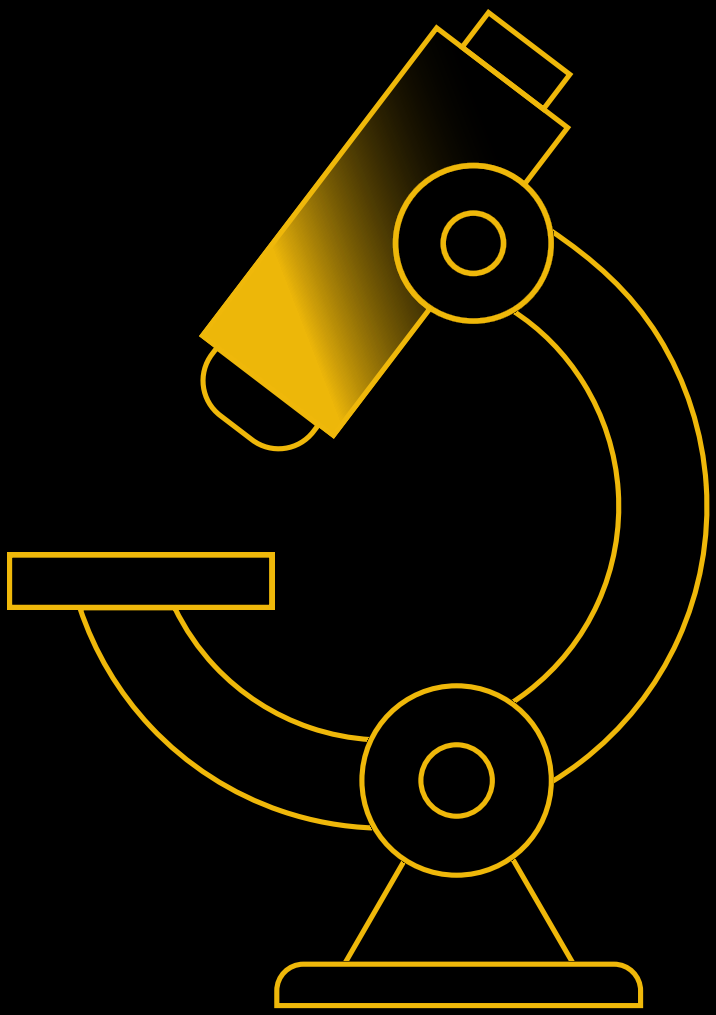
BINANCE RESEARCH

2025年の振り返りと2026のテーマに関する洞察

2026年1月



目次

01 / 要点 **4**
02 / 概要 **7**
03 / マクロと市場 **9**
3.1「データの不透明感」から「リスク相場の再開」へ 9
3.2「AI熱狂」から「財政政策の大転換」へ 9
3.3 展望：政策三本柱 13
中核となるマクロテーマ：3つの追い風がもたらす政策環境 13
見逃せない主要リスク 20
3.4 マクロ経済サイクルにおける現在地 22
3.5 中央銀行の政策と流動性の波 23
04 / ビットコイン **25**
4.1 主な指標 25
ビットコイン・ドミナンス 26
伝統的な資産とのパフォーマンス比較 27
現物ETF 29
4.2 企業によるBTCの採用 31
4.3 ビットコインエコシステム 34
ブレイクアウトなきスケーリング 34
BTCFi、持続的な牽引力を模索 34
ベースレイヤーの活動が正常化 35
手数料、マイナー経済、セキュリティ、そして開発 37
05 / プロトコルレイヤー **39**
5.1 イーサリアム 40
機関投資家のETH需要と規制リスクの低減 41
PectraとFusaka 42
Glamsterdam 45
レイヤー2 46
5.2 ソラナ 52
拡大するオンチェーン経済 53
SOLと伝統金融 54
Firedancerの登場 55
Alpenglow 55
5.3 BNB Chain 56
成長の鍵を握るオンチェーン取引 57
機関投資家向けRWA、決済、そして伝統金融との連携 58
One-BNBスタック：opBNBおよびGreenfield 58
コアプロトコルのアップグレードとパフォーマンス 60
06 / DeFi **62**
6.1 全体像 62

6.2 主要市場データと流動性の再評価 65
TVLの構造的回復 65
規制の転換点 66
6.3 注目のサブ領域：収益性の構造的転換 68
デリバティブ： 69
現実資産（RWA）： 71
分散型取引所（DEX）：取引高と収益の急増 74
プロトコル収益の階層化：DeFiにおける優良銘柄への転換点 74
予測市場：マクロ・ヘッジ・ツールの台頭 77
DeFAI：バブルと再興 78
レンディング：構造的進化、記録的成長、CeFiとDeFiの統合深化 79
6.4 展望：インテリジェント・ファイナンスと規制準拠型資産 81
07 / ステーブルコイン **82**
7.1 市場概況 83
ステーブルコインの技術スタック 88
7.2 世界各地のステーブルコイン情勢 89
先進地域の個人ユーザー 89
先進地域の機関投資家 90
非米ドル建てステーブルコイン 92
7.3 展望 92
「ステーブルコインの相互運用性競争」が幕開け 92
ネオバンクの急増、ステーブルコインの利回りが消費者に浸透 93
利回り付きステーブルコイン 94
08 / 消費者向け暗号資産 **96**
8.1 ネオバンクとウォレット 97
8.2 ソーシャル 98
Farcasterの方針転換 98
既存のネットワーク、新技術 99
新しいプロダクト、新しいネットワーク 100
8.3 NFTとゲーム 102
新しいネットワークとしてのゲーム 104
8.4 ブロックチェーンの終焉、そして再生 106
成長の起爆剤：エージェンティック・コマース 106
結果：検証可能な信頼の制度化 106
09 / 先端技術 **108**
9.1 x402プロトコル 108
エージェンティック決済 108
x402 V2 110
今後の展望 110
9.2 オンチェーンプライバシー 111
Zcash 111
機能から必要不可欠な要素へ 112
9.3 分散型物理AI（DePAI） 112

OpenMind：AIロボットオペレーティングシステム 113
peaq：マシンエコノミー向けのインフラ 113
DePAIを巡る潮流 113
10 / 機関投資家による採用 **115**
10.1 伝統金融とDeFiの融合 115
伝統金融による暗号資産の担保利用 115
ハイブリッド・データフィード 115
暗号資産連動型ETF 116
10.2 オンチェーン上のマネー・マーケット・ファンド 116
10.3 デジタル資産トレジャリー 118
11 / 規制とポリシー **120**
11.1 米国：歴史的な転換点 121
11.2 欧州連合（EU）：MiCAの施行 121
11.3 アラブ首長国連邦：ADGMにおけるBinance Globalのライセンス 122
11.4 アジア太平洋：ステーブルコインハブ戦略 122
12 / 2026年のテーマ **124**
13 / 参考資料 **130**
14 / 最新の**Binance Research**レポート **132**
Binance Researchについて **133**
関連資料 **135**

01 / 要点

- 2025年は暗号資産にとって画期的な成果を達成したと同時に、市場パフォーマンスにばらつきが見られた年となりました。暗号資産の時価総額は初めて$4兆を突破し、Bitcoin（BTC）はオール・タイム・ハイ（ATH）を更新しました。これは、機関投資家の参入継続、規制の進展（特にステーブルコインを中心とした規制）、そして規制に準拠した投資商品の普及などが要因です。同時に、金融政策、貿易摩擦、地政学的リスクによって高まったマクロ経済の不透明感が市場の動きを大きく左右し、急激な価格変動や度重なるリスクオフ局面を招きました。これにより、年間の価格変動幅は約76%と非常に広く、暗号資産の時価総額は約$2.4兆から約$4.2兆の間で推移しました。市場アクセスやインフラ面での構造的な進歩は見られたものの、暗号資産市場は前年比約7.9%の下落で1年を終えました。これは、2025年の価格形成が暗号資産独自の普及だけでなく、マクロ経済状況や伝統的な金融サイクル影響をより強く受けるようになったことを示しています。

- マクロ的な視点では、2025年は「不透明なデータ環境」と価格変動に象徴される年となりました。市場は米新政権の発足や「解放記念日」の関税ショック、さらに経済指標を不透明にした政府閉鎖といった事態に直面しました。下半期の序盤には、AIへの期待感やOBBBA財政法案が背景となりBTCは史上最高値を更新したものの、年末には規制の遅れにより、回復基調にあった伝統的資産と暗号資産のデカップリングが起きました。しかし、2026年の見通しは、決定的なリスクオンの再来を示唆しています。その要因となるのは、世界規模での協調的な金融緩和、現金給付や減税による大幅な財政刺激策、そして規制緩和の波という「政策の三本柱」です。この転換により、個人投資家主導の投機に代わって機関投資家による資金流入の主流が期待されます。米国の戦略的BTC準備金の可能性も追い風となり、暗号資産市場は流動性に支えられた拡大局面へと位置づけられています。

- ビットコインは、市場構造レベルの強さとベースレイヤーの経済活動との間に、明確な乖離を示しました。BTCは年内にオール・タイム・ハイ（ATH）を更新したものの、最終的にはわずかに価格を下げて1年を終え、金や主要な株価指数の大半を下回るパフォーマンスとなりました。一方で、時価総額は$1.8兆付近を維持し、約58〜60%という高い市場ドミナンスを保ちました。価格パフォーマンスが軟調であったにもかかわらず、BTCへの資本集中は加速しました。米国の現物ETFには$210億を超える純流入があり、企業の保有量は全供給量の約5.5%に相当する110万 BTCを突破しました。ネットワークのセキュリティも強化され続け、ハッシュレートは1 ZH/sを超え、採掘難易度は前年比（YoY）で約36%上昇しました。これはマイナーによる持続的な投資を反映しています。対照的に、ベースレイヤーのアクティビティは停滞しました。アクティブアドレス数は前年比で約16%減少し、取引数は過去のサイクルでのピークを下回ったままでした。また、投機的なトークンの動きは短期的かつ一時的なものにとどまりました。これらを総合すると、ビットコインの流動性、価格形成、需要は、ますますオフチェーンの金融チャネルや保有行動に依存するようになっていることが分かります。その一方でベースレイヤーの役割は二次的なものとなり、ビットコインが決済主導のネットワークというよりはマクロ金融資産としての地位を固めている状況を裏付けています。

- レイヤー1（L1）全体で見ると、2025年はアクティビティの多さだけでは、必ずしも経済的な実像を反映しないということが鮮明になった年でした。多くのネットワークが、利用実績を手数料収入や価値の蓄積、あるいは持続的なトークンパフォーマンスへと結びつけることができませんでした。また、L1の勢力図は一部の主要ネットワークへの集約が一段と進みました。イーサリアムは開発者アクティビティ、分散型金融（DeFi）の流動性、および時価総額の合計において依然として圧倒的な地位を保ちましたが、ベースレイヤーでの実行シェア低下や、ロールアップ普及による手数料の圧縮が重石となり、対BTCでのパフォーマンスは劣勢を強いられました。対照的に、ソラナは高い取引量と日次アクティブユーザー数を維持しました。ステーブルコインの供給量を大幅に拡大させ、投機的な動きが落ち着いた後も安定したプロトコル収益を維持し、さらに米国での現物ETF承認を勝ち取ったことで、機関投資家からのアクセス性も強化されました。BNB Chainは市場のトレンドと強力な個人投資家の基盤を活かし、オンチェーンでの現物・デリバティブ取引を活発化させました。また、大規模なステーブルコイン決済や現実資産（RWA）の導入も進み、BNBは主要な暗号資産の中で最高のパフォーマンスを記録しました。2025年の重要な変化は、L1の差別化

要因が単なる取引件数の最大化から、取引、決済、機関投資家の清算といった継続的な収益源を確保できるかどうかで決まるようになりました。

- イーサリアムのレイヤー2（L2）エコシステムは、2025年におけるイーサリアム関連の取引実行の90%以上を占めました。これは、ブロブ容量の拡張とデータ可用性（DA）コストの削減を実現したプロトコルアップグレードによって支えられました。実行機能がオフチェーンへと移行する中で、この規模の拡大が持続的な利用、手数料収入、そしてベースレイヤーとの経済的な一貫性に結びつくかどうかが重要な焦点となりました。この観点で見ると、結果は鮮明に分かれました。アクティビティ、流動性、手数料収入は、Base（ベース）やArbitrum（アービトラム）といった少数のオプティミスティック・ロールアップや、明確なユースケースと優れたユーザー体験を持つ特定のアプリーチェーンに集中しました。一方で、他の多くのネットワークでは、インセンティブが消失するとともに利用者が激減しました。ゼロ知識（ZK）ロールアップは、証明者の効率化や分散化の節目において進展を見せたものの、預かり資産（TVL）や手数料収入の面では、依然としてオプティミスティック・ロールアップに一桁以上の差をつけられています。100を超えるロールアップの乱立による断片化、インセンティブ施策の効力の低下、そしてシーケンサーの分散化の遅れが、依然として主要な制約となっています。

- 2025年、DeFiは資本効率とコンプライアンスを重視し、機関投資家を主体とした市場構造への移行に重点を置きました。預かり資産（TVL）は$1,244億で安定し、資本構成はインフレ型のトークンから、ステーブルコインや利回り資産へと大きく変化しました。トークン化された国債や株式の採用が進んだことで、RWAのTVL（$170億）がDEXを上回るという歴史的な節目を迎えました。並行して、米国のGENIUS法がステーブルコインの規制を明確化したことで、その時価総額は$3,070億を突破し、不可欠なグローバル決済インフラとしての地位を確立しました。機能面では、DeFiは強力な収益源へと成熟しました。プロトコル収益は主要な伝統金融機関に匹敵する$162億まで急増し、ガバナンストークンを実益をもたらす優良資産へと変貌させました。オンチェーンでの取引実行も優位性を高め、DEX対CEXの現物取引比率は20%近くに達しました。

- 2025年、ステーブルコインが主流となった画期的な年となりました。GENIUS法による画期的な規制の明確化と機関投資家の参入に支えられ、時価総額の合計は50%近く急増し、$3,050億を突破しました。1日あたりの取引高は26%増の平均$3兆5,400億に達し、Visaの$1兆3,400億を圧倒して、迅速で国境のない決済におけるステーブルコインの優位性を証明しました。この勢いは新たな有力銘柄の台頭によるものです。6つの新しいステーブルコイン（BUIDL、PYUSD、RLUSD、USD1、USDf、USDtB）がそれぞれ時価総額$10億の節目を超え、新たな競争と実社会での実用性をもたらしました。これらの進展が相まって、決済、セービング、フィンテックのユースケースにおけるステーブルコインの持続的な拡大に向けた舞台が整いました。

- コンシューマー向け暗号資産は大きな転換期を迎えました。ブロックチェーン技術が成熟し、焦点は実社会での活用と使いやすい取引へと変化しました。この変化を主導しているのは、従来型の大手企業と暗号資産専門企業の両方によるネオバンクやフィンテックで、ブロックチェーンを基盤とした本格的な銀行サービスへと急速に進化しています。年内、暗号資産ゲームやソーシャルアプリへの熱は冷めましたが、グローバル決済やフィンテックへのブロックチェーン統合は着実に前進しました。これにより、透明性と検証可能性を重視した新しいネットワークが生まれる基盤が整いました。業界がインフラ整備からアプリ中心の成長へと移行する中、その使命も変化しています。単なる分散化ではなく、個人投資家と機関投資家の両方が信頼できる、確かで検証可能なシステムの構築が目指されています。

- 2025年の最先端技術は、AIエージェント、オンチェーン決済、分散型ネットワークによる実世界のインフラ連携という3つの要素が融合した点に注目が集まりました。具体的な進展は、HTTPに「402 Payment Required」コードを組み込んだ決済標準により、エージェントによる決済がインターネット規模で普及したことです。これにより、APIやデータ、自動化されたワークフローで従量課金が可能になりました。年末までに、この決済網は1億件以上の支払いを処理し、累積取引高は$3,000万を突破しました。1日あたりの取引件数は100万件を超え、取引フローの90%以上をエージェントが占めています。並行して、自律型マシンのコーディネートに向けたDePINの拡張として、DePAI（分散型物理AI）が注目を集めました。もっと

も、2025年の進展はトークン設計よりも、データの質、シミュレーションと現実のギャップ、資本集約度、安全性や規制上の要件によって制約を受けました。これに対し、DeFAI（分散型AI金融）やDeSci（分散型サイエンス）は模索段階にとどまり、エージェントネイティブな決済や初期のマシンエコノミーのユースケースほど、持続的な経済的成果を上げるには至りませんでした。

- 機関投資家の採用は、単に価格変動による利益を狙うだけでなく、暗号資産が金融の基幹業務に組み込まれる段階へと移行したことが大きな特徴となりました。銀行は暗号資産を担保とした融資の本格的な普及に向けて大きく前進しました。これは、カストディやコンプライアンスの枠組みにおいて、ビットコイン（およびETH）が金融領域の担保として広く受け入れられ始めたことを示しています。同時に規制対象の暗号資産ETFも種類や構造が多様化し、機関投資家にとっての主要なアクセス手段としての地位を盤石にしました。トークン化されたマネー・マーケット・ファンドは、RWAトークン化の有望なユースケースとして台頭しました。決済の迅速化、担保の流動性、監査の透明性といった利点から、オンチェーンの現金同等物として普及が進んでいます。同時に、企業のデジタル資産トレジャリー（DAT）もその存在感を急速に高めました。しかし、2025年は運用の持続可能性が問われる年でもありました。レバレッジを効かせた財務運用手段の成果が、よりシンプルな利回り付きETFに及ばなかったことで、単なる資産蓄積から、インフラ活用や実質的な利回りを重視した採用への転換が鮮明になりました。

- 世界の暗号資産規制は、地域ごとに異なるアプローチを取りつつも、相互に補完し合う形で進展しました。米国では7月にGENIUS法が成立し、連邦レベルで初となるステーブルコインの枠組みを確立してイノベーションを推進しました。欧州では厳格なライセンス制度を規定したMiCAが施行され、香港ではステーブルコイン条例の制定と税制面での優遇措置により、ハブとしての地位を確固たるものにしました。シンガポールでも6月、コンプライアンスとライセンス規則を厳格化して高い基準を維持しています。国際的には、OECDの暗号資産等報告枠組み（CARF）への参画が加速し、標準化された税務の透明性の確保と国境を越えた情報交換に向けた体制が整いました。

- 2026年に向けて、いくつかの主要なテーマに注目が集まっており、年内を通じてこれらの分野で大きな進展を見込んでいます。これらのテーマは、マクロ経済環境とビットコイン、機関投資家の参入、政策と規制、ステーブルコイン、トークン化、分散型取引、予測市場など、さまざまな分野にわたります。

02 / 概要

2025年は、暗号資産が主流へと向かう過程において、転換点となる年でした。世界の暗号資産の時価総額は初めて$4兆の大台を突破し、ビットコインは$126,000のオールタイムハイ（ATH）を記録しました。

図1：暗号資産の総時価総額は**2025**年を通じて**7.9%**減少

参照先：Coinmarketcap、Binance Research、2025年12月31日時点

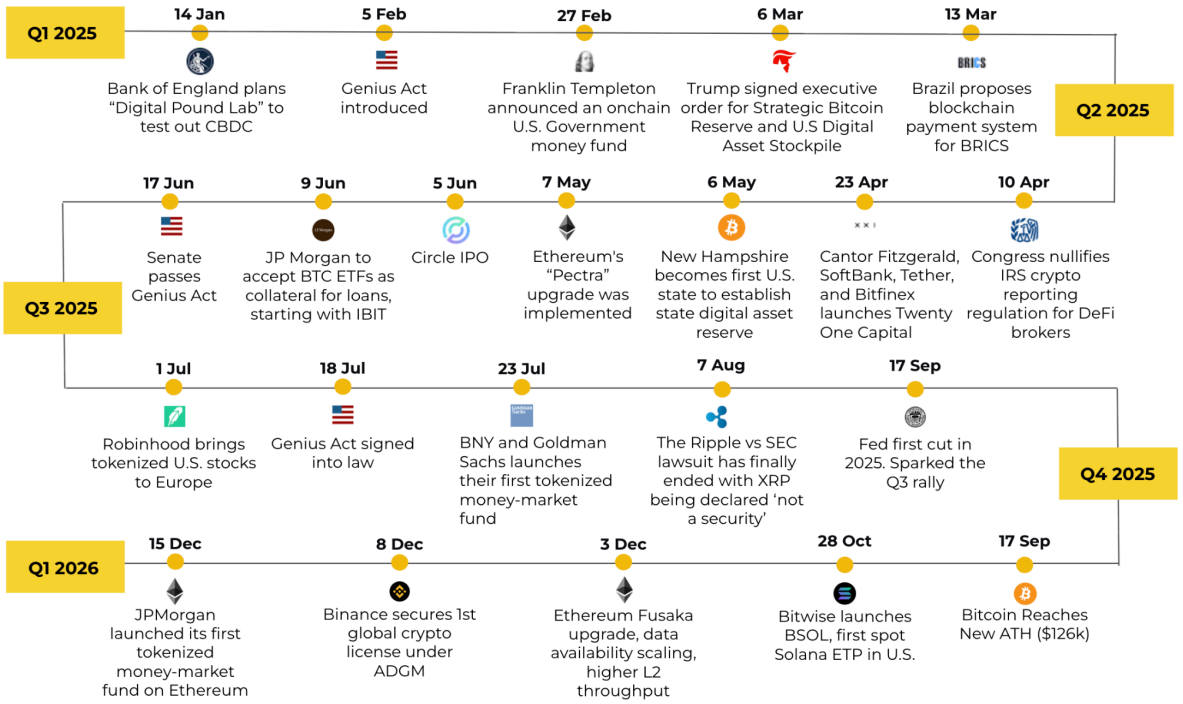
2025年は、強力な追い風と逆風が同時に作用した一年でした。プラスの側面としては、規制環境の改善（特にステーブルコインに関する包括的な法案の可決）や、機関投資家の参入加速が、市場の下支えとなりました。伝統的な金融機関が暗号資産関連商品を採用したほか、上場取引型金融商品（ETP）の預かり資産は$1,750億を突破しました。また、ステーブルコインはVisaに匹敵する取引高を記録し、その地位を確立しました。

しかし、こうしたプラス要因は、地政学的な緊張の高まりやマクロ経済の不透明感によって打ち消され、年間を通じて投資家心理の重荷となりました。これら相反する要因が複雑に絡み合った結果、異例の激しい価格変動を招きました。

2024年に96%という驚異的な急騰を見せた後、2025年の暗号資産市場は、年間で76%という極めて大きな値動きの幅を記録しました。時価総額の合計は、4月の安値（約$2兆3,900億）から10月のピーク（約$4兆2,200億）の間で激しく変動しました。歴史的な節目となる成果やインフラの成熟が見られたものの、下半期を覆った厳しいリスク環境が足かせとなり、最終的には前年末比7.9%安で一年を締めくくりました。

この一年の価格動向は、暗号資産の進化を浮き彫りにしました。伝統金融（TradFi）との統合が一段と進み、マクロ要因の影響をより受けやすくなっている一方で、構造的な成長を遂げる中でも依然として激しい価格変動が起こり得ることを示しています。

図2：2025年の注目すべき出来事のタイムライン



参照先：Binance Research、2025年12月31日時点

今後は世界の金融政策の動向、貿易関税の最新情報、機関投資家の参入、国家による導入、暗号資産と人工知能の融合の進展、暗号資産固有の市場テーマの台頭や再燃を注視していきます。さらに、Circleの成功を受け、近い将来、暗号資産関連のIPOが相次ぐと予想しています。

03 / マクロと市場

3.1「データの不透明感」から「リスク相場の再開」へ

2025年末を振り返ると、世界の市場は一年を通じて「データの不透明感」に包まれていました。新しい保守派の米国政権が市場の価格見直しを広く引き起こし、米国政府閉鎖により重要な経済データが得られなくなりました。また、貿易政策が年間を通じて揺れ動き、特に「解放記念日」の関税ショックが大きな影響を与えました。AI関連の急激な変動も、市場の価格変動をさらに高めました。これらの要因が重なり合い、2025年の市場を形作りました。

過去2年間の高金利政策により、資本の動きが鈍化していました。しかし2026年、財政拡大（OBBBAの実施など）、金融緩和（FRB高官の緩和的な姿勢）、および規制緩和という「政策の三本柱」が本格化して、グローバル資本は待機状態から活発な動きへと転換していく見通しです。

暗号資産を取り巻くマクロ環境は、不確実性から、政策が明確で拡大基調の体制へと移りつつあります。**2025**年はデジタル資産の「産業化元年」と位置づけられますが、規制の曖昧さが広範な普及の妨げとなってきました。過去のサイクルが主に個人投資家の期待で動いていたのとは対照的に、次の強気相場は、国家レベルの流動性供給と実用的な企業ユースケースという二つの推進力で支えられる見込みです。これこそが2026年の暗号資産における最重要テーマと言えます。

3.2「AI熱狂」から「財政政策の大転換」へ

この年は、技術面での「スプートニク・モーメント」だけでなく、強硬な貿易圧力、激しい国内政治の駆け引き（政府閉鎖を含む）、そして大型財政法案（OBBBA）の成立が際立ちました。これらの動きは、2026年にバブル相場が生まれやすい土壌を整えたと言えます。

Q1：インフラ整備とコストショックの対立

第1四半期はAIが市場を席巻しましたが、市場心理は「際限なき支出」への陶酔感から、ディスインフレやコストショックへの懸念へと激しく揺れ動きました。

- 「スターゲート・プロジェクト」
    - 1月にトランプ大統領は孫正義（SoftBank）、ラリー・エリソン（Oracle）、サム・アルトマン（OpenAI）とともに、$5,000億規模のAIインフラ構想を発表しました。
    - この構想は「計算能力こそが国力」という考え方を強化し、テクノロジー分野全体で急騰を引き起こし、政府主導の設備投資ブームに火をつけました。
    - **AI ×** 暗号資産も、投資家がWeb3 AIアプリを探し求める中で押し上げられましたが、実際の普及が不十分だったため、多くの評価額はその後下落しました。

- 「**DeepSeek**マンデー」

- スターゲート発表から1週間後、中国のDeepSeekが高性能かつ超低コストのモデルを発表しました。マグニフィセント・セブンの急落により、市場は「ブラックマンデー」に見舞われました。これにより、これら企業の盤石な優位性やハードウェア投資の軍拡競争を正当化するロジックが、一時的に揺らぐ事態となりました。

- 暗号資産もこの投げ売りを免れることはできず、市場は年内最初の大幅な調整を経験しました。暗号資産の全体時価総額は$3.66兆から$2.42兆へと減少し、34%の下落を記録しました。

Q2：関税の変動と「解放の日」– スタグフレーションの影

第2四半期には、マクロ的なテーマがハイテクから通商政策へと変化し、インフレ懸念が再燃しました。

- 「解放の日」（**4**月**2**日）

  - 米国は複数国を対象とした新たな強硬な関税政策を正式に発表しました。2025年は平均実効関税率がピークとなる年でした。この局面でVIXは年間最高値を記録し、サプライチェーンコストの上昇が短期的なスタグフレーション相場を招きました。

  - これを受けて、ビットコインは強力な「デジタルゴールド」としての側面を見せました。通商の分断や法定通貨の購買力毀損に対するヘッジとして、貴金属とともに資産の逃避先となったのです。4月から7月にかけて、両資産は40%超の上昇を記録しました。

Q3：バブルの波及 – 最先端技術と規制の進展

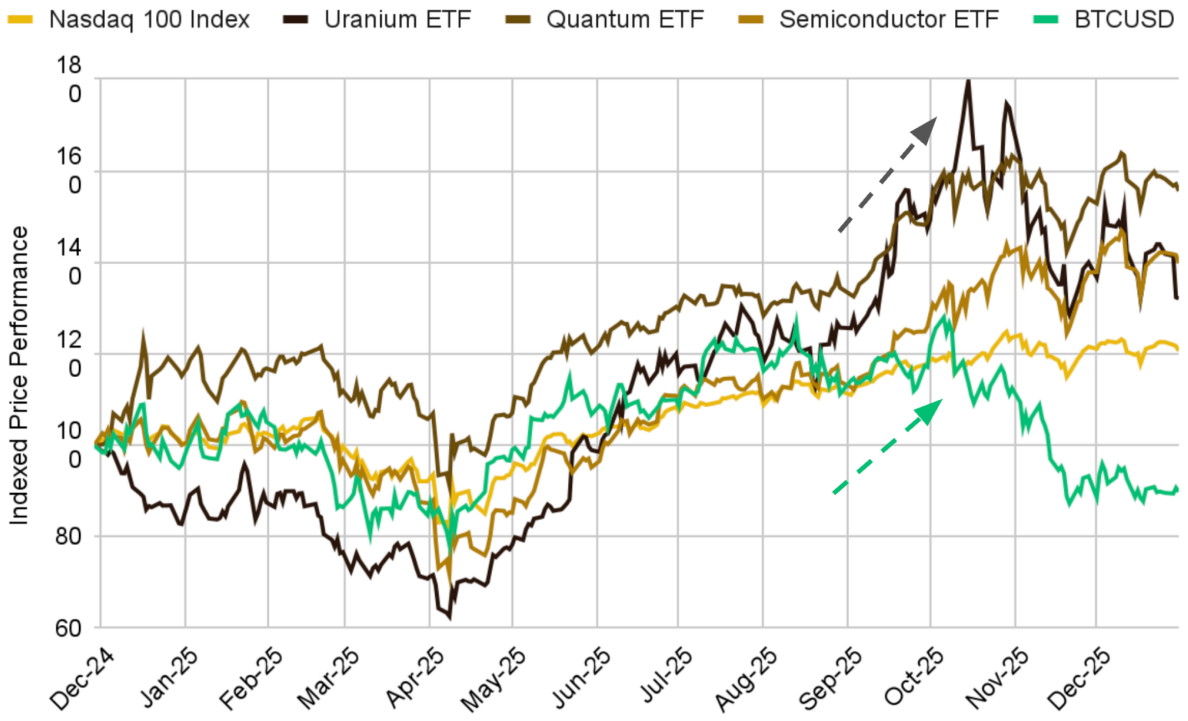
大型ハイテク株が高値圏で足踏みを続ける中、資金は新たな収益機会を求め、市場の一部で過熱感が見られる「局所的なフロス」のフェーズに移行しました。暗号資産も大量の資金流入（**7**月には**BTC**・**ETH**の**ETF**へ**$110**億、過去最高）を記録し、史上最高値を更新しました。

- エネルギーと最先端技術へのローテーション

  - 溢れ出た資金は「**AI**の実現を支える分野」へと流れ込み、原子力や量子技術といったテーマで局所的な投機バブルを誘発しました。市場では、AIの成長が半導体だけでなく、エネルギー供給にも依存しているとの認識が一段と強まりました。その結果、原子力関連銘柄は一種のミーム取引のような投機的な領域へと押し上げられました。

  - 市場全体の期待感が高まる中、ビットコインも第3四半期後半から第4四半期初めにかけて約$126,000で史上最高値を記録し、伝統的な金融市場と暗号資産市場が密接に連動していることを示しました。

図**3**：伝統金融市場の投機活動の高まりが**BTC**の史上最高値と重なる



参照先：TradingView、Binance Research、2025年12月31日時点

- 規制における画期的な進展
    - 米国はGENIUS法を可決し、RFIAおよびCLARITY法のパッケージ案を前進させました。これらは、暗号資産業界におけるコンプライアンスの基盤を構築する一歩となりました。前者は「オンチェーン上の通貨」に対処し、後者は「オンチェーン上の資産」を明確化することを目指しています。現在は上院で審議中ですが、2026年第1四半期の可決が広く見込まれています。
    - **GENIUS**法（**7**月**18**日施行）：Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act（GENIUS法）*は、連邦レベルでは初となるステーブルコインの規制枠組みであり、機関投資家が参入するための「お墨付き」を与えたものと広く認識されています。

- **OBBBA**の可決
    - One Big Beautiful Bill Act（OBBBA）は、2025年7月4日に署名され、法律として成立しました。この法案には、低・中所得世帯向けの減税や企業の投資促進策が盛り込まれており、少なくとも理論上は、2026年の成長期待を押し上げる要因となるはずです。
    - 市場の多くは、これを新たな財政拡張サイクルの幕開けと受け止めました。しかし、主要な施策の実施が2026年以降にずれ込んだため、短期的な景気刺激効果は限定的なものに留まりました。暗号資産市場の反応はポジティブで、法案への署名から2週間でBTCは約3%上昇しました。

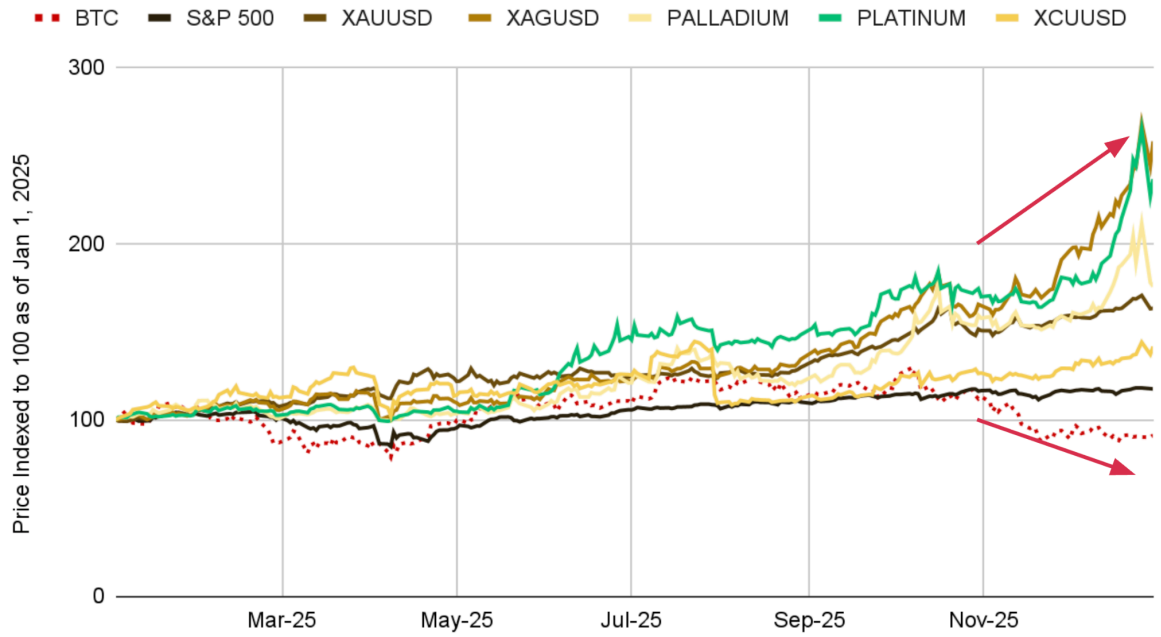
Q4：暗号資産のデカップリング - データの霧と政策転換

第4四半期はデータの混迷が主要なテーマとなりました。企業決算は堅調であったものの、政治的な膠着状態によって統計データの公表が滞る「データの空白」が生じ、市場は手探りでの判断を強いられました。政府機関の再開後、暗号資産は他の資産クラスとの相関が外れる「デカップリング」を起こしました。株式や貴金属が急反発を見せる一方で、暗号資産は軟調なままでした。

- 米国政府閉鎖（**11**月）
    - 予算協議の決裂を受けて、米国は過去最長となる政府閉鎖に突入しました。主要なマクロ経済指標の公表が約2ヶ月にわたって停止したことで、「データの不透明感」が深まりました。FRBの政策見通しを立てるための材料を失ったことで、市場の価格変動は上昇しました。しかし、その極限まで高まった政治的圧力が、結果として事態の最終的な解決を早めることにもなりました。
    - 政府閉鎖の期間中、暗号資産の合計時価総額は$4.28兆から$3.35兆へと減少しました。RFIAおよびCLARITY法案が年内に成立するとの期待が最終的に実現に至らなかったことも、市場の重石となりました。

- 暗号資産が貴金属とデカップリング
    - 2025年の金属市場は、複数の要因が重なり、最高値を更新しました。FRBによる利下げでの需要回復、AI主導の産業利用、供給不足（特に銀）、そしてサプライチェーンの安全性を重視する地政学的な変化が追い風となりました。中央銀行や政府が金属の供給を積極的に管理したことで、ソブリンプレミアムが加わりました。
    - BTCは、法定通貨の価値低下や地政学的な不安定性といったマクロ経済的な要因を共有しているものの、第4四半期の金属市場のような上昇は見られませんでした。その違いは、国家の関与にあります。金属市場が中央銀行による買い入れや輸出規制の恩恵を受けた一方、ビットコインには、戦略的準備資産としての「国家による下支え」が欠けています。
    - 米国の法整備によって戦略的ビットコイン準備金が制度化され、押収資産から政府による積極的な購入へと移行することで、この乖離は解消される可能性があります。さらに、ブラジル、パキスタン、ロシアなどの国々もビットコイン準備金の導入を検討しています。こうしたリストは、今後さらに拡大する見込みです。これらの政策が世界規模で進展するにつれ、ビットコインの戦略的地位は金属市場のそれにますます近づくでしょう

図4：暗号資産がデカップリングする一方で、貴金属は年末の上昇を伸ばした



参照先：TradingView、Binance Research、2025年12月31日時点

3.3 展望：政策三本柱

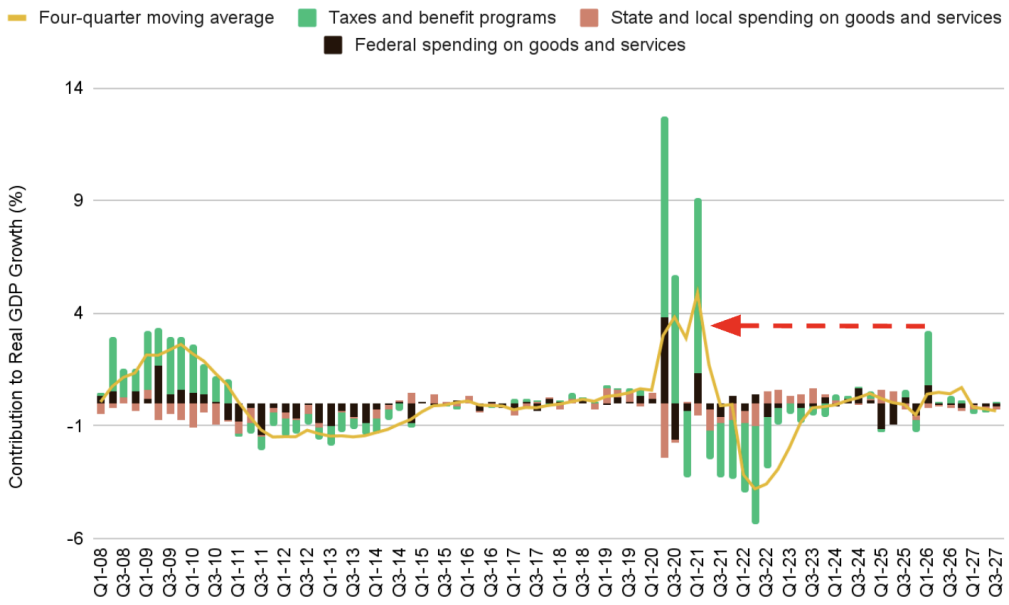
中核となるマクロテーマ：3つの追い風がもたらす政策環境

第4四半期の暗号資産センチメントは軟調でしたが、2026年は2025年の「データの不透明感」から政策実行主導の「リスク相場の再開」へと転換する可能性があります。その鍵を握るのは、財政刺激策、金融緩和、規制緩和という3つの柱からなる政策エンジンです。これらはリスク資産、特に暗号資産にとって、総じて好材料となります。

1. 財政刺激策 – 大規模な現金投入

- 主要な手段
    - OBBBA + 関税ベースの移転 + MBS購入 + BTC準備金法制化。
- マクロビュー
    - **OBBBA**は7月に署名されましたが、構造的な還付分（約**$1,000～$1,500**億）は**2026**年第**1**四半期に実施される見込みです。
    - 消費を支える減税：家計の可処分所得を増やし、関税による物価上昇圧力を一部相殺します。
    - 企業投資促進策：特にハイテク / AIインフラ分野の資本支出に対する税制優遇が適用されます。これは実質**$1,600**億以上の現金支援に相当する可能性があります。AI分野での旺盛な投資が継続することで、収益と信頼感が下支えされる見込みです。
    - 連邦政府支出の回復が遅れているため、OBBBAの減税が支出を牽引しています。財政政策により、**2026**年第**1**四半期の**GDP**成長率は約**2.3%**押し上げられる見込みで、**2025**年第**1**四半期以来最大の四半期ベースの財政効果となります。経済への波及には時間差があるため、この効果は年間を通じて持続する可能性があります。

図5：2026年第1四半期の財政インパルスは2021年初頭以来の最高水準に接近



参照先：Hutchins Center、Binance Research、2025年12月31日時点

- ドナルド・トランプ大統領は2026年1月、住宅ローン金利を引き下げるため、**$2,000**億規模のモーゲージ債（**MBS**）購入を要請しました。この施策は、2008年の金融危機後にFRBが市場安定化のためMBSを購入した政策に酷似しています。詳細はまだ不明ですが、Fannie MaeとFreddie Macは現在、合わせて約$2,000億の住宅ローン投資枠を有しています。議会承認を必要としないため、2026年中に実施される可能性は高いと見られます。

- 暗号資産への影響

  - 関税に関連する下振れリスクは十分に議論され、概ね織り込まれている可能性があります。注目は具体的な財政支援へと移る見込みです。

  - 家計への現金投入：過去の事例（例：2020～2021年）では、家計への直接的な財政投入は、中央銀行の流動性供給よりも早く、よりリスクの高い個人投資家市場（ミームコイン、NFT）に流れ込む傾向がありました。トランプ大統領は、この政策パッケージにより米国の家庭が年間**$11,000～$20,000**を節約できると主張していますが、実際にはまだ不透明です。ただし、短期的に注目すべき3つの財政項目があります。

    - 遡及的な個人所得税の軽減：2026年第1四半期に家計は$1,000億超の還付を受ける可能性があり、1世帯あたり平均$1,000～$2,000となります（スコット・ベッセント財務長官の試算による）。

    - 関税収入の対象を絞った再分配：例えば、年収$75,000未満の世帯に$2,000の給付を行い、約$1,500億の追加支援に相当します。

    - 広く議論されていた少額暗号資産取引の免税措置（$300未満の取引）はOBBBAから削除されましたが、共和党は2026年に、効率化・生活費対策として単独法案で再提出する可能性があります。

  - 法定通貨の価値低下に対するヘッジ需要：OBBBAの財源確保のための財政赤字の構造的な拡大は、法定通貨の信用基盤を引き続き侵食し、最高の「減価対策資産」としてのビットコインの核となるナラティブを強化します。2025年の財政刺激は実際には中立的、あるいはわずかに緊縮的であり、赤字額は**$1.83**兆（**2024**年）から約**$1.78**兆へと縮小しました。

    新政策や関税、政府閉鎖をめぐる喧騒はありましたが、2025年には実質的な新規刺激策が欠けていました。そのため、暗号資産市場は流動性の流入ではなく、主にセンチメントに主導される形となりました。体制は**2026**年に転換し、赤字は**$2**兆を突破する見込みです。これは、前年比で約**$2,250**億の純流動性注入に相当し、現在のペースでのFRBのバランスシート拡大の6ヶ月分に相当します。

  - 戦略的ビットコイン準備金の拡大：2025年には大統領令により準備金の枠組みが確立されましたが、現在の保有分は押収資産のみで、公開市場での購入は行われていません。2026年の共和党のアジェンダは、この準備金を法制化し、財政資金による直接購入を認可する可能性があります。これにより戦略が制度化され、米国が「Bitcoin Superpower」としての地位を確固たるものにします。

2. 金融緩和（「金融政策の転換」）- 利下げと（**QE**ライト）

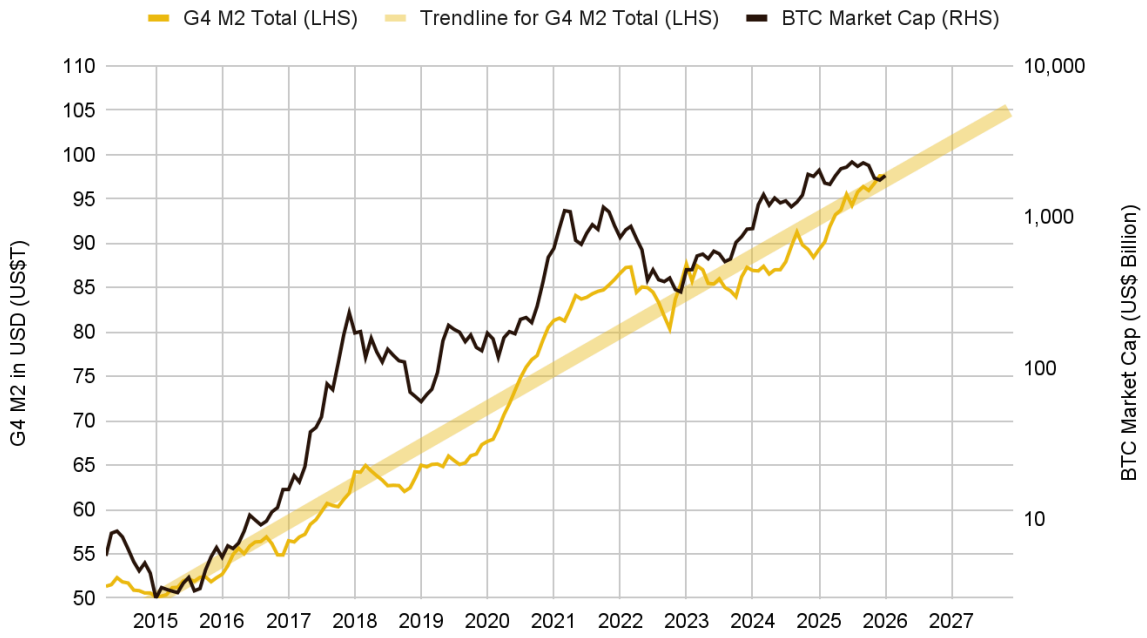
- 市場の道筋

  - FRBの継続的な利下げとバランスシート拡大の再開

- マクロビュー

- 金利の正常化：関税インフレがピークを過ぎた可能性が高く、2026年にはインフレ圧力がさらに緩和され、2回以上の利下げが実施され、政策金利は約3%に近づく可能性があります。
- バランスシートの拡大：12月のFOMCは、12月12日から開始されるリザーブ・マネジメント・プログラム（RMP）を発表し、初月は$400億となり、2026年4月まで高水準が続いた後、減速する見込みです。月$150～$200億のMBS / 政府機関債の再投資と合わせると、2026年のFRBによる流動性供給は$5,000～$6,000億規模となる可能性があります。
- 長期金利が高止まりしたとしても、金融環境の緩和により資金調達コストが低下し、リスク資産の評価額上昇を支える可能性があります。

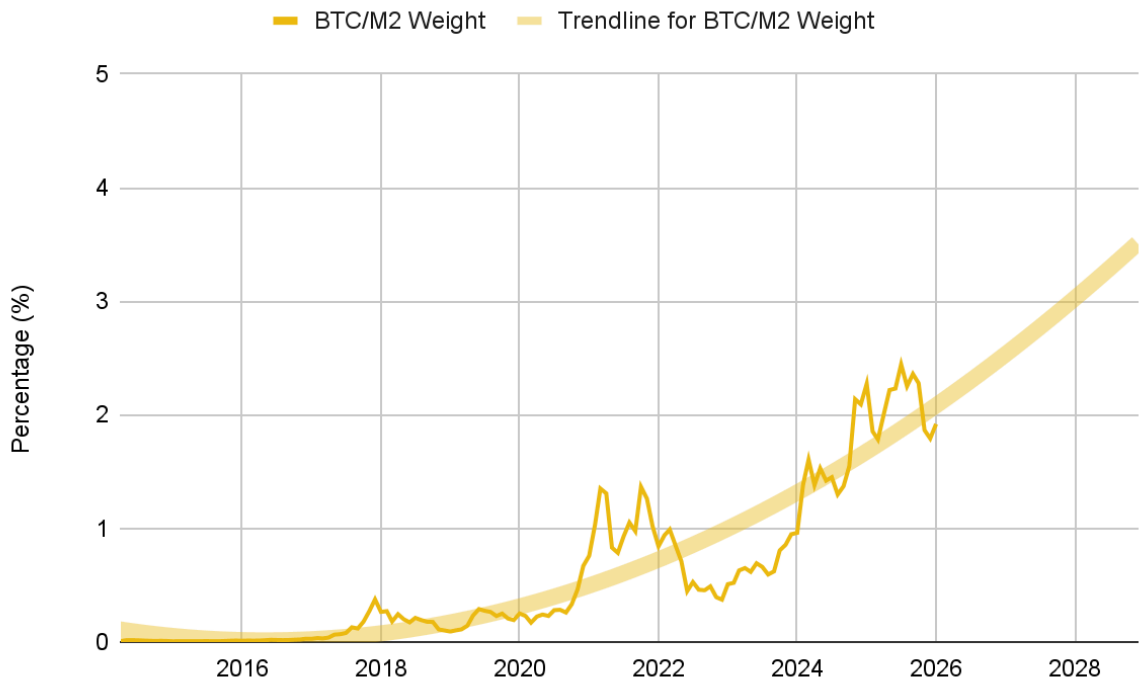
図**6**：米国、中国、**EU**、日本の**M2**合計は現在のペースで**2028**年までに**$105**兆に達する見込み



参照先：FRED、Binance Research、2025年12月31日時点

- 暗号資産への影響
  - **BTC**と**M2**の比率：現在、ビットコインの時価総額はG4諸国（米国、ユーロ圏、日本、中国）のM2マネーサプライの約2%を占めています。この比率は5年前と比較して2倍になりました。過去10年間の成長トレンドに基づくと、2028年までにこの比率は約3%まで上昇する可能性があります。これは、他の条件が同じであれば、ビットコインのベースライン価格が約$160,000に近づく可能性があることを示唆しています。

図**7**：過去の成長率に基づくと、**BTC / G4 M2**は**2028**年までに約**3%**に近づくと予測

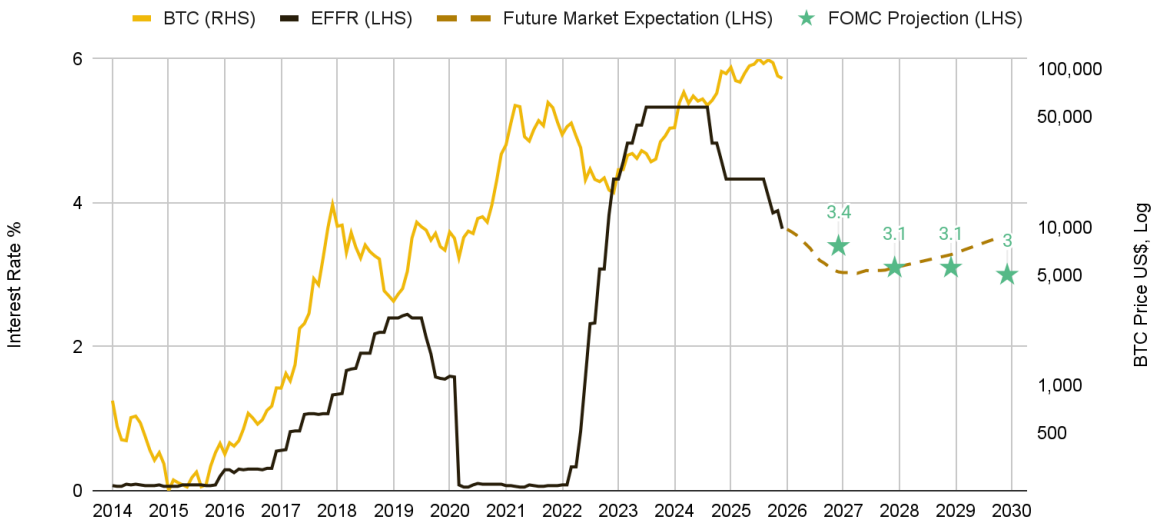


参照先：FRED、Binance Research、2025年12月31日時点

- 流動性のゲートが再開：資金調達コストの低下は、流動性に敏感な暗号資産にとって明確な材料であり、DeFiにおけるレバレッジ需要を回復させる可能性があります。上図の通り、先物市場の参加者はより速いペースでの利下げを予測しています。FOMCのドットプロットは緩やかな緩和の道筋を示していますが、市場はFRBが経済の脆弱性を過小評価しているか、あるいは2026年の人事交代によって大幅なハト派への転換が起こると見ています。

- **FRB**人事の政治化：資産価格と有権者の信頼感を下支えするため、政権には2026年後半に向けて金融緩和状況を誘導する強い動機が働く可能性があります。

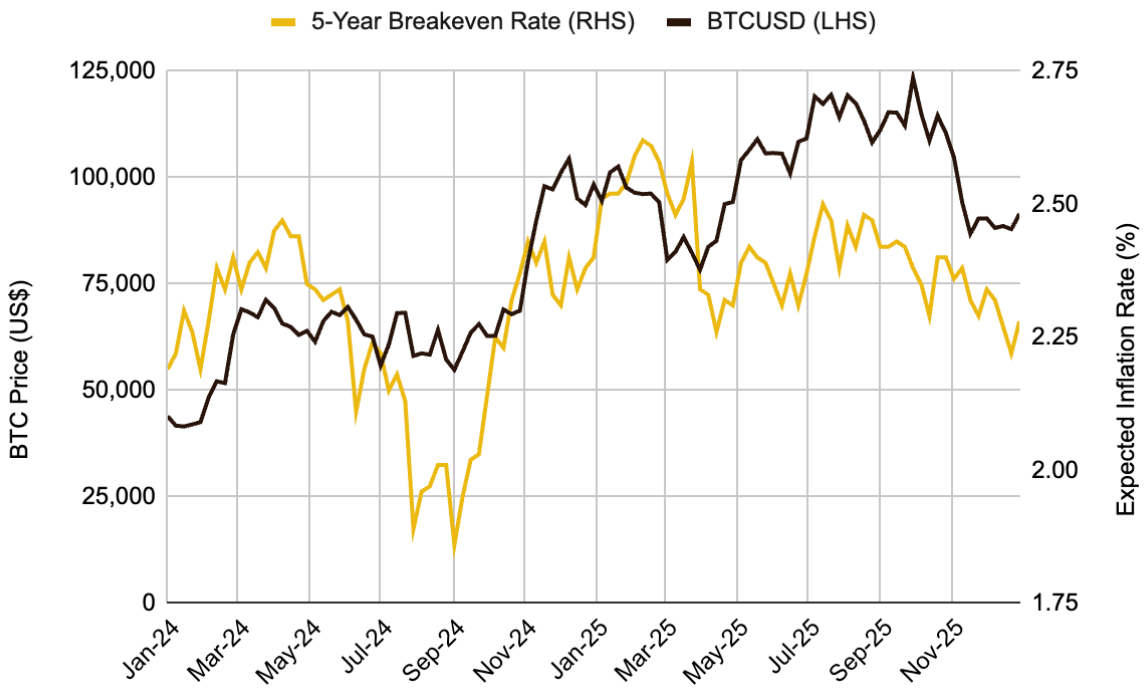
図**8**：市場は今後**2**年間でより積極的な金融緩和の動きを織り込んでいる



