

# 特集 暗号資産・デジタルアセットの近未来

## 香港・米国・日本のステーブルコイン規制 —制度アーキテクチャの俯瞰—

牛 田 遼 介  
柳 瀬 将

### 目 次

- |         |                         |
|---------|-------------------------|
| 1. はじめに | 3. ステーブルコインを巡る国際的な議論の動向 |
| 2. 比較   | 4. おわりに                 |

ブロックチェーン上では、従来の暗号資産に加え、法定通貨の価格と連動するステーブルコインに注目が集まっている。国際通貨基金（IMF）によると、ステーブルコインの市場規模は過去2年で倍増し、2025年9月時点では約3,000億ドルに達している。従来は暗号資産やDeFiでの取引の一環として利用されるケースが多くなったが、近年ではクロスボーダー決済など様々な用途での活用可能性が指摘されている。こうした動向を受け、近年、日本を含む各国でステーブルコインに関する規制整備が進められてきた。本稿では、2025年7月に米国で成立したGENIUS Act<sup>(注1)</sup>、同年8月に香港で施行されたStablecoins Ordinance<sup>(注2)</sup>、そして日本の資金決済に関する法律（以下、資金決済法）を比較し、それぞれの規制の特徴を整理する。

### 1. はじめに

ブロックチェーン上では、法定通貨の価格と連動するいわゆるステーブルコインを用いた取引が広がる中、2025年には各国においてステーブル

コインを対象とする法案の成立が相次いだ。日本では、2022年に資金決済法が改正され、電子決済手段という概念が創設された。平易にいえば、電子決済手段とは、いわゆるステーブルコインのうち、法定通貨を裏付け資産とし、その価格と連



牛田 遼介 (うしだ りょうすけ)

金融庁総合政策局総務課国際室 国際企画調整官。2010年に金融庁入庁。ブロックチェーンやAI等に関するイノベーション推進施策を担当した後、2025年7月からG20やG7、FSB等における金融規制の国際交渉を担当。また、2022年10月からFATF暗号資産コンタクトグループ共同議長として暗号資産のAML／CFT関連の国際的なルールメイキングに従事。東京大学工学部卒業、ロンドンビジネススクール金融学修士。



柳瀬 将 (やなせ まさし)

金融庁総合政策局リスク分析総括課イノベーション推進室 課長補佐。2022年アンダーソン・毛利・友常法律事務所入所、金融規制および暗号資産を含むフィンテック関連規制を担当。2024年金融庁入庁。FSBの金融技術革新に関するモニタリングを行う部会に参加し、暗号資産FinTechサポートデスクで法令照会を担当。拠点開設サポートオフィスでは、日本での拠点開設を目指す海外事業者の登録手続に従事。東京大学法学部卒業、弁護士。

動するよう設計されたものを指す。日本は世界に先駆けてステーブルコインについての規制を整備し、発行・償還及び仲介についてそれぞれ登録を求めるような対応を行った。

ステーブルコインを規制の対象とする潮流は他国でもみられる。2024年にはEUでMiCA (Markets in Crypto-Assets) が完全施行され、2025年に入っては、米国のトランプ政権下で7月18日に、ステーブルコインの発行・償還に関する規制であるGENIUS Actが成立した。また、香港ではStablecoinに関する包括的な規制であるStablecoins Ordinanceが8月1日に施行された。

世界各国でステーブルコインに関する法律が成立する中、本稿では米国のGENIUS Act、香港のStablecoins Ordinance及び日本の資金決済法を比較し、それぞれの規制の特徴を整理する。

なお、ステーブルコインの定義については統一的な見解が存在しない。国際決済銀行 (BIS) の提言では、ステーブルコインは、特定の資産又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する暗号資産と説明されている（注3）が、本稿では、広くデジタルマネー類似型、暗号資産担保型及びアルゴリズム型を含めるものとする。

## 2. 比較

### (1) ステーブルコインの定義

#### ①米国

米国では、決済ステーブルコイン (payment stablecoin) という用語が使用されている。決済ステーブルコインはGENIUS Act 2条22項におい

