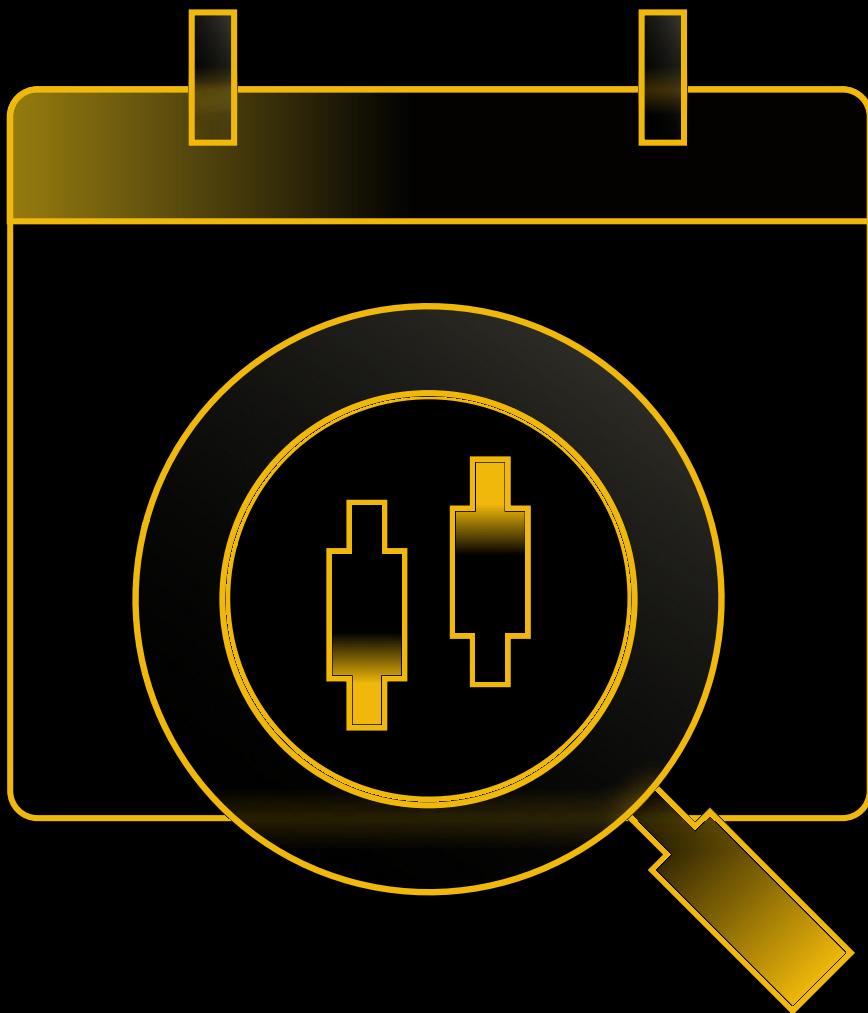


月次市場洞察

2025年12月



目次

目次	1
01 / 要点	2
02 / 暗号資産市場のパフォーマンス	3
2.1 分散型金融(DeFi)	5
2.2 非代替性トークン(NFT)	7
03 / 今月のチャート	8
量的引き締め終了は序章にすぎず、量的緩和は目前	8
AIバブルのローテーション:後期サイクルの見通し	9
BTC現物ETFの資本流出が過去最大に	10
DAT企業におけるストレスが顕在化	11
04 / 今後のイベントとトークンのアンロック	13
05 / 参考資料	14
06 / バイナンスリサーチ最新レポート	15
Binance Researchについて	16
リソース	17