参照先：TradingView、Binance Research、2025年12月31日時点

- 期待インフレ率に注目：期待インフレ率が安定、あるいは上昇している局面で流動性が供給されると、市場は最も強気になります。2025年は期待インフレ率が低下する中で金融緩和が行われましたが、第4四半期の暗号資産は振るわない結果となりました。これは、まさにその力学と一致しています。強力なインフレヘッジへの需要が乏しい場合、ビットコインの買いの勢いもそれに応じて低下します。

図9：年末の暗号資産の低迷とインフレ期待の低下が同時に発生

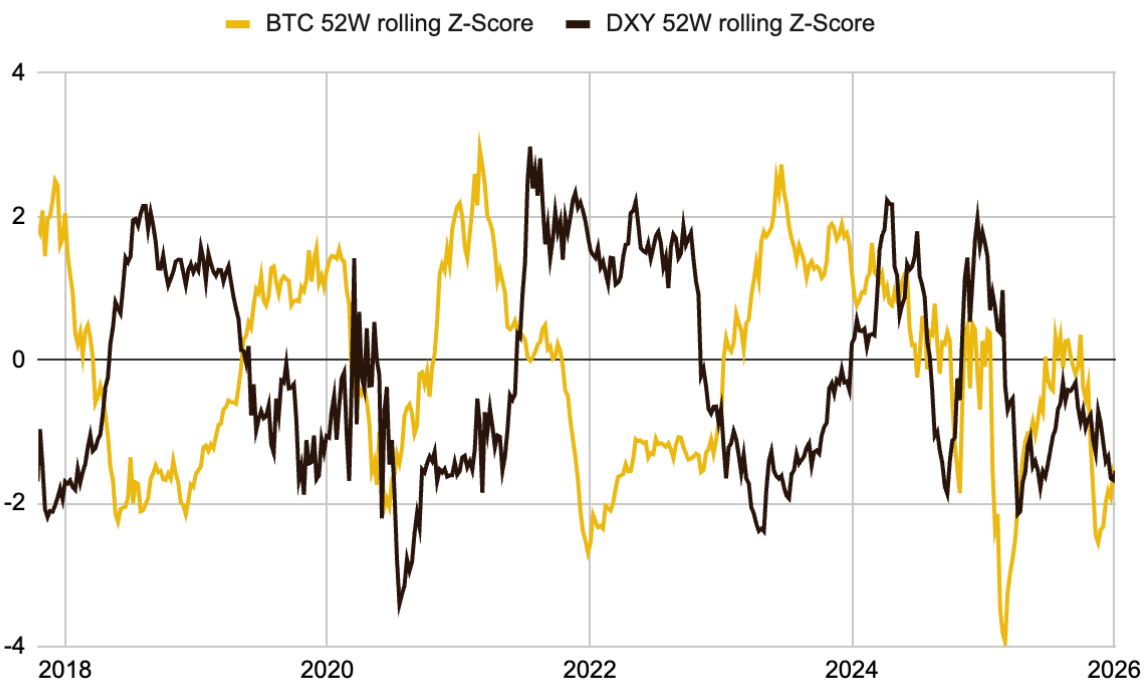


参照先：TradingView、Binance Research、2025年12月31日時点

- 米ドル（**USD**）の低迷：大半の機関が2026年のUSD安を予測しています。歴史的に、ビットコインと米ドル指数（DXY）はほとんどの期間で逆の動きをしてきました。これは為替や流動性の観点から見て、極めて自然なことです。しかし、過去1年間でその相関関係は逆転したようです。

  主な要因は、2024～2025年にかけて高まった規制強化の動きです。これにより暗号資産への参入の妥当性が実質的に高まり、伝統金融チャネルへの浸透が加速しました。その結果、BTCはUSDのサイクルに対する感度が低下し、従来の負の相関関係は弱まっています。とはいえ、大半の状況において米ドル安がBTCの追い風となる傾向に変わりはありません。2026年のトレンドとして、その追い風はさらに顕著になり、政策とも整合性の取れたものになる可能性があります。

図**10**：**BTC**の資産パフォーマンスは、歴史的に米ドル安の局面で上昇する傾向にある



参照先：TradingView、Binance Research、2025年12月31日時点

3. 規制緩和と法規制の明確化 **-** 市場の活力が戻る

- マクロビュー
    - 金融と**M&A**活動の復活：トランプ政権は2026年にウォール街の資本規制を緩和する方針で、これにより長年停滞していたM&AとIPO活動が復活し、「市場の活力」が再び高まる可能性があります。
    - センチメントの波及：伝統的な資本市場における規制緩和の恩恵は暗号資産にも波及する可能性が高く、流動性と投資意欲が両市場間でますます伝わりやすくなっています。
- 暗号資産市場への影響
    - コンプライアンスの飛躍的進展：これは過去のサイクルとの最大の違いと言えます。GENIUS法によってステーブルコインの規制枠組みが確立され、RFIA / CLARITYが可決されればSEC / CFTCの管轄とオンチェーン発行ルールが明確になることで、規制は「逆風」から「参入障壁」へと変わる可能性があります。
    - 現実資産の加速：2025年に完全な規制の明確性がない中でも、トークン化された現実資産は急速に拡大しました。オンチェーン株式は$2.7億から$7.8億へ、オンチェーン債券は$42億から$98億へと成長し、暗号資産市場全体の成長を大きく上回りました。2026年にRFIA / CLARITYが可決されれば、RWA（現実資産）は爆発的に拡大し、より多くの資本と活動をオンチェーンに引き寄せ、市場全体の拡大を強化する可能性があります。
    - **DeFi**の正式化：このマクロ政策体制の下で、DeFiは制度化と規制への適合において大きな飛躍を遂げる態勢が整っています。

見逃せない主要リスク

追い風はあるものの、2026年の暗号資産は依然としてマクロ経済的なリスクに直面しています。注目すべき構造的な圧力として、インフレの粘着性、ハイテク株の評価額への感応度、そして地政学的・規制的な断片化の3つが挙げられます。

1. 高水準の実質金利と投資機会の損失

インフレの粘着性が主要なリスクです。長期期待インフレ率の低下が緩やか、あるいは再加速する場合、長期国債利回りが高止まりする可能性があり、ブロックチェーン資産の保有に伴う機会費用を押し上げることになります。

図**11**：追加で**75 bps**の利下げが行われたにもかかわらず、**10**年物米国債利回りの水準は過去**1**年間安定して推移

参照先：TradingView、Binance Research、2025年12月31日時点

今年、FRBが75bpsの利下げを実施したにもかかわらず、10年物国債利回りは利下げ前の水準からほぼ横ばいの約4.13%前後で推移しています。債券ファンドには約$6,000億もの巨額の資金が流入しており、オンチェーン資産やプロトコルが資金を維持するには、大幅に高いリスクプレミアムを提示しなければならないことを示唆しています。これは、TVLの成長を鈍化させ、あるいは流動性を債券やマネー・マーケット・ファンドへと引き戻す要因となる可能性があります。

多くの評価モデルにおいて、割引率の基準は政策金利ではなく、10年債利回りです。もし10年債利回りが低下しなければ、キャッシュフローの裏付けを持たない初期段階のプロジェクトは、評価額の上昇がより厳しく制限されることになります。

2. テクノロジー株との相関と**AI**設備投資サイクルの不確実性

暗号資産は依然としてナスダック100（NDX）と高い相関関係にあります。AIインフラ設備投資の規模と将来のROIをめぐる不確実性は、2025年と比較してより大きな価格変動を引き起こす可能性があります。

- **AI**インフラ投資：1990年代後半、通信およびIT産業は、企業が光ファイバーやブロードバンドなどのインフラを構築したことで急速に拡大しました。しかし、多くの投資が期待通りの収益を上げられず、一部

の企業は多額の負債を抱え、需要の伸びが予想を下回った際には減損処理や事業再編を余儀なくされました。現在のAIブームでも同様のパターンが現れる可能性があり、競争に敗れた企業や過剰な投資が、評価額の調整につながる恐れがあります。バンク・オブ・アメリカの予測では、世界の巨大テック企業による支出は、2025年に67%増加し、2026年にはさらに31%増の$6,110億（米国GDPの約1.2%相当）に達すると見られています。

- ベータ資産への波及：AIアプリの収益が期待を下回り、ハイテク株の評価額に調整が入った場合、ハイベータ資産である暗号資産は、非常に大きな価格変動に見舞われるおそれがあります。多くの「AI + 暗号資産」トークンは、NVDAなどのハードウェアリーダー銘柄と密接に連動しており、株式市場のセンチメント反転による波及リスクを抱えています。多くの「AI + 暗号資産」関連銘柄は、NVDAなどのハードウェア大手と価格連動性が高く、株式市場の投資心理が反転した際の波及リスクを抱えています。

- 流動性の共鳴：レバレッジ解消の局面では、追証に対応するための資金を確保しようと、流動性の高い暗号資産が真っ先に売却される傾向があります。ハイテク株が大幅に下落すれば、それに連動したアルゴリズムによる売りが誘発される可能性があります。

3. 規制の分断と流動性の厚み

地政学的な世界の多極化は、暗号資産をはじめとするあらゆる資産にとって長期的なテーマであり、各国の規制の枠組みが異なれば、流動性が分断される要因となります。

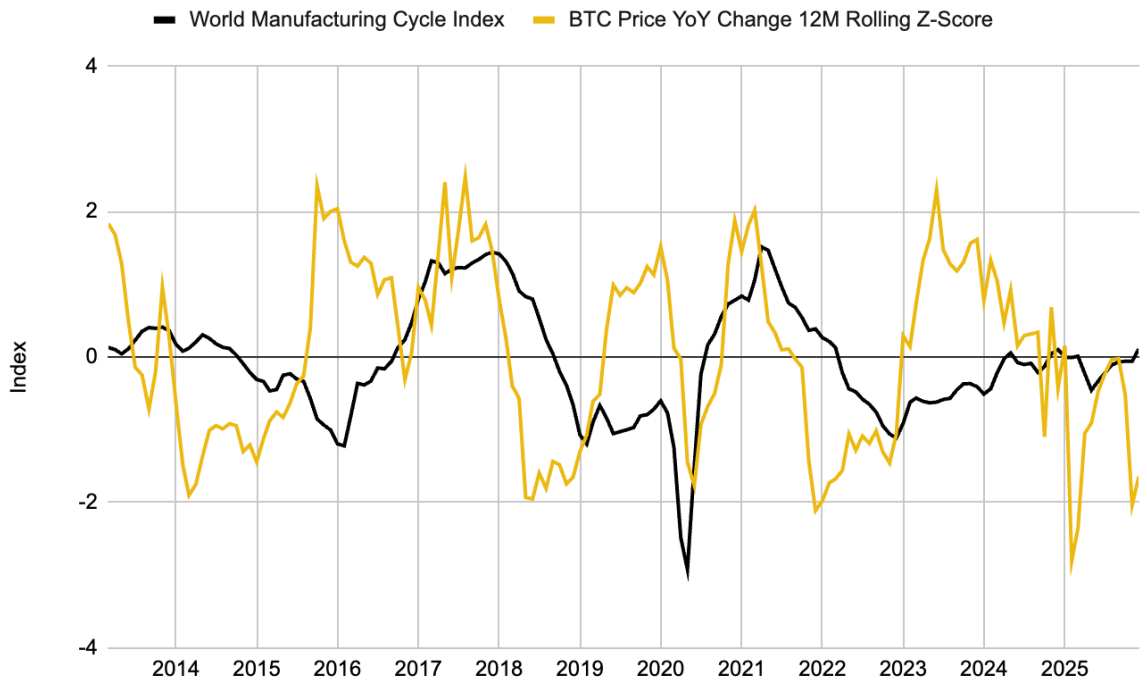
- コンプライアンスによる流動性の断片化：欧州のMiCA、進化を続ける米国の規制枠組み、そしてアジア各国の多様なアプローチにより、世界の暗号資産の流動性は、規制に準拠した個別の「規制準拠プール」へと分断される可能性があります。ステーブルコインの発行、プライバシー・プロトコル、およびAML（マネーロンダリング防止）に関する基準が不統一であれば、国境を越えた資本の移動を妨げ、市場全体の厚みや効率性を低下させかねません。

- 一時的な安全資産としての機能不全：ビットコインは長期的な検閲耐性を備えていますが、地政学的ショックの初期段階では、「資産を売って現金化する動き」が強まり、金やBTCを含むあらゆる資産が無差別に売却されることになります。また、緊張状態によって特定の法定通貨ルートが制限され、ステーブルコインの価格維持の安定性に影響が及ぶ可能性もあります。

3.4 マクロ経済サイクルにおける現在地

新興の資産クラスとして、ビットコインの価格サイクルは独立した事象ではなく、世界的なマクロ経済のサイクルと密接に連動しています。世界の実体経済の健全性を示すマクロ指標である世界製造業景気循環指数と、BTC価格のローリングZスコアを比較しました。ここでのZスコアは、ビットコイン価格の前年比騰落率が12ヶ月平均からどの程度乖離しているかを測定するもので、ビットコイン価格の推移における「加速」や「モメンタム」と捉えることができます。データによれば、ビットコインは実体経済に対して約8〜12ヶ月先行しています。

図**12**：**BTC**は、これまで世界のマクロ経済サイクルの先行指標として機能してきました。



参照先：FRED、Binance Research、2025年12月31日時点

サイクルの現在地：拡大と収縮の分岐点

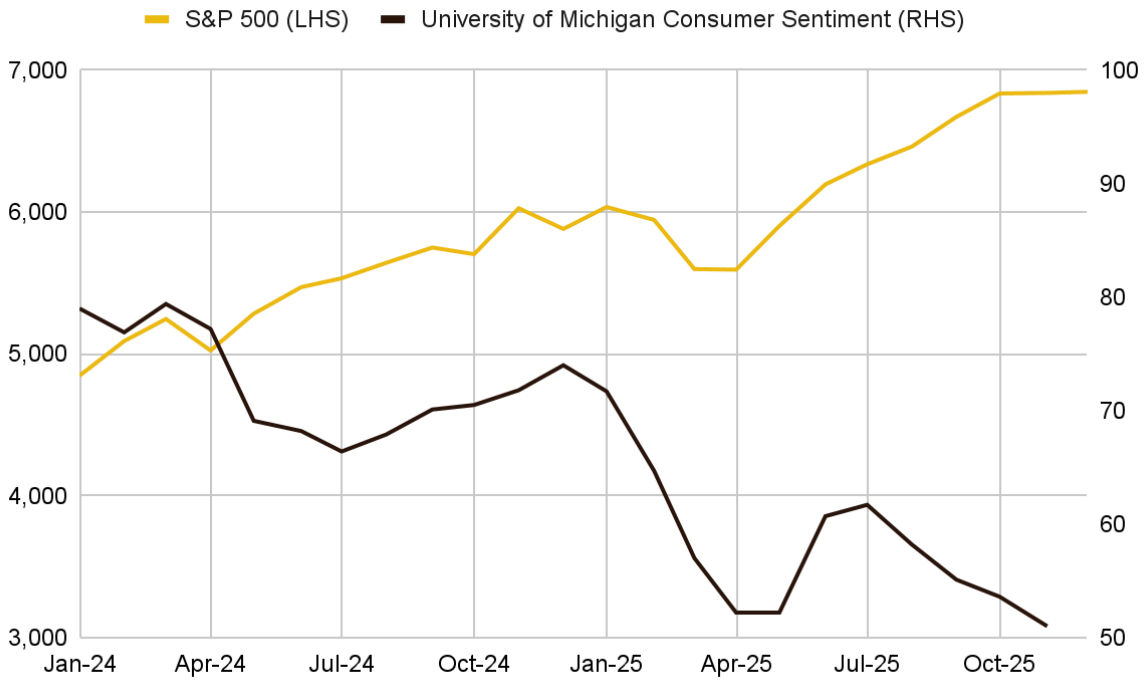
モデルによれば、サイクルは2025年2月に底を打ち（約 - 2.8）、それ以降、指標は明らかに反発し、2025年9月までにゼロ付近まで回復しました。世界的な流動性に対して最も感応度の高い資産の一つであり、実質的なハイベータ・プロキシ（代替指標）であるビットコインは、マクロな流動性環境や投資家のリスク許容度の初期の変化をしばしば反映します。この動きは、市場参加者が最悪期を脱し、流動性が改善し、リスク許容度が回復しつつあると考えていることを示唆しています。

しかし、10月～11月に市場は再び大幅に反落し、同一年内で指標が - 2を下回る数値が2度記録されました。これは2013年以降のビットコインの歴史において前例のない事態です。経済見通しや地政学リスクに対し、参加者の間で不透明感が極めて高まっている状況が浮き彫りになりました。

こうした背景の中、購買担当者景気指数（PMI）も年間を通じて低下した後に回復し、ゼロ付近の狭い範囲で一進一退の動きを見せました。これは、景気が拡大と後退の境界線上に位置していることを示唆しており、翌年に対する市場の極端に二極化した予測を忠実に反映しています。例えば、株価指数が史上最高値を更新する一方で、消費者信頼感指数が過去最低水準まで落ち込んでいるといった状況です。

とはいえ、市場の乖離は戦略的な資産配分を行うための絶好の機会を生み出すと考えています。一部の指標に見られる軟調さは、投資家が質の高い資産を比較的低コストで取得するためのチャンスとなります。

図13：金融市場と家計状況の間で拡大する乖離



参照先：Binance Research、2025年12月31日時点

3.5 中央銀行の政策と流動性の波

2025年の振り返り：断片化と「タカ派的な据え置き」の時代（暗号資産への逆風）

2025年、世界の中央銀行の政策は非同期な正常化と政策の不透明感に特徴づけられ、暗号資産にとって不安定な環境となりました。FRBは年間の大半を粘着性のある「ラストワンマイル」のインフレや関税による価格変動との戦いに費やし、長期金利を高止まりさせ、暗号資産の上値をある程度抑える「タカ派的な利下げ」を余儀なくされました。ECBやPBoCは緩和を行ったものの、成長を積極的に刺激するためではなく、弱体化に対処するための受動的なものであり、実質的な流動性の拡大にはほとんど寄与しませんでした。日本銀行のマイナス金利解除は、世界的なキャリートレードの流動性をさらに枯渇させました。暗号資産市場にとって、これはバリュエーションが広範な流動性の潮流ではなく、主に固有のナラティブ（AIやETFなど）によって左右されたことを意味し、結果として高い価格変動と持続的な勢いの欠如を招きました。

2026年の展望：「協調的な資金流入」の再来（暗号資産への追い風）

2026年に向けて、金融政策の背景は協調的な流動性拡大へと決定的に変化しており、暗号資産にとっては2020年～2021年以来の極めて有利な金融環境が整いつつあります。FRBのデータ依存から積極的な刺激策への転換（約3%の中立金利を目指し、バランスシートの拡大を再開すること）が、このトレンドの主な原動力となっています。極めて重要なのは、このハト派的な転換が中国人民銀行による継続的な緩和や、欧州中央銀行（ECB）の引き締め懸念の終焉と重なり、世界的な同調的緩和サイクルが形成される可能性が高いという点です。資本の機会費用の低下、構造的な米ドル安、そして利回りを求める豊富な法定通貨の流動性に定義されるこの環境は、歴史的に暗号資産サイクルの指数関数的な成長局面と完璧に一致しています。事実上、「公的機関による流動性の下支え」が再び機能し始めています。

図**14**：**G4**主要中央銀行の政策サマリー

	2025年の政策金利	**2026**年に向けた状況	**2026**年の政策見通し	主な要因と主要なリスク
米国連邦準備制度理事会（**FRB**）	～4.00% - 4.25%	ハト派への転換（12月に利下げを再開、バランスシートの拡大を再開）	複数回の利下げを通じて3.00%前後を目標とする積極的な緩和措置、および約$5,000億～$6,000億の流動性を供給する「QEライト」	主な要因：シャットダウン後の成長支援、OBBBAによる財政支援。リスク：関税による粘着性のあるインフレ、コアCPIの再加速。
欧州中央銀行（**ECB**）	1.75%（中銀預金金利）	緩和的（2025年下半期を通じて継続的に利下げを実施）	インフレが2%付近で安定するに伴い、金利の安定化 / 微調整のための据え置きが行われる見通し。今後は構造的な成長改革へと焦点が移行。	主な要因：ユーロ圏の成長鈍化、デフレの回避。リスク：世界貿易の分断によるEU輸出への影響。賃金上昇の粘着性。
日本銀行（**BOJ**）	0.75%	段階的な正常化（緩やかな利上げを継続）	据え置き / 緩やかな引き締め。内需が維持されれば約1.00%まで利上げされる可能性があるものの、世界的な景気減速への警戒感が残る。	主な要因：持続的な賃金と物価の好循環、実質金利の正常化。リスク：円の価格変動、金利上昇局面における債券市場の安定性。
中国人民銀行（**PBoC**）	3.00%（1年物LPR）	重点的な金融緩和（預金準備率 [RRR] の引き下げや特別貸出制度を通じた資金供給）	構造的支援。さらなる預金準備率（RRR）引き下げの可能性。地方債および消費を支援するための財政・金融政策の連携。	主な要因：不動産市場の安定化、デフレ圧力への対応。リスク：資本流出圧力、実体経済への波及効果。

参照先：Bloomberg、Binance Research、2025年12月31日時点

04 / ビットコイン

2025年のビットコインのパフォーマンスは、以前のような普及主導のサイクルの再来というよりも、市場構造の成熟を反映したものでした。年間を通じて、ビットコインは資産配分とナラティブの重要性の両面で、暗号資産市場全体を牽引し続けました。値動きは、定期的なオール・タイム・ハイ（ATH）の更新とその後の調整によって方向付けられ、広範なリスクセンチメントやマクロ環境がより大きな役割を果たしました。年初に企業によるトレジャリー戦略としての採用の勢いは鈍化しましたが、現物ETFやその他の伝統金融関連商品といった規制下の投資チャネルを通じて、機関投資家の参入は深まりました。

ネットワークレベルのファンダメンタルズを見ると、乖離が鮮明になっています。時価総額とネットワークのセキュリティは強化され続け、価値の保存手段としてのビットコインの役割を長期的にさらに強固なものにしました。対照的に、オンチェーン上の活動と手数料収入は減少傾向にあり、取引の活発さの低下と利用パターンの変化を反映しています。これらの動向を総合すると、2025年の決定的な特徴が浮き彫りになります。それは、これまでの取引主導型の経済モデルから徐々にデカップリングしつつ、世界的な金融市場への統合を拡大させているという点です。

4.1 主な指標

10月初旬に史上最高値となる約**$126,000**まで急騰した後、BTCは$90,000をわずかに下回る水準で年末を迎えました。これは年初の価格と比べて、ほぼ横ばいか、わずかな下落となりました。年末時点の時価総額は**$1.8**兆付近を推移しました。これによりBTCは、金などの貴金属には及びませんが、大手ハイテク企業に匹敵する世界の資産価値トップ**10**の座を確固たるものにしました。取引高は高水準を維持し、年間の1日あたりの中央値は約**$504**億に達しました。

ネットワークのファンダメンタルズも成長しました。第3四半期には、合計ハッシュレートが**1**ゼタハッシュ**/**秒（**ZH/s**）を超える新たな水準（1,000 EH/s超）に達し、ネットワーク初の記録となりました。10月19日にピークに達した後、年末にかけてわずかに低下しました。同時に、採掘難易度は年末までに**150**兆を突破し（前年比で約**36.4%**上昇）、マイナーによる持続的な投資と競争の激化を浮き彫りにしました。対照的に、オンチェーンの利用は減少傾向にあります。1日あたりの平均取引数（7日移動平均）は年間で**47.44**万件まで増加したものの、過去数年の60万件超には届いていません。同様に、1日あたりのアクティブアドレス数（7日移動平均）も前年の76.64万から**64.23**万に減少しました。これは主に、大規模な流動性イベント以外でのオンチェーン上の活動が落ち着いていることを示しています。ブロック容量の影響もあり、下半期の大部分において平均取引手数料は$1未満で推移しました（2025年初頭の一時的な高騰から下落）。

これらの指標を総合すると、BTCの市場規模とセキュリティが過去最高水準に達する一方で、ベースレイヤーの混雑は緩和されていることが分かります。これはオンチェーン取引よりも、保有やETFなどを通じたオフチェーン上の活動が活発化していることを示しています。

図**15**：ビットコイン指標の前年比パフォーマンス

	2022年12月31日	**2023年12月31日**	**2024年12月31日**	**2025年12月31日**	変動率（1年）
時価総額（単位：**$B**）	312.3	827.8	1,829	1,748	**-4.4**
取引高（単位：**$B**）	14.0	22.8	43.6	33.8	**-22.5**
取引件数（**7DMA**、単位：**K**）	246.1	557.0	351.1	474.4	**35.1**
アクティブアドレス（**7**日移動平均、単位：**K**）	879.1	800.1	766.4	642.3	**-16.2**
平均取引手数料（単位：**$**）	1.2	18.4	1.9	0.7	**-63.2**
ハッシュレート（**EH/s**、**7DMA**）	253.1	508.8	796.9	1,070.7	**34.4**
採掘難易度（単位：**T**）	35.4	72.0	108.7	148.3	**36.4**

7DMA = 7日間移動平均線
参照先：CoinMarketCap、The Block、Blockchain.com、Binance Research、2025年12月31日時点

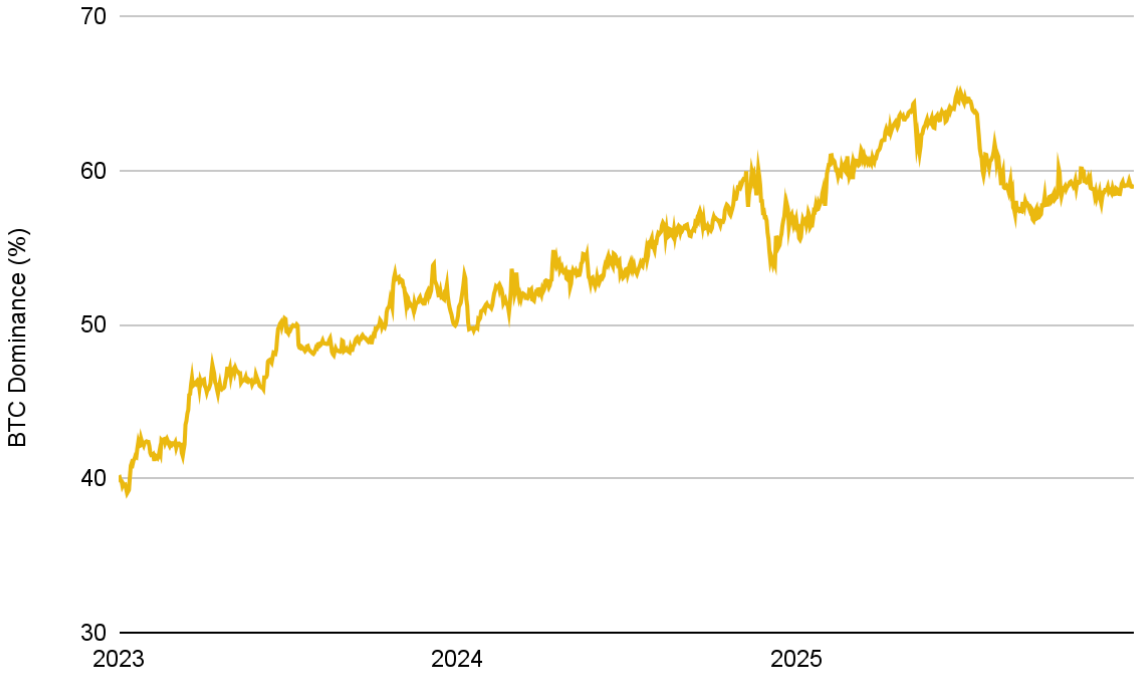
ビットコイン・ドミナンス

ビットコイン・ドミナンスは、市場全体に対するビットコインの相対的なシェアを測定する指標です。同指標は、ビットコインの時価総額をすべての暗号資産の合計時価総額で割って算出されます。

暗号資産の総時価総額におけるビットコイン・ドミナンスは、2025年を通じて過去のサイクルよりも大幅に高い水準を維持しました。6月に約**65%**（4年ぶりの高水準）でピークに達した後、ビットコインの市場シェアは年末まで**58～60%**の範囲で推移しました。この持続的なドミナンスは、長期保有者による蓄積、アルトコイン市場の低迷、そして伝統金融（TradFi）との統合拡大を背景に、ビットコインへの資金流入が市場全体を上回る勢いで集中したことを反映しています。

その結果、機関投資家と個人投資家の双方からの新規流入は主にBTCへと向けられた一方で、多くのアルトコインは低迷し、2025年後半にはアルトコインのドミナンスは5年ぶりの低水準にまで低下しました。この変化は**BTC**主導の市場構造を強固なものにしました。これは、マクロ経済の不透明さが増す中で、資金が最も確立され広く保有されている資産へと向かう、流動性主導のサイクルの特徴に一致しています。

図**16**：ビットコイン・ドミナンスは**2025**年を通じて上昇傾向にあり、年末には**60%**付近を維持しました。これは、現在のサイクルにおけるビットコイン主導の市場構造への明確な変化を裏付けています。



参照先：Glassnode、Binance Research、2025年12月31日時点

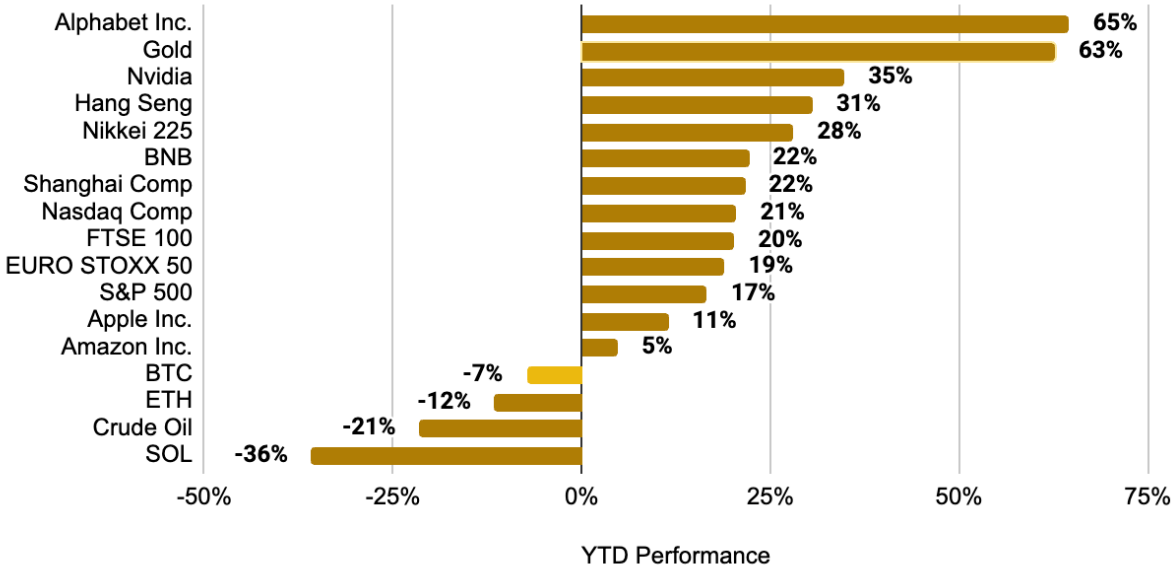
伝統的な資産とのパフォーマンス比較

BTCは2025年、過去最高レベルに好調だった前年を引き継いでスタートしましたが、年末にはわずかに値を下げ、**2022**年以来初となる年間ベースでの下落を記録しました。しかし、年間を通じた推移は、ファンダメンタルズが継続的に悪化したわけではなく、マクロ経済の変化によるものでした。年初にマクロ経済のショックによる下落を経験した後、BTCは史上最高値を更新するまで上昇しましたが、その後は年末に向けて価格を下げ、調整局面に入りました。

相対的に、BTCのパフォーマンスはほとんどの伝統的なリスク資産と比べて振るいませんでした。米国株はわずかな上昇を記録しましたが、AI関連テーマへの過熱感が落ち着いたことで、多くのハイテク株（Alphabetを除く）は年初来の高値を下回る水準で一年を終えました。一方で金やその他の金属は際立ったパフォーマンスを示し、大幅な上昇とともにオール・タイム・ハイ（ATH）を次々と更新し、不透明な局面において市場で好まれる防御資産としての役割を強固にしました。こうした状況において、2025年のBTCが発した重要なシグナルは、単なる底堅さではありません。むしろ、リスク許容度が変動する中でも注目と資産を引き付け続けた、流動性が高く投資可能なマクロ資産としての持続性です。

ビットコインの規模は、こうした位置付けの中核を担い続けました。時価総額が**$1.8**兆付近を維持したことで、BTCは時価総額上位の上場企業と肩を並べ続け、市場規模、流動性、アクセスのしやすさが資産配分を左右する機関投資家にとって、その重要性を確固たるものにしました。規制下にあるアクセス手段の拡大も参加の広がりを後押ししましたが、企業のトレジャリー戦略としての活動など、過去の相場局面で見られた一部の需要源は、以前ほど目立たなくなりました。

図**17**：世界市場でパフォーマンスの明暗が分かれる中、**BTC**はマクロ感応度の高いハイベータ資産として取引された

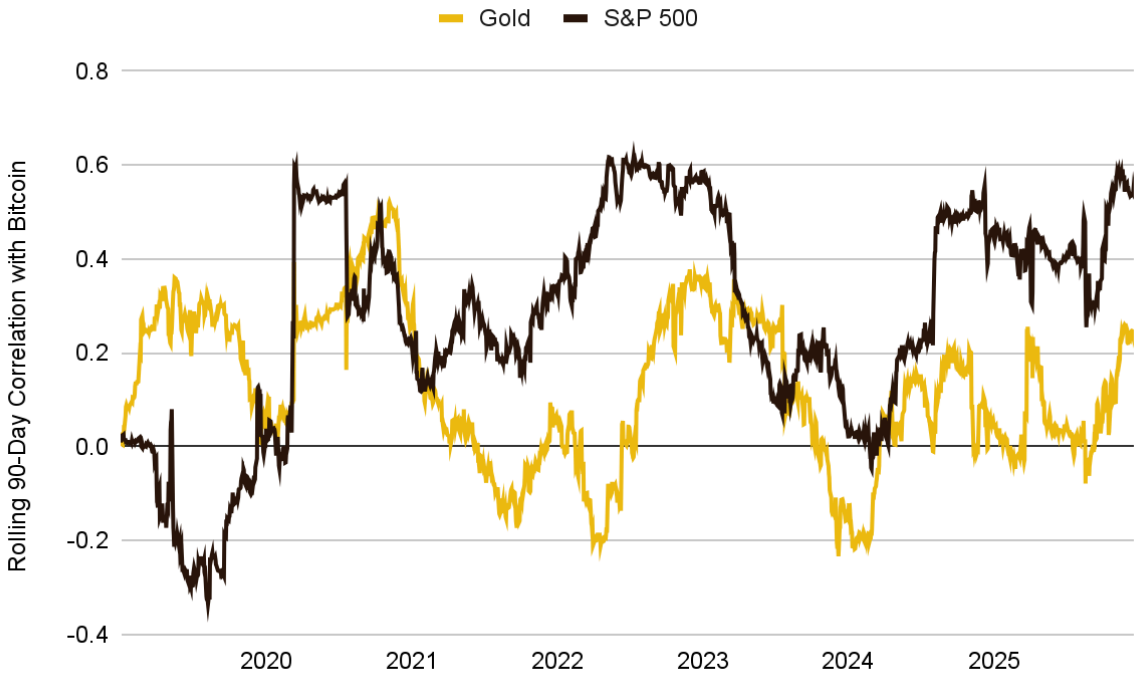


参照先：Yahoo Finance、Binance Research、2025年12月31日時点

ビットコインの伝統的市場との相関性は、**2025**年に大きな注目を集めました。投資家層の重複やマクロ要因により、株式との連動が強まる場面が見られたためです。特に、4月の関税ショックや10月の金利懸念といったリスクオフ局面において、ビットコインとS&P 500との相関性は顕著に上昇しました（11月には90日ローリングベースで約0.6に到達）。年間を通じて、ビットコインと株式の相関性は大幅に強まり、S&P 500との平均は約**0.43**となりました（2024年の約0.27から上昇）。この相関性の高まりは、暗号資産をリスク資産として扱う伝統的な個人投資家や機関投資家の流入に加え、株式とBTCを同時に動かすマクロ要因（Fedの政策やAI株の価格変動など）の影響によるものです。一方で、ビットコインの伝統的な防衛資産との相関性は低水準で不安定なままでした。例えば、BTCと金の相関性は平均約**0.1**で、年間を通じてプラスとマイナスの間で変動しました。

しかし、短期的なリスクセンチメントは現在**BTC**にも影響を及ぼしており、市場にストレスがかかる局面では暗号資産と株式の境界が曖昧になっています。一方で、より長期的な視点に立てば、**BTC**は依然として独自の資産としての挙動を示し続けています。歴史的に株式との相関性は0.2～0.3程度と低く、2025年はこの傾向が続きました。市場の安定期には、BTCが市場全体の動きからデカップリングし、独自の要因で動くことも少なくありません。これは、投げ売りの後に、広範な市場が下落する一方でBTCが上昇に転じた局面で特に顕著でした。こうした動向は、BTCが分散投資のメリットを提供し得ることを証明した一方で、マクロ環境次第でその相関性が急速に変化し得ることも示しました。2026年に向けて、多くの専門家は、こうした相関性の急上昇は恒久的なものではなく、あくまで一時的な現象にとどまると予測しています。これは、ビットコイン独自の供給メカニズムや普及曲線に基づいています。

図**18**：**2025**年、**BTC**と株式の短期的な相関は強まった一方、金との相関は変動した。ただし、長期的な相関は依然として低水準にとどまった。



参照先：TradingView、Binance Research、2025年12月18日時点

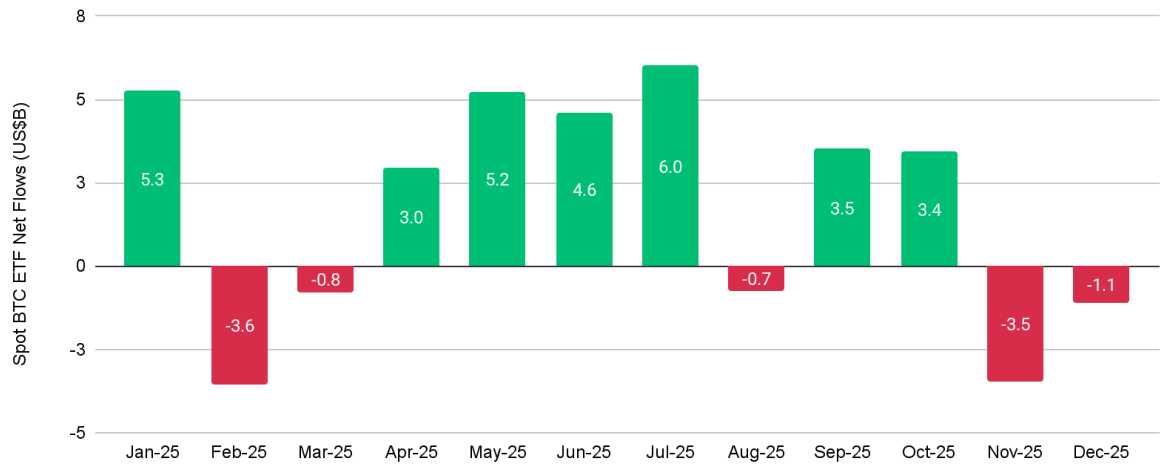
2025年におけるビットコイン市場の成熟を示すもう1つの兆候は、価格変動の安定化でした。BTCの実際の価格変動率は、主要な高成長ハイテク株と同等の水準に収束しました。年末には、BTCの直近90日間の実際の価格変動率は約35～40%の範囲で推移しました。これは、同時期の主要ハイテク株と、おおむね同水準です。この変動率の低下は、流動性の深まり、機関投資家の参入拡大、そして長期運用資金の比率上昇を反映したものです。これは、ビットコインが単に個人主導で投機的な資産から、世界的なポートフォリオに組み込まれる資産へと移行していることを裏付けています。

現物ETF

2025年を象徴するテーマの1つは、米国の**BTC**現物**ETF**への資金流入の規模と持続性であり、初期の市場予想を大幅に上回りました。11月と12月はリスクセンチメントの軟化と年末の流動性の低下により流入が弱まりましたが、規制された現物BTCへの需要は堅調を維持しました。年末時点で、米国のBTC現物ETF全体への純流入額は**$213**億を突破し、伝統的な投資家や機関投資家による継続的な参加が浮き彫りとなりました。

ETFのフローはマクロ経済の動向に敏感であり、10月の下落局面を含む急激な価格調整時には一時的な資金流出も見られましたが、市場環境が安定すると速やかに流入が再開する傾向にありました。その結果、現物ETFは継続的な新規需要の源泉として定着し、市場の流動性向上に大きく寄与しました。より広い視点で見れば、これらのETFは**BTC**に新たな資本を呼び込むとともに、価格形成や資金循環において、ますます重要な役割を担うようになっています。2025年の資金フローのパターンは、市場センチメントと明確な相関関係を示しました。大規模な流入が見られた時期は、ポジティブな価格モメンタムと重なることが多く、一方で資金流出は価格の下落局面の周辺に集中する傾向がありました。この意味で、ETFの動向は、たとえ価格を動かす主因ではないとしても、ビットコイン市場に参入する伝統的資本の目に見えるセンチメント指標として機能します。

図**19**：**BTC**現物**ETF**は年初来で**$213**億を超える純流入額を記録

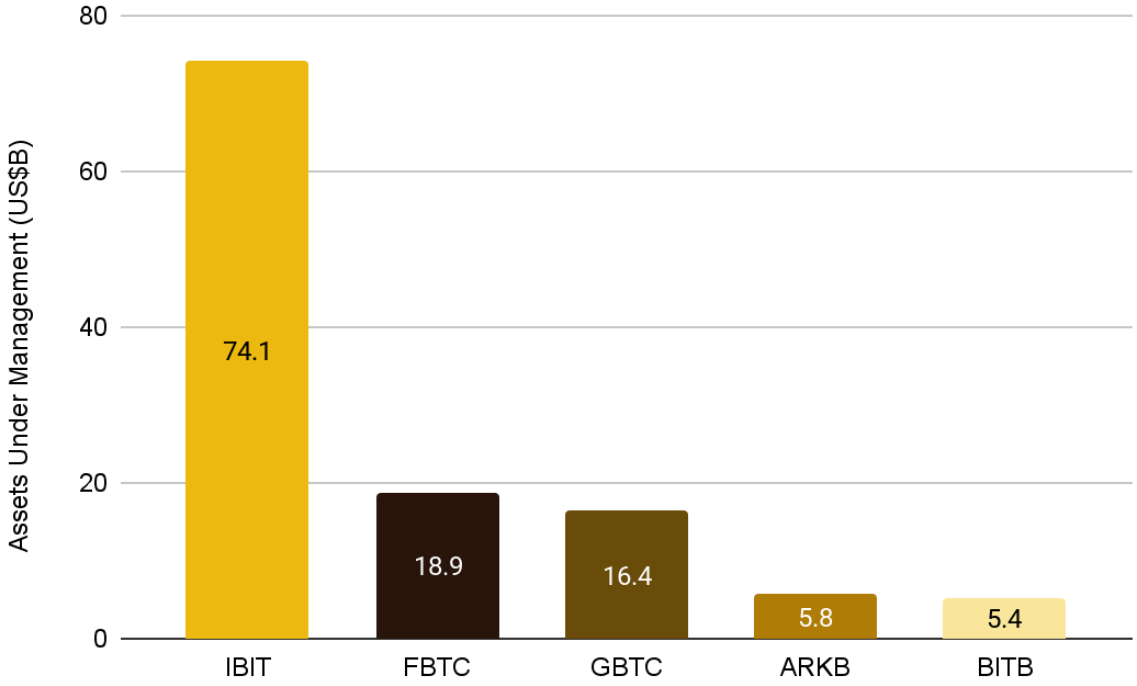


参照先：Farside Investors、Binance Research、2025年12月31日時点

2025年のETF市場における注目すべき特徴は、低コストで流動性の高い銘柄への集約が進んだことでした。**BlackRock**の**iShares Bitcoin Trust**（**IBIT**）が**2025**年の資金流入を独占し、競合他社の製品が低調な動きや緩やかな解約に見舞われる中で、純流入の大半を占めました。GrayscaleのGBTCやいくつかの中小発行体は、同等の需要を引き出すのに苦戦しました。こうした一極集中により、少数の大手**ETF**が市場に与える影響力は増大しています。これらのETFの合計保有量は現在数十万BTC規模に達しており、その設定と解約の動きは、限界流動性や短期的な価格の変動にとってますます重要な要素となっています。

年末までに、IBITは約**$250**億の純流入を記録し、他のBTC現物ETF市場全体を合わせた金額を上回り、2025年の全資産クラスにおいて純流入額で世界トップ**ETF**にランクインしました。これは、ビットコイン価格が年初来の高値を下回って年末を迎えたにもかかわらず達成されたものであり、長期的な視点を持つ投資家からの需要が根強いことを浮き彫りにしています。特筆すべきは、同期間にゴールドが好調な価格上昇を見せていたにもかかわらず、IBITの純流入額が最大手のゴールドETF（GLD）を上回ったことです。この事実は、ETFの購入者がBTC現物へのエクスポージャーを、単なる短期トレードではなく、戦略的な資産配分として捉えるようになっていることを示唆しています。

図**20**：**BlackRock**の**IBIT**は、**2025**年に米国の**BTC**現物**ETF**市場における優位性を一段と拡大



参照先：The Block Data、Binance Research、2026年1月8日時点

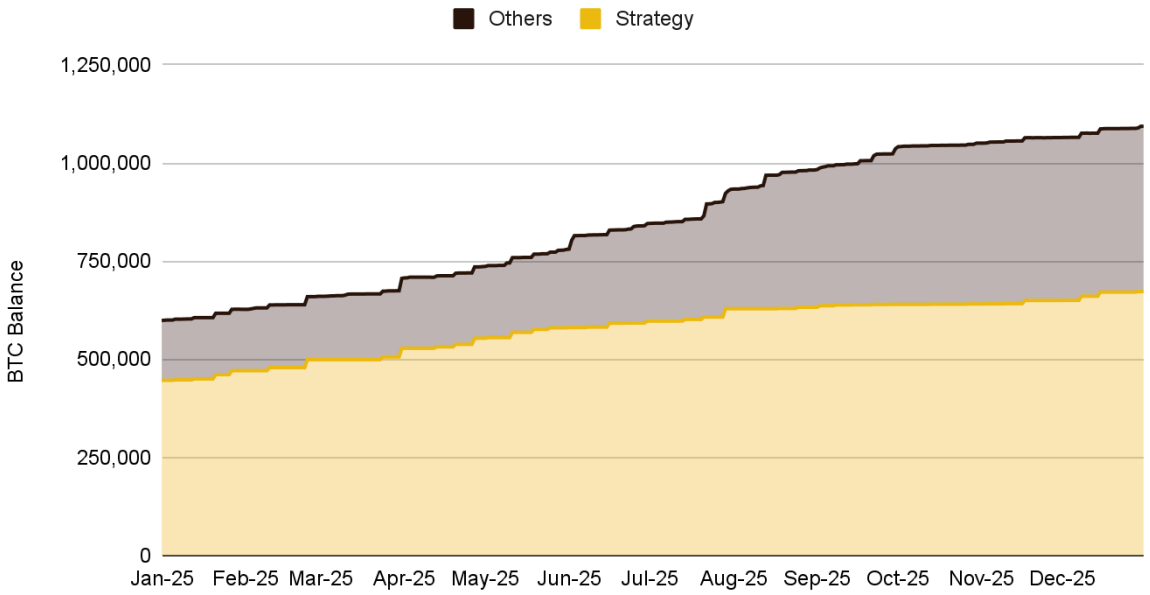
2025年は、米国で**BTC**現物**ETF**が利用可能となった初年度であり、今後その普及はさらに拡大する見込みです。重要な起爆剤となるのは、大手証券会社や確定拠出年金制度など、主要な資産管理・退職金運用プラットフォームへのBTC ETFの統合です。これにより、投資家層が実質的に大きく広がることになります。また、国際的にもこの勢いは加速しています。英国、オーストラリア、香港などの国・地域が独自のBTC現物ETFの提供に向けて動いており、国境を越えた需要の波及をもたらす可能性が高まっています。

最後に、ETFの構造をめぐるイノベーションも注目すべき分野です。米国の発行体は、これまで特定のタイプのエクスポージャーに限定された製品を提供してきましたが、現在はカバードコール戦略や担保付貸付のオーバーレイ、さらには間接的なステーキング収益といった、利回りを向上させる機能を実装できる仕組みへの関心が高まっています。こうした進展があれば、これらのETFの魅力はさらに高まり、伝統的なポートフォリオ構築における役割も一段と深まる可能性があります。

4.2 企業によるBTCの採用

2025年、企業のビットコイン採用は大幅に加速しました。上場企業がバランスシートにBTCを組み込む動きが急増し、「ビットコイン・トレジャリー」モデルが進化を続けたことがその背景にあります。本稿執筆時点で、**194**社の上場企業が合計で約**110**万**BTC**（約$1,000億）を保有しています。これは、1年前の約80～85社、約59.8万BTCという数字から飛躍的な増加となりました。現在、上場企業の保有分はビットコインの総供給量の約**5.5%**に達しています。企業による保有量が100万BTCの大台に乗るのは2026年になるという多くの予測を前倒しで達成した形です。

図**21**：**2025**年、上場企業による**BTC**保有量は急増し、**190**社以上で計**100**万**BTC**を突破（供給量の約**5.5%**に相当）。



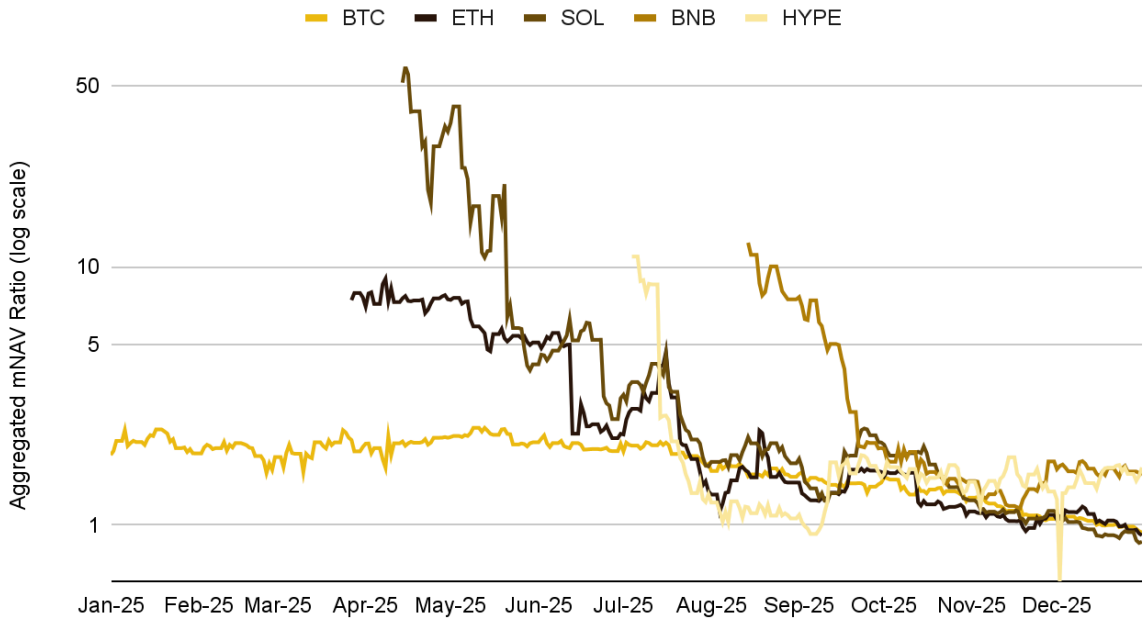
参照先：Bitcoin Treasuries、Binance Research、2025年12月31日時点

この成長を牽引したのは**Strategy**（旧**MicroStrategy**）であり、依然として圧倒的に最大の企業保有者です。年末までに、Strategyは**67.25**万**BTC**を購入し、2025年だけで約22.61万BTCを追加購入しました。同社の保有量は現在ビットコイン総供給量の約**3.4%**を占めています。Strategy以外にも、**100**社以上の新規企業が年間で**26.87**万BTC以上の保有量を開示しており、複数の領域および地域にまたがっています。上場企業は平均して月間**4.1**万**BTC**以上を取得しており、特に価格が上昇していた年前半に顕著でした。

この新たな勢いを支えた、いくつかの構造的な要因があります。第一に、財務上の収益性とマクロ経済的な考慮が重要な役割を果たしました。2025年にBTCが最高値を更新する中、企業の財務チームは余剰資金の利回りを向上させる手段としてBTCを捉えるようになりました。同時に、根強いインフレ懸念や法定通貨の価格変動、地政学リスクが背景となり、「デジタル・ゴールド」としての有効性が維持されました。第二に、規制と会計の透明性が大幅に改善されました。デジタル資産の「公正価値（時価）評価」を認める新たな米国会計基準により、これまでバランスシートへの組み込みを躊躇させる要因となっていましたが、一方向的な減損リスクが軽減されました。これにより、取締役会にとってBTCがより受け入れやすい財務資産となりました。第三に、機関投資家レベルのカストディ環境とインフラが成熟し続けました。保険付きカストディの普及や監査への習熟度の向上、銀行の参入拡大などにより、企業保有者にとっての運用上の障壁が大幅に低減されました。