て以下のとおり定義されている。

1. 決済手段として使用されるか、又は使用されるように設計されているものであり、
2. 発行者は、  
①一定額の金銭的価値に換算し、換金し、又は買い戻す義務を負い（一定額の金銭的価値で表示されるデジタル資産は含まれない。）、  
②発行者が一定額の金銭的価値に対して安定した価値を維持するか、又は維持するという合理的な期待を生み出すことを表明しているものであり、  
3. 次のいずれにも該当しないもの。  
①国の通貨  
②連邦預金保険法第3条に定義されている預金（分散型台帳技術を使用して記録される預金を含む）、又は  
③1933年証券法2条、1934年証券取引所法3条、又は1940年投資会社法2条に定義される証券（債券、手形、債務証書、又は  
④かつ②に記載された条件を満たす投資契約を除く）

GENIUS Actでは、決済ステーブルコインは、「決済手段として使用されるよう設計されているもの」と定義されており、「一定額の金銭的価値に対して安定した価値を維持するという合理的な期待を生じさせることを表明するもの」も決済ステーブルコインに含むとしている。したがって、GENIUS Actに記載されている文言からは、アルゴリズム型ステーブルコインも決済ステーブルコ

(注1) <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/1582/text>

(注2) <https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap656>

(注3) [https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/global\\_stablecoins.pdf](https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/global_stablecoins.pdf)

インに該当し得ると解される。もっとも、アルゴリズム型ステーブルコインを決済ステーブルコインの対象外とする見解も存在するため、今後の動向を引き続き注視すべきである。

## ②香港

香港では、特定ステーブルコイン (specified stablecoin) という用語が使用されている。特定ステーブルコインは、Stablecoins Ordinance 5 条において以下のとおり定義されている。

- (a) 以下の価値を全面的に参照して安定した価値を維持することを目的とするステーブルコインをいう。
  - (i) 一又は二以上の法定通貨
  - (ii) HKMAが官報にて公表した一以上の計算単位
  - (iii) HKMAが官報にて公表した一以上の経済的価値
  - (iv) 以下の事項を二以上含むもの
    - A 一以上の法定通貨
    - B 上記(ii)で言及されている一以上の計算単位
    - C 上記(iii)で言及されている一以上の経済的価値
- (b) HKMAが官報にて公表した、価値のデジタル表示又はクラスの価値のデジタル表示

Stablecoins Ordinanceにおける特定ステーブルコインは、GENIUS Actにおける決済ステーブルコインと同様に、法定通貨やその他の価値を参照するステーブルコインを含むものとなっている。もっとも、米国と異なり、香港では、参照する資産を限定しており、原則として法定通貨を参

照することとしている。例外として香港金融管理局（以下、HKMA）が指定した計算単位又は経済的価値を参照することが認められている。この例外として考えられる価値としては、金を参照するトークンやリブラーのような複数通貨を基盤とするトークンが考えられるとの見解がある。また、HKMAは、同条 (b) において、いわゆるバスケット条項を設けており、特定の価値のデジタル表示又はクラスの価値のデジタル表示のうち官報にて指定したものを特定ステーブルコインとして取り扱うことを想定している。もっとも、2025年時点で、HKMAからの通知は行われていない。

## ③日本

日本では、電子決済手段という用語が使用されている。電子決済手段は、資金決済法の2条5項において、以下のとおり定義されている。

- ①物品等を購入し、若しくは借り受け、又は役務の提供を受ける場合に、これらの代価の弁済のために不特定の者に対して使用することができ、かつ、不特定の者を相手方として購入及び売却を行うことができる財産的価値（電子機器その他の物に電子的方法により記録されている通貨建資産に限り、有価証券、電子記録債権法第二条第一項に規定する電子記録債権、第三条第一項に規定する前払式支払手段その他これらに類するものとして内閣府令で定めるもの（流通性その他の事情を勘案して内閣府令で定めるものを除く。）を除く。次号において同じ。）であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの（第三号に掲げるものに該当するものを除く。）
- ②不特定の者を相手方として前号に掲げるも

のと相互に交換を行うことができる財産的価値であって、電子情報処理組織を用いて移転することができるもの（次号に掲げるものに該当するものを除く。）

### ③特定信託受益権

④前三号に掲げるものに準ずるものとして内閣府令で定めるもの

日本の資金決済法は、2条5項1号において、法定通貨の参照の有無ではなく、通貨建資産（注4）であるかどうかを判断基準としている点が特徴的である。また、2条5項3号において金銭信託の受益権を想定しているが、信託の対象となる範囲は後述の(4)のとおり、原則として預貯金に限定されている（資金決済法2条9項、電子決済手段等取引業者に関する内閣府令（以下、府令）3条）。この点からも、3号は1号と同様に通貨建資産を想定していると考えられる。

