

トレード通信 週刊マーケットレポート

米株の8連騰とビットコインの不調 —— 主役は静かに上昇したドルインデックス

2026年5月24日（日） | ココスタ・トレーディングカレッジ 佐々木 徹

今週の概要

今週のマーケットは「リスクオン継続」と「金利上昇」が同居する、ねじれた一週間でした。米国株はS&P500が8連騰、ナスダックのハイテク株が相変わらず牽引役で、出遅れていたラッセル2000（小型株指数）も追いついてきました。新しいFRB（米連邦準備制度理事会）議長の人事も無事に着地し、株式市場は素直に上を向いています。

一方で、その裏側では金利がじわりと上昇しています。10年債・2年債ともに利回りが上がり、特に2年債の上昇が速い。これは「政策金利の上昇は避けられない」と市場が認識し始めたサインだと考えられます。30年債はすでに5%を超え、止まる気配は今のところ強くありません。

今週の本当の主役は、静かに上昇したドルインデックス（主要通貨に対するドルの総合的な強さを示す指数）でした。先週公表されたFOMC（米連邦公開市場委員会）の議事録に「次の一手は利上げ」という複数票が示されていたことが起点です。これが市場予想よりタカ派（金融引き締めに向き姿勢）と受け止められ、ドル買いを呼び込みました。反対側に立つ円は売られ、ドル円は159円まで進んで週末を迎えています。

ゴールドは小幅に売られ、ビットコインは7万7千ドル台まで下落しました。それぞれの市場で何が起きていたのか、水面下の力学を順番に見ていきます。

マクロと金利 —— 議事録が映した「利上げ」の影

結論から言えば、市場は利下げの織り込みをほぼ捨て、利上げのほうへ舵を切り始めています。

一ヶ月前は、年内の利下げと利上げの両方がそれなりに残っていました。それが直近では利下げの織り込みがほぼ消え、代わりに利上げの織り込みが67.9%まで立ち上がってきています。背景はシンプルで、インフレ（物価上昇）が再び上向いてきたためです。この状況で利下げをすればインフレが加速してしまうため、当局としても動きにくい。だから市場は利上げのほうを見始めた、という流れです。

12月のFOMCに対する見通しの変化が、この温度感をよく表しています。

12月FOMCの織り込み	一ヶ月前	現在
利下げ予想	約23%	ほぼ消滅
利上げ予想	ほぼゼロ	約42%

注目したいのは、市場がFOMC自身の見通し（ドットプロット＝メンバーの金利予測を点で示した図）よりも、はるかに強い金利上昇圧力を織り込んでいる点です。先物市場では2028年に4%を超える金利が織り込まれており、当局の想定を上回っています。次の節目は5月30日の

PCE（個人消費支出物価指数。FRBが重視するインフレ指標）です。ここでインフレ加速が確認されれば、利上げ観測はさらに強まりやすいでしょう。

見えにくい分断 —— 株を持つ人、持たない人

米国株はバンバン上がっていますが、その足元では消費者センチメント（消費者の景況感）がほぼ最悪の水準にあります。株などの資産を持っている人はインフレで資産が膨らみ、好調を実感している。一方で資産を持たない一般層は、生活がかなり苦しくなっている。同じ国の中で、見ている景色が二つに割れているのが現状だと見ておいたほうがよさそうです。

プランCとしての日本 —— 歴史が示す静かな起点

ここから先は、確度の高い予測ではなく「備えとしての一つのシナリオ」として聞いてください。1920年代に米国が大恐慌へ突っ込んでいった起点は、実は米国ではなく英国でした。英国が予想外の利上げに動いたことが、景気後退の引き金になったのです。ただし当時は金本位制（通貨の価値を金の量と結びつける制度）で、今は違う。同じことが起きるとは限りません。

それでもプランCとして頭の片隅に置いておきたいのが、米国が利上げした後の日本です。日本は本来なら利上げをしないとイケない局面ですが、政治的にそれを抑え込んでいる状態にあります。ここで米国が利上げをすると、ドルがさらに買われて為替が200円方向へ進みかねない。そうなると国内インフレが跳ね、政治的に抑える必要が出てきます。