とはいえ、2025年は企業のデジタル資産トレジャリー（**DAT**）保有会社の増加に伴うリスクが浮き彫りになりました。ここで指しているのは、レバレッジを活用したBTC蓄積を主な戦略とする企業のことです。これらの企業は全体としてポートフォリオに相当量のBTCを積み上げましたが、年後半にはその株価パフォーマンスがBTC自体の値動きから大きく乖離しました。BTCが最高値から反落すると、高いレバレッジをかけてBTCに特化していた企業の株価はそれ以上に激しく下落し、それまで付加されていた資産価値以上の期待値が消失しました。例えば、Strategyの株価は、7月のピークから12月後半までに60%以上下落し、純資産価値（NAV）に対してマイナスのプレミアム（約13%のディスカウント）で取引されるに至りました。PIPE（上場企業への第三者割当増資）を通じて資金調達を行った小規模なBTC保有企業も同様の圧力にさらされ、株価は発行時の水準まで後退しました。同様の力学はBTC以外のデジタル資産を対象としたDAT型の投資主体でも現れ始めています。これは、レバレッジ主導の財務戦略が、価格の下落局面や投資家のリスク許容度の変化に対して、資産の種類を問わず一様に敏感であることを示唆しています。

図22：**DAT**企業はストレステストを受けており、**mNAV**比率が収束し始めている



参照先：Artemis、Binance Research、2025年12月31日時点

こうした市場の動きは、BTCの代替投資先とされる上場株に対し、多額のプレミアムを支払うことへ、投資家が警戒を強めていることの表れでした。特に懸念材料となったのは、株式の希薄化、レバレッジコストの上昇、そしてインデックスからの除外リスク（MSCIが、バランスシートの大部分を暗号資産が占める企業を精査する方針を示唆したことなど）です。さらに、BTCを大量に保有する企業の株価が低迷するにつれ、市場の関心はその保有規模に集中するようになり、低迷が長引けばBTC自体の売り圧力につながるのではないかという懸念を煽りました。しかし実際には、主要なトレジャリー企業が大規模な売却に踏み切ったという明確な証拠は見当たりませんでした。

これらが相まって、明確な乖離が生じました。すなわち、企業のバランスシート上のBTC保有量は過去最高を更新した一方で、BTCを大量保有する企業の株価評価はBTC自体のパフォーマンスを下回る結果となったのです。こうした動向を受けて、財務戦略を重視する企業の間では、レバレッジの抑制、資金調達手段の多様化、あるいはバランスシートの持続可能性の強化を図る動きが広がる可能性があります。特筆すべきは、Strategyが債務返済および優先配当を3年以上にわたって賄うことを目的とした米ドル準備金を設立したことです。これはBTCを強制的に売却することなく、長期的なバランスシートの強靭性を目指す動きを示しています。2026年1月初旬時点で、この準備金は約$22.5億に達しています。

それでもなお、今年見られた成長トレンドが続くのであれば、企業による**BTC**採用の大きな流れは引き続きポジティブです。中堅ソフトウェア企業であれフィンテック・スタートアップであれ、BTCを採用する企業が一社増えるごとに、その正当性というネットワーク効果は強まっていきます。採用のペースはマクロ環境や、市場の価格変動が取締役会に一時停止を促すかどうかに左右されますが、これまでの状況を見る限り、緩やかな「ドミノ効果」は依然として継続していると言えます。より認知度の高い企業がバランスシートにBTCを加えるにつれ、同業他社からの圧力や競争上の位置付けといった要因が、特にBTCが再び力強い上昇トレンドに入った場合に採用を後押しします。この意味で、2025年は企業によるBTCエクスポージャーがニッチな戦略から広く検討される財務上の選択肢へと移行した年として記憶されることになるかもしれません。

4.3 ビットコインエコシステム

ビットコイン・エコシステムの発展は副次的なものにとどまり、市場の動きは保有行動と伝統金融に連動したアクセス、特に現物ETFおよび機関投資家向けカストディチャネルによって圧倒的に形成されました。**Ordinals**に

よる手数料急騰や初期のビットコイン**DeFi**（**BTCFi**）拡大など、エコシステム主導の活動が突発的に起きた過去の期間とは異なり、2025年はオンチェーンやレイヤー2（L2）の採用が市場を牽引するような明確な動きはありませんでした。その代わり、この年は継続的な実験、インフラの成熟、そしていくつかのマイルストーンの達成が特徴となりました。活動の大半は、目先の需要や利用を急拡大させることよりも、将来に向けた基盤作りに重点が置かれていました。

ブレイクアウトなきスケーリング

2025年のビットコイン**L2**およびスケーリングの取り組みは、本格的な採用主導の成長というよりは、着実な技術的歩みを反映したものでした。進捗は依然として開発フェーズに留まっており、ユーザーの採用は限定的で経済活動も控えめでした。焦点は、スマートコントラクトL1と直接競合することよりも、処理能力を強調する流れから、特定の管理者を信頼せずに済む仕組みの追求や、ビットコイン固有の流動性設計の改善へと移りました。

Stacksエコシステムにおいて、重要な節目が訪れました。9月にsBTCの供給上限が撤廃されたことで、ネットワーク内におけるBTC裏付け資産の扱いは、制約のあるテスト段階から、自由なミントと償還が可能なフェーズへと移行しました。イーサリアムベースのDeFiと比較すると利用規模は依然として小さいものの、この変更によってビットコイン・ネイティブな流動性を活用した実験的試みの障壁が大幅に下がりました。

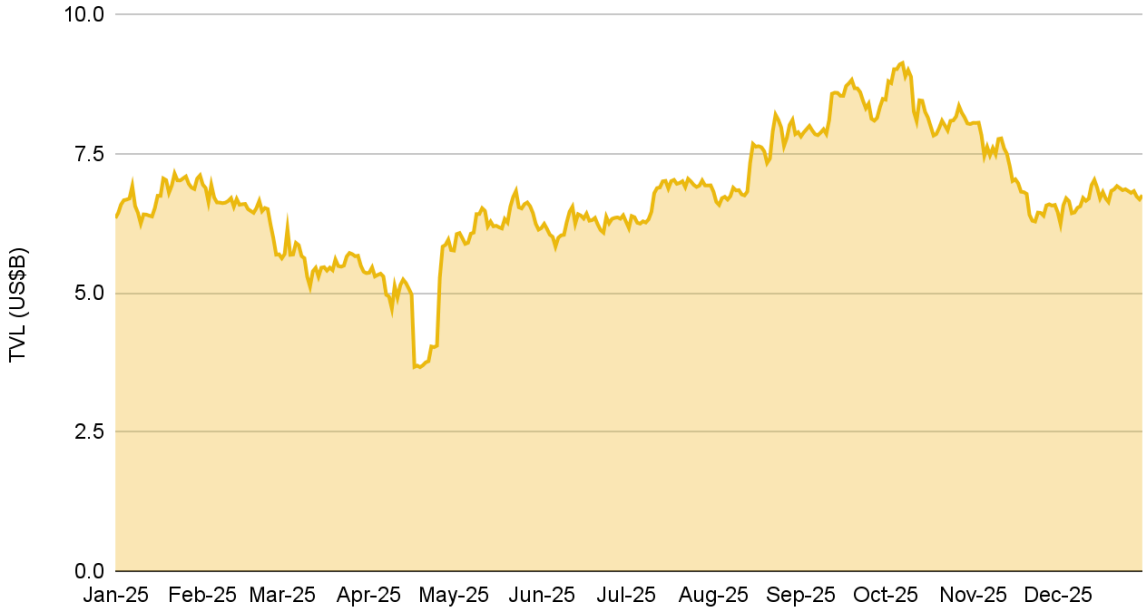
並行して、BitVMをめぐる研究は概念的な段階から初期の実装へと進展しました。Bitlayerなどのプロジェクトは、BitVMベースの不正証明の枠組みを利用した、ビットコインに紐付けられたブリッジやロールアップ形式の構成を実証しました。普及は限定的でしたが、2025年を通じて、BitVMはベースプロトコルを変更することなくビットコインの機能を拡張するための、信頼に足る技術的な方向性として確立されました。

2025年、全体としてはビットコインL2が爆発的に普及するまでには至りませんでした。しかし、「ビットコインと連動した実行環境」「モジュラー・スケーリング」「非カストディ型ブリッジ」といった設計の方向性が絞り込まれ、将来のサイクルで明確な勝者が現れるための土台が整いました。今後の重要な課題は、これらのL2を継続的な利用に繋げられるかという点です。具体的には、カストディアルなラップ資産や報酬制度に頼らず、BTCネイティブなブリッジや実行レイヤーが永続的な流動性を引き寄せられるかが試されます。また、エコシステムがさらなる断片化を避け、少数の信頼できる設計へと集約されていくかどうかが市場の注目点となります。

BTCFi、持続的な牽引力を模索

BTCFiはビットコインの周辺で最も議論されたテーマの1つでしたが、2025年は幅広いユーザー移行というよりも、基盤作りと実験の年でした。浮き沈みのある1年を経て、BTCFiのTVLは約**$68**億で終了し、年初来で6.5%の緩やかな増加となりました。重要な指標は依然として普及率であり、その進展は初期の勢いの後に安定期が続くというパターンに終始し、本格的な拡大には至りませんでした。ビットコインの総供給量に対して、その大部分は依然として遊休状態にあり、ビットコイン自体の時価総額に対してBTCFiは依然として十分な活用は見られません。業界の一部では、依然として数十億ドル規模のTVLという数字が強調されていますが、より本質的なポイントは、価格下落局面においても採用が底堅く推移したことです。その一方で、BTCFiは依然として初期段階にあり、信頼を前提とした仕組みやユーザー体験、規制の枠組みといった要因に左右されやすい状況が続いています。

図**23**：**BTCFi**の**TVL**は浮き沈みのある**1**年を経て**$68**億で終了、年初来で**6.5%**の緩やかな増加



参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

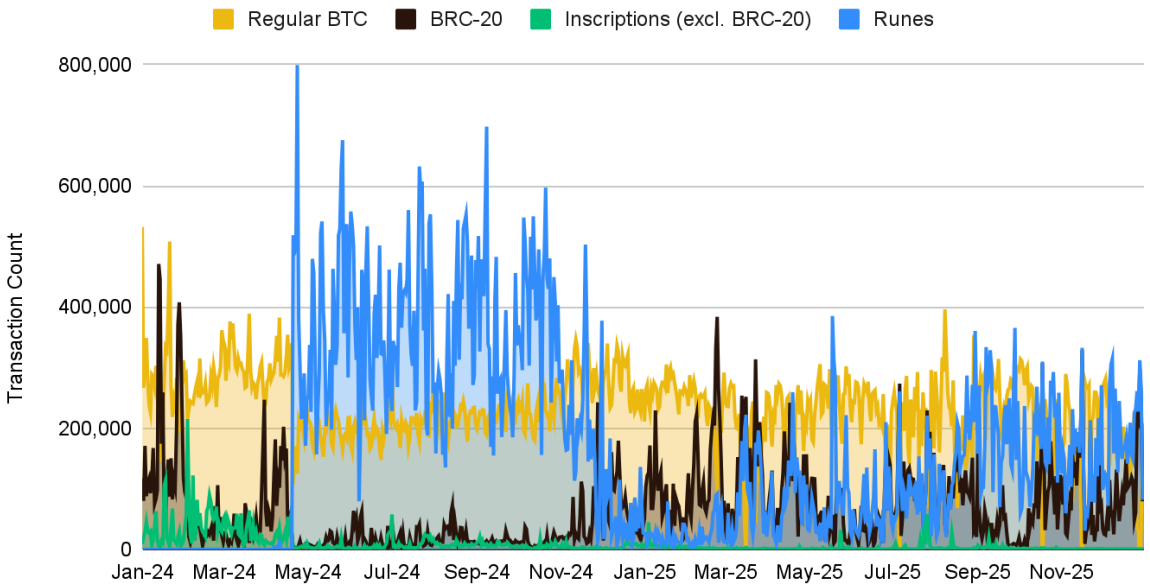
重要なことに、**BTCFi**の内部構成は年間を通じて変化しました。投機的な利回り戦略が勢いを増すのではなく、2025年はビットコインを経済的セキュリティおよび担保として活用することにより重点が置かれ、特にステーキングの枠組みにおいて顕著な進展が見られました。BabylonのGenesisローンチは、BTCを外部ネットワークのセキュリティ強化に役立てるための大きな一歩となり、単なる受動的な保有資産としての枠を超えて、ビットコインの役割を拡大させました。

こうした進展はあったものの、BTCFiは2025年においてビットコインの需要、手数料、あるいは価格形成を左右する実質的な推進力にはなりませんでした。ビットコインの流動性の大部分は、依然として遊休状態にあるか、あるいは主にカストディアルや伝統金融に関連した構造を通じて利用されているのが現状です。ビットコインを生産的な資産に変える機会は依然として膨大ですが、採用はまだ初期段階に留まっています。今後、BTCFiがさらに進化できるかどうかは、セキュリティや担保としてのユースケースがアーリーアダプターの枠を超えて拡大し、機関投資家の資金フローや決済主導のフローとより深く統合できるかどうかにかかっています。それが実現しなければ、BTCFiは保有やETFを通じたエクスポージャーの陰に隠れた、ニッチな拡張機能に留まってしまうリスクがあります。

ベースレイヤーの活動が正常化

ビットコインのベースレイヤーにおけるトークン・アクティビティは、以前のピーク時から大幅に冷え込みましたが、2025年は一直線に衰退したわけではありません。2024年の最盛期が過ぎ去った後も、2025年を通じてRunesやBRC-20は断続的に活発な動きを見せ、時には取引数において通常のBTC送信を一時的に上回ることもありました。その一方で、BRC-20以外のインスクリプションは、比較的低調なままでした。これらの急増は、ベースレイヤーへの需要が戻ったことを示すものではなく、むしろ短命な投機サイクルの表れでした。

図24:ビットコインの取引シェアは通常の**BTC**送信が再び主流となり、**Runes**や**BRC-20**は断続的な急増に留まる



参照先:Dune Analytics(@murchandamus)、Binance Research、2025年12月31日時点

2025年にRunesやBRC-20の活動が部分的に再燃した要因は、採用水準が飛躍的に向上したからではなく、コスト環境や取引設計にありました。手数料の圧迫が緩和された時期には、高頻度かつ低価値なトークン取引のコスト効率が向上しました。特に、わずかな経済活動に対しても機械的に複数のオンチェーン上の取引を生成するような規格において、その傾向が顕著に見られました。また、1 sat/vB未満(サブサトシ)の低手数料取引の利用が拡大したことで、低コストでの頻繁な取引が可能になりました。その結果、アクティブアドレスや新規アドレスの増加数が相対的に横ばいであるにもかかわらず、取引数だけが跳ね上がるという現象を後押しました。この影響は、送信パターンにおいて本質的にノイズが多くなりがちなトークン規格でより顕著に現れます。歴史的にインスクリプション関連トラフィックの大部分を占めてきたRunesとBRC-20が、持続的な経済的採用を伴っていないにもかかわらず、取引シェアのデータ上で再浮上したのは、こうした背景があるためです。

重要な点として、こうした一時的な急増が、持続的な混雑を招くことはありませんでした。短期間のスパイクによって取引数が周期的に上昇することはあっても、メモリプールへの負荷や取引手数料が年間を通じて高止まりし続けることはなく、ネットワークに吸収されました。一時的な急騰を除けば、2025年のビットコインのブロックスペースは、一貫して通常のBTC送信が主流でした。これは、BTC価格の上昇局面においても、取引構成が広範な正常化を遂げたことを裏付けています。

こうした傾向は、ビットコインのベースレイヤーが抱える構造的な制約を浮き彫りにしています。新たなトークン規格に対応する能力はあるものの、開発ツールの分散や非効率な送信プロセス、そしてプログラムによる自由な操作に制限があるため、レイヤー1(L1)における大規模なトークン・アクティビティを困難にしています。RunesやBRC-20が一時的に注目を集めた際も、取引件数こそ増えたものの、アクティブユーザー数や手数料収入、実質的な成長には貢献しませんでした。

広い視点で見れば、ベースレイヤー全体の活動は停滞していたものの、ビットコインの市場価値とネットワークの安全性はむしろ向上しました。トークン化やスマートコントラクトを活用した多角的な運用が定着すれば、今後はL1の混雑を招かずにBTC関連資産を運用できる、上位レイヤーや外部の実行環境への集約が進む可能性が高いです。今後の注目点は、高い信頼性を維持したまま、ビットコインをプログラム上で自由に扱える標準規格が登場するかどうかにあります。

手数料、マイナー経済、セキュリティ、そして開発

手数料の動向とマイナー経済

投機的な活動が沈静化する中で、2025年はビットコインの手数料環境が依然としてイベント駆動型であることを再認識させる年となりました。L2、BTCFi、および各種トークンといったエコシステムの進展は、持続的なブロックスペース需要を生み出すことも、マイナーの収益構造を実質的に変えることもありませんでした。手数料は低水準で安定し、その結果、マイナーの採算性はネットワークの利用頻度ではなく、主に**BTC**価格に依存したままとなりました。この結果は、繰り返される構造的現実を浮き彫りにしています。すなわち、エコシステムの拡大だけでは、持続的なビットコインの手数料市場の形成にはまだ結びついていないということです。

手数料からの収益貢献は限定的であったものの、マイナーたちは付随的な収益機会の模索を続けました。2025年を通じて、マージマイニングによるサイドチェーンや、新たに登場したL2の決済コンセプト、さらにはビットコインに関連するMEV（最大抽出価値）に関する初期の議論が一定の注目を集めました。ビットコインの設計上、スマートコントラクト・プラットフォームと比較して従来のMEVは制約されています。しかし、取引の順序付け、インスクリプション関連のブロックスペース・オークション、あるいは将来的なL2の手数料共有メカニズムが、長期的にはマイナーの報酬に緩やかな影響を与えうるという認識は高まりました。とはいえ、これらの進展のいずれも、2025年におけるマイナーの収益に実質的な影響を与えるには至りませんでした。

将来に向けた鍵となる問いは、L2の決済やセキュリティ共有モデル、あるいは資産発行といったエコシステムの今後の成長が、ベースレイヤーの手数料需要を実質的に増加させることができるのか、あるいは、手数料が今後も一時的かつ投機的な活動の急増に紐付いたままとなるのかという点です。

セキュリティに関する考慮事項と量子耐性への備え

プロトコルの経済的側面に留まらず、2025年は量子コンピューティングの進展を背景とした、ビットコインの暗号学的なセキュリティへの関心も高まりました。量子関連のリスクは依然として差し迫ったものではありませんが、ビットコインを数十年単位の長期資産として評価する機関投資家にとっては、無視できない検討事項となっています。特に米国や欧州の規制当局が、今後10年間にわたる重要インフラの耐量子暗号（**PQC**）への移行指針を概説し始めたことで、その重要性が増しています。

ビットコインに対する主な理論的量子リスクは、マイニングの効率性よりも、むしろ取引署名のセキュリティにあります。ビットコインの署名がECDSAに依存していることは、十分に強力な量子システムが、理論上、露出した公開鍵（特に再利用されたスクリプトやレガシーなスクリプトタイプのもの）を侵害できる可能性があることを意味します。このようなシナリオが発生する確率は依然として低いものの、将来を見据えたセキュリティモデルの下では、BTC供給量の相当部分が、最終的には耐量子スキームへの移行によって恩恵を受けることになります。

重要な点として、リスク軽減の取り組みは緊急性よりも準備に重点が置かれてきました。このリスクに対し、段階的かつオプトイン方式で対処するための、いくつかの技術提案や研究の方向性が浮上しています。これらには、使用時まで公開鍵を秘匿するBIP-360（Pay to Quantum Resistant Hash）や、ハッシュベースの一時署名に対応するためのBIP-347（OP_CATの再有効化）、さらに脆弱な資産の送信速度を抑えて移行期間の安全性を高めるアワーグラスなどが含まれます。さらに、アドレスの運用管理、公開済みUTXOの整理、ウォレット側のツール整備といった実用的な対策が、プロトコルを大幅に変更せずにセキュリティを向上させる負担の少ない方法として注目されています。

過去のセキュリティ移行と同様に、最大の制約となっているのは技術的な実現可能性というよりも、合意形成、ツールの整備、そしてユーザーの受容態勢であり、これらの領域は2025年を通じて着実に進展しました。

開発とガバナンス

コンセンサス変更が行われない中でも、プロトコル開発は活発に継続しました。**2025**年のビットコインではコンセンサスのアップグレードこそ実施されませんでしたが、コベナンツ、スクリプト拡張、オフチェーン計算、暗号化

ツールなど、多岐にわたる研究分野で開発活動は高い水準を維持しました。進捗は実装よりもテストや実験に集中しており、これはビットコインの保守的なガバナンスモデ ルに沿ったものです。

イノベーションは引き続き、ベースレイヤーの堅牢性を損なわずに拡張性を高める、オプトイン方式やオフチェーンのアプローチを重視しています。ビットコイン固有の開発が長期的にどれほど意義を持つかは、各提案が広く支持されるアップグレード案として成熟するかにかかっています。明確な経済的必要性やエコシステムからの持続的な要求がない限り、実装に向けたタイムラインは緩やかになる可能性が高く、急速な進化よりも安定性を優先するというビットコインの長年の姿勢を改めて示すものです。

05 / プロトコルレイヤー

2025年、レイヤー1（L1）の勢力図は二極化が進み、継続的な利用や明確な経済機能、または機関投資家向けの利便性を示した少数のネットワークに、活動と重要性が集約されました。イーサリアムはPectraおよびFusakaのアップグレードサイクルに沸いた1年を通じて、時価総額、開発活動、DeFiの各分野で最大のL1であり続けました。ソラナは運用面で極めて好調な1年を記録しました。高い処理能力と消費者向けアプリを継続的なオンチェーン活動へと結びつけ、米国で現物ETFの承認を受けた3番目の暗号資産となりました。BNB Chainも2025年は非常に良好な結果を収めました。個人投資家の活動を保ちながら、デリバティブ、ステーブルコイン、現実資産へと領域を拡大し、ネイティブトークンの価格も相対的に堅調に推移しました。これら主要グループ以外のL1（アルトコイン）の結果は明暗が分かれ、進展は広範なエコシステムの拡大ではなく、特定のニッチ分野に集中しました。

図**25**：**2025**年末時点での主要**L1**の主要指標のまとめ

	イーサリアム	BNB	ソラナ	トロン	アバランチ	スイ
時価総額（単位：**$B**）	358.6	118.5	70.6	27.1	5.4	5.4
取引高（単位：**$B**）	16.5	2.5	3.3	0.4	0.2	0.5
2025年収益（単位：**$B**）	0.25	0.027	0.18	3.5	0.008	0.017
1日あたりの取引数（単位：**M**）	2.1	18.7	238.5	11.0	2.8	3.8
1日あたりのアクティブアドレス（単位：**M**）	0.7	4.5	2.1	3.0	0.03	0.6
平均取引手数料（**$**）	0.15	0.04	0.002	0.63	0.002	0.003
ステーキング率	29.7%	18.4%	68.6%	46.1%	45.9%	75.2%
開発者総数	10,760	1,161	4,036	465	690	1,070
DeFi TVL（単位：**$B**）	68.8	6.6	8.0	4.4	1.3	0.9

参照先：CoinMarketCap、Token Terminal、Artemis、Block Explorers、stakingrewards.com、Electric Capital、Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

年末時点で、チェーン上の指標は規模、利用状況、収益化の間に明確な乖離を示しました。イーサリアムは時価総額が約**$3,500**億を超え、DeFiのTVLは約**$688**億、開発者数も約**10,760**名と最大規模を誇り、資産価値において引き続き圧倒的な存在感を示しました。しかし、イーサリアムのベースレイヤーにおける1日あたりの

取引件数は約**210**万件にとどまり、2025年における実行機能の規模が相対的に限定的であったことを浮き彫りにしました。

対照的に、ソラナは1日あたり**1**億件以上のオンチェーン取引を安定して処理し（年末には**2**億**3,850**万件に到達）、**210**万人を超える1日あたりのアクティブアドレスを支えました。これは、消費者やアプリ主導の力強い需要を反映しています。BNB Chainも同様に高いアクティビティを維持し、1日あたりの取引数は約**1,870**万件、1日あたりのアクティブユーザー数は年末時点で約**450**万人に達しており、マスマーケットへの広がりを裏付けています。イーサリアムやソラナ以外の開発者数は大幅に少なく、BNB Chainが約**1,161**名、Sui（スイ）が約**1,070**名、Avalanche（アバランチ）が約**690**名にとどまっており、少数のL1にエコシステム開発が集中し続けている現状が改めて示されました。

2025年のプロトコル収益の動向により、持続的な経済需要の所在が明確になりました。Tron（トロン）はステーブルコインの決済フローに圧倒的に支えられ、約**$30**億以上の収益を記録し、再びL1の中で最高収益を上げました。ソラナの収益は投機活動の活発化により年初にピークを迎え、年末には約**$1**億**8,000**万に落ち着きましたが、イーサリアムやトロンを除けば依然として最高水準にあります。

複数のネットワークで取引量が増加したものの、手数料収入やトークンのパフォーマンスには差が見られ、多くのL1は年間を通じてBTCを下回りました。この差は2025年の重要な教訓を裏付けています。つまり、処理能力やアクティビティも重要ですが、持続的なプロトコルレベルの価値獲得は、特定の要素を備えたネットワークに集中したということです。それらは、継続的なステーブルコインや決済フロー、幅広い個人投資家への普及、機関投資家レベルの利便性、あるいは話題性のあるアプリ（DEX、予測市場、RWA、ローンチパッド、ミームコインなど）を捉える能力を持つネットワークです。

5.1 イーサリアム

2025年のイーサリアムは、複数の主要なアップグレードが行われた一方で、資産としての価値が厳しく精査される**1**年となりました。年間の大半を通じてETHはBTCに対して相対的に低迷し、ETH/BTCレシオが5年ぶりの安値付近で長期推移したことで、市場や機関投資家の関心がビットコインに集中する傾向が強まりました。同レシオは年中盤に**0.02**台前半まで下落し、第3四半期に一部反発を見せたものの、年末までその水準を維持できませんでした。市場のメッセージは明白でした。イーサリアムがDeFiの層の厚さや開発活動でL1のリーダーシップを維持していても、投資家の関心は、ビットコインのマクロ環境や**ETF**の動向に注目が集まりました。

図**26**：**2025**年の**ETH/BTC**レシオは激しく乱高下し、**5**年ぶりの安値を記録した後、年末は**0.033**で終えた

参照先：Glassnode、Binance Research、2025年12月31日時点

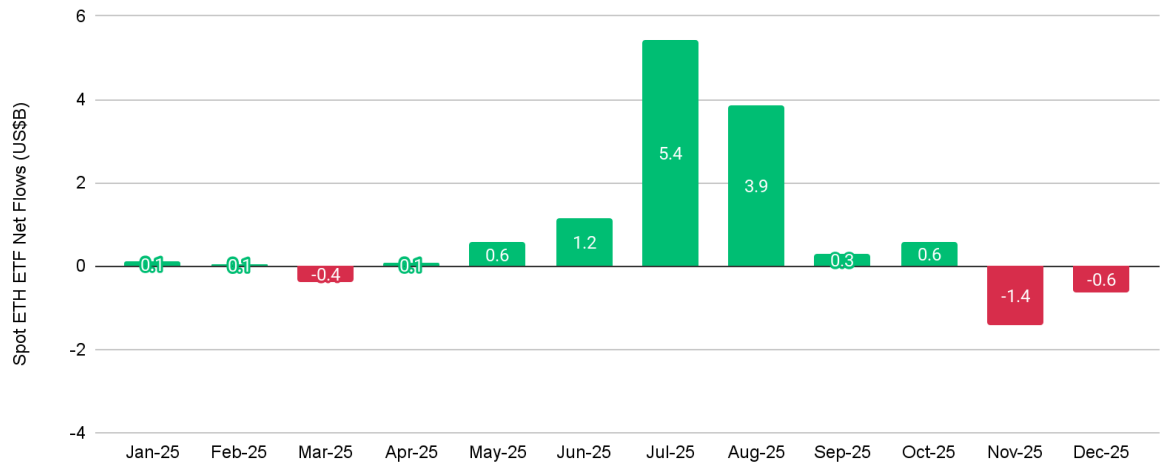
2025年を通じてETH/BTCの低迷が続いた点は、イーサリアムのネットワークとしての役割が衰退していないにもかかわらず発生したという点で注目に値します。この値動きは、進化を続けるロールアップ中心のアーキテクチャにおいて、イーサリアムの「ファンダメンタルズ」の定義が再評価されたことを反映しています。取引活動がメインネットから離れるにつれ、投資家はETHの価値を、手数料のバーン、ステーキング利回り、そしてL2の利用が最終的にETH需要へどう繋がるかという点に紐付けるようになりました。この視点では、2025年のイーサリアムは、よりシンプルな経済モデルを持つネットワークとの厳しい比較を強いられました。具体的には、フローを直接収益化する決済チェーンや、利用状況とトークン需要が密接に連動する高い処理能力を持つチェーンなどです。

ETHはBTCよりもマクロリスクの変動に敏感に反応し、相場が不安定な時期には上昇の停滞や下落への転換が繰り返されました。これにより、ETHは機関投資家の中でハイベータ資産としての位置付けが強まりました。新たな資金流入は、金融緩和、リスク許容度、投資余力といった要因に左右され、比較的に防衛資産として位置付けられるBTCとは対照的でした。

機関投資家の**ETH**需要と規制リスクの低減

2025年、イーサリアムへの機関投資家の関与は**ETF**にとどまらず、多方面で大幅に拡大しました。ETH現物ETFは年間を通じて成長を続け、累計純流入額が着実に増加したほか、二次市場の流動性も深まりました。ETH ETFの累計規模はBTC ETFには及びませんでしたが、特にイーサリアム特有の規制の透明性が向上した時期を中心に、2025年はその差が大きく縮まりました。重要な点として、ETH ETFの保有層がヘッジファンドや自己勘定取引デスクだけでなく、登録投資助言業者やその他の長期投資家へと多様化したことが挙げられます。これは、一つの資産クラスとしてETHが構造的な資産配分の対象へと移行しつつあることを示しています。

図**27**：**ETH**現物**ETF**への純流入額は**$97**億を超え、その大半は年の中盤に集中した



参照先：Farside Investors、Binance Research、2025年12月31日時点

ETFにとどまらず、規制の進展もイーサリアムのステーキング価値を押し上げました。最も明確な転期は、SECの企業財務部によるプロトコルステーキングに関する声明です。この声明により、ネットワークのコンセンサスに紐付く特定のプロトコルレベルのステーキングは、証券取引には該当しないという見解が明確になりました。これは、イーサリアム本来のステーキングの仕組みを、特定のステーキング・アズ・ア・サービス構造に適用される規制上の圧力から切り離したという点で重要です。これにより、ETHを利回り資産として評価する多くの投資家にとって、長年の懸念材料が払拭されました。

企業による**ETH**の採用も、その構造と実装の両面で拡大し、年末までに参加企業数は**60**社以上に増加しました。複数の上場企業が**ETH**中心の財務戦略を採用し、ETHを遊休資産として扱うのではなく、積極的に保有分をステーキングに活用するようになりました。この違いは極めて重要です。主に受動的な保有にとどまるBTCの財務戦略とは異なり、ETHの財務戦略は収益を生むインフラへの投資としての機能を強めています。企業によるBTC採用と比較すればまだ初期段階ではあるものの、この進展は、価格上昇への期待だけでなく、オンチェーンのキャッシュフローやネットワークセキュリティへの貢献といった、ETHの機関投資家にとって魅力的な要素になっています。

これらの進展と並行して、現実資産（RWA）のトークン化が、より持続的な構造的需要の源泉として浮上しました。年末までに、イーサリアムは国債、オンチェーンファンド、規制対象の利回り商品を含む、トークン化資産の発行において過半数のシェアを維持しました。これは、機関投資家によるトークン化の主要な決済レイヤーとしてのイーサリアムの役割を強化するものです。これにより、投機的な取引活動に依存せず、市場サイクルとの相関も低い、より安定したブロックスペース需要を支えています。

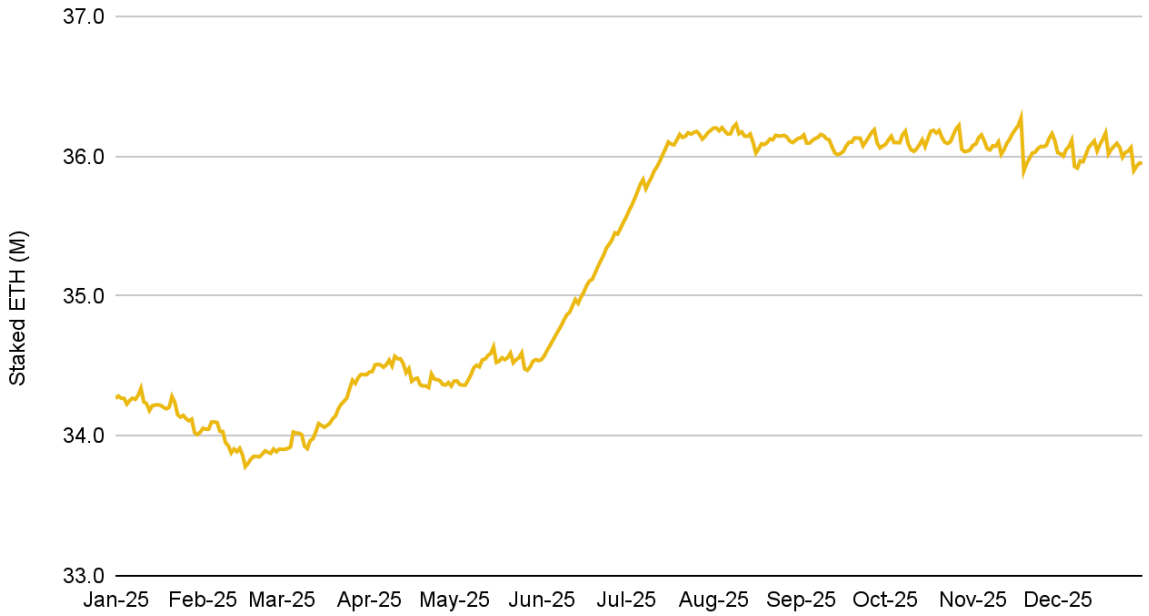
PectraとFusaka

2025年**5**月の**Pectra**アップグレードは、The Merge以来の、イーサリアムにとって最も重要なプロトコルの節目となりました。しかし、その重要性は単純な処理能力の向上ではなく、構造的な改善にありました。ステーキング面では、バリデーター1件あたりの最大有効残高が**32 ETH**から**2,048 ETH**へと引き上げられ、大規模運用の経済性が根本から変わりました。バリデーターの集約が可能になったことで、イーサリアムは運用のオーバーヘッドを削減し、ネットワーク内のメッセージ通信の負荷を軽減しました。これにより、バリデーターセットの肥大化によって困難になりつつあった将来のコンセンサスアップグレードの実現可能性が向上しました。

これにより、イーサリアムのオンチェーンステーキング指標にプラスの影響がもたらされました。ステーキングされたETHの総量は過去最高を更新し、年末には流通供給量の約**29.8%**に相当する3,590万ETHに達しまし

た。この増加は、ETHの収益ポテンシャルとネットワークの安全性に対する信頼が高まっていることを示しており、同時に市場における流動供給量をさらに減少させました。また、この変化は2025年における分散化の議論を再定義することにもなりました。バリデーター数の増加だけが分散化の指標として扱われることはなくなり、代わりにステークの分散状況、運用の回復力、そしてアップグレードの実行可能性へと注目が移りました。Pectraは、特にイーサリアムがより難度の高いロードマップの項目に進むにつれ、管理されていないバリデーターの急増が強みではなくボトルネックになり得ることを暗黙的に認めた形となりました。

図**28**：ステーキングされた**ETH**は**2025**年に過去最高を更新、年末には約**3,590**万**ETH**、流通供給量の約**29.8%**に到達



参照先：Beaconchain、Binance Research、2025年12月31日時点

しかし、2025年はイーサリアムのステーキング・アーキテクチャにおける副次的な制約も明らかになりました。それは撤退時の流動性です。市場に負荷がかかった時期には、バリデーターの退出待ちは数時間から数週間へと延び、一時的に流動性が固定化されることで、大規模なステーキング・ポジションのリスク管理が複雑化しました。通常時であれば対処可能ですが、こうした動向は、特に機関投資家のステーキング運用において、流動性のバッファを確保することの重要性を浮き彫りにしました。

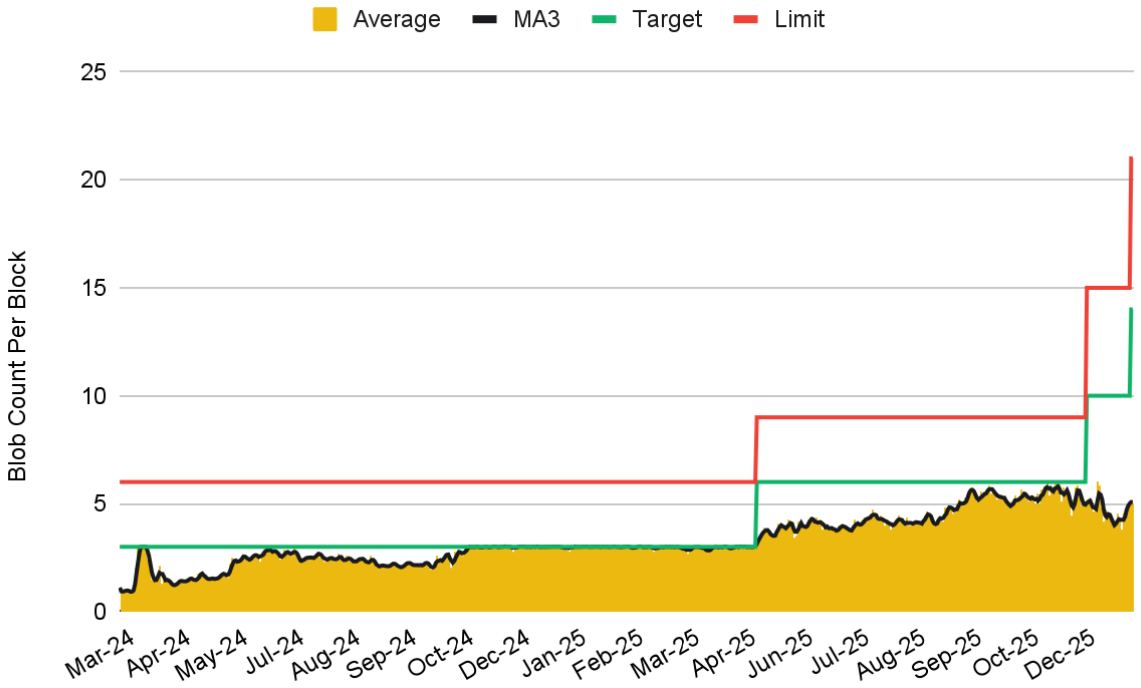
また、Pectraはアカウント抽象化の強化を実装しました。これらは2025年の利用指標にはまだ完全には現れていないものの、戦略的な重要性を秘めています。外部所有アカウント（EOA）が一時的にスマートコントラクトのロジックを実行できるようにすることで、イーサリアムはガス代の肩代わり、取引バッチ処理、および代替的な認証方法をめぐる摩擦を軽減しました。これらの変更により、ウォレットの柔軟性と使い勝手が向上します。特に、運用の複雑さやユーザー体験が歴史的に採用の妨げとなってきた機関投資家やエンタープライズのユースケースにおいて大きな意味を持ちます。

データ可用性（DA）の面において、Pectraはブロブのターゲット数と上限の両方を引き上げることでイーサリアムのブロブ容量を拡大し、ロールアップ運用の大きな制約を取り除きました。このアップグレード以前は、L2の活動が持続的に活発化すると、ブロブの使用量がターゲット水準に頻繁に達してしまい、わずかな需要増加に対してもブロブ手数料が急激に反応する状況でした。そのため、ロールアップは余裕のない状態での運用を強いられ、データ掲載コストが増大しただけでなく、ベースレイヤーへバッチを送信するタイミングにも神経を使う必要がありました。アップグレード後、ブロブの使用量は構造的にターゲットおよび上限のしきい値を下回るようになりました。これにより、ロールアップが手数料の高騰を招くことなく一貫してデータを掲載できる持続的な余力が生まれました。その結果、ロールアップはバッチ送信スケジュールの平滑化や遅延リスクの低減を実現し、

より高いコスト確実性を持って運用できるようになりました。この最大の恩恵を受けたのは**L2**ネットワークであり、DAコストの低下と安定化が、エンドユーザーにとってのより安価で予測可能な取引手数料へと直接反映されました。

この余裕は、年後半の**Fusaka**によってさらに強化されました。利用率がまだ以前の上限に達していないにもかかわらず、ブロブ容量をさらに拡張しました。ブロブのターゲットと上限は段階的に引き上げられ、年初の3 / 6から6 / 9、次に10 / 15、そして年末には**14 / 21**となりました。一方、平均ブロブ利用率（MA3）はブロックあたり約**5～6**ブロブでピークを迎え、ターゲットと上限の両方を大きく下回る水準に留まりました。したがって、容量の拡大は混雑への対応としてではなく、需要に先んじて行われました。これは、DAレイヤーで持続的な予備容量を維持する意図的な方針転換を示しています。

図**29**：ブロブ容量の拡大により運用上の制約が解消、**L2**による持続的なデータ投稿をターゲット数や上限のしきい値を大幅に下回る状態でスケーリングさせることが可能に



参照先：Dune Analytics（@hildobby）、Binance Research、2026年1月8日時点

しかしながら、この拡大は年後半にかけて重要となる新たな動きが明らかになりました。ブロブの供給がロールアップの需要を上回るスピードで成長したことにより、ブロブ手数料が圧縮され、結果として**L2**活動がベースレイヤー（**L1**）の手数料収入に直接寄与する割合が減少しました。実行環境がロールアップへと移行し続ける中で、手数料の分配、ブロブの価格設定、MEVの獲得、そしてL2との整合性をめぐる議論が、イーサリアムをめぐる大きな議論の中心となりました。市場は、イーサリアムが運用面でスケーリングを続ける一方で、ETHという資産とネットワーク活動との直接的な経済的結びつきが弱まるリスクを、ますます織り込むようになりました。これにより、イーサリアムが直面する主な課題は、他のL1との競争から、自らのスケーリングの成功によって生じた内部的な緊張へと変化しました。

また、Fusakaは拡張された容量の経済性とリスクプロファイルの両方を管理するため、一連の的を絞った調整をしました。EIP-7918を通じたブロブ手数料の下限設定により、需要が低い時期にブロブ手数料がゼロ付近まで暴落するのを防ぎ、ロールアップ活動による最低限の手数料貢献を維持します。並行して、**PeerDAS**（EIP-7594）の有効化により、ノードの帯域幅とストレージ要件を大幅に削減するDAサンプリングが可能になりました。これにより、分散性を維持しながら、イーサリアムの長期的な処理能力の上限を引き上げました。

経済的な側面に留まらず、Fusakaはイーサリアムのアップグレードにおける柔軟性と実行レイヤーの基盤を強化しました。**Blob Parameter Only**（**BPO**）という変更パスの実装により、完全なハードフォークを経ることなくブロブのターゲット数や上限を調整することが可能になり、合意形成のリスクを抑えつつ、ロールアップ需要の変化に対する対応力を高めました。これらの変更に加え、実行レイヤーの最適化によってガス代が削減され、複雑なワークロードの計算効率が向上したことは、Verkleツリーや、よりステートレスなノードアーキテクチャへの将来的な移行に向けた重要な布石となりました。

マクロ的な観点では、Fusakaは「まずはスケーリング、議論は後回し」という姿勢から、「スケーリングさせつつ、投資対象としての魅力を維持する」という姿勢への転換点となりました。詳細は、このトピックに関するレポート「PectraとFusakaアップグレード：イーサリアムにとっての意味」をご覧ください。

Glamsterdam

将来を見据えると、イーサリアムの次なる大規模アップグレード「**Glamsterdam**」は、2026年のリリースを目標としており、現在は設計とガバナンスに関する活発な議論の最中にあります。最終的なスコープはまだ流動的ですが、このアップグレードはPectraやFusakaの成果を土台とし、実行効率、スケーラビリティ、および分散化の耐性を向上させることを目的としています。主に容量の拡大に焦点を当てていた以前のアップグレードとは異なり、Glamsterdamは、2025年により顕著となったリスク、特にMEVの集中、レイテンシの制約、そして機関投資家レベルの利用ニーズに対応するため、イーサリアムの実行と順序付けのアーキテクチャを強固に統合することを目指しています。

Glamsterdamの重点項目の1つは、プロトコルレベルでのより深いプロポーザーとビルダーの分離（PBS）の実装です。PBSをプロトコルに直接に実装することで、イーサリアムはビルダーの中央集権化リスクを軽減し、検閲のベクトルを排除し、ブロック構築におけるMEV抽出によるシステム的な影響を抑えることを目指しています。これは優先順位の変化を反映しています。ステーキングへの参加率やバリデーターの集約、そして機関投資家による活動が拡大し続ける中で、MEVはもはや周辺的な懸念事項ではなく、プロトコルの中核レベルにおけるリスクとして扱われるようになっています。

Glamsterdamはまた、単なる処理能力の向上よりも実行効率を重視しています。現在議論されている提案には、アクセスリストの拡張や、取引の並列処理を可能にする実行レイヤーの変更が含まれており、ブロックサイズやハードウェア要件を引き上げることなく、実効処理能力を向上させることを目指しています。並行して、確定までの遅延を短縮するためのスロット時間の短縮も検討されています。これは、イーサリアム上の活動で重要になりつつあるロールアップや金融アプリなど、遅延に敏感なワークフローのパフォーマンス向上に直結します。

総じて言えば、Glamsterdamは、既存のアプリに支障をきたすことなく、パフォーマンスと堅牢性を向上させる漸進的かつモジュール型のアップグレードへと舵を切り続ける、イーサリアムの姿勢を反映したものです。

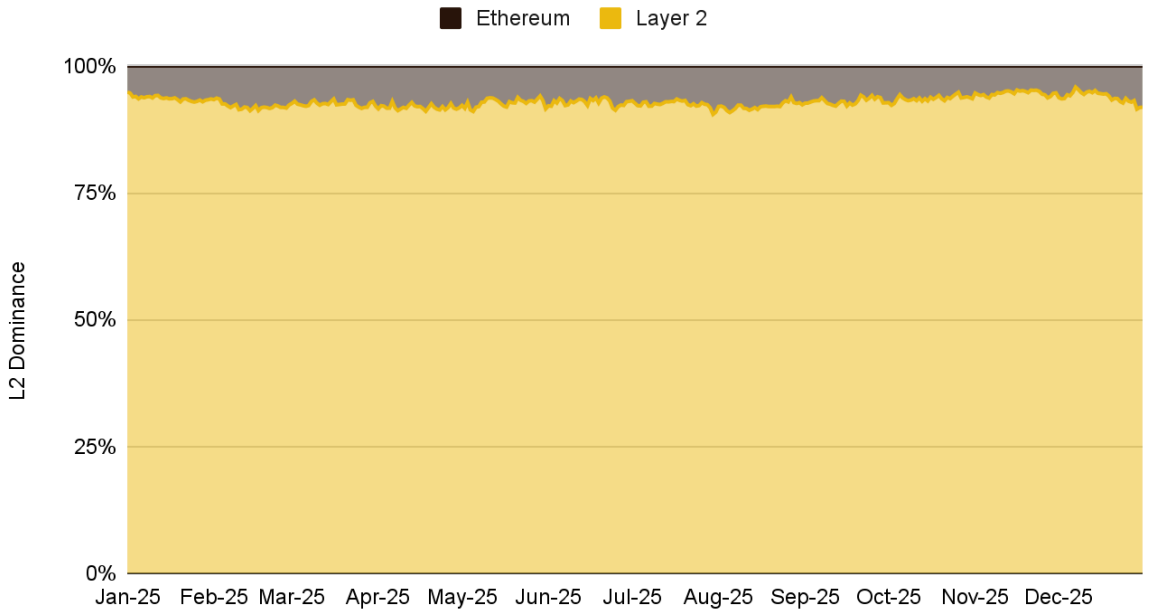
レイヤー2

イーサリアムのL2エコシステムは、今もネットワーク活動の重要な推進力ですが、その性質は**2025**年に大きく変化しました。L2が多くの実行処理を行う一方で、この領域はインセンティブ主導の成長フェーズから、経済的な持続可能性、資本効率、そしてイーサリアムのベースレイヤー経済との整合性によって形作られるフェーズへと移行しました。この進化は、イーサリアムのより広範なマクロ的な立ち位置を理解する上で極めて重要です。もはやスケーリングに成功するかどうかが問題なのではなく、誰が、どのような条件で価値を享受するのかが中心的な課題になりました。

分析対象となった主要なL2の中でも、ロールアップは年末時点でイーサリアム関連の取引活動の**90%**以上を一貫して占めていました。さらに詳しく言えば、より広範なL2群を含めるとそのシェアはさらに高まるため、この数字ですら実行環境の移行実態を過小評価していると言えます。しかし、この主要な統計数値の裏では、表面化しつつある二極化が隠されています。強力な流通網とオーガニックな需要を持つ少数の主要プレイヤーに活

動と手数料収益がますます集中する一方で、ロングテールのL2勢は、報酬プログラムが終了するとユーザーを維持するのに苦慮するという構図が鮮明になりました。

図**30**：**L2**の優位性は**2025**年を通じて一貫して**90%**以上を維持

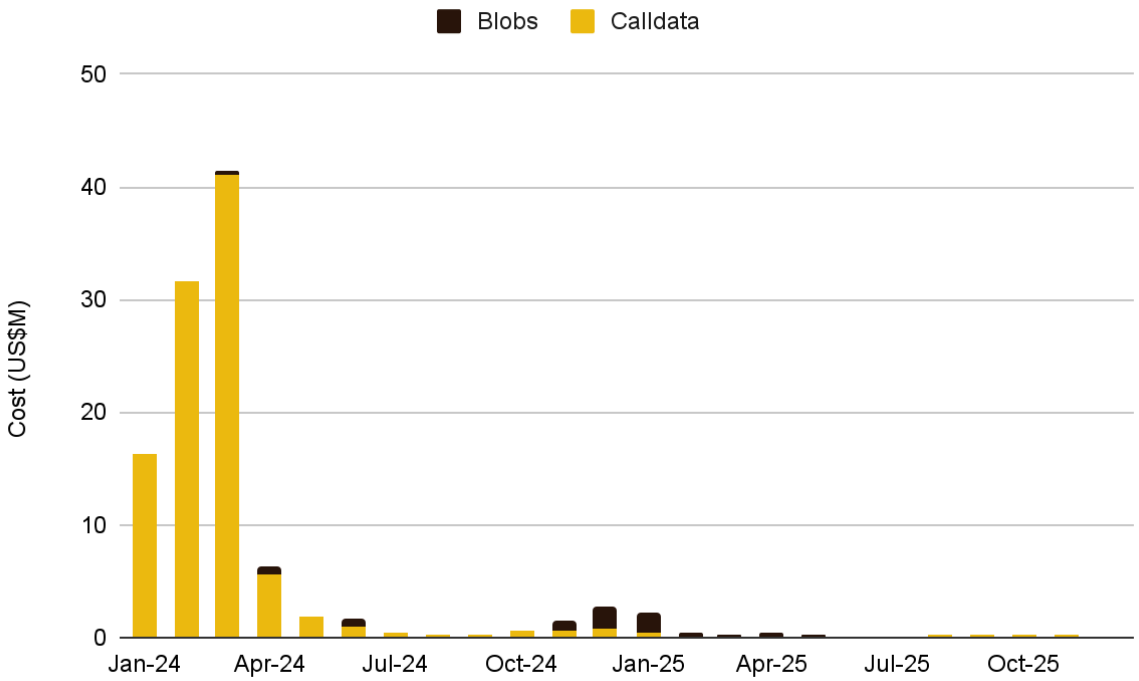


注記：レイヤー2のデータは、主要なロールアップの一部を対象としています。
参照先：Dune Analytics、Binance Research、2025年12月31日時点

もう一つの重要な**L2**に関する重要な議論は、処理能力ではなく、バリューフロー（価値の流動）」です。ロールアップがブロブ利用率を最適化し、データの掲載コストを圧縮したことで、特に需要の低い時期においてイーサリアムのDA収益は減少しました。これはユーザーやロールアップの利益率という点では好ましいといえます。一方で構造的な非対称性を浮き彫りにしました。つまり、L2がユーザーからの手数料の大半を獲得する一方で、イーサリアム本体はスケーリングに伴うセキュリティ維持や調整の負担をすべて引き受けているという状況です。2025年半ばまでに、イーサリアムの月間DA手数料収益は急減し、利用者が増え続けているにもかかわらず、ベースレイヤーが経済的にコモディティ化してしまうのではないかという議論が激化しました。

この緊張感は、年後半に行われたプロトコルレベルの対応に直接的な影響を与えました。本レポートの前半で述べた通り、Fusakaアップグレードによるブロブ手数料の下限の実装は、L2のDAに対する完全な補助金提供から、ベースレイヤーが経済的に関与し続ける仕組みを維持する方向へと舵を切ったことを示しています。これは、イーサリアムのロールアップ中心のロードマップとは一貫性を保ちつつ行われました。重要なのは、この動きが議論の枠組みを再定義した点です。すなわち、イーサリアムはもはやL2側の自発的な歩み寄りだけに頼るのではなく、プロトコルレベルで価格決定権を行使する姿勢を明確にしました。

図**31**：ロールアップ活動によるイーサリアムの**DA**手数料収益は、前年同月の**$270**万に対し、**12**月にはわずか**$11**万**500**まで減少