また、香港と同様にバスケット条項を4号に設けており、新たな類型のステーブルコインが出現したとしても電子決済手段として規制下に置くことが可能な体制を整備している。

### ④小括

米国ではアルゴリズム型ステーブルコインを含め幅広くステーブルコインをとらえたのに対し、香港では、原則として法定通貨を参照するステーブルコインを規制し、例外として、法定通貨以外の資産を参照するステーブルコインを規制していると思われる。一方で、日本では、特定の資産を参照しているかではなく、通貨建資産であるかを電子決済手段該当性の判断要素としている。原則

（注4） 通貨建資産とは、本邦通貨若しくは外国通貨をもって表示され、又は日本の通貨若しくは外国通貨をもつて債務の履行、払戻しその他のこれらに準ずるものが行われることとされている資産をいう（資金決済法2条7項）。

として通貨建資産を規制の対象としつつ、例外として通貨建資産ではないステーブルコインについても、規制の対象とし得る法整備を行っている。

## （2）登録を要する行為

### ①米国

GENIUS Actでは、3条(a)において、原則として何人も米国において決済ステーブルコインを発行してはならないとされており、例外的に認可決済ステーブルコイン発行者（permitted payment stablecoin issuer）のみが決済ステーブルコインの発行を認められている。また、3条(b)において、デジタル資産サービス提供者（digital asset services provider）は、ライセンスを有する発行者によって発行された決済ステーブルコインでなければ取り扱うことができないとされている。もっとも、決済ステーブルコインを取り扱うデジタル資産サービス提供者の行為に登録が必要か否かについては、GENIUS Actでは規定しておらず、他の法律で規定されることが推測される。

### ②香港

香港では、原則として、規制対象ステーブルコイン活動（regulated stablecoin activity）を行うことが禁止されている。もっとも、例外として、Stablecoins Ordinanceに基づくライセンスを有する者は規制対象ステーブルコイン活動を行うことが認められている。規制対象ステーブルコイン活動とはステーブルコインの発行に関連する活動であり、その定義は以下のとおりである。

次のいずれかに該当する場合には、規制対象ステーブルコイン活動に該当する。

- (i) 香港において特定ステーブルコインを業務上発行する場合
- (ii) 香港以外の場所において、業務上、特定ステーブルコインを発行する場合であつて、当該特定ステーブルコインが、その全部又は一部が香港ドルを基準として安定した価値を維持することを目的とする場合
- (iii) HKMAが官報にて通知した活動を行っている場合

具体的にどのような場合に「香港において発行」としていると判断されるかについての考慮要素としては、①発行者の日々のマネジメント及び運営が行われる場所、②発行者である法人が設立された場所、③特定ステーブルコインの発行及び焼却が行われる場所、④リザーブが管理されている場所並びに⑤発行又は償還の請求により生ずるキャッシュ・フローを処理するための銀行口座が設けられている場所が挙げられている。

また、香港では、原則として、規制対象ステーブルコインの募集 (offering specified stablecoin) を行なうことが禁止されている。もっとも、例外として、認可募集者 (permitted offeror) であれば、規制対象ステーブルコインの募集を行うことが認められている。認可募集者には、規制対象ステーブルコイン活動を行うためのライセンスを有する者の他にAnti-Money Laundering and Counter-Terrorist Financing Ordinance (注5) (以下、AMLO) 上の仮想資産サービス (virtual asset

service) を行なうためのライセンス等の他のライセンスを有する者も含まれる。

規制対象ステーブルコインの募集は、日本の金融商品取引法上の募集又は売出しのような概念であり、以下のとおり定義されている。

本法律の適用上、ある者(A)が、業務上、他の者(B)に対して、BがAからステーブルコインを取得するか否かを決定することができるように次のすべての事項に関する十分な情報を提示する通信を行う場合は、その者(A)は、特定ステーブルコインを募集することになる。

