・グローバル・アロケーション・ファンド	1,468,000
バンク・オブ・ニューヨーク・メロン（BNY メロン）	1,255,000
JP モルガン・チェース・アンド・カンパニー	742,000
フィフス・サード銀行	160,000
UBS グループ	146,000
ウェルズ・ファーゴ・アンド・カンパニー	142,000

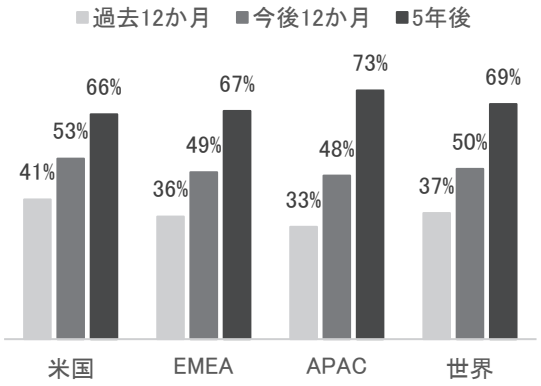
（出所）“Bitcoin ETF Investors: Full List of Institutional BTC Fund Holders in 13F Filings,” CCN, March 7, 2025 より、野村資本市場研究所作成

米国のカストディアン・バンクであるステート・ストリートが2024年4月に行った「機関投資家が暗号資産を今後どのように保有するか」に関する調査では[7]、米国の機関投資家のうち、過去 12 か月に暗号資産の保有が増加したという回答率が 40%となり、EMEA（欧州、中東及びアフリカ地域）や APAC（アジア太平洋地域）よりも 5 ポイント以上高い数字となった（図表 4）[8]。

他方、米国では、個人投資家がビットコイン現物 ETF の拡大を牽引しているとも報告されている[9]。これまで暗号資産を現物で保有していた個人投資家が利便性と規制の明確化という観点から ETF へと切り替えているとみられている。

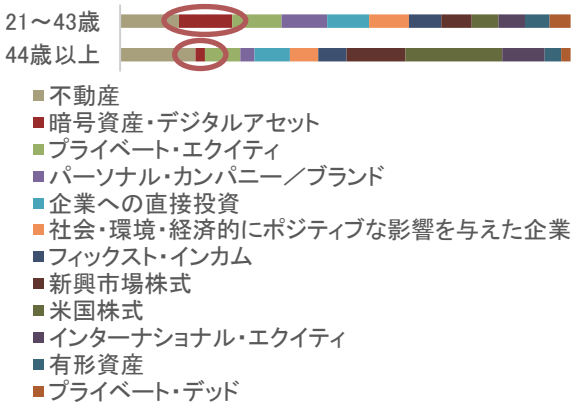
個人投資家による暗号資産への関心という観点では、バンク・オブ・アメリカが 2024 年 6 月に公表した「米国富裕層調査（Study of Wealthy Americans）」が参考になる。同調査では、ポートフォリオに占める暗号資産の割合は44歳以上の投資家で4%と少ないが、21 歳から 43 歳までの投資家では 28%となり、リスク選好にかかわらず、伝統的金融資産と暗号資産にほぼ均等に配分しているとされる（図表 5）。

図表 4　機関投資家の暗号資産への関心



（出所）State Street, “State Street Digital Asset Survey,” April, 2024 より、野村資本市場研究所作成

図表 5　個人投資家の平均資産配分



（出所）Bank of America, “Study of Wealth Americans,” June 18, 2024 より、野村資本市場研究所作成

[7] State Street, “State Street Digital Asset Survey,” April 2024.
[8] 5 年後の暗号資産保有については、米国の機関投資家のうち 66%が増加するとの回答であったが、世界平均は 69%であった。
[9] Binance, “Crypto Spot ETFs: A New Era of Digital-Asset Investment,” November 6, 2024.