01 / 要点

- 11月、暗号資産市場全体の時価総額は15.43%減少し、下落基調が継続しました。米国連邦準備制度理事会(FRB)の12月会合をめぐる不透明感が強まる一方、日本銀行は利上げに踏み切るとの見方が広がっており、円キャリートレード巻き戻しに対する懸念が強まっています。StrategyやBitmineなどのトレジャリー企業の株価はそれぞれ36%、38%と大幅に下落しており、今後株価がさらに急落するおそれもあります。先行き、マクロ経済環境には引き続き課題が残るもの、利益確定売りが一段落し、薄商いとなる年末市場に突入する中での押し目買いにより、12月には一時的な反発局面を迎える可能性があると言えます。
- 米国連邦準備制度理事会(FRB)が進めてきた量的引き締めは12月1日に終了する予定となっています。これは、2022年に開始したタカ派的な金融引き締めサイクルの終結を意味します。1月以降、FRBは月間200億～250億米ドル規模で米国短期国債(T-bill)を購入し、「バランスシート拡大局面」に入る可能性が極めて高いとされています。同措置は、「QE Lite」(2019年後半にFRBが「量的緩和ではない」としながらも短期国債を購入した前例)に準ずる形で実質的に流動性を供給するものであり、単独の利下げと比較すると強い金融緩和姿勢を示すシグナルとなり得ます。こうしたマクロ的な流動性の転換は、グローバルな流動性環境の変化を最も反映しやすい資産の1つであるBTCにとって、強い追い風となることが見込まれます。過去の傾向からは、量的引き締め期間終了後にFRBのバランスシートが急拡大する局面では、資産価格が力強く上昇する傾向が確認できます。
- 株式市場では、過熱感の強かったNVIDIAとOpenAIを軸とするGPU中心の陣営(Red Camp)から、GoogleのTPUを軸とする比較的バランスが取れた陣営(Green Camp)エコシステムへの移行が見られています。こうした移行は、強気相場における投資家のリスク選好度が根強いことを示すものであり、暗号資産市場もこれに追随して反発しています。NVIDIAのバリューチェーンに関する懸念によるオーバーハング(売り圧を警戒した株価の頭打ち)は、現時点では一旦解消されたように見受けられます。
- 11月におけるBTC現物ETFの資本流出額は月間35億米ドル超にものぼり、上場以来最大規模となりました。この数字には、純資本流出額が10億米ドル前後またはこれを上回る週が複数含まれる一方、同月における取引高も過去最高水準に到達しました。この資本流出は、暗号資産市場全体の下落やマクロ環境の不透明感の高まりと同時に発生しました。このことから、ETFの資本の流れがリスク環境の変化による影響を大きく受けたことが見て取れます。BTC ETFが持続的な資本流出を記録した一方、SOL、XRP、LTCなどの新規に上場したアルトコインETFでは、その上場以降一貫してプラスの純資本流入を記録しています。
- デジタル資産トレジャリー(DAT)企業では、市場のボラティリティおよび規制強化の圧力を受け、バリュエーション(企業価値評価)の下落に直面しています。2026年1月に予定されているMSCIによる決定に加え、日本取引所グループ(JPX)による監視強化が進む中、デジタル資産への投資比率が高い企業は、こうした措置による顕著な影響を受ける可能性があります。DAT企業には、利回りを創出し、デジタル資産を中心事業に統合して発展することが一段と求められています。一方、こうした対応が後手となった場合、清算リスクが高まる状況であると言えます。

02 / 暗号資産市場のパフォーマンス

11月の暗号資産市場は前月からの下落傾向を引き継ぎ、15.43%下落しました。12月に開催予定である米国連邦準備制度理事会(FRB)政策利率決定会合の結果は依然として不透明となっており、市場参加者は25ベーシスポイントの利下げが実施されるか否かを注視しています。一方、日本銀行は25ベーシスポイントの利上げに踏み切るとの見方が強まっており、円キャリートレードの巻き戻しに関する懸念が強まっています。

市場全体の後退が背景となり、11月におけるビットコインとイーサリアムの市場ドミナンスはそれぞれ58.7%と11.6%へと低下しました。デジタル資産価格の下落を背景に、トレジャリー関連企業への圧力が一段と強まっています。中でも、最大手の2社であるStrategyとBitmineの株価は、それぞれ36%と38%の大幅な下落を記録しています。

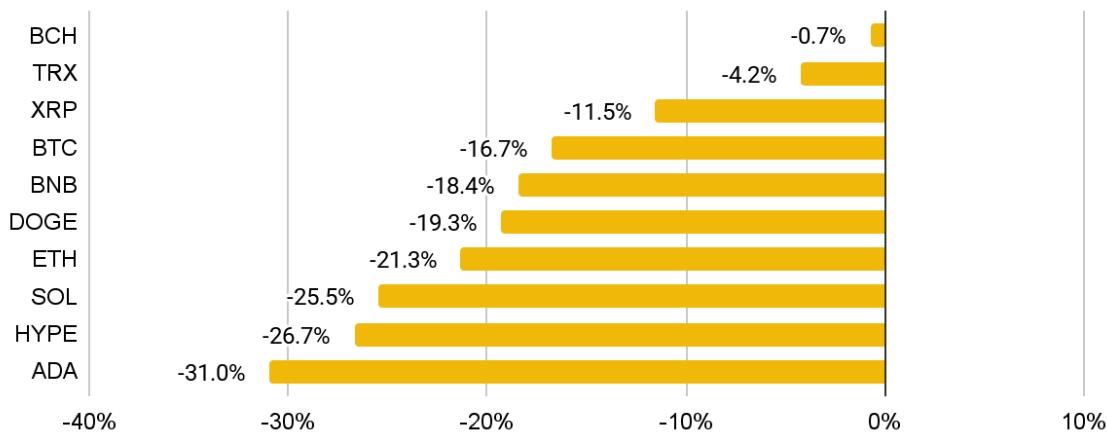
今後の見通しとして、12月は利益確定売りの勢いが弱まる傍ら、薄商いとなりやすい年末特有の市場環境の中で押し目買いが入る傾向があることにより、反発局面を迎える可能性があると言えます。こうした要因の組み合わせにより、マクロ環境の逆風が続く中でも、短期的な価格回復が生じやすい地合いが形成される可能性があります。

