

2025年12月10日 全5頁

## 大和のクリプトナビ No.5

## 2025年10月以降のビットコイン急落の背景

ピークから最大35%下落。相場を支えた主体の買い鈍化等が背景か

金融調査部

研究員

森 駿介

デジタルソリューション研究開発部

田中 誠人

## [要約]

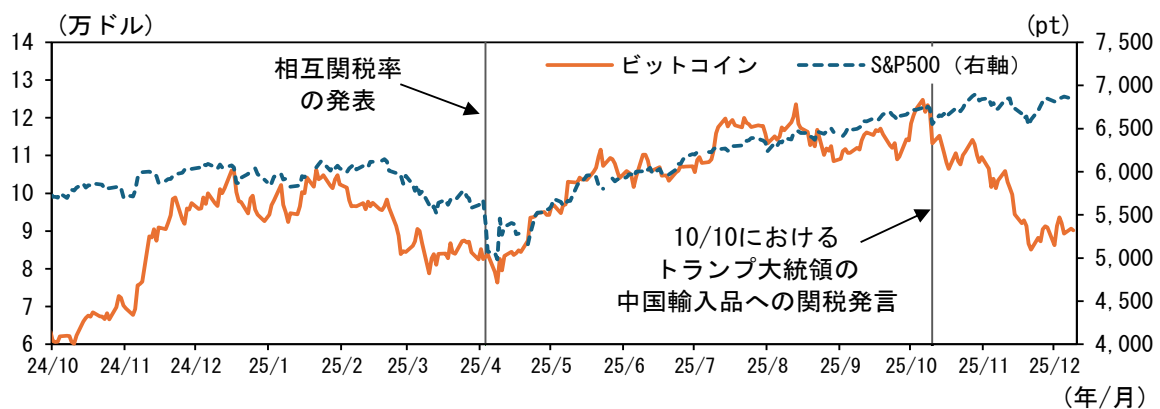
- 2025年10月7日をピークに、ビットコイン価格は急落している。10月10日のトランプ米大統領による関税発言を背景として、先物市場で過去最大のロスカットが生じたことが最初のトリガーとなった。
- 11月以降の下落の原因として、2024年以降に相場を支えてきたビットコイン現物ETFや暗号資産トレジャリー企業の買いの鈍化が挙げられる。現物ETFについては、ヘッジファンドによる裁定機会が乏しくなっていることが買い鈍化の背景の一つとみられる。トレジャリー企業への懸念が高まっていることも相場の重しとなっている。

## 1. 10月7日をピークにビットコインは最大で35%下落

ビットコイン価格は、暗号資産を支持する姿勢を示すトランプ氏の米大統領選挙勝利などをを受けて上昇してきた。2025年2月以降に下げる場面もみられたものの、ビットコイン現物ETFや暗号資産投資に特化した企業（暗号資産トレジャリー企業）による買いが入ったことで、2025年10月7日には約12.6万ドルの史上最高値をつけた。しかし、10月10日に、トランプ大統領が中国からの輸入品に100%の追加関税を課す考えを示したことをきっかけに急落している（**図表1**）<sup>1</sup>。その後、株式市場は持ち直している一方で、ビットコインを含めた暗号資産相場は低調に推移している。直近ピークからは最大で35%下落（11月21日）した。本稿執筆時点（12月10日午前10時）では直近ピークから▲27%の水準まで幾分持ち直しているものの、下落幅は依然として大きい。