２．FIT21 法案とトランプ政権下での暗号資産規制動向

米国における暗号資産市場が拡大する中、暗号資産に係る包括的な規制枠組みとして注目されたのが 21 世紀のための FIT21 法案である[10]。同法案は、暗号資産の発行から流通までを規制する枠組みであり、SEC と米国商品先物取引委員会（CFTC）の所管を含めた法的位置づけを明確化している[11]。共和党が主導した同法案は、2024 年 5 月に米国下院議会で超党派による賛成多数で可決したが、その後、一部上院議員が暗号資産に対する CFTC の監督権限に疑問を呈したことなどもあり、法案の成立には至っていない[12]。

そうした中、2025 年 1 月に発足したトランプ政権は、暗号資産の規制緩和や促進に向けた政策を進めている。大統領就任直後、デジタル資産の規制枠組みの策定に向けて、「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の強化」と題した大統領令に署名し、財務長官、SEC 及び CFTC の委員長らで構成される「デジタル資産市場に関する大統領作業部会」を設立したことに加えて、第三者を代理して暗号資産を保管する上場企業が暗号資産の公正価値を貸借対照表に負債計上し、その性質等を注記で開示することを求めた SEC 事務局の解釈通知 SAB121 を撤回した。

2025 年 3 月には、ステーブルコインの規制枠組みを整備する立法措置を支援することをトランプ大統領が表明するとともに、ビットコインを含む 5 つの暗号資産を政府が戦略的に備蓄する「ビットコイン準備金及びデジタルアセット備蓄」に関する大統領令が発出されるなどの動きがみられた。米国は、過去の犯罪等の事案で 200 億ドル相当のビットコインを押収しているが、トランプ政権でホワイトハウスの人工知能（AI）・暗号資産政策責任者を務めるデビッド・サックス氏は、価値保存の手段として、ビットコインの活用を視野に入れている[13]。

他方、上院銀行委員会では、ステーブルコインの包括的な枠組みの創設を目指す「米国ステーブルコインの国家的イノベーションの指導と確立法案（GENIUS 法案）」、暗号資産事業者が金融サービスから排除される「デバンキング（Debanking）[14]」の問題解決に向けた「金融健全性・規制管理法案（FIRM 法案）」が 2025 年 3 月に可決された。GENIUS 法案はその後、上院本会議で否決されたが、修正・再審議に向けた動きが進んでいる。

---

[10] Congress.gov, “H.R.4763 - Financial Innovation and Technology for the 21st Century Act,” 118th Congress (2023-2024), July 27, 2023.

[11] 詳細については、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 年春号を参照されたい。

[12] “Sen. Durbin questions CFTC's ability to regulate crypto following FIT21 passage,” *THE BLOCK*, June 13, 2024.

[13] “Bringing people from tech industry to Washington is a positive thing: Trump’s AI Czar David Sacks,” *CNBC*, February 5, 2025.

[14] トランプ大統領と議会与党の共和党は、支持基盤の保守派や暗号資産事業者が銀行等の金融サービスから不当に排除されていると訴えており、規制当局や銀行に対して是正を迫っている。

Ⅲ ビットコイン現物 ETF がもたらす影響

ビットコイン現物 ETF がもたらす影響として、①ビットコイン現物市場における資金流入増、②投資家のポートフォリオ分散効果が挙げられる。

１．ビットコイン現物市場へのビットコイン現物 ETF の影響

ビットコイン現物 ETF の売買は、ビットコイン現物市場に影響を及ぼす。ビットコイン現物 ETF への資金純流入額が 2025 年 4 月 22 日に単日で約 9 億ドルを記録したことで、ビットコイン現物 ETF の純資産総額は 1,000 億ドルを超え、ビットコインの時価総額に対するビットコイン現物 ETF の時価総額の割合は約 6.0%となった[15]。

ビットコイン現物 ETF への資金純流入額とビットコイン現物価格との間には相関関係があり、ビットコイン現物 ETF への資金純流入額から、ビットコイン現物価格を予測できることが報告されている[16]。

また、ビットコイン現物 ETF のマーケット・メーカーがビットコイン現物の取引を活発化させていることも報告されている。同マーケット・メーカーの取引とビットコイン現物市場の流動性との間での相関が指摘されており、マーケット・メーカーの取引増により市場の流動性が高まることで、現物価格のボラティリティが低下し、市場の効率性が向上しているといわれている[17]。