- (a) 募集の対象となるステーブルコイン
- (b) ステーブルコインの募集条件
- (c) 当該ステーブルコインの募集が行われる経路

### ③日本

日本では、電子決済手段の発行及び償還は為替取引に該当すると解されるため、その発行者となるためには、銀行、資金移動業者又は信託会社である必要がある。また、電子決済手段に関し、①電子決済手段の売買又は他の電子決済手段との交換、②①に掲げる行為の媒介、取次又は代理及び③電子決済手段の管理を行う場合には、電子決済手段等取引業の登録を受けることが必要となる。

### ④小括

米国のGENIUS Actでは、決済ステーブルコインの発行についてライセンスが必要とされている。一方、決済ステーブルコインの募集について

(注5) <https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap615>

は言及があるものの、募集を行うためにライセンスが必要か否かについては、別の法律で規定されるものと考えられる。米国では、デジタル資産の規制を目的とするClarity Actが現在審議中であるため、その帰結については議会の動向を注視する必要がある。米国と同様に、香港も特定ステーブルコインの発行と募集をそれぞれの別の行為として区別している。また、香港では、それぞれに必要なライセンスも区別されている。発行については、規制対象ステーブルコイン活動に係るライセンスが必要である。一方、募集については、規制対象ステーブルコイン活動に係るライセンスに加え、日本の資金決済法上の暗号資産交換業者に相当するAMLOに基づく仮想資産サービス等その他のライセンスでも募集が可能とされている。日本の資金決済法においては、ステーブルコインの募集という概念は存在しない。また、香港とは異なり、日本の暗号資産交換業者は電子決済手段等取引業を当然に行うことができる主体とされていない。そのため、暗号資産交換業者が電子決済手段等取引業を行う場合、暗号資産交換業とは別に電子決済手段等取引業の登録を受ける必要がある。

### (3) 勧誘

#### ①米国

GENIUS Actでは、発行の勧誘について特段記載はない。そのため、どのような場合にステーブルコインの発行の勧誘がライセンスを要するかは定かではない。もっとも、今後、下位規則やその他の公表文書で示される可能性はあると考えられる。

#### ②香港

香港では、①香港で行われるかを問わず、規制対象ステーブルコイン活動を行う又はを行うことを

意図して積極的なマーケティング (actively market) を行い、かつ、②①に係る規制対象ステーブルコイン活動が香港で行われた場合には、当該積極的なマーケティングの主体にライセンスが必要とされている。また、規制対象ステーブルコインの募集を行う場合についても同様に、積極的なマーケティングを行う主体にライセンスが必要とされている。なお、どのような場合に積極的なマーケティングを行っていると判断されるかについては、以下の基準が示されている。

香港で行われた場合に、規制対象ステーブルコイン活動又は特定ステーブルコインの募集に該当する活動を行っていること又はそれらを行うことを意図していることを公衆に積極的にマーケティングしているかどうかを判断する際に、HKMAは全体的なアプローチを取り、以下を含むがこれに限定されないすべての関連要因を考慮する。

- (i) マーケティング・メッセージで使用されている言語及びウェブサイトに中国語の使用が含まれているかどうか、
- (ii) メッセージが香港に居住する人々のグループをターゲットにしているかどうか、
- (iii) マーケティング・ウェブサイトに香港のドメイン名が使用されているか、又は発行者が香港に設立されたと公衆に印象付ける可能性のあるドメイン名が使用されているかどうか、
- (iv) 当該活動を促進するための詳細なマーケティング計画があるかどうか。

#### ③日本

日本では、資金決済法62条の2により、外国

資金移動業者等の勧誘は禁止されている。資金移動業者関係事務ガイドラインのVIII-2において、日本国内にある者との間で為替取引につながらないよう合理的な措置が講じられている限り、日本国内にある者に向けた「勧誘」には該当しないとされている。具体的には、日本国内にある者が当該サービスの対象とされていない旨の文言が明記されている場合や日本国内にある者との間の為替取引を防止するための措置が講じられている場合には、日本国内にある者に向けた「勧誘」には該当しないと整理可能であると考える。

#### ④小括

米国のGENIUS Actでは、勧誘規制について詳細を明らかにしていないものの、今後制定される規則で規定される可能性があると考えられる。一方、香港と日本では、どのような場合に勧誘に該当するかの考慮要素が示されており、いずれも使用される言語や居住者に向けられているかを考慮している。日本と香港で異なる要素も含まれるが、いずれの考慮要素もあくまで例示であるため、記載されていない要素であっても考慮要素となり得る点に留意する必要がある。

