

# 暗号資産市場における現物 ETF

2024年10月



# 目次

目次	1
要点	3
現物ETF：これまでの実績	4
現物ETF指標の動向	4
全体像	4
期待と現実の比較	7
現物BTCと現物ETHの比較	9
買いパターンの分析	11
市場の様々な見方	15
注目のテーマ	15
急速に成長するETF	15
新たな指標の浮上	16
TradFiとの合流	17
ETFのキャッシュフローによる二次効果	17
ビットコインドミナンス	18
市場効率の向上	18
ETFを足掛かりにした暗号資産の普及	21
今後の見通し	23
ETF商品の対象範囲拡大	23
世界市場における現物ETF	23
現物ETF関連のオプション取引	23
ステーキング利回りの導入	24
その他のデジタル資産に連動するETF	24
今後の見通し	24
マクロ指標に着目	24
暗号資産市場における好材料	25
参考資料	26
最新のBinance Researchレポート	28
Binance Researchについて	29
リソース	30

- ◆ 現物ビットコイン（以下「BTC」）上場投資信託（以下「ETF」）の累計額は93万8,700 BTC（約633億米ドル）以上となっており、他の類似ファンドを含めると、この数字はBTCの総供給量の5.2%を占めるまでとなっています。純資本流入は31万2,500 BTC（約189億米ドル）超、40週間で24週間において純流入を記録した同ETFは、1日あたり平均約1,100 BTCを市場から取得し持続的に需要を牽引しています。
- ◆ 現物BTC ETFの純資本流入は、初期の金（ゴールド）ETFを上回るパフォーマンスを見せており、1年足らずのうちに金ETFの純資本流入である約150億米ドルを上回る約189億米ドルを記録しました。金ETFの発売初年度の機関投資家数が95であった一方、現在1,200以上の機関投資家が現物BTC ETFに投資しています。い
- ◆ BTC ETFが好調である一方、イーサリアム（以下「ETH」）ETFの需要は低迷しており、11週間で8週間で資本流出を記録し、その額は4万3,700 ETH（約1億310万米ドル）となっています。BTC ETFは、現物取引量で平準化した際、各市場に極めて顕著な影響をもたらしています。
- ◆ BTC ETFでは非機関投資家が需要の約80%を占めている一方、機関投資家の参加数は第1四半期以降約30%増加しています。投資顧問数が最も顕著な成長を遂げており、そのBTC保有量は44.2%増の7万1,800 BTCとなりました。BTC ETFが証券会社、銀行、投資顧問の間で完全に拡大するには数年を要する可能性があるものの、中期的には段階的に普及の推進が見込まれます。
- ◆ 市場全体のテーマとして、現物BTC ETFが主要な市場指標となり、最も成長著しいETFの1つとして取り上げられています。BlackRockのIBITとFidelityのFBTCは、この10年間で販売された2,000種類のETFのうち、運用資産残高（以下「AUM」）による上位10銘柄となりました。BTCとS&P500の相関性が2024年初めから上昇し、従来型金融（以下「TradFi」）との合流が進んでいることが示されているほか、BTCをリスクオン資産とマクロ経済的な不透明性に対するヘッジの両方としてみなす投資家センチメントの推移が見られています。
- ◆ 現物BTC ETFは現在、BTC現物取引量の平均26.4%（ピーク時で62.6%）を占めており、これにより、BTCドミナンスの増加、市場効率の向上、ボラティリティの低下などの二次効果がもたらされています。依然として黎明期にはあるものの、その流動性と市場の認知により同ETFの普及が進んでおり、ベンチャーキャピタルの関心を集めるとともに市場包摂とオンチェーンフットプリントの拡大につながっています。機関投資家がオンチェーンのエクスポージャーを得るに当たり、これに次ぐ投資先候補の1つとしてトークン化された現実資産（以下「RWA」）が浮上しています。

- ◆ その根強い需要から、暗号資産ETF商品は世界市場全体に拡大している一方、オプション取引、ステーキング利回りを導入した商品、新規資産のETFに関しては、依然として黎明期にあると言えます。こうした商品の開発は、全体として流動性と普及の推進を目的としているものの、変わりゆく規制枠組みがこの分野でのイノベーションの成功要因となります。
- ◆ 今後、マクロ経済的状況および政策が資本流入の動向、機関投資家による買い付け、暗号資産ETFなどの商品の将来的な在り方に大きく影響することとなり、暗号資産市場の形成にとってますます重要となります。一方、持続可能な成長のためには、BTC ETF以外の商品による資本流入が必須であるほか、暗号資産市場における好材料が継続する必要性も強調されています。ブロックチェーンネイティブな商品が拡大するにつれ、オンチェーン上における同商品の普及が推進され、BTC、ETH、ひいては暗号資産エコシステム全体に対する投資を集める可能性があると言えます。

## 現物ETF：これまでの実績

米国での暗号資産市場に関連する現物上場投資信託（以下「ETF」）の承認は、本年上半期における最重要な動向の1つとなっています。現在、**10兆米ドルの驚異的な価格がついているグローバルETF<sup>(1)</sup>**は、投資家に対し長らくの間、株式、債券、コモディティ、通貨、不動産への投資における規制準拠型かつ利用しやすい方法となってきました。現物ビットコイン（以下「BTC」）およびイーサリアム（以下「ETH」）ETFの発売は大きなマイルストーンであり、これにより**従来のETFの枠組みの中にデジタル資産の選択肢がもたらされました**。この慣れ親しまれた構造により、投資家は規制に準拠した形に則りかつデジタル資産を直接保有する際の複雑性を回避しながら、暗号資産へのエクスポージャーを得られるようになります。

同ETFにより、暗号資産へのアクセスが拡大し、個人投資家および機関投資家の両方にとっての利便性が向上したと同時に、より多くの投資チャネルでの採用拡大につながっています。従来型金融（以下「TradFi」）の投資家の間では、現物暗号資産ETFは長らく、ポートフォリオにデジタル資産を含める際の玄関口とみなされていました。その発売以来、同ETFは投資家層全体を惹き付けたほか、機関投資家の新しい需要を取り込み、同市場の参加者を増やし、ひいては暗号資産市場の安定性、分散性、デプスを向上させました。こうした特徴は、以前のサイクルでは見られなかったものです。

こうした現物ETFにより生じる極めて重要な影響にはおそらく、TradFiにおいてBTCなどのデジタル資産に対し行われる検証があると言えます。多くの人にとって、同ETFは暗号資産エコシステムに初めて触れるきっかけとなり、これによりイーサリアム、BNB Chain、ソラナなどのネットワークだけでなく、分散型金融（以下「DeFi」）、ステーブルコインなどの商品とのかかわりがますます深まる可能性があります。また、BlackRock、Fidelity、Grayscaleなどの大手資産管理企業におけるBTC ETFの承認によりドミノ効果が引き起こされ、新しい投資家が暗号資産市場全体に流入することが見込まれます。こうした二次効果は、現物ETFがもたらす最も顕著な結果の1つとなるはるかに大きな意義をもたらす得ます。

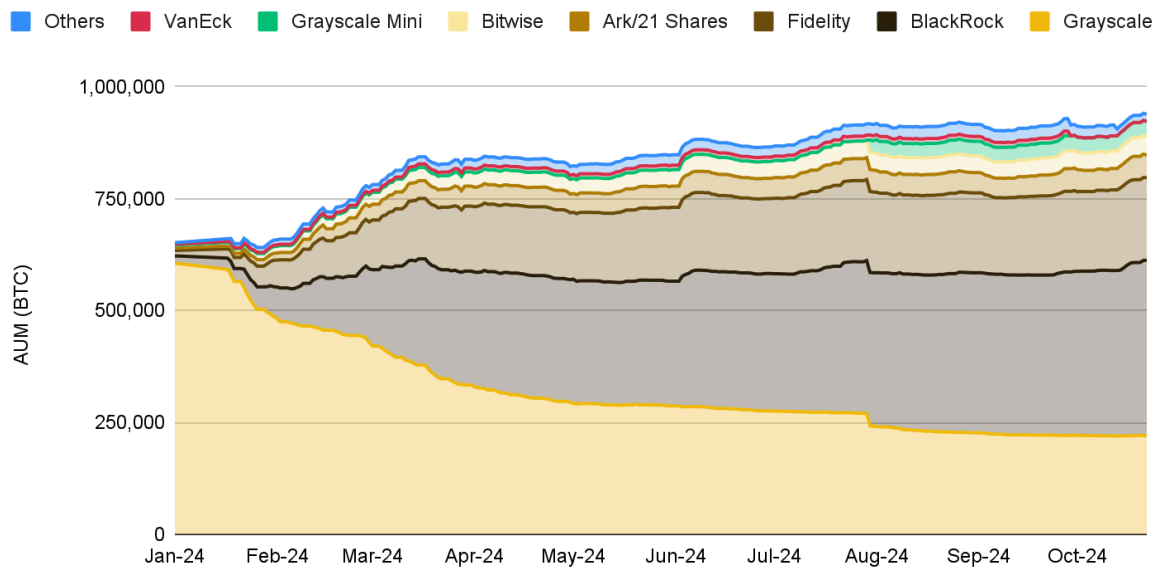
本レポートでは、現物ETFが暗号資産市場に与える影響を評価しています。最初に同ETFの初期のパフォーマンスと資本の流れを振り返り、続いて二次的な影響を含む同市場全体への影響について掘り下げ、最後に今後を見据えた視点での結論で締めくくります。主な焦点は幅広いデータに基づく現物BTC ETFに当てている一方、現物ETH ETFの動向についても取り上げていきます。

## 現物ETF指標の動向

### 全体像

現物BTC ETFの導入により、運用資産残高（以下「AUM」）と取引量の両方が影響を受け、暗号資産市場動向においてははっきりとした転換が生じました。現物BTC ETFはその発売以来急速に成長しており、その累積額は、1年以内に93万8,700 BTC（運用資産残高で約633億米ドル）以上に上っています。関心が高まり需要に拍車がかかる中、同ETFの急速な成長はその重要性を示しているといえます。

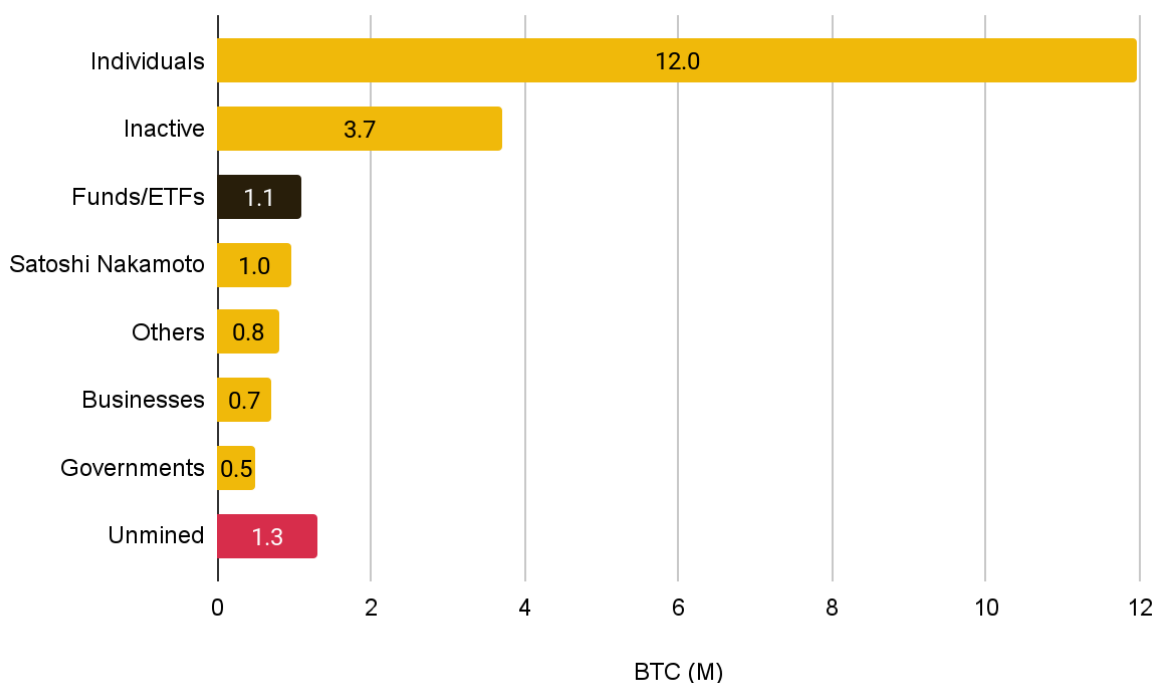
図1: 現物BTC ETFの累積額は1年足らずで93万8,700 BTC（運用資産残高で約633億米ドル）以上