図1:11月、月間暗号資産時価総額は15.4%減少

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2025年	4.3	-20.2	-4.4	10.8	10.3	2.6	13.3	-1.7	4.3	-6.1	-15.4	
2024年	0.4	40.0	16.3	-11.3	8.6	-11.4	5.6	-12.4	8.0	2.8	39.9	-4.5
2023年	30.4	3.4	9.3	3.2	-6.0	3.3	1.0	-8.8	2.6	19.0	11.0	15.2
2022年	-22.6	-0.3	25.3	-18.1	-25.2	-31.7	21.8	-11.4	-2.1	7.2	-18.0	-4.5
2021年	33.9	39.6	31.1	11.4	-25.7	-5.9	12.5	25.2	-9.9	42.9	-1.0	-15.0

出典:CoinGecko
(2025年11月30日時点)

図2:時価総額別上位10暗号資産の月間価格パフォーマンス



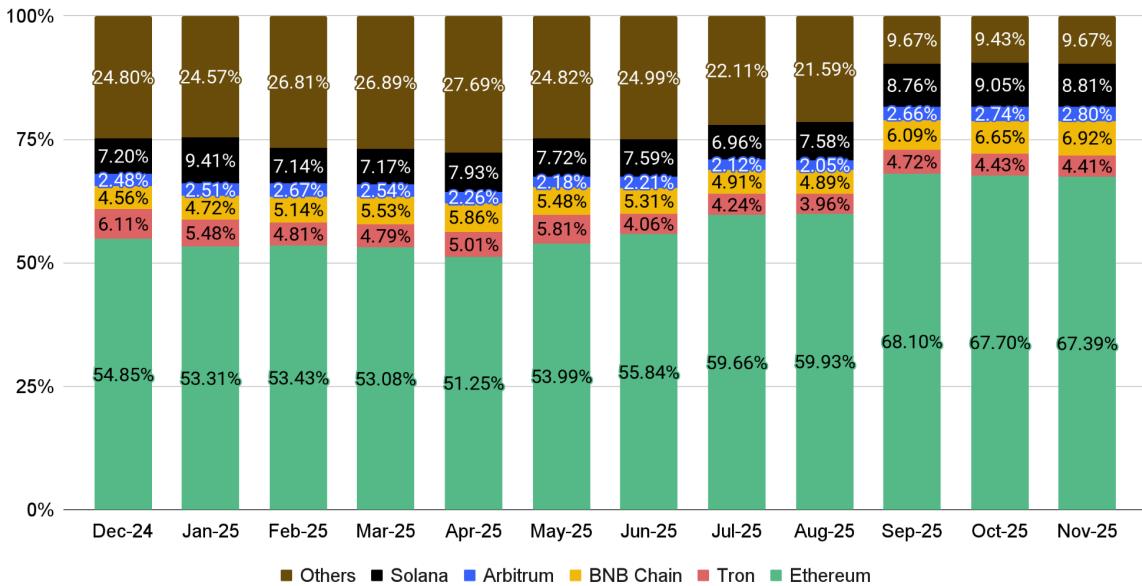
出典:CoinMarketCap
(2025年11月30日時点)

パフォーマンス(降順)

- ◆ BCH(ビットコイン・キャッシュ)とTRX(トロン)は、それぞれ0.7%、4.2%下落しました。
- ◆ XRP(エックス・アール・ピー)とDOGE(ドージ)価格は、それぞれ11.5%、19.3%下落しました。Franklin TempletonおよびGrayscaleのXRP ETFが11月に上場し、初日の取引単体で合計6,000万米ドル超の純資本流入を記録しました。これは、投資家需要の強さを示す明確な兆候であると言えます。一方、GrayscaleのDOGE ETFにおける上場初日の取引高は低調となり、同ETFに対する投資家の関心は限定的なものとなりました。
- ◆ 11月、ビットコイン価格は一時約8万米ドルまで下落した後に反発し、月末時点では約8.7万米ドルまで戻したものの、月間では16.7%の下落を記録しました。ビットコイン現物ETFは同時期に、狼狽売りが広がる中で約40億米ドル付近の大規模な純資本流出を記録しました。
- ◆ 11月、BNB価格は市場全体の下落に追随して調整局面となり、月間で18.4%の下落を記録しました。
- ◆ 暗号資産市場全体の低迷に伴い、ETH価格も21.3%下落しました。12月に実施が予定されるFusakaアップグレードでは、PeerDASおよびVerkle Treeの導入により、スケーラビリティや効率性の向上に加え、L2におけるユーザー体験の改善が図られることが見込まれています。
- ◆ 同期間中におけるソラナ現物ETFは、日次ベースでの純資本流入を維持した状態であったものの、11月のSOL価格は25.5%下落しました。
- ◆ HYPEの価格は26.7%下落しました。この結果から、同トークンを支える中核的な貢献者向けに割り当てられたトークンの線形アンロックに伴い、売り圧力への不透明感が影響していることがうかがえます。
- ◆ 11月のADAは、主要暗号資産において最大となる31%の下落を記録しました。これは、ネットワークのバグを悪用したトランザクションによるチェーンスプリット(想定外の処理不整合でチェーンが一時的に分岐する現象)に起因しているとされています。

