

2018年2月8日 全7頁

# ビットコイン価格はなぜ下落したのか？

## 注目される中国における規制強化の影響

金融調査部 研究員 矢作大祐

### [要約]

- 2018年1月以降、ビットコイン価格が下落に転じた一因として、中国における仮想通貨への規制強化報道が挙げられる。中国当局は過去に国内の仮想通貨取引を禁止するなど規制を強化してきたが、中国の投資家は、香港などで取引される仮想通貨 USDT を経由してビットコイン等に投資を行っており、ビットコイン市場に依然として影響力を有している。今回の規制強化の報道内容が、「抜け道」への対策であったことから、ビットコイン相場に影響を与えた。こうした規制強化報道に加え、ボラティリティの高くなりやすいビットコイン先物の満期が初めて到来したことも、ビットコインの下げ幅を大きくしたと言える。
- 仮想通貨に対する規制強化の機運は、世界中に広がっている。3月に開催される G20 では、仮想通貨の規制強化が議論される予定である。規制強化は、投資家が安心して仮想通貨を取引できる環境を整備するものであり、中長期的には仮想通貨への信頼を向上させ得るものである。ただし、短期的にはビットコイン相場に対する規制強化の影響に留意する必要があるだろう。

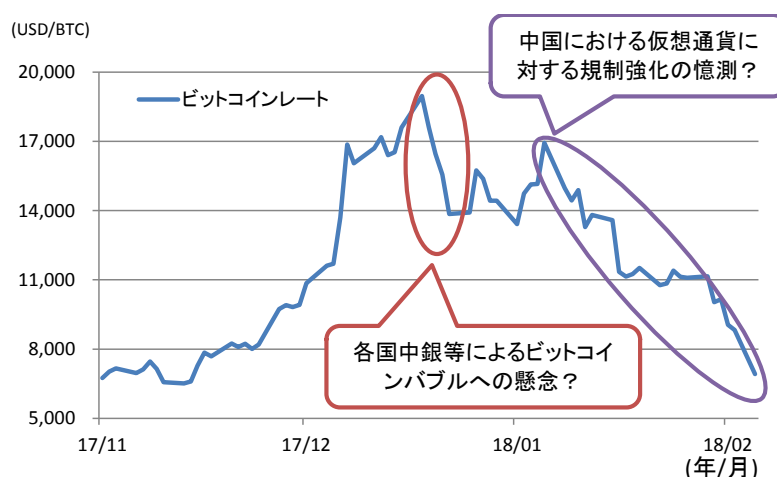
## 2018年1月、ビットコイン価格はなぜ下落したのか？

### 中国における仮想通貨に対する規制強化報道を材料視か？

2017年12月に2万ドル付近まで上昇したビットコインレートは、バブル化を懸念した各国当局の発言等を契機に同年12月後半～2018年1月初頭にかけて約1.3万ドルまで下落した。その後、1.7万ドルまで持ち直したものの、2018年1月半ば以降継続的に下落し、同年1月末にかけて1.1万ドル～1.2万ドルで推移した（図表1）。2月以降も世界の資本市場がリスクオフ傾向へと転じたことも加わり、ビットコイン市場も相場の下落が続いた形である。

2018年1月半ば以降、ビットコイン相場が継続的に下落した背景の一つとして、各国当局による仮想通貨に対する規制強化報道が考えられる。特に、中国における規制強化関連の報道が大きく影響したようである。具体的には、（1）1月10日前後に中国でビットコインのマイニング（取引の記録）を行う業者（以下、マイナー）に対する規制を強化すること、（2）1月15日前後に中国本土から海外の仮想通貨取引所への投資を制限すること、という2つの報道が挙げられる。

図表1 ビットコイン価格の推移



（注）日次終値ベース。直近は2018年2月5日時点  
（出所）CoinDeskより大和総研作成

（1）の規制の影響について確認すると、ビットコインのマイナーの多くは中国に所在する。2018年1月のマイニングされたブロック数のマイナー別シェアは、中国に所在するマイナーが8割弱を占める。そのため、規制強化がビットコイン相場に一定の影響を与えるとの理解は可能である。ただし、中国のマイナーが北欧や北米などに移転しようとする動きも見られていることから、報道がビットコイン相場に与える影響は徐々に縮小していったと考えられる。