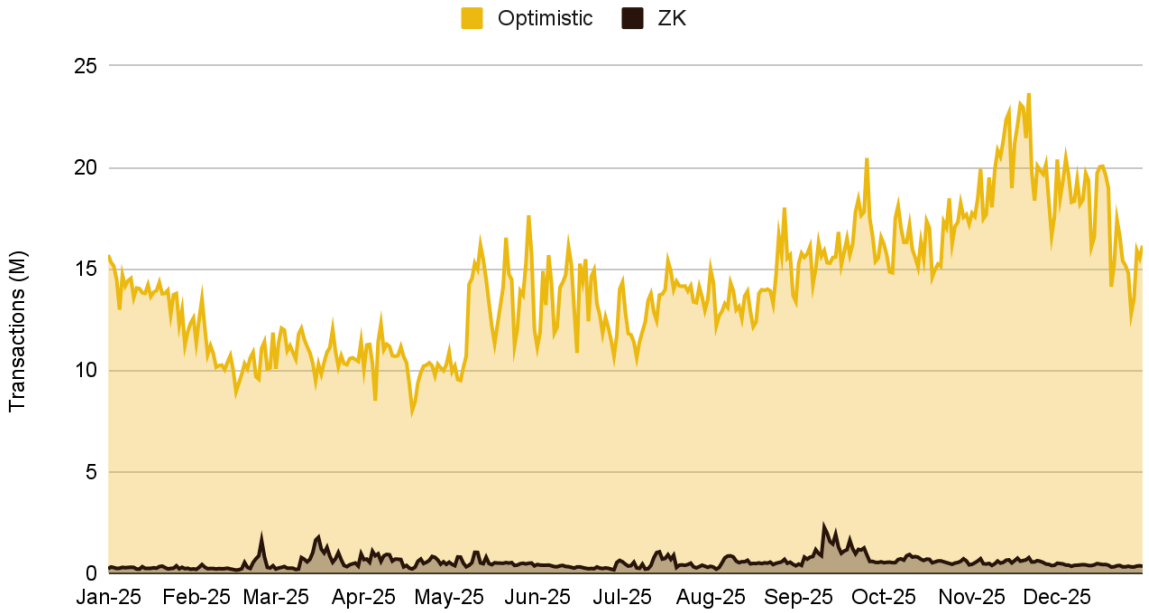
参照先：Dune Analytics（@niftytable）、Binance Research、2025年12月31日時点

最大規模の**L2**成長トレンドにおいて、引き続き最大の貢献者となっているのはオプティミスティック・ロールアップであり、ユーザー活動と流動性の深さの両面で大きく先行しています。対照的に、ゼロ知識（ZK）ロールアップはアーキテクチャ面で着実な進展を見せたものの、より高いコスト構造に直面しており、流動性の面で追いつくにはまだ時間がかかる状況です。

特にBaseは、2025年の個人投資家およびオンランプの動向において、際立った受益者として浮上しました。Coinbaseとの緊密な統合、シームレスな法定通貨へのアクセス、そして消費者向けアプリの充実により、Baseは手数料補助に頼ることなく、高い日次アクティビティを一貫して維持しています。重要なのは、Baseが**L2**のスケーリングと良好なユニットエコノミクスが共存できることを証明した点です。Baseは、イーサリアムに支払うDAコストを大幅に上回る取引手数料をユーザーから得ていました。これにより、Baseは単なる投機的なロールアップという枠を超え、個人投資家の採用をめぐって中堅の代替L1と真っ向から競合する信頼性の高いプラットフォームとしての地位を確立しました。

アービトラムは、総価値担保額（**TVS**）において最大のロールアップとしての地位を確率しましたが、OP Stack上に構築されたものを含むアプリ特化型ロールアップの拡大により資本が分散し、流動性の成長は停滞しました。OP Mainnet（OPメインネット）は、より広範なスーパーチェーン・エコシステムに活動を譲る場面が増えました。これは、全体の利用量が増加しても、モジュール型のスケーリングによってメインチェーンレベルでの活動が希薄化し得ることを示しています。2025年の重要な教訓は、独自の流通網を収益化し、インセンティブに頼らずに手数料を徴収できるオプティミスティック・ロールアップがより強固な地位を築いた一方で、それ以外は薄利で競争するインフラ・プロバイダーのような存在になりつつあるということです。

図**32**：オプティミスティック・ロールアップは引き続き**L2**市場を圧倒し、日次の**L2**取引の**97%**以上を占める



注記：データは主要なロールアップの一部を対象としています。
参照先：Dune Analytics、Binance Research、2025年12月31日時点

その一方で、L2の対極に位置するZKロールアップは、2025年に着実な技術的進展を見せたものの、経済的な制約が足かせとなり、競争力の向上は限定的でした。Starknetの「SN Stack」、ZKsyncの「Atlasアップグレード」、そしてScrollの「ステージ1」分散化への移行などは、いずれもアーキテクチャ上の重要な節目となりました。しかし、実行プロセスがよりシンプルなオプティミスティック・ロールアップに比べ、証明コストの高さや運用の複雑さが依然として構造的な逆風となりました。処理能力やレイテンシが向上したにもかかわらず、ほとんどの**ZK**ロールアップは、技術的な強みを持続的な流動性の確保に結びつけることができずにいます。

TVLと手数料収益は、先行するオプティミスティック・ロールアップに比べて桁違いに低いままでした。これにより、技術的な優位性だけでは、経済的な存在感は保証されないという2025年の重要な裏付けです。多くのユーザーや開発者は、たとえ信頼を前提とした仕組みが不完全であっても、摩擦を最小限に抑え、即座にユーザー体験の向上をもたらすロールアップを引き続き選んでいます。これに対抗するため、多くのZKロールアップは、汎用的なDeFiの流動性をめぐる直接的な競争を避け、決済、企業間決済、あるいはプライバシー関連といったニッチなポジショニングへ方向転換しました。この現実は、Polygonが自社のzkEVMの提供終了を決定したことで最も顕著に現れました。資金調達環境が厳しくなる中で、プロトコルレイヤーでの持続的な赤字はもはや許容されないという事実が浮き彫りになったのです。

オプティミスティック対ZKという構図を超えて、2025年において重要となった二次的なトピックは「断片化（フラグメンテーション）」でした。特にL2領域が構造的な閾値を越えたことで、この問題が顕著になりました。100以上のロールアップやアプリチェーンが稼働中または開発中という状況下で、断片化はマクロ的な決定的な制約として浮上しました。スタックの普及によりチェーンの展開は容易になりましたが、それは同時に流動性の希薄化を招き、単なるチェーンの数よりも、相互運用性、シークエンシングの標準化、そして資本の定着性がより重要視されるようになりました。解決に向けた取り組みは進展したものの、L2全体の資本効率は依然として制約されたままでした。ロールアップ間の流動性は、依然として信頼前提の異なるブリッジを介したものが大半であり、L2をまたいだコンポーザビリティも限定的な状況が続いています。

図**33**：主要なイーサリアム**L2**：種類、シーケンサーの状況、**TVS**、**FDV**、トークン浮動率、手数料、アクティブユーザー

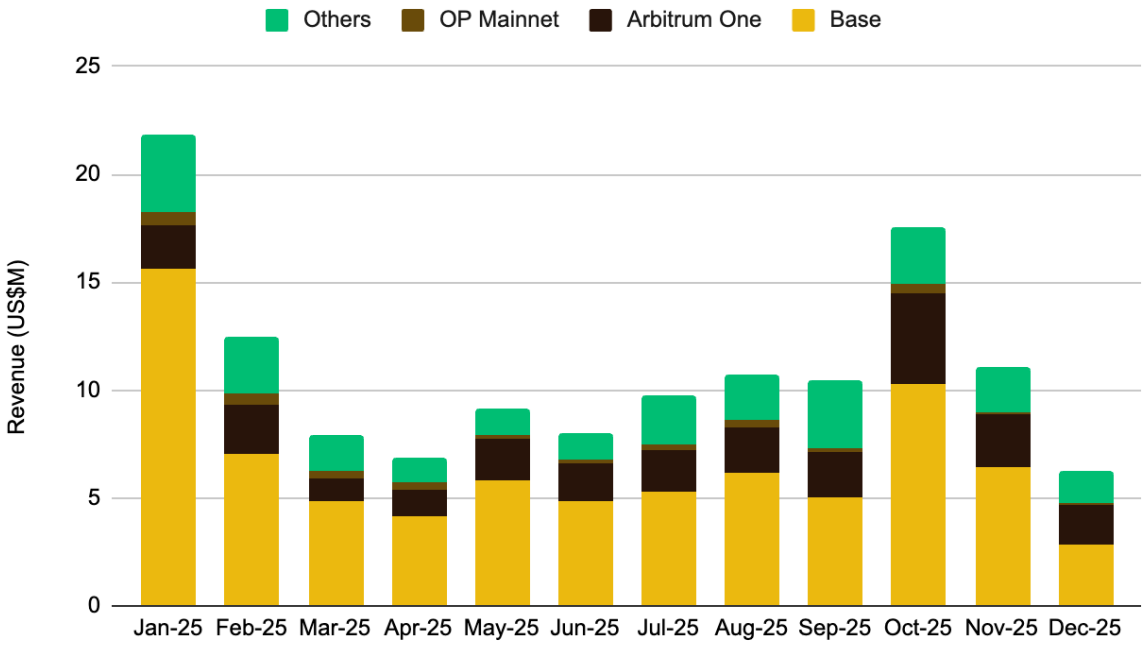
ロゴ	ブロックチェーン名	種類	状況	TVS（単位：$）	FDV（単位：$）	トークン浮動率	手数料（単位：$M）	DAU（単位：K）
	Arbitrum One	Optimistic	ステージ1	18B	2.06B	57%	24.3	286.3
	Base	Optimistic	ステージ1	12.7B	-	-	72.5	1,100
	OP Mainnet	Optimistic	ステージ1	2.4B	1.36B	45%	3.5	79.8
	Mantle	その他	プレステージ0	1.59B	6.08B	52%	0.9	25.9%
	Starknet	ZK	ステージ1	789.3M	815.5M	50%	1.0	37.5
	Linea	ZK	ステージ0	667.6M	479.9M	22%	3.9	35
	Ink	Optimistic	ステージ1	540.8M	-	-	0.2	70.9
	World Chain	その他	プレステージ0	535.3	5.7B	27%	1.6	36.1
	ZKsync Era	ZK	ステージ0	501M	726.7M	51%	0.9	14.1
	Katana	ZK	ステージ0	347.6M	-	-	0.09	1.2
	Unichain	Optimistic	ステージ1	224M	4.92B	71%	3.4	35.1
	BoB	Optimistic	ステージ0	180.2M	113.1M	22%	0.3	4.7
	Scroll	ZK	ステージ1	128.7M	79.4M	19%	0.4	6.5

注記：この表はすべてのL2を網羅したリストではありません。
参照先：L2Beat、Coinmarketcap、Artemis、Growthepie、Binance Research、2026年1月10日時点

断片化は、インセンティブの力学や経済的な集中にも影響を及ぼし、流動性は引き続き一握りの有力なL2に集まり続けました。多くのロールアップが取引数の拡大には成功した一方で、持続的な手数料収益を生み出しているのは、ごく一部に限られていました。この二極化は、インセンティブ主導の成長の限界を露呈させ、持続可

能なビジネスモデルへの比重を高めることとなりました。強引なガス代のキャッシュバックや利回りプログラムに依存していたロールアップは、インセンティブが縮小すると活動が急激に低下しました。これにより、インセンティブは利用を活性化させることはできても、持続的な需要を生むことはほとんどないという核心的な教訓を示しました。持続可能なL2とは、単なる汎用的な実行レイヤーではなく、明確なユーザー層を特定できているチェーンと言えます。

図**34**:**2025**年の取引手数料収益は、一握りの有力な**L2**に集中する傾向が続き、実需と持続可能な手数料モデルがどこに定着していたかを如実に表している



参照先：growthepie、Binance Research、2025年12月31日時点

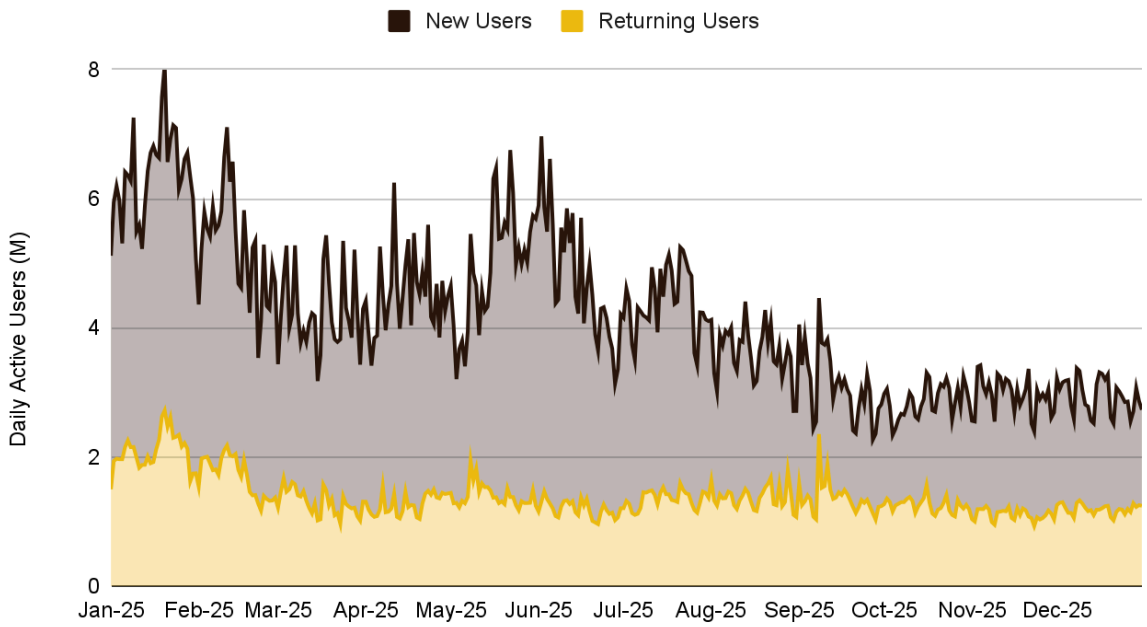
このような背景から、L2の競争環境は、単なる技術的な優位性を競う段階から、明確な経済的枠組みの構築へと進化を続けています。OP Stack型のエコシステムやアプリ特化型ロールアップにおいて、構造化された手数料分配モデルが標準化されつつあります。これにより、「ロールアップ・エコノミクス」がもはや後付けの要素ではなく、設計の根幹であることが裏付けられました。同時に、シーケンサーの分散化は依然として不均一な状態にあり、2025年を経ても、現在の中央集権的なオペレーター運用と、長期的に目指すべき「トラスト・ミニマイズ」な最終形態との間にある溝は完全には埋まりませんでした。主要なロールアップの多くは、依然として中央集権的または半中央集権的なシーケンサーによって稼働しており、パーミッションレスモデルへの移行は漸進的な進展にとどまっています。こうしてレイヤー**2**領域は、より選別が進むフェーズへと移行し、明確な市場の試練を突きつけられた状態で**2026**年を迎えます。その試練とは、多額のインセンティブに頼らず利用を維持すること、流動性をさらに断片化させずに相互運用性を向上させること、そして、暗号資産ネイティブな信頼を前提とした機関投資家のリスクフレームワークの双方を満足させる、信頼に足る分散化の道筋を示すことです。

今後を見据えると、次のフェーズを決定づける3つのテーマがあります。第一に、手数料の下限設定、ETH建ての手数料、あるいはシーケンシング・アーキテクチャなどを通じた経済的な整合性が、ますますプロトコル設計を形作るようになります。第二に、独自の存在意義を証明するのに苦労する小規模なロールアップが増えるにつれ、統合への圧力が高まる可能性があります。第三に、相互運用性と流動性の調整が、イーサリアムのロールアップエコシステムが一貫性のある実行レイヤーへと進化するか、それとも半主権的なチェーンが乱立して断片化したままになるかを左右します。その意味で、2025年はレイヤー2にとってのイーサリアムの「あらゆる犠牲を払ってでもスケールする」フェーズの終わりを告げる年となりました。エコシステムは、スケールできることを証明しました。2026年を迎えるにあたっての課題は、自身と、自身を保護するベースレイヤーの双方の経済的な求心力を損なうことなく、スケールを実現できるかどうかです。

5.2 ソラナ

ソラナは**2025**年を通じて好調を維持し、ファンダメンタルズと市場の両面で最も強力なL1の1つとして頭角を現しました。2025年の年初はDeFi、ステーブルコイン、ミームコインといった話題の勢いに乗り、年末にはネットワークが米国での現物ETF承認という大きな節目を迎えました。特筆すべきは、ソラナのオンチェーン指標が2025年を通じて極めて高い水準を保ったことです。これは単なる投機的な取引にとどまらない持続的な利用を示しています。1日あたりのアクティブアドレス数は平均**420**万件（再訪デイリーユーザー数は平均**140**万人）に達し、多様なアプリを利用する大規模で安定したユーザーベースの存在を裏付けています。比較として、これは他の多くのレイヤー1のアクティブユーザー数を桁違いに上回る規模です。ソラナは一貫して膨大な1日あたりの取引量を処理し、下半期には1日約**1**億件以上の取引を定期的に処理しました。この負荷の多くはDEX、ローンチパッド、取引ボット、決済などの高頻度アプリによるもので、そのすべてにおいてソラナの低コストな手数料と並列実行機能が真価を発揮しました。

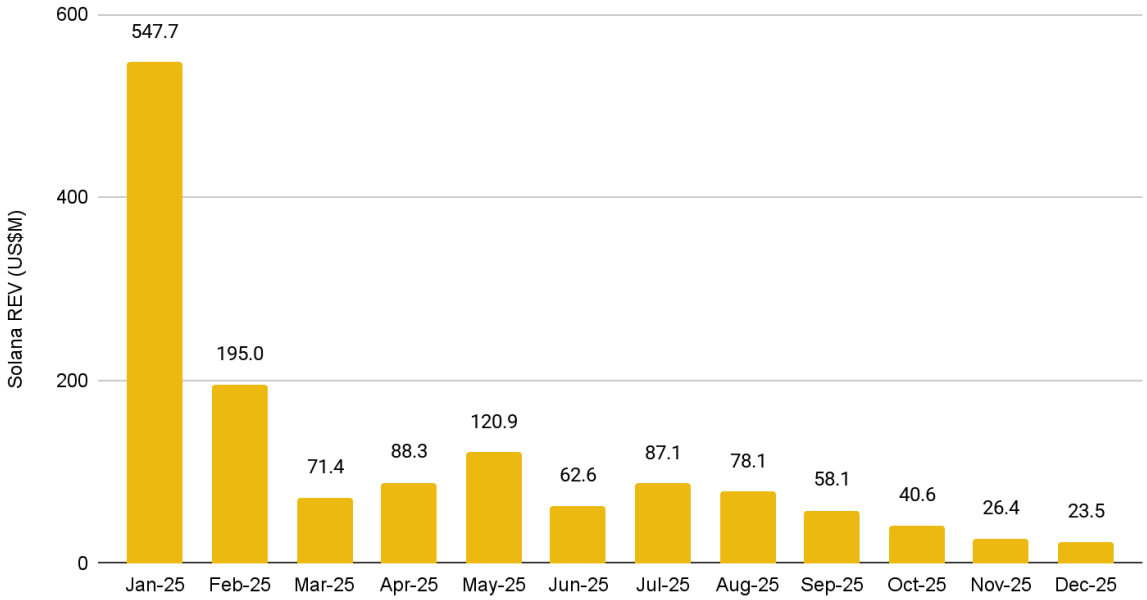
図**35**：ソラナの**DAU**はわずかな下落傾向、ミームコイン活動の沈静化やマクロ経済要因の価格変動にもかかわらず、コアとなる再訪ユーザー層は比較的安定



参照先：Artemis、Binance Research、2025年12月31日時点

重要な指標の1つが、プロトコル手数料と経済価値です。年始のミームコインブームの中、ソラナの1日あたりの手数料（MEVを含む）は史上最高値に達しました。年中盤になりミームコインの活動が正常化すると、1日あたりの手数料は通常$50万～$100万の間で落ち着きました。多くのL1よりも依然として高いものの、1月のピークから年末にかけての下落は大幅なものでした。ソラナの月間実質経済価値（REV）は1月の$5億5,000万近くから12月にはわずか約**$2,350**万まで減少し、年初のボリュームの大部分が継続的な手数料収益に繋がらない低価値な「スパム」取引であったことを示唆しています。しかし重要なのは、この手数料レベルであっても、ソラナはバリデーターのために意義のある収益を上げている点です。これは、ハイプサイクルを超えても、ソラナが実質的な利用価値を生み出す方向へ進んでいることを示しており、ネットワークの持続可能性における強力な兆候といえます。

図**36**：ソラナの月間実質経済価値は**2025**年の年初から大幅に減少し、**1**月の**$5**億**5,000**万近くから、**12**月にはわずか**$2,350**万まで低下



参照先：Artemis、Binance Research、2025年12月31日時点

拡大するオンチェーン経済

ソラナ上の**DeFi**は回復力と成長を見せました。TVLはトークン価格とともに変動しましたが、年末時点で約**$80**億を維持しました。ソラナのDEXエコシステムも好調でした。2025年半ばまでに、ソラナの**DEX**週次取引高はイーサリアムを上回り、週あたり**$200**億～**$300**億以上に達しました。ピーク時には、ソラナのDEX取引高は中央集権型取引所で見られる日次現物取引高の下限に迫るほどでした。これは、Pump.funなどのローンチパッドや初期トークンの活発なエコシステムに加え、Jupiter、Raydium、DriftといったDEXやアグリゲーターが数多くの取引を促進したことによるものです。さらに、ソラナはブリッジ流動性の多大な流入による恩恵も受けました。年初来の純流入額は**$60**億（その大部分は年初の流入）に達しており、多様な取引機会を求めて外部資本が流入したことを示しています

現在のソラナを真に差別化しているのは、DeFiにとどまらず、一般向けや実社会のアプリへの浸透にあります。ソラナ上の分散型物理インフラネットワーク（DePIN）領域は引き続き活況を呈しており、ワイヤレスネットワークや分散型マップ、その他実社会のインフラを基盤とするアプリはいずれも健全に成長しています。主なトレンドとして、これらのネットワークは報酬目的のトークン配布から、実利を伴うキャッシュフローへの移行が進んでいます。利用者が帯域幅やAIコンピューティング、地理空間データに対して料金を支払い、ハードウェア提供の対価としてトークン報酬を受け取ります。利用者が法定通貨やステーブルコインで支払った料金の一部が、トークンの買い戻しや報酬に充てられるという、新たなトークンポジティブ経済が形成されています。

ソラナは、ウォレットやモバイル分野でも躍進を遂げました。Phantomウォレットは圧倒的なシェアを維持し、一時は月間アクティブユーザー数が**1,700**万人を超え、預かり資産額は**$250**億に達しています。Phantomの優れたユーザー体験により、マルチチェーン展開が皮肉にも他チェーンのユーザーをソラナのエコシステムへ引き込む結果となりました。スマートフォン「Solana Seeker」は予約注文が15万台を超え、8月から世界各地への出荷が開始されました。大手メーカーと比較すれば規模は小さいものの、ソラナのdAppと深く連携したSeekerは、モバイルWeb3利用のハードルを下げる画期的な製品として、暗号資産界隈で大きな注目を集めています。もっとも、既存のスマホ市場を切り崩す難しさを考えると、市場の浸透は依然として慎重となる見方も少なくありません。実際にソラナ・モバイルはSagaモデルへの対応を終了しており、暗号資産特化型スマホは、単独で普及する製品というより、既存デバイスを補完する役割に留まる可能性が高いことを示唆しています。

決済とステーブルコインの普及も、ソラナにおけるもう一つの注目点でした。ソラナのステーブルコイン循環供給量は、1月の約**$51**億から年末までに**$135**億へと**2**倍以上に増加しました。Circleとのパートナーシップを背景に**USDC**がその勢いを牽引し、ソラナのステーブルコインの約70%を占めています。ソラナの高い処理能力と極めて低い手数料は、ステーブルコイン決済に最適です。特にUSDCによるクロスボーダー決済において、Solana Payへの加盟店からの関心が高まりました。

図**37**：ソラナのステーブルコイン時価総額は**2025**年に大幅に増加し、年初の**$51**億から年末までに**$135**億に到達

	ブロックチェーン名	ステーブルコイン時価総額（**$B**）
	イーサリアム	165.5
	トロン	82.9
	BNB Chain	15.2
	ソラナ	13.5
	Base	4.7

参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

SOLと伝統金融

2025年に米国初のソラナETFが上場したことで、ソラナは機関投資家チャネルを通じた外部からの裏付けとなる重要な節目を迎えました。ソラナETF市場はまだ初期段階にあるものの、多くの伝統金融関係者は、ソラナが主導するアルトコインETFが長期的に投資家の関心を集める可能性を示しています。こうした資金流入において、ソラナ特化型の商品が重要なシェアを占める可能性が高いと見られています。これまでのところ初期の関心は高く、ソラナETFは全体で**$8**億以上の資金を集めています。

ETF商品や価格変動へのエクスポージャーにとどまらず、ソラナが伝統金融に組み込まれたことで、機関投資家がプロトコル由来の利回りを得られる道が開かれました。Bitwiseのソラナ・ステーキングETF（BSOL）の上場に続き、ソラナ関連ETFにはステーキング報酬が組み込まれ始めています。これにより、保有者は間接的に約6〜7%の年間利回りを得られるようになりました。この利回りという要素は、収益を生まない他の暗号資産現物ETFとの大きな差別化要因であり、伝統金融関係者の間でも、投資家の関心を長期的に引きつける原動力になると期待されています。

一方、ソラナは上場企業の財務資産としても注目を集めています。Forward Industriesが約680万SOLを保有する最大の上場企業によるSOL保有者となり、Solana Company（約230万SOL）、DeFi Development Corp.（約220万SOL）、Upexi（約200万〜220万SOL）などがこれに続いています。こうした動きは、ビットコインにおけるMicroStrategyの戦略をソラナに応用したものです。これらはまだ一般的に知られる有名企業ではありませんが、SOLの財務資産としての保有や、さらにはソラナをコアビジネス（例：Upexiが株式移転にソラナを利用）に利用可能であることを示しています。これらの企業が保有するSOLの時価総額は合計で$10億を超えており、SOLを戦略的備蓄や収益を生む資産として活用する先駆けとなっています。ビットコイン中心の財務戦略とは異なり、一部のソラナ保有企業はSOLを積極的にステーキングしたり、バリデーター・インフラを運営しています。これにより、**SOL**は単に保有するだけの資産ではなく、収益をもたらす「運用資産」としての地位を確立しています。

ソラナは、他の伝統金融の文脈でもその存在感を示しています。例えば、Franklin Templetonは一部のファンドにPolygonチェーンを使用していましたが、特定のトークン化されたマネー・マーケット・ファンドの決済を高速化するため、ソラナの活用を検討していると明かしました。こうした一連の動きは、伝統金融とソラナの融合が一段と進んでいることを物語っています。

Firedancerの登場

2025年、ソラナのインフラ面で大きな節目となったのは、Jump Cryptoが開発した独立系バリデーター・クライアント「**Firedancer**」のメインネット実装です。テストネットでの入念な検証とFrankendancerの段階的なデプロイを経て、12月にメインネットベータ版として公開されました。初期段階ではステーク量が限られており、ネットワーク全体のパフォーマンスに目立った影響は見られませんでした。しかし、この実装は単一のクライアントに依存し続けるという長年の構造的リスクを解消する、歴史的な第一歩です。

Firedancerは、単なる処理能力の向上よりも、ネットワークの耐障害性を高めることを目的としています。過去に発生したソラナのネットワーク停止は、合意形成の失敗ではなく、主に単一のソフトウェアへの依存や、急激な負荷増大時における処理プロセスの脆弱性が原因でした。既存とは異なる**C++**実装のバリデーターを採用したことで、Firedancerは複数のクライアントに共通するリスクを解消しました。これにより、特定のバグがバリデーター全体に波及し、システムが連鎖的に停止するリスクを未然に防いでいます。

実装面において、Firedancerはソラナの設計思想を改めて実証する存在となりました。それは「ベースレイヤーの拡張性は、プロトコルの細分化ではなく、ハードウェア効率を極限まで高めることで実現できる」という考え方です。並列処理、確実なパケット処理、メモリ利用の最適化を徹底するこのアプローチは、共有ステートや同期的な相互運用性を維持したままスケーリングが可能であることを証明しています。2025年時点では処理能力の劇的な向上にこそ直結しませんでしたが、ソラナが目指す進化の道筋が正しいことを示しました。

総じて、Firedancerがもたらした影響は、性能の向上よりも「ネットワーク構造の強化」という側面にあります。ピーク時の混雑を完全に解消したわけではありませんが、プロトコル全体の改良と相まって負荷耐性が向上し、2025年は一度もシステムを停止させることなく運用できました。この変化は、市場構造にも好影響を与えています。処理の予測精度が上がり、システム停止のリスクが低下したことで、需要急増時に手数料を余分に積む必要がなくなりました。これが価格の安定に寄与し、機関投資家の基準を満たす、CEXに匹敵する取引フローを呼び込む原動力となっています。2026年の鍵を握るのは、ステーク量に応じた普及率です。この普及が進むことで、これまでの構造的な成果がネットワーク全体の持続的な改善として定着することになります。

Alpenglow

Firedancerが実行レイヤーの耐障害性を強化した一方で、ソラナの次なる主要なアップグレードの焦点はコンセンサスレイヤーへと移ります。2025年9月にバリデーターの承認を受け、2026年初頭のメインネット稼働を目指す「**Alpenglow**」は、ソラナの誕生以来、最大級のコンセンサス・アーキテクチャの刷新となります。Alpenglowは、従来のProof of History（PoH）やTower BFTに代わり、効率性と低遅延を徹底した新たな設計を採用します。その目的は、ファイナリティの高速化、ノード間の通信負荷の軽減、そして耐障害性の向上にあります。

Alpenglowのコアとなるのは、暗号化された証明をバッチ処理し、バリデーター間の冗長な通信を排除する新しい投票メカニズムです。これにより、ブロックのファイナリティに要する時間は数秒から100ミリ秒台へと大幅に短縮されます。この進化は、ソラナの実社会における有用性を劇的に高めます。特に、高頻度取引（HFT）、オンチェーンデリバティブ、予測市場、決済ルーティングといったリアルタイム性が求められる金融アプリにおいて、大きな威力を発揮します。これらの分野では、単なる処理能力以上に「取引確定までの遅延」が大きな制約となっていたため、Alpenglowによる高速化は重要な進展です。

これを補完するのが、データ伝搬レイヤーの再設計です。従来の多段階ブロードキャスト方式を刷新し、バリデーター同士がより直接通信するリレー方式を採用しました。これにより、帯域幅の負荷を軽減しつつメッセー

ジの信頼性を高め、バリデーターの故障や不正行為が発生してもネットワークの稼働を維持する能力が向上しています。さらに重要な点として、投票手数料の廃止や合意形成ロジックの簡素化を通じて、バリデーターの運用コストを低くしています。これは、長期的な課題であるバリデーターの中央集権化を抑えることになります。

5.3 BNB Chain

2025年のBNB Chainは、実行速度の向上、オンチェーン取引フローの拡大、そして大手伝統金融機関によるRWA発行の推進という、複数の要素が重なり合い大きな進展を遂げました。このL1は、主要なEVM環境の中でも最高水準の処理能力を維持することに注力しつつ、ステーブルコイン利用者を中心とした利用障壁の緩和や、トレーダー体験の向上に向けた様々な施策を打ちました。年末までに**BNB Chain**は**DeFi**、**AI**、決済といった多角的なエコシステムへと成長しましたが、経済活動の主軸は依然として、一般ユーザーによる高頻度な利用やDEXでの活発な取引にありました。

こうした開発の成果は、ユーザー数の増加とオンチェーン活動に顕著に現れました。年末までに、1日あたりの取引数は約**1,520**万件、アクティブユーザー数は約**270**万人に達し、いずれの指標においても主要L1の中で上位に位置しています。特筆すべきはBNB Chain上のDEX取引高で、年初来（YTD）で約**164%**増加し、年中盤には1日あたり**$70**億を超えるピークを記録しました。この急増は、一連の報酬プログラムに加え、BNB Chainが市場のトレンドを巧みに捉えた結果です。個人投資家を重視し、市場の潮流に迅速に適応する戦略が、実質的なアクティビティの向上につながりました。こうした成長はネイティブトークンの価格にも直接反映されており、**BNB**は主要な暗号資産の中で年間を通して最も優れたパフォーマンスを記録した資産の一つとなりました。

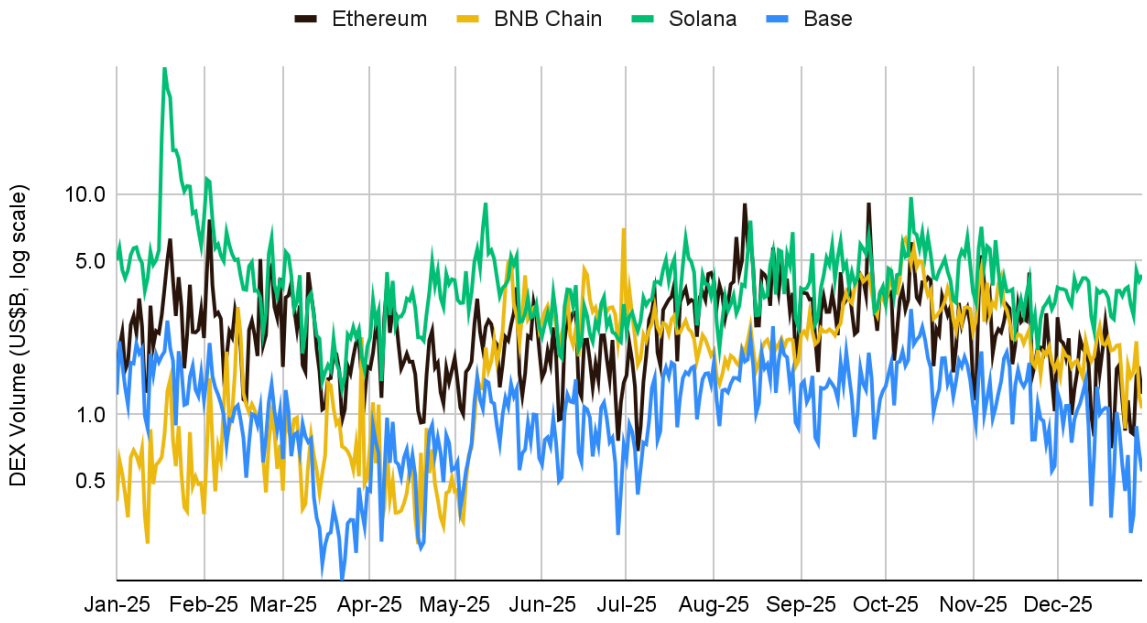
成長の鍵を握るオンチェーン取引

2025年の**BNB Chain**において、オンチェーン取引が成長を支える柱となりました。具体的には、DEXの取引高で他のレイヤー1を凌駕し、その流動性はPancakeSwapに集中しました。PancakeSwapは単なるDEXにとどまらず、個人投資家の取引やミームコイン、さらにマイナーな銘柄まで幅広くカバーする流動性の中心地となりました。こうした成長は、拡大を続けるDeFiエコシステムや、市場のトレンドを的確に捉えた結果です。

現物取引にとどまらず、パーペチュアル**DEX**（分散型無期限先物取引所）が急速に存在感を高めたことも大きな進展です。特にAsterは、高度なユーザー体験を個人投資家層へ浸透させることで、一躍注目を浴びるプロジェクトへと躍り出ました。超高レバレッジや利回り付き担保など、多彩な取引モードを完備した「現物・先物対応型DEX」としての利便性が、その躍進を支えています。高頻度取引の拡大は、現物取引と並ぶ新たな収益の柱を確立するに至りました。

この進展には、エコシステムの構造を根本から変える重要な意義があります。デリバティブは現物取引に比べて資本効率が極めて高く、BNB Chainの実行速度を重視した設計とも非常に高い親和性を持っています。2025年末までに、オンチェーン上の無期限先物取引数や手数料収入の大きな割合を占めるまでに成長し、BNB Chainをレバレッジ取引における主要なプラットフォームへと押し上げました。

図**38**：**BNB Chain**の**DEX**取引高は**2025**年に過去最高を記録、年中盤には**1**日あたりの取引高が**$70**億を超えるピークに到達



参照先：Artemis、Binance Research、2025年12月31日時点

予測市場もまた、オンチェーンにおける重要な市場基盤として台頭しました。BNB Chainは、取引コストとオラクルの信頼性という2大課題を克服することで、予測市場に最適なプラットフォームとしての地位を確立しました。その結果、Polymarketなどの主要プロジェクトに加え、Opinionといったネイティブプロジェクトの活動も活発化し、大きな取引高を記録するに至りました。

予測市場がエコシステムで重視される理由は、高い取引頻度、イベントに伴う流動性の急増、そして幅広い個人投資家の参加という、BNB Chainの強みが直結する特徴を備えているためです。取引高の絶対値では現物や無期限先物に及びませんが、予測市場の台頭によってネットワークの用途は単なる資産取引の枠を超え、市場動向に連動した多様なユースケースへと拡大しました。

機関投資家向け**RWA**、決済、そして伝統金融との連携

RWAが単なる期待先行のトレンドに留まっていた過去のサイクルとは異なり、**2025**年の**BNB Chain**は機関投資家の本格的な参入を現実のものとしました。5月13日、VanEckはSecuritizeを通じて、同社初となるトークン化ファンド「VBILL」を立ち上げ、BNB Chainへの対応を開始しました。さらに9月には、Franklin Templetonが資産運用プラットフォーム「Benji」に同ネットワークを採用しました。これは、トークン化された金融基盤がエコシステム内へ着実に浸透していることを示す事例となりました。

年末を象徴する大きな出来事は、BlackRockのBUIDLでした。BNB Chainは11月14日、Securitize上でトークン化されたBlackRockの機関投資家向けデジタル流動性ファンド（BUIDL）が、Wormholeを介した相互運用性を備えるとともに、BNB Chain上でローンチを発表しました。さらに、このファンドはバイナンスの機関投資家向けサービスにおいて担保としても利用可能になりました。これは、**BNB Chain**における**RWA**の立ち位置を「開発者主導の試み」から「一流発行体による本格運用」へと昇華させ、オンチェーンでトークン化された米国債商品と機関投資家の取引ワークフローの結びつきを強めるという点で、年間を通じても極めて重要な節目となりました。

こうしたRWA拡大の背景には、**BNB Chain**が誇るステーブルコインの強固な流動性基盤があります。2025年を通じて、同ネットワークはステーブルコインの供給量および送信量において一貫して主要チェーンの上位を

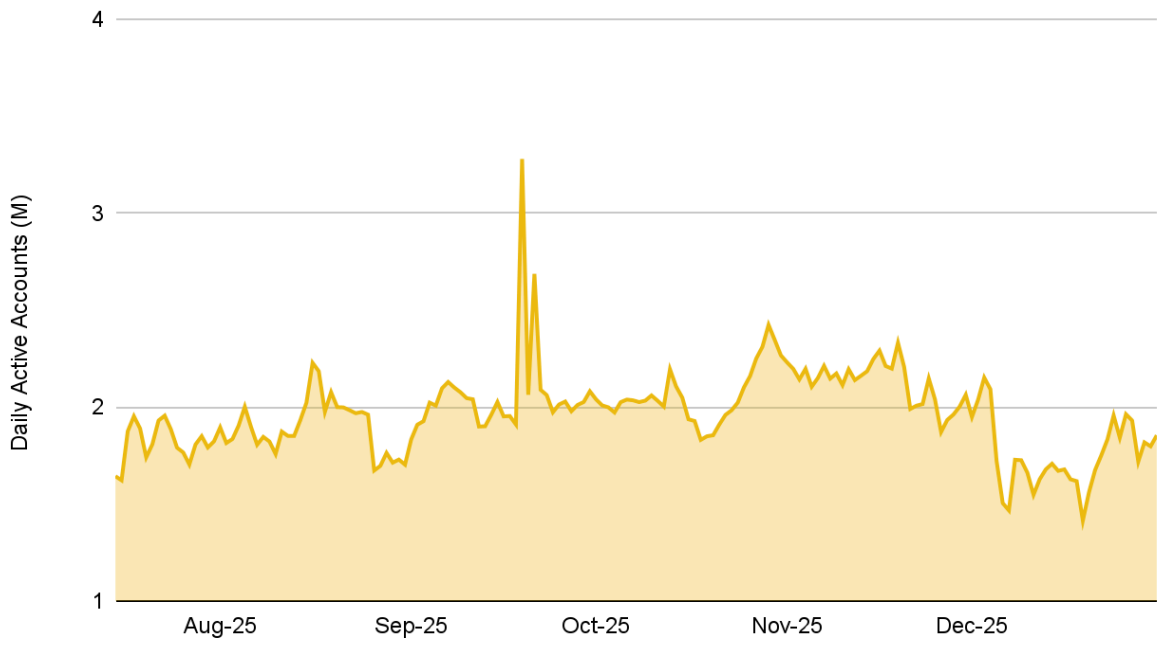
維持し、取引所、ウォレット、オンチェーン拠点間を移動する資産の低コストな決済レイヤーとしての役割を確固たるものにしました。

この流動性基盤は、ユーザー体験を重視した設計によって一段と強化されました。ガス代の抽象化施策により、取引のためにネイティブトークンを保持する手間が省かれ、参入障壁の緩和と決済や機関投資家フローの利便性向上につながりました。投機的な動きに波があったこの1年において、ステーブルコインの利用はオンチェーン需要の持続的な下支えとなり、RWA決済と広範な金融活動の両面を支える結果となりました。

One-BNBスタック：opBNBおよびGreenfield

2025年のBNB Chainは、マルチネットワーク構成である「**One BNB**」アーキテクチャを戦略の主軸に据えました。12月末にかけて、エコシステム全体で膨大なユーザー数と取引量を維持し、opBNBが処理能力に優れたプラットフォームとして機能していることを改めて示しました。具体的には、opBNBは1日平均約**200**万人のアクティブユーザーを維持し、日次取引件数は概ね**300**万～**400**万件の範囲で推移しています。

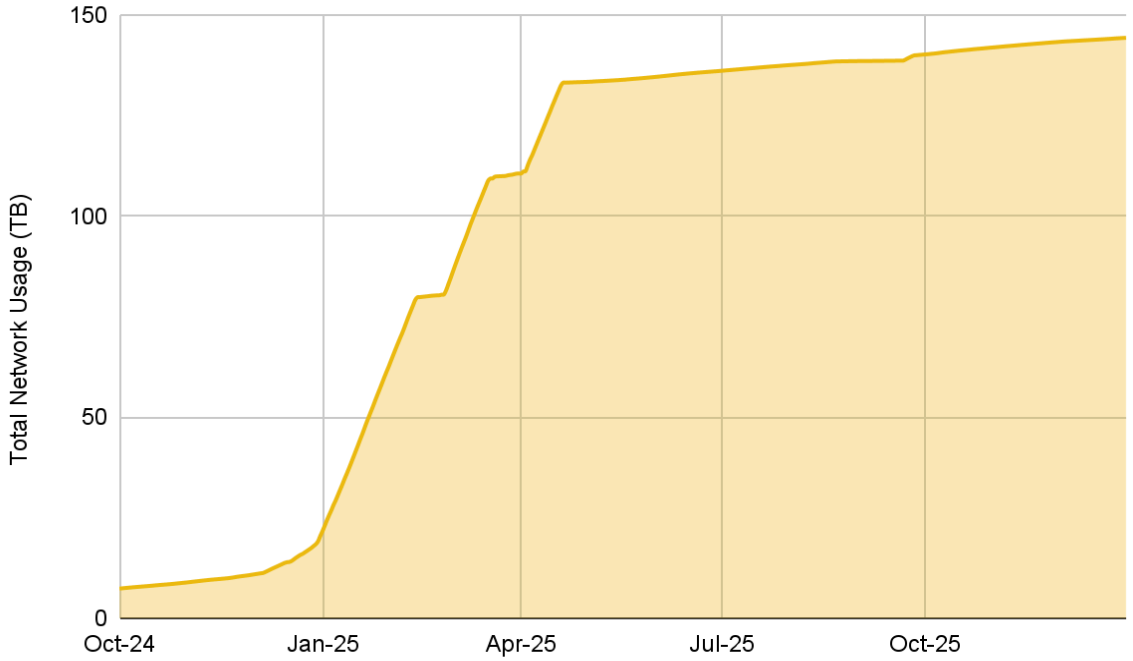
図**39**：**opBNB**の**1**日あたりのアクティブユーザー数は**2025**年後半を通じて安定的に推移し平均で約**200**万を維持



参照先：opBNBScan、Binance Research、2025年12月31日時点

Greenfieldもまた、BNB Chainが単なる実行環境を超え、消費者向けアプリやAI・データ活用、コンテンツ重視のユースケースに対応する「コンピューティング + データスタック」へと進化を遂げる中で、戦略的な柱であり続けました。年末までに、Greenfieldは約**144TB**のデータをホストし、**3,500**万件近い取引を記録しました。累計で**11**万**5,000**件を超えるユニークアドレスを支えています。これらの数値は前年を大幅に上回る成長を示しており、AIやクラウド、データ経済関連のアプリでの採用拡大を反映しています。こうした進展により、GreenfieldはAI、RWA、トークン化プロジェクトを支える補完的なデータレイヤーとしての地位を確立しました。

図**40**：**BNB Greenfield**のネットワーク利用量は年初から約**565%**増加



参照先：GreenfieldScan、Binance Research、2025年12月31日時点

コアプロトコルのアップグレードとパフォーマンス

技術面での決定的なテーマは、緻密に計画された一連のアップグレードを通じた、**BNB Chain**の**1**秒未満のブロック生成とファイナリティの高速化でした。**Pascal**（3月20日メインネット稼働）では、EIP-7702によりL1のEVM機能を拡張しています。これにより、EOAへの一時的なコントラクトコード適用が可能となり、アカウント抽象化によるユーザー体験向上やスポンサー取引の基盤が強化されました。**Lorentz**（4月29日メインネット稼働）は、BEP-520の実装によってブロック間隔を1.5秒に短縮し、続く**Maxwell**（6月30日メインネット稼働）ではさらに0.75秒まで短縮しました。これにより、ブロック生成頻度が高まる中でのレスポンス向上と、バリデーターのパフォーマンス最適化に重点が置かれています。これらのアップグレードを補完するのが、現在進行中の**Fermi**です。実効ブロック時間を約0.45秒まで短縮し、バリデーター間の通信効率とファイナリティの安定性を高めることで、さらなるパフォーマンス向上を実現しました。

一連のアップグレードは、DEX取引やステーブルコイン送信など、低遅延が求められる高頻度の個人投資家利用を想定しています。こうした環境では、体感的な遅延や承認の失敗がユーザー体験の悪化に直結するためです。2025年を通じたBNB Chainの取り組みは、極めて整合性の取れたものでした。プロトコルの速度、ユーザー体験の基本要素、そしてエコシステムプログラムのすべてが、「低コスト・高速かつ個人投資家向け」という単一の目標に向けて最適化されています。今後は、次なるアップグレード段階においてもこの成長曲線を加速させ、単にTPSを増やすのではなく、さらなる低遅延化やバリデーター間通信の強化を図ることで、取引のピーク時でも高い処理能力を維持することを目指しています。

単なるパフォーマンス向上にとどまらず、BNB Chainは持続的なスケーリング実現するため、クライアントおよび実行スタックを進化させました。従来のGethに加え、**Reth**ベースのフルノードおよびアーカイブ・ノード・クライアントを展開したことで、単一の実装に依存しないマルチクライアント体制に拡大しました。これらの施策は、同期速度やアーカイブノードの安定性、インフラ全体の回復力を大幅に向上させただけでなく、2026年に予定されているバリデーター向けのRustクライアント実装への布石となりました。実行レイヤーでは、**Super Instructions**などの最適化によってEVMの効率が向上したほか、**Scalable DB**の実装により、長期的なス

テート増大に対応するためのストレージ再設計が行われました。このScalable DBによるステート処理の分散化とシャード化によって、アクティビティ急増に伴うデータ膨張がパフォーマンスを低下させるリスクを最小限に抑えています。

BNB Chainは、パフォーマンス向上と並行して、取引の公平性確保にも注力しました。メムプール処理やバリデーターの挙動、エコシステムツールの最適化により、取引集中時の悪意あるMEVを大幅に削減しました。これにより、相場急変時でも個人投資家および機関投資家の取引品質が向上し、不利な約定リスクを軽減しています。

2026年に向けた展望は極めて明快です。重要なのは、2025年に得たRWAへの機関投資家参入や、オンチェーン・デリバティブの勢いを一過性のブームで終わらせないことです。これらを、持続的な流動性とプロダクト・マーケット・フィットへと昇華させることが、真の成長の鍵となります。技術面では、公開された「Tech Roadmap 2026」に基づき、ネットワークの信頼性とスケーリングに引き続き注力します。これは、単に1秒未満のブロック生成を追求する段階から、アクティビティ急増時でも安定したパフォーマンスを維持するフェーズへ移行したことを意味しています。エコシステム側での注目点は、トークン化された米国債が、DeFiの担保や取引フローにおいて実質的な相互運用性を確保できるかという点です。次に、Asterのような無期限先物プラットフォームが、インセンティブに依存せず自律的に取引高を維持できるかが問われます。そして最後に、One BNBスタックが、より高い処理能力を求めて非EVM環境へ流出しがちな消費者向けアプリ層を引き留め、エコシステム内に定着させられるかが鍵となります。

06 / DeFi

6.1 全体像

2025年は分散型金融（DeFi）領域にとって歴史的な転換点となり、「熱狂的な投機」から「構造的な制度化」へと移行しました。高インフレのトークンインセンティブや個人投資家主導の投機は沈静化し、市場のコアテーマは「資本効率とコンプライアンス」へと置き換わりました。もはや実世界から切り離された単なるオンチェーンの資本システムではなく、PayFi（決済金融）とRWA（現実資産）の統合、そしてAIエージェントの台頭を通じて、DeFiはグローバルなマクロ経済と実質的な価値の結びつきを生み出し始めました。

図**41**：主な**DeFi**指標 **6**ヶ月 **/ 12**ヶ月の変化

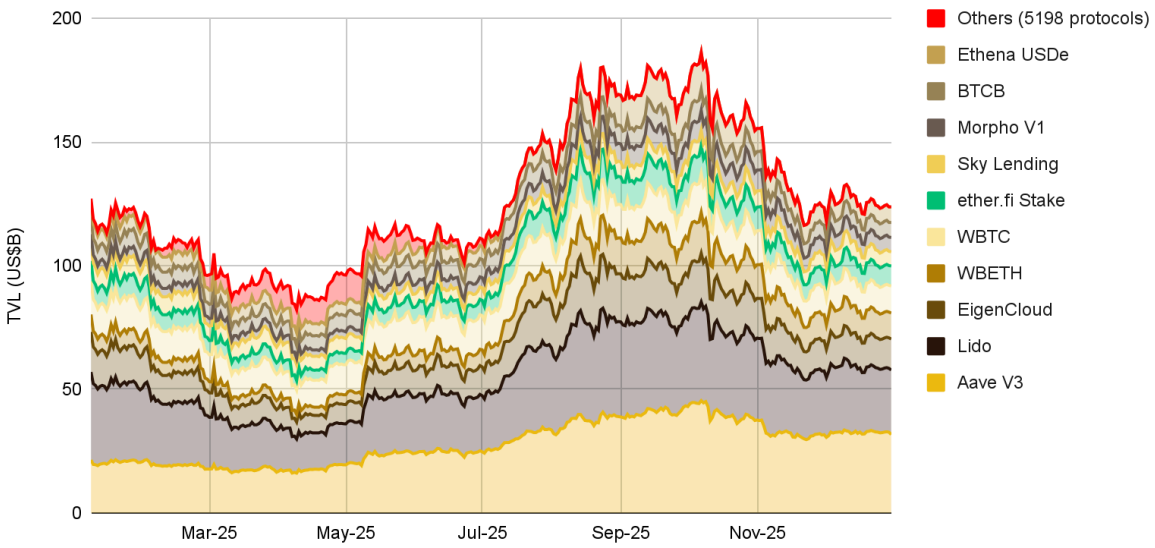
指標	**2025**年**12**月**31**日	変動率（**6**ヶ月）	変動率（**12**ヶ月）
DeFi TVL（単位：**$B**）	124.4	- 17.9%	- 11.2%
DeFiドミナンス	3.8%	- 8.4%	+ 5.6%
月間アクティブユーザー（単位：**M**）	353	- 8.9%	- 5.6%

参照先：Defillama、Tokenterminal、Binance Research、2025年12月31日時点

機関投資家による資本流入、利回り資産の多様化、そして規制枠組みの明確化が進んだことで、トークン価格のバブルに伴う不合理な投機は2025年に大きく沈静化しました。その結果、地政学的な緊張や不透明な世界情勢といった逆風の中でも、DeFi領域は底堅い回復力を見せ、独自の成長を遂げるに至りました。

2025年末までに、エコシステムのTVL（預かり資産総額）は約**$1,244**億で安定しました。これは年央のピーク時からは減少した数値ですが、資本の構成は「質的飛躍」を遂げています。具体的には、資本の主軸が価格変動の大きいガバナンストークンから、ステーブルコインやトークン化された米国債へと大きく変化しました。