#### (4) リザーブの取扱い

##### ①米国

米国においては決済ステーブルコイン発行に際し、受け入れた資産を例えば以下のような資産として運用することが認められている。

- (i) 米国通貨
- (ii) 要求払預金（海外支店やコルレス銀行含む）
- (iii) 短期米国債（93日以下）

- (iv) 翌日物レポ
- (v) 翌日物リバースレポ（一定条件遵守）
- (vi) ガバメントMMF（適格資産のみに投資）
- (vii) その他連邦政府発行資産
- (viii) これらをトークン化したもの等

##### ②香港

香港のStablecoins Ordinanceでは、別表2第5条5項において、特定ステーブルコインの「リザーブは、質が高く、流動性が高く、投資リスクが最小限でなければならない。」と規定されている。また、Stablecoins Ordinanceガイドライン（注6）2.3.1において、質が高く、流動性が高く、投資リスクが最小限なリザーブは、以下のとおり列挙されている。

- (i) 現金
- (ii) 預入期間が3カ月以内の預金
- (iii) 1年以内の政府機関発行の債権（一定条件遵守）
- (iv) を担保とする翌日物リバースレポ
- (v) (i)～(iv) の資産に投資する投資ファンド
- (vi) HKMAが指定するもの

##### ③日本

日本の資金決済法においては、1号電子決済手段と3号電子決済手段でリザーブの対象が異なる。1号電子決済手段については、供託、履行保証金保全契約及び履行保証金信託契約による保全が可能であり、保全方法によってリザーブの対象が異なる。供託を行う場合、金銭（円貨のみ）及び国債、地方債、政府保証債及び一定の社債（担保付社債、上場会社発行の社債等）等を供託の対象とすることができます。また、履行保証金信託契

（注6） [https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-functions/ifc/stablecoin-issuers/Guideline\\_on\\_supervision\\_of\\_licensed\\_stablecoin\\_issuers\\_eng.pdf](https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-functions/ifc/stablecoin-issuers/Guideline_on_supervision_of_licensed_stablecoin_issuers_eng.pdf)

約を行う場合、金銭（円貨・外貨いずれも可能）、銀行等に対する預貯金並びに国債、地方債、政府保証債及び一定の社債（担保付社債、上場会社発行の社債等）等を信託の対象とすることができます。

一方、3号電子決済手段については、円貨又は外貨を問わず、一定の健全性基準を満たす銀行等に対する預金又は貯金で管理される必要がある。もっとも、2025年1月22日付金融審議会「資金決済制度等に関するワーキング・グループ」報告書において「特定信託受益権の発行見合い金の管理・運用方法を要求払預貯金以外に柔軟化することが考えられる。」と記載されており、特定信託受益権の発行見合い金について「信用リスク、価格変動リスク及び流動性リスクの低い資産」での管理が認められる方向性が示されている。2025年12月16日に公表された府令案では、取得の日から元本の償還の日までの期間が三月を超えない国債証券及び取得の日から元本の償還の日までの期間が三月を超えない外国の発行する債券（府令案3条2項1号及び2号）での運用が総額のうち半分以下の額の範囲で許容されている。

## ④小括

米国と香港では、ステーブルコインのリザーブとして認められる資産の種類に多くの共通点があるものの、いくつか相違もみられる。例えば、香港ではレポ取引はリザーブとして認められていない。一方、米国ではトークン化された資産がリザーブとして認められている。日本では、レポ取引やリバースリポ取引は認められていないものの、米国や香港と異なり、一定の社債を供託や信託の対象とすることが可能となっている。

## （5）外国で発行されたステーブルコインの取扱い

### ①米国

米国では、原則として、米国内で決済ステーブルコインを発行することが禁止されている。もっとも、例外として、ライセンスを有する者のみ米国内で決済ステーブルコインを発行することが認められている。ここで「米国内で発行する」ことの意義が問題となり得るが、GENIUS Actのサマリーに「認可された発行者のみが、米国人が使用するための決済ステーブルコインを発行することができる。」と記載されていることから、米国外の事業者が米国居住者に対して決済ステーブルコインを発行する場合も「米国内で発行する」に含まれると解釈される可能性がある。