2.1 分散型金融(DeFi)

図3: 上位ブロックチェーンのTVL市場占有率



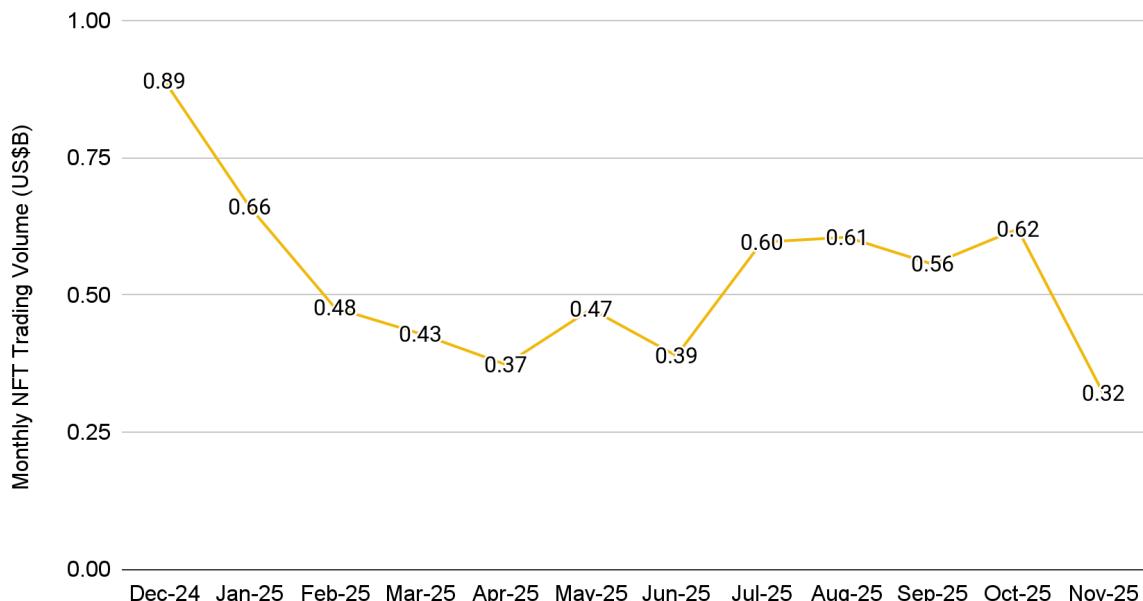
出典:DeFiLlama
(2025年11月30日時点)

2025年11月のDeFi分野における預かり資産(TVL)は、前月比で20.8%減少しました。この背景として、ステーブルコインのデペッグやBalancerへのハッキングを受け、市場不安からDeFiの流動性が流出したことが挙げられます。上位5のDeFiエコシステムのうち、市場シェアが拡大したのはBNBチェーンとアービトラムのみであり、その他のブロックチェーンにおける市場シェアは小幅に減少しました。Uniswapでは、プロトコル手数料の一部を流動性提供者からUNIトークン保有者に割り当てる目的とした「手数料スイッチ」のガバナンスアップグレードを提案しました。同提案(同変更)では、手数料をトークンバーンに充当する仕組みに移行することでUNIの供給量を減らし価値の上昇が期待される一方、手数料収入の減少により流動性提供者には課題となり得ます。

激しい相場変動により投資家間で安全資産への逃避が見られたことから、11月におけるステーブルコイン活動は増加しました。ステーブルコイン市場全体の時価総額は0.37%減少し、2022年以来初の下落月となりました。従来型金融市場における利回りが上昇する中、ステーブルコインの利回りの魅力は相対的に低下しています。加えて暗号資産市場の足元での下落を受け、一部の投資家はデジタル資産から資金を完全に引き揚げています。同時に、各種プラットフォームにおけるレバレッジポジションの解消が進んだことも、償還を一段と押し上げる要因となりました。USDTの時価総額は緩やかに増加した一方、USDCの時価総額は減少し、ステーブルコイン市場の2大プレーヤー間の差がさらに拡大することとなりました。

2.2 非代替性トークン(NFT)

図4: 月間NFT取引量



出典: CryptoSlam
(2025年11月30日時点)