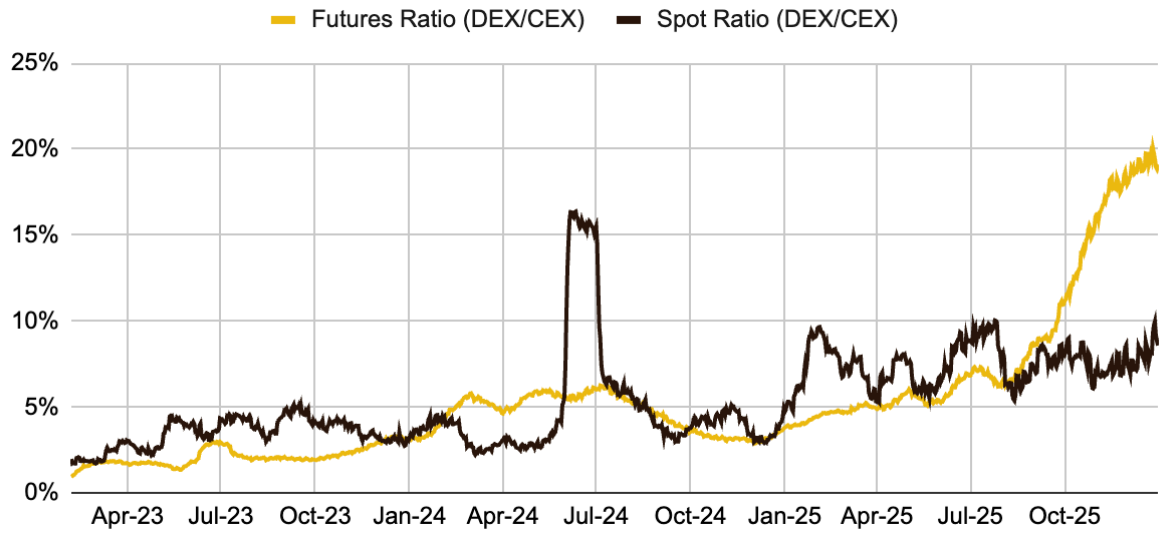
図**42**：プロトコル別**TVL**



参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

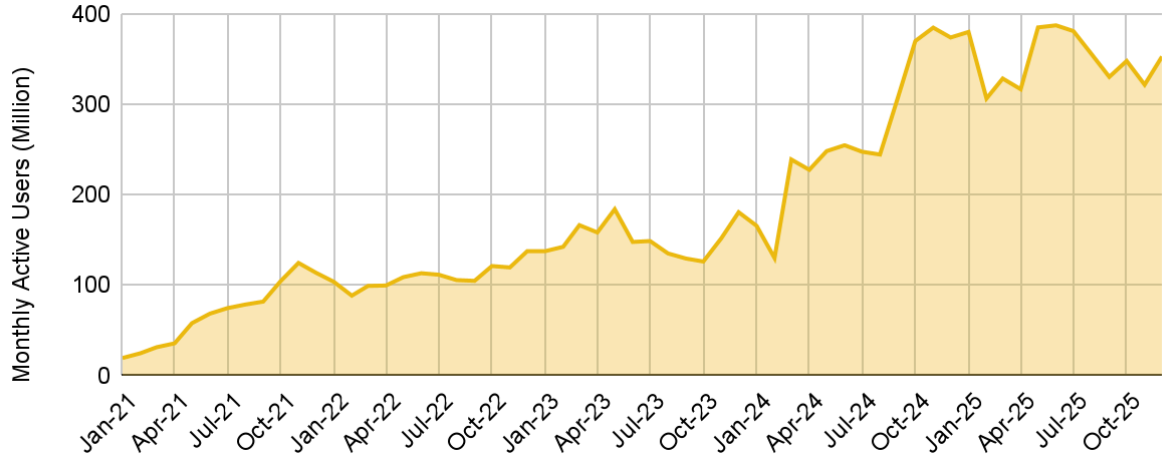
2025年において最も意義深い指標は、資産価格ではなくユーザー・エンゲージメントでした。分散型プロトコルを利用する月間アクティブ・アドレス数は、年間を通じて3億～3億9,000万件という高水準を維持しました。この動きは、ユーザーの利用動機が資産価格の乱高下から切り離されつつあることを示しており、DeFiが投機対象から日常的な金融インフラへと進化を遂げたことを物語っています。膨大なユーザーベースに支えられ、中央集権型取引所（CEX）に対する分散型取引所（DEX）の取引高比率は過去最高水準に達しました。2025年末には現物取引で20%近く、先物取引で10%というピークを記録しました。この構造的な変化は、極めて重要な事実を物語っています。すなわち、世界の暗号資産取引量の5分の1において、オンチェーンでの実行がデフォルトになりました。

図**43**：**DEX**対**CEX**取引高比率（**30**日移動平均）



参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

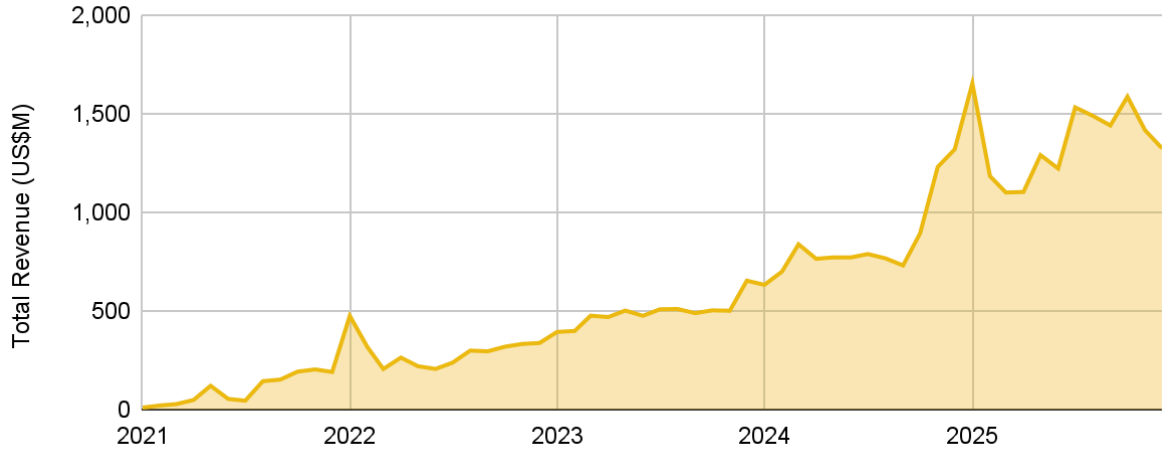
図**44**：分散型プロトコルの月間アクティブユーザー数（**MAU**）



参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

さらに、2025年は「プロトコル収益の年」となりました。UniswapやAaveといった最上位のプロトコルが手数料スイッチを正式に有効化し、トークン買い戻しなどを実装したことで、ガバナンストークンは単なる投票権から、ディスカウント・キャッシュフロー方式（DCF）に基づく価値を持つ生産的な資産へと変化しました。同時に、AIエージェントが主導する「Agentic Finance」が台頭し、流動性の生成と分配の仕組みを再構築しています。

図**45**：分散型プロトコルの月間収益総額



参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

2025年は、歴史的な「RWA Flippening」を目撃する年となりました。12月には、現実資産（RWA）プロトコルのTVLが公式に分散型取引所（DEX）を上回り、その資産価値は$190億を突破し、DeFiにおける第5位のカテゴリーへと浮上しました。これは、暗号資産が既存金融から切り離されていた時代の終わりを告げる象徴的な出来事です。DeFiは、もはや独立した実験場ではなく、グローバルな金融システムと繋がるインフラとして、その一翼を担う存在であることが明確になりました。

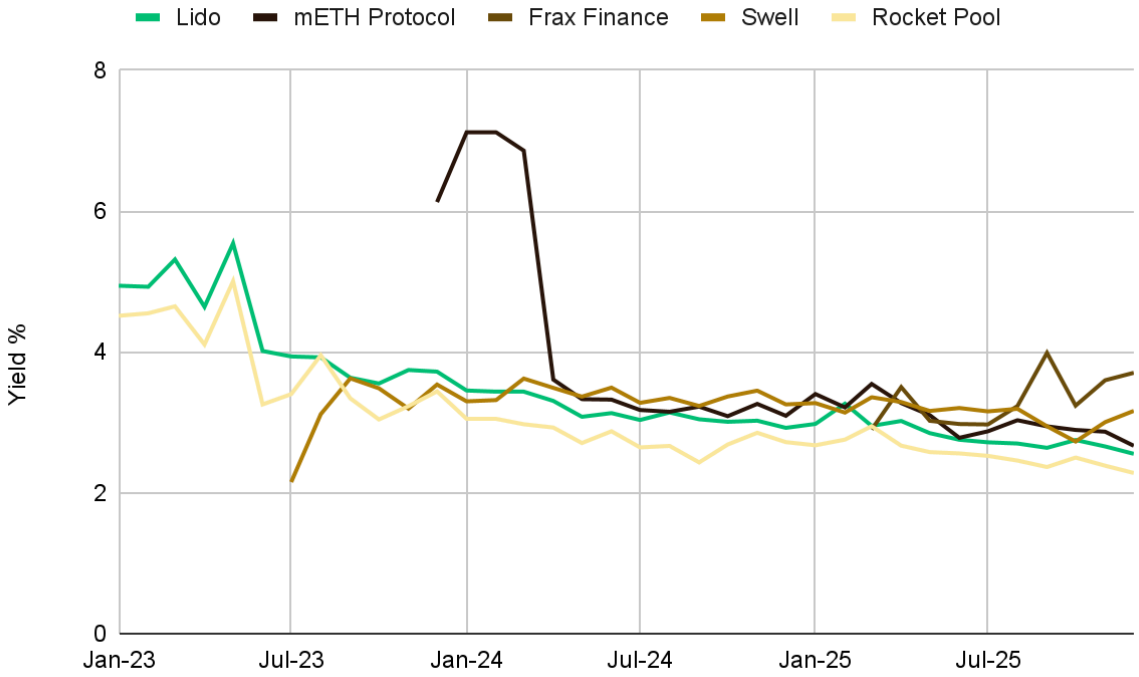
6.2 主要市場データと流動性の再評価

TVLの構造的回復

2025年末時点で**$1,244**億に達したTVLは、第4四半期の市場変化や「ブラックスワン」的なストレステストに対して耐性を示し、金融インフラとしてのDeFiの信頼性をより強くしました。現在の流動性は、もはやインフレ的なマイニング報酬によって維持されているのではなく、主に以下の3つの柱によって支えられています。

1. ネイティブイールド：イーサリアムのステーキングおよびリステーキング利回りが無リスク金利としての役割を担っています。

図**46**：無リスク金利は約**3%**



参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

2. **RWA**担保：トークン化された米国債やプライベートクレジットが、現実世界のキャッシュフローをもたらしています。

3. 機関投資家向けステーブルコイン：規制に準拠した高流動性ステーブルコインが伝統金融とDeFiを繋ぐ生命線としての役割を担っています。

ステーブルコイン：新たな主要決済レイヤー

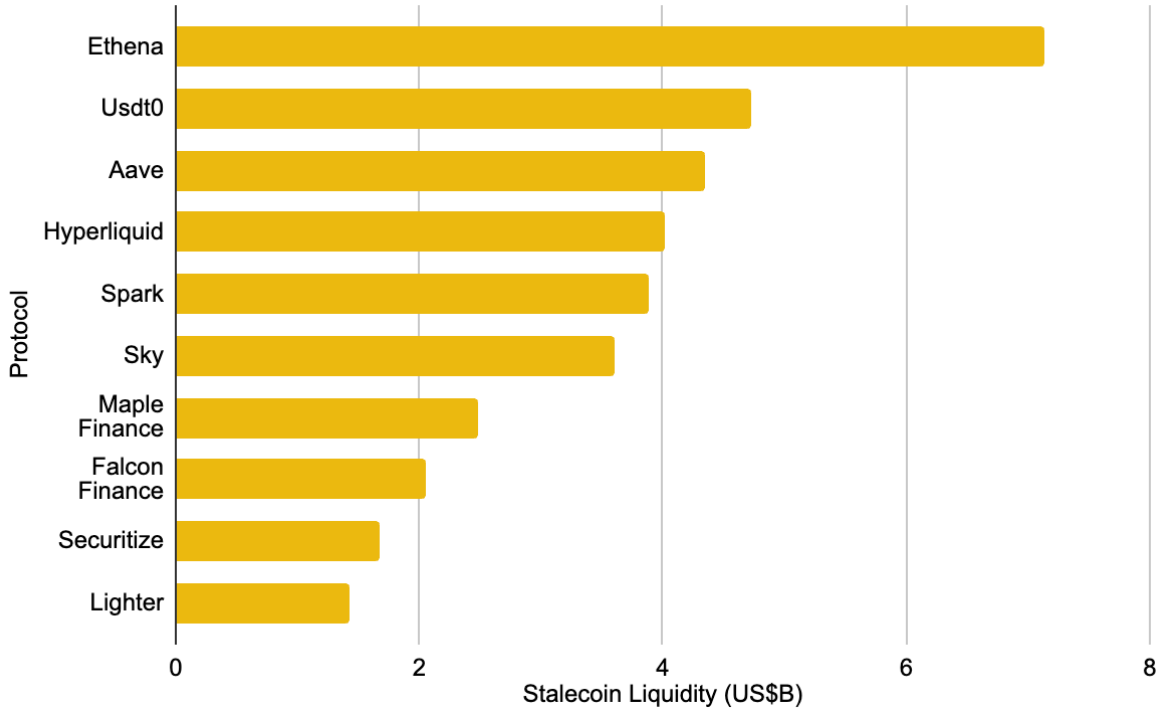
2025年、ステーブルコインは「インターネット上の法定通貨」としての地位を確立しました。

- 時価総額：**$3,075**億を超え、過去最高を記録しました。
- ドミナンス：Tether（USDT）が**60.8%**のシェア（約$1,870億）で優位性を維持し、Circle（USDC）が約$752億でこれに続きました。

- 取引高：2025年のオンチェーン取引高は、VisaとMastercardの合計取引高に肩を並べ、特定の月にはそれを凌駕するほどでした。ステーブルコインは、単なる取引所内の流動性供給手段を超え、クロスボーダー決済、給与支払い、さらにはB2B決済を支えるグローバルな金融インフラへと進化を遂げました。PayPalのPYUSDが$36億規模まで成長した事実は、フィンテック領域における採用の広がりを明確に裏付けています。

- **DeFi**での利用：ステーブルコインの利用形態は、従来の「USDT/USDCの二極化」から、多層的かつ収益を生み出すシステムへと移行しています。データによると、Aaveのような既存のレンディングプロトコルが依然として高いシェアを維持する一方で、成長の主軸は明らかにRWA（現実資産）や合成ステーブルコインへと変化しています。「利回りを生み出す特性」が重要な競争優位性となっており、Ethenaの躍進はその象徴的な事例といえます。デルタニュートラル戦略を通じて「インターネット債券」としての利回りを実現したことで、Ethenaはオンチェーン世界におけるステーブルコインの在り方を再定義しました。Usdt0やHyperliquidといった新興プロトコルも目覚ましい成果を上げており、特に前者の年末時点の流動性は、多くの既存レンディング・プロトコルを凌駕するに至りました。これは、より高い資本効率やデリバティブ取引の機会を求め、ユーザーがイーサリアム・メインネットから、高性能なL1 / L2チェーンへ移行している現状を反映しています。

図**47**：ステーブルコイン流動性別プロトコル上位**10**件



参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

規制の転換点

2025年7月18日、米国大統領は「**Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act**（**GENIUS**法）」に署名し、同法が正式に成立しました。初の包括的な連邦暗号資産法案として、これは暗号資産業界にとって歴史的な分水嶺となっています。

主要条項と影響：

- 厳格な準備金要件：発行体には、月次開示と第三者監査を伴う1:1の高流動性準備金（現金または短期国債）の維持が義務付けられました。これにより、コンプライアンス基準を満たさない発行体の淘汰が加速し、市場の流動性はUSDTやUSDCといった主要銘柄へ一極集中する形となりました。

- 倒産隔離：発行体が破綻した場合、ステーブルコインの保有者には他の一般債権者に優先して準備金への請求権が認められます。これにより、機関投資家が財務資金をオンチェーンで運用する際の主なコンプライアンス障壁が解消されました。

- アルゴリズム型ステーブルコインの終焉：この法律の施行により、規制の枠組み内における無担保型アルゴリズム・ステーブルコインは事実上禁止されました。

GENIUS法（およびその後のRFIA / CLARITY法）は、コンプライアンスを重視した「ホワイトリスト型DeFi」と、非中央集権性を貫く「ダークDeFi（パーミッションレス）」への二極化を加速させています。その一方で、本法案は数兆ドル規模の機関投資家が市場へ参入するために不可欠な法的確実性をもたらしました。

6.3 注目のサブ領域：収益性の構造的転換

図**48**：年中盤に一時的な回復を見せたものの、**2025**年を通じて**TVL**の成長を維持できたのはごく一部の領域

	流動性		市場構成	
サブ領域	**TVL（$B）**	年初来（%）	プロジェクト数	上位プロジェクトのドミナンス（%）
レンディング	62.03	29%	469	Aave V3（51.1%）
リキッド・ステーキング	55.42	- 5%	256	Lido（47.1%）
ブリッジ	47.15	21%	130	WBTC（23.2%）
リステーキング	18.91	- 21%	14	Eigenlayer（66.6%）
現実資産（**RWA**）	17.02	139%	121	Tether Gold（13.4%）
分散型取引所（**DEX**）	16.44	- 26%	1,740	Uniswap V3（12.9%）
ベーシス取引	11.02	47%	32	Ethena（57.2%）
リキッド・リステーキング	10.65	- 27%	28	Ether.fi（76.2%）
イールド	9.12	12%	531	Pendle（41.1%）
担保付き債務ポジション（**CDP**）	8.65	- 15%	199	Sky（67%）
シンセティクス	4.88	- 8%	115	Synthetix（38.4%）
デリバティブ	3.51	- 32%	359	Jupiter（32.5%）
クロスチェーン	2.15	13%	88	Stargate（19.8%）
保険	0.95	- 11%	45	Nexus Mutual（44.3%）
オプション	0.78	- 19%	92	Lyra（28.6%）

予測市場	0.54	233%	69	Polymarket（67.8%）
ファーム	0.42	- 45%	612	Beefy（15.4%）
ローンチパッド	0.28	- 22%	104	DAO Maker（31.2%）
プライバシー	0.15	- 35%	38	Railgun（52.1%）

Railgun（52.1%）注意：TVLの算定が技術的に困難なケースや、資本が極めて細分化されている領域においては、分析の精度を維持するため、主要プロジェクトの市場シェアを代替指標として採用しています。

参照先：

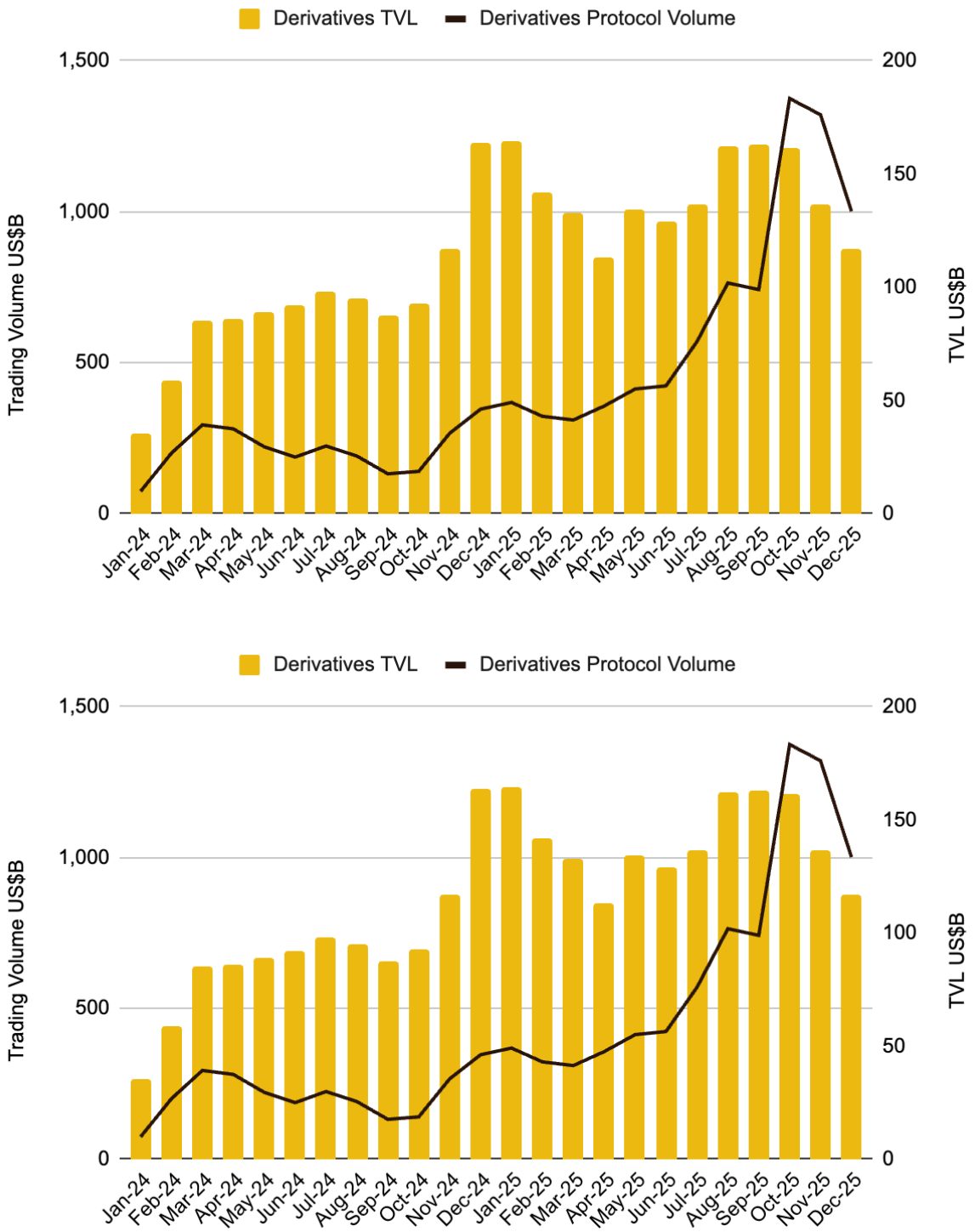
Defillama、RWA.xyz、Binance Research、2025年12月31日時点2025年は、大規模な資本の入れ替えが起きた年でした。DEXやデリバティブ、リステーキング、ファームといった旧来の主要なDeFiサービスから資産が流出する一方、予測市場やRWA、ベーシス取引といった特化型かつ実用性の高い領域は急速な拡大を遂げました。DeFi全体のTVLは概ね横ばいで推移したものの、投資家の資本は明確な需要や独自の収益源を持つ領域へと移っています。

2025年の市場パフォーマンスは、単に市場連動するパッシブ収益では、もはやプロの投資家を満足させられないことを明確に示しました。市場平均を上回る収益の源泉は、投機的なレバレッジから、技術革新やビジネスモデルの再構築を通じて具体的かつ持続的な実益を創出できるプロトコルへと、構造的な移行を遂げています。

デリバティブ：

TVL依存から実行の優位性へ

図**49**:**2025**年におけるデリバティブの**TVL**と取引高の乖離



Derivatives TVL
Derivatives Protocol Volume
Trading Volume US$B
TVL US$B
1,500
1,000
500
0
200
150
100
50
0
Jan-24
Feb-24
Mar-24
Apr-24
May-24
Jun-24
Jul-24
Aug-24
Sep-24
Oct-24
Nov-24
Dec-24
Jan-25
Feb-25
Mar-25
Apr-25
May-25
Jun-25
Jul-25
Aug-25
Sep-25
Oct-25
Nov-25
Dec-25

参照先:

Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点この現象を単なる弱気シグナルとして解釈すべきではありません。むしろ、それは資本効率を根底から変革した基盤技術アーキテクチャの飛躍的進化を物語っています。

1. インフラのパラダイムシフト:市場の潮流は、LPが価格変動リスクを負いながら巨額の資産を固定するプール依存型(AMM / Vaultモデル)から、伝統金融水準の性能を誇るCLOB(中央限界注文簿)システムへと移行しました。Hyperliquid、Aster、Lighterといった次世代プラットフォームは、オンチェーン・オーダーブックや

ハイブリッド・アーキテクチャを実装しています。これにより、プロのマーケットメイカーが効率的に流動性を提供できる環境が整い、事前に膨大なTVLを確保せずとも、極めて高い処理能力で安定した取引を支えることが可能になりました。

2. 証拠金システムの最適化：証拠金管理の仕組みは分離マージンからクロスマージン、そして統合担保フレームワークへと進化しました。これにより、未実現損益を他のポジションの含み損と相殺できるようになりました。高度化した清算メカニズムや価格オラクルの実装も相まって、同一の資本基盤でありながら、より効率的なレバレッジ運用と市場の厚みを支えられる環境が整いました。特筆すべきは、市場全体の未決済建玉は、2024年の約$300億から2025年には約$900億へと3倍に急拡大しました。これは、資本効率の向上そのものが、市場規模の爆発的な拡大を牽引していることを裏付けています。

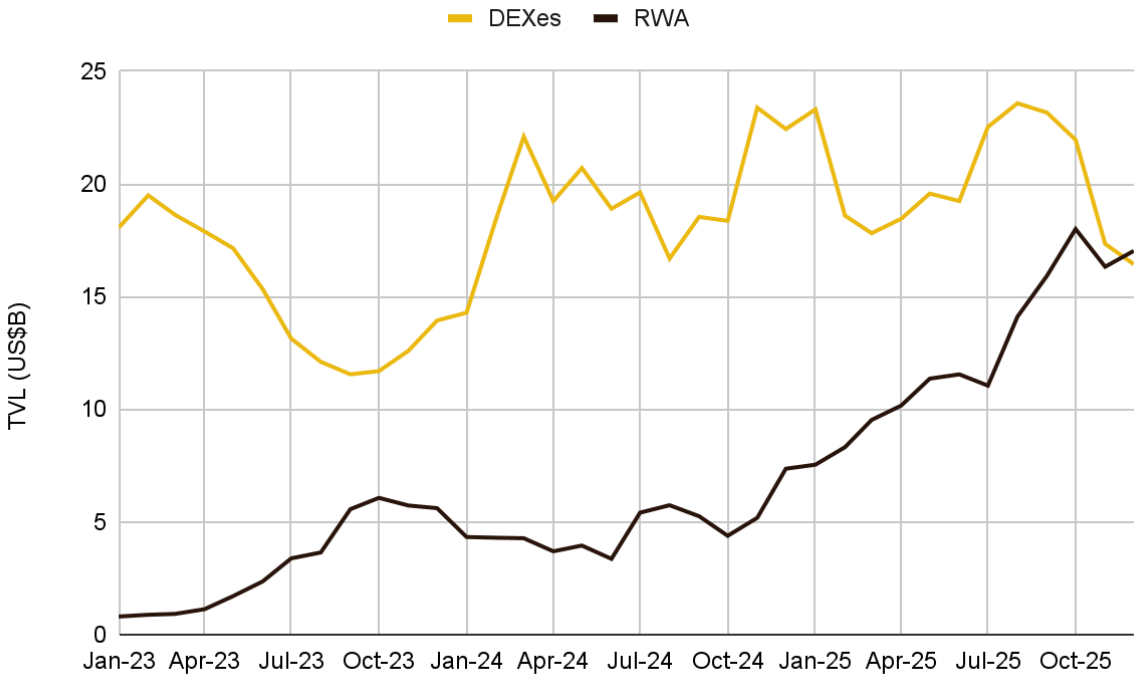
3. 流動性提供の高度化：オーダーブックモデルでは、RFQ（見積依頼）レイヤー、ソルバーへのインセンティブ、MEV（最大抽出価値）保護メカニズムが実装されました。これにより、機関投資家であるマーケットメイカーの在庫管理やリスクヘッジの効率が向上しています。その結果、同等の流動性を確保するために必要な遊休資産の比率が大幅に低下しました。

この変化の本質は、「資本蓄積型」から「実行品質主導型」の流動性への進化にあります。競争の焦点は「TVLの規模」から、「スプレッドの狭さ、低レイテンシ、そして清算インフラの堅牢性」へと移行しました。これは、DeFiのデリバティブ領域が機関投資家グレードのインフラへと成熟していることを示す、決定的な特徴といえます。

現実資産（**RWA**）：

2025年12月29日、この領域は大きな節目を迎えました。**RWA**プロトコルの**TVL**が公式に**DEX**（分散型取引所）を上回り、**$170**億に到達し、DeFiで第5位のカテゴリーとなりました。

図**50**：**2025**年に**RWA**領域の**TVL**は**DEX**を上回った

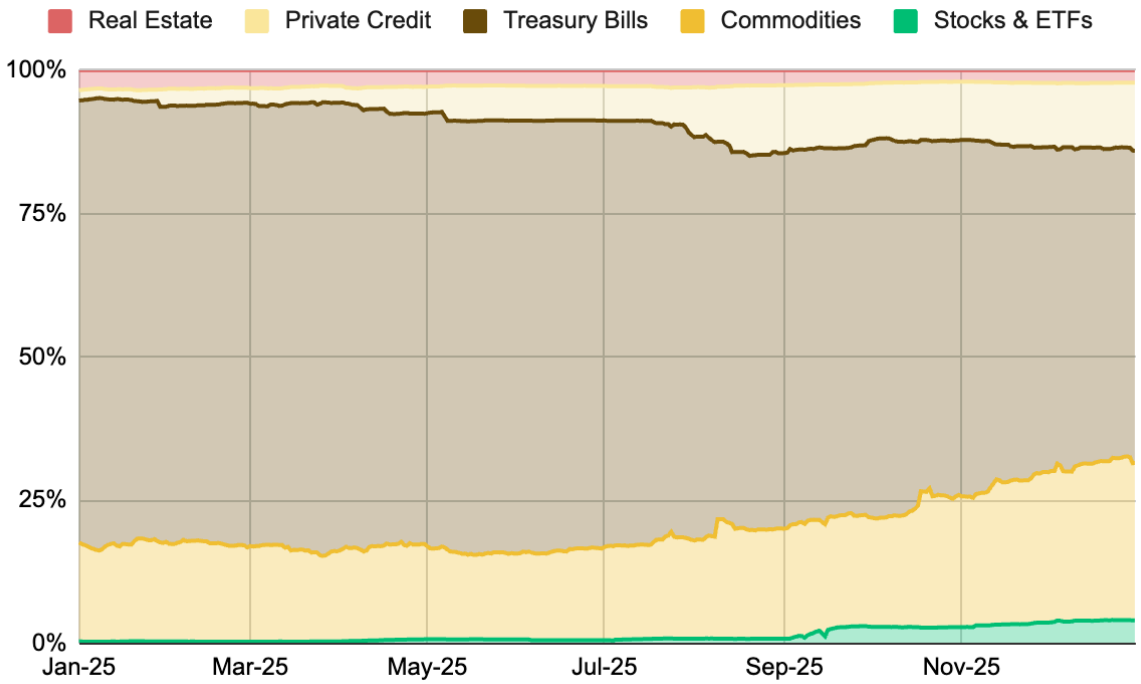


参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

成長要因と資産構成：第4四半期はアルトコインが軟調であったことも一因ですが、この逆転現象の主な要因は、マクロ環境がオンチェーンの需要と合致したことにあります。

- トークン化株式は、2025年のRWA（現実資産）領域において際立ったパフォーマンスを示しました。この領域は急速に成長し、時価総額は年初来で2,695%急増し、2025年12月31日までに約$12億の過去最高記録を達成しました。この成長は、コモディティ（225%）やトークン化ファンド（148%）といった他のカテゴリーを大幅に上回るものです。

図**51**：トークン化株式や**ETF**の総額は、他の**RWA**と比較すると小規模ですが、極めて強力な勢いを示しています



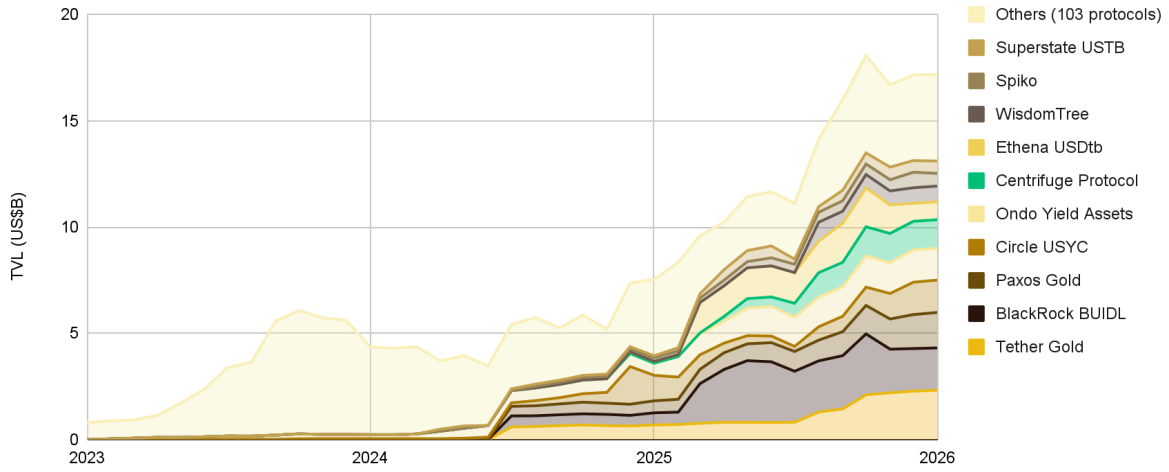
参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

- トークン化された国債を基盤に：世界的な金融緩和サイクルに伴い、安定した無リスク金利が希少となりました。BlackRockのBUIDL、OndoのOUSG、Franklin TempletonのBENJIといったトークン化された国債は、オンチェーン上の遊休資産の運用先として最適です。これらの資産は現在、レンディング市場において高品質な担保として広く普及しています。さらに、CEXがこれらの一次市場トークンを裏付けとしたラップド・プロダクトを導入したことで、個人投資家が米国債利回りにアクセスする障壁が低くなりました。

- コモディティのマネタイズ：ゴールドトークン（XAUT、PAXG）の合計時価総額は**$40**億近くに達し、24時間365日利用可能な流動性とヘッジ特性により、従来のETFに代わる手段として普及しつつあります。

- プライベート・クレジットと**PayFi**の統合：オンチェーン・プライベート・クレジットは、暗号資産のマーケットメイキングの枠を超えて貿易金融や売掛債権へと拡大し、PayFiのトレンドと強力な相乗効果を生み出しました。

図**52**：**TVL**ベースの主な**RWA**プロトコル：



参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

分散型取引所（**DEX**）：取引高と収益の急増

DEXはTVLランキングでRWAに抜かれたものの、2025年は取引高と収益力において決定的な転換点となりました。DEX対CEXの取引高比率は20%に達し、2024年の約3%水準から驚異的な飛躍を遂げています。これは、依然としてCEXが主流である一方で、オンチェーン取引が非常に高い定着性を持ち、もはやニッチな市場ではなくなったことを示しています。

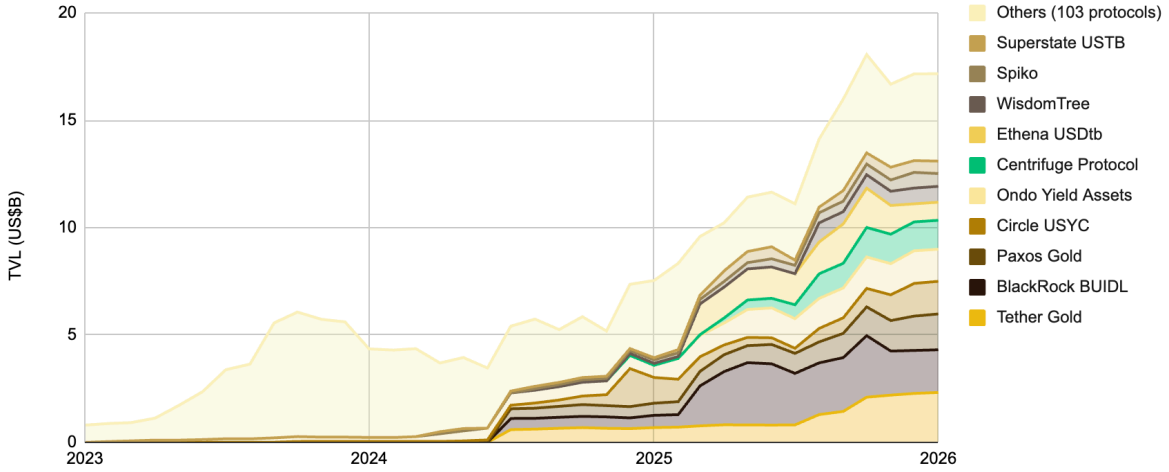
成長要因：

- オンチェーン資産の創出：主要な新規資産（CEX主導のIDOに相当するもの）のローンチが、オンチェーンで先行して行われるようになっています。その結果、収益を求める資本が必然的にDEXのエコシステムへと流入する状況が生まれました。
- 実行品質：インテントベースのアーキテクチャ（例：CoW Swap、UniswapXなど）の普及により、スリッページやMEV（最大抽出価値）による損失が劇的に減少し、CEXに匹敵する、あるいはそれ以上の実行品質が提供されるようになりました。
- プライバシー：プライバシーに対する需要の高まりが、パーミッションレスへの移行が加速しました。

プロトコル収益の階層化：**DeFi**における優良銘柄への転換点

2025年は「プロトコルは収益性が低い」というこれまでのイメージを完全に覆しました。主要プロトコルは極めて高い収益力を示し、基盤となるレイヤー1自体の収益を上回るケースも珍しくありません。DeFiプロトコルの総収益は**2025**年に**$162**億に達し、2024年比で60%増を記録しました。この実績は、中央管理者のいない分散型エコシステムが、世界的な巨大金融機関に匹敵する地位を確立したことを示しています。

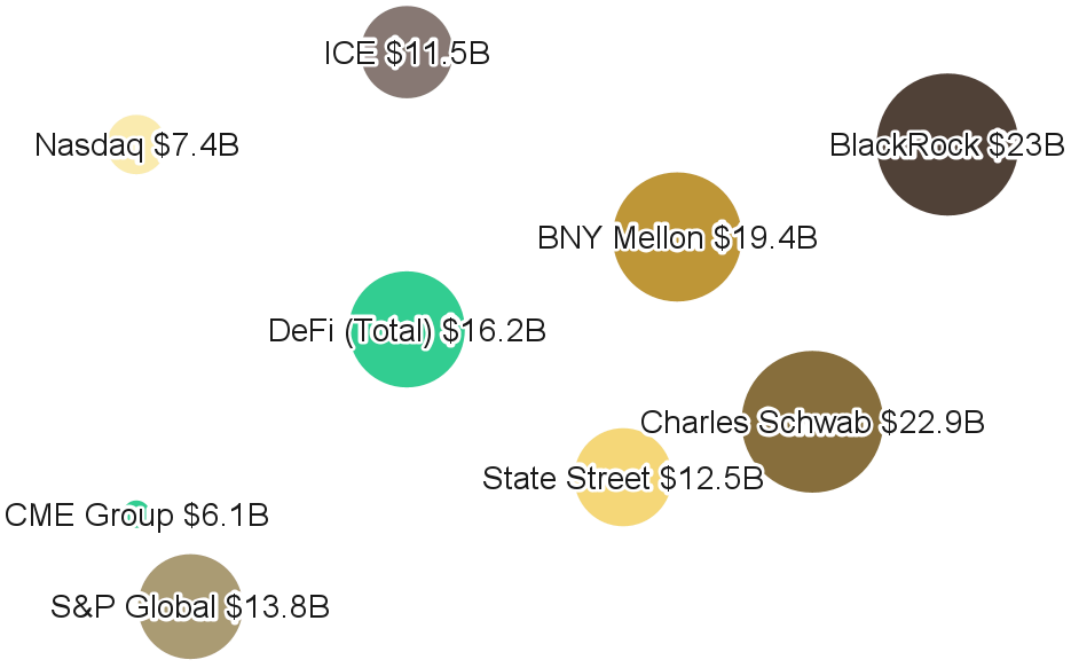
図**53**：**2025**年の**DeFi**の月間収益は過去最高の**$16**億**5,000**万に到達



参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

この収益規模は現在、BNY Mellon（$194億）に匹敵し、BlackRockやCharles Schwabといった業界大手に肩を並べる水準です。特筆すべきは、インフラとしての優位性です。DeFiの収益は、NASDAQとCMEグループの年間合計収益（約$135億）を既に上回っています。世界的な株式・デリバティブ取引の基盤を凌駕する実績を示したことで、DeFiはもはや実験的な段階を脱しました。Fortune 500のトップ企業に並ぶ、極めて高い収益力を備えた経済圏であることを証明しています。

図**54**：本命の時代が来た **- DeFi**、ウォール街の大手と収益で互角に



参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

ビリオンドル・クラブ：

- **Meteora**（**Solana**）：2025年を象徴するプロジェクトとして台頭し、年換算で$12.5億のプロトコル手数料を生み出しました。
- **Jupiter**（**Solana**）：僅差でこれに続き、$11.1億の収益を上げました。
- **Uniswap**（**Ethereum**）：長年DEXを牽引するリーダーとして、10.6億の収益を上げました。

注目すべきその他のプロジェクト：

- **Aave**：約$8億900万の収益を上げ、レンディング領域でのリードを確固たるものにしました。
- **Hyperliquid**：デリバティブ関連のプロトコルは、年換算で$8億を超える収益を上げました。

収益構造の現実：価値の源泉は、今や基盤となる「ブロックスペース」から、流動性や実行品質を提供する「アプリケーション層」へと変化しています。ユーザーは、単なるガス代ではなく、より有利な条件で、確実に取引できることに価値を感じ、対価を支払うことを惜しまないことが明らかになりました。

図**55**：収益上位**5**プロトコル

プロトコル	セクター	**2025**年推定手数料収益	ネットワーク	主な収益要因
Meteora	流動性 / DEX	**$12**億**5,000**万	ソラナ	価格変動の高い資産におけるDLMMモデルの効率性
Jupiter	アグリゲーター / 無期限先物	**$11**億**1,000**万	ソラナ	最適な注文ルートと高レバレッジ無期限先物
Uniswap	DEX	**$10**億**6,000**万	イーサリアム / マルチチェーン	多種多様な銘柄による膨大な取引高とV3 / V4プール手数料
Aave	レンディング	**$8**億**900**万	マルチチェーン	機関投資家の需要とRWAの担保利用
Hyperliquid	デリバティブ	**$8**億超	Hyperliquid L1	高頻度取引（HFT）とマーケットメイカーの活動

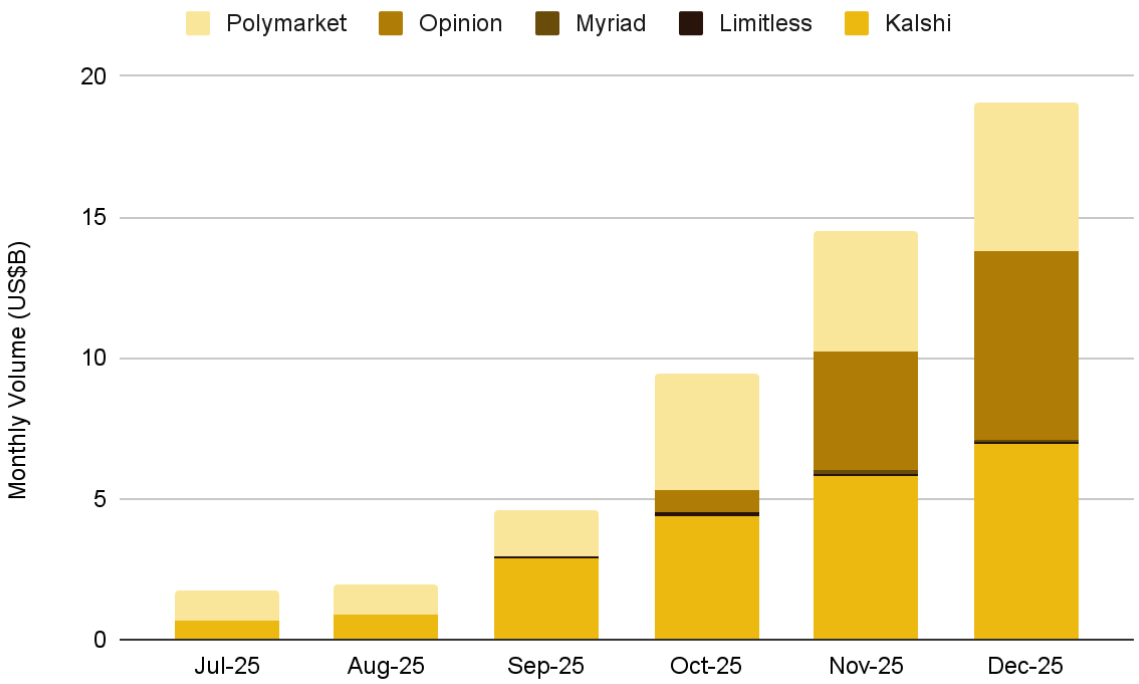
参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

予測市場：マクロ・ヘッジ・ツールの台頭

予測市場は今年、まさに爆発的な成長を遂げました。**Polymarket**と**Kalshi**の2社が合わせて**$510**億もの取引高を叩き出し、盤石な2強時代を築き上げています。ここで見逃せないのが、**BNB Chain**を基盤とする新興

の「**Opinion**」の躍進です。12月には単月で約**$70**億の取引高に達し、瞬く間に市場シェアの3分の1を占めるに至りました。この急成長の背景には、規制の動向やマクロ経済、さらには地政学リスクが激しく揺れ動く中、予測市場に対する投資家たちの強いニーズが反映されています。

図**56**：**2025**年、予測市場はまさに爆発的な飛躍を遂げた**1**年となりました



予測市場はもはや、単なるギャンブルの場ではありません。今や、経済の先行きを読み解き、リスクを回避するためのマクロ・ヘッジツールとしての地位を確立しました。同時に、そのリアルタイムなオッズは、従来の世論調査を凌ぐ「最も精度の高い先行指標」として、大手メディアや金融機関がこぞって引用する、信頼ある情報源となっています。

この領域における注目テーマ：

- メインストリームへの統合：PolymarketのX（旧Twitter）連携や、Bloomberg端末へのデータ採用は、予測市場が単なる「ギャンブルツール」から「次世代のニュース（**News 2.0**）」インフラへと変貌を遂げる決定的な転換点となりました。今や、市場の売買を通じて算出される「市場予測確率」は、従来の世論調査よりも精度が高く、多くの機関に広く引用されています。

- **Polymarket**：年間取引高は**$270**億を突破しました。米国大統領選挙にとどまらず、スポーツ、地政学、科学分野への拡大に成功し、世界的な「真実発見エンジン」としての地位を確立しました。

- **Kalshi**：CFTCに対する勝訴を受け、米国規制に準拠したこのプラットフォームは飛躍的な成長を遂げ、年換算の取引高は**$240**億に達しました。

DeFAI：バブルと再興

2025年、AIエージェントと暗号資産が統合する領域は、市場で最も激しい変化を記録しました。これは単なる「AIトークン」を巡る一時的な熱狂ではなく、オンチェーンにおける生産関係のあり方を変える急進的な実験でした。

図**57**：**AI**領域の価格変動：時価総額と**TVL**の乖離

参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

評価額の崩壊と市場の清算

2025年初頭、市場は「ウォレットを保有するAIエージェント」というトレンドに巨額のプレミアムを付与しました。これらのトークンの多くは、注目を集めるためにAIが生成した突飛なコンテンツに大きく依存していました。しかし、年が進むにつれて、市場の関心は実用的なユーティリティ・エージェントへと急激に変化し、その結果、投機的な銘柄は容赦ない価値の剥落に直面することとなりました。

- **Virtuals Protocol**（**VIRTUAL**）：AIエージェント発行プラットフォームであるVirtuals Protocolは、2025年1月2日に**$5.07**のオール・タイム・ハイ（ATH）を記録しました。しかし、年末には**$0.64**～**$0.88**で取引されるようになり、**83**%を超える下落を経験しました。

- **ai16z**：かつてAI投資DAOの模範と称され、2025年初頭には時価総額数十億ドルに達したものの、年末には約**$5,000**万まで暴落しました。

暴落の理由：

- 実用性の欠如：ほとんどのエージェントは「ツイートするボット」の域を出ず、実際の経済的価値を創出できませんでした。

- 流動性の枯渇：資産がBTCやステーブルコインへと回帰する中で、ハイリスクなDeFAI資産は真っ先に流動性引き出しの波に直面しました。

- 過剰な評価額：初期の評価額は、数年先の成長期待を過剰に先取りしていました。

生き残りの論理：「アテンション（注目）」から「実用性」へ

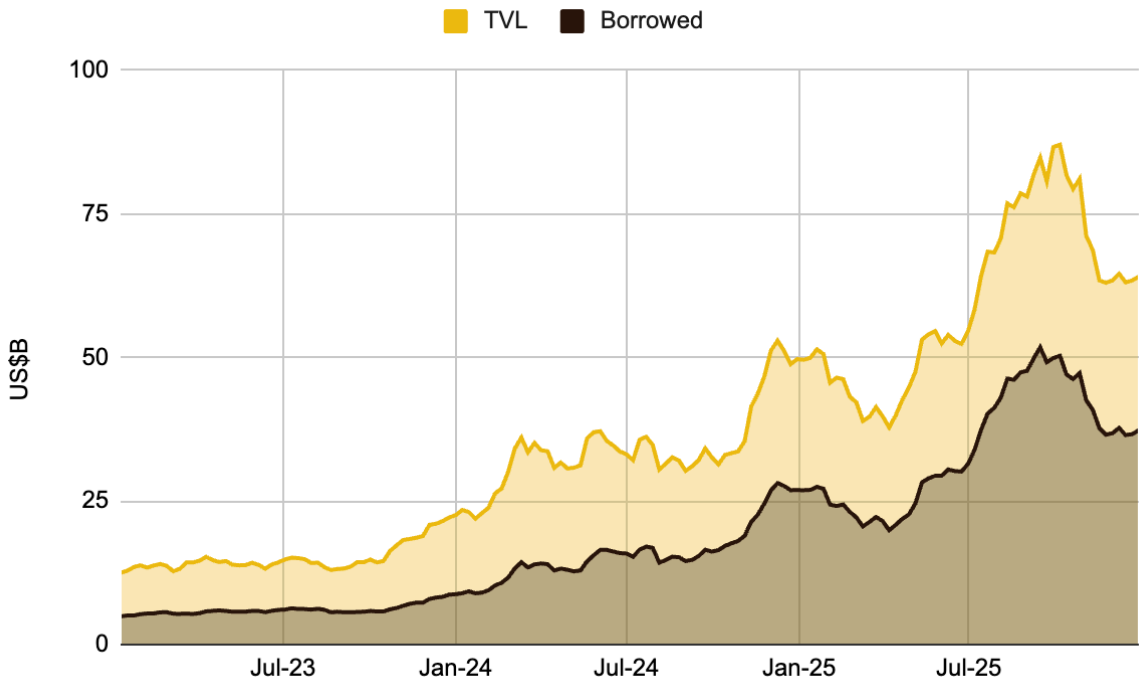
価格の崩壊にもかかわらず、DeFAI領域は消滅せず、実利的な「実用性検証期間」へと移行しました。生き残ったプロジェクトは、明確な「サービス収益」モデルを実証しています。市場の関心は「AIコンセプトへの投機」から「AIサービスの活用」へと変化しています。今後の勝者は、単なるチャットボットではなく、複雑な金融オペレーション（例：オンチェーンの裁定取引やファーミングの管理など）を自律的に実行し、検証可能なキャッシュフローを生み出せるエージェントになることが想定されます。

「**Agentic Finance**」が誕生し、自律型AIエージェントは独立した経済主体へと進化しています。例えば、Gnosis Chainでは、AI主導の取引が全Safe（スマートアカウント）取引の39%以上を占めています。具体的なユースケースとして、AIエージェントは予測市場において月間34万件以上の取引を生成しており、Gnosis Chain上の全Safe取引の35%以上を占めています。これは、AIが資産を管理するため、マルチシグやスマートアカウントのインフラを大規模に活用していることを示す強力なシグナルです。

レンディング：構造的進化、記録的成長、CeFiとDeFiの統合深化

レンディング領域は、TVLの増大に加え、CeFiや消費者向け金融商品との統合深化を背景に大規模な構造的進化を遂げました。2025年は、領域全体のTVLが約$480億で幕を開けました。その後、年末にかけて拡大を続け、10月には$910億を超えるピークに達しました。アクティブな借入額も、年初の$260億から2025年12月31日時点では$369億以上に成長しました

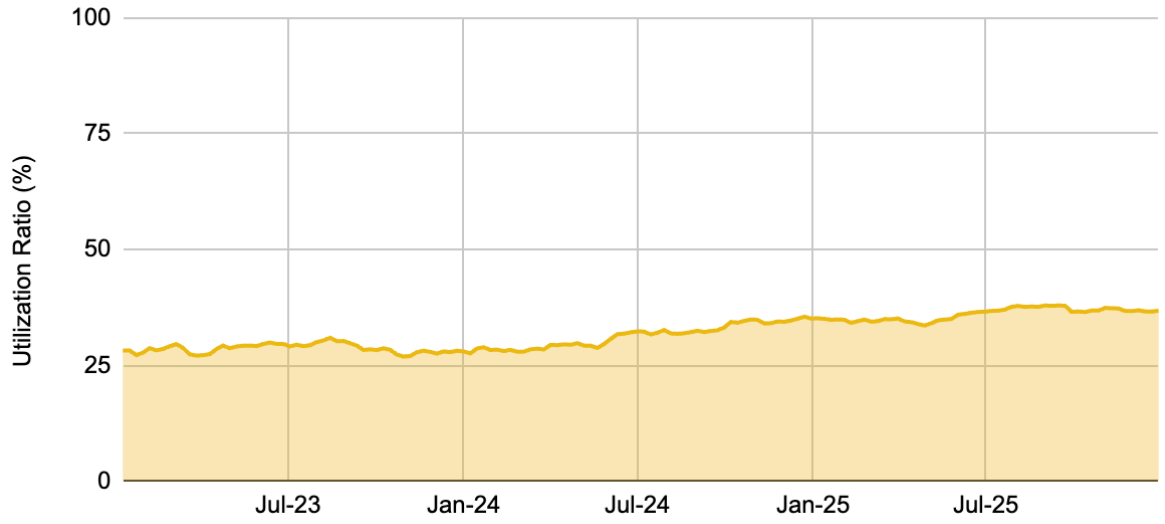
図**58**：レンディングプロトコルの**TVL**と借入額は、今年オール・タイム・ハイ（**ATH**）を更新