出典: Glassnode、Binance Research（2024年10月22日時点）

特筆すべきは、他のBTC保有チャネルとの比較において、米国における現物BTC ETFは**最大級のBTC保有者**となる合計AUMを誇り、同暗号資産の総循環供給量の約4.5%を占めている点です。同類の他BTCファンド商品を含めるとこの数字は110万BTCとなり、総供給量の5.2%に相当します。こうしたBTCへのファンドの管理への顕著な集中は、同市場におけるBTC保有における主要な手段としてのその役割を強調するものとなっています。

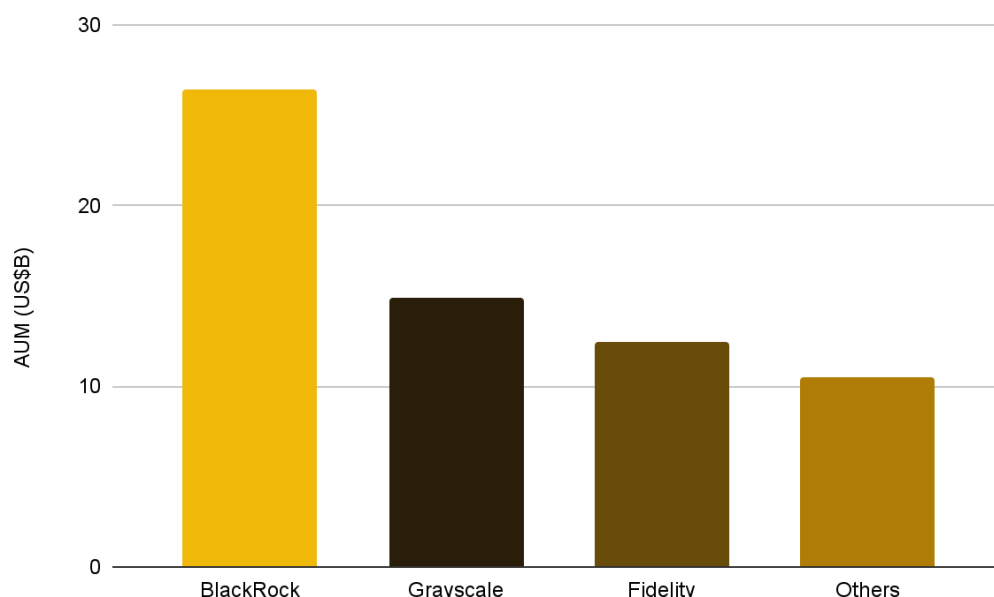
図2: ETFと同類のファンド商品の合計AUMはBTC高額保有者のうち第3位となる額となっており、BTCの総循環供給量の約5.2%を占める



出典: Bitwise、bitcointreasures.net、Binance Research (2024年8月27日時点)

主要ETFプロバイダーの中には、多大な取引量およびAUMを累積しているものが複数あります。**BlackRockのiShares Bitcoin Trust (IBIT)** が市場で最優位であり、現在までにETF全体の流入額の大部分を占め、その額は**39万1,500 BTC (AUMで約264億米ドル)** 超となっています。一方、GrayscaleのGBTCはその一貫した資本流出を見ているものの、同社における多額の初期準備金により、BTC保有者の第2位となっています。また、これにFidelity Wise Origin Bitcoin Fund (フィデリティ・ワイズ・オリジン・ビットコイン・ファンド、FBTC) が続き、上位3社の累積額が同市場の約84%を占めています。現物BTC ETFの目的はすべて共通しているものの、各ファンドにおけるブランディング、利用しやすさ、手数料、カスタディアンの選定、発売当初のプロモーションオファーなどの特定の要因が、投資家がファンドを選定する際の志向性につながっていると言えます。

図3: BlackRock、Grayscale、FidelityのETFが米国における現物BTC市場の約84%を占める

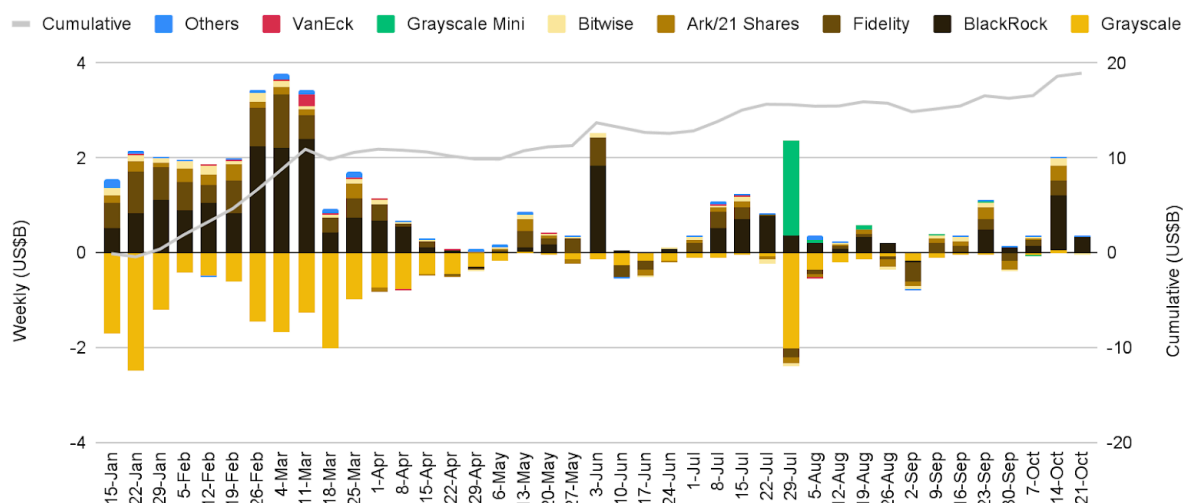


出典: Glassnode、SoSoValue、Binance Research (2024年10月22日時点)

ETFのアクミレーションの大部分が発売当初の数か月に発生した一方、年間を通して堅調かつ健全な購入数が見られており、投資家の持続的な関心が見て取れます。具体的には、**40週間のうち24週間（もしくは、10か月のうち9か月）で流入超過**となっており、該当の週における資本流入額は概して、資本流出が生じた週における少額の資本流出を上回るものとなっています。

現物BTC ETFへの週間資本流入額は、平均約10億米ドル（安値）から24億米ドル（高値）の範囲で推移しています。3月下旬におけるピーク以降の資本流入の鈍化は、投資家センチメントの安定または転換さえをも示唆するものである一方、現物BTC ETFの純資本流入額は31万2,500 BTC（約189億米ドル）超となっています。

図4: 現物BTC ETFにおける現在までの累積資本流入額は約189億米ドル超

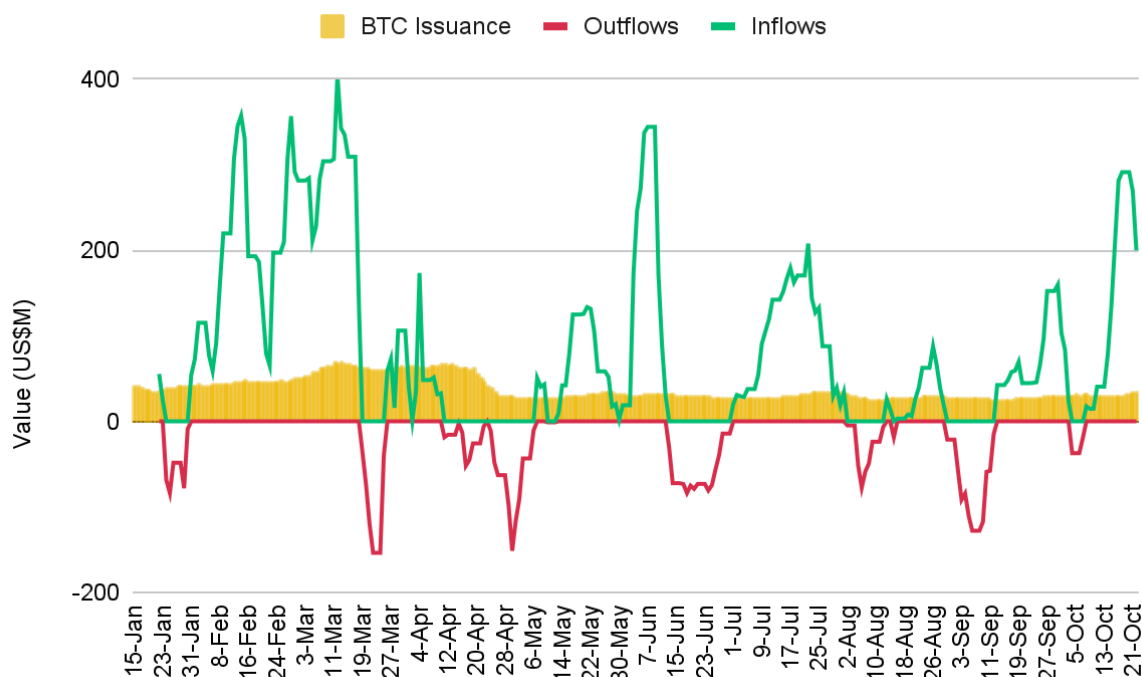


出典: Glassnode、Binance Research (2024年10月22日時点)



また、現物ETFは実質的にBTCの新しい需要源となったものの、利用できる供給量はマイナーの報酬により制約されています。このため、ETFによる資本流入額とBTCの新規発行数を比較すると、**現物BTC ETFの需要が供給を定期的に上回っていることが明らかであり**、同ETFがBTC市場にもたらすプラス方向への需要ショックが浮き彫りとなっています。また、現物ETFにより、合計で1日あたり平均約1,100 BTCが市場から取得されています。こうした需給の不均衡は、4月のBTC半減期にマイナーの報酬が50%減少して以来、激化の一途を辿っています。

図5: ETFの強い需要により同市場から1日あたり平均1,100 BTCが取得されている



データは7日移動平均線

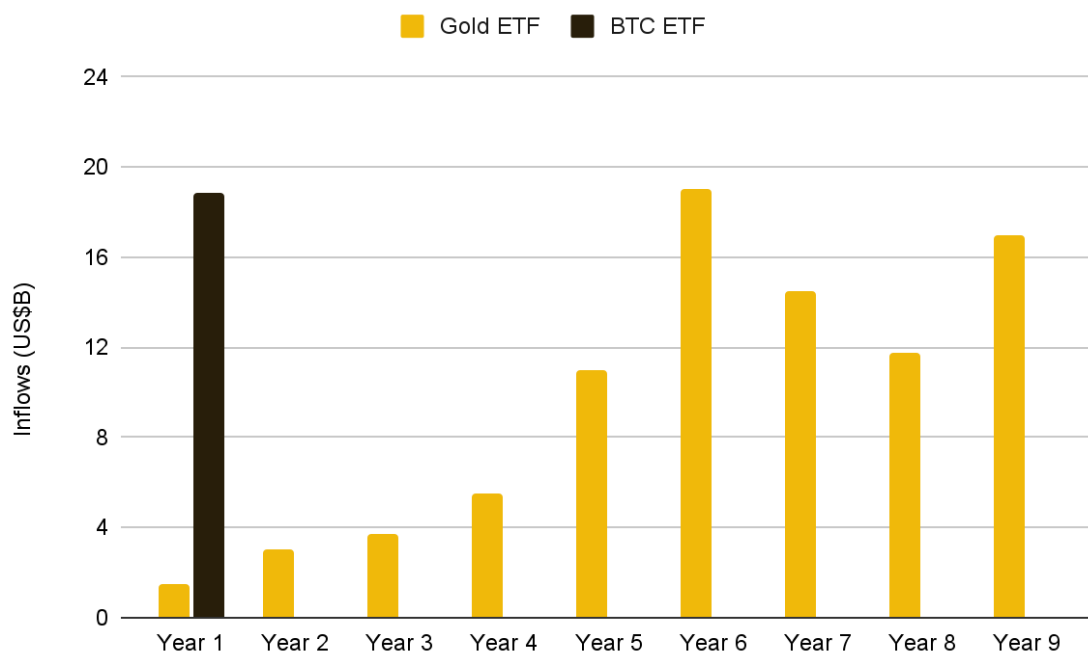
出典: Glassnode、Binance Research (2024年10月22日時点)