以下では、ビットコイン価格の足もとの下落の背景を整理しつつ、ビットコインの価格メカニズムについて論じていく。

**図表1 ビットコイン価格の推移**



(注) 直近値は、2025/12/9。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

## 2. 10月以降の相場下落の要因

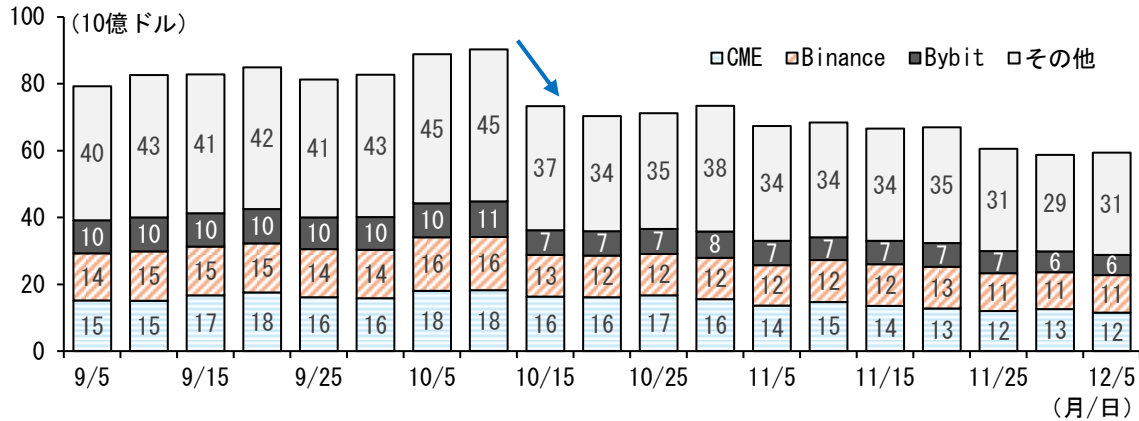
### 先物市場で過去最大のロスカットが発生（10月10日）

ここまでの急落の大きなトリガーになったのは、先物市場での過去最大のロスカット（ポジションの強制清算）の発生と言われている。暗号資産データプラットフォームである Coinglass の集計によれば、10月10日に過去最大の192億ドルのロスカットが発生した。それまでの最大ロスカット額が99億ドル（2021年4月18日）であったことを踏まえると、その規

<sup>1</sup> ビットコインを「デジタル・ゴールド」とみなす意見がある。しかし、10月10日のような株式市場のリスクオフ時に同時に下落する傾向にあり、金のように逃避資産の特徴は見いだせない。また、金と異なり実需は限定的であり、過去の制度や長い歴史に裏付けられた価値に対する市場の合意も存在しない。そのため、現段階でビットコインを「デジタル・ゴールド」と呼ぶのは早計だろう。この点については、田中誠人・森駿介「[ビットコインは『デジタル・ゴールド』か？](#)」大和総研レポート（2025年10月2日付）を確認されたい。

模の大きさがうかがえる。特に、Binance や Bybit といった暗号資産を主な投資対象としているトレーダーが用いる取引所でのロスカットが大きかったようだ（図表 2）。

図表 2 ビットコイン先物建玉



(出所) Goinglass より大和総研作成

## 11月にビットコイン現物ETFからは35億ドルの資金流出

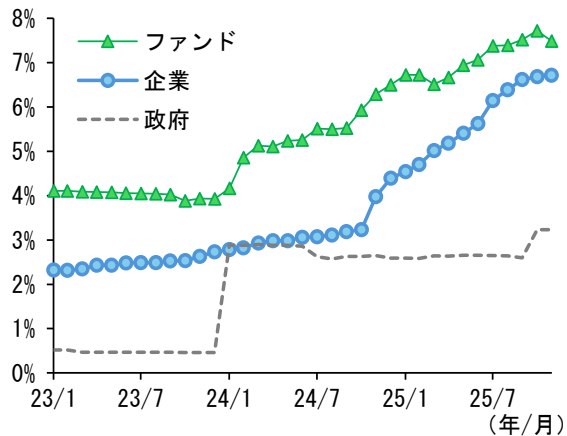
もっとも、ロスカットは、10月10日に集中しており、その後に同程度の規模の大量清算や投げ売りが生じている訳ではない。11月以降の下落の主因は、2024年以降に相場を支えてきたETFや暗号資産トレジャリー企業の買いが鈍化していることが挙げられる（図表 3）。

まず、ビットコイン現物ETFからは、11月に35億ドルの資金流出がみられた（図表 4）。また、同ETFへの資金フローとビットコインのリターンとの間には正の相関があり、ビットコインが下落する際に資金流出が起こる傾向がある（図表 5）。同ETFの売買主体は下値で買い支える逆張りの特徴があるとは言えず、順張りの投資行動か、もしくは同ETFへの資金フローを通じて価格に影響を及ぼしていることがうかがえる。