参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

健全性の主要指標である利用率は、2023年の29%から年間平均36%へ上昇しました。これは資産が滞留せず、貸付としてアクティブに運用されていることを示しており、領域全体がより資本効率の高い構造へと進化していることを証明しています。

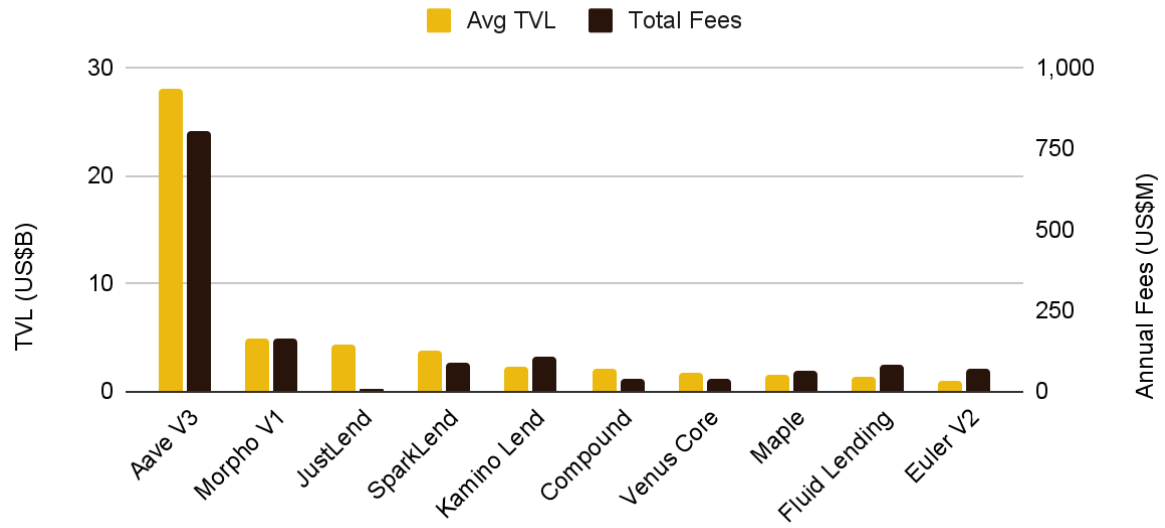
図**59**：レンディングプロトコルの利用率は着実に上昇



参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

Aave V3（平均TVL$280億という圧倒的なシェアを維持）などのプロトコルが主導し、この業界はニッチな投機ツールから、極めて効率的で透明性が高く、現代化されたグローバルな信用インフラへと変貌を遂げました。同時に、稼働中のレンディングプロトコル数は年間で410から469へと増加しており、健全で競争の激しい市場環境を裏付けています。

図**60**：**Aave**は依然として圧倒的な市場シェアを保持していますが、より小規模なプロトコルの方が高い資本効率（**TVL**に対する手数料比率の高さ）を示している



参照先：Defillama、Binance Research、2025年12月31日時点

DeFiとCeFi、あるいは消費者向けプロダクトとの融合は、2025年における領域の核心的な構造転換となりました。

- **CeFiとDeFi**のハイブリッド：金融機関は、トークン化された現実資産（RWA）を担保として活用するため、DeFiプラットフォームとの提携を加速させています。これにより、従来の銀行業務コストに対し、DeFiの効率性を活かして中小企業（SME）の資産調達ギャップ解消を支援しました。

- 消費者の利便性向上：レンディングプロトコルが主要なウォレットに深く統合されたことで、ユーザーは「一般消費者向けプロダクト」レベルのユーザー体験を通じて、暗号資産の借入や運用ができるようになりました。これにより、手数料の安さと決済の速さというメリットが、一般の利用者にも広く享受されることとなりました。

- 機関投資家による採用：Franklin Templetonなどの大手資産運用会社は、ステーブルコインの準備金やオンチェーンでの資産運用に対応するため、機関投資家向けファンドの仕様を変更しました。また、Euler V2などのプロトコルは、2025年の再興を経て、特に機関投資家のニーズへ焦点を当てた再編を行っています。その結果、同プロトコルのTVLは、年初の約$1億1,000万から着実に増加し、10月には$22億以上のピークを記録しました。

6.4 展望：インテリジェント・ファイナンスと規制準拠型資産

2026年に向けて、DeFiは「無法地帯」の時代を脱し、マシンインテリジェンスと規制準拠型資産を軸とした「インテリジェント・ファイナンス」の時代へ突入します。

1. ステーブルコイン：**$1**兆規模への道

GENIUS法による法的枠組みの下、ステーブルコインの時価総額は2030年までに**$1兆9,000億**を突破すると予測されます。

- 銀行の参入：明確な規制対応が進んだことで、2026年には銀行などの伝統金融機関がステーブルコインを直接発行または支援し、TetherやCircleの2強体制に挑戦する見通しです。

- 利回り付き標準：RWA担保型ステーブルコイン（例：米国債担保型など）は、これまでの「利息の付かない銀行預金」に代わり、企業の資産管理における新たなスタンダードとなります。

2. マシン顧客（自律型**AI**エージェント）が市場を占有

「エージェント・エコノミー」は、単なるトレンドからメインストリームへと移行しました。2025年にDeFAIトークンの価格は暴落しましたが、オンチェーンにおけるエージェントの活動が止まることはありませんでした。わずか数年以内に、**AI**エージェントによる**DEX**の取引高は、人間による取引高を上回ると予測されています。

- インフラ需要：これにより、低レイテンシ・ネットワーク（例：ソラナなど）や、標準化されたマシン決済プロトコル（例：x402規格など）への需要が喚起されます。AIエージェントは、ミリ秒単位で相互に支払いと決済を行う能力を必要としますが、これは人間のオペレーターには到達不可能な処理速度です。

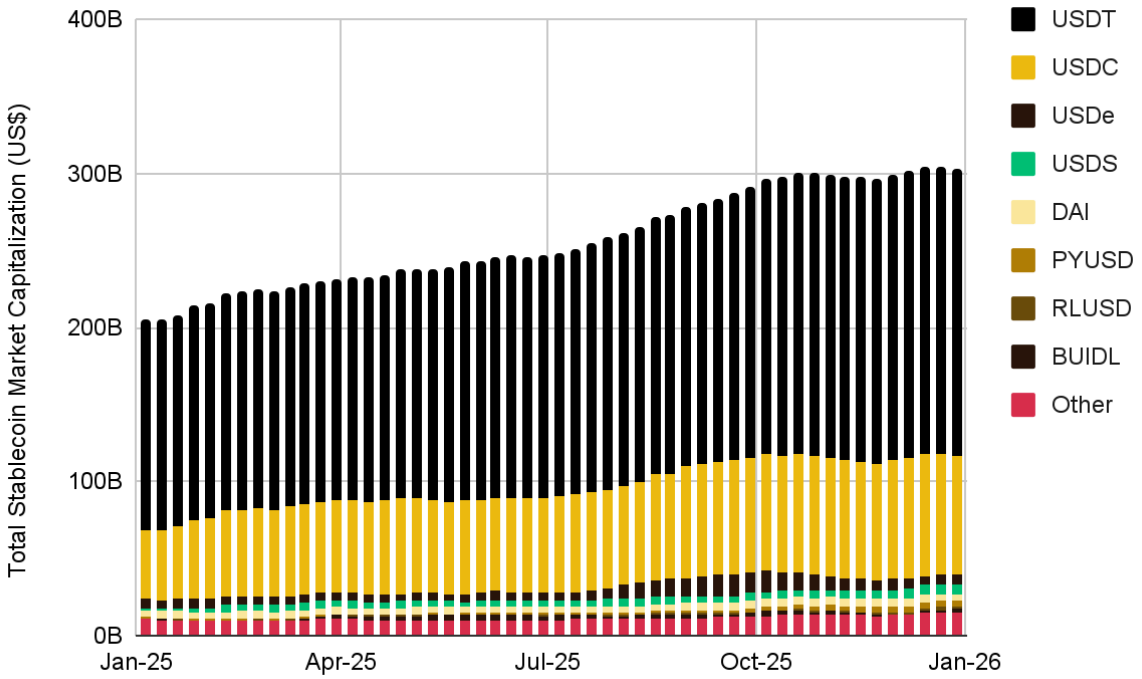
2026年の暗号資産市場は、浄化の段階にあります。過度な熱狂は去り、現在は強固な基盤が築かれています。投資家にとっての好機は、もはや次なる「100倍銘柄」のミームコイン探しではありません。AIエージェントの経済活動を支え、現実資産との架け橋となり、安定した収益を生み出す基幹インフラへの注力にこそ、真の価値があります。

07 / ステーブルコイン

7.1 市場概況

2025年は、約**13**年という短い歴史の中で、ステーブルコインが主流として採用された最も重要な年として認識されます。この1年を通じて、時価総額や取引量、機関投資家による採用といった主要な指標のすべてにおいて急速な成長を記録しました。

図**61**：ステーブルコインの時価総額は**2025**年に**$3,000**億を突破し、年末時点で**$3,050**億に達し年間で約**49%**上昇した



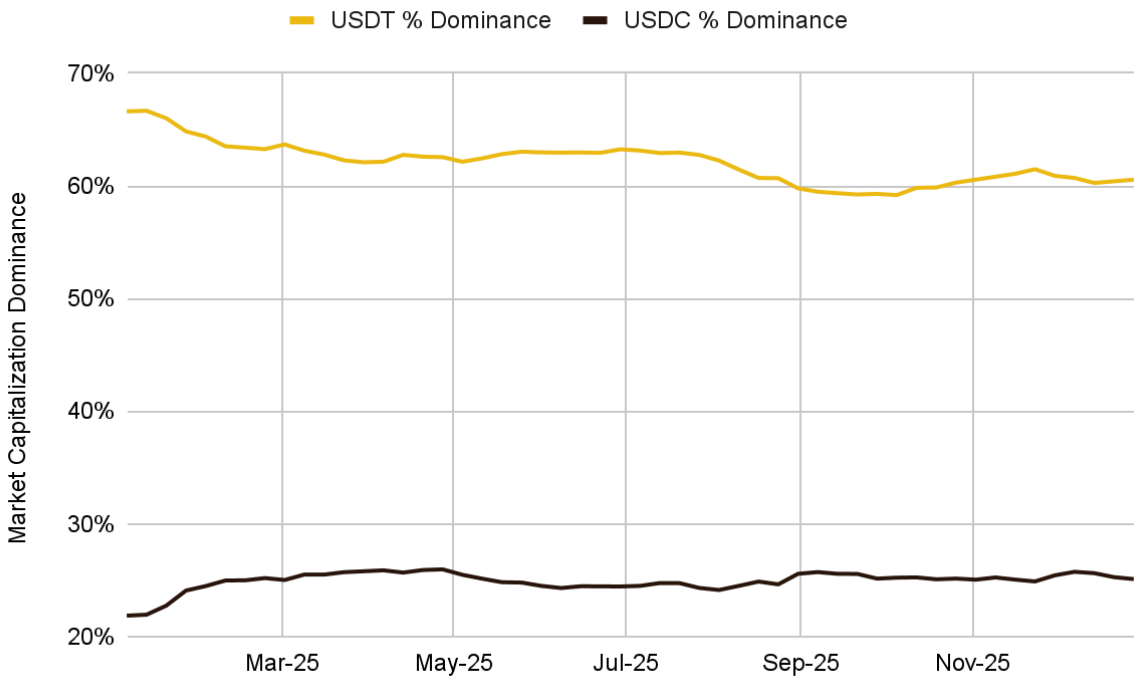
参照先：Artemis、Binance Research、2025年12月31日時点

Citigroupは、ステーブルコインの加速的な成長が今後も継続すると予測しており、ベースケースシナリオでは2030年までにステーブルコイン市場の総規模が$1.9兆に達するとしています。これは今後4年間で年平均成長率約58%に相当します。

2025年に飛躍的な成長を遂げたステーブルコインの1つが、EthenaのUSDeです。年初の$59億から10月には、時価総額が$148億のピークに達しました。成長要因は、高利回り（**APR約20%に達することもある**）を求める個人投資家の強い需要と、流通網の拡大による強力なネットワーク効果です。10月以降の市場調整により供給量は約$64億まで減少しましたが、最終的に時価総額第3位のステーブルコインとして2025年を締めくくりました。

新規参入が相次ぐものの、ステーブルコイン市場の集中度は依然として高い水準にあります。**Tether**と**Circle**が供給の大半を占めており、年末時点の流通シェアはUSDTが約**61%**、USDCが約**21%**に達しました。

図**62**：**USDT**と**USDC**は優位性を維持し、年末時点でステーブルコインの流通時価総額の**61%**と**21%**を占める

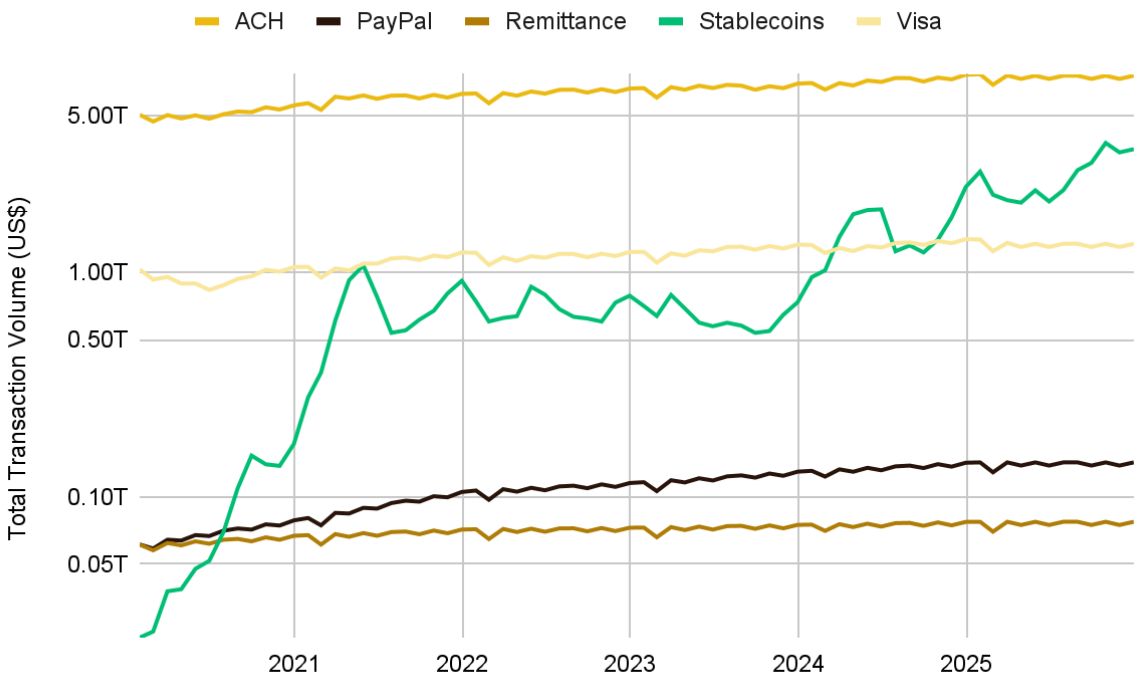


参照先：Artemis、Binance Research、2025年12月31日時点

USDTとUSDCが優位性を維持する中、2強体制の勢力図に変化が生じています。**USDC**のシェアは**22%**から**26%**に上昇した一方、**USDT**は年末までに**67%**から**61%**に低下しました。この変化は、オフショアの流動性重視から規制準拠への構造的な転換を示しています。米国で**GENIUS**法が成立して以降、機関投資家は「安全資産への逃避先」としてUSDCを選好しています。規制準拠型ETFやBlackRockのBUIDLなど、トークン化された米国債商品の決済基盤としての役割を強めています。対照的に、Tetherは時価総額で過去最高を記録したものの、欧州の**MiCA**の取引所規制や、監査済みの米国内代替手段への変化により、相対的な優位性は低下しました。この変動は市場の成熟を示しており、成長の原動力が単なる流動性から、コンプライアンスや規制上の相互運用性へと移行していることを物語っています。

ステーブルコインの取引量は他の決済手段を凌ぐ勢いで急増しており、月間取引量では米国の自動決済機関（ACH）に次ぐ第2位の規模に達しました。

図**63**：ステーブルコインの月間平均取引量（**30**日移動平均）は急速に成長しており、**2024**年に**Visa**を上回り、**2025**年末には**$3.5**兆に到達



注記：チャートにはステーブルコインの取引量が含まれています
参照先：Artemis、Binance Research、2025年12月31日時点

2025年、ステーブルコインの年間取引量は過去最高の約**$33**兆に達し、前年比で約**72%**の成長を記録しました。これはVisaの年間取引量である約$16兆を大幅に上回りました。さらに、2025年の時価総額が約$3,000億に達したステーブルコインは、年間流通速度（取引量を平均供給量で割った数値）で約**110**倍を記録しました。言い換えれば、$1相当のステーブルコインが平均して約**3.3**日ごとに**1**回転している計算です。

この数値は、従来型システムを大幅に上回ります。米ドルのM2流通速度が年間約**1.4**倍と低水準に留まる一方、Visaのような高頻度決済ネットワークは約$14兆の取引量を処理しており、実効「流通速度」は**50**倍程度と推定されます。つまり、ステーブルコインは主要な従来型決済インフラの約**2**倍に相当する流通速度を記録しています。

24時間**365**日の稼働や即時決済（通常数秒以内）、分散型台帳によるプログラマビリティにより、取引やDeFi、送信、そして新たなデジタル商取引において圧倒的な効率性を実現します。これにより、ステーブルコインはデジタル経済における優れた交換手段としての地位を確立しつつあります。

加速するステーブルコインの波に乗るべく、**Visa**、**Mastercard**、**Stripe**、**Klarna**といった決済大手は、いずれもステーブルコイン関連の進展を発表しました。これらの企業は、ステーブルコインとブロックチェーン技術が、特に国際決済において、決済速度の向上、コスト削減、そして国際送金をはじめとするグローバル決済における長年の課題を解消する可能性に着目しています。

図**64**：**2025**年における注目のステーブルコインの開始と発表

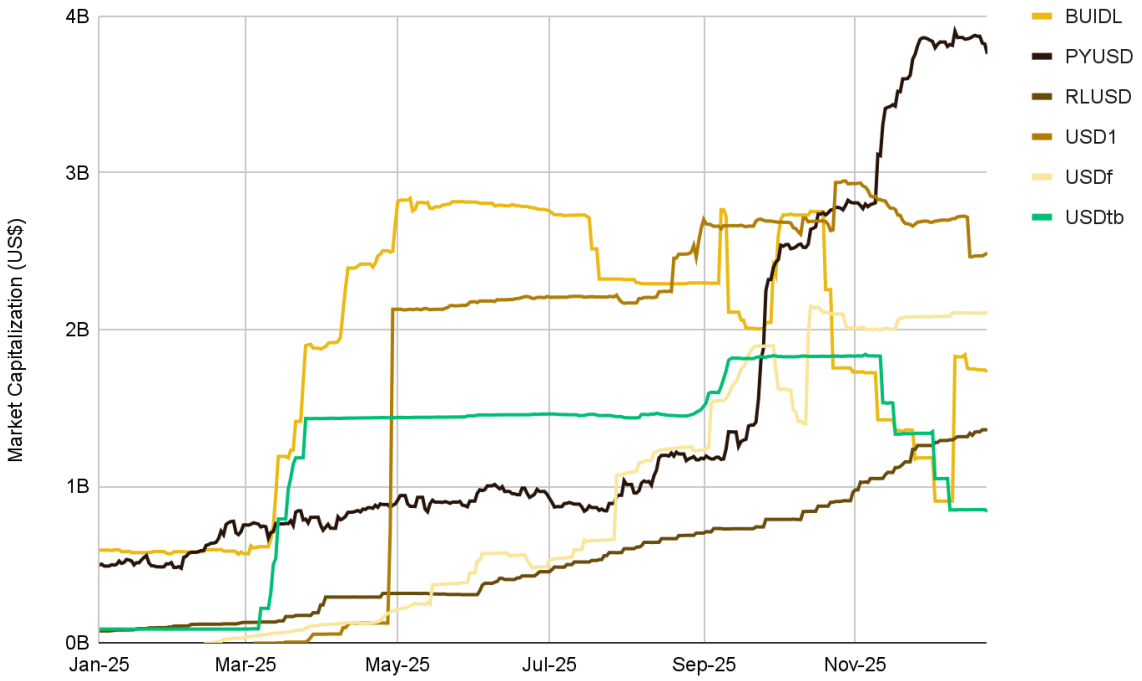
会社名	プロダクト	発表日 / 提供開始日

	World Liberty Financial	USD1ステーブルコイン	2025年3月
Klarna.	Klarna	KlarnaUSDステーブルコイン	2025年11月
stripe	Stripe	Tempo L1	プライベートテストネット：2025年9月 パブリックテストネット：2025年12月
	Cloudflare	NETdollarステーブルコイン	2025年9月
	Tether	Plasma L1	2025年9月
	Circle	Arc L1	プライベートテストネット：2025年8月 パブリックテストネット：2025年10月
qivalis	欧州銀行コンソーシアム（Qivalis）	MiCAR準拠のユーロ建てステーブルコイン	2025年12月
SoFi	SoFi Technologies	SoFiUSDステーブルコイン	2025年12月
SONY	ソニー銀行	米ドル建てステーブルコイン	発表：2025年12月 開始予定：2026年初頭
VISA	Visa	米国におけるUSDCの決済	2025年12月
JPMorgan Chase & Co.	J.P. Morgan	トークン化マネー・マーケット・ファンド「MONY」	2025年12月

注記：本表の記載は、すべてを網羅するものではありません。
参照先：Artemis、Binance Research、2025年12月31日時点

ステーブルコインの利用者は、イノベーティブなプロジェクトやプロダクトの供給拡大に合わせ、引き続き強い需要を示しています。2026年には、新たに**6**つのステーブルコインが時価総額**$10**億を突破しました。これは、多様な層のニーズに最適化されたソリューションが、市場に広く浸透していることを裏付けています。こうした活発な成長は、市場環境の進化と採用の広がりを示すものです。

図**65**：**6**種類のステーブルコインが時価総額**$10**億の大台を突破



参照先：Artemis、Binance Research、2025年12月31日時点

(1) BUIDL（BlackRock USD Institutional Digital Liquidity）

BUIDLは、個人投資家向けの決済手段という枠組みを超え、オンチェーンの担保資産という機関投資家向けステーブルコインとして再定義し、時価総額$10億を突破しました。2025年、BlackRockはAaveやMakerなどの主要なDeFiプラットフォームにBUIDLを統合しました。これにより、機関投資家は流動性の確保、レバレッジ、決済にBUIDLを活用しながら、米国債による利回りを得ることが可能になりました。その結果、トークン化された米国債が規制に準拠したオンチェーン金融における標準的な準備資産としての地位を築き、幅広い機関投資家のRWAへの参入を促す契機となりました。

(2) PYUSD（PayPal USD）

PYUSDは、主に供給量の拡大とユーザー体験の向上を通じて規模を拡大しました。2025年、PayPalは一般利用者向けのエコシステム全体でPYUSDの統合を進め、利用のハードルを引き下げています。例えば、Venmoの利用者がオンチェーン特有の複雑さを意識することなく、PYUSDの保有や送信を行える環境を整備しました。また決済以外でも、PYUSDはプログラム可能な決済資産としての機能を強めています。計算リソースやコマース、プラットフォーム上のインセンティブなど、多額の資本を必要とする業務を支えるため、実証実験やパートナープログラムでの活用が進みました。この進化は、ステーブルコインが単なる決済手段から、デジタルプラットフォームに直接組み込まれた運用資産へと変化している重要な兆しと言えます。

(3) USD1（World Liberty Financial）

USD1は、テーマ性、地政学、そして供給量がいかに利用を加速させるかを示しました。2025年には、あからさまに政治的で「愛国的」なポジショニングを武器に、$30億を最も速く突破したステーブルコインです。その決定的なマイルストーンは、Canton Networkによる決済資産としての採用です。これにより、世界的な大手資産運用会社に利用されるようになり、USD1は従来の仕組みを介さずに米ドルへのエクスポージャーを求める機関投資家や国家主体にとって、SWIFTを補完するデジタルドルとしての地位を確立しました。

(4) USDtB（Ethena）

USDtBは、Ethenaが合成ドルから機関投資家向けの現金同等物へ移行したことを示すプロダクトです。2025年にローンチされたUSDtBは、BlackRockのBUIDLを介して短期米国債によって完全に裏付けられており、暗号資産ネイティブなステーブルコインというよりも、トークン化されたマネー・マーケット・ファンドに近い機能を持っています。**Ethena**内では、USDtBはUSDeに対するリスクオフの受け皿として位置付けられ、保守的な資産の受け皿となりながら、Ethenaの高利回りな流動性プールへのシームレスな移動を可能にしています。

(5) RLUSD（Ripple USD）
Ripple（リップル）のRLUSDは、銀行間のクロスボーダー決済に特化しています。2025年にローンチされたRLUSDは、Rippleが持つ500以上の銀行との関係を活かし、投機性よりも安定性が重視される価格変動の小さい送信手段において、XRPに代わる役割を果たしました。RLUSDはステーブルコインを機関投資家向けの決済インフラとして位置づけ、今後リリース予定のXRPL Lending Protocolを通じたオンチェーン銀行間融資の基盤を築いています。

(6) USDf（Falcon USD）：
USDfは、多様な資産で裏付けられたバランスシートを採用することで、利回りを生むステーブルコインの代表格となりました。2025年に実装された「ユニバーサル担保」モデルでは、トークン化された金、債券、その他のステーブルコインを担保として発行が可能となり、供給量は$10億を超えました。年中盤に一時的なデペグが発生したものの、透明性のある対応で解消され、結果的に信頼性の向上につながりました。USDfの成長は、ステーブルコインがプログラム可能な信用資産として台頭していることを示しており、オンチェーンでのドル創出が銀行や大手機関の枠を超えて広がる可能性を示しています。

2025年に時価総額$10億を突破した「新たな6種類のステーブルコイン」は、それぞれ全く異なる背景を持って成長しました。具体的には、担保資産としての活用（**BUIDL**）、個人向けの供給量拡大（**PYUSD**および**USDtB**）、地政学的な要因（**USD1**）、銀行決済網への組み込み（**RLUSD**）、そして利回り設計（**USDf**）によるものです。これは、次なる成長段階が、必ずしも万能なデジタルドルの追求ではなく、それぞれの用途に特化した「専門性」にある可能性を示しています。

ステーブルコインの技術スタック

ステーブルコインは、暗号資産業界において独立した領域として急速に確立されつつあります。2025年現在、ステーブルコインのエコシステムを構成するアーキテクチャには、大きく**4**つのプレイヤーが存在します。特に今年は、多くのプレイヤーがプロダクトや機能を拡充し、事業領域の拡大を進めています。

1. ステーブルコイン発行体は、Tether、Circle、Sky protocol、Ethena protocolなどが該当し、ステーブルコインの発行と償還を担っています。これまでのところ、この領域のプレイヤーが最も高い収益性を誇っています。Tetherは2025年の利益が**$150**億に達すると報じられており、その大半は流通するUSDT（約$1,800億）を裏付ける米国債から得られる無リスクの金利収入によるものです。

2. ネットワークプロバイダーは、イーサリアムやソラナといったブロックチェーンで構成され、ステーブルコインの保管、送信、決済を担っています。最近では、**Tether**の**Plasma**、**Circle**の**Arc**、**Stripe**の**Tempo**など、決済に特化したブロックチェーンも新たに登場しています。また、VisaやMastercardも中央集権型の決済ネットワーク・プロバイダーとしてこの領域に参入し、既存のカードネットワークを活用したステーブルコイン決済を実現しています。

3. インフラプロバイダー（決済サービスプロバイダー）には、StripeやPayPalといった従来の決済領域から参入したフィンテック企業に加え、2024年末にStripeが買収したBridgeや、2025年10月に**Citi Ventures**が約**$7**億**5,000**万の評価額で出資したBVNKなど、ステーブルコインに特化した新興プレイヤーも含まれます。これらの企業は、世界中の事業者や企業がステーブルコインを受け入れ、活用するために必要なインフラを提供しています。

4. 一般利用者向けアプリ（取引所、ネオバンク、ウォレット）は、ユーザーと直接接する領域であり、ステーブルコインでの貯蓄や決済ができる銀行アプリに相当します。このカテゴリーには大手の中央集権型暗号資産取引所が含まれ、各社ともアプリ内でステーブルコインやその他の暗号資産による決済機能を提供しています（バイナンスが2020年に先駆けてローンチし、**Coinbase**が2022年、**Kraken**が2025年に続きました）。また、**Ether.fi**や**Mantle**といった分散型ネオバンクも、ステーブルコインを活用した銀行に近い貯蓄・決済機能を提供しています。

図**66**：**2025**年のステーブルコイン技術スタック

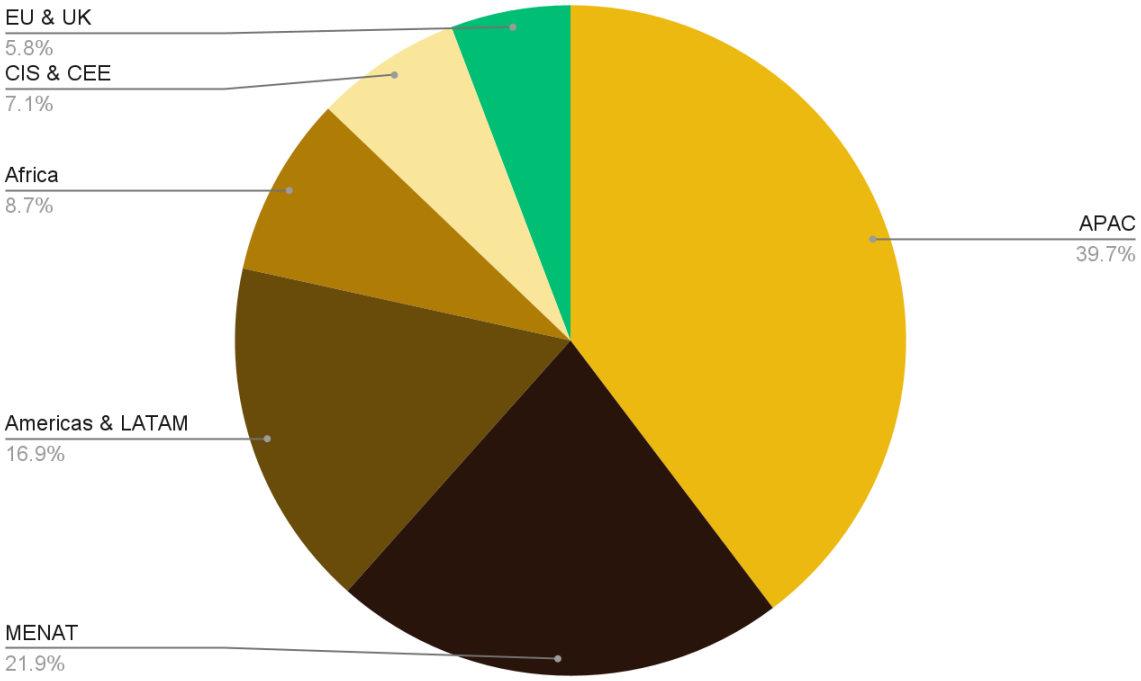
参照先：Binance Research

7.2 世界各地のステーブルコイン情勢

先進地域の個人ユーザー

ここ数年、ステーブルコインは新興国の人々が資産保全のために安定したドル建て資産を利用する重要な手段となってきました。Binance Payの取引量（約99%がステーブルコイン）を地域別に見ると、アジアや**MENAT**などの新興地域が、バイナンスにおけるステーブルコイン決済の大半を占めています（それぞれ39.7%、21.9%）。

図**67**：**Binance Pay**のユーザーは、アジアや**MENAT**といった成長著しい地域で、ステーブルコイン決済額において世界をリード



参照先：Binance Research、2025年時点

ステーブルコインは、金融包摂を推進する強力な手段として存在感を高めています。世界には銀行口座を持たない成人が約13億人おり、これは世界の成人人口の約**21%**に相当します。こうした人々もステーブルコインを利用すれば、スマートフォンとインターネット環境があるだけで、デジタルでの貯蓄、決済、送信が可能になります。

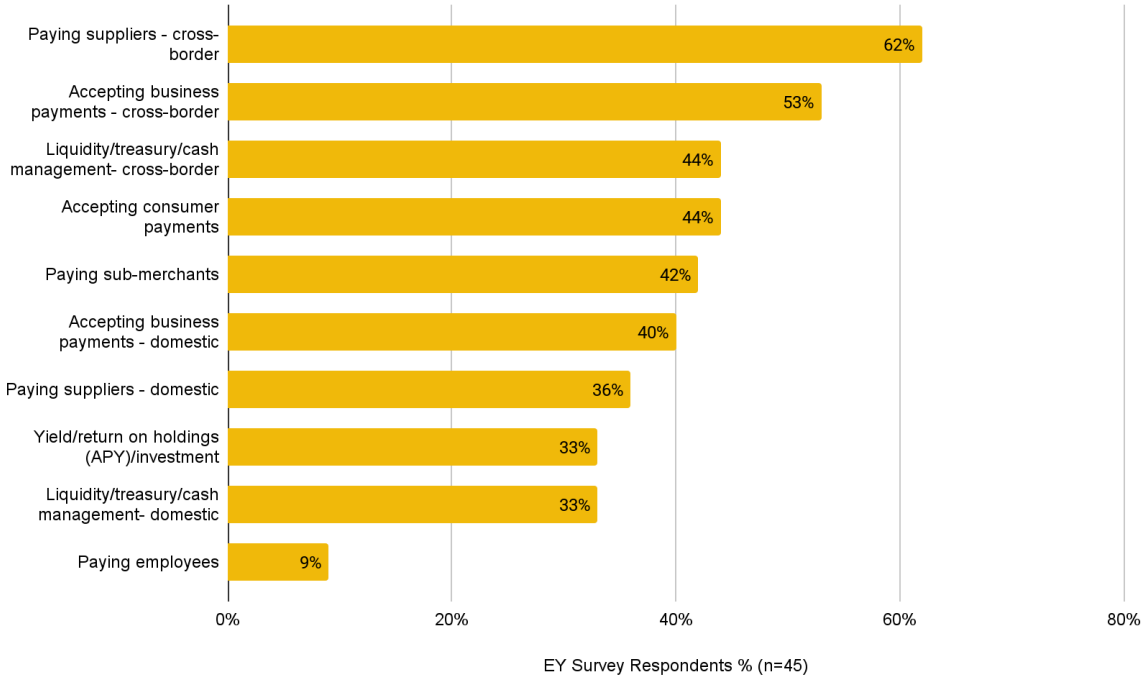
この傾向は特に新興国で顕著です。高インフレ、通貨の価格変動、銀行インフラの未整備といった課題が、これらの地域でのステーブルコイン普及を促しています。これは先述のBinance Payの地域別取引量とも概ね一致しており、送金や為替変動への備え、日常的な決済における低コストかつ安定した選択肢としてステーブルコインが活用されていることを示しています。

業界が成熟し、米国のGENIUS法のような明確な規制によって正当性が高まり、既存金融機関との統合が進むにつれて、先進国でもステーブルコインの普及が進むと考えられます。これにより取引量の地域分布はより均衡化し、ステーブルコインは金融サービスが行き届かない市場での限定的な用途から、グローバルなデジタル経済を支えるインフラへと発展していく可能性があります。

先進地域の機関投資家

2025年、ステーブルコインは規制の整った金融商品へと進化し、新興国だけでなく先進国や機関投資家の間でも普及が進んでいます。Ernst & Youngが2025年に実施した調査によると、機関投資家はステーブルコインを国際送金の効率化に欠かせないソリューションとして捉える傾向が強まっており、グローバルな金融エコシステムにおけるステーブルコインの役割拡大が浮き彫りになっています。

図**68**：企業にとってステーブルコインの主な現代的ユースケースは、サプライヤーへの支払いや国境を越えた事業決済の受け入れ（**EY**調べ）



参照先：EY Parthenon、Binance Research、2025年時点

2026年は、規制対象の金融機関と銀行口座を十分に持たない層の双方が、ステーブルコインという国境のないグローバルな技術基盤へ集約される収斂の年になることが予想されます。世界の決済業界への影響は極めて大きく、すでにその兆しが現れ始めています。ステーブルコインとブロックチェーン技術は国際送金のコストを大幅に引き下げ、従来の決済手段では6〜7%の手数料と数日の遅延が発生していたところ、ほぼ即時かつ低コスト（多くの場合1%未満）で送金できます。この恩恵は特に、海外送金、企業間取引、新興国市場で顕著です。

既存プレイヤーの中では、**Stripe**と**PayPal**が最も有利な立場にあります。両社とも幅広い流通ネットワークとコンプライアンス基盤を活かし、ステーブルコイン普及を推進するインフラ構築に積極的に取り組んでいます。Stripeは主要なステーブルコイン（複数のチェーンにまたがるUSDCなど）への対応を進め、サブスクリプション決済を可能にしたほか、独自発行のためのツールも提供しています。PayPalの**PYUSD**は大きく成長し、流通量は約$**36**〜**37**億に達しており、加盟店向けツールの基盤として、また法定通貨と暗号資産をつなぐ役割を果たしています。これらのプラットフォームは、従来の決済システムから大きなシェアを獲得する準備が整っています。

リテール銀行は、いち早く市場から姿を消す可能性があります。特に高インフレ地域や銀行サービスが行き届かない地域では、顧客がより速く、低コストで、高利回りのステーブルコインに移行する動きが予想されます。一方、**Visa**や**Mastercard**などのカード決済ネットワークは、取り残されるのを黙って見ているのではなく、積極的に適応を進めています。VisaはUSDCでの決済に対応し、40ヶ国以上でステーブルコイン決済に対応しています。Mastercardは複数のステーブルコインに対応したB2Bツールを提供しています。両社は消費者保護、与信機能、幅広い普及網といった強みを維持しながら、ステーブルコインの効率性を掛け合わせたハイブリッド型ネットワークへと進化しています。

長期的に見ると、2026年は金融業界全体における大きな変化のはじまりの年となる可能性があります。個人も企業も金融取引における日常的な手段としてブロックチェーンを採用するようになり、決済や財務管理をはじめとするあらゆる領域が根本から変わっていく可能性があります。

非米ドル建てステーブルコイン

2026年初頭時点で、米ドル連動型ステーブルコインは時価総額全体の約**99%**（約**$3,000**億）を占める圧倒的なシェアを維持しています。USDTとUSDCだけで圧倒的な流動性、世界中の取引ペア、DeFiや国際決済におけるネットワーク効果により市場を独占しています。一方で、法整備の進展に伴い、米ドル以外の選択肢が台頭する兆しも見られます。EUのMiCA規制により、ユーロ建てステーブルコインの時価総額はすでに約**$6億8,500万**へと倍増し、取引量も9倍に急増しました。アジアでも同様の動きが進んでおり、今後の普及を後押しすると予想されます。

図**69**：**2025**年に発表された主要な非米ドル建てステーブルコイン・プロジェクト

通貨	主な取り組み
日本円（**JPY**）	**JPYC**ステーブルコインのローンチ：JPYCは金融庁より承認を受け、**2025**年**10**月に初となる円ペグ型ステーブルコインをローンチしました。
欧州ユーロ（**EUR**）	銀行コンソーシアムによるステーブルコイン：欧州の銀行9行は**2025**年**9**月、MiCAに準拠したユーロ・ステーブルコインの発行計画を発表しました。
UAEディルハム（**AED**）	ソブリンバック型ステーブルコイン：政府系ファンドの**ADQ**とアブダビ第一銀行は**2025**年**4**月、AEDペグ型ステーブルコインの発行計画を発表しました。
インドルピー（**INR**）	資産準備金証明（**ARC**）：フィンテック各社は、インド政府証券を裏付け資産とするINRペグ型トークンのモデルを開発中です。
その他の枠組み	バーレーン & カナダ両地域は**2025**年、自国の法定通貨に裏付けられたステーブルコインの発行を許可するため、規制枠組みの整備を推進しました。

参照先：Binance Research

こうした緩やかな多様化は、米ドルの実質的な独占を切り崩すきっかけとなる可能性があります。決済における地域の自律性を高め、為替変動への備えとなるほか、規制に準拠したトークン化金融の実現を後押しします。ただし、米ドルの圧倒的な優位性は依然として揺るぎなく、本格的な勢力図の変化には長期的な視点が必要です。

7.3 展望

「ステーブルコインの相互運用性競争」が幕開け

ステーブルコインは世界規模で普及する一方、そのエコシステムは依然として構造的に分断されています。特に大手ブランドが独自のステーブルコインを発行する中、次の競争の焦点は相互運用性の主導権、つまり銀行、チェーン、発行体間でステーブルコインをシームレスに移動させる基盤を誰が握るかという点に移っています。

現在、3つのインフラ層が主戦場として浮上しています。これらに注力するプロジェクトは、進行中の「ステーブルコイン・ゴールドラッシュ」においてシャベルを提供する存在となっています。

1. ステーブルコインと法定通貨の交換
   オンチェーン上の流動性は高まり続けていますが、実社会の経済活動の多くは、今もなお法定通貨に始まり、法定通貨に終わります。ステーブルコインがどこまで大規模に普及するかは、効率的で規制を守りつつ、いかに広い地域でスムーズに現金化できるかにかかっています。銀行取引特有の煩わしさを解消しながら、規制対応と即時決済を両立できるプロバイダーこそが、既存の金融とデジタル通貨をつなぐメインゲートとして、その主導権を握ることになります。

2. クロスステーブルコインの流動性
   ステーブルコイン市場は発行体ごとに分断されており、USDT、USDC、PYUSD、FDUSDなどの間には摩擦が生じています。ステーブルコイン間でほぼ摩擦なく1:1のスワップを可能にする統合された流動性レイヤーは、決済、財務管理、DeFiの資本効率にとって不可欠です。実質的に、このレイヤーはデジタルドルの外国為替市場として機能し、この流動性を集約するプラットフォームは強力なネットワーク効果を獲得します。

3. クロスチェーンのステーブルコイン流動性
   ステーブルコインのマルチチェーン化が進む一方、流動性はL1、L2、アプリ特化型チェーンに分散しています。そのため、ネイティブ・ブリッジや公式が提供する発行および償還モデル、チェーンに依存しない決済レイヤーなどのクロスチェーン流動性ソリューションが不可欠です。これらにより、ステーブルコインは特定のチェーンに依存する資産から、グローバルで常時稼働する資産へと進化を遂げます。

ステーブルコイン領域で次に覇権を握るのは、単なる発行体ではありません。ユーザーに技術的な壁を感じさせない、シームレスな接続基盤を確立したプレイヤーです。この「相互運用性をめぐる主導権争い」が、将来のインターネット経済における決済フローや資産の行方、そして最終的な収益源を誰が確保するかを左右することになります。

ネオバンクの急増、ステーブルコインの利回りが消費者に浸透

現在、オープンかつパーミッションレスなステーブルコインとブロックチェーン基盤を活用し、銀行機能を持つウォレットアプリを構築することはかつてないほど容易です。これにより消費者向け企業は、顧客との金融接点をこれまでにない形で創出できるようになりました。信頼を築いているブランドであれば、どの企業でもリテール銀行となる可能性を秘めています。ブロックチェーン技術は、組み込み型金融の普及を強く推進します。

2025年時点で、ブロックチェーンとステーブルコインのインフラは、機関投資家と一般利用者による世界中の取引を支えられるまでに成熟しました。2026年以降は、次世代アプリがデジタル経済のあらゆる領域でブロックチェーン・インフラの世界的な普及を推進していくことが予想されます。

この成長は、主に次の2つの要因によるものです。

1. 加盟店・機関投資家向け：大手機関によるステーブルコイン決済の導入が進んでいます。特に国際決済においては、利益率が即座に**2%**以上向上する可能性があります。YouTubeやNetflixといった世界的な大手ブランドが、特にオンチェーン決済に対応すれば、ステーブルコイン革命は真の完成を迎えることになります。

2. 一般消費者向け：より高い利回りを求める世界中の消費者は、ステーブルコインを活用した銀行サービスやフィンテックアプリへと移行しています。既存のブロックチェーン・インフラを基盤とするネオバンクは、従来の銀行に比べ運営コストを劇的に抑えられるのが特徴です。中間業者の排除により、削減されたコストをユーザーへの高い利回りとして直接還元できるようになります。この流れを加速させるのが、新たな金融アプリへ容易に組み込める「利回りの源泉」となる、利回り付きステーブルコインの台頭です。

利回り付きステーブルコイン

ステーブルコインが広く普及するかは、利用者が魅力的な利回りをいかに手軽に活用できるようになるかにかかっています。

図70：利回り付きステーブルコインのエコシステムは急速に拡大しており、投資や新たな試みに対する継続的な意欲の高まりを示している

参照先：StableWatch

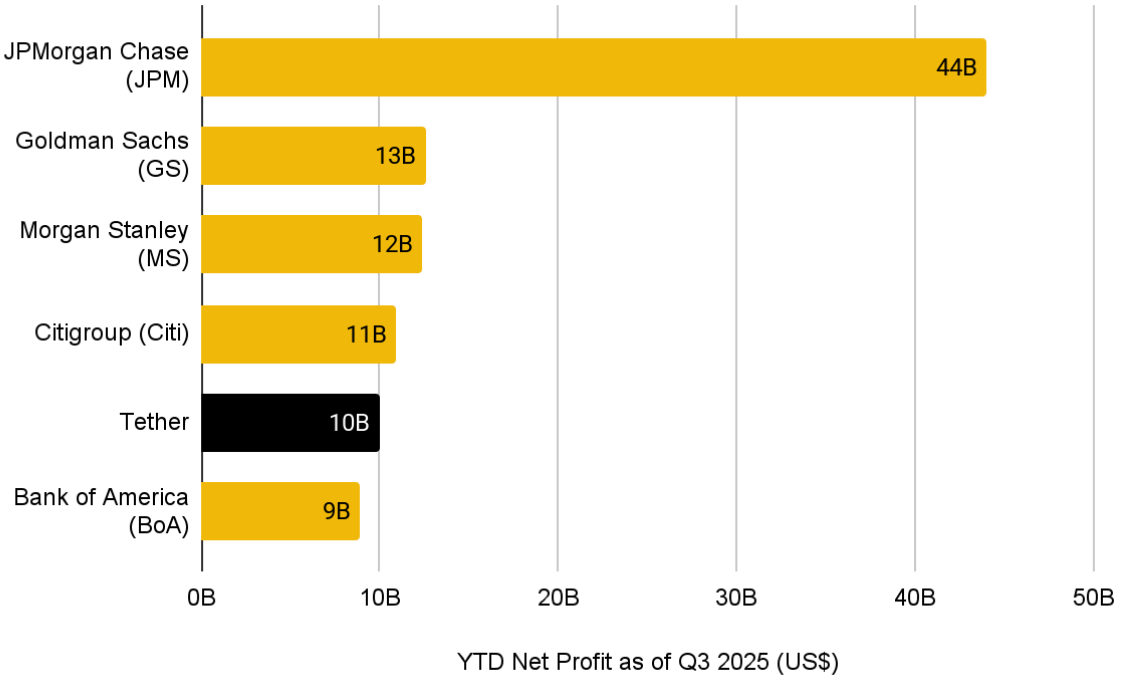
利回り付きステーブルコインは、裏付け資産（主に低リスクな利付債）から得られる収益を保有者に直接還元する仕組みです。決済手段としての安定性を備えながら、着実に利益を生む資産として機能します。現在、この「収益を生む」という仕組みには、リスクの性質が異なる2つのモデルが存在します。

1. トークン化された現実資産（**RWA**）：現在主流なのは、裏付けとなる法定通貨を米国債やマネー・マーケット・ファンド（MMF）などの流動性が高い利付債で運用する仕組みです。運用収益をトークン価格に自動で複利反映させて還元する手法が一般的で、**Mountain Protocol**の**USDM**がその代表例です。

2. 分散型利回り戦略：この戦略には過剰担保型ステーブルコイン（現在の**DAI / USDS**モデルなど）や合成ドルプロトコル（**Ethena**の**USDe**など）が含まれます。これらはステーキング、レンディング、デリバティブによるヘッジといったオンチェーン戦略を通じて利回りを生み出しています。

長年にわたり、**Tether**（**USDT**の発行体）は、USDTの流通時価総額$1,870億を裏付ける準備金から得られる無リスク金利で莫大な利益を上げてきました。

図**71**：**Tether**の収益力は世界の大手銀行に匹敵しており、ステーブルコインの発行は極めて収益性の高いビジネスとなっている



参照先：企業収益報告書、Binance Research、2025年第3四半期時点

Tetherは圧倒的な市場シェアを背景に、これまで準備金の運用益を独占してきました。しかし、新たな発行体の参入により、顧客獲得の切り札として運用益を保有者へ還元する動きが加速しています。例えば、PayPalのPYUSDはアプリ内で約**4%**の**APR**を提供しています。また、World Liberty Financialは2026年1月23日までの期間限定で**Binance Earn**キャンペーンを実施し、USD1保有者に**20%**の**APR**を提示しました。こうした競争は今後さらに激化する見通しで、Tether系のネオバンクである**Plasma One**も**USDT**に対して**10%**の**APR**を提供すると報じられています。これにより消費者は、居住地を問わず米ドル建てのより高い利回りの恩恵を受けられます。

競争の激化に伴い、こうしたキャンペーンや還元プログラムはさらに拡大することが予想されます。ブロックチェーンによる即時決済や中間業者の排除、効率的な準備金管理は、運営コストの削減を可能にします。その結果、発行体やフィンテック企業、次世代銀行は、従来の銀行システムよりも多くの米国債運用益をユーザーに還元できます。この仕組みは、特に銀行インフラが未整備な地域において、世界中から利用可能な高水準の米ドル建て金利を安定して提供する基盤となる可能性があります。

ステーブルコインとブロックチェーン技術がインターネット経済へ浸透するにつれ、相互運用性を基盤としたこれまでにない金融商品やサービスが次々と誕生することが予想されます。特にAIエージェントによる取引の自動化は、この流れを一段と加速させます。デジタル資産が現在の情報と同じようにシームレスに流通する世界は、もはや目前に迫っています。相互運用性の向上は、新たなデジタルネイティブ市場の創出を促し、企業や個人が進化し続けるデジタル経済の恩恵を得るための、全く新しい道を切り拓きます。

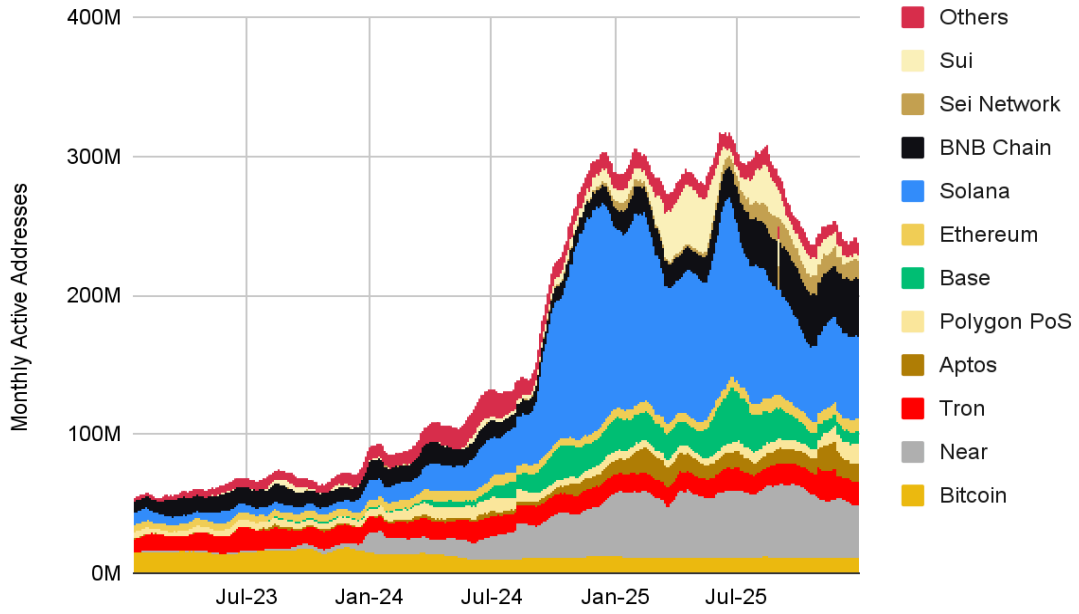
08 / 消費者向け暗号資産

2026年、暗号資産業界は特に消費者向けの領域において、インフラの成熟と実用化が交わる重要な転換点となります。GENIUS法の施行や法整備が進み、規制の明確化が進みます。金融機関も、ステーブルコイン決済や資産のトークン化を積極的に導入し始めています。これは開発者にとって絶好の機会です。高速な取引、低コスト、相互運用性という独自の強みを活かし、既存アプリに引けを取らない直感的なプロダクトを提供すれば、次の10億人規模のユーザー層を獲得できます。

ブロックチェーンは「次世代のインターネット革命」と言われていますが、既存のIT大手への影響は、破壊というよりむしろ緩やかな進化に近いです。かつてインターネットが旧来のメディアを塗り替えたのとは対照的に、ブロックチェーンは既存ウェブの自然な延長線上にあります。それは、ネット上での自由な情報の流れにプログラム可能な技術を加えたようなものです。そのため、ビッグテックなどの既存プラットフォームは、暗号資産ウォレットやプライベートチェーン、オンチェーン決済などを活用し、自社の巨大なネットワークを効率化する手段として、ブロックチェーンを容易に取り込める有利な立場にあります。その結果、暗号資産ネイティブのスタートアップが、すでに強固なネットワーク効果を持つ既存勢力の中で、新たな消費者向けエコシステムをゼロから構築することは、非常に困難となっています。

一方、新たなインフラ基盤としてのブロックチェーン技術の成長は、かつてないほど鮮明になっています。世界的な普及を物語る最も顕著な指標が、オンチェーンのアクティブアドレス数です。この指標は誕生以来、一貫して右肩上がりで推移しており、世界中で利用が着実に拡大していることを示しています。月間アクティブアドレス数は**6**月に**3**億を突破してピークを迎えた後、年末には約**2**億**3,000**万という、以前より底上げされた水準で定着しました。