2025年11月、NFT市場の総売上高は48.2%減少し、過去数か月の水準から急減しました。

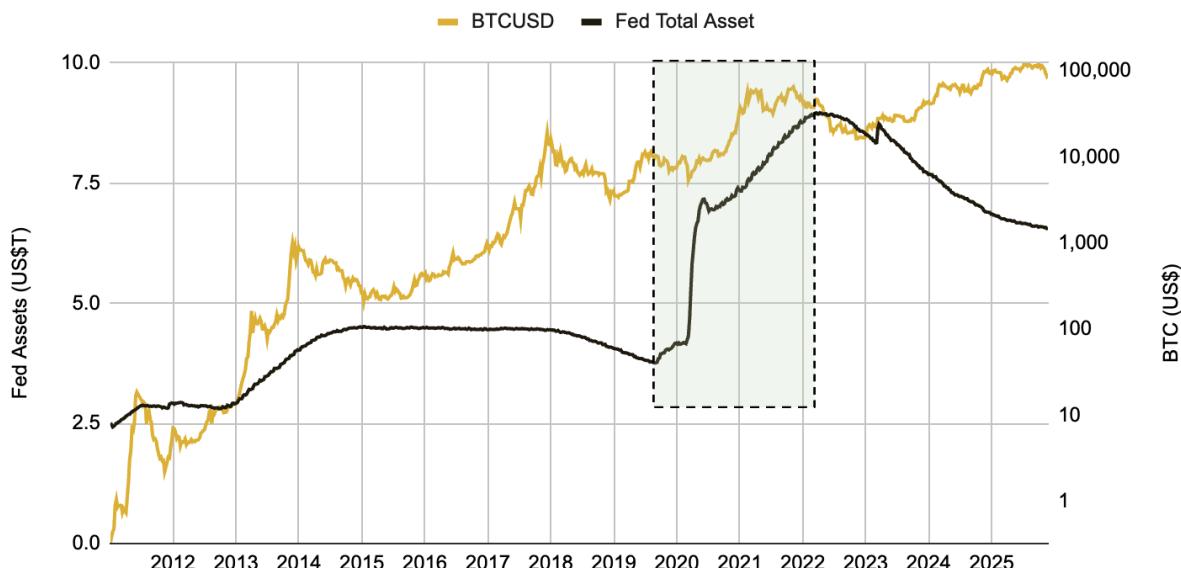
イーサリアムベースのNFTは引き続き首位の座を維持したものの、総売上高は70%急減しました。BNB、ビットコインおよびベースチェーンのNFTの月間売上高は、それぞれ74%、43%と67%と大幅に増加しました。上位20のNFTコレクションの中では、MythosにおけるDMarketが売上高で同月首位となり、イーサリアムにおける人気のNFTコレクションであるPudgy PenguinsやCryptoPunksを上回りました。ベースネットワーク上のDX Terminalでは、その売上高が77%減少したことにより、同月には首位から7位へと順位を下げる結果となりました。

暗号資産市場全体の下落基調に加え、その投機性の高さにより、NFT市場全体における売上高および取引活動が著しく減少することとなりました。

03 / 今月のチャート

量的引き締め終了は序章にすぎず、量的緩和は目前

図5:前回の量的引き締め終了後、FRBは迅速にバランスシートを拡大



出典:出典:FRED、バイナンスリサーチ
(2025年11月30日時点)

FRBは10月に量的引き締めの終了を発表したものの、実際の終了日は12月1日となっています。こうした制度上のタイミングにより、11月中には流動性面での恩恵を得られない結果となりました。同日を迎えて初めて、2022年から続いたタカ派的な量的引き締めサイクルが完全に終了したと言えます。

短期的には、FRBは満期を迎えるMBS(不動産担保証券)を短期国債に入れ替える方針であり、これはバランスシートの拡大ではなく構成調整を目的としたものとなっています。こうした措置は厳密には金融緩和ではないものの、月間で約400億米ドル規模の流動性吸収が停止することになり、市場にとっては小幅ながらプラス材料となることが見込まれます。歴史的に見ると、量的引き締めの停止はあくまで第一段階にすぎません。経済成長に見合った中立的な流動性を維持するには、FRBは近い将来にバランスシートを積極的に拡大する必要があると言えます。

FRBのウィリアムズ総裁は、1月以降にFRBが「バランスシートの拡大局面」に入る予定であるほか、準備金の補充およびシステム安定化を目的として、月間で200億～250億米ドル規模の短期国債を購入する可能性があること示唆しています。FRBは同措置を量的緩和ではなく「制度上の調整」として扱っているものの、結果としては同様に流動性を押し上げる効果があります。同措置は「QE Lite」に相当する動きとみなすことができ、これは利下げよりも強い流動性シグナルであると言えます。

暗号資産(特にビットコイン)は、グローバルなマクロ流動性に対する「究極のベータ資産」であると位置付けられており、今回のマクロ環境の転換は、今後の市場パフォーマンスに対する強固な基盤を形成するものとなります。

AIバブルのローテーション: 後期サイクルの見通し

図6: NVDA–OpenAIを軸とする陣営(Red Camp)とGoogle TPUエコシステムを軸とする陣営(Green Camp)の分断が明確化



出典: Tradingview、バイナンスリサーチ
(2025年11月30日時点)

過去1か月間、過熱も冷え込みもない「ゴルディロックス」型の良好なリスク環境は、政府データの公開停止、10月のFOMC後のタカ派転換のほか、ハイパースケーラー(クラウドサービスを大規模に構築・運用する企業)における設備投資の投資回収性に対する投資家の懐疑感の高まりといった3種類の要因により崩壊することとなりました。AIインフラ構築に必要となる膨大な資本支出への懸念の強まりに伴い、AI関連株が全体的に売られ、暗号資産などのリスク資産全般にも下押し圧力がかかりました。