その抑える手段として、日銀が突然の利上げに追い込まれる可能性はゼロではありません。利上げをしても利払い費がすぐに跳ねるわけではなく、何年もかけてじわじわ効いてくる。だからこそ政治家としては決断しやすい面もあります。そうなると、資金繰りの厳しい中小のゾンビ企業（本業の利益で借入金すら払えない企業）から崩れていく連鎖が起こり得ます。あくまでプランCですが、米国の利上げの「後」に日本がどうなるかは、よく見ておく価値があると考えています。

ゴールド —— 4500ドルが押し目買いの抛り所に

結論として、ゴールドは4500ドルを割ると下がりづらくなり始めています。あくまで「始めている」という段階ですが、水面下では静かな変化が起きています。

先週は4600ドルを中心にプラスマイナス400ドルというレンジで見えていましたが、今週は少し状況が変わってきました。4500ドル近辺では、売り手の買い戻しと断続的な現物の押し目買いが抛り所になっています。

COT（米商品先物取引委員会が公表する建玉明細。誰がどちら側に賭けているかが分かる）を見ると、取組高（市場全体の建玉の量）が抜けて、ネットロングに占めるポジションの比率は約30%から27.4%へガス抜きが入りました。投機筋は売りに傾いており、トレーダーは買いポジションを引き上げています。

ここで一つ、見落としやすいサインがあります。別のCOT区分でディーラー（金融機関の取次部門）を見ると、売りを抜いてきている。これは現物の買いが入ってきたときに起こりやすい動きです。つまり4500ドルを割って下がった場面で、断続的な現物買いが入っている。「とりあえず買っておこう」という性質の買いです。売り手のほうも建玉自体は増やしながら、一部は利益確定に動いている。こうした日々の手口を重ねると、4500ドル以下でツッコミ売り（下げ局面で慌てて売ること）を仕掛けるのは分が悪い、という絵が浮かびます。

出来高の面でも、4685ドルあたりから上では新規の売りが確認できる一方、4500ドルを下回ると買い戻しが入る傾向が見えています。取組高はまだ40万枚を割っているので、資金が入ろうと思えば余地は十分にあります。ETF（上場投資信託）の資金は5月はほぼ横ばいで、特段の資金流入はありません。

気になるのは実質金利（インフレを差し引いた後の金利）で、2.18%まで上昇してきました。教科書通りなら、ここまで実質金利が上がればゴールドは4100ドルあたりまで下げてもおかしくない。ところが、そうなっていません。ゴールドと実質金利の相関は2024年あたりから切れているのですが、この底堅さは裏を返せば「下げづらさ」の表れとも読めます。いま具体的なアクションを取る必要はないにせよ、4500ドル割れで下値が重くなり始めている点は、頭に入れておいてよい変化です。

為替 — 当局を舐めないほうがいい

結論として、ここから円を高いレバレッジで新規に売りにいくのは、相当にリスクが高くなっています。減点主義の官僚が、負けて終わるわけがないからです。

まずCOTで一番大きかった動きはドルです。トレーダーは明らかに買いに来ている一方で、別の主体はネットショートへ転落するという切り替えがありました。円はネットショートがほぼマイナス10万枚まで拡大。英ポンドは大幅に売られ、目一杯売り込まれた一週間となりました。ドルインデックスではレバレッジファンド（高い借入を使って投機する投資ファンド）がネットロングに傾いており、100という水準を一旦はレンジの天井と見ている節があります。

ドル円 — 介入の余力が残っている

ここからは個人的な見立てとして、軽く受け止めてください。当局の気持ちになってみると、前はゴールデンウィークに「スマホは片手に」と少々警告したうえで介入を行いました。ところが警告をしすぎたために、すでに逃げ終えた人が多く、思ったほど大きくは効かなかった。結果として、次の余力を残してしまったわけです。