図**72**：月間アクティブアドレス数は一貫して上昇傾向にあり、**2025**年**6**月には約**3**億**1,400**万件に到達



参照先：Artemis、Binance Research、2025年12月31日時点

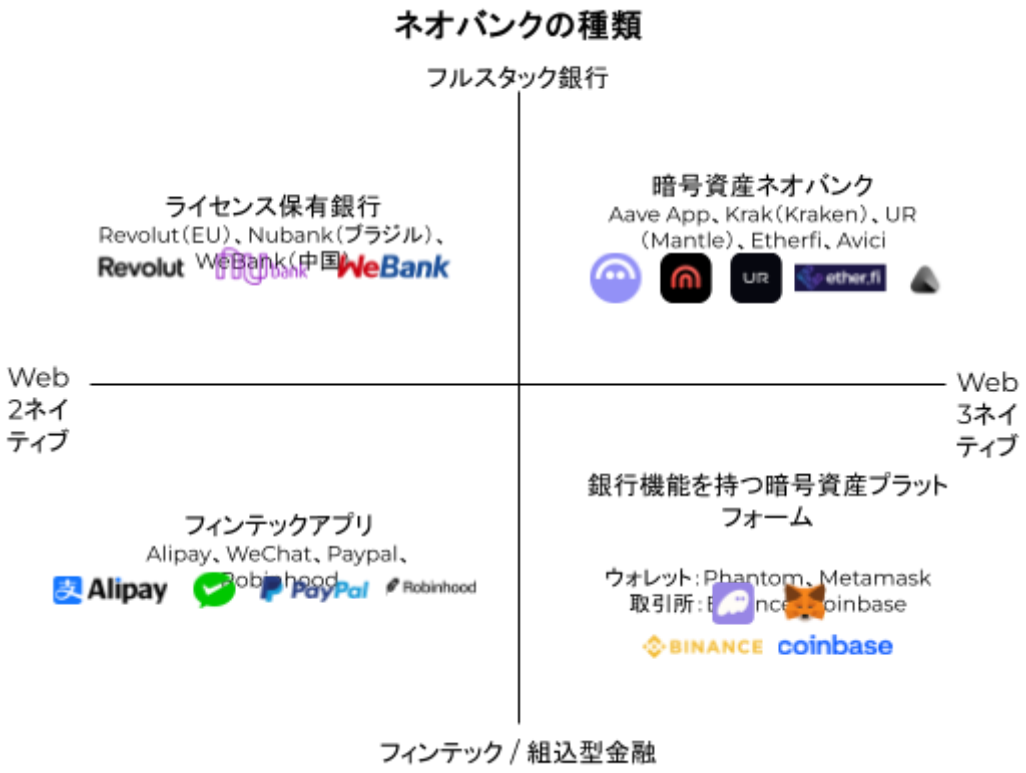
ブロックチェーンの根幹は、価値の移転やデジタル上の連携において、従来の金融機関をはじめとする信頼できる仲介者への依存を排除するために設計されたピアツーピアプロトコルです。新たなアクティブアドレスが増えるたび、ネットワークの可能性は指数関数的に拡大し、参加者間の直接的かつトラストレスな接続が増加します。

こうした相乗効果が、強力なネットワーク効果を生み出します。利用者の増加はトラストレスな取引の拡大を促し、DeFiや決済、ID管理といった関連アプリのイノベーションを加速し、システム全体の堅牢性を高めます。アクティブアドレス数が右肩上がりで推移する中、ブロックチェーンは実験的な段階を脱し、安全で分散化されたデジタル連携を支える強固なインフラへと進化を続けています。これは、構造的な裏付けを伴う着実な普及が勢いを増している証拠です。

8.1 ネオバンクとウォレット

Web2のインターネット大手企業との競争が激化する中、暗号資産ネイティブのウォレットは最も顧客定着率の高いカテゴリーです。MetaMaskやPhantomは、大規模かつ熱量の高いユーザー基盤を構築しており、**MetaMask**は月間アクティブユーザー**3,000万人超**、Phantomは約**1,500～1,700万人**を誇り、数十億件に及ぶオンチェーン取引へのハブになっています。CEXはさらに大きな規模に成長しており、バイナンスは登録ユーザー数**3億人を超え**、**Coinbase**も年末時点で約**1億2,000万人**に達しています。こうした消費者向け暗号資産サービスは、グローバルでパーミッションレスなブロックチェーン基盤上に構築された銀行サービス、決済、カード、利回りを提供する、本格的なネオバンク型プラットフォームへと進化しつつあります。同時に、**Web2**のフィンテック企業もこの動きに注目し、ブロックチェーン機能を自社の製品ラインナップに加え始めています。

図**73**：ネオバンクの勢力図は急速に進化、**Web2**と**Web3**の消費者向けアプリが互いに影響を及ぼし合い融合が進む



参照先：X（@arjunnchand）、Binance Research

ブロックチェーンは常に主にインフラ層としての役割を担ってきましたが、利用者が金融アプリやSNS、ゲームの裏側にある技術を意識しないのは当然です。利用者は単にコストが安く、より良いユーザー体験を求めています。イーサリアムのL2やソラナのような高性能チェーン、さらには新たな代替チェーンといったスケーリング技術が成熟したことで、ネットワークはようやく世界規模の取引を処理できる段階に達しました。これにより、オープンな**P2P**インフラを活用した画期的なアプリを構築するチャンスが広がっています。現在、この領域で最も明確に市場のニーズを捉えているのは、セルフカストディ・ウォレット、いわゆる「**Web3**ネオバンク」です。これらのツー

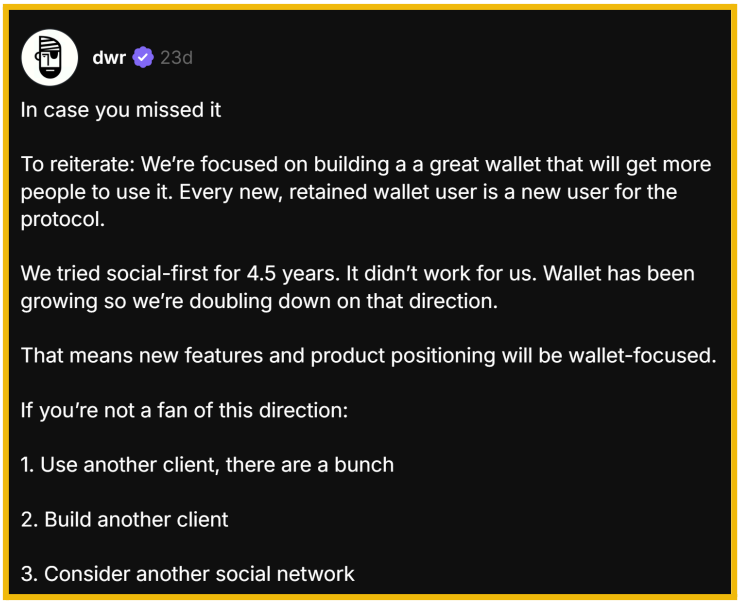
ルは、資産管理やdAppの利用、日常的な金融活動など、ユーザーがオンチェーンの世界に参加するための主要なハブとなっています。

この事実は、2025年末時点での分散型ソーシャルメディアの状況に如実に表れています。オンチェーン・ソーシャル・プロトコル（Farcaster、Lensなど）への期待と実験が何年も続いてきたにもかかわらず、普及は依然として限定的で、ほとんどのプラットフォームは日次アクティブユーザー数万人を超えることに苦戦しています。一方、**MetaMask**や**Phantom**といったウォレットは、数百万人のユーザーにとって欠かせない日常ツールとなっており、定着率と実用性を備えています。ユーザーは「分散化」という概念自体には関心がないかもしれませんが、デジタルライフを手軽に自分で管理できるプロダクトは手放せなくなります。ウォレットはいつの間にか暗号資産領域のキラーアプリとなり、高い定着率と日常に欠かせない存在感を確立しました。インフラの成熟に伴い、今後はより幅広い金融サービスへの展開も見込まれます。

8.2 ソーシャル

Farcasterの方針転換

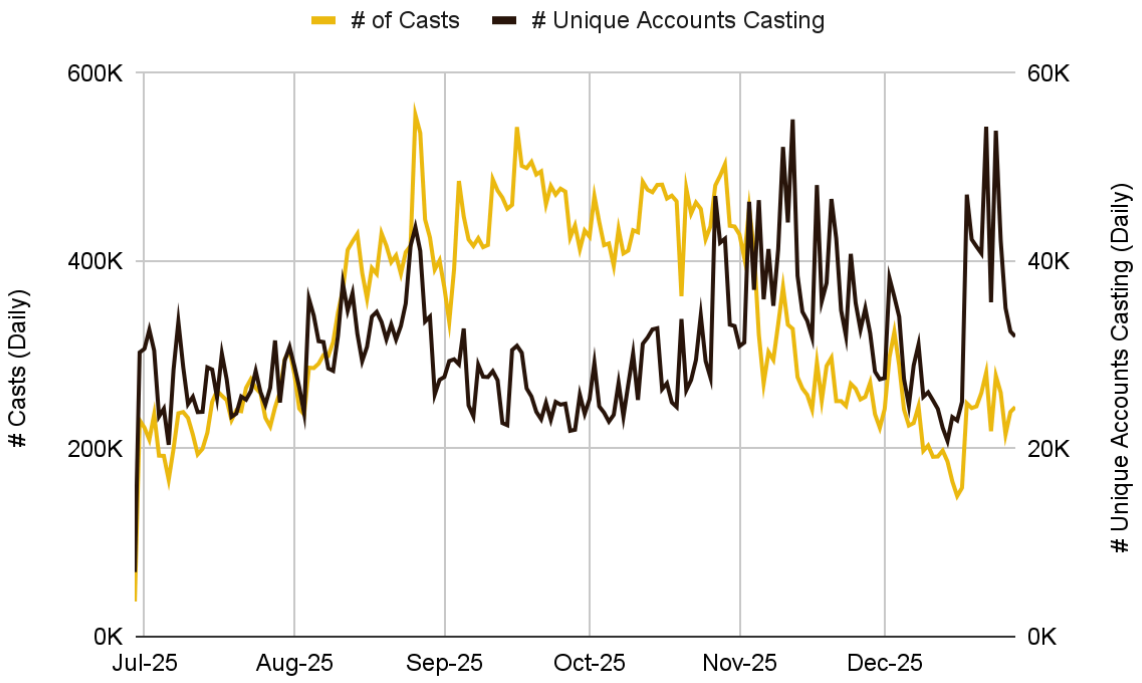
図**74**：**Farcaster**は「ソーシャル・ファースト」のプラットフォームから暗号資産ウォレットに注力する戦略へ方針転換



参照先：Farcaster（@dwr）、2025年12月7日時点

今年初めにある程度の支持を集めたFarcasterは、12月に分散型**SNS**から暗号資産ウォレットへの戦略転換を発表しました。ブロックチェーン上のSNSとして5年間活動した後、共同創業者のDan Romeroは一連の投稿で、Twitterに似たこのプラットフォームの持続的な成長を達成できなかったと説明しました。12月7日、Romeroは4年半にわたるソーシャル優先のアプローチが期待どおりの成果を上げられなかった一方、ウォレットの普及は着実な成長を見せたと述べ、チームはこの新たな方向性に注力することを決めたと明かしました。

図**75**：**Farcaster**のソーシャル・アクティビティは**8**月にピークに達し、それ以降は停滞の兆候を見せている



参照先：Dune Analytics（@decasonic）、Binance Research、2025年12月31日時点

Farcasterの戦略転換は、より大きな真実を浮き彫りにしています。暗号資産における消費者向けの領域において、勝者は暗号資産ウォレットであり、真の価値とユーザーからの信頼を獲得し、次なる金融イノベーションの土台となっているということです。

既存のネットワーク、新技術

2025年末、Farcasterはソーシャル・ファーストからウォレット中心のモデルへと大きく方針転換したこと、そして**friend.tech**（**2024**年以降ほぼ放置状態）や**Lens Protocol**（インフラを機能しても依然として利用は限定的）が停滞を続けている状況を踏まえると、完全に分散化されたソーシャルメディアがFacebookやXのような既存の大手に取って代わるというビジョンは、実現の見通しがますます遠のいているように見えます。

オンチェーン上のSNSは、Web2大手の強固なネットワーク効果に対抗するのに苦戦してきました。Web2の大手は、長年使い続けてきた習慣、膨大なコンテンツ、使いやすさによって数十億のユーザーをつなぎとめています。Frames、Mini Apps、Portable Profileなど、長年にわたりイノベーティブな取り組みを続けてきたものの、分散型プラットフォームは一般ユーザーに浸透するには至っていません。日次アクティブユーザー数はボットや一時的な投機で水増しされていることが多く、暗号資産コミュニティの外へ広がることはほとんどありませんでした。

ブロックチェーンインフラが成熟し、インターネット経済へ深く統合されるにつれ、既存の**Web2**プラットフォームが暗号資産に対応する流れが現実的となります。この統合は、ステーブルコイン決済やピアツーピア送信から始まり、分散型スタートアップが実現に苦戦したデータポータビリティやセルフカストディへと発展していく可能性があります。

その例として、**X**を「エブリシングアプリ」へと変革しようとするElon Muskの取り組みがあります。**X Money**は2025年から2026年にかけて、決済、デジタルウォレット、金融サービスを順次展開しています。初期段階ではVisaなどのプロバイダーと提携した法定通貨の決済基盤に焦点を当てていますが、Elon Muskの暗号資産に

前向きな姿勢と同プラットフォームの巨大なユーザー基盤は、将来的なステーブルコインやネイティブな暗号資産の統合に理想的といえます。ユーザーに使い慣れたインターフェースを離れるよう強いることなく、ブロックチェーンのメリットを提供できます。

このハイブリッドな未来は、ユーザーの行動パターンと一致しています。ほとんどのユーザーは、分散化という理念よりも、利便性や低コスト、信頼性を優先します。スケーリング・ソリューションによってオンチェーン体験が意識されないものへと進化するにつれ、勝者となるのは新興プロトコルではなく、既存の優位性を活かしながら暗号資産へと対応していく大手企業となる可能性があります。

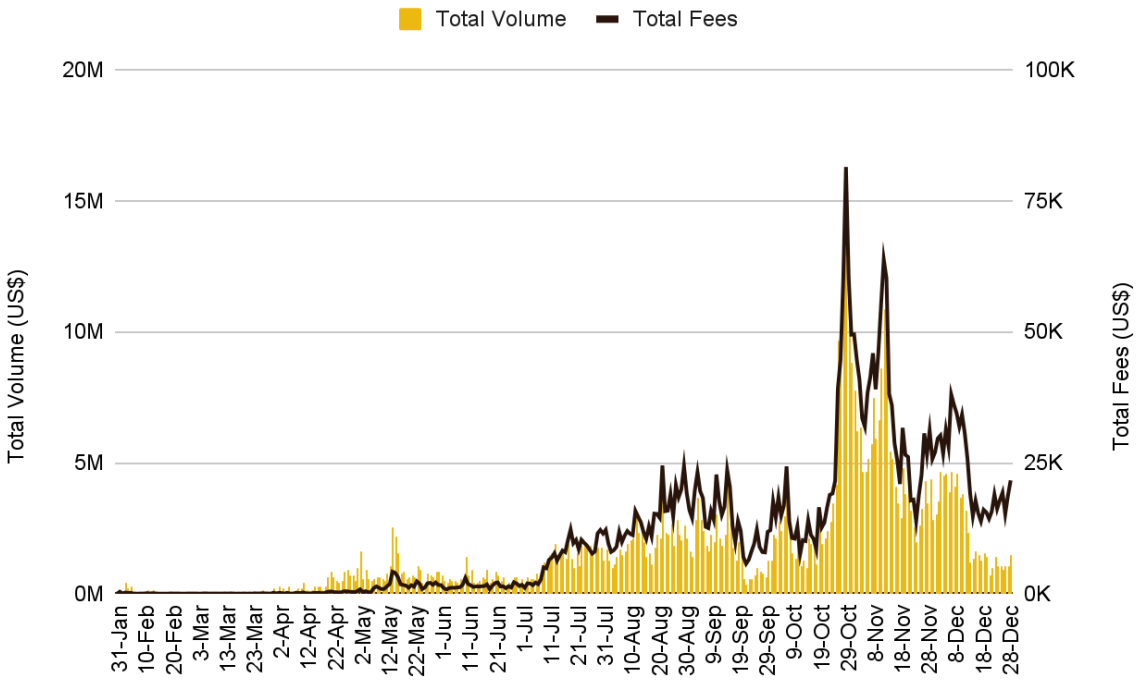
新しいプロダクト、新しいネットワーク

ブロックチェーンベースのアプリが広く普及するには、分散化という概念だけでは不十分です。スマートフォンやストリーミングサービスなどの画期的なプロダクトがそうであったように、普及の鍵は、既存サービスを上回る新しい機能や優れた性能、シームレスな体験を低コストで提供し、ユーザーの直面する課題を解決することにあります。

この原則は、予測市場（例：Polymarketは2025年に急成長を遂げ、注目のイベント時には取引量が数百億ドルを超えました）や金融化されたSNSといった新興カテゴリーに顕著に表れています。際立った例が、2025年5月にローンチされたソーシャル・ファーストの暗号資産取引アプリ「**fomo**」です。Uniswap、OpenSea、dYdX、Googleの出身者で構成されたチームが開発したfomoは急速に支持を集め、**2025年末までにユーザー数12万人を突破し、Benchmarkから$1,700万のシリーズAで資金調達を実施しました**。

このアプリは、ガス代不要のクロスチェーンスワップ、組み込み型のセルフカストディウォレットに加え、厳選されたフィード、X連携によるフレンド検索、トップトレーダーのコピートレードといった直感的なソーシャル機能を提供し、従来の課題を解消しています。洗練されたモバイルアプリならではのインターフェースも特徴です。アテンションエコノミーとトークン化された現実資産（RWA）が注目を集める中、**fomo**はデジタル資産の発見、取引、交流をスムーズに行えるハブとしての地位を確立しました。ブロックチェーンの専門知識がない一般ユーザーの取り込みを目指しています。

図**76**：**fomo**アプリのアクティビティは**10**月にピークに達し、現在は**1**日あたり約**$100**万の取引高を記録



参照先：Dune Analytics（@decasonic）、Binance Research、2025年12月31日時点

今後、ステーブルコインを中心にプログラム可能なデジタル資産がインターネット経済へ浸透するにつれ、組込型金融のイノベーションが加速します。パブリック・ブロックチェーンのオープンな基盤により、決済や利回り、レンディング、資産の移動といった機能が、あらゆるアプリやプラットフォームへシームレスに統合されます。ネオバンクやSNSからeコマース、ゲームに至るまで、これらの機能は目に見えない革命をもたらします。ユーザーは分散化といった理念よりも、利便性やスピード、コスト削減を優先するためです。ブロックチェーンの実用性は日常生活に溶け込み、具体的なメリットを通じて普及が進むと予想されます。

8.3 NFTとゲーム

2025年、NFTとブロックチェーンゲームの両領域は大幅に縮小しました。NFTのフロア価格は全体的に下落し、市場の時価総額は約$25億にまで減少しています。**GameFiへの投資は前年比55%減**、ブロックチェーンゲームのアクティブウォレット数も年間を通じて減少を続け、**2025年第3四半期にはさらに4.4%減少**しました。これはPlay to Earn（遊んで稼ぐ）ブームが去った後、ユーザーの維持と収益化において根強い課題が残っていることを示しています。

しかし、これらの領域は2026年以降、ブロックチェーンを基盤としたオンライン・ネットワークを先駆的に切り拓く独自のポジションを確立しています。特にゲームは、ヒットタイトルが生まれるごとに新しいソーシャルグラフを構築します。タイトルやスタジオ、プレイヤー経済を中心に熱狂的なコミュニティが形成され、それらを初期段階からトークン化することが可能です。ブロックチェーンをデジタル金融レイヤーとして効果的に統合するゲームやスタジオは、自らのエコシステムを大幅に強化できます。これにより、持続可能かつ公平な流通・収益化の仕組みを、新しく構築できる可能性を秘めています。

しかし、2025年の普及指標を見ると、この領域のポテンシャルの高さとは裏腹に、NFTとWeb3ゲーム開発の双方が年間を通じて大きな打撃を受けたことがわかります。NFTの価格は年間で約69%下落し、市場の時価総額はわずか$25億にまで縮小しました。これは、CS2（Counter-Strike 2）のスキン市場全体の時価総額の半分程度の規模です。

図**77**：**NFT**価格は全面的に下落しており、市場全体の時価総額は年間で約**69%**減少、**$25**億程度まで落ち込んでいる

参照先：Coingecko、Binance Research、2025年12月31日時点

2025年のゲーム領域では、$1,000万以上の資金を調達しながらも、多くの注目プロジェクトがサービス終了を余儀なくされました。

図**78**：**2025**年は主要なゲームプロジェクトの閉鎖が相次いだ。その多くが**$1,000**万を調達していた

ゲームタイトル	ジャンル	調達額	閉鎖日	閉鎖理由
Deadrop	エクストラクション・シューター	**$1,100**万	**2025**年**1**月**30**日	財務上の問題と内部の混乱。2024年中盤の共同創設者Dr.Disrespectの離脱により悪化
MetalCore	**Sci-Fi MMO**	**$2,000**万	**2025**年**3**月	資金不足
Ember Sword	**MMORPG**	**$2**億	**2025**年**5**月**21**日	資金不足
Nyan Heroes	ヒーロー・シューター	**$1,300**万	**2025**年**5**月**16**日	ユーザー・エンゲージメントの不足および資金調達の課題
Mojo Melee	戦略的オートバトル	**$1,050**万	**2025**年**7**月**1**日	市場の逆風および資金不足
Pirate Nation	**RPG**	**$3,300**万	**2025**年**8**月**18**日	コスト過多、およびユーザー数の低迷

参照先：Decrypt、Binance Research、2025年12月31日時点

上の表は、それぞれ$1,000万以上を調達した6つの注目タイトルを示しており、中堅AAAタイトルの予算に匹敵する規模です。これらのタイトルへの資金調達額は、一般的なインディーゲームのコスト（約$30万）を大きく超え、AA級に迫るものでした。しかし、持続不可能なPlay to Earnモデルや投機的なNFT販売、ブロックチェーン特有の使いにくさ、そして投資家（VC）の関心低下により、資金が枯渇しました。根本的な問題は、魅力的なゲーム体験よりもトークンの話題性や短期的な収益を優先した点にあります。

CS2スキンの悲劇

暗号資産ゲームが低迷する中、デジタル資産市場を揺るがす出来事が**Counter-Strike 2**で発生しました。2025年10月22日、Valveがリリースした「**Re-Retakes**」アップデートにより、CS2スキンの価値が急変動し、中央集権型システムにおけるデジタル所有権の脆さが露呈しました。このアップデートでは「トレードアップ・コントラクト」の仕組みが変更され（コンバートアイテム5つでナイフやグローブを入手できる）、高価格帯市場の供給構造が崩れました。

その影響は深刻でした。CS2スキン市場の時価総額は約**$59**億から**$35**億へと急落し、わずか数日で40%以上の価値が消失しました。その後は徐々に回復し、執筆時点では約**$56**億まで戻っています。特筆すべきは、

回復後もCS2スキン市場が**NFT**市場全体（現在約$25億）の**2**倍以上の価値を維持している点です。これは、現在最大規模のデジタル資産経済が暗号資産の枠外で成立しており、大半のオンチェーンゲームよりも経済的に大きな存在であることを示しています。

仕組みの面では、ブロックチェーンはCS2のプレイヤーに対して大きな付加価値を提供していません。これらの資産には、すでに開かれたマーケットプレイスや価格形成、ピアツーピア取引の仕組みが整っており、実質的にNFTと同様の機能を果たしています。しかし、真の問題は技術ではなく仕組みにあります。Re-Retakesアップデートは、プレイヤーが手にしているのは所有権ではなく、いつでも取り消し可能なライセンスにすぎないという現実を突きつけました。長年かけて蓄積した資産価値が、運営側の一方的なルール変更によって一夜にして失われます。

暗号資産ゲームにとって、これは自らを再定義する絶好の機会です。単なるゲームとしてではなく、理念的かつ構造的な課題への解決策として、その真価が問われています。投機的な熱狂が落ち着きを見せる中、ブロックチェーンは信頼できるデジタル所有権のインフラとして、その存在感を高めています。資産に関するルールは透明であり、ガバナンスには明確な制約があります。運営側の一存で、価値が恣意的に薄められる心配もありません。CS2スキンの暴落は、中央集権型のデジタル経済におけるリスクを浮き彫りにした、現実世界でのストレステストとなりました。暗号資産ゲームの本質的な価値は、グラフィックの美しさや取引スピードにはありません。デジタル空間において、ユーザーが持つ資産価値を持続的なものにするインフラそのものに価値があることを改めて示しています。

新しいネットワークとしてのゲーム

ゲームは本来、プレイヤーや開発者、クリエイターが織りなす活気あるネットワークです。単なる娯楽の枠を超え、スキルやストーリー、イノベーションが生まれる共創の場へと進化します。公平性や透明性、アクセシビリティといった理念のもと、ブロックチェーンを上手く組み込めば、ネットワークは単なる交流の場以上の存在となります。ここで重要なのは、2025年の失敗を招いた搾取的なPlay to Earnモデルではなく、ブロックチェーンの仕組みでプレイヤーに主権を渡すことです。その核となるのは、検証可能な資産の所有権、即時のクロスボーダー少額決済、そして仲介者なしでアップデートへの投票やMODの収益化ができる分散型ガバナンスです。

今後、ゲームとブロックチェーンの統合により「ネットワーク・ネイティブ」なゲームの新時代が到来します。そのエコシステムは、対戦プレイと同じくらい当たり前の機能として、体験の中に溶け込むことが予想されます。ギルドが共有資産を原資に追加コンテンツを制作したり、クリエイターが自作クエストの配信でロイヤリティを得たり、さらにはAIがプレイヤーの動きに合わせてエコシステムをリアルタイムで最適化したり、こうした仕組みのすべてが、パーミッションレスなブロックチェーン上で実現します。話題性重視のトークノミクスから実用的な設計へ変化することで、Web3ゲームは自律的に持続する世界を構築し、メタバース経済において数十億ドル規模の価値を創出する可能性を秘めています。

Fablebornは、強力なトークン設計とブロックチェーンを基盤としたコミュニティを構築している、現在プレイ可能なプロジェクトの代表例です。モバイルファーストの設計により、すでに10万人を超えるプレイヤーを惹きつけています。

図**79**：アクション**RPG /** 基地建設ゲームを融合した**Fableborne**は、**2025**年**12**月にオープンベータを開始し、それ以前のシーズンでは**10**万人以上の日次アクティブユーザーを獲得

参照先：Play to Earn

2025年におけるFableborneの成功は、Web3の仕組みを適切に実装することで、プレイヤーの定着率や課金行動を向上させられる可能性を示しています。2025年12月に実施されたシーズン4では、すべての指標が前回を上回りました。

図**80**：**Fableborne**のシーズン**4**では、同様のモバイル**F2P**ゲームを上回るリテンション率と消費支出の指標を記録した

パフォーマンス指標	モバイル**F2P**戦略ベンチマーク	**Fableborne S4 KPI**
リテンション率（**1**日目）	40%	63%
リテンション率（**3**日目）	25%	52.7%
リテンション率（**7**日目）	20%	41%
アプリ内課金（**IAP**）コンバージョン率	2.5〜4%	5%
IAP収益（ダウンロードあたり）	0.9〜1.5 USD	2.32
平均日次プレイ時間（ユーザーあたり）	50〜70分	189分
平均セッション数（**1**日あたり）	3〜5	4.52

参照先：Fableborne、Binance Research、2025年12月時点

ブロックチェーン技術が主流の技術や金融領域へ統合されるにつれ、公平性、透明性、相互運用性といったサイファーパンク由来の価値観が、より広く浸透しつつあります。ゲームは、こうした原則が大規模かつ成熟した形でまだ普及していない、数少ない主要なエンターテインメント領域です。しかし、初期のハイプサイクルや投機モデルを超えて進化するなかで、ブロックチェーンを活用したゲームは、以下の領域でイノベーションをもたらす可能性を秘めています。

- ゲーム内資産のデジタル所有権
- 本当の意味での所有権とプレイヤー主体の深いエンゲージメント
- 開発者とプレイヤー双方にとって新しく持続可能な収益モデル

こうした背景から、ブロックチェーンゲームは世界最大級の文化産業において、分散化の理念を形にする有望なフロンティアとして位置づけられています。

8.4 ブロックチェーンの終焉、そして再生

2026年以降、暗号資産、フィンテック、そして既存テクノロジーの境界は、急速に曖昧になりつつあります。ブロックチェーンはもはや独立した新興産業ではなく、あらゆるシステムの根幹を支える基盤インフラへと統合されつつあります。オンチェーン決済の高速化、低コスト化に加え、規制への準拠が強化されることで、ブロックチェーンという独立したカテゴリーとしての区別がなくなり、社会を支える目に見えない金融インフラとして日常に溶け込むことが予想されます。

この進化は、かつてのインターネットが辿った軌跡と重なります。2010年代の初頭に「インターネット・スタートアップ」という呼称がその意味を失ったのは、インターネットが失敗したからではなく、社会のインフラとして当たり前の存在になったからです。同様に2026年、「ブロックチェーンアプリ」という言葉も、より進化した概念へと置き換わりつつあります。それは、オンチェーン決済による効率性や透明性、相互運用性を最大限に活用しながらも、エンドユーザーにはその裏側を一切意識させない、高度な金融オペレーティングシステムとしての姿です。

成長の起爆剤：エージェンティック・コマース

この流れは、AIエージェントによる商取引の台頭によって加速しています。AIシステムが受動的なツールから自律的な経済主体へと変化するにつれ、従来の金融インフラでは想定していなかった要件が求められています。AIエージェントは継続的な取引機能、少額決済、プログラムによる信頼の仕組みを必要とし、多くの場合、人間の介入なしに稼働します。

クレジットカードやSWIFT（国際銀行間通信協会）などの既存の決済ネットワークは、人間による本人確認や、一定時間ごとにまとめて処理するバッチ処理、そして銀行の営業時間内での稼働を前提に設計されています。これに対し、ステーブルコインや最新のL1およびL2ネットワークは、**24**時間**365**日の稼働や低遅延、そして機械同士の取引に最適化されたマシンネイティブな決済環境を提供します。これにより、AIエージェントはコンピューティング・リソースやデータ、APIといった各種サービスの支払いをリアルタイムで決済できるようになります。

結果：検証可能な信頼の制度化

ブロックチェーン、AI、そしてフィンテックの融合が進む中、業界の焦点は分散化という理念から、大規模な利用に耐えうる信頼性、説明責任、既存金融との統合といった実務的な側面へと変化しています。2026年の課題は、もはや手段を選ばず分散化を追い求めることではありません。消費者も金融機関も自信を持って利用できる自動化システムにおいて、信頼と検証できる仕組みを確かな技術で作り込んでいく設計思想が今まさに求められています。

次に主導権を握るのは、より複雑なブロックチェーンを開発する者ではありません。むしろ、ブロックチェーンがもたらすオープン性と相互運用性を既存のワークフローに違和感なく組み込み、ユーザーに分散システムを一切意識させない、そんな仕組みを構築できる者です。2024年のミームコインブームの際に叫ばれた「トークンこそが暗号資産の本質である」という考え方は、すでに過去のものとなりました。今、その代わりに台頭しているのは、これからのデジタル経済を水面下で静かに支える、成熟したブロックチェーンインフラです。

09 / 先端技術

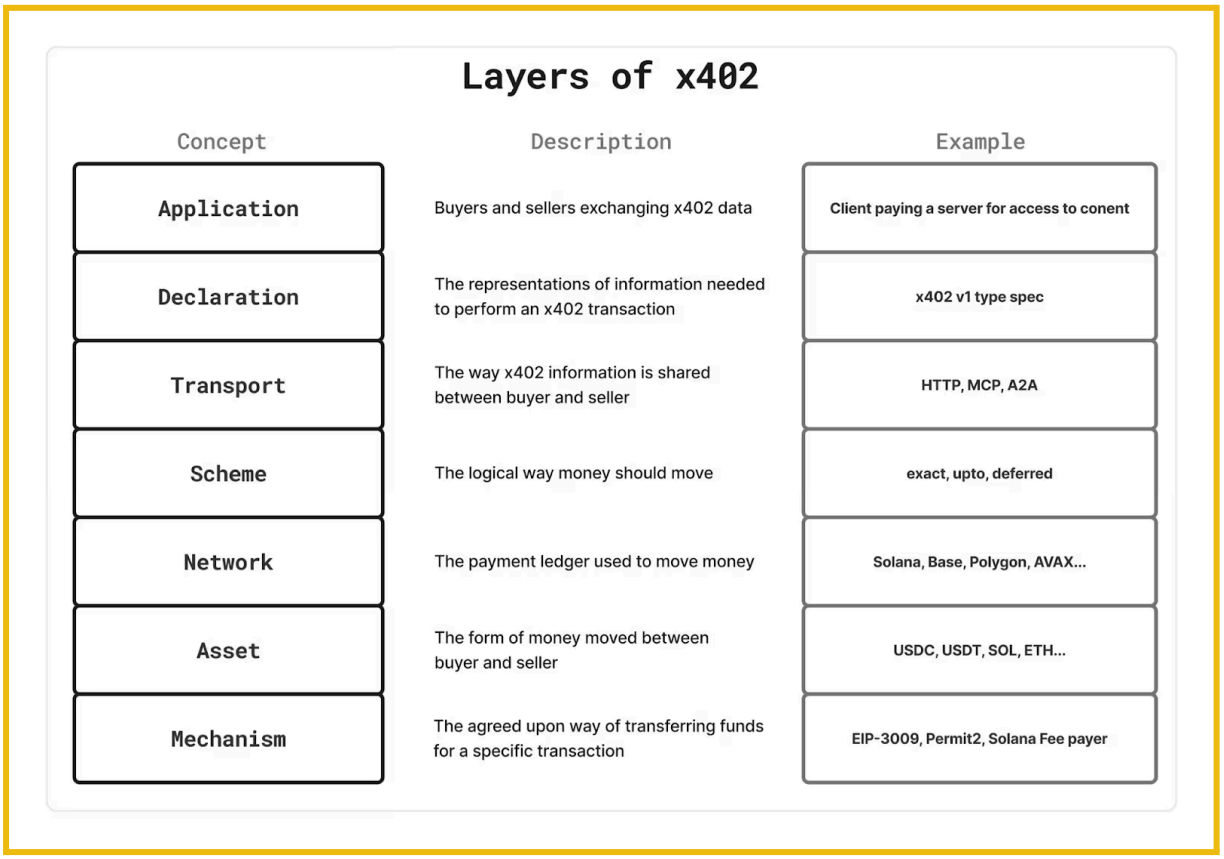
9.1 x402プロトコル

エージェンティック決済

AIエージェントがアプリやワークフロー、自動化における主要なインターフェースとして普及する一方で、既存のインターネット課金モデルはいまだに人間による利用を前提とした仕組みのままです。これまでは、AIエージェントが自ら決済情報を入力したり、支払い画面を突破することは困難でした。しかし、x402の登場によって、**AI**エージェントはあらゆるサービスに対する決済を自律的に完結できるようになりました。

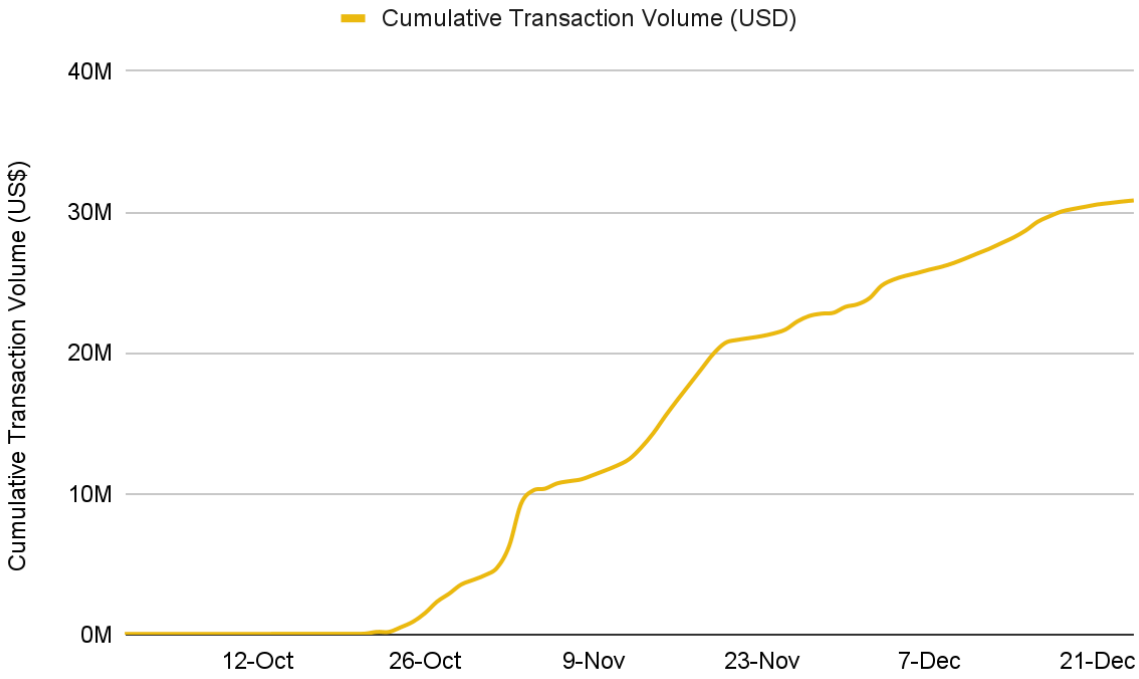
x402は、決済機能をHTTPプロトコルに直接統合します。これにより、あらゆるAPIが1回ごとの呼び出しに応じて、複数のチェーン上の多様なトークンで決済が可能になります。x402により、推論ごとに課金するAIモデル、従量制のデータアクセス、さらにはエージェント間の商取引まで、応用の可能性は無限に広がります。

図**81**:**x402**のレイヤー



参照先:x402.org、2025年12月30日時点

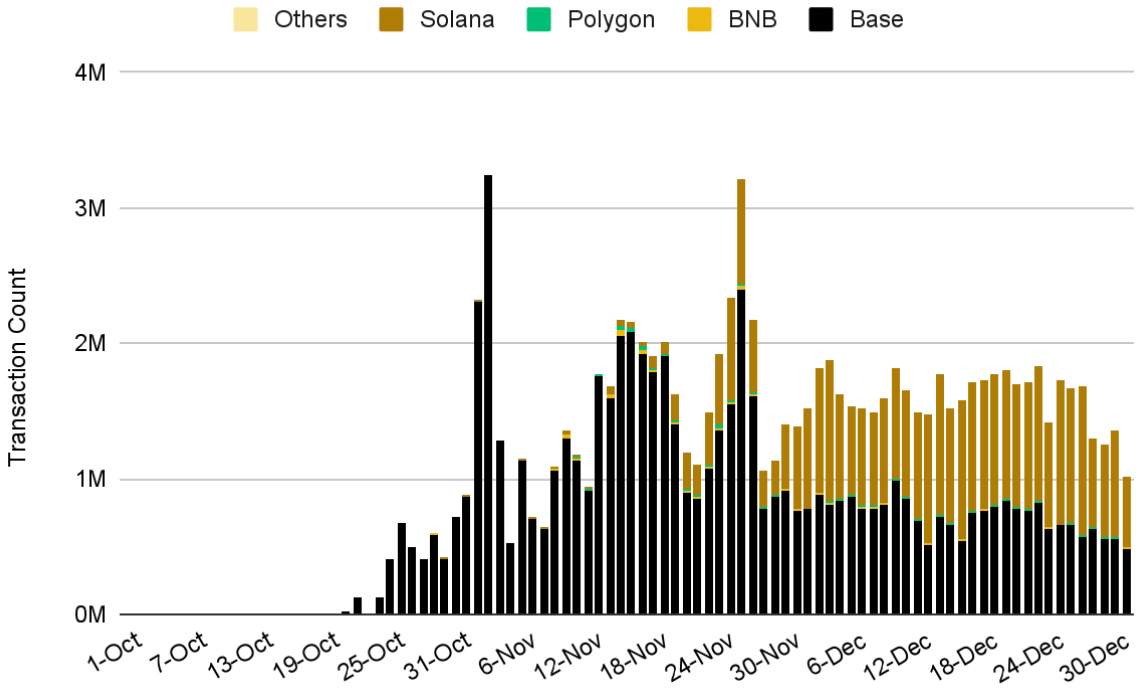
図**82**：**x402**の累計取引高は、ローンチからわずか**3**ヶ月で**$3,000**万を突破



参照先：Dune Analytics（@hashed_official）、Binance Research、2025年12月30日時点

2025年5月のローンチから半年足らずで、10月以降は取引が加速し、累計取引高は**$3,000**万を突破しました。これは、x402が単なる概念実証の域を超え、多くのユーザーやプロジェクトから実用的なインフラとして支持され、普及の本格化を示しています。

図**83**：ブロックチェーン・ネットワーク別の**x402**取引数



参照先：Dune Analytics（@hashed_official）、Binance Research、2025年12月30日時点

x402はBaseを中心に利用されています。2025年11月下旬からはソラナが急速にシェアを拡大し、12月下旬には1日あたりの取引量でBaseを逆転しました。日次の取引件数も着実に伸びており、**100**万件を超える水準を

安定して維持しています。また、このエコシステムにおいて重要な役割を果たすファシリテーター層は、クライアントの支払いを検証・決済し、その結果をサーバーへ返す機能を担っています。これにより、異なるプラットフォーム間でも決済を確実に確認・承認するための標準化された仕組みとして機能しています。

ファシリテーター層では、依然として**Coinbase**が**Base**上で圧倒的なシェアを誇っています。一方、**Dexter**や**PayAI**といった有力な競合も、Baseとソラナの両ネットワークで活発な動きを見せています。こうしたネットワーク間、あるいはファシリテーター間での競争は、AIエージェントが、その時々のニーズに合わせて最も優れた機能を提供するプロバイダーを自由に選び、取引を最適に振り分けられるようになるため、業界全体にとってはポジティブな傾向です。

受け取り先は、**Questflow**が最も分散化されたプラットフォームとして確固たる地位を築いており、受け取り側のユーザー層の多様性で群を抜いています。これは、広範なネットワークを束ねるアグリゲーターとしてのQuestflowの強みを象徴しています。Questflowは多様なAIエージェントをオンチェーン上で連携することで、個人・法人を問わず、**24**時間**365**日止まらない自動ワークフローを提供しています。この高度な分散性と運用の安定性により、複数のネットワークやインターフェースをまたぐ柔軟なルーティングが可能となり、x402エコシステムの普及を後押ししています。

x402 V2

半年間にわたる実運用での知見を活かし、**x402 V2**はプロトコルとして大きな進化を遂げました。これまでの1リクエストごとの固定額決済という制約を打ち破り、ウォレットによる本人認証やAPIの自動検出、動的な支払い先指定といった高度な機能を実装しています。さらに、CAIP標準への準拠によってマルチチェーンや法定通貨にも対応し、あらゆる決済ニーズに柔軟に応える完全モジュラー型SDKへと生まれ変わっています。これにより、x402の拡張性や相互運用性、そして将来の変化への適応力は飛躍的に向上しました。現在は、AIエージェントと人間の双方にとっても使いやすい統一された決済モデルと、シームレスなウォレットアクセスを実現しています。

2025年5月のローンチ以来、x402はAPI、アプリ、AIエージェント間で**1**億件以上の決済を処理し、これまで活用されていなかった「ステータスコード402」を利用して、決済機能を通信プロトコルに直接組み込んでいます。V2ではプロトコル・アーキテクチャが改良され、各役割の定義の明確化、データ型の整理、拡張メカニズムの正式化、そしてモジュラーで組み合わせ可能なリファレンスSDKが導入されました。これにより、断片化を招くことなく、より容易な実装とイノベーションを実現しています。

その根幹となるミッションは、これからも変わりません。それは、インターネット上で価値が情報と同じように流動的に行き交う世界を実現することです。そして、洗練された相互運用性と堅牢さを備えた決済インフラを通じて、次世代のデジタル経済を支えることです。

今後の展望

現在、x402エコシステム内の取引フローの**90%**以上を**AI**エージェントが占めており、その大半は膨大な数の日常的な取引です。対照的に、人間のユーザーはより高単価で頻度の低い取引に集中する傾向があります。これまで存在しなかった機械が自律的に稼ぐための収益化の仕組みを実現するx402は、現在多くのエコシステムやブロックチェーンで急速に採用されています。採用が進むたびにネットワークの裾野は広がり、エージェントにとっては多様なサービスの利用機会が増え、プロバイダーにとっては新たな収益化の機会となります。こうした大きな進展がある一方、この領域は依然として一部のプレイヤーにシェアが集中しています。今後、業界が拡大していく中、エージェント決済における信頼の構築とセキュリティの強化は、かつてないほど重要な課題となっています。

9.2 オンチェーンプライバシー

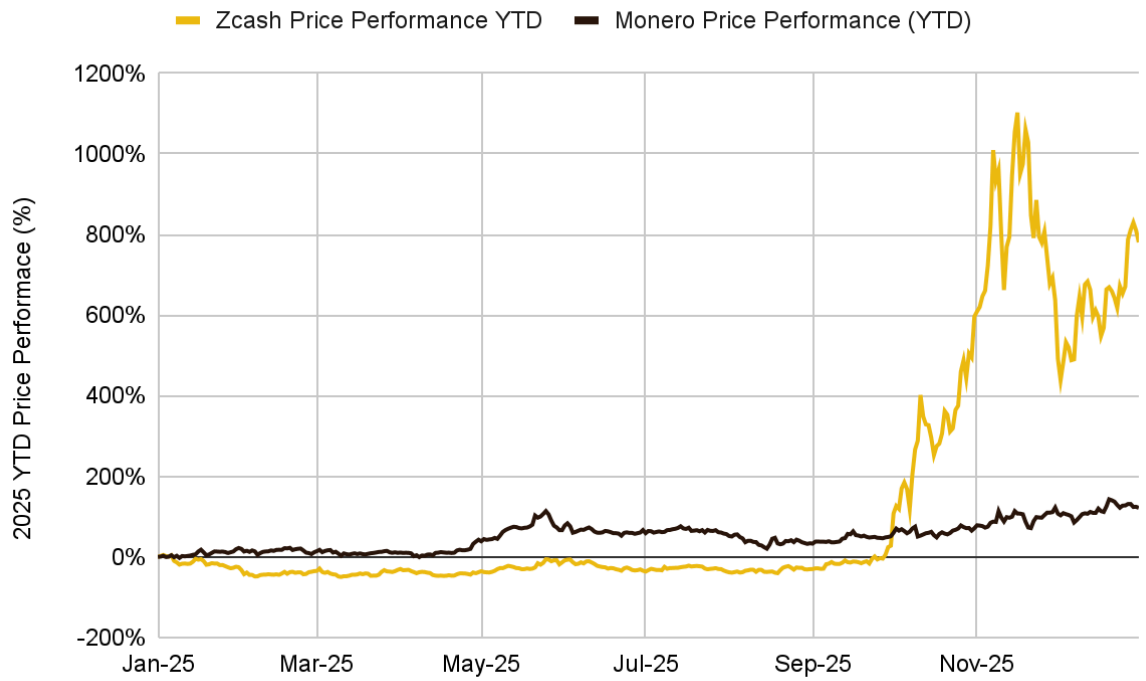
2025年はオンチェーン・プライバシーにとって重要な再興の年となりました。技術の進歩、規制の変化、そして暗号資産の普及に伴う機密性へのユーザー需要の高まりがこの動きを後押ししました。ブロックチェーン・エコシステムが成熟するにつれ、プライバシーはニッチな課題から不可欠なインフラへと進化し、規制に準拠した安全でスケーラブルなアプリの実現が予想されます。

Zcash

2025年第**4**四半期、複数のプライバシー・トークンが急成長を遂げ、なかでもZcashがその勢いを牽引しました。シールドプール内の供給量は**ほぼ3倍の約480万ZEC**（流通量の約30%）に達し、完全な匿名取引であるZ to Zの割合も、以前の一桁台からネットワーク全体の20%へと急増しています。

こうした動きが追い風となり、**ZEC**の価格は**1,000%**を超える急騰を記録しました。ピーク時には$674に達し、時価総額は約$115億まで膨らみました。一時は時価総額で**Monero**（現在約$130億）を逆転する場面もありましたが、その後は反落し、年末時点では時価総額約$87億という水準で着地しました。

図**84**：**Zcash**は**2025**年第**4**四半期に歴史的な急騰を見せ、**1,000%**超の上昇を記録した後、反落して年末時点の時価総額は**$87**億ドルとなった



参照先：TradingView、Binance Research、2025年12月31日時点

プライバシー・プロトコルも好調でした。Railgunは2025年に過去最高となる**$16億相当**のシールド取引（匿名化された取引）を記録し、TVLは2025年下半期に約**$5,300万**から年末には**$9,700万**へと倍増しました。HoudiniSwapの取引量も2025年を通じて高水準を維持し、月間平均取引量は**$9,500万**に達しました。これにより、2023年のサービス開始以来の累計取引量は$20億を超えました。

機関投資家やエコシステム全体でのイノベーションも、この流れをさらに加速させました。イーサリアム財団はプライバシー専門のチームを設立し、PaxosはAleoと提携し、機関投資家を対象とした法規制に準拠したプライベート・ステーブルコイン「**USAD**」をローンチしました。

規制面でも追い風がありました。米国財務省外国資産管理室（OFAC）が**Tornado Cash**への制裁を解除したことは、分散型プライバシー・ソリューションの普及を阻んでいた障壁を取り除く大きな出来事となりました。さらに高信頼実行環境（TEE）が注目を集めており、**Oasis**は機密データ処理に向けた検証可能なオフチェーン計算を推進しています。

機能から必要不可欠な要素へ

オンチェーンプライバシーの価値は市場で高まっており、マスアダプションに向けた単なる付加機能から必要不可欠な要素へと変化しています。こうした技術進歩により、オンチェーンプライバシーは利用者保護と規制準拠を両立させ、送信、DeFi、IDシステムといった実用的なユースケースを支える強力な基盤となります。特に機関投資家による採用が拡大するにつれ、モジュール型プライバシーレイヤーやクロスチェーンハブにおける継続的なイノベーションが期待されます。

9.3 分散型物理AI（DePAI）

2025年、分散型物理**AI**（**DePAI**）は、分散型物理インフラネットワーク（DePIN）の基盤を活用し、ロボットや自律型マシンの分散管理を実現する、暗号資産市場で最も有望な領域となりました。DePAIは、計算能力やストレージ、エネルギーなどのリソースを扱うDePINモデルを、自律型エージェント・システムへと進化させています。これには現実世界で認識、判断、行動するロボット、ドローン、車両などが含まれ、ブロックチェーンやトークンを通じて運用の最適化とインセンティブ設計が行われます。

2025年1月のCESでNVIDIAのJensen Huang CEOが「フィジカルAI」を提唱したことで、この概念は一躍脚光を浴びました。その後、Messariがその分散型モデルを**DePAI**と定義しました。2025年2月にリリースされた**Figure AI**の**Helix**など、マルチモーダルな視覚、言語、行動（VLA）モデルの進化により、ロボットによる自然言語の理解や複雑な状況判断、高度なタスク実行が現実のものとなり、物流や製造、配送領域での実証実験が加速しています。

DePAIの技術構成は、主に7つのレイヤーから構成されています。

- ハードウェア：ヒューマノイドロボット（例：Tesla Optimus、Figure fleet）
- ソフトウェア：自律的な計画と実行を担うエージェント型AI
- データ：クラウドソースによる実世界の動態データ（NATIX、Hivemapper、Sapien等のプロジェクト）
- 空間知能：分散型3Dワールドモデル（例：AukiのPosemesh等）
- インフラ：計算ソース、エネルギー、ストレージを供給するDePINネットワーク
- マシンエコノミー：相互運用性、インセンティブ、Proof of Physical Work（PoPW）を担うプロトコル（例：peaq等）
- 組織：コミュニティ主導の所有やガバナンスを実現するDAO（例：XMAQUINA等）

インフラ整備が進展する一方で、高品質データの不足、シミュレーションと現実の乖離、膨大な資本の必要性、規制や安全性への懸念といった課題は依然として残されています。それでも、2025年のDePAIは構想段階か

ら実運用の初期段階へ移行し、分散型マシンエコノミーの基盤を築きました。自律型エージェントが検証可能な価値を創出し、主権を持って稼働し、世界中の参加者にインセンティブを公正に分配する環境が整いつつあります。

OpenMind：AIロボットオペレーティングシステム

OpenMindは、身体的知能とロボット制御に特化したオープンソースの**OS**です。世界初となる分散型ロボット稼働環境および開発プラットフォームの構築を目指しています。システムは主に2つの構成です。**OM1**は、物理・デジタル双方のロボットにおける認識、計画、実行の各工程を統合管理するモジュール型オープンソースの**AI**エージェント実行環境です。一方、**Fabric**はクラウドコンピューティング、**AI**モデル、物理ロボットをプラットフォームに統合し、ロボットの制御から学習までをシームレスに実現します。

OpenMindは現在、技術的な実現可能性は示されているものの、実用化には至っていない開発初期の段階です。Unitree、Ubtech、TurtleBotなどのハードウェアパートナーや、スタンフォード大学、オックスフォード大学、ソウルロボティクスといった教育・研究機関と連携し、主に研究領域での検証を推進しています。一方、実産業での本格採用には至っていません。アプリはテスト版が公開された段階であり、インセンティブやタスク管理などの主要機能は依然として開発初期の状態です。現時点で収益は発生しておらず、約$2,000万の初期資金を基盤に運営されています。

peaq：マシンエコノミー向けのインフラ

peaqは、**DePIN**やマシン現実資産（**MRWA**）に特化したL1ブロックチェーンです。物理デバイスやインフラのトークン化を推進し、分散型エコシステム内で自律的に取引や収益創出を行う経済主体へと進化させます。これにより、真の「モノの経済」を構築します。peaqのエコシステムでは現在50件以上のプロジェクトが稼働し、600万台を超えるマシンやデバイスを統合しています。ParityのSubstrateフレームワークを基盤とするネットワークは、大量処理と低遅延に最適化されており、1万～10万TPSの処理能力を実現しています。開発環境はイーサリアム仮想マシン（EVM）互換性に加え、RustベースのWebAssemblyにも対応し、多様なニーズに応えます。2025年7月のテストネットでエラスティック・スケーリングを実証し、500ミリ秒のブロック生成時間で最大4万9,407 TPSを達成しました。さらにLayerZeroとの統合により、90以上のブロックチェーンとのシームレスなオムニチェーン連携も実現しています。