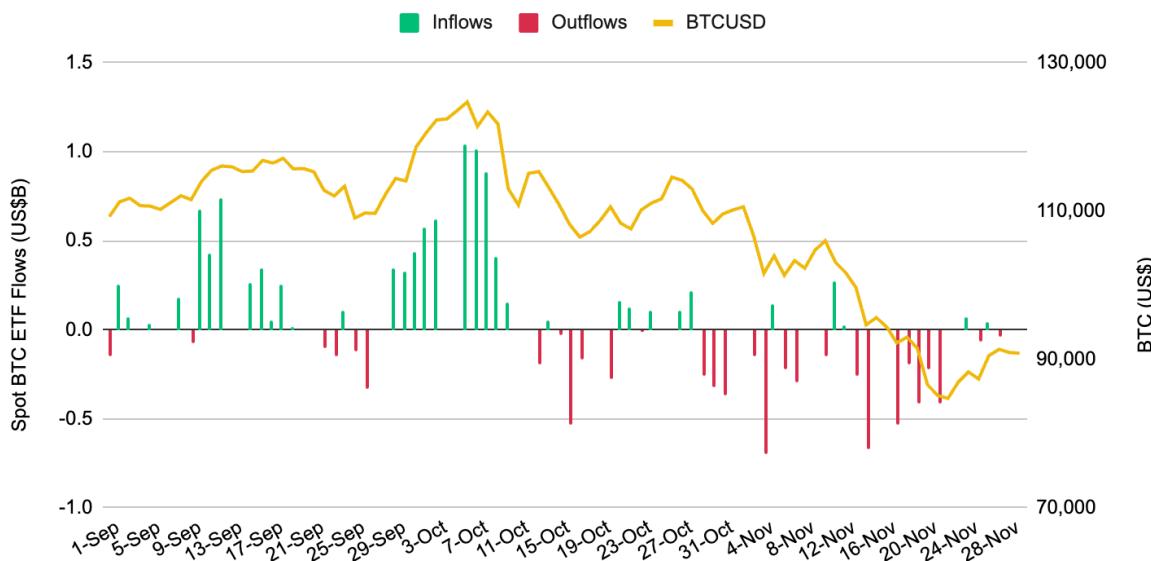
一方、金利環境が徐々に緩和する中、現在のサイクルが力強い拡大局面から緩やかな減速局面へと移行している段階と捉えることができます。企業はこうした局面では通常、バランスシートの再レバレッジ化および業務効率最適化の実施による対応を行い、成長維持の傍ら収益確保を図るための合理的な戦略を取ります。

このため、高度に資本集約型のプロジェクト(例: AIインフラ、中核的な研究開発)への資本配分が進んでいる現在の状況は、レバレッジの利かせ直しやバランスシートの再構築などの後期サイクルにおける典型的な行動を示すものであると言えます。企業債務の増加に対して投資家が周期的に懸念を強めることはあるものの、強気相場が終了となるのは「景気後退」または「バリュエーション(企業価値評価)バブルの崩壊」のいずれかの局面に限定されます。いずれの状況も当チームで描く基本シナリオには該当しないことから、リスク選好度は依然として高い水準を維持する可能性があります。

11月下旬、AI分野内において市場のナラティブの転換が見られました。Gemini 3の高い評価のほか、GoogleがTPUをMetaへ出荷するとの発表が追い風となり、同分野における新たな主役が現れ、モメンタム(勢い)が引き続き維持されることになりました。暗号資産市場もこうした動向に伴い、反発しました。NVIDIAとOpenAIのバリューチェーンに関する懸念によるオーバーハングは、現時点では一旦解消されたように見受けられます。

BTC現物ETFの資本流出が過去最大に

図7: BTC現物ETFは11月に月間35億米ドル超の資本流出額を記録、過去最大規模となる



出典:出典:Glassnode、バイナンスリサーチ
(2025年11月30日時点)