なお、同ETFを通じてビットコインの投資家層が拡大したとの見方があるものの、実際の投資家層の7割強が個人であり機関投資家等は3割弱に過ぎない<sup>2</sup>。さらに、個人以外の主体の多くはヘッジファンド（HF）かウェルスマネジメント会社である。HFについては、どちらかのポジションを取るというより、先物価格と現物価格との価格差（現先スプレッド）に着目した、現物ETF買い・先物売りのベシストレードの一環で取引しているとの見方もある。実際、現先スプレッドと同ETFへの資金フローとの間には正の相関がある（図表 6）。足もとでは、現先スプレッドが縮小しており、裁定取引に伴う同ETFの購入が手控えられている可能性がある。

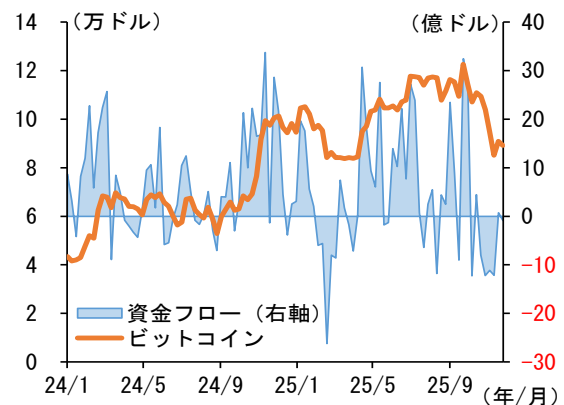
<sup>2</sup> ビットコイン現物ETFの純資産残高上位2銘柄における、Bloombergの集計結果を参照（2025年9月末時点）。なお、銀行（2.3%）、年金基金（0.5%）、大学基金（0.5%）、保険（0.02%）といった伝統的な機関投資家の存在感は薄く、幅広い機関投資家に裾野が広がっているとは現段階では言い難い。

図表 3 ビットコインの主体別保有割合



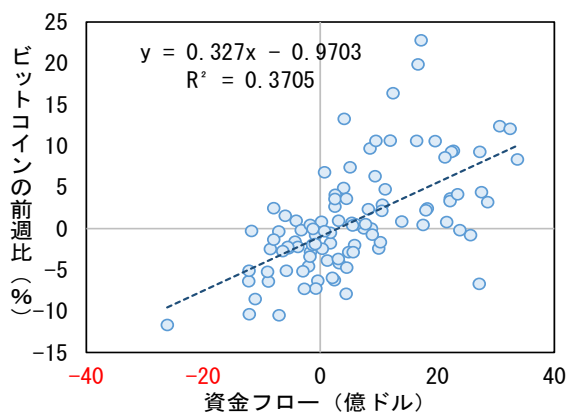
(注) ビットコインの供給量に対する各機関の保有枚数の比率を計算。直近値は、2025年11月末。  
(出所) BitcoinTreasuries.net より大和総研作成

図表 4 ビットコイン現物ETFへの資金フロー



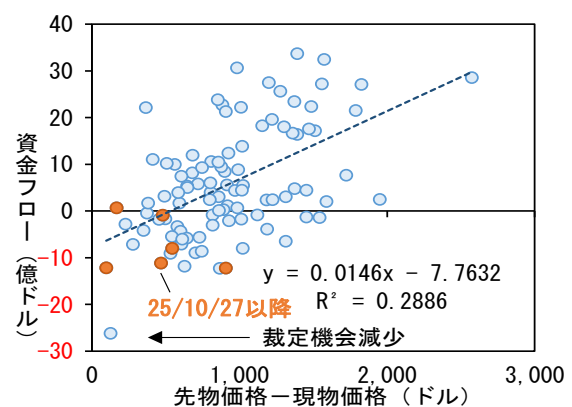
(注) 週次データ。直近値は2025/12/5。  
(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表 5 ビットコイン価格とビットコイン現物ETFへの資金フローとの関係



(注) 週次データ。直近値は、2025/12/5。  
(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表 6 現先スプレッドとビットコイン現物ETFへの資金フローとの関係



(注1) 週次データ（現先スプレッドは各週の平均値）。分析期間は、2024/1/12～2025/12/5。  
(注2) 先物価格は、2限月先。  
(出所) Bloomberg より大和総研作成