2025年下半期、peaqネットワークは実社会での活用が始まっています。その象徴が、マシンエコノミーに特化した初のDEX「MachineX」のローンチです。同プラットフォームは第3四半期に**$2,980**万の収益を記録しました。さらに11月には、世界初のトークン化されたロボットファームが稼働し、香港の半自動垂直農法ファームで生まれた収益が、ネットワークを通じてトークン保有者へ分配されました。DePIN市場が成熟する中、特化型インフラとコミュニティ主導のガバナンスを有するpeaqは、この領域を牽引する有力な候補です。一方、インセンティブ施策「Get Real」による成長は持続可能性に課題があり、現在の収益が一時的なものではなく、本質的な事業拡大を反映しているかは、今後慎重に見極める必要があります。

DePAIを巡る潮流

2025年、DePINインフラと実社会のAI活用を融合させる試みは、いくつかのプロジェクトで具体的な成果を上げました。**NATIX**は、専用デバイスVX360を通じてDePAIの構想をさらに一歩進めました。このデバイスにより、Teslaのオーナーは高精度な360度走行映像を提供できるようになり、自動運転やスマートシティ、フィジカルAIの学習に不可欠な大規模視覚データセットの構築に貢献しています。特に2025年10月から11月にかけて実施された**VX360 Accelerate**キャンペーン（割引やNATIX報酬、走行距離に応じたエアドロップ提供）は、トークンの焼却やユーザー数の拡大を強力に後押ししました。その結果、データ提供者は25万5,000人～25万7,000人を超え、より安全な自動運転車やロボット開発のためのデータ収集が進んでいます。

Aethirは、分散型GPUコンピューティングの領域で地位を確立し、物理AIやロボティクスの膨大なコンピューティング需要を支えています。法人向けの導入が進んだことで、年次経常収益（ARR）は過去最高の$1億4,700万を突破しました（**2025年第3四半期の収益は$3,980万以上**）。将来予測においても、低遅延で安定性の高いエージェントシステムや、ロボティクスの拡張に不可欠なリアルタイム処理を実現する基盤として、分散型ネットワークの重要性が改めて注目されています。

規制面での追い風も、実証実験のスピードを速めています。象徴的な事例として、2025年10月16日にドバイで開催されたGITEX GLOBALにて、peaqがドバイ暗号資産規制当局（**VARA**）と**MOU**（業務提携契約書）を締結したことが挙げられます。この提携により、マシンエコノミー特区（MEFZ）が、オンチェーン・ロボティクスやDePIN、トークン化されたマシンのためのサンドボックスとして承認されました。世界的なイノベーションの拠点であるドバイにおいて、ライセンス取得の支援やデータ共有、人材育成、さらには法規制に準拠した試験運用の推進が可能となります。

一連の進展は、DePAIが試験運用を脱し、実証実験やエコシステム間の連携といった実用化のフェーズへと着実に移行していることを示しています。一方、ヒューマノイド・ロボットの大規模な導入はまだ特定の環境に限定されており、本格的な商用化はこれからの大きな課題と言えます。

10 / 機関投資家による採用

10.1 伝統金融とDeFiの融合

2025年、伝統金融と分散型金融の融合が加速し、金融市場は大きな転換点を迎えました。この統合によって、イノベーションの促進や業務効率の向上、さらには金融サービスの民主化といった新たな可能性が切り拓かれ、グローバル市場における価値の交換や資産管理のあり方が根本から再定義されつつあります。

伝統金融による暗号資産の担保利用

近年、米国の**5**大銀行（Bank of America、J.P. Morgan、BNY Mellon、Wells Fargo、Citibank）が、ビットコインを担保とした融資の提供を開始、もしくは試験運用しています。これらのサービスにより、利用者はビットコインを長期保有したまま、売却による課税を避けつつ現金を借りることが可能になります。機関投資家レベルの資産保管体制や規制準拠は、暗号資産が主流の金融サービスへと浸透する上で、大きな節目となりました。

アナリストの間では、Charles Schwab、Goldman Sachs、Morgan Stanleyといった他の大手金融機関も、同様のビットコイン担保融資商品の提供に向けて準備を進めていると見られています。機関投資家による導入がさらに進む中、暗号資産を担保とした融資は、米国のプライベート・バンキングや法人向け銀行サービスにおける標準的なメニューとして定着していく見通しです。

- 2025年10月、J.P. Morganが従来のデリバティブ等を介した間接的な保有ではなく、現物のビットコインとイーサリアムを融資の担保として受け入れ始めたと報じられました。これは、世界有数の金融機関において暗号資産が投資適格な金融資産として認められたことを示します。

- 12月、**Bank of America**は、富裕層および機関投資家向けのビットコイン担保型の新たな融資プランを開始しました。

ハイブリッド・データフィード

伝統金融とWeb3ネイティブ企業の提携も活発化しています。特に、データ配信の仕組みを支える基盤として、ブロックチェーン技術を積極的に活用する動きが広がっています。

- **Chainlink**（チェーンリンク）は、**ICE Consolidated Feed**のデータを統合し、外国為替や貴金属のレートを算出し、Chainlink Data Streamsを通じてオンチェーンで配信することを可能にしました。これはオンチェーン・ファイナンスが普及へと向かう上での大きな節目となります。

- GoogleはAIを活用することで、Google Financeの機能を強化し、高度なリサーチ機能を実装しました。これに加えて、**Polymarket**や**Kalshi**といった予測市場の市場データも統合し、伝統金融の指標と予測市場のデータを併せて確認できる環境を整えています。

暗号資産連動型ETF

ETFは、証券取引所で取引される規制に準拠した金融商品として、個人・機関投資家を問わず広く普及しています。このETFの仕組みと暗号資産を掛け合わせることで、伝統金融とDeFi双方の強みを活かしたハイブリッド金融商品が誕生しました。結果として、使い慣れた伝統金融のインフラを通じて、暗号資産市場へ容易に参加でき、市場全体の流動性向上やさらなる普及を後押ししています。

- 暗号資産**ETF**：現在、35種類のデジタル資産を対象とした**155**件の暗号資産**ETP**が申請されており、**2026**年半ばまでにその数は**200**件に達する見通しです。この動きは主に、ビットコイン、イーサリアム、XRP、そしてソラナが牽引しています。**DeFi**の収益を生む仕組みと伝統金融の確かな流通網が相乗効果を発揮している象徴的な事例が、ステーキング型ETFです。これにより投資家は、規制に準拠した信頼できる手段を通じて、DeFi由来のインカムゲインを受け取ることが可能になります。

- 暗号資産および関連株式の指数：S&Pグローバルは、米国株のトークン化に向けて先行するDinariと提携し、**S&P Digital Markets 50 Index**を発表しました。この指数は、多種多様な暗号資産と市場で取引される暗号資産関連企業の株式をひとつの指標に統合したものです。暗号資産エコシステム全体を網羅する統合ベンチマークとして設計されており、さらにトークンを発行することで、その指数の動きを直接追跡できる仕組みを整えています。

- 暗号資産バスケット：**Galaxy Crypto Index Fund**は、暗号資産市場において最も規模が大きく、かつ流動性の高い領域への投資機会を投資家に提供するように設計されています。構成銘柄とその比率は、Bloombergが策定した手法と規則に従い、時価総額上位25銘柄の中から選定されています。さらに、毎月資産構成の再調整を行うことで、市場での存在感が強く、流動性に優れた主要なデジタル資産に焦点を当てた運用がされています。

10.2 オンチェーン上のマネー・マーケット・ファンド

トークン化されたマネー・マーケット・ファンド（MMF）は、もはや理論上のコンセプトに留まる段階は過ぎました。現在は、法規制に準拠したファンドとして、より迅速かつ柔軟な仕組みで提供されており、本格的な普及が迫っています。これらのMMFは、次世代の現金同等物として台頭しており、機関投資家に対して、決済の迅速化、担保活用の柔軟性の向上、そして監査の透明性の改善といったメリットを提供しています。いまやRWAトークン化を牽引する重要な推進力となっており、大手金融機関からの強い関心を背景に、トークン化された資産総額は前年比で3倍（累計で**$90**億以上）に急増しました。2026年に入り、J.P. Morgan、Franklin Templeton、DBS、リップル、UBS、Goldman Sachs、BNY Mellonといった名だたる金融機関による実証実験が相次いでいます。これは、企業の財務管理において、オンチェーンの流動性ツールを活用しようとする動きが、勢いが増していることを裏付けています。

- J.P. Morganは、イーサリアム上で同社初となるトークン化マネー・マーケット・ファンド（MMF）である**My OnChain Net Yield Fund**（**MONY**）の提供を開始します。このファンドは適格投資家を対象としており、ブロックチェーン上でトークンを保有したまま利回りを得ることができます。なお、最低投資金額は$100万に設定されています。

- Franklin Templetonは、トークン化資産の領域にいち早く取り組んでいます。2021年にブロックチェーン技術を活用した世界初のミューチュアル・ファンドを立ち上げたのを皮切りに、2024年には欧州の欧州規格投信（UCITS）に準拠した、ルクセンブルク初の完全トークン化ファンドを発表しました。さらに2025年には、XRPレジャーを基盤としたシンガポール初の個人向けトークン化ファンドの導入について、規制当局の承認を取得しました。

- BNY MellonとGoldman Sachsは、特定のマネー・マーケット・ファンドにおける顧客の所有権を記録するため、Goldman Sachsのブロックチェーン技術を活用する提携を発表しました。このパート

ナーシップは、**MMF**の利便性と譲渡性を向上させる大きな前進となります。米国で初めて、ファンドマネージャーが**BNY**のプラットフォーム「**LiquidityDirectSM**」およびデジタル資産プラットフォームを通じて**MMF**の購入を可能にしました。これらの資産価値は、Goldman Sachsの技術「DAP®」を用いたミラーレコード・トークン化によって管理されます。

- UBSは、イーサリアムの分散型台帳技術を基盤としたマネー・マーケット投資商品「**UBS USD Money Market Investment Fund Token**（**uMINT**）」を発表しました。2024年11月に導入されたuMINTは、ブロックチェーンを活用することで、マネー・マーケット投資をより円滑にし、運用の効率性を高めることを目的としています。

図**85**：従来の**MMF**とトークン化**MMF**の比較

特徴	従来の**MMF**	トークン化**MMF**
決済速度	T+1 または T+2	ほぼリアルタイム
担保としての利用	限定的	自由度が高くDeFiにも利用可能
監査証跡	手動照合	改ざん不可能で高い透明性を持つオンチェーン上で照合
イールド	ある	ある
プログラム可能	不可能	ある
保管・管理	業者による管理	業者による管理もしくは自己管理
譲渡可能性	地域毎の規制やルール	プログラムによる実行

参照先：CFA Institute、Binance Research、2025年12月31日時点

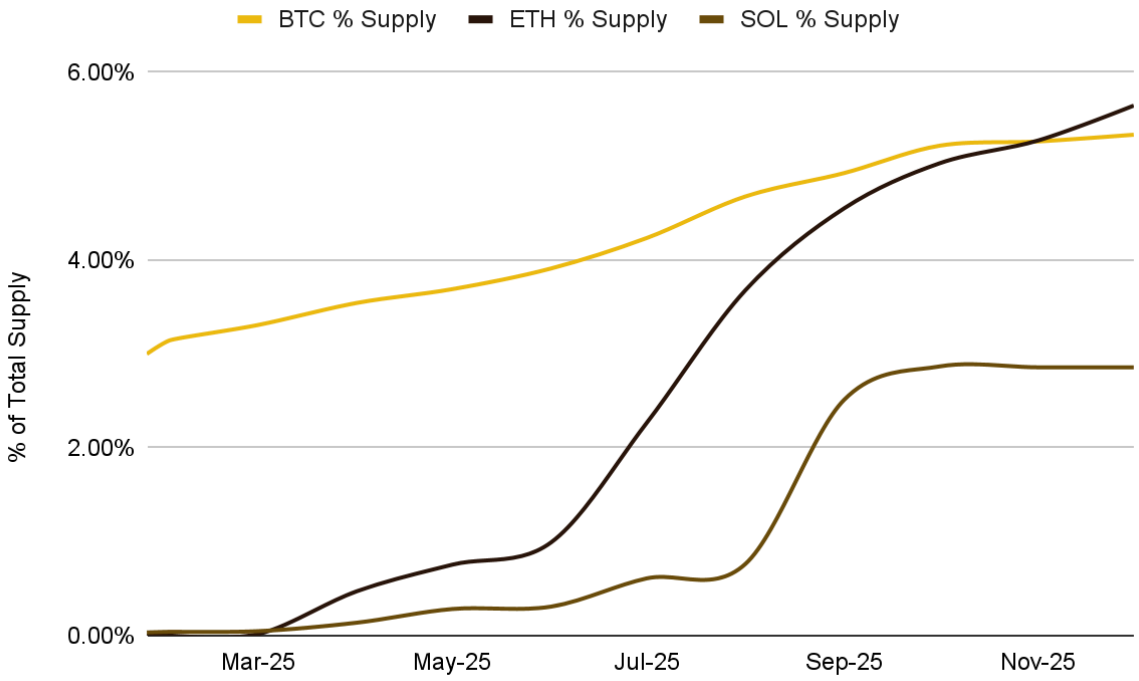
ブロックチェーンを活用したMMFは、不変の記録を通じて、ほぼリアルタイムの移転、担保としての再利用、規制対応を実現します。また、利回りを維持しながらキャッシュ・ドラッグ（現金保有による収益低下）を抑えることも可能です。実用化が進めば、トークン化MMFは、機関投資家にとって馴染みのある枠組みの中で、利回りの創出、透明性の向上、運用効率の改善、そしてリアルタイムの流動性といったメリットを提供します。一方、普及に向けては資産保管や相互運用の課題、規制の不確実性、既存の金融インフラにおけるブロックチェーン統合の遅れといった障壁も存在します。これらの課題を克服すれば、トークン化MMFは金融資産トークン化市場で重要な役割を果たすと予想されます。結果的に伝統金融とデジタル資産エコシステムの架け橋となり、より効率的で利便性が高く、堅牢な資産管理の方法を確立することになります。

10.3 デジタル資産トレジャリー

米国の上場企業の間で、企業の財務戦略にデジタル資産を組み込む動きが高まっています。これらの企業はデジタル資産トレジャリー（DAT）企業と呼ばれ、多額のデジタル資産を長期的に蓄積しつつ、収益性を高める高度な取引戦略を取り入れ、ビジネスモデルを再定義しています。

米国の上場企業においてDAT戦略自体は新しいものではありませんが、近年の投資ペースは目覚ましいものがあります。2021年時点でビットコインを保有する企業は10社に満たない状況でした。現在では、**190**社を超える上場企業がDAT戦略を採用しています。その多くがBTCを、それ以外は他のデジタル資産を保有しています。これらの企業によるデジタル資産の推定保有総額は、$1,220億を超えています。

図**86**：**2025**年には上場企業のデジタル資産保有は大幅に増加し、**ETH**が供給量シェアで**BTC**を上回る



参照先：Bitcoin Treasuries、Strategic ETH Reserve、Blockworks、Binance Research、2025年12月30日時点

2026年は、デジタル資産トレジャリー（DAT）企業にとって試練の年となる可能性があります。市場の飽和に加え、暗号資産価格の低迷による評価圧力が強まり、時価総額を保有資産の価値以上に維持できず、崩壊の危機に瀕する企業も少なくありません。多くの企業は、強固な財務基盤を持たず、単なるマーケティング手法として暗号資産を蓄積してきました。その結果、運営費を賄うために資産売却を余儀なくされ、同時に保有資産を拡大するための追加資金調達も難航しています。これは、利回り創出の仕組みを伴わない長期保有戦略の本質的な限界を浮き彫りにしています。

ステーキング報酬を認める米国の規制緩和を背景に、規制に準拠した収益を生む暗号資産**ETF**が登場し、これが競争上の課題となっています。投資家は、価格変動の激しい原資産に対し実質的なレバレッジとして機能するDAT企業よりも、シンプルで透明性の高いETFを好む傾向にあります。こうした逆風の中でも、**Strategy**や**Bitmine**といった先行参入企業は、先行者利益と強固な資本背景により、市場の圧力に耐えうる優位な立場にあります。その財務力を活かし、苦境に立つ中小のDAT企業を買収することで、デジタル資産の保有量をさらに積み上げ、集約を図っています。

11 / 規制とポリシー

2025年後半は、デジタル資産業界にとって大きな転換点となりました。GENIUS法の成立により、米国の暗号資産政策は連邦レベルの明確な規制体制へと前進しました。議会で市場構造改革の議論が続く一方、EUやアジアの主要拠点では、政策立案の段階から実務的な市場監督へ移行しています。

図**87**：主要な暗号資産規制・政策マトリクス

パラメーター	米国	欧州連合（**EU**）	香港	シンガポール
規制に対するスタンス	運用体制の整備：GENIUS法に向けたルール策定、およびSEC / CFTCの役割再編に注力。	標準化：加盟国間の解釈や監督実務の相違を解消し、公平な競争条件を確保。	機関投資家のハブ：新条例に基づき、FRS（法定通貨連動型ステーブルコイン）発行者の参入を積極的に支援。	再編：DTSP領域における「量より質」の徹底。厳格な規制準拠に向けた選別。
規制動向	**GENIUS**法の施行：規制当局（OCC / FRB）による最終規制案の策定。**SAB 121**は撤回。	**DORA**の施行：**2025**年**1**月**17**日より、すべてのCASP（暗号資産サービスプロバイダー）を対象にICTリスク基準の遵守が義務化。	ステーブルコイン条例（**8**月**1**日）：ライセンス制度の運用を開始。発行体には香港での法人設立を義務化。	**FSMA** 第**9**部（**6**月**30**日）：海外顧客を対象とするDTSPに対し、経過措置なしで本格施行。
ステーブルコインの枠組み	連邦基準：1:1の準備金の保持義務（USD / 米国債）。月次監査が業界標準として定着。	規制準拠への移行：規制対象のEMT（電子マネートークン）への切り替えが進み、MiCA非準拠トークン（一部のUSDTペアなど）は事実上の上場廃止。	**FRS**ライセンス：HK$2,500万以上の最低資本金を義務化。一般投資家への提供には、額面での償還権の保証が条件。	厳格な二重規制：ステーブルコイン発行者は、グローバルな事業展開においてPS Act（決済サービス法）とFSMA（金融サービス市場法）の両面で監督対象。
DeFi / NFT	セーフハーバー方針の転換：SEC、分散型ネットワークの「成熟度テスト」を検討。	**MiCA**施行後の対応：欧州委員会はMiCA第142条に基づき、DeFiやレンディング、NFTといった現行規制ではカバーしきれていない領域に対し、追加の規制作りの必要性を検討。	**Web3**サポート：DAOの法的承認とRWAのトークン化に向けたサンドボックス開始。	規制対象の重点：DEXおよびDeFiフロントエンドに対し、厳格なAML / KYCの遵守を義務化。対応できない場合はシンガポール国内での事業停止を要求。
市場への影響	伝統金融の急増：伝統金融によるステーブルコインの準備金管理や保管・管理への関心急騰。	パスポート制の成果：CASPの第一陣が、統一ライセンスに基づくクロスボーダー展開を本格化。	地域別の動向：ステーブルコイン関連事業の新規法人登記において、APACの優位性がさらに拡大。	機関投資家への移行：シンガポールのハブとしての性質は機関投資家向け業務へと移行。これは当局の政策方針に加え、一般消費者向け業者の市場再編が進んだ結果。

参照先：Bloomberg、Binance Research、2025年12月31日時点

11.1 米国：歴史的な転換点

2025年後半、米国のデジタル資産政策は一気に加速し、大きな転換期を迎えました。法整備が活発化したことで、バラバラだったルールを国全体で統一しようとする「連邦レベルの規制枠組み」への移行がいよいよ本格化しています。現政権は、マネロン対策や投資家保護といったこれまでの最優先課題を維持しつつも、ルールの明確化とイノベーションをより重視する姿勢を鮮明に打ち出しています。こうした一連の動きは、米国を世界で最も信頼されるデジタル資産の先進国として位置づけようとする、国を挙げた強い意志の表れと言えます。

- **GENIUS法（2025年7月18日成立）**：米国における「決済用ステーブルコイン」に対して、連邦レベルで初となる本格的な監督体制を確立しました。この法律により、発行体には米ドルや短期米国債といった高品質で流動性の高い資産による**100%**の準備金維持が義務付けられたほか、透明性を確保するための月次公開監査も必須となりました。特に重要な転換点となったのは、適切な認可を受けた発行体によるステーブルコインは、連邦証券法上の証券には該当しないことが明確に定義された点です。これにより、長年業界を悩ませてきた法的な不確実性が払拭されました。こうした強固な規制の枠組みが整ったことに加え、市場全体の活発な動きも重なり、世界のステーブルコイン市場は2025年末までに**$3,080**億～**$3,100**億規模へと劇的な拡大を遂げています。

- **DeFi**規制の緩和と**CRA**による無効化：DeFiの推進派にとって、極めて重要な勝利がもたらされました。米議会は議会審査法（**CRA**）を発動し、2024年12月にIRSが策定した「ブローカー報告」に関する規制を正式に無効化しました。これにより、**DeFi**に対するブローカー報告義務（導入が予定されていた「フォーム1099-DA」による総売却代金の報告など）は撤廃されました。なお、取引所のような中央集権的なカストディ型仲介業者向けの報告ルールは、引き続き維持されます。今回の規制無効化は、分散型プロトコルは、従来のブローカーの定義には当てはまらないという事実を国として正式に認めたものです。これは業界のコンプライアンス負担を大きく軽減するだけでなく、DeFiの本質である分散化の理念を国が保護したという点でも、大きな意味を持っています。

- 現物**ETF**の「包括的上場基準」を**SEC**が策定：2025年9月、SECはNYSE、Nasdaq、Cboeに対し、ルール変更を承認しました。これにより、デジタル資産を含む現物コモディティを保有する信託型ETPのための包括的上場基準が策定されました。これにより10年に及ぶ個別審査体制が終了し、240日以上を要していたETF承認期間は最大**75**日へと大幅に短縮されました。この手続きの簡素化を受け、ソラナ（**SOL**）や**XRP**、ドージコイン（**DOGE**）など、多様なアルトコインETFの申請が急増しています。

- 機関投資家の参入と**SAB 121**：SECによるSAB 122の発行とSAB 121の撤回により、規制の透明性が向上しました。これにより、一部のカストディアンにおいて資本負担やリスク管理上の懸念となっていた、貸借対照表への計上要件が緩和されました。並行して、GENIUS法によるステーブルコインの準備金開示や保証基準の整備も、米国規制下の暗号資産商品に対する機関投資家の参入を促進しています。

11.2 欧州連合（EU）：MiCAの施行

Markets in Crypto-Assets Regulation（*MiCA*）が施行2年目を迎えた2025年下半期は、加盟27ヶ国における規制運用の平準化に焦点が当てられました。

- ステーブルコイン市場の再編：市場では「**MiCA**施工に伴う再編」が見られました。ステーブルコイン規則の施行に伴い、各取引所はEEA（欧州経済領域）ユーザーに対し、非準拠ステーブルコインの上場廃止を相次いで実施しました。これにより、MiCA認可済みのステーブルコインへの依存度が高まりました。その結果、EU居住者に対して合法的に提供可能なのは「資産参照型トークン（ART）」および「電子マネートークン（EMT）」のみとなり、市場の二極化が生じました。

- **DORA**の施行（**2025年1月17日**）：デジタル・オペレーショナル・レジリエンス法（DORA）が完全施行されました。これにより、全ての認可済み暗号資産サービスプロバイダー（CASP）に対し、厳格なサイ

バーセキュリティ、インシデント報告、およびストレステストの基準遵守が義務付けられます。さらに、監督基準に基づき当局が指定した特定の事業体には、脅威ベースのペネトレーションテスト（TLPT）を含む高度な要件も適用されます。こうしたコンプライアンスコストの増大は、今後の**M&A**の動きに影響を及ぼす可能性があります。

- 適用除外期間の終了：ドイツやリトアニアを含む複数の国々で、移行措置としての「適用除外期間」が終了を迎えました。これにより、従来の国内規制下で活動していた既存の事業者は、年末までにMiCAライセンスを取得するか、あるいは事業を停止するかの選択を迫られます。

11.3 アラブ首長国連邦：ADGMにおけるBinance Globalのライセンス

2025年12月、アブダビ・グローバル・マーケットの金融サービス規制庁（FSRA）は、包括的な規制枠組みの下、バイナンスに対しフルライセンスを付与しました。主要な暗号資産取引所として、このようなライセンスを取得したのはバイナンスが初となります。

3つの規制対象法人を通じて、取引、清算、仲介、および保管・管理業務を網羅しています。リスク管理と監督を強化するために各役割を分離しており、これは従来の金融市場インフラの体制を反映したものです。これはコンプライアンスを重視した暗号資産イノベーションの国際拠点として、ADGMの地位を盤石にしました。これにより、規制の透明性や高度なガバナンス、消費者保護、AML / CTFコンプライアンスを確保し、円滑なグローバルアクセスと機関投資家の参入を促進します。

UAEが暗号資産およびフィンテックの世界的拠点として存在感を高める動きは、今後さらに加速します。0%の税制優遇、手続きの簡素化、国際基準への準拠を強みに、グローバル企業や政府系資本、トークン化資産の流入を後押しします。また、今回の枠組みは中東だけでなく、世界各地における規制平準化の指標としての役割も期待されます。

11.4 アジア太平洋：ステーブルコインハブ戦略

アジアの規制当局は、クロスボーダー貿易の円滑化や機関投資家によるトークン化の推進に向け、ステーブルコインの金融システムへの幅広い統合に注力しています。

- 香港のステーブルコイン条例（**2025**年**8**月**1**日）：条例が正式に施行され、法定通貨参照型ステーブルコイン（FRS）発行者へのライセンス取得が義務化されました。消費者保護のため、香港金融管理局（**HKMA**）の認可を受けた業者が発行するFRSのみが個人投資家に提供可能となっています。未認可業者の提供はプロ投資家に限定されました。これらの措置は、ステーブルコイン市場に対して明確かつ健全性が担保された枠組みを構築するという香港の目標を後押ししています。

- シンガポール：シンガポール金融管理局（MAS）は、デジタルトークン・サービスプロバイダー（DTSP）を対象とした金融サービス・市場法 第**9**部のライセンス枠組みを施行しました。MASは認可基準を厳格に設定しており、オフショアのみで運営するビジネスモデルには原則としてライセンスを付与しない方針です。そのため、対象となる未認可業者は事業の縮小や停止を迫られることになります。この枠組みは、国境を越えたオンラインサービスに伴う**AML / CFT**および監督上のリスクへの対処を目的としており、PSA / SFA / FAAに基づき国内でサービスを提供する既存の業者向け規制を補完するものです。

- 韓国（暗号資産改革）：主要市場の動向を受け、韓国政府は2026年に暗号資産現物**ETF**を解禁する方針です。2025年2月、韓国金融委員会（FSC）は法人参入を段階的に認めるロードマップを発表し、同年後半にはパイロット運用を開始します。これにより、長年続いた「個人投資家限定」の時代が終わり、国内市場における機関投資家の参入が促進されます。

- オーストラリア：2025年下半期、オーストラリアは暗号資産規制を前進させました。9月25日、財務省は**2025**年財務法・税制改正（デジタル資産およびトークンの保管・管理プラットフォームの規制）法案の公開草案を発表しました。この法案は、デジタル資産プラットフォームやトークンの保管・管理プロバイダーを2001年の会社法の管理下に置き、行為規範、情報開示、保管・管理、消費者保護の義務を伴うオーストラリア金融サービス業ライセンス（AFSL）の取得を求めるものです。意見公募は10月24日に締め切られ、2026年の法制化を目指しています。オーストラリア証券投資委員会（ASIC）も、2025年9月に「**Stablecoin Distribution Exemption Instrument 2025/631**」を発行し、包括的な規制緩和措置を講じたほか、金融商品としての暗号資産に関するガイダンス「INFO 225」を更新しました。これらの一連の措置は、暗号資産を既存の金融規制に適合させ、保護体制を強化しながら、トークン化領域のイノベーションを促進することを目的としています。

12 / 2026年のテーマ

2026年に向けて、過去1年間の市場が示した目覚ましい成長を歓迎するとともに、以下のテーマに大きな期待を寄せています。

1. マクロ経済：政策主導の市場と財政・行政における方針転換

   米国で控える中間選挙と、変化する財政上の課題が重なり、市場動向に大きな影響を与える見通しです。過去の事例では、現職政権は中間選挙後に議会の抵抗を受けやすくなる傾向があります。そのため、早い段階で政策を推し進め、経済の安定を確保しようとする動きが強まると予想されます。

   こうした政治的動向に加え、金融環境も追い風となっています。インフレの沈静化と雇用市場の軟化により、米連邦準備制度（FRB）が再びタカ派姿勢を強める可能性は低くなっています。市場予想を大きく裏切るような急激なインフレ再燃がない限り、利下げサイクルの開始が遅れることはないと予想されます。成長の鈍化や景気下支えを求める政治的圧力を背景に、政策の主軸は利下げと金融緩和の維持へと傾いています。

   i. 市場の関心、政策感応度へ移行

      - 従来の評価指標の信頼性が低下：資産価格が実体経済のサイクルとの連動性が薄れ、政策動向への感応度が高まっています。
      - 行政措置の重要性が増大：行政命令、規制当局による決定、財政プログラムなどが、市場を動かす主要な要因として機能する場面がますます増えています。
      - 財政優位：「One Big Beautiful Bill」による$2～$3兆規模の連邦支出拡大など、大規模な財政政策は短期的には景気刺激効果をもたらす一方、長期的には債務の持続可能性や期間プレミアムの上昇圧力といった懸念が残ります。

   こうした動きが重なり、政策主導の景気順応的な環境が強まっています。水面下では構造的な懸念が蓄積しているものの、当面はリスク資産にとって追い風となる見通しです。

   ii. 政策波及の手段としての行政介入

   主要項目（食料、住居、エネルギー）における物価の高止まりは、政策当局にとって引き続き喫緊の課題です。景気後退を招くリスクのある引き締めによる需要抑制ではなく、名目購買力の維持を目的とした供給側への重点的な介入や直接的な財政支援へと、政策の主軸が移りつつあります。

      - 食料およびサプライチェーン：価格設定の妥当性、市場競争、およびサプライチェーンの管理体制に対し、規制当局による監視が一段と強化されています。
      - 住宅および住宅ローン市場：流動性を下支えするための政府支援機関（GSE）によるバランスシートの積極活用や、機関投資家による戸建て住宅所有を制限する動きが強まっています。
      - エネルギーおよび戦略的資源：資源安全保障への転換が進んでいます。従来の外交上の慣例を度外視してでも、石油や天然ガス、重要鉱物といった戦略物資を国内で確保しようとする動きが一段と強まっています。

- 財政移転：関税に連動した還付制度や、家計への直接支援などの仕組みが現実味を帯びています。これらは消費を支える要因となりますが、一方で2026年後半にかけて需要牽引型のインフレを引き起こすリスクを高めます。

iii. 財政政策と金融政策の境界の曖昧化

- 中央銀行の独立性：FRBの指導とその職務権限に対する監視の目が厳しくなっており、財政目標と金融目標が過度な歩調を合わせるリスクが高まっています。

- 長期金利への介入：連邦公開市場委員会（FOMC）による公的な決定という形を取らずに、行政措置やバランスシート管理（MBS買い入れプログラムなど）を通じた実質的な量的緩和（疑似QE）が実施されるケースが一段と増える見通しです。

- 消費者ローン市場の歪み：市場実勢を下回る金利上限設定（例：クレジットカード金利の上限を10%とする案など）は、金融機関による信用割当（貸し渋り）を招く恐れがあります。その結果、融資の受け皿が規制の届きにくいノンバンクやシャドー・バンキングへと流出するリスクを孕んでいます。

これら一連の動向は、一種の金融抑圧の様相を呈しています。リスクに見合った価格形成が制限されることで、逆説的にも信用力の低い借り手にとっての実効的な資金調達コストが押し上げられる結果となっています。

総じて、財政優位と金融抑圧の組み合わせは、デジタル資産にとって構造的な追い風となる環境を醸成しています。拡張的な財政政策と実質利回りの抑制が、従来の国債を軸とした経済システムを弱体化させる一方、規制下にある信用市場の歪みが、代替的な金融インフラとしてのデジタル資産の魅力を一段と高めています。

既存のローン市場で生じる歪みは、DeFiプロトコルに裁定機会をもたらす一方、従来の銀行制度の制約を受けない「中立かつプログラム可能な流動性手段としてのステーブルコインの役割を一段と強化します。

2. エネルギー構造の劇的な転換

電力の争奪戦が、ビットコイン・マイニングにおける決定的な制約要因として浮上しています。AIデータセンターの急激な規模拡大に伴い、グリッドの運用者や政策当局は、ハッシュレートの生成よりも、より高付加価値なコンピューティングへの電力割り当てを優先する傾向を強めています。かつてマイニングに寛容だった複数の地域においても、電力供給能力がAIの学習や推論へと転用されており、希少な電力リソースに対する価値評価のパラダイムシフトが起きています。

ビットコイン・マイニングは価格感応度が極めて高く、BTC価格と電力コストの間の裁定取引として機能しています。その収益性は、電力単価が概ね$0.03〜$0.05/kWhを超えたり、BTC価格が下落したりすると急速に悪化します。対照的に、ハイパースケールAIデータセンターは、1kWhあたりのコンピューティングから生み出される収益がはるかに高く、大規模な学習プロセスにおけるダウンタイムの機会損失も膨大です。そのため、高い稼働率の維持が絶対条件となり、結果としてビットコイン・マイナーよりも大幅に高い電力コストを許容できる構造になっています。

メガワット規模の電力がAIワークロードへ転用される影響で、短期的には世界のビットコイン・ハッシュレートの成長が鈍化、あるいは横ばいとなる見通しです。現在のハッシュレートは極めて高い水準にあるため、セキュリティ上のリスクはありませんが、マイナーの収益構造には変化が生じます。AIとマイニングを併用するハイブリッド型事業者は、収益の相互補完によって耐性を高められる一方、マイニング専業者は、未利用ガスや遠隔地の水力、変動性再生可能エネルギーといったオフグリッド電源への変

化を強めています。これは長期的には、ビットコインが「エネルギーの受け皿」として機能するという環境面でのポジティブな文脈を補強する材料となります。

3. 重要な触媒としての暗号資産ポリシー

2026年は、暗号資産規制が単なる方向性の議論から、実務ルールの確定、そして事業継続の可否を分けるライセンス取得の期限を迎える節目の年となります。米国における主な変化は、銀行やステーブルコイン発行体の承認プロセス、および監督基準を通じて、規制当局がGENIUS法を実務レベルでどう運用するかという点です。また、市場構造に関する法整備によって、DeFiや取引所の登録、保管・管理の明確な基準が示されれば、現物投資以外のプロダクト展開が一気に進むと予想されます。欧州と英国では、規制の執行が鍵を握ります。EUでは2026年中盤までにMiCAの移行期間が終了し、ライセンス未取得の事業者が市場から淘汰される一方、英国では認可済みステーブルコインと規制下の決済経路を軸とした、決済重視の規制体制が整います。こうした潮流により、今後の活動は認可を受けた発行体、コンプライアンスを遵守したステーブルコインモデル、および規制に準拠したオンチェーン決済や担保利用へと集約されていく見通しです。

同時に、税制上の課題が個人ユーザーへの普及を阻む実質的な障壁となっています。米国では非課税基準がないため、日常的な暗号資産決済も資産の売却とみなされて課税対象となります。この事務的な負担が利用者の心理的ハードルを上げ、普及を妨げているのが現状です。市場構造の改革に比べれば優先順位は低いものの、限定的な非課税基準が認められれば、この障壁は大幅に解消されます。そうなれば、暗号資産は単なる「デジタルゴールド」としての枠組みを超え、実用的な決済手段としての活用が進むと期待されます。

しかし、政策の進展は決して平坦な道のりではありません。政治情勢の変化や規制当局のリーダー交代、あるいは取り締まりの優先順位が変わることで、一部の地域では規制の導入によって停滞・遅延、一部後退する可能性があります。例えば米国では、中間選挙後の議会における勢力図が変わり、上下両院で暗号資産に好意的な共和党の影響力が弱まれば、市場構造やステーブルコインに関するルール作りのペースや範囲に大きな影響を及ぼす恐れがあります。一方で、世界各国の政府による前向きなコメントや調査的な取り組みは継続しています。導入の動きには依然として地域差があるものの、こうした動きが、BTCを企業の資産に組み込むという議論を、引き続き重要な検討事項にとどめる一因となっています。

4. 機関投資家向けインフラが主導する暗号資産の普及

伝統金融を通じた取引や資産配分が広がり、今や暗号資産市場をリードする強力な原動力となっています。既存の金融インフラにどこまで新規資金の流入が認められ、その仕組みがどう整っていくかが今後の焦点です。具体的には、Wirehouse（大手証券会社）による承認や関連商品の拡充が一段と進んでいます。Morgan Stanleyが暗号資産現物ETFへの道筋を付けたほか、Vanguardも証券口座の顧客にETFを解禁するなど、長年の制限を撤廃する動きが相次いでいます。また、確定拠出年金401(k)などの年金口座でも投資の幅が広がっています。同時に、保管・管理やステーキング、トークン化といった機能の実装や買収も活発化しており、伝統金融の関与はこれまで以上に深まっています。

こうした一連の動きは、一過性ではない構造的な資金流入が定着する前兆といえます。当初はマクロ資産やポートフォリオ資産としてのBTCに資金が集まり、その後ETHや規制を遵守した一部の主要暗号資産へと選択的に波及していくことが予想されます。長期的には、こうした資金がトークン化、決済、主要なDeFiといった機関投資家向けのオンチェーン領域へ浸透し、市場の成熟に伴うより強固な市場構造が築かれる見通しです。

5. 企業の財務戦略は現実に直面

暗号資産を保有する企業の財務戦略は、値上がり益を狙う投資から、財務構造の健全性が問われる状態へ変化しています。市場価格と純資産価値（NAV）の差が縮まるにつれ、これまで急ピッチな買い増しを支えてきた資金調達の仕組みが通用しなくなっています。具体的には、増資による株主価値の希薄化や、レバレッジによる相乗効果の喪失、そして借り換えリスクの増大が、経営の大きな制約となりつつあります。こうした状況は、2025年末の相場転換と資金調達環境の悪化に伴い、市場の過剰なレバレッジが一掃されたことで、すでに現実のものとなっています。今後は、十分な規模と保守的な運用体制を備え、株主価値を損なわずに資金を確保できる企業だけが、相場の変動を乗り越えて生き残ることができる一方、財務基盤の脆弱な組織は、資産の売却や事業統合、あるいは撤退を余儀なくされる見通しです。

6. ステーブルコインが日常の決済手段へ

2025年はステーブルコインが本格的に広まった年でした。これはブロックチェーンが社会に深く浸透していく物語の序章にすぎません。2026年以降、普及の鍵を握るのはステーブルコインとネオバンクのようなアプリの融合です。これにより、世界中の誰もが日常的にステーブルコインを利用するようになり、直感的に使える自己管理型のプラットフォームを通じて、多くの人々が意識せずともブロックチェーンのネットワークを利用することが予想されます。既存の金融システムには真似できない圧倒的な送信コストの安さや即時決済といったメリットが、ユーザーを惹きつける大きな理由となります。

プログラム可能な資産と高い利便性、この融合こそが、ブロックチェーンを一般層へ普及させる鍵となる

7. トークン化資産の発行から実務統合

2026年のトークン化において重要なのは、単なる発行量ではなく実用性です。機関投資家がオフチェーンの事務処理に頼ることなく、トークン化された資産を金融商品としてそのまま保有、移転、再利用できるかどうかが焦点となります。成長が期待されるのは、トークン化によって実務上の障壁が解消される財務や決済、担保として活用されるトークン化米国債やマネー・マーケット・ファンドなどの現金同等物、証拠金の機動性を高めるトークン化株式やETFといった担保適格な公開証券、そしてオンボーディングや報告業務、移転管理が効率化されるプライベート・クレジットやファンド持分などのプライベート・マーケット領域です。

2026年は、これまでの構想をいかに実務に統合できるかが問われます。2026年後半に予定されている、SECの後押しを受ける米証券保管振替機構（DTCC）によるトークン化の本格導入は、その象徴的な取り組みです。普及を左右するのは、資産が単に発行されて終わりになるのではなく、資金調達や担保、決済といった実務において繰り返し活用されるかどうかです。

8. **DEX**の成長を支えるデリバティブ取引

2025年を通じてDEXの利用は大幅に拡大し、年末には暗号資産取引シェアで過去最高の20%超を記録しました。これにより、オンチェーン・アクティビティの基準は一段高い水準へと底上げされました。2026年に向けて、DEXの成長を牽引するのはデリバティブやエキゾチック商品です。BTCやETHのオンチェーン無期限先物は、取引高増加の源泉となるイベントドリブン取引を支えるのに十分な流動性と厚みを備えるようになりました。その結果、特に相場の価格変動が高まる局面において、無期限先物DEXがDEXの利用比率を引き上げる要因となっています。

次に注目すべきは、オンチェーン取引と利回り運用やレンディングといった周辺サービスとの連携が進んでいる点です。取引に利用する証拠金や、遊休資産をより効率的に運用できるため、資産をオンチェーンに置いておくことで生じる手間や機会損失が軽減されています。特に興味深いのは、こうした様々な機能が一つの操作画面に集約され始めていることです。CEXでは以前から当たり前だった取引、運用、借入、リスクヘッジをワンストップで行う仕組みがDEXでも実現しつつあります。ただし、解

決すべき課題もまだ多く残っています。例えば、ネットワークの負荷が高まった際のウォレットの操作性や、手数料の予測しづらさ、そして流動性がバラバラに分散している点などです。そのため、あらゆる機能を一つにまとめたスーパーアプリ型DEXへの進化は、方向性としては間違いなく避けられない流れですが、2026年の時点では、実用レベルで広く浸透するにはまだ少し時間がかかりそうです。

9. パブリックチェーン、プライベートチェーン

オンチェーンの普及拡大に伴い、プライバシーは一部の特殊な機能から不可欠な機能へと変化しています。残高や支払いが公開されない伝統金融市場とは異なり、多くのブロックチェーンでは基本的に取引データが公開されるため、企業や機関投資家による利用に制限がかかります。これを受け、ゼロ知識証明や完全準同型暗号、プライベートまたはパーミッション型L2といったプライバシー保護技術が注目されています。これらのツールは今後さらに広まり、セキュリティ、監査可能性、規制への適合性を維持しながら、パブリックチェーン上での機密取引を可能にすると期待されています。

10. 予測市場が次の成長段階へ

予測市場は実験段階を完全に脱しました。2025年の取引高は$510億を超え、未決済建玉も約$130億に達するなど、多角的な市場成長が続いています。特に経済関連の取引が急増したほか、テックや科学領域も増加しました。これは参加者層の広がりだけでなく、大手メディアやデータパートナーの参入による影響もあります。

今後、予測市場が独立したプラットフォームという立場から、他システムで活用されるまでに進化できるかが焦点となります。今後の成長は、主に数通りの方向性に集約される見込みです。1つ目は不確実性が強く、繰り返し利用しやすい短期予測が求められる身近な領域での利用です。主な例として、マクロ指標の発表、金利動向、政策決定、企業の業績などが挙げられます。2つ目は、既存のワークフローへの配信と統合です。ユーザーが独自の取引サイトへ都度アクセスせずとも、取引端末、リサーチダッシュボード、ガバナンスツール、コンテンツプラットフォーム上で予測市場の情報を確認できる機会が増えています。

3つ目はプロダクトの統合です。予測市場はデリバティブ、仕組商品、自動戦略、さらには確率的シグナルを分析・取引するAIエージェントなどと連携しています。4つ目は規制方針が決定的な要因となります。どの法域、契約タイプ、配信モデルが、大規模な機関投資家の参入に対応できるかを左右するためです。最後に、新規参入者や既存企業が、市場の専門性、決済や配当の仕組み、ユーザー体験などで試行錯誤を繰り返しており、競争が激化しています。その結果、単一の形式が主流になるのではなく、基本構造を維持しつつ多様なモデルが次々と生まれています。

11. 収益機会の変化

2026年は、暗号資産経済における構造的転換の年となります。価値の獲得先は、基盤レイヤーからアプリへと移行しています。取引所、DeFiプロトコル、ウォレット、一般利用者向けアプリが既にオンチェーン手数料の大部分を占める一方、L1やL2はコストや処理能力で競合するため、意図的に手数料を抑制し、MEVを削減しています。これにより利用率は向上しますが、インフラ側の収益率は構造的に低下します。

その結果、流通やオーダーフローを握るアプリ側に価値が集約されています。2026年には、ネットワークに対するアプリの収益比率がさらに拡大する見通しです。ブロックスペースのコモディティ化が進み、基盤レイヤーの収益化が構造的に困難になる中で、アプリ主導の価値獲得の流れがより鮮明になります。

12. 質への逃避

市場の選別が強まり、トレンドだけでは時価総額を維持できなくなる中、資金は利用実績や収益機会のある資産へと集中しています。この傾向は2025年に活発化しました。BTCはオール・タイム・ハイ（ATH）を更新した一方、時価総額上位100のアルトコインの多くは価格が伸び悩み、その大半が過去のピークを大幅に下回ったままです。実需ではなくインセンティブに頼るL1やL2、DeFiプロトコルなど、持続性が伴わないプロジェクトは低迷が続いています。有望な少数のプロジェクトに資金が集まることで、それ以外の資産の流動性は低下しています。こうした動きにより、暗号資産エコシステム全体でプロジェクトの淘汰と集約が進む見通しです。

13 / 参考資料

https://www.tradingview.com/

https://fred.stlouisfed.org/

https://tradingeconomics.com/

https://bitcoin.org/en/

https://glassnode.com/

https://farside.co.uk/btc/

https://sosovalue.com/

https://companiesmarketcap.com/

https://defillama.com/

https://www.artemisanalytics.com/

https://tokenterminal.com/explorer/

https://bitcointreasuries.net/

https://www.strategicethreserve.xyz/

https://www.growthepie.com/

https://l2beat.com/

https://l2fees.info/

https://dune.com/

https://etherscan.io/

https://ultrasound.money/

https://ethereum.foundation/

https://ethereum.org/

https://explorer.solana.com/

https://solanacompass.com/

https://bscscan.com/

https://opbnbscan.com/

https://greenfieldscan.com/

https://www.bnbchain.org/

https://blockworks.com/analytics/

https://www.theblock.co/

https://www.stablewatch.io/

https://docs.mountainprotocol.com/

https://finance.yahoo.com/

https://thedefiant.io/

https://www.coingecko.com/

https://coinmarketcap.com/

https://decrypt.co/

https://www.forbes.com/

https://gam3s.gg/news/

https://cryptoslam.io/

https://token.unlocks.app/

https://itez.com/events/

https://cryptorank.io/

https://www.rwa.xyz/

https://www.brookings.edu/

https://www.bloomberg.com/

https://www.gnosis.io/

14 / 最新のBinance Researchレポート

月次市場考察 - **2026**年**1**月 - リンク
重要度の高い市場動向、注目すべきチャートの動き、今後のイベントまとめ

暗号資産ナビ：業界マップ - リンク
暗号資産の各業界の概要

Binance Researchについて

Binance Researchは、世界最大級の暗号資産取引所バイナンスのリサーチ部門です。客観的かつ包括的な分析の提供を通じ、暗号資産領域の第一人者を目指しています。所属アナリストが、暗号資産エコシステムやブロックチェーン技術、最新の市場テーマをはじめとする幅広いトピックについて、洞察に満ちた考察を定期的に公開しています。

Moulik Nagesh
マクロリサーチアナリスト

Moulik Nageshは、バイナンスでマクロリサーチアナリストを務めており、暗号資産分野には2017年から携わっています。バイナンスへの入社前、Moulikは、Web3とシリコンバレー拠点のテック企業において組織横断的な役割を担っていました。スタートアップ企業の共同設立の経験を持ち、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス・アンド・ポリティカル・サイエンス（LSE）にて経済学学士号を取得したMoulikは、同業界に包括的な視点をもたらしています。

Joshua Wong
マクロリサーチアナリスト

Joshua Wongは、バイナンスでマクロリサーチアナリストを務めており、暗号資産分野には2019年から携わっています。バイナンスへの入社前、Joshuaは、Web3フィンテックのスタートアップにてプロダクトマネージャー、DeFiスタートアップにてマーケットアナリストを歴任していました。また、ダラム大学で法学士号（LLB）を取得しています。

Michael JJ
マクロリサーチアナリスト

Michael JJは、バイナンスでマクロリサーチアナリストを務めています。バイナンスへの入社前、Michaelは、プライベート・ウェルス・マネジメント企業にてエコノミストとして勤務し、クロスアセットの割り当てを担当していました。また、メディア企業の編集長として活躍する中、暗号資産関連の報道や学習コンテンツを統括した経験も持ちます。キャリア初期には、Ernst & Youngでコンサルタントを務めたほか、エネルギー企業で原油トレーダーとして活躍していました。

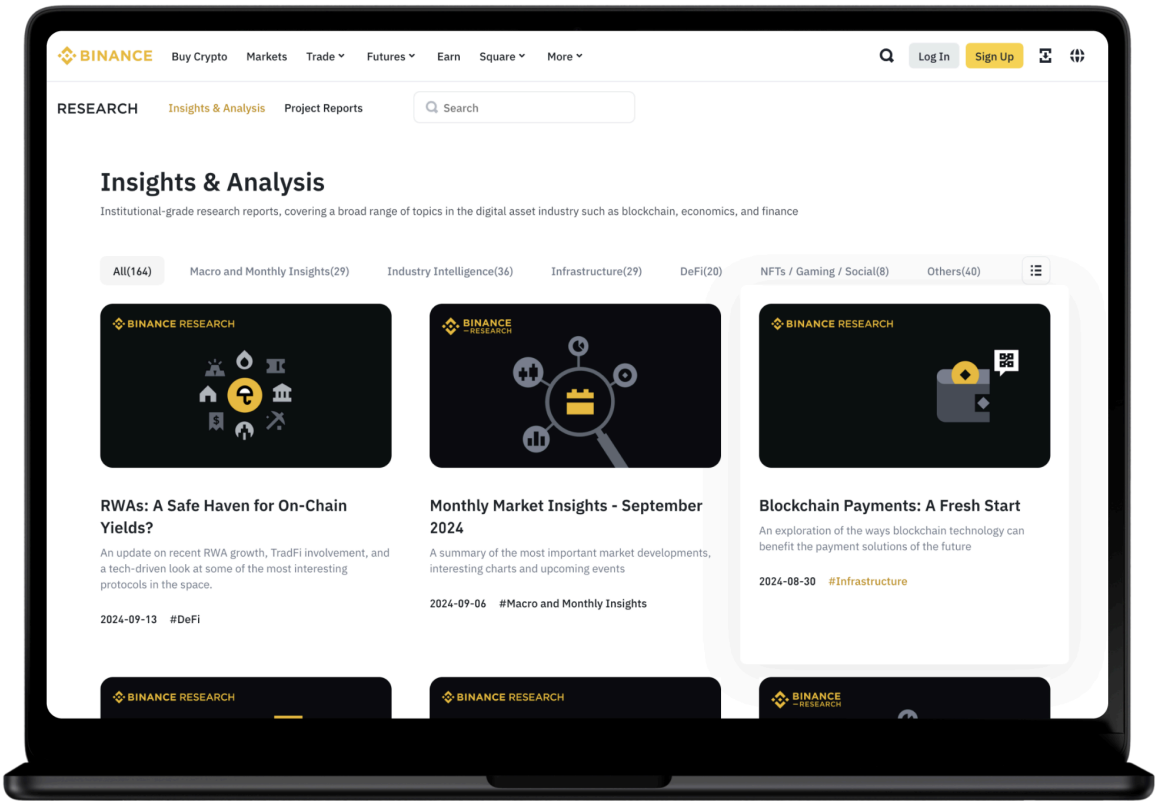
Asher Lin Jiayong

マクロリサーチアナリスト（インターン）

Asher Lin Jiayongは現在、マクロリサーチアナリストのインターンとしてバイナンスに勤務しています。バイナンスへの入社前、Asherはニューヨーク拠点のトークン管理プラットフォームに従事していたほか、スタートアップ企業であるSwedish AIのデータアナリストとしても活躍していました。Asherはまた、シンガポール国立大学においてビジネス分析の理学士号を取得しており、暗号資産分野には2018年から携わっています。

関連資料

Binance Research - リンク



フィードバックはこちらからどうぞ

免責事項：本資料は、Binance Researchが作成したもので、将来の予測や金銭的助言を目的としたものではありません。また、有価証券や暗号資産の売買、または特定の投資戦略の採用を推奨、提供、勧誘するものではありません。使用されている用語や表明された見解は、業界の理解促進と責任ある発展を目的としており、確定的な法的見解やバイナンスの見解として解釈しないでください。表明された意見は上記日付時点の執筆者のもので、その後の状況の変化に応じて変更される可能性があります。本資料の情報および意見は、信頼できると判断した独自のソースや外部ソースに基づいていますが、網羅性や正確性を保証するものではありません。したがって、正確性や信頼性に関する保証は行わず、内容の誤りや脱漏（過失による責任を含む）についても一切の責任を負いません。本資料には将来の予測や見通しが含まれる場合がありますが、その実現を保証するものではありません。情報の利用は、読者自身の責任において判断してください。本資料は情報提供のみを目的としており、金銭的助言、あるいは有価証券や暗号資産の売買や投資戦略に関する勧誘ではありません。また、現地の法律で制限されている地域において、有価証券や暗号資産の提供や勧誘を行うものでもありません。投資にはリスクが伴います。詳細はこちらでご確認ください。