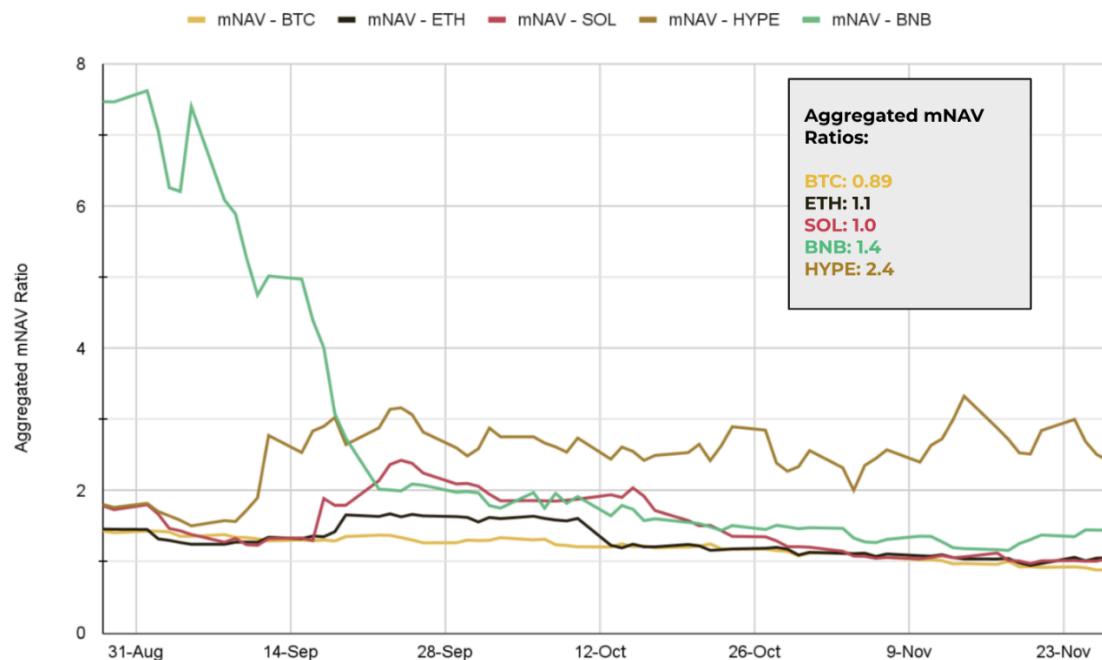
11月におけるBTC現物ETFの資本流出額は月間35億米ドル超にものぼり、上場以来最大規模となりました。同月には、10億米ドル前後またはこれを上回る純資本流出が複数の週で連続して発生しました。これは、同ETFの上場以来初の事例となっています。また、年初来で最大規模となる日次資本流出額も記録されることとなりました。また、暗号資産市場全体の下落と相まってETF償還の増加が発生し、BTCが8万米ドル付近まで下落する展開となりました。こうした展開は、10月に発生したマクロ的な不透明性の高まりに加え、利下げ予測の転換により、11月におけるリスク回避姿勢が一層強まったことに起因しています。同相場の下落が進む中、BTC価格がETF全体の取得コスト水準に迫ったことも、市場センチメントの悪化および投資家の警戒感を一段と強める要因となりました。

上記の動きから、現時点ではETF投資家がBTCをリスク資産として位置付けており、資本出入りがマクロ環境の変化の影響を直接受けていることが見て取れます。こうした資本出入りが、BTCの価格変動および暗号資産市場全体のパフォーマンスにも影響を与えることは、暗号資産と従来型金融市場との結び付きが一段と強まっていることを浮き彫りにしています。

11月は、取引活動の大幅な増加が見られた月でもありました。同月におけるBTC ETFの日次取引高は過去最高額を複数回更新し、11月21日には約110億米ドルに到達しました。BTC ETFの資本流出が継続する一方、SOL、XRP、LTCなどの新規上場のアルトコインETFは、上場以降一貫してプラスの純資本流入を記録しています。これにより、幅広い暗号資産ETFに対する初期の需要の高まりが見て取れます。

DAT企業におけるストレスが顕在化

図8:mNAV比率が収斂し始める中、DAT企業におけるストレス耐性の試練が生じている



出典:Artemis、バイナンスリサーチ
(2025年11月30日時点)

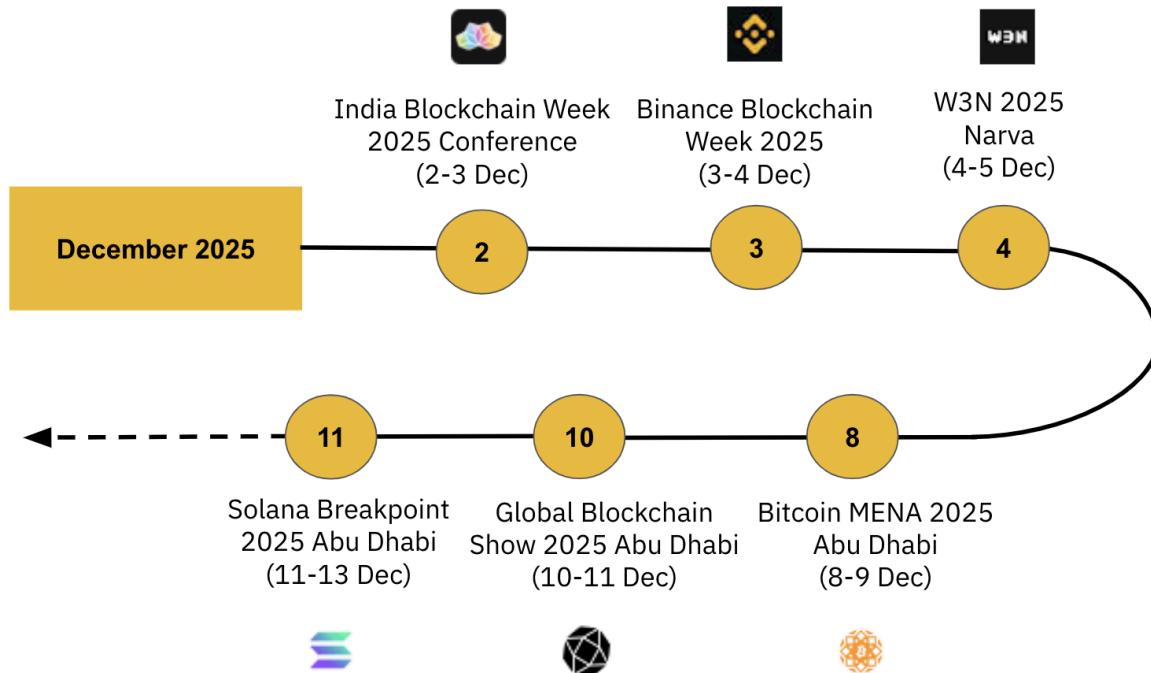
デジタル資産トレジャリー(DAT)企業は現在、市場および規制による強い圧力が加わっており、この影響でバリュエーション(企業価値評価)プレミアムが著しく低下しています。同月以前、投資家による盛り上がりおよびレバレッジが背景となり、多くのDATに対して純資産価値(mNAV)を上回る水準での取引が実施されていました。一方、ボラティリティの上昇と指数再分類リスクの高まりにより、多くのDATが純資産価値を下回る水準で取引されており、資金調達を実施しても価値が積み上がらない状況となっています。