## 期待と現実の比較

現物暗号資産ETFを包括的に評価するにあたり、10か月は比較的短い期間であるものの、発売前の期待と発売後の現実を比較することでその変化を把握し得るでしょう。

現物暗号資産ETF市場と金ETF市場を比較すると、**BTC ETFのキャッシュフロー**は、2004年11月に発売された最初の金ETFにおける初期のパフォーマンスを上回っていることが明らかとなっています。現在の金ETF市場の時価総額は約1,309米ドル<sup>(2)</sup>である一方、米国の現物BTC ETF市場の時価総額はすでに約633億米ドルに到達しており、1年足らずで金ETFの市場規模のほぼ半分に匹敵しています。特筆すべきは、活況のもとに発売となった金ETFでは初年度に約15億米ドルの純資本流入があったものの、現物BTC ETFへの資本流入額は年末まで依然数か月ある中、すでに189億米ドル超となっている点です。加えて、**当初金ETFのフォーム13Fを申請した機関投資家は95のみ<sup>(3)</sup>**であった一方、**現物BTC ETFに投資を行う機関投資家は現時点で1,200超**となっています。顕著な実績であるのはもちろん、両ETFの発売における大幅な時間軸の違いは注目に値します。また、両ETFに関連する市場環境、貨幣の時間的価値、その他の普及に影響を与える変数は大幅に異なるため、その直接的な比較は難しくなっています。

図6: BTC ETFの資本流入額が金ETFの発売当初の水準を大幅に上回る



出典: Bitwise、Farside、ETF.com、Binance Research (2024年10月17日時点)

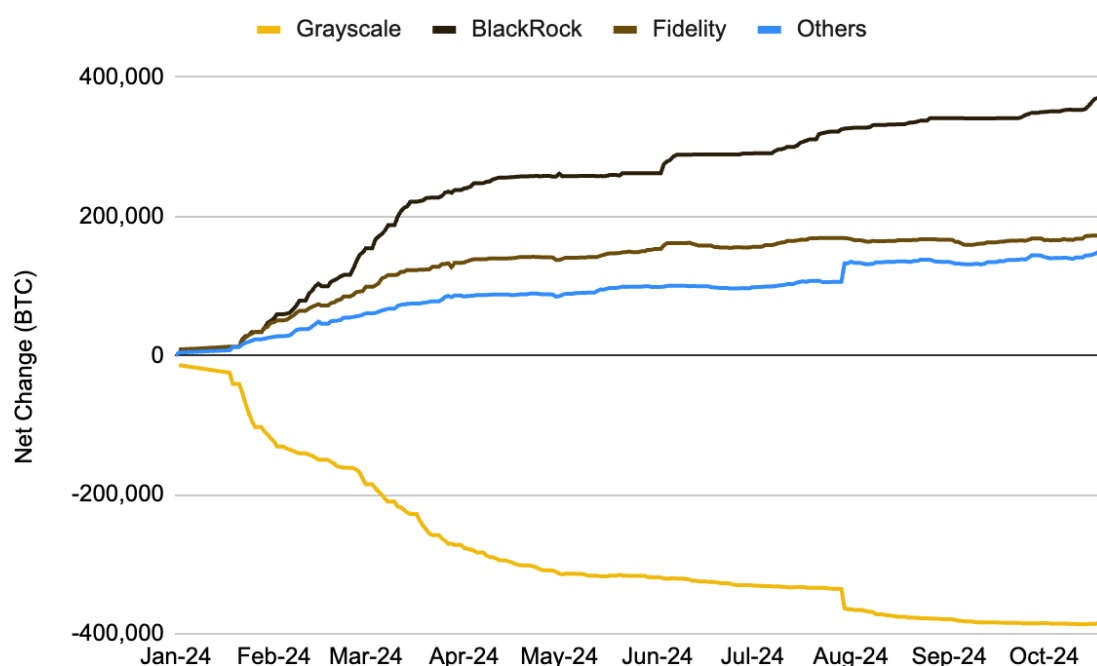
BTC ETFの発売前の予測からも、その現在のパフォーマンスに関する背景情報が読み取れます。例えば、Galaxy Digital<sup>(4)</sup>は、同ETF発売後の1年間ににおける資本流入を140億米ドルと保守的に予測し、続いて2年目には270億米ドル、3年目には390億米ドルへと成長するものと予測していました。現状、**BTC ETFの純資本流入額はすでに189億米ドルに到達しており、こうした予測を上回る結果となっています。**

一方、こうした資本流入がすべて新たな資本ではないことにも留意する必要があります。部分的には既存のポジションの入れ替えによるもので、投資家が新たな資金を投入したの

ではなく、保有資産の調整を目的として一部の資本がETFに流入したものと見られます。こうしたアキュムレーション（買い集め）の多くは本年の初めに見られ、3月以降はその資本流入が大幅に鈍化しました。前述の予測が慎重なものであったとすれば、こうした鈍化から、現物暗号資産ETF市場がまだ予測ほど堅調となっていない可能性が読み取れます。同市場では資本流出の増加や大手の機関投資家による寡占状態などが主な課題となっており、BTC ETF市場の完全な発展にはさらに時間を要する状況となっています。

資本流出は、主にリスクオン資産に影響を与えるマクロ経済要因、ならびに**GrayscaleのGBTCに関連する商品特有の要因**により生じています。これには、同商品の長期保有者の撤退を可能にした償還にまつわるハードルの撤廃、ETFの承認後にGBTCの魅力が薄れたことによるアービトラージ投資家の撤退、また高い手数料を嫌い投資家が低コストのETFに移動したことなどが該当します。当初のGBTCの資本流出は他ETFへの資本流入により相殺されたものの、最近のデータからは、BlackRockのIBITやFidelityのFBITなど最も買いを集める銘柄における需要の鈍化を示しています。折よく、Grayscaleの資本流出額グラフの勾配が平坦化していることから判断できる通り、**GBTC関連の資本流出も減速**しています。

図7: GBTCはBTC ETFの中で最大の純資本流出を見てきたものの、この影響は徐々に減少している



出典: Glassnode、Binance Research (2024年10月22日時点)

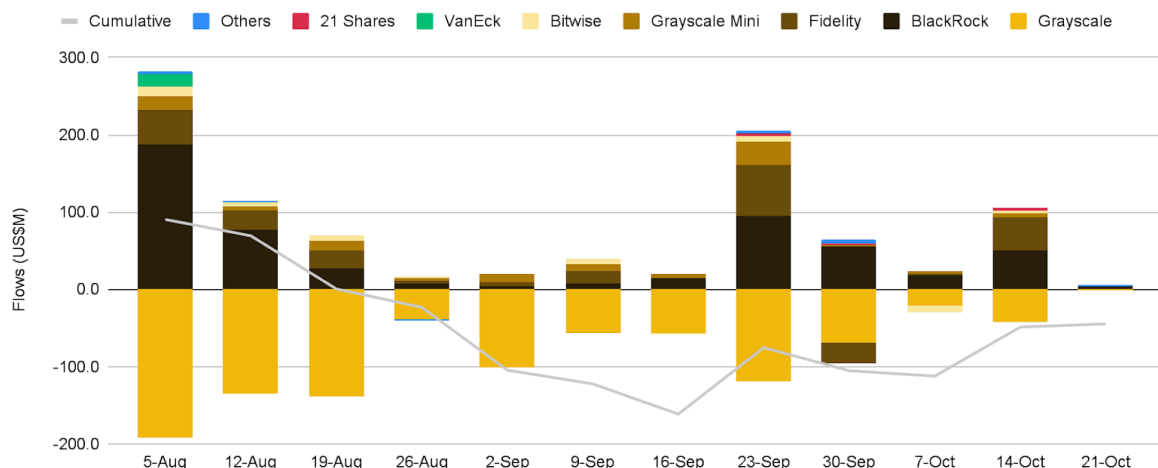
概して、当初の活況によりETFには即座に資本が集まるものの、一般的には**その需要は最終的には正常化されると**予測されていました。一方、多彩な要因が市場動向に影響を与えるため、資本流入は直線的に増加すると予測されることはありません。また、特に市場の調整と安定化に伴い、需要の鈍化と不定期な資本流出の期間があるとも予測されていました。加えて吉報としては、GBTCに関する過剰な取引の解消が過去のものとなったため、今後は市場にまつわる好材料により純資本流入が強く影響を受ける可能性が予測されています。

## 現物BTCと現物ETHの比較

本年7月下旬に現物ETH ETFが無事承認・発売され、暗号資産市場における重要なマイルストーンとなりました。これにより、デジタル資産の2大巨頭であるビットコインとイーサリアムの投資手段の選択肢が増えました。また、この両資産を合わせた時価総額は**1.6兆米ドルを超え、暗号資産市場の70%を占める額**となっています<sup>(5)</sup>。一方、ETH ETFの需要は比較的低迷しており、大抵のファンドでは依然として多額の純資本流入を待っている状態となっています。現在までにETH ETFからは2万1,200 ETH（約4,470万米ドル）の資本流出があり、**11週間で8週間（3か月連続）で純流出を記録しています**。この結果、同ETFの合計**AUMは現在約270万ETH（約72億米ドル）**となっており、その発売以来減少傾向にあります。

この傾向の主な要因として、Grayscale's Ethereum Trust（グレースケール・イーサリアム・トラスト、ETHE）からの償還アクティビティ、ならびにその他のETH ETFからの資本流入不足（現物BTC ETFと反対の状態）が挙げられます。以前はETHE商品の購入のみに選択肢が限られていた多くの投資家が、新しいETFの仕組みを活用するために株式を償還しています。ETHEの手数料は新しいETFの手数料（ほぼゼロ）を大幅に上回る2.5%の手数料となっており、ETHEからの償還を後押しするインセンティブとなっています。その他の要因には、市場における好材料不足、イーサリアムが担う価値の保存ではなくユーティリティ資産としての役割、ETH先物ETFに対する比較的低い需要などが挙げられます。また、こうした事態が深刻になった一因として、**ETH ETFの発売と市場のパフォーマンスが低い時期が重なったため、早期の資本流入が抑制されたことが考えられます**。

図8: ETH ETFの純資本流入はマイナス、累積資本流出額は約4,470万米ドル

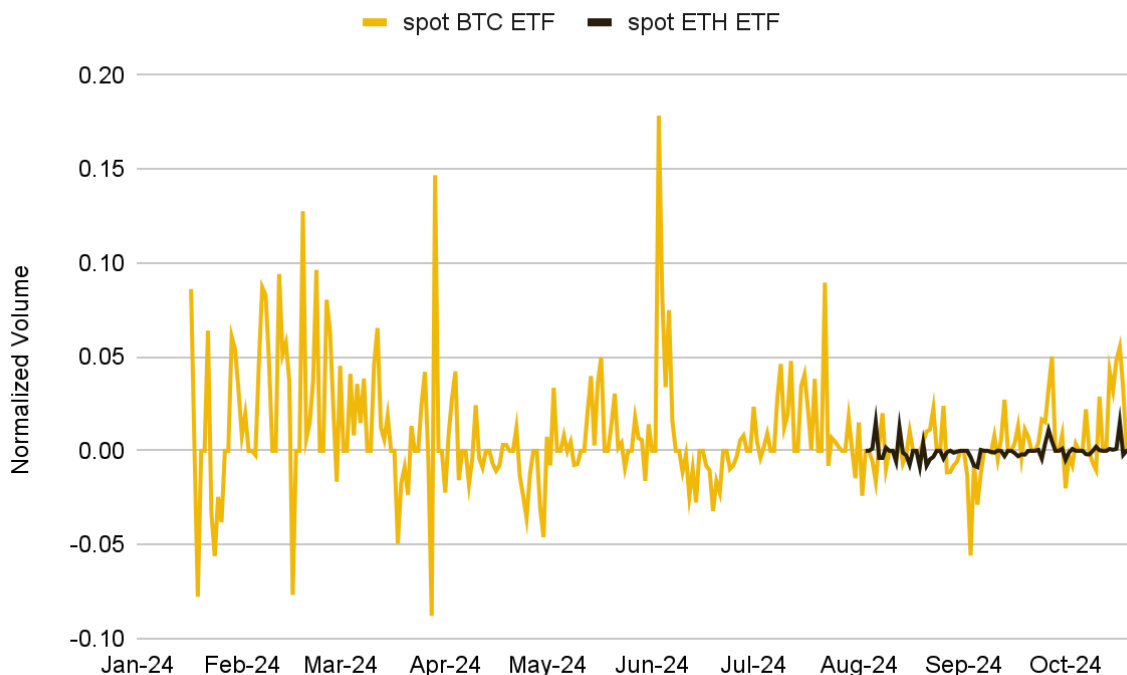


出典: Glassnode、Binance Research（2024年10月22日時点）

BTCとETH ETFが与える市場への影響の比較に当たり、現物取引高でETFの純資本流入を平準化すると、BTC ETFが与えるビットコイン市場への影響はETH ETFがイーサリアム市場に与える影響よりも著しく大きいことが分かります。下の図が示す通り、**BTC ETFの取引高はビットコイン現物取引高の±8%の範囲**となる一方、**ETH ETFの取引高はイーサリアム現物**