他方で、（2）の規制に関しては、ビットコイン価格を継続的に下落させる要因となった。これは、中国から仮想通貨に流入する資金フローが閉ざされるかもしれないとの思惑に仮想通貨市場が反応したものと考えられる。しかし、中国での仮想通貨に対する規制は2017年に継続的に強化されてきた（図表2）。既存の金融機関は2013年末以降、仮想通貨に関連するサービス

の提供を禁止されていた。また、2017年1月には中国国内の仮想通貨取引所に対する当局による立ち入り検査も行われ、レバレッジ取引等に対する規制が強化され、人民元の取引額は急減した（図表3）。そして、9月には中国本土内での仮想通貨取引所に業務を停止するよう要求する公告が発表され、人民元とビットコインの取引額は11月には0となった。

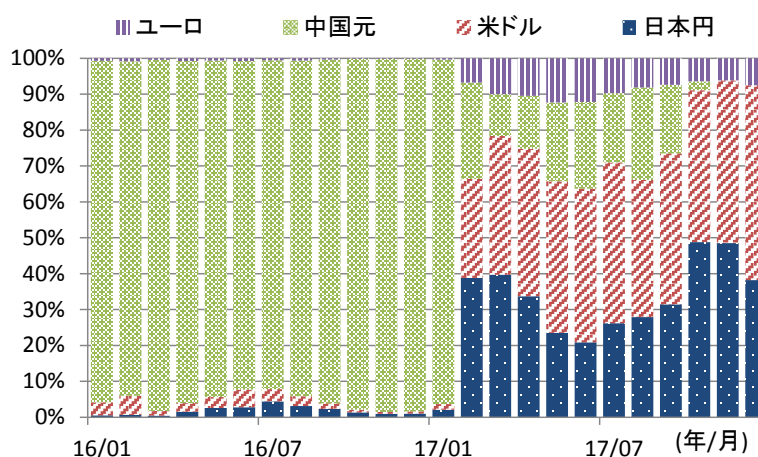
中国の投資家にとって、中国本土内でのビットコインへの投資が難しくなったとしても、中国本土外の仮想通貨取引所を利用すればよい。ただし、人民元とビットコインを直接交換する本土外の仮想通貨取引所はほとんどない。また、資本フロー規制を導入している中国において、個人の外貨交換にも制限があり、中国本土内外で外貨とビットコインを交換することも難しい。つまり、中国本土からビットコインに直接的に投資することは難易度が高い。

図表2 中国における仮想通貨関連の規制強化策

年月	規制・監督の概要	規制の具体的な内容や実施された対応
2013年12月	中国人民銀行等がビットコインのリスク抑制に関する通知を発表	<ul style="list-style-type: none"> <li>一般の人々は、自己責任でビットコインを取引することは可能。</li> <li>各金融機関はビットコインの価格情報の提供や仲介、マーケットメイキングといった関連業務を行ってはならない。</li> <li>保険会社はビットコインに関連したサービスを提供してはならない。</li> </ul>
2017年1月～2月	中国当局が仮想通貨取引所に対する立ち入り検査を実施	各取引所はマネーロンダリング対策の実施や、レバレッジ取引の停止などの対応を決定。
2017年9月	中国人民銀行等がICO(※)を用いた資金調達に関する公告を発表 ※ Initial Coin Offering の略であり、資金調達者が仮想通貨を投資家に発行することで投資家から資金を集めるといふ、新たな資金調達方法を指す	<ul style="list-style-type: none"> <li>ICOは非合法的な資金調達手段であることから、公告の発表即日ではICOは禁止。</li> <li>各取引所は法定通貨とトークン、仮想通貨の取引に関する業務及びマーケットメイキング等を行ってはならない。</li> <li>各金融機関はICOや仮想通貨に関連したサービスを提供してはならない。</li> </ul>
2018年1月	中国当局が仮想通貨に対する規制範囲を拡大するとの報道	(1)マイニングに対する制限や、(2)海外の仮想通貨の取引所へのアクセス等を禁止するとの報道