そして今、ドル円は159円まで来ています。円のノンコマーシャル（非商業筋＝投機筋）のポジションはほぼマイナス10万枚、レバレッジファンドは追加の新規売りを入れている。つまり、いま介入が入ればそこそこ大きく跳ねる水準まで来ています。さらにディーラーは円ロングへポジションを切り替えようとする動きを見せています。

ベッセント米財務長官の本音は「アメリカの金利が上がると困る」という点にあります。日本が先に金利を上げてその流れ弾を米国が浴びる事態は避けた。これ以上の円安はアメリカにとっても都合が悪いので、協調介入のメッセージは一応発せられています。ただ直近では「スマホを離すな」という強い警告は出ていません。米国市場が休みで流動性が薄くなる連休明けの月曜あたりは、入れに来るなら来やすいタイミングです。ここからのドル買いは、入った瞬間に大きく差し込まれる危険があるので、今は見送ったほうが無難だと考えています。

英ポンドとユーロ — まずドルインデックスを見る

英ポンドは、先週のレバレッジファンドの買い戻し水準できれいにリバウンドして週を終えました。レバレッジファンドはこの辺りで売り戻しをしており、下方向の目線そのものは変わっていません。ただ、ドルインデックスが100に届いて買い戻しの利益確定が入れば、当然ポンドも買われやすくなります。慎重にいくなら、1.32あたりまで下げて手前の安値を割り込み、長い下ヒゲをつけたのを確認してから触る、くらいでよいでしょう。

ユーロはズルズルと売られた一週間でした。レバレッジファンドが新規の売りを立て、フランスの長期債も売られています。ポジションがあまり動いていないこと自体、参加者の多くが「とりあえず1.16あたりまでは試そう」と見ている可能性を示します。ただし繰り返しになりますが、ドルインデックスが100に達すれば利益確定が入りやすく、ドルが売られればユーロは買われる。まずドルインデックスを見る、という順序が大切になります。

原油（WTI） ——— 資金が抜けた100ドル

結論として、原油は足元でかなり弱くなり始めています。「踏み上げて跳ねる」動きではなく、資金が静かに抜けて下げている点が、今週の質の悪さです。

取組高が抜け、ネットロングが減り、トレーダーは売り、スプレッド（限月間の売買）も抜けて、資金そのものが市場から抜けています。原油の在庫レポートはマイナスが続いていますが、これは需給が良いという話ではありません。先物カーブ（期近と期先の価格差の形）の構造上、現物を持つ人が「現物を売って先の期日で買い戻す」だけで利益が確定するため、在庫が減りやすくなる。あくまでメカニズムとして在庫が減っている、と見ておくのがよいでしょう。

先物曲線をプロットすると、変化が見えてきました。これまでは期先が下がる局面で、近い限月を売って遠い限月を買うスプレッダー（限月間の鞘取りをする投機家）の手口が確認できました。ところが今は、その手口というより「ただ全部が売られている」状態に近い。高レバレッジを積むためのスプレッド取引ではなく、単に資金が抜けて下がっている。これは足元としてかなり弱いサインだと見ておいたほうが間違いないと思います。

実際、100ドルの水準で売られて下がってきています。一方で現月間スプレッドは底上げの様相で、押し目買いも入っている。スワップディーラー（ヘッジの取次をする金融機関）が売りに来ているのは、シェール採掘業者が先の期日に売ったポジションをまだ買い戻していないことの裏返しです。需給はかなり売りに傾いているものの、これは一発でひっくり返り得る状況でもあります。私たちは日本にいて現地の生情報が取りにくい。SNSなどでもみくちやの情報が出たときに短期で飛び込むと、上下に振らされて何も得られず終わりがちです。