取引高のわずか $\pm 1\%$ の範囲に留まっています。このことから、現物取引高の調整後であっても、投資家のBTC ETFに対する需要がETH ETFと比較して大幅に高いと判断できます。

図9: ETH ETFがEthereum現物市場に与える影響は、BTC ETFがビットコイン現物市場に与える影響よりも著しく小さい



出典: Glassnode、Binance Research (2024年10月22日時点)

こうした結果にもかかわらず、資本流入のボラティリティの中で相応量の分配を確保したBTC ETFの初期のパフォーマンスと同様、ETH ETFもボラティリティを経験しながら市場での足場を固める可能性があります。一方、BTC ETFは資本流出期間後に反発による資本流入が生じ回復力を示したものの、ETH ETFが長期的かつ持続的な投資家需要を高められるか否かの見通しはまだ立っていません。

## 買いパターンの分析

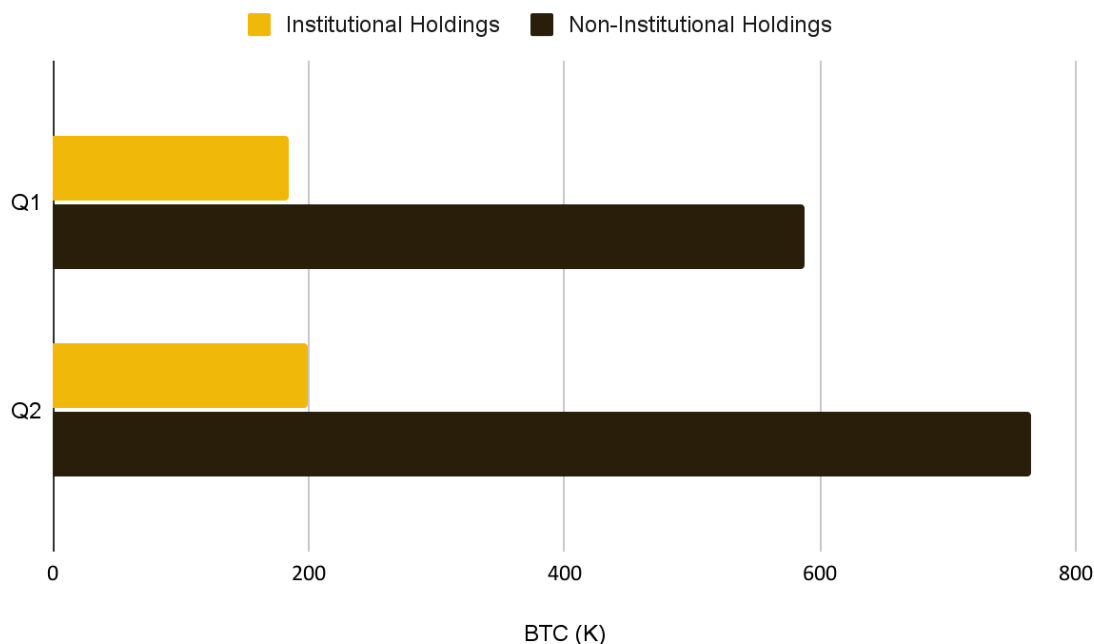
新たな現物BTC ETFの需要を理解するためには、主要な購入者に関するプロフィール分析が不可欠です。第2四半期におけるフォーム13Fの申請に関する最近のデータによると、現物BTC ETFのAUMの大部分は、機関投資家ではなく非機関投資家（個人投資家）が占めています<sup>(6)</sup>。BlackRockは、BTC ETFの購入の約80%がオンラインの自己管理型証券口座を通してのものだった可能性が高いと指摘しており、前述の見方をさらに裏付けています<sup>(7)</sup>。ビットコインに関する過去の強固な個人投資家基盤、ならびに個人投資家が利用できるプラットフォーム上での同ETFの入手可能性を踏まえると、特段驚きには値しません。

**「BTC ETFの購入の約80%は、非機関投資家（個人投資家）がオンライン上の自己管理型証券口座を通してのものだった可能性が高い」**

現在、非機関投資家が現物BTC ETFの需要の大部分を牽引しており、第1四半期以降その保有量は約**17万6,200 BTC**増加しています。有望な成長と言える一方、新しいETFに流入するすべての資本が暗号資産分野に対する新しい投資によるものではありません。むしろ、こうした購入行動の大部分は、これまで個人投資家が取引所や個人投資家向けのブローカーを介して保有していたデジタルウォレット<sup>(8)</sup>から利便性が高く規制準拠型である現物BTC ETFへの移行を表している可能性があります。これは、現物ETFが担う二重の役割、すなわち、新規投資家のオンボーディングがその1つ、そして煩雑なオンチェーン上での直接保有やGrayscale's BTC Trustなどの流動性が低くかつ手数料が高い商品などの選択肢よりも規制準拠型の代替商品であるETFを好む既存投資家を惹き付けることの2つの役割を示すものでもあります。



図10: 非機関投資家の保有量が現物BTC ETF AUMの約80%を占める



出典: Bloomberg、21Shares、Binance Research (2024年10月10日時点)

現在の買いパターンは機関投資家における需要の高まりの遅れを示しているものの、その保有量は依然として緩やかな成長を遂げており、**第1四半期以降約1万4,400 BTCの増加**となっています。特筆すべき指標として、**機関投資家数における約30%の増加**が見られ、第2四半期におけるフォーム13Fの申請件数は**約950から1,200超に増加**しました。こうした増加は、新規投資家と既存投資家両方が価格下落局面においてもBTCのエクスポージャーを継続的に取り入れたことを示しており、同暗号資産の有望性と機関投資家の関心にまつわる回復力を強調するものとなっているほか、同投資家クラスにおける一貫した自信を表すものとなっています。

より詳しく見ると、同ETF保有者の上位層は、**投資顧問、ヘッジファンド、銀行などと多岐にわたるグループ**となっています。特に投資顧問における同暗号資産の保有量は最も顕著な成長を遂げており、**7万1,800 BTC超（第1四半期から44.2%増）**となっています。さらに、最大のBTC ETFであるIBITの投資アドバイザー層のみに着目した場合でも、その資本流入単体で**本年に発売したETFの中で最も急速に成長したETFの1つ**に数えられます。これは、現在非機関投資家がもたらす需要に押され気味ではあるものの、機関投資家層がBTC ETFを十分なペースで購入していることを示しています。

同暗号資産の有望性を示す別の指標として、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、ウィスコンシン州投資委員会をはじめとする大手銀行や年金基金などによる採用が挙げられます。こうした非機関投資家の参入により同暗号資産の正当性が高まるほか、**ビットコインなどのデジタル資産が主流の金融および投資ポートフォリオに統合されること**で、その普及と同市場の成熟につながります。

図11: 機関投資家間での現物BTC ETFは需要増、投資アドバイザーが最大の投資家でありヘッジファンドがこれに続く

投資家の種別	AUM		投資家数	
	BTC (千単位)	前四半期比 (%)	合計数	前四半期比 (%)
投資アドバイザー	71.8	44.2	999	29.6
ヘッジファンド	61.1	-7.4	137	28.0
マーケットメイカー	27.9	6.3	12	71.4
その他	27.5	-10.5	6	50.0
証券会社	5.5	-3.5	26	73.3
年金基金	1.7	-23.7	2	100.0
プライベートエクイティ	1.2	8.0%	8	14.3
銀行	1.1	16.1	52	36.9
持株会社	0.4%	-70.3	11	22.2
信託会社	0.4%	248.9	6	50.0
ファミリーオフィス / 信託会社	0.1	128.8	7	133.3
保険会社	0.03	-9.4	3	0.0
ベンチャーキャピタル	0.02	-5.8	1	0.0
一般企業	0.02	63.4	1	0.0

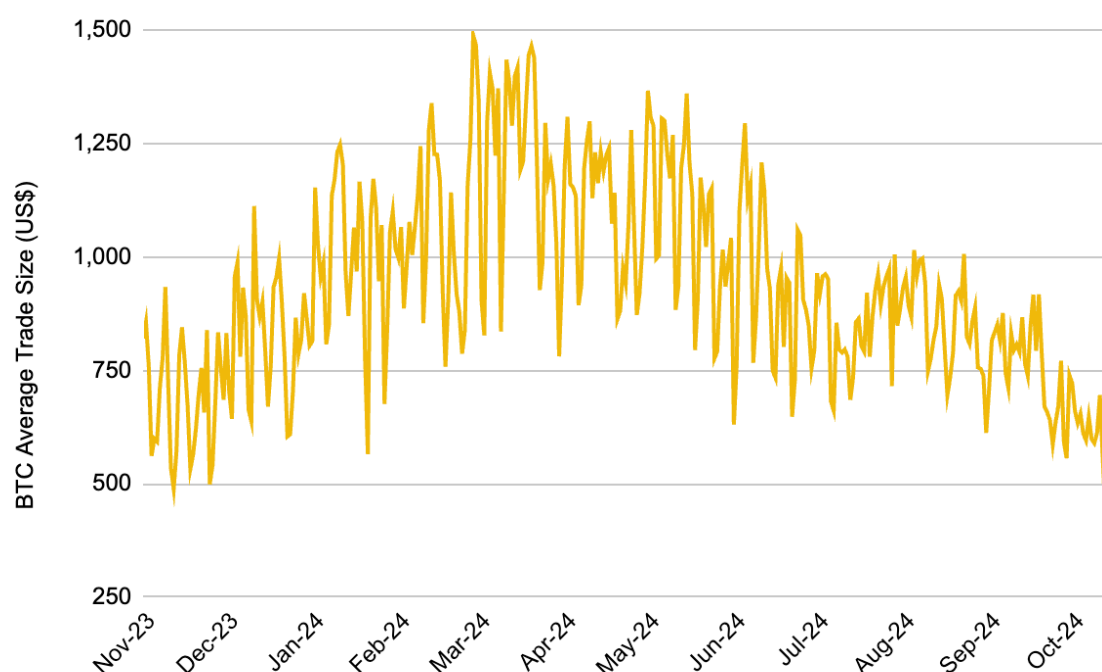
出典: Bloomberg、21Shares、Binance Research (2024年10月10日時点)

一方、機関投資家の多く（資本配置について検討中の機関投資家を含む）はまだ同市場に参入していません。33の取引所におけるビットコインの平均取引規模（一般的に機関投資家の参入が増えると増加する）は、当初本年3月時点で**1,500米ドル**に拡大した後、**ETF発売前の規模に縮小**しました。機関投資家により取引規模が経時的には拡大すると予測されるものの、おそらく市況の変動と世界的な流動性に関する不透明性により、年間を通した取引規模の著しい変動は現在までに生じていません。



こうした慎重なアプローチは、TradFiの機関投資家が通例として暗号資産市場などの新市場に参入する際の在り方と一致しています。ETFが10か月以上に渡り購入できる状態であるにもかかわらず、一部の銀行は暗号資産商品へのアクセスを制限しています。例えば、モルガン・スタンレーは指定の資産およびリスク許容度に関する要件を満たす顧客を対象に、最近になってようやく現物BTC ETFの提供を開始しました<sup>(9)</sup>。その反面、現物BTC ETFに対する関心は着実に高まっており、証券会社、銀行、投資アドバイザーからのアクセスは増加しています。こうした商品を自社のラインナップに取り入れる機関投資家が増えるにつれ、経時的にその普及が進むことが予測されています。これにより、現物ETFがポートフォリオにおける主力の投資商品と位置付けられることが見込まれます。

図12: BTC平均取引規模は当初拡大したものの、その後ETF発売前の規模に縮小



出典: Kaiko、Binance Research (2024年10月17日時点)

今後、教育に関する継続的な取り組み、ターゲットを絞ったマーケティング、取引ツールおよびオンチェーンツールの改善により、機関投資家のオンボーディングが推進されると見込まれます。これにより、機関投資家におけるデジタル資産への抵抗が薄れることに伴い、キャッシュフローの増加が期待できます。新しい資本流入の増加による影響が見られなくなった後、暗号資産市場のさらなる成長に求められる取引規模および流動性向上のためには、機関投資家の資本が不可欠となります。

機関投資家と非機関投資家の需要の比較から投資家のプロフィールへと着眼点を移すと、暗号資産ETFの需要に関する潜在的な動向についての洞察が深まります。チャールズ・シュワブの調査によると、暗号資産はミレニアル世代において人気のあるETF資産クラスであり、X世代では株式に次いで2番目に人気のある資産クラスであるものの、団塊世代では遅れをとっている状況となっています。