また、原則として、外国決済ステーブルコインをデジタル資産サービス提供者が取り扱うことも禁止されている。もっとも、デジタル資産サービス提供者は、以下のすべてを満たす場合には、例外として、外国決済ステーブルコインの取扱いが認められる。

- (1) 外国決済ステーブルコイン発行者が、外国、米国の領土、ペルトリコ、グアム、米領サモア、又はヴァージン諸島における外国決済ステーブルコイン規制当局による規制及び監督を受けており、当該国又は地域が決済ステーブルコインに関して、本法に基づき財務長官が判断した結果、本法により確立された規制及び監督体制と同等の体制を有していると認められること。
- (2) 外国決済ステーブルコイン発行者が、OCCに登録されていること。
- (3) 当該外国決済ステーブルコイン発行者が、米国の顧客の流動性需要を満たすために

十分な準備金を合衆国の金融機関に保有していること。

- (4) 外国決済ステーブルコイン発行者が所在し、現に規制を受けている当該外国が、米国による包括的な経済制裁の対象となっていないこと又は財務長官が主要なマネーロンダリング懸念のある法域と判断している地域に該当しないこと。

## ②香港

香港では、香港ドルを参照するステーブルコインを外国で発行する場合、規制対象ステーブルコイン活動に係るライセンスを要するとされている。また、香港ドル以外の法定通貨を参照するステーブルコインを外国で発行する場合であっても、規制対象ステーブルコイン活動としてHKMAが指定し官報で通知する場合、同様のライセンスを要するとされている。HKMAが特定の行為を規制対象ステーブルコイン活動として指定する際、HKMAは以下の要素を考慮しなければならない。

- (a) 当該活動が、香港の通貨又は金融の安定にとって重大な影響を及ぼす又は重大な影響を及ぼす可能性が高いか否か。
- (b) 当該活動が、香港の国際金融センターとしての機能にとって重大な影響を及ぼす又は重大な影響を及ぼす可能性が高いか否か。
- (c) 重要な公益が関係しているか否か。

## ③日本

日本においては、日本での登録のない海外の事業者が日本の居住者に対して電子決済手段を発行することはできず、その発行の勧誘についても上述の(3)のとおり勧誘規制により禁止されている。もっとも、電子決済手段等取引業者による外国電

子決済手段の取扱いは禁止されていない。この場合、電子決済手段等取引業者は、債務の履行等が行われることとされている金額と同額で買取りを行うことを約する措置及び当該買取りを行うために必要な資産の保全その他これと同等の利用者の保護を確保することができると合理的に認められる措置を講じること等の追加的な義務を負う（府令30条1項5号）。

## ④小括

米国では、外国で発行された決済ステーブルコインを米国内で流通させる場合、当該決済ステーブルコインの発行者に登録及びその他の要件を課している。香港では、香港ドルを参照するステーブルコインを外国で発行する場合は、その発行に際して規制対象ステーブルコイン活動に係るライセンスが必要とされている。また、場合によっては、HKMAが指定した行為についてもライセンスが要求されることがあり得る。日本では、米国や香港と異なり、外国で発行された電子決済手段を日本で流通させる場合、当該電子決済手段の発行者に特別な義務を課すことはしていない。もっとも、当該電子決済手段を取り扱う電子決済手段等取引業者に対して追加的義務を課すことや、一定のコントロールを及ぼす体制が採用されていると考えられる。

## 3. ステーブルコインを巡る国際的な議論の動向

本稿で取り上げた3法域以外でも、EU、シンガポール、英国など多くの法域においてステーブルコインに関する規制枠組みが進展している。ステーブルコインが機会・リスクの双方で国際的に高い関心を集めている証左であるといえるが、そ

れに伴いG20や金融安定理事会（FSB）、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）、金融活動作業部会（FATF）などの当局間の国際的な場におけるステーブルコイン関連の議論も増加している。

