

暗号資産市場の拡大と今後の注目点

新形 敦

暗号資産への注目が再び高まっている。二〇二四年、米国では暗号資産の現物ETFが上場され、暗号資産市場がさらに拡大している。また、米国のトランプ大統領は、二〇二四年の大統領選挙期間中からたびたび暗号資産を奨励する考えを表明し、大統領就任後の二〇二五年三月、暗号資産を戦略的国家備蓄とする大統領令を発表している。

暗号資産については、二〇〇〇年代後半のビットコイン誕生当初から、価格変動の激しさや本源的価値の曖昧さなどから、先行きについて懐疑的

な見方が多く示されてきた。しかし、その後二〇年近くを経ても市場の拡大は続いており、ビットコインなど暗号資産の価格は、激しい上げ下げを繰り返しつつも、誕生以来大きく上昇して推移している。

以下では、暗号資産市場の持続的拡大に向けた注目点を示したい。

一、暗号資産市場の動向

(1) 暗号資産市場の現状

暗号資産市場の時価総額は、直近ピークの二〇二四年一二月には約三・七兆ドルまで膨らんでいる。⁽¹⁾時価総額が約四九兆ドル(SIFMA, 二〇二三年時点)にのぼる米国の株式市場と比べると1/10以下に過ぎないものの、約六兆ドル(SIFMA, 二〇二三年時点)の日本の株式市場に迫る規模まで拡大している。

暗号資産には、裏付け資産がないノンステーブルコインと、法定通貨などの裏付け資産があるステーブルコインがあるが、暗号資産市場の時価総額のうち、六〇%超のシェアを占めるのが、ノンステーブルコインのビットコインであり、これに続くのが、約九%の同じくノンステーブルコイン

であるイーサリアムである(CoinMarketCap, 二〇二五年五月一六日時点)。これに対して、ステーブルコインであるテザーのシェアは約五%に過ぎない(同)。

このように、暗号資産市場では、資産の裏付けがないがゆえに価格が不安定とされるノンステーブルコインが中心となっている(以下では、断りが無い限り、暗号資産はノンステーブルコインを指す)。逆に、ステーブルコインは価格変動が少ないために期待収益率が低く、シェアは限定的に留まっている。少なくとも現状では、暗号資産が「通貨」としてより「投資対象(アセットクラス)」のひとつと見られていることの証左でもある。

(2) 暗号資産ETFの上場

米国における暗号資産の現物ETF上場は、暗

号資産市場を一段と拡大させる契機となった。暗号資産ETFへの資金流入額（資産運用額）は、二〇二四年一月には早くも金ETFに並んだと報じられている。⁽²⁾

二〇二四年一月、米国証券取引委員会（SEC）は、ビットコイン現物を運用対象とする上場投資信託（ETF）——銘柄の上場を承認した（同年七月にはもう一銘柄追加）⁽³⁾。続く同年五月には、イーサリアム現物を運用対象とするETF九銘柄の上場を承認した⁽⁴⁾。これら暗号資産ETFの発行会社には、世界最大の資産運用会社であるブラックロックをはじめ、フィデリティ、インベスコ、フランクリン・テンプレトンなど世界的な大手資産運用会社も名を連ねている。

既に二〇一七年一二月、米商品先物取引委員会（CFTC）がビットコイン先物取引を承認し、二〇二二年一月には、SECがビットコイン先

物ETFの上場を承認していた。イーサリアムについても、二〇二三年一月にSECは先物ETFの上場を承認している。さらに、現物ETF上場後の二〇二四年一月には、SECは、ビットコインETFのオプションも承認している⁽⁵⁾。このように、暗号資産ETFについては、現物、先物に次いでオプションまで広がっており、さらなる取引拡大の素地が整ってきている。

(3) 金融機関による保有拡大

暗号資産のETF化に伴い、機関投資家による暗号資産保有も拡大している。ETFの場合、暗号資産の現物を保有しなくても実質的に暗号資産投資が可能となるため、機関投資家による保有拡大に貢献している。

SECへの報告書（Form 13-F）から機関投資家の暗号資産保有状況を見ると、ヘッジファンド

の他、ミシガン州とウイスコンシン州の公的年金基金が名を連ねている。さらに、自己勘定ではなく系列の資産運用会社による顧客勘定（カストディ業務）での保有と見られるものの、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーなど、大手銀行グループの名も複数確認できる⁽⁶⁾。このように、暗号資産の保有は、公的基金や大手金融機関にまで広がりを見せている。

二、今後の注目点

(1) 暗号資産価格の安定

それでは、今後、暗号資産市場はどこまで拡大できるのであろうか。制約となりうる要因のひとつが、価格変動の大きさであろう。ビットコイン価格のボラティリティをみると、金、株式、通貨など他のアセットクラスと比べて高水準にある