また、**ETF投資家の45%が今後ETFを通した資産配分を予定しており、前年の38%から増加しています<sup>(10)</sup>**。こうした関心の増加により、暗号資産ETFは株式に次いで2番目に人気のある資産クラスとして位置付けられ、債券とオルタナティブ資産の需要を上回っています。世界的な流動性の向上と利下げによるリスクオン資産への投資意欲の高まるにつれ購入者からの選好が具体的な需要の増加につながるか否かの見通しは依然として不透明ではあるものの、前述の人気の高まりは、従来型資産と比較した際のデジタル資産に関する認識の変化を反映したものとなっています。

**図13：ミレニアル世代の暗号資産ETFに対する需要は最も高い一方、団塊世代の関心は比較的低い**

ETF種別	ETF投資家*		
	ミレニアル世代	X世代	団塊世代
暗号資産	62%	44%	15%
米国株式	48%	56%	65%
債券 / 確定利付債	47%	42%	42%
不動産	46%	37%	31%
海外証券	28%	28%	24%
オルタナティブ資産	25%	17%	11%

\*ETF投資家に対し、「来年、ETFを通してどの資産に投資する予定ですか? 」と質問した際の回答結果  
出典：チャールズ・シュワブ、Binance Research（2024年10月10日時点）

## 急速に成長するETF

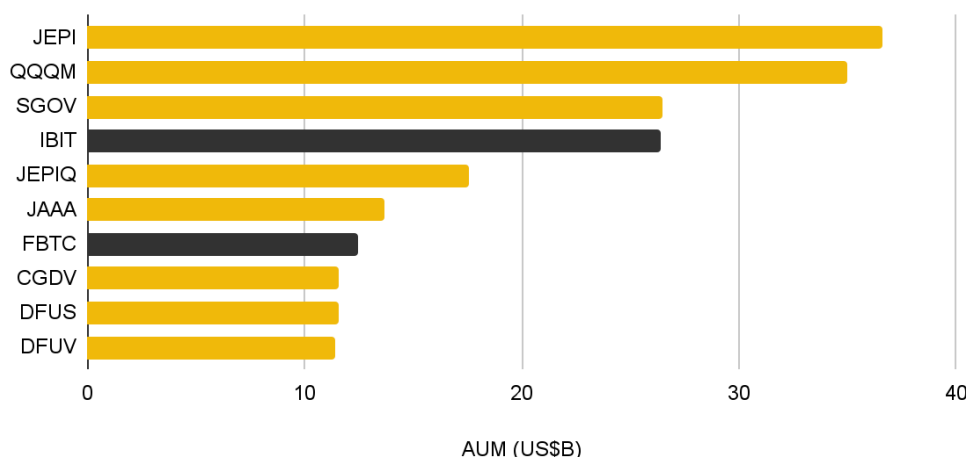
BlackRockのCEOであるLarry Fink（ラリー・フィンク）CEOは同社のBTC ETFであるIBITを業界で最も急速に成長したETFの1つとしており、これはデータにも裏付けられています<sup>(11)</sup>。現物BTC ETFは取引開始後の最初の数週間で数十億米ドル規模の資本流入を記録し、これはETFの基準と照らし合わせると顕著な成果となっています。GrayscaleのGBTCを除く大抵のBTC ETFでは継続的な資本流入が発生し、中でもBlackRockのIBITは**71日連続で首位**となり、これまでに発売したETFで上位10位入りを果たしました<sup>(12)</sup>。

「IBITは、史上最速で成長するETFとなっている」

米国ETF市場全体へと視野を広げると、同様に顕著な結果が出ています。**2024年に発売された525の米国ETFのうち、資本流入額上位25位中13位がビットコイン関連ETFまたはEthereum関連ETFとなっています。**この上位を占める4種類の現物BTC ETFは、BlackRockのIBIT、FidelityのFBTC、ARK 21SharesのARKB、BitwiseのBITB<sup>(13)</sup>となっています。

さらに、この10年間に発売されたETFに広げて着目すると、BlackRockのIBITとFidelityのFBTCは2,000種類超のETFのうちAUMで上位10位に入っており、同ETFが本年発売されたばかりであることを考慮すると、これは並外れた結果であると言えます。また、こうした数字は、現物BTC ETFの急速な成長を強調するとともに、資産クラスとしてのビットコインの普及と投資家における関心の高まりを浮き彫りにしています<sup>(14)</sup>。

図14: この10年間に発売された2,000種類のETFのうち、BlackRockのIBITとFidelityのFBTCは発売後1年足らずですでにAUM上位10位入りを記録



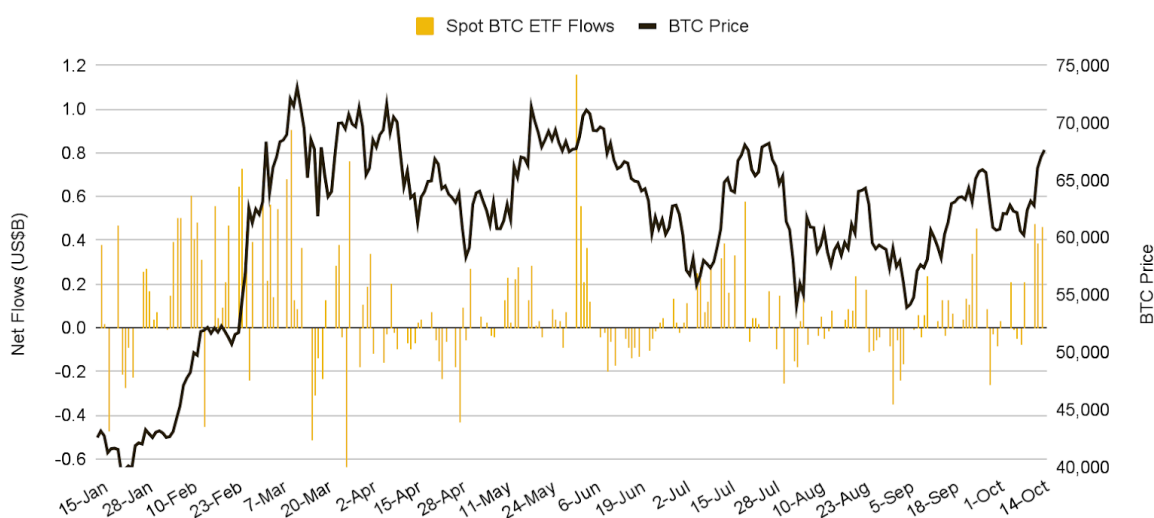
出典: Bloomberg、Binance Research（2024年10月22日時点）

## 新たな指標の浮上

ETFのキャッシュフローは、暗号資産市場における主要な市場指標とみなされており、あるETFの価格変動による別のETFの価格変動の発生や、これにより別のETFの価格変動が牽引される**双方向的関係**を示すものとなっています<sup>(15)</sup>。こうしたETFの資本流入と資本流出は通常、価格変動に関連していることから、その価格発見への影響は注目すべき点であると言えます。この理由として、ETFの資本流入と資本流出により利用可能な供給量が減少し、その大きな存在感により市場動向が大幅に左右される可能性があることが挙げられます。

ETFの資本フローにより、価格動向を超え、従来は暗号資産へのエクスポージャーが限定的であった市場セグメントの動向に関する価値ある洞察がもたらされます。**機関投資家による採用**は、特にその投資における資本が大規模となることを考慮すると、ポジティブな市場のセンチメントをもたらすこととなります。

図15: その高まる存在感から注目すべき指標として浮上する現物BTC ETFの資本フロー



出典: Glassnode、Binance Research (2024年10月17日時点)

現在、現物BTC ETFはビットコインの時価総額の約5%を占めており、その影響力はまさに同ETFが占める市場の割合によって決まることとなります。ETFの資本フローをモニタリングすることで価値ある洞察が得られ短期的なトレンドを把握できる一方、暗号資産市場全体における文脈を把握することが重要となります。**ETFの資本フローは、市場環境全体に影響を与える要因のうちの1つに過ぎないためです。**

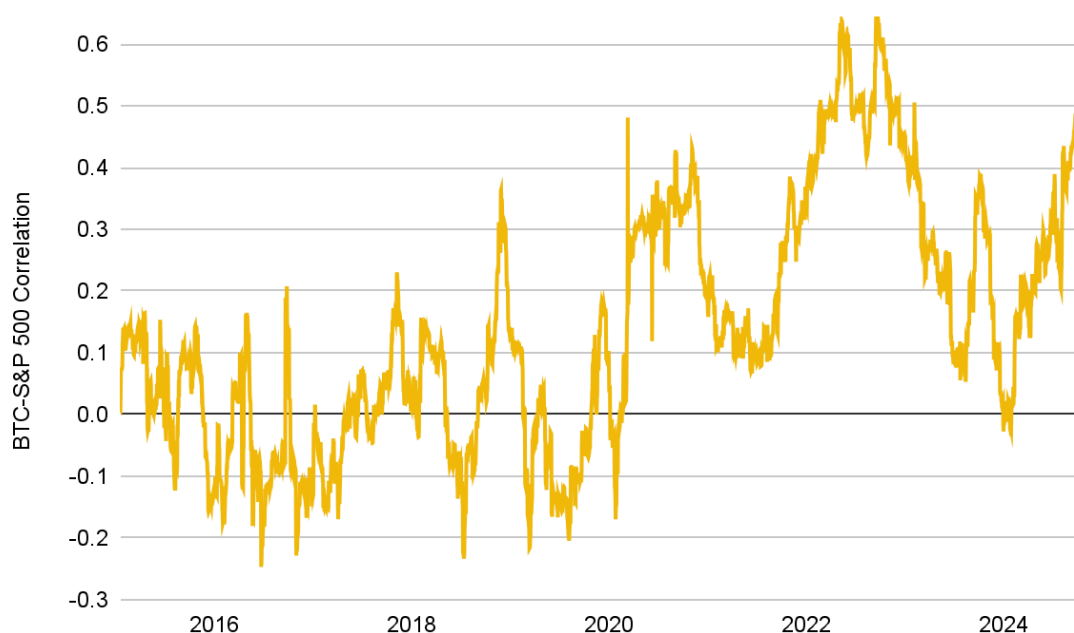
## TradFiとの合流

これまでの間、暗号資産はS&P500やナスダック総合指数などの従来型の株価指数との比較的弱い相関性を保ってきており、ビットコインは従来型市場のボラティリティに対するヘッジとして人気を集めていました。一方、最近ではこの流れに変化が生じており、暗号資産と米国株式の相関関係の強さは史上最高となっています<sup>(16)</sup>。こうした変化は、ビットコインがリスクオン投資であると同時に、マクロ経済の不透明性に対する潜在的なヘッジであるとみなされるようになった投資家センチメントの推移を示すものとなっています。

現物ETFは、暗号資産市場とTradFi市場を橋渡しすることで、こうした合流の一因となっています。過去1年間における資本流入と資本流出は、TradFi市場における循環的なセンチメントの推移とリバランスの傾向をより一層強く反映するものとなっています。また、新規かつ主流のアクセスポイントとなる現物ETFの導入により、機関投資家の参入が進んでいます。こうした動向はマクロ経済状況の変化と相まってビットコインの市場力学の再形成につながっており、金利やインフレなどの要因に注目する必要性が増しています。

興味深いことに、この相関関係の強まりは、世界的な流動性に制約がもたらされた高金利環境において最初に観察され、現物BTC ETFの発売後、市場が利下げを予測し始めた際に再び観察されました。ビットコインとの相関関係は特に米ドルの実質金利や流動性の急変動時に一時的に強まったものの、これらの例ではほとんどが短命に終わってしまいました。この傾向が長期的に継続するか否かの見通しは、まだ立っていません。ただし、ビットコインと従来型市場の相関関係が強まった場合、オルタナティブ資産クラスとしての役割の要となる、独立したヘッジおよびポートフォリオ分散対象としての優位性が幾分失われる可能性があります。

図16: ビットコインとS&P500の相関関係は、リスクオン資産への選好度上昇に伴い史上最も高い水準へと強まっている



出典: Coin Metrics、Binance Research (2024年10月17日時点)

## ETFのキャッシュフローによる 二次効果

暗号資産ETFがもたらす直接的な資本流入以外で最も予測されている影響の1つに、同ETFが及ぼす全体的な影響が挙げられます。ETFとしてまとめられた商品の正当性の高まりと合わせ、注入される資本が市場全体に浸透し、市場の全体的な健全性に影響が生じ関連資産の採用推進につながる傾向があります。これは、ビットコインの持つ**暗号資産市場における優位性**に由来する中心的な役割を考慮すると、特に重要となります。ETFは未だ発展途上にあり、こうした二次効果の全容解明までには時間を要することが見込まれるものの、初期の指標は著しい変化が進行中であることを示すものとなっています。