(出所) 中国人民銀行、各種報道より大和総研作成

図表3 ビットコインの通貨別取引額シェアの推移



(注) 月次ベース。直近は2017年12月

(出所) 各取引所より大和総研作成

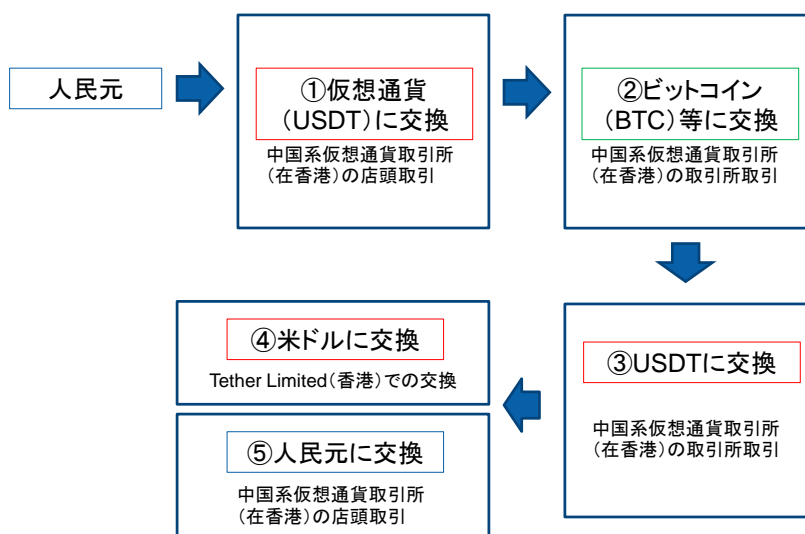
## 仮想通貨 USDT を経由した抜け道

では、なぜ（２）の規制強化がビットコイン相場に影響を与える材料になり得たのか？それは中国本土からビットコイン等への投資を可能にする「抜け道」があったからであり、中国の投資家の相場に対する影響が引き続き大きいからである。その抜け道とは、仮想通貨 USDT である。USDT とは、香港の Tether Limited が発行する仮想通貨であり、米ドルにほぼペッグ（1 USDT ≒ 1 米ドル）している。USDT の仕組みは、USDT を保有したい利用者が、Tether Limited に米ドルを預けた分、Tether Limited は利用者に USDT を発行する、というものである。また、利用者が USDT を Tether Limited に預けた分、Tether Limited は利用者に米ドルを渡すとともに、USDT の預かり分は消滅する。

USDT はもともと法定通貨米ドルへの交換レートのボラティリティを減らし、送金・決済に適した仮想通貨を目指して開発されたものであったが、実際には中国本土からビットコイン等に投資する「抜け道」に利用された（図表 4）。具体的には、①中国本土の投資家はアリペイや銀行口座から香港にある中国系仮想通貨取引所（もともとは中国本土で仮想通貨取引所を運営していた業者が、2017 年 9 月の規制強化を受け、香港へと取引所を移転）の店頭市場で、人民元から USDT へと交換する。②USDT を得た投資家は中国系仮想通貨取引所の取引所取引にて、USDT をビットコイン等他の仮想通貨に交換する。③ビットコイン等から法定通貨に交換する場合は、手持ちのビットコインから中国系仮想通貨取引所の取引所取引で USDT に交換し、④その USDT を Tether Limited で米ドルに換えるか、⑤中国系仮想通貨取引所の店頭取引にて人民元に交換する。

こうしたスキームは取引データの捕捉が難しい。例えば、人民元と USDT の取引は店頭取引のため、取引所取引ベースの取引データには反映されない。また、USDT とビットコインの取引は仮想通貨同士の交換のため、図表 3 の取引所の法定通貨とビットコインの取引にも反映されない。USDT を介したビットコイン投資が、「抜け道」と表現できるゆえんである。