(図表1)。

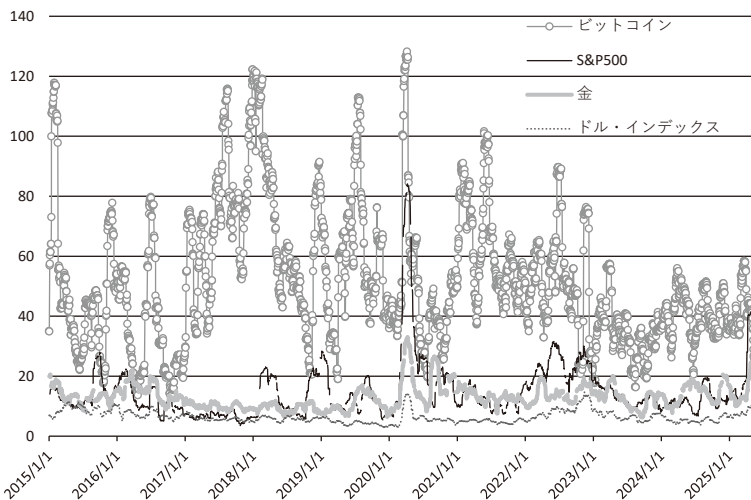
もちろん、価格の安定性と収益性はトレードオフの関係にあり、先で述べたように、価格変動が限定的なステーブルコインのシェアは、ノンステ이블コインに比べて小さい。その一方で、価格のボラティリティがあまりに高すぎると、リスク選好が高い一部投資家にしか保有されず、市場拡大余地が限定される可能性がある。

暗号資産の価格安定に向けては、①取引量の一層の拡大、②本源的価値の周知と強化、がカギとなろう。

(2) 取引量拡大の展望

暗号資産は「デジタル・ゴールド」とも言われているが、金の経験を踏まえると、ETF化に伴う取引量の拡大が続けば、価格のボラティリティ低下につながる可能性がある。

図表1 アセットクラス別のボラティリティ



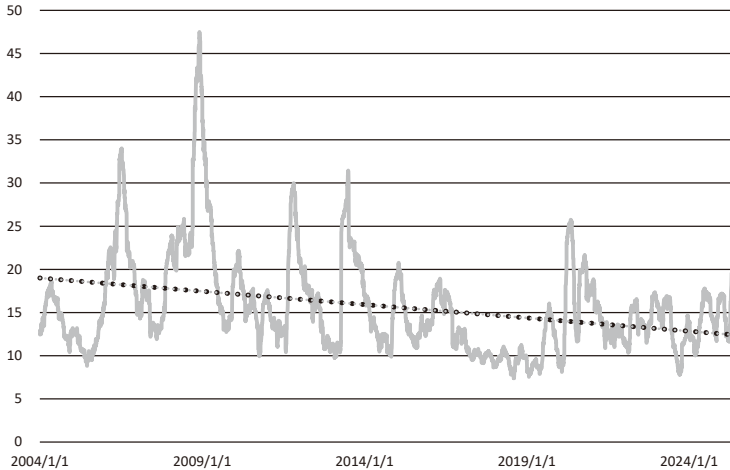
(注) 過去30日間のヒストリカル・ボラティリティ（日次）。

【出所】 Bloomberg より作成

金の現物ETFは、二〇〇四年にニューヨーク証券取引所とロンドン証券取引所に上場された。金ETF上場後の金価格のボラティリティをみると、それ以前と比べて低下傾向にある（図表2）。暗号資産価格のボラティリティも長期でみれば低下しており、二〇二四年の現物ETF上場後もこの傾向が続いている（前掲図表1）。過度のボラティリティが抑制されれば、これがさらに投資家の参入を促すことで取引量が拡大し、価格が安定するという好循環が形成される可能性がある。

また、米国のトランプ政権が打ち出す暗号資産奨励策次第では、暗号資産取引をさらに拡大させる可能性はあるだろう。現状、暗号資産に関する具体的な政策は、二〇二五年三月に署名された、暗号資産の戦略的国家備蓄についての大統領令だけである。⁷⁾ この大統領令についても、これまで米

図表2 金価格のボラティリティ（2004年以降）



(注) 1. 過去30日間のヒストリカル・ボラティリティ（日次）。
2. 破線は、線形近似。

〔出所〕 Bloomberg より作成

暗号資産を専用口座で管理するのが趣旨であり、国による暗号資産の追加取得や民間へのインセンティブ付与等が行われるかどうかは不明である（二〇二五年五月一六日時点）。ただし、暗号資産の奨励という政策の適切性や公平性はひとまず脇に置くとして、今後、国の後押しを受けた追加的な暗号資産取得等の政策が打ち出された場合、暗号資産投資への直接・間接的なインセンティブを通じて取引量が一段と拡大することは十分あり得るであろう。

(3) 本源的価値の周知と強化

暗号資産価格のボラティリティが高い理由として、そもそも、暗号資産の本源的価値が曖昧なことがある。また、暗号資産の保有自体のみでは株式や社債のように新たなキャッシュフローを生まないため、適正価格（理論価格）の算出が困難な