### ビットコインドミナンス

現物BTC ETFはビットコインドミナンスにプラスの影響を与えており<sup>(17)</sup>、リスクプレミアムが継続的に高いアルトコインと比較した際、同ETFのキャッシュフローはBTCに対する需要の高さを示すものとなっています。ビットコインドミナンスは、現物BTC ETFに関する初めてのニュース発表を受けて2023年後半に上昇し始め、その発売以来加速しています。金利をはじめとする各種要因がこうした傾向に影響を与えているものの、新たな投資手段としての現物ETFの導入により、ビットコインの位置付け（回復力のある投資可能な資産であること）に対する市場の信頼が回復しました。同ETFによりより多くの取引機会が提供されることとなり、市場における透明性が高まったことで、プラスの価値効果が生じています。

**図17: ETFにより市場の信頼が回復しビットコインドミナンスが上昇、3.5年ぶりの高水準に到達、2021年4月以来の水準に近づく**



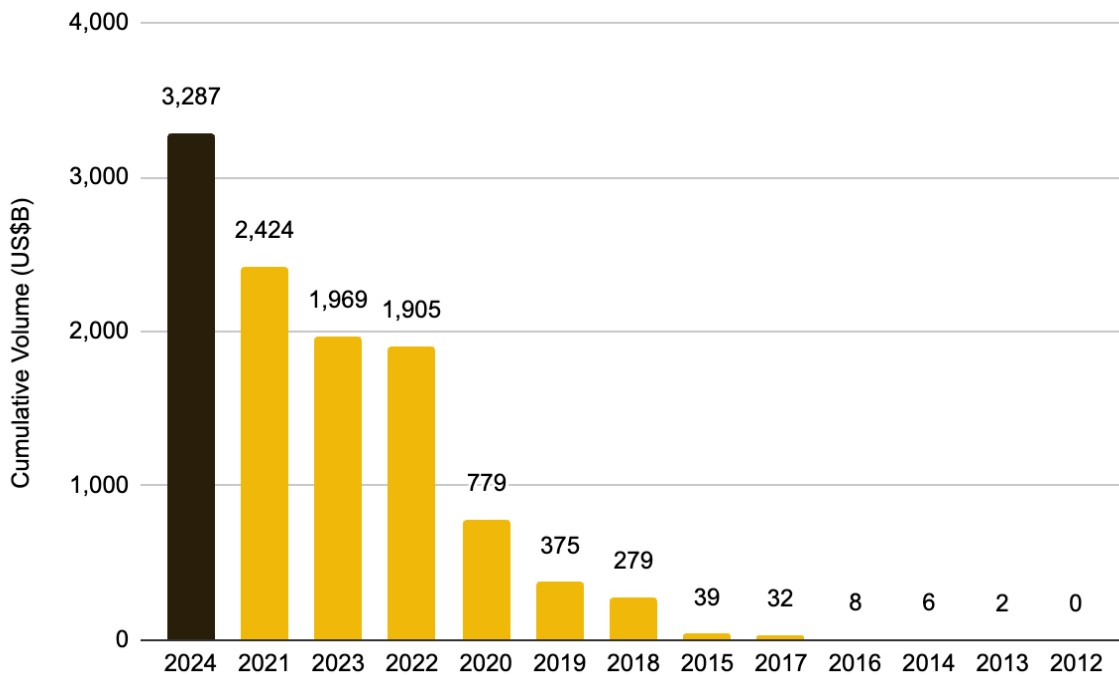
出典: CoinMarketCap, Binance Research (2024年10月10日時点)



## 市場効率の向上

- ◆ **取引量**: 現物ETFの発売以来、BTCの取引量は現物市場とデリバティブ市場の両方で大幅に増加しており、建玉も著しく増加しています。2024年におけるBTC現物の累積取引量は実際、最初の10か月ですでに記録的な水準に到達しており、**1日あたりの現物BTC取引量は昨年と比較して66.9%以上増加しています**。

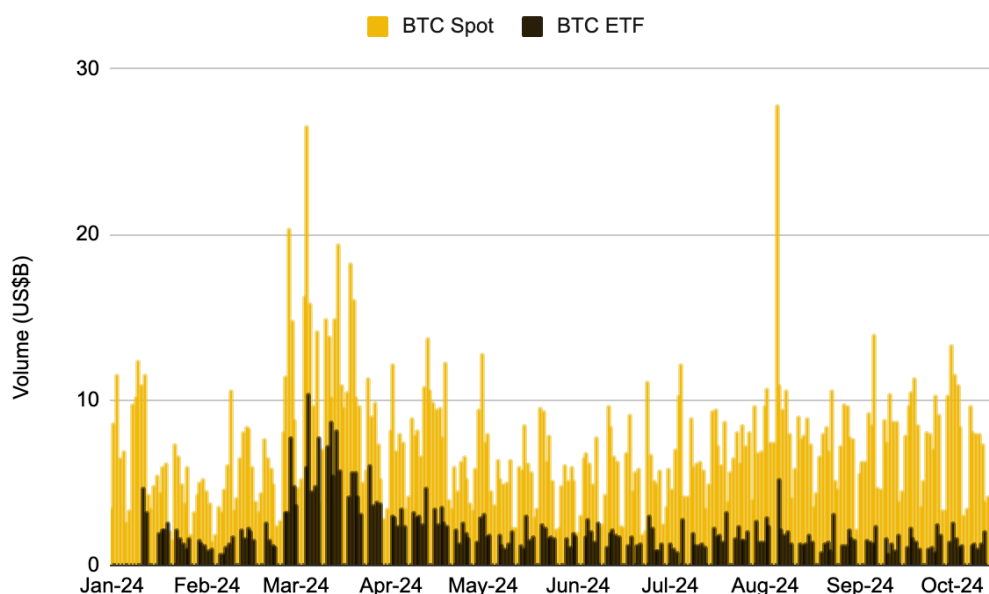
図18: ビットコイン現物取引量は現物ETFの発売以来最高水準に到達、2024年は記録的な年に



出典: Kaiko、Binance Research (2024年10月17日時点)

米国の利下げ予測などのマクロ経済における好材料を背景に、現物ETFの**1日あたりの平均取引高が23億米ドルにも上る**ことも、その成長を牽引しています。現在、BTC取引量に占める現物BTC ETFの割合は顕著に増加しており、一部の中央集権型取引所および分散型取引所における全取引量の水準に近づいています。取引量の増加は、ETFがBTCの市場流動性に与える影響として注目すべきものとなっています。

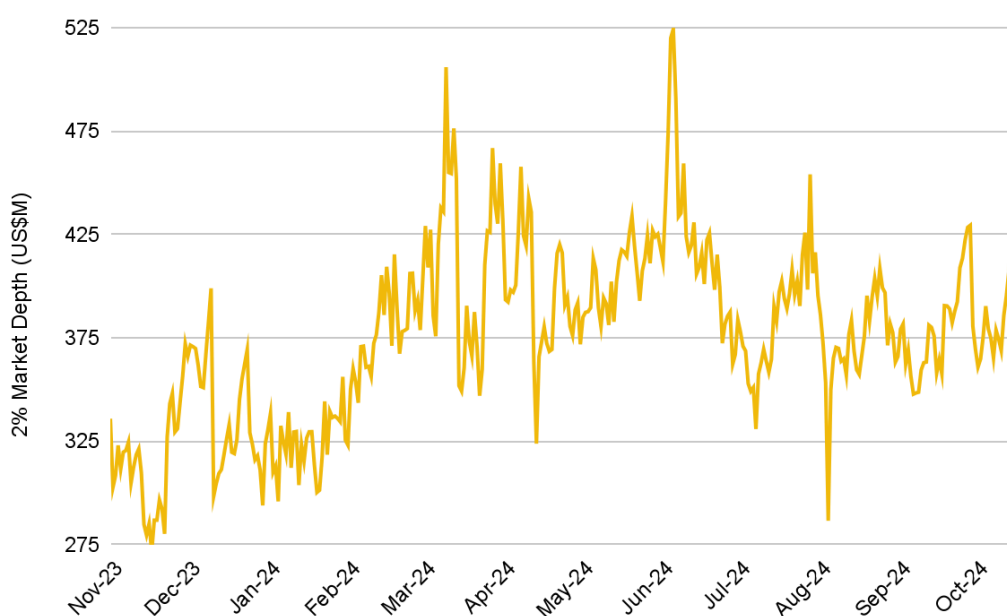
図19: BTC現物取引量に占めるETFの割合が増加、平均26.4%、ピーク時には62.6%に到達



出典: Glassnode、SoSoValue、Binance Research (2024年10月16日時点)

- ◆ **市場のデプス**: 取引活動の増加に伴う市場の流動性向上により、BTCの市場のデプスと大口注文の処理能力も高まっています。ETF取引では、ETFの流動性プロバイダーとマーケットメイカーが現物市場に積極的に参加しており、取引日全体で流動性を高めることでこれをさらに改善しています。複数の取引所におけるビットコインの2%マーケットデプス（成行価格の2%上下に集まる売買注文を計測する指標）が着実に増加していることから、すでに確かなエビデンスが見られています。

図20: 現物ETFによる流動性向上により、BTCのマーケットデプスが改善

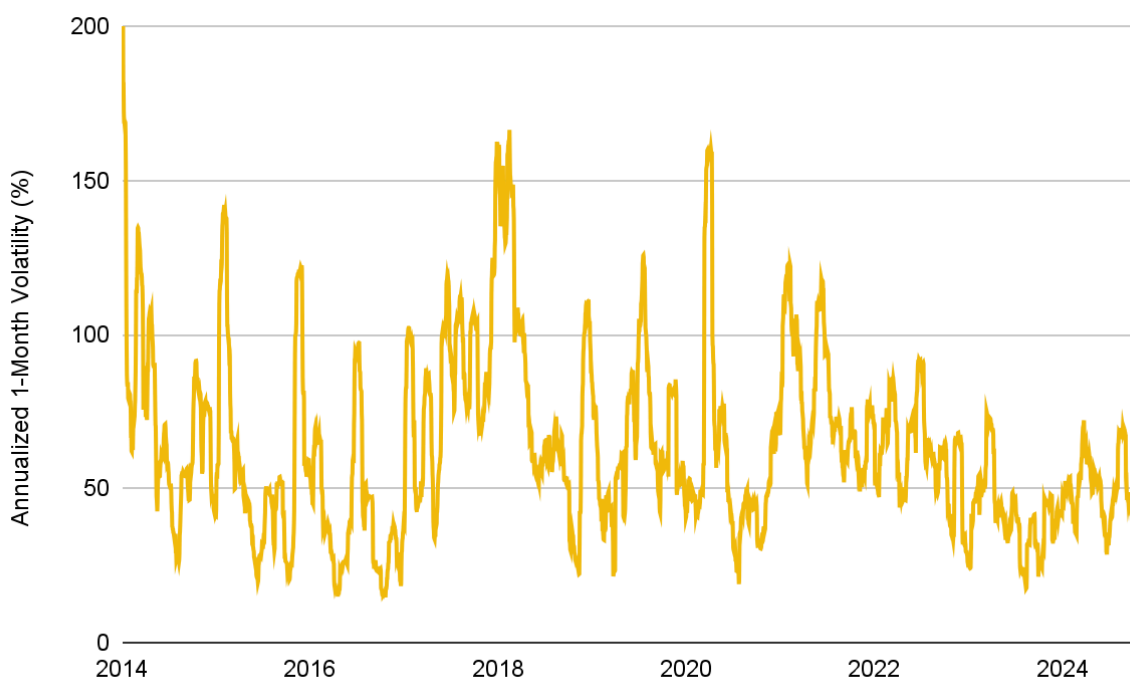


出典: Kaiko、Binance Research (2024年10月17日時点)



- ◆ **ボラティリティ**：ETFの資本フローは、以前はビットコイン固有のボラティリティに慎重だった機関投資家を惹き付け、市場動向全体にも影響をもたらしました。こうした資本流入により、特に経時的な流動性の高まりに伴い、ビットコインのボラティリティが低下する可能性を示しています。ビットコインのボラティリティは依然として高いものの、最近のデータからは継続的な低下が示されています。BTCに関する年率換算での1か月のボラティリティは、市場活動の増加に関わらず、本年に入り歴史的な低水準を複数回記録しています。これは、ETF主導の流動性によりボラティリティが徐々に低下し続ける可能性を示しているものの、こうした傾向が多彩な市場環境においても同じとなるか否かは未だ明らかにはなっていません。

図21: ビットコイン市場のボラティリティは低下傾向にあり、同市場の成熟が示唆される



出典: Glassnode、Binance Research (2024年10月10日時点)