図表 4 中国におけるビットコインへの資金フロースキーム

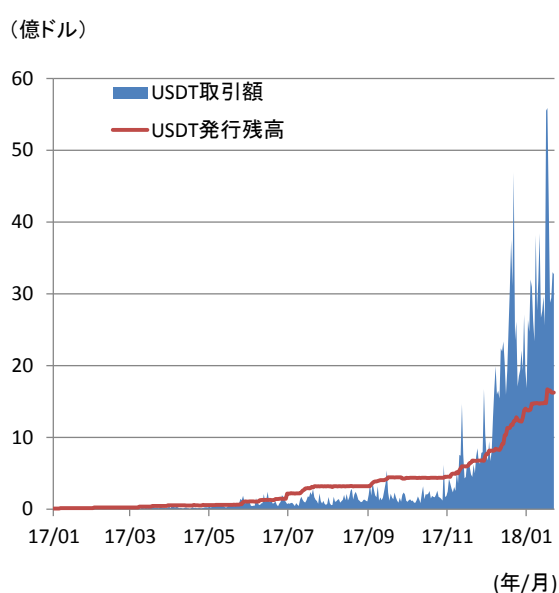


（出所）大和総研作成

## 規制強化報道を契機に、ビットコイン→USDT の動きが加速

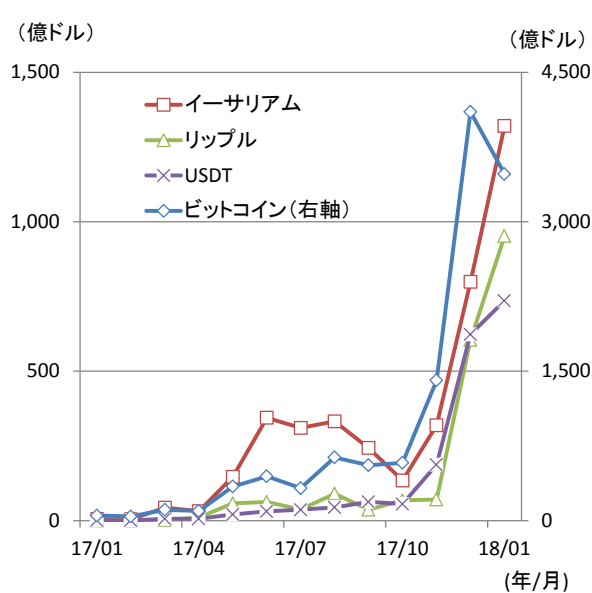
USDT を経由した中国本土からのビットコイン等への投資は、2017 年 9 月の規制強化を契機に中国本土の仮想通貨取引所が香港に移転した後、急激に増加した（図表 5）。図表 5 は USDT とビットコインといった仮想通貨同士の交換であり、USDT と米ドルを交換する店頭取引は含まれていない。また、その取引の大半は香港にある中国系仮想通貨取引所で行われている。USDT の取引額と他の仮想通貨の取引額を比較すると、2018 年 1 月はビットコイン、イーサリアム、リップルといった仮想通貨の代表格に次ぐ規模となった（図表 6）。「抜け道」は軽視すべきでない大きさまで広がっている。