以上より、今後、ビットコイン現物 ETF 市場が拡大するにつれて、現物市場の流動性がより一層向上し、ビットコイン現物価格の安定化に寄与していくことも考えられる。

２．ポートフォリオの分散効果

ビットコイン現物 ETF への投資の利点として、ポートフォリオの分散効果が挙げられる。ビットコインは一般的に、伝統的な金融資産との相関が低いとされ、インフレ耐性があるため、分散投資の対象となり得る。

実際、ビットコインと S&P500 指数との相関は、新型コロナウィルスのパンデミック時に一時的に高まったものの[18]、2022 年以降は低下して、2024 年にはほぼ相関がなくなったと報告されている[19]。

---

15 Glassnode, “BTC: US Spot ETF Net Flows.”

16 Falconx, “What Can Spot ETF Flows Tell Us About the Trajectory of Bitcoin Prices? A Preliminary Statistical Investigation,” October 11, 2024.

17 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。

18 CFA Institute, “How Do Cryptocurrencies Correlate with Traditional Asset Classes?” November 16, 2022.

19 湯山智教「暗号資産市場と金融市場の相互連関性に関する実証分析」『専修商学論集』119 53-71、2024 年 7 月 20 日。

しかし、今後ビットコイン現物 ETF が普及した場合、伝統的な金融資産との相関が高まる可能性に留意する必要があることも指摘されている。例えば、湯山（2024）は、伝統的な金融資産に投資する投資家が暗号資産への投資を拡大した場合、暗号資産市場と伝統的な金融市場の相関が高まり、暗号資産市場のリスクが伝統的な金融市場にも波及しうることについて警鐘を鳴らしている[20]。

足元では、他資産との相関の低さを踏まえて、ビットコインをポートフォリオの分散化に利用する動きもみられる。例えば、世界最大の資産運用会社ブラックロックは、ビットコインの分散効果の程度は、マグニフィセント・セブン（米国大型テクノロジー株 7 銘柄）とほぼ等しいという調査結果を公表した。同調査では、従来の伝統的な投資戦略である「60・40 ポートフォリオ（資産の 60%を株式、40%を債券に配分）」にビットコインを 1.0%から 2.0%の比率で組み入れた場合、マグニフィセント・セブンと同等のリスク寄与度（Risk contribution）[21]の改善が示されたという。同調査結果を踏まえて、ブラックロックは、ファイナンシャル・アドバイザー向けのモデルポートフォリオ「ターゲット・アロケーション・ポートフォリオ」を見直し、同社のビットコイン現物 ETF である iShares Bitcoin Trust（IBIT）をポートフォリオ全体の 1.0%から 2.0%の比率で組み入れている[22]。

Ⅳ 日本における暗号資産 ETF 実現に向けた制度上の課題

以下では、日本において考えられる暗号資産 ETF について、①投資信託及び投資法人に関する法律（投信法）に基づく投資信託として組成する場合、②外国籍ファンドを持ち込む場合、③信託法に基づく受益証券発行信託として組成する場合について考察した上で、④暗号資産の税務上の取り扱いを巡る議論について紹介する。

１．投資信託として組成する場合

現行の ETF は投信法に基づいているが、主たる投資対象として「特定資産」であることが求められる。特定資産は、国民の長期・安定的な資産形成手段として特別な制度的位置づけを与えられたものとされており、株式や債券、不動産などが含まれるが、暗号資産は含まれていない。

一方で、暗号資産 ETF が投資対象とする暗号資産として想定されるのは、主にビットコインのように、①大型株並みの時価総額まで拡大し、投資対象として十分な規模を持つもの、②安定した良好なトラックレコードを持ち、中長期的な資産形成に資する資産であると目されている[23]。このような観点から、投信法に基づく投資信託として暗号資産 ETF

[20] 前掲注 19 参照。
[21] ここでいうリスク寄与度は、ポートフォリオに対する週次リターンを用いて算出される。
[22] “BlackRock Adds Its Bitcoin ETF to Model Portfolio for First Time,” *Bloomberg*, February 28, 2025.
[23] 国内暗号資産 ETF 勉強会参加メンバー一同「国内における暗号資産 ETF 等の組成等に向けた提言」2024 年 10 月 25 日。