## ETFを足掛かりにした暗号資産の普及

現物暗号資産ETFにより投資家の新たなカテゴリーがもたらされ、焦点は暗号資産へのアクセスといった技術的な問題からデジタル資産の価値自体へと移行しています。同ETFは暗号資産市場全体の参加推進につながる玄関口として機能しており、他のセクターやユースケースへの拡大につながる初期兆候を示しています。その価値が高まるにつれ、暗号資産業界の正当性が高まり、暗号資産商品の導入および普及への道が開かることになります。

- ◆ **ベンチャーキャピタル**: TradFi企業の一部は、ターゲットを絞ったベンチャーファンドの立ち上げによりデジタル資産分野での存在感を強めており、多くの企業がこうした流れを次なる自然な段階であると認識しています。注目すべき例として、1,150億米ドル規模の資産管理企業であるVanEckが、現物BTC ETFの導入後にベンチャー部門を立ち上げたことが挙げられます<sup>(18)</sup>。同部門では、特に暗号資産分野におけるトークン化とステーブルコインプラットフォームを重視しており、フィンテック、暗号資産、人工知能（AI）分野を併せて扱うアーリーステージのスタートアップへの投資を目的として、3,000万米ドルを資金調達しました。
- ◆ **市場包摂**: 機関投資家の一部は現物BTC ETFの発売以前にすでに暗号資産取引を行っていたものの、こうした流れは依然として一部の企業に留まっています。デリバティブ、オルタナティブ資産、プライベートクレジットなど複雑性の高い金融商品での暗号資産の利用は徐々に進んでいるものの、未だ黎明期にあります。その成長と機関投資家による利用の定着は、BTCなどのデジタル資産がより高度な金融構造に統合される前に同市場が成熟するか否か（特に資本流入および流動性の向上）にかかっています。

その1つの例がプライベートクレジットにおけるビットコインの担保化であり、BTCまたは資産の組み合わせがストラクチャード貸付商品の担保として機能しています。特に約633億米ドル超となっているAUMがさらに成長した場合遊休資本の非効率性につながるため、再担保を目的としたBTCと現物BTC ETFの利用増加につながる可能性があります。機関投資家の投資意欲の高まりを示す初期兆候として、2024年前半にLednが主に機関投資家の顧客向けに数十億米ドル規模のビットコイン担保型ローンを処理したことが挙げられます<sup>(19)</sup>。Cantor Fitzgeraldなどの従来型のTradFi企業も同分野に進出しており、今後BTC金融プラットフォームの立ち上げを計画しています<sup>(20)</sup>。

- ◆ **オンチェーンフットプリント**: 未だ黎明期にあり、ETFのキャッシュフローからオンチェーン上への普及の大きな動きは発生していないものの、その基盤は確実に築かれています。現時点でのETFのキャッシュフローに関連する直接的なオンチェーンフットプリントは、主にカストディサービスと同サービスがオンチェーン上でのBTC / ETH取引量に与える影響に起因しています。オンチェーンのマネーマーケットで現物ETFの流動性を担保として用いる可能性もあるものの、まだ完全には形になっていません。

カストディに関しては、The Bank of New York（バンク・オブ・ニューヨーク、以下「BNY」）が最近大手銀行として初めて、BTC ETFおよびETH ETFに留まらないデ

デジタル資産のカストディサービスの提供についてSECから承認を受けました<sup>(21)</sup>。

BNY MellonがBTC ETFカストディサービスの提供を開始した場合、他の大手銀行による同分野への参入が進む可能性があります。また、現物暗号資産ETFに対するカストディが価値をもたらす一方、現実資産（以下「RWA」）のトークン化に対するカストディはさらに大きな投資機会を生み出す可能性があり、これが次なる自然な段階となることを見込まれます。

一方、現物ETFがオンチェーン上での暗号資産の直接的な普及を遅らせる可能性もあるとも言えます<sup>(22)</sup>。資本流入の一部は、従来型のデジタルウォレットから規制準拠型の証券口座への移行を示しており、投資家は規制に準拠した形で簡単にデジタル資産にアクセスできるオフチェーンのETF保有を選択するようになった可能性があります。こうした流れに対抗するためには、オンチェーン上のツール（**DeFi**、**BTCfi**、**決済**、**トークン化**など）を拡充し、現物ETF保有者をオンチェーン上での積極的な参加に誘導する必要があります。

- ◆ **トークン化**：ETFの次なる段階において最も著しい影響を及ぼすのは、トークン化のユースケースになると想定されます。これにより、現物ETFによる効果を補強する形で機関投資家がオンチェーンのエクスポージャーを得られるより直接的な方法が提供される可能性があります。TradFi企業における資産（株式や短期国債など）のトークン化におけるブロックチェーン技術のメリット（取引の高速化・廉価化の実現および新しい収益源となる可能性）が徐々に認識されつつある中、裏付けとなるエビデンスがますます見られるようになっていきます。

「ETFは、金融市場における技術革新の第一段階である。第二段階は、あらゆるの金融資産のトークン化となるだろう。」

- **トークン化ファンド**：BlackRockのCEOであるLarry Fink（ラリー・フィンク）は、現物暗号資産ETFは**金融資産のトークン化に向けた第一段階である**と述べています<sup>(23)</sup>。未だ黎明期にあるものの、ETFの承認から金融資産のトークン化の普及までに生まれる経済効果は、**予測では中長期的に見て2030年までに4兆米ドルから30兆米ドルに到達すると見られています**<sup>(24)</sup>。いずれも大手暗号資産ETF発行元企業およびオンチェーン上でのトークン化証券ファンドの立役者であるBlackRockとFranklin Templetonは、これを普及するにあたって最も適した立場にあると言えます。他の企業からの関心も高まっており、Legal & Generalが同分野に参入する意向を表明したほか、Fidelityも同社初となるトークン化されたマネーマーケットファンドを発表し、最大のトークン化された米国債ファンドであるBlackRockのBUIDLファンド（運用額：約5億4,000万米ドル）、Franklin TempletonのFOBX（運用額：約4億1,000万米ドル）<sup>(25)</sup>と競合する意気込みを発表しました。こうした商品の成長に伴い、デリバティブの担保として使用されるなど、トークン化証券の暗号資産市場全体への統合の増加が見込まれます。
- **トークン化のインフラ**：トークン化資産の提供を広く支えるため、トークン化のためのインフラおよびサービスに対する関心もTradFi全体で拡大してお

り、**30超の大手事業体がトークン化関連事業に積極的に取り組んでいる状況**です<sup>(26)</sup>。例えば、VisaではVisa Tokenized Asset Platform（以下「VTAP」）を導入し、銀行がイーサリアム上で法定通貨担保型トークンを発行できるように環境を整備しました<sup>(27)</sup>。VTAPでは、RWAの取引時にスマートコントラクトを用いています。

また、銀行はSwiftネットワーク上での暗号資産取引に関する試験的準備を進めており<sup>(28)</sup>、来年以降、デジタル資産と通貨の決済に向けた試験運用が開始されます。最近では、シンガポールのDBS銀行が、流動性管理の強化と制度運用の合理化を目的に設計したブロックチェーンベースのプラットフォームであるDBSトークンサービスを導入しました<sup>(29)</sup>。こうした開発は有望であるものの、その将来性は、トークン化プラットフォームの継続的な進化ならびに規制が明確化されトークン化された資産が機関投資家のポートフォリオ内に主要資産として組み込まれるようになるか否かにかかっていると言えます。

RWAのトークン化とこれを牽引する技術に関する洞察の詳細は、当社が最近公開したレポート [「現実資産（RWA）：オンチェーンでの利回り運用のための安全資産となり得るのか」](#) をご参照ください。

## ETF商品の対象範囲拡大

### 世界市場における現物ETF

香港では現物BTC ETFおよびETH ETFが本年4月に承認され、現物ETFへの関心は世界的に高まっています。一方で、香港における同ETFの取引高は米国と比較して低くなっており、この結果は香港の市場規模の小ささと発売時の市況の違いから生じていると言えます。同ETFの合計AUMは現在、主に発売当時の初期の買い仕込みがけん引した形で3億2,910万米ドルとなっており<sup>(30)</sup>、その後の数字の伸びは限定的となっています。

ヨーロッパでは、暗号資産上場取引型金融商品（ETP）が長年にわたり存在してきており、極めて多彩な暗号資産が提供されています。同商品の特性は米国の現物ETFと類似したもので、規制準拠型の暗号資産投資の選択肢に対する需要の増加に伴い、こうしたETPの人气が高まっています。過去12か月間におけるヨーロッパの暗号資産ETPのAUM合計は約**144.2%**増となり、**52億米ドルから127億米ドル超に増加しました**<sup>(31)</sup>。

### 現物ETF関連のオプション取引

本年9月20日には、SECがBlackRockのIBIT現物ETFオプション取引のナスダックへの上場を承認する動向が見られました<sup>(32)</sup>。これに続き、10月18日、ニューヨーク証券取引所（以下「NYSE」）とシカゴ・オプション取引所（以下「CBOE」）において、11種類の現物BTC ETFプロバイダーのオプション取引の上場がSECに承認されました<sup>(33)</sup>。SECによる承認は大きなマイルストーンであるものの、こうしたオプション取引の正式な上場前には、Options Clearing Corporation（以下「OCC」）および米商品先物取引委員会（以下「CFTC」）からの承認も必要となる点は捨て置きません。

オプション取引により、投資家に対してビットコインのヘッジまたは投機目的での手段が追加で提供されることとなり、流動性の向上につながるほか、暗号資産分野への投資家の参加拡大が見込まれます<sup>(34)</sup>。特に機関投資家は、こうした高度なリスク管理ツールを好むことが多いため、こうしたオプション取引の利用が可能になったことから、さらなる機関投資家を現物BTC ETFに誘致できる可能性があります。また、先物取引とは異なり、オプション取引は長期的な見通しを持つ投資家への訴求力が強いいため、より安定性の高い長期的な資本が暗号資産市場にもたらされる可能性があります。

また、オプション取引の導入により、オプション市場において証拠金貸付に関連するリスクに対して透明性の高い価格が提供されるため、機関投資家がETF担保に対しより貸し付けやすくなります。これにより、暗号資産エコシステム全体における信用が高まるため、借入コストが削減されるとともに、暗号資産市場での高レバレッジ取引と投資資金の流入が加速することが見込まれます。同時に、建玉の増加により購入者と販売者の存在のバラン



スがとられ、流動性と市場のデプスの向上につながることで市場のボラティリティが低下することから、オプション取引がビットコインのボラティリティ緩和の要因となる可能性があります。

暗号資産市場の成長に伴い、同市場に参入する機関投資家が増加するため、従来型の金融構造に近い市場環境となる可能性があります。レバレッジETFやインバース型暗号資産ETFなど新たに登場する高度な商品により、投資家が暗号資産の価格変動に参加するための幅広い手段が提供されることになります。また、BTCをETHなどの人気の高いデジタル資産と組み合わせる<sup>(35)</sup>、もしくは金などのコモディティと組み合わせる<sup>(36)</sup>ことにより、より大きな市場エクスポージャーを提供するハイブリッド型インデックスETFも登場しています。こうしたイノベーションが形成される上で、規制枠組みの策定が重要な役割を担うことになります。

## ステーキング利回りの導入

DeFiをはじめとするイーサリアムの幅広い用途により、同現物ETFはビットコイン以外の暗号資産保有を拡大したい投資家にとって魅力的な分散型の選択肢となっています。イーサリアム固有の特徴として、同暗号資産保有者に対する追加利回りとなるネイティブステーキング報酬の存在が挙げられます。こうしたステーキング報酬の現物ETH ETFへの導入により大幅にその需要が増加し、投資家に対する同商品の訴求力向上につながる可能性があります。

ETHを保有するもステーキングしない場合、(i) バリデーターに対するインフレ報酬、(ii) 優先手数料、(iii) リレイヤーを通してバリデーターに支払われる最大抽出可能価値（以下「MEV」）報酬の収益を逃すなどの機会コストが発生します。ステーキングの仕組みをETH ETFに導入することにより、投資家が追加の収入源にアクセスできるようになるほか、ETH価値の希薄化が軽減され、これにより同市場におけるETFの競争力向上につながります。

ステーキングが最終的に米国ETFに適用されるか否かの見通しは依然として不透明であるものの、カナダなどの米国以外のETPでは、すでにステーキングを通し追加で利回りを提供しています。また、これに関連する最近の例として、VanEckがEUで販売中のソラナ上場投資証券（以下「ETN」）にステーキング報酬を導入したことが挙げられます。

## その他のデジタル資産に連動するETF

ETFのスポンサーは最近、ソラナ（SOL）やリップル（XRP）などのその他のデジタル資産に連動するETFを申請しています。VanEckが現物SOL ETFを申請した米国初の資産管理企業となり、これに即座に21 Sharesが続きました。一方、Bitwiseが現物XRP ETFを申請し、これに即座にCanary Capitalが続きました。より最近の動向としては、Canary Capitalが現物Litecoin ETFを始めて申請しました<sup>(37)</sup>。こうした状況に反して、市場の反応は冷ややかなものとなっています。この理由はおそらく、市場は同ETFの承認見通しに懐疑的であるためと見られます<sup>(38)</sup>。