図表 5 USDT の取引額・発行残高



(注) 日次ベース。直近は 2018 年 1 月 22 日時点  
(出所) CoinMarketCap より大和総研作成

図表 6 主要仮想通貨の取引額



(注) 月次ベース。2018 年 1 月は 1 月 1 日～1 月 22 日  
(出所) CoinMarketCap より大和総研作成

USDT を経由したビットコイン等への投資が増える中、2018 年 1 月半ばに相次いだ規制強化に関する報道は、香港で取引される USDT、ひいてはビットコインへの資金流入に影響を及ぼした。つまり、「抜け道」を通してビットコインに流入していた資金が逆流し、ビットコイン相場に影響を与えたと考えられる。例えば、ビットコイン相場が大きく下落した 1 月 17 日には、ビットコインから USDT へと交換しようとする動きが増えた。USDT は米ドルに対してほぼ一定ではあるものの、USDT への需要の急激な高まりを背景に、1 月 15 日の USDT=1.00 米ドル（最低値）から 1 月 17 日には USDT=1.07 米ドル（最高値）まで上昇した。こうした USDT への需要の高まりに伴う米ドルペッグからのかい離に対応できるよう、1 月 17 日には約 2 億 USDT が発行され、残高は約 17 億 USDT まで増加した。その後、1 月 28 日時点の発行残高は約 16 億ドルと減少したことから、USDT から米ドルへの交換も進んだものと考えられる。つまり、ビットコイン等を売却し、USDT を経由し米ドル等法定通貨を得ようとする動きが続いたことが、ビットコイン価格を押し下げたものと考えられる。

こうした USDT への需要急増及び USDT から米ドルへの換金の動きは、この「抜け道」におけるリスクを示唆している。それは、USDT の流動性に関する予見可能性の低さというリスクである。Tether Limited は USDT の発行残高と同等の米ドルを保有しており、通常時における流動性は問題ない。他方で、USDT は利用者が米ドルを預けた分だけ発行されることから、ビットコインから USDT への需要が急激に高まった場合には、米ドルペッグを維持するために、保有している米ドルを基に USDT を新規発行し、市場に流動性を供給することが必要となる。

流動性供給が行われない場合、USDT の流通量は需要を満足させることができない可能性もある。特に、香港にある中国系仮想通貨取引所の中には、USDT を元手としたビットコイン等へのレバレッジ取引が可能な取引所もある。つまり、ビットコイン等から USDT への交換圧力は、USDT の発行残高以上となる可能性もある。今回は規制強化の報道にすぎなかったが、実際に規制強化が実施された際には、USDT への需要は 1 月半ばの時以上に高まり得るだろう。規制強化の実施を契機に、ビットコイン等を USDT に変えようとする動きが急激に進めば、USDT の供給量次第によっては、ビットコイン価格の下落を加速させる可能性も考えられる。

## 「コンタンゴ」でボラティリティが高まりやすいビットコイン

以上のような規制強化報道に加え、1 月半ばはビットコイン相場のボラティリティが高まりやすい市場の構造でもあった。先物市場では、ビットコイン先物が「コンタンゴ」（期先物の価格が期近物の価格よりも高い）の状態が継続しており、1 月 17 日に、CBOE（シカゴオプション取引所）のビットコイン先物が初めての満期を迎え、それに向けた思惑からビットコインのボラティリティが拡大した可能性が指摘できる（図表 7）<sup>1</sup>。「コンタンゴ」の状況においては、期近物から期先物にロールオーバーをすると、安い期近物売り、高い期先物買いことから損失が発生する。満期が近づくにつれ、ロールオーバーコストが低い機会を見計らう投資家が増え、先物や現物価格はボラティリティが拡大しやすくなる。つまり、ボラティリティの高くなりやすいビットコイン先物の満期と、中国における仮想通貨に対する規制強化報道が重なったことから、ビットコインの下げ幅が大きくなったものと考えられる（図表 8）。

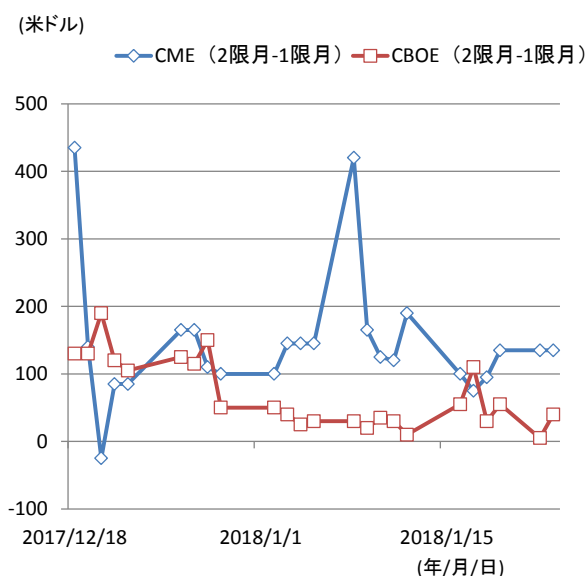
前回のレポート（脚注 1）でも指摘した通り、ビットコイン先物の「コンタンゴ」は常態化する可能性が高いことから、今後も限月交代時期においてボラティリティが上昇しやすい構造は継続すると考えられる。他方で、1 月のボラティリティ上昇はビットコイン先物の初めての限月交代であり、1 月 17 日直前に次の限月の建玉が急増するなどビットコイン先物の投資家の不慣れさが見受けられたことも加味すべきである。つまり、投資家の不慣れさが満期直前のロールオーバーを引き起こし、ボラティリティが上昇したとも考えられる。今後ビットコイン先物の投資家が限月交代に向けて徐々にロールオーバーをするようになれば、限月交代が及ぼす影響は縮小していくと考えられる。また、ビットコインの売り手であるマイナーがビットコイ