今後の重要な課題として、**2026年1月15日**までに予定されているMSCIの判断が挙げられます。同社では、資産の**50%**以上をデジタル資産で保有する企業、またはデジタル資産の蓄積を主な目的として資金調達を実施する企業をMSCI指数の構成銘柄から除外する可能性があります。さらに、勢いに乗じた暗号資産トレジャリーモデルへの移行の動きを抑制することを念頭にした、日本取引所グループ(JPX)による規制監視の強化も重なります。

DAT企業には今後、重大な局面が訪れる可能性があります。上記の危機が長期化した場合、レバレッジを使用する事業者が清算に追い込まれる一方、より強固なレジリエンスを備えた「トレジャリー2.0」型の新たな運用者が登場する展開もあると言えます。同企業が生き残るには、単なるデジタル資産の蓄積以上の取り組みが必須となります。具体的には、ステーキングやDeFi運用などの利回り生成に向けた取り組みのほか、デジタル資産およびブロックチェーンの中核事業や新たな収益モデルへの統合などの形で付加価値を示すことが求められます。

04 / 今後のイベントとトークンのアンロック

図9: 2025年11月に実施される注目イベント



出典:
Cryptoevents、バイナンスリサーチ

図10: トーカンアンロック数量上位(米ドル換算)

PROJECT	TOKEN	UNLOCK IN US\$ EQUIVALENT	% OF SUPPLY	UNLOCK DATE
ASTER	ASTER	92M	0.98%	17 December
SUI	SUI	85M	0.56%	1 December
ENA	ENA	50M	1.15%	5 December
ZRO	ZRO	33M	2.47%	20 December
PUMP	PUMP	28M	1.00%	14 December
APT	APT	26M	0.95%	12 December
EIGEN	EIGEN	22M	2.08%	1 December
ARB	ARB	20M	0.93%	16 December
STRK	STRK	19M	1.28%	15 December
XPL	XPL	19M	0.89%	25 December

(出典: CryptoRank、バイナンスリサーチ)

05 / 参考資料

defillama.com/
coinmarketcap.com/
cryptoslam.io/
token.unlockks.app/
dune.com/
itez.com/events
cryptorank.io/

06 / バイナンスリサーチ最新レポート

量的引き締めの終了:マクロ的な逆風から追い風へ - リンク

流動性の転換点と新たなサイクルの展望についての解説



ステーブルコインビジネスの全体像 - リンク
ステーブルコイン基盤をめぐる競争と同業界における今後の注目分野に関する分析



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 Nagesh(ムリック・ナゲーシュ)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(ジョシュア・ウォン)は現在、マクロリサーチャーとしてバイナンスに勤務しています。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、WongはWeb3のフィンテックスタートアップ企業のプロダクトマネージャーとして勤務していたほか、DeFiスタートアップ企業の市場アナリストとしても活躍していました。ダラム大学で法学士(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(マイケル・ジェージェー)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、クロスマセッテ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(アッシャー・リン・ジャヨン)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ケ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。

リソース

バイナンスリサーチ - [リンク](#)



フィードバックは[こちら](#)からどうぞ

一般的な開示事項:この資料はBinance Researchが作成したものであり、予測や投資助言目的で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見解となります。その後の状況の変化により、内容は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、純粹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、予測や予想など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。この資料は情報提供のみを目的としたものであり、一切の証券、暗号資産または一切の投資戦略の購入または売却についての投資助言、提案または勧誘を構成するものではなく、また、読者の当該法域の法律により提案、勧誘、購入または販売が違法とされる相手に対しいかかる有価証券または暗号資産をも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。詳細は、[こちら](#)をご覧ください。