を組成する場合、暗号資産と特定資産との関係が論点になるものと考えられる。

加えて、金融庁「金融商品取引業者向けの総合的な監督指針」において、第一種金融商品取引業者による非特定資産を投資対象とする投資信託の販売について「適切ではない」とされている点にも留意が必要であろう。

２．国外ファンドを持ち込む場合

日本の投資家が国内に持ち込まれた外国籍のファンドを購入するという形態で海外の暗号資産 ETF に投資することはあり得るだろうか。投信法において、外国投資信託は「外国において外国の法令に基づいて設定された信託で、投資信託に類するもの」と定義されており、外国投資信託該当性について投資信託に類するものに該当するか否かが論点となり、ここでも、暗号資産と特定資産との関係が課題になるものと考えられる。

なお、非特定資産を投資対象とする外国投資信託についても、投信法に基づく投資信託と同様に、第一種金融商品取引業者による販売について「適切ではない」とされている点に留意が必要であろう。

３．受益証券発行信託として組成する場合

暗号資産は、信託法上の信託財産として信託することが可能とされている[24]。そのため、現行法においても、受益証券発行信託として暗号資産 ETF を組成することは可能であるように見える。一方で、受託資産である暗号資産は、有価証券に該当しないことから、暗号資産 ETF が東京証券取引所の上場規定に抵触する可能性がある。また、現行規制も受益証券発行信託として暗号資産 ETF を組成することを想定しているとは言えず、どのような扱いになるのか、更なる検証が待たれよう。

４．暗号資産の税務上の取り扱いを巡る議論

個人の暗号資産取引に係る所得税の取り扱いについては、国税庁が 2019 年 12 月に公表した「仮想通貨に関する税務上の取り扱いについて（FAQ）」において、原則として雑所得に区分される旨が示されている。そのため、暗号資産の売却等によって得た利益は、総合課税として給与所得等と合算した額に応じて累進税率の適用を受け、また、原則として確定申告が必要となる[25]。一方で、ETF の売買益は、譲渡所得として分離課税の対象となり、また、証券会社の源泉徴収（特定口座・源泉徴収あり）を選択すれば、確定申告が不要となる。

---

[24] 脇裕司・九本博延「令和元年資金決済法等改正について－信託業法施行規則、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律施行規則の改正の概要－」『信託』第 284 号、2020 年 11 月。

[25] 暗号資産取引による収益から必要経費を差し引き、その利益が 20 万円を超えた場合は、所得税の確定申告が必要となる。

仮に、暗号資産 ETF が日本で導入され、その取引から生じた所得が分離課税の対象とされると、総合課税の対象となる暗号資産と ETF との間で税制上の不均衡が生じかねない。結果として、国内の暗号資産の流動性を低下させることにつながるといわれている[26]。

なお、海外の暗号資産に係る税制をみると、概ねキャピタル・ゲイン課税が採用されている。例えば、米国や英国の場合、暗号資産取引で得た売却益に対しては、株式等の金融資産と同様にキャピタル・ゲイン課税が適用されている。そのため、暗号資産と ETF との間で税制上の不均衡が生じない。

V 結びに代えて

暗号資産 ETF は、投資家にとって、有価証券投資を通じた暗号資産へのアクセスを可能とするものである。これにより、投資規約等により暗号資産を保有することができなかった機関投資家も、ETF を介して暗号資産のエクスポージャーを得ることができ、ポートフォリオの分散化を図ることが期待できる。

また暗号資産 ETF は、暗号資産を直接保有する必要がないため、秘密鍵の紛失など保管の煩雑性やサイバー攻撃によるハッキングのリスクを軽減することもでき、投資家保護という観点からもメリットがあるものと考えられる。

米国では、暗号資産 ETF は投資家の資産形成における新たな投資機会として存在感を増している。米国の事例に倣えば、日本においても、暗号資産 ETF へのニーズが高まっていくことが考えられる。増加する投資家ニーズを踏まえ、暗号資産 ETF の実現に向けてさらに議論を深めていくことで、暗号資産市場のさらなる発展につなげることができるか、ひいては個人投資家・機関投資家の資産運用に貢献することができるか、今後の動向が注目される。

[26] 日本暗号資産ビジネス協会「2025 年度税制改正に関する要望書」2024 年 7 月 30 日。