<sup>1</sup> 拙稿「仮想通貨の『いま』と『これから』」（2017 年 12 月 28 日付大和総研レポート）  
[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20171228\\_012623.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20171228_012623.html)



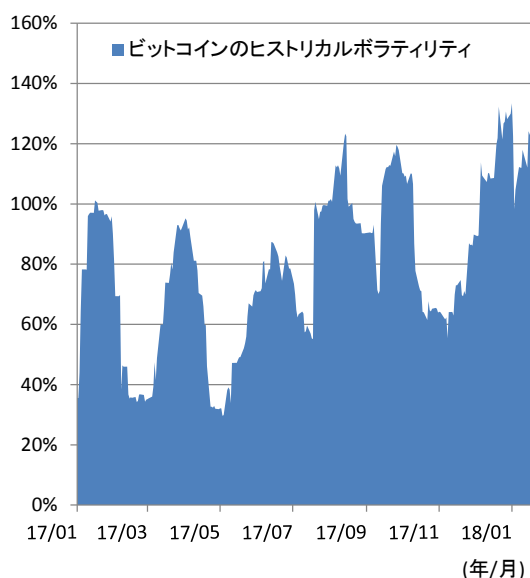
ン先物を活用するケースが増えるかもしれない。マイナーにとって、ビットコインの価格変動が高い中で、ビットコイン先物のショートポジションを取ることで利益を確定することが可能である。こうしたマイナーのビットコイン先物市場への参加が増えれば、ロングポジション主導による取引の一方向化が緩和される可能性もある。次回以降のビットコイン先物の限月交代時もボラティリティが上昇するか否かは、引き続き注目点であろう。

**図表7 ビットコイン先物（期近物・期先物）の価格差**



(注) 日次終値ベース。直近は2018年1月23日時点  
(出所) CBOE、CME (シカゴ・マーカント取引所)  
より大和総研作成

**図表8 ビットコインのヒストリカルボラティリティ**



(注) 直近20日の変動率の標準偏差を算出  
(出所) CoinDesk より大和総研作成

## 規制強化機運の高まり

足元、仮想通貨に対する規制を強化しようとする世界的な機運が高まっている。3月19日に開催されるG20においても仮想通貨の規制強化が議論される予定である。また、日本においても、仮想通貨取引所におけるハッキングを通じた仮想通貨の流出を背景に、投資家保護等の制度整備に対する社会の期待も高まっている。こうした規制強化は、中長期的に見て、投資家が安心して仮想通貨を取引できる環境を整備するものであり、仮想通貨への信頼を向上させ得るものである。また、仮想通貨の取引が増える中、金融システムの安定性を確保する上でも規制の強化は重要と言える。

ただし、こうした世界的な潮流の中で、ビットコイン相場に対する規制強化の短期的な影響には留意する必要がある。特に、中国における規制強化はビットコイン相場に対して影響力の大きい中国の投資家の行動に影響を及ぼす。2月初旬には世界的なリスクオフ傾向に加え、中国人民銀行傘下のメディアが中国において仮想通貨に対する規制強化が近く実施されると報道した結果、1月と同様にビットコイン相場が大きく下落した。短期的には、中国当局による仮想通貨に対する規制強化が実際に実施されるかが注目点となる。