## 暗号資産トレジャリー企業の買いの鈍さや懸念の高まりも相場の重しに

暗号資産トレジャリー企業によるビットコインの買いが鈍いことが相場の重しになっている。また、①10月10日にMSCI社が暗号資産トレジャリー活動を主要事業とする企業（総資産の50%以上を暗号資産が占める企業）を同社の株価指数から除外するか否かを協議していること<sup>3</sup>、②株価プレミアムを表す指標として投資家が注目しているmNAV（企業の時価総額÷保有ビットコインの時価総額）について、多くの暗号資産トレジャリー企業で1を下回ったこと、③大手暗号資産トレジャリー企業が配当や利払いのために保有するビットコインを売却するとの懸念が浮上したことなども相場を押し下げたものとみられる。

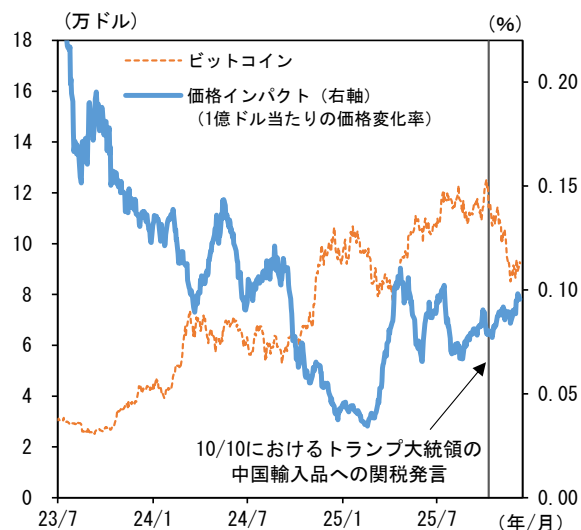
<sup>3</sup> なお、この協議は2025年末まで継続され、最終的な結論は2026年1月15日までに公表される予定である。

### 3. 市場の厚みが改善されない限り、ボラティリティの高さは続くか

12月に入って以降、分散型金融（DeFi）プロトコルである Yearn Finance<sup>4</sup>からの不正流出による暗号資産市場の大幅下落（1日）の後に、米国金融機関における顧客への暗号資産現物ETF解禁<sup>5</sup>などを背景とした大幅上昇（2日）があるなど、ボラティリティが高い相場が続いている。

ビットコインの流動性指標について確認すると、売買代金1億ドルあたりのビットコイン価格の変化率（価格インパクト）は足もと幾分高くなっているものの、例えば2025年2月末～4月にかけての上昇ペースに比べると緩やかである（図表7）。ただし、別の流動性指標として、ビットコイン価格周辺での板（注文量）の厚みをみると、10月10日以前に比べて薄い状況が続いている（図表8）。これらを踏まえると、投げ売りのような状況は生じていないものの、価格が飛びやすい市場環境が続いている可能性が高い。そのため、当面はボラティリティが高まりやすい相場環境が続くものと思われる。

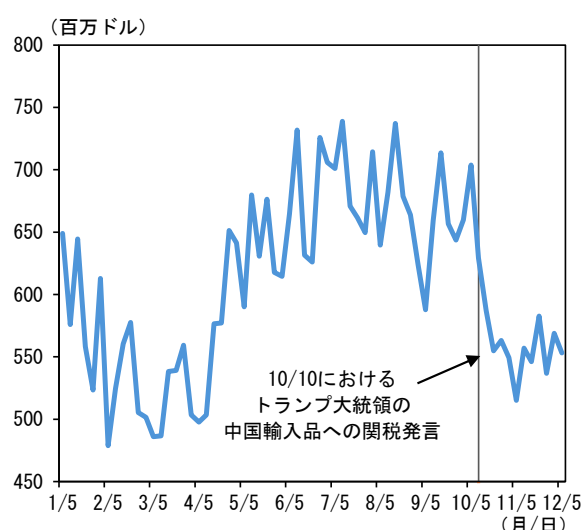
図表7 ビットコインの価格インパクト



(注) 「日次リターンの絶対値/売買代金（億ドル）」の過去30日平均を計算。直近値は、2025/12/9。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表8 ビットコインの板の厚み



(注) ビットコイン価格の±2%の注文量。直近値は、2025/12/5。

(出所) Kaiko より大和総研作成

<sup>4</sup> レンディングによる暗号資産の運用の際に、最適な運用先を自動的に検索・投資するサービス。

<sup>5</sup> Bloomberg 「[バンガードの取引プラットフォーム、暗号資産ETFを対象に一姿勢転換](#)」（2025年12月2日付）