デリバティブ市場の規模の小ささ、機関投資家における買い付けの最小単位、規制の不確実性などの課題から、こうしたその他のデジタル資産に連動するETFに関するプロセスの長期化と複雑化が見込まれます。また、市場はEthereum ETFの全体的な成功と受容の前例を

待った上で、その他のデジタル資産に連動するETFを検討する可能性があります。一方、選挙シーズンが近づくにつれ、行政および規制に関する見通しに変化が生じ、その他のデジタル資産に連動するETFの行く末に影響を与え得ると言えます。

## マクロ指標に着目

暗号資産市場におけるマクロ経済的環境および政策の影響力は、増加の一途を辿る状況です。ETFの登場によりより多くのTradFi企業が暗号資産市場に統合されたことで暗号資産市場とTradFi市場間の相関関係が強まったため、マクロ指標への注意が欠かせなくなりました。マクロ指標は、資本フロー力学、機関投資家の買い付けレベル、暗号資産ETFなどの商品に関する今後の対象範囲をはじめとする要因に影響を与える可能性があります。以下、短期的に注目すべき重要なイベントを挙げておきます。

- ◆ **米国大統領選挙：**暗号資産に関する政治的関心は、本年著しく高まっています。ドナルド・トランプ前大統領は、デジタル資産への強い支持を表明しており、本年8月に開催されたビットコインカンファレンスでは、政府が没収した資産から「ビットコイン準備金」を作成するほか、就任から100日以内に暗号資産規制の明確化を行うなどの方針を発表しています。民主党のカマラ・ハリス候補もデジタル資産のイノベーションに対する支持を表明し、より好意的なスタンスに転換しているものの、同氏の政策に関する詳細は曖昧であり、一般的なイノベーションと投資家保護を重視したものとなっています。

米国大統領選挙を数日後に控える中、過去のトレンドから、選挙結果が判明するまで市場のボラティリティが高い状態が続くと予測されます。同選挙結果が米国における財政政策とデジタル資産規制に影響し、世界最大の経済大国における**暗号資産ETF商品**の方向性が形成されるものと見込まれます。

- ◆ **世界における金融政策：**米国連邦準備制度理事会（以下「FRB」）は最近、政策の大きな転換となる**50ベースポイントの利下げ**を実施したほか、年末までに少なくとも残り2回の利下げを示唆しています。これは2020年3月以来となる利下げであり、追加の調整は今後12か月間の労働市場およびインフレデータに基づき実施される可能性が高くなっています。**本年11月7日と12月18日に予定**されているFRBの会合結果を注視する必要があります。一方、長年続いたマイナス金利の撤廃に向けた取り組みを行う日本銀行（以下「日銀」）の動向にも注視すべきです。日銀が7月下旬に利上げを行ったことで円高に転じ、キャリートレードの解消や市場の混乱が生じました<sup>(39)</sup>。この結果、日銀では現在、市場にさらなる不安定性をもたらさずに金融引き締めを行うといった難しい課題に直面しています。

FRBと日銀の両方が世界的な流動性の状況に影響力を持つ中、FRBの金融緩和政策によりリスクオンのセンチメントが高まり、一方で日銀による引き締め姿勢が状況の複雑性を高めています。過去を振り返れば、**米国金利の引き下げにより機会コストが低減**したことで、オルタナティブ資産に対する需要に拍車がかかりました。現在の環境では、投資家がビットコインなどの資産に関心を持つことにより、過去と同様の流れにより現物BTC ETFの需要が大幅に増加する可能性があります。以上か



ら、現物暗号資産ETFに対する資本流入に継続的な影響を与える可能性があるため、両中央銀行（FRBおよび日銀）の動向を注視する必要があります。

## 暗号資産市場における好材料

暗号資産市場はこれまで、材料や情勢の変動に大きく反応してきました。一方、長期的な成長には、DeFi、トークン化、ステーブルコインなどの分野におけるプロダクトマーケットフィット（市場による受け入れ）を実現する必要があります。同分野における成長の追跡は、投資家の参入に関する新たな機会創出の点で重要となります。例えば、トークン化によりオンチェーンのエクスポージャーを得られる直接的な手段が提供され、現物ETFを補強する形で生じる資本流入のさらなる増加が見込まれます。

現物ETFは多くの投資家にとってのエントリーポイントとしての役割を担う一方、市場全体を構成する一部に過ぎません。暗号資産分野の持続的な成長には、ビットコイン以外の多彩な分野への資本流入が必須となります。機関投資家による大規模な投資を誘致するには、同市場は投資家が意思決定するための透明性の高いデータを提供できるファンダメンタルズ主導の成長に移行する必要があります。ブロックチェーンネイティブな商品が多様化するにつれ、オンチェーン上における同商品の普及が推進されるだけでなく、BTC、ETH、ひいては暗号資産エコシステム全体に対する投資を集めることになります。

# 参考資料

1. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-09-27/wall-street-s-etf-assets-hit-10-trillion-milestone-amid-frenzy>
2. <https://etfdb.com/etfs/commodity/gold/>
3. <https://cointelegraph.com/news/bitwise-cio-says-btc-etfs-are-huge-success-and-13f-filings-make-him-incredibly-bullish>
4. <https://www.galaxy.com/insights/research/sizing-the-market-for-a-bitcoin-etf/>
5. <https://coinmarketcap.com/>
6. <https://13f.info/>
7. <https://www.cnbc.com/2024/06/16/advisors-wary-of-bitcoin-etfs-are-on-slow-adoption-journey-says-blackrock-exec.html>
8. <https://www.ft.com/content/78833517-6226-40f8-bc6a-c8e56cb42fb3>
9. <https://cointelegraph.com/news/morgan-stanley-advisers-officially-pitch-bitcoin-etfs>
10. <https://www.aboutschwab.com/etfs-and-beyond-study-2024>
11. <https://cointelegraph.com/news/blackrock-bitcoin-etf-fastest-growing-etf-larry-fink>
12. <https://x.com/EricBalchunas/status/178310820051175051>
13. <https://x.com/NateGeraci/status/1841980214101807477>
14. <https://x.com/EricBalchunas/status/1841457478204010613>
15. [https://www.researchgate.net/publication/380174714\\_Spot\\_Bitcoin ETF](https://www.researchgate.net/publication/380174714_Spot_Bitcoin ETF)
16. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-09-23/crypto-s-correlation-with-us-stocks-nears-record-in-fed-fallout>
17. <https://research.kaiko.com/insights/bitcoins-dominance-over-altcoins>
18. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-10-09/vaneck-starts-crypto-ai-venture-fund-with-former-circle-staff>
19. <https://cointelegraph.com/news/institutions-dipping-toes-bitcoin-lending-ledn>
20. <https://www.coindesk.com/policy/2024/09/04/tradfi-companies-want-to-transact-in-bitcoin-says-cantor-fitzgerald-ceo/>
21. <https://www.bloomberg.com./news/articles/2024-09-24/bny-plans-to-custody-crypto-for-etfs-after-sec-review>

22. <https://x.com/biancoresearch/status/1802764031415271586>
23. <https://www.cnbc.com/2024/01/12/blackrocks-larry-fink-says-bitcoin-etfs-are-just-the-first-step-in-the-technological-revolution-of-finance.html>
24. <https://cointelegraph.com/news/rwa-tokenization-sector-50x-growth-2030-report>
25. <https://app.rwa.xyz/treasuries>
26. <https://www.riva.markets/institutional-blockchain-adoption-the-top-30-list-of-global-banks-on-the-forefront/>
27. <https://investor.visa.com/news/news-details/2024/Visa-Introduces-the-Visa-Tokenized-Asset-Platform/default.aspx>
28. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-10-03/banks-set-to-use-swift-for-token-transactions-starting-in-2025>
29. <https://www.coindesk.com/business/2024/10/18/singapores-dbs-bank-starts-new-suite-of-tokenized-banking-services-for-institutional-clients/>
30. <https://www.theblock.co/data/crypto-markets/bitcoin-etf/hong-kong-spot-crypto-etf-aum>
31. <https://www.etfbook.com/dashboards/crypto-etp-eu>
32. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-09-20/sec-approves-nasdaq-to-list-options-on-ishares-bitcoin-trust-etf>
33. <https://cointelegraph.com/news/sec-approves-new-york-stock-exchange-listing-bitcoin-options-etf>
34. <https://www.coindesk.com/markets/2024/10/14/liquidity-and-options-pave-the-way-for-bitcoin-etf-market-expansion/>
35. <https://cointelegraph.com/news/grayscale-seeks-conversion-multi-crypto-fund-to-etf>
36. <https://www.businesswire.com/news/home/20241016480076/en/New-ETF-Combines-Digital-and-Physical-Currency-Provides-100-Exposure-to-Bitcoin-100-Exposure-to-Gold>
37. <https://www.coindesk.com/business/2024/10/15/ex-valkyrie-founders-canary-capital-group-files-for-first-litecoin-etf/>
38. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-10-08/wall-street-races-to-launch-latest-cohort-of-crypto-spot-etfs>
39. <https://www.binance.com/en/research/analysis/the-market-downturn-what-happened-and-what-to-expect>

# 最新のBinance Researchレポート



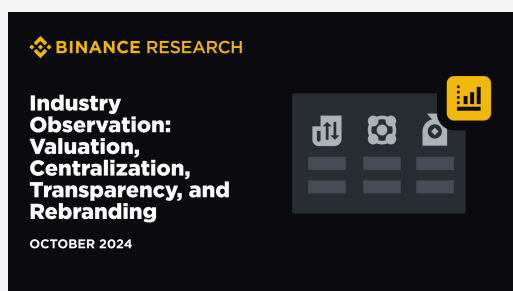
## ステーブルコイン規制の概要

世界中の各種ステーブルコイン規制とフレームワークの概要



## 月次市場洞察 - 2024年10月

重要度の高い市場動向、注目すべきチャートの動き、今後のイベントをまとめました。



## 業界観測：バリュエーション、中央集権化、透明性、リブランド

暗号資産市場における主な観測事項をまとめました。



## 暗号資産案内：業界地図

暗号資産における各種業界の概要をまとめました。

# Binance Researchについて

Binance Researchは、世界有数の暗号資産取引所であるバイナンスの調査部門です。暗号資産に関する客観的かつ独立した包括的分析の提供に努めているほか、暗号資産分野におけるソートリーダーを目指しています。アナリストは、暗号資産エコシステム、ブロックチェーン技術、市場の最新テーマなどのトピックに関する洞察に満ちた見解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、Moulikは、Web3とシリコンバレー拠点のテック企業で組織横断的な役割を担う経験を積みました。また、Moulikは、スタートアップに関する共同創設者レベルの経験も積んでいます。加えて、Moulikは、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス&ポリティカル・サイエンス（LSE）において経済学の学士号を取得しており、暗号資産分野には2017年から携わっています。

# リソース



詳細情報は[こちら](#)



フィードバックは[こちら](#)からどうぞ

一般的な情報開示：この資料はBinance Researchが作成したものであり、予測や投資アドバイスとして利用されることを意図したものではなく、また有価証券や暗号資産の売買、および投資戦略の採用を推奨、提案、勧誘するものではありません。用語の使い方および見解は、この産業分野の理解と責任ある発展を促進するためのものであり、法的見解またはバイナンスの見解として解釈されるべきものではありません。表明された意見は、上記の日付時点での執筆者の意見となります。その後の状況の変化により、内容が変動する可能性があります。本資料に含まれる情報および意見は、Binance Researchが信頼できると判断した独占的および非独占的の情報源から得られたものであり、必ずしもあらゆる情報を網羅するものではなく、正確性を保証するものではありません。そのため、バイナンスは正確性や信頼性を保証するものではなく、誤りや省略に関しあらゆる形で発生する責任（過失によるあらゆる人物に対する責任を含む）も負いません。この資料には、純粋な歴史的事実ではない「将来の見通し」情報が含まれている可能性があります。このような情報には、特に予測や予想が含まれることがあります。いかなる予測も、その実現を保証するものではありません。本資料に記載された情報を信頼するか否かは、読者の単独の判断に委ねられます。本資料は情報提供のみを目的としたものであり、一切の投資助言、有価証券、暗号資産または投資戦略の売買の提案または勧誘を行うものではありません。また、いかなる有価証券または暗号資産も、当該法域の法律により提案、勧誘、売買または販売が違法とされる相手に対し提供または販売するものではありません。投資には、リスクが伴います。