ことがある。

ただし、暗号資産には、法定通貨と差別化できるように一部機能も備わっている。例えば、法定通貨と比べ、①取引コスト節約（時間短縮、低手数料）、②スマートコントラクト（イーサリアム）、などの付随機能を有している。これらの機能は暗号資産の「価値」ともいえ、付随機能を適正に評価ができれば、理論価格の構成要素となり得る。

さらに、暗号資産には、実質的な付利機能や信用拡張機能もある。暗号通貨を貸し出すことで手数料が得られる暗号資産レンディングや、暗号資産を担保に融資を受ける暗号資産担保融資などである。暗号資産を用いた付随取引もまた、暗号資産保有に伴う潜在的キャッシュフローと見なすことが可能である。

今後、暗号資産保有に伴う付随機能や付随取引

が周知ならびに強化されれば、暗号資産の価格安定に向けた要因となり得る。

二、課題

最後に、価格安定化に向けた課題を示しておきたい。

まずは、暗号資産の乱発リスクが指摘できる。二〇二五年五月現在、二五、〇〇〇種類以上もの暗号資産が存在するとされている（ノンステーブルコイン、ステーブルコインの合計⁽⁸⁾）。明らかに数が多すぎ、今後の淘汰は避けられないだろう。秩序だった淘汰がなされれば良いが、二〇二二年一月の暗号資産取引所であるFTX社破綻後などに見られたように、何らかの出来事をきっかけに暗号資産全体への信用が失墜する可能性もある。トランプ政権の奨励策次第では、暗号資産の

新規発行に拍車をかけ、潜在的リスクを高める可能性があらう。ちなみに、トランプ大統領のファミリー企業も、ドナルド・コインやミレニア・コインという、暗号資産の一種であるシームコインを発行している。シームはユーモアや冗談との意味があるが、暗号資産乱造の結果、「冗談」では済まない事態を引き起こしてしまうかもしれない。

また、当然のことながら、規制動向には留意する必要がある。米国においても、バイデン政権時においては暗号資産に批判的であった。トランプ政権下では、当面規制緩和の方向は変わらないと推測されるものの、国際的な規制を含め、規制動向は今後も注視する必要がある。

以上

(注)

- (1) CoinMarketCap社による。二〇二五年五月十六日時点では約三・三兆ドル。
- (2) CryptoSlate, "Bitcoin ETFs top gold in total assets within a year of launch", December 17, 2024
- (3) iShares Bitcoin Trust (BlackRock), Fidelity Wise Origin Bitcoin Fund (Fidelity), Grayscale Bitcoin Trust (Digital Currency Group), Grayscale Bitcoin Mini Trust ETF (Digital Currency Group), 21 Shares Bitcoin ETF (ARK), Bitwise Bitcoin ETF (Bitwise), VanEck Bitcoin Trust (VanEck), Coinshares Valkyrie Bitcoin Fund (Coinshares), Invesco Galaxy Bitcoin ETF (Invesco), Franklin Bitcoin ETF (Franklin Templeton), WisdomTree Bitcoin Fund (WisdomTree), Hashdex Bitcoin ETF (Toroso Investments Topco)。() 内は発行会社。
- (4) iShares Ethereum Trust (BlackRock), Grayscale Ethereum Trust (Digital Currency Group), Grayscale Ethereum Mini Trust (Digital Currency Group), Fidelity Ethereum Fund (Fidelity), Bitwise Ethereum ETF (Bitwise), VanEck Ethereum ETF (VanEck), Franklin Ethereum ETF (Franklin Templeton), Invesco Galaxy Ethereum ETF (Invesco), 21Shares Core Ethereum ETF

暗号資産市場の拡大と今後の注目点

(ARK)。()内は発行会社。

(5) イーサリアムETH、トロンTRONはSECの認可待ち (11月16日時点)。
○二五年五月一六日時点。

(6) 現行のバーゼル基準では、銀行による自己勘定での暗号資産保有には、原則(特定カテゴリーに区分される暗号資産)一、二五〇%と非常に高率なリスク・ウェイトが適用される。

(7) Presidential Action (March 6, 2025), "Establishment of the Strategic Bitcoin Reserve and United States Digital Asset Stockpile"

(8) TANGEM Team, "How Many Cryptocurrencies Are There in May 2025?", May 4, 2025

(参考文献)

Adrian, Tobias and Rhoda Weeks-Brown (2021), "Cryptocurrencies as National Currency? A Step Too Far", IMF BLOG, International Monetary Fund (<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/07/26/blog-cryptocurrencies-as-national-currency-a-step-too-far>)
Bank for International Settlements (2015), "Digital currencies", Committee on Payments and Market Infrastructures, November 2015

International Monetary Fund (2021), "The Crypto Ecosystem and Financial Stability Challenges", Global Financial Stability Report, Chapter 2, October 2021
SIFMA (2024), "2024 Capital Markets Fact Book"
US Treasury (2024), "Digital Assets and the Treasury Market", TBAC presentation

(にいがた あつし・立命館大学経済学部教授)