これらの議論において特に高い注目を集めているのは、法域間の規制ギャップがもたらす潜在的リスクだ。本稿では3法域の規制上の差異について解説したが、他法域も含めて各法域がステーブルコイン発行体等に対して異なる規制要件を課すことによって法域間の規制ギャップが拡大しているとの指摘があり、これらが金融安定上の潜在的リスクにつながるのではないかと注目されている。例えば、複数の法域で発行されグローバルに流通するステーブルコインについて、当該発行体に課せられる償還や裏付け資産に関する規制要件が法域間で異なる場合、ストレス期において、償還条件が有利な法域の発行体に償還が集中してしまい、一時的に裏付け資産の不足が生じる恐れがある。また、AML／CFTの観点でも、FATF基準に準拠しない不十分な形でしか規制要件を課していない法域で発行されるステーブルコインがグローバルに流通してしまうと、不正なアクターが当該ステーブルコインを悪用する余地が拡大し、国際社会にとって重大な脅威となり得る。

ステーブルコインに特化した国際基準としては、2023年7月にFSBが公表した「ステーブルコインに関するハイレベル勧告」が挙げられる。同勧告は、「同じ活動、同じリスクには同じ規制を適用する」との原則に基づき、金融安定の観点から、ステーブルコインがもたらすリスクに見合った形で包括的な規制を導入することを各法域に求めている。勧告名からも明らかなように、規定されている内容はハイレベルであり、各法域の法的枠組みに合わせて、勧告で求められている内容を柔軟に実施することが期待されているが、各

国が導入すべき詳細な規制要件までは盛り込まれていない。この点、FSBは、2025年10月に公表した同勧告の基準実施レビューに関する報告書において、同勧告と完全に整合的な規制枠組みを実施している先は限定的であることや、同勧告と不整合な形での規制の導入が規制裁定や監督の複雑化を招き、金融安定上の潜在的リスクとなり得ると指摘している。

また、AML／CFTの観点では、FATF基準（勧告15：新技術）がステーブルコイン関連事業者に適用される。FATF基準の適用は個別に判断する必要があるものの、ステーブルコイン発行体を含む多くの関連事業者がFATF基準の適用対象となり、取引時確認やトラベルルールなどの義務が課せられる。FATF基準において、暗号資産とステーブルコインはいずれもVirtual Assets（VA）として位置づけられ、関連事業者には基本的に同様の要件が課せられるが、ステーブルコイン特有の不正使用リスクを踏まえ、FATFはガイダンスや年次報告書等において、ステーブルコインに関するML／TF上のリスクや、リスク低減に向けた規制導入及び効果的な監督・法執行の重要性について繰り返し指摘している。ガイダンス等では具体的な規制要件にまで言及があるため、規制導入法域におけるAML／CFT関連の規制要件の差異は限定的であると考えられるが、そもそもFATF基準に整合的な形で規制を導入している法域が限られており、上述のような規制裁定の問題は引き続き重要な課題となっている。

加えて、銀行セクターとステーブルコインの相互連関が高まる中で、銀行が保有する暗号資産やステーブルコインに対する自己資本規制上等の扱いについて「暗号資産エクスポージャーに係るブルデンシャルな取扱い」をBCBSが公表するなど、様々な側面から議論が展開されている。ステーブ

ルコインはバイ・デザインでグローバルなものであり、クロスボーダー送金などステーブルコインがもたらす機会を健全な形で最大限生かすためにも、国際的に一貫した規制枠組みが必要不可欠である。

#### 4. おわりに

現在、日本では、資金決済法改正を受けた府令の改正が検討されており、3号電子決済手段の発行見合い金の管理・運用方法の柔軟化が定められる予定である。米国では、GENIUS Actのパブリックコンサルテーションを行っており（注7）、下位規則等で反映されることが予想される。もっとも、米国では上述のとおり、ステーブルコインの発行

に関する規制はGENIUS Actで成立したものの、ステーブルコインの2次流通に関する規定は成立していない。ステーブルコインの2次流通に関する規定については、Clarity Actに含まれることも考えられるが、引き続き規制動向を注視していく必要がある。香港では、多くの金融機関がステーブルコインの発行の検討をしている報道がなされている中、どのような企業がどのような法定通貨を参照するステーブルコインの発行を行うかに注目が集まっている。加えて、FSBなどにおける国際的な議論も進展する見込みであり、金融規制当局としては、国際的な動向を踏まえつつ、健全なイノベーションにつながる環境整備に努めていきたい。

---

（注7） <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sb0254>