取組高では、5月18日に約3万枚が抜けました。これは納会（最終売買日）でロールオーバー（次の限月への乗り換え）できなかった人がショートを買戻したもので、これで一旦値段が跳ねました。しかしその後の下落は、新規の売りではなく積んでいたポジションを切る資金抜けを伴っています。新規ショートなら踏み上げて跳ねやすいのですが、ただの手仕舞いだと、じわじわ上がれずに下げていきやすい。空中戦（材料に振り回される乱高下）であることに変わりはないので、特定の期日・時間・アクションが読める場面に限って触る、というスタンスが現状では安全だと考えます。

ビットコイン ——— 外堀は埋まりつつ、まだ着火せず

結論として、ビットコインには底入れの動きがちらほら見え始め、外堀の好材料も生まれつつあります。ただし、それが即上昇につながるわけではありません。市場の見立てでは、上昇のタイミングはまだウィンドウに入っていない、という段階です。

外堀の材料は強いものが入ってきているのに、価格に着火しない。次の半減期（採掘報酬が半分になるイベント。供給増のペースが落ちる）後の上昇サイクルに入るのが9月とされており、それまでは他の強い上昇銘柄を取っておきたい、という心理がビットコインを遠ざけているようです。なお、デリビット（Deribit）のオプション市場の詳細分析は別途のレポートにまとめ

ていますので、そちらをご参照ください。短期的には下げ方向のポジションを取る参加者がメインになっています。

ARMA 法案 —— 「買う」より「売らせない」の現実味

今週の大きなトピックが、戦略的ビットコイン準備（SBR）に関する法案の提出です。ポイントは、原則20年間の売却禁止、準備の証明の義務化、財務省内の独立機関によるマルチ承認、という枠組みにあります。これまで保有期間は大統領令ベースで政権交代のたびに変わり得ましたが、法案として通れば、一度買ったビットコインを簡単には売れなくする、という設計です。

個人的には、こちらのほうが「100万ビットコインを買う」という話よりずっと大きいと考えています。100万ビットコインを国民の税金で買うのは、政治的な向かい風が強すぎて現実味が薄い。一方で「売らない」と決めるだけなら、新規に税金が出ていくわけではないので、国民の反発も小さい。だから通る可能性が相対的に高い。無理筋の「買う」法案より、現実的な「売らせない」法案を先に立てておくことのほうが大事で、これは強気のカードとして強い材料だと見ています。法案は5月21日に提出されており、状況を追っていききたいところです。

価格の力学 —— 下がりたから下がる

チャート上では200日移動平均線を抜けず、跳ね返されました。これにより、ビットコインは一旦100日移動平均線に向かう、という短期勢の売りが積まれて下げた、というのが実態です。身も蓋もない言い方ですが、ビットコインは上がる時はプラス材料だけを拾い、下がる時はマイナス材料だけを拾う。マイクロストラテジーが買おうが、長期保有者（ロングタイムホルダー）が買おうが、ファンディングレート（先物の資金調達率）がマイナスからプラスへ転じようが、売られるときは売られる。今はそのセンチメントが変わっていない、ということです。

もっとも、単独で見ると評価できる変化もあります。CME（シカゴ・マーカンタイル取引所）のビットコイン先物で、アセットマネージャーがネットロングからネットショートへ切り替わりました。ネガティブに聞こえますが、必ずしもそうとは限りません。前回ネットショートに切り替わった水準と比べて、今回は価格が約1万ドル切り上がっている。同じネットショートでも価格が上にあるということは、先物以外の買い（半導体株などリスクアセットの強さの流れ弾）が入ってきている証拠です。ビットコイン単独で見れば、下値が切り上がってきている点は前向きに評価してよいと考えます。

レバレッジファンドの手口も似ています。8万4千ドル手前では新規ショートが入る一方、7万6千ドルを割ると売りを回収しに来る。前回も7万6千ドル割れで同じ動きが出ていました。ショートの利益確定は「買い」とイコールではありませんが、この水準からショートを持っていともうまみが薄い、と考える参加者が一定数いることは押さえておいてよいでしょう。

底入れの兆しと、市場が乗りたい曲線

先物曲線は相変わらず弱気で、「200日線は突破できないのではないか」を織り込み、実際に跳ね返されてきました。この弱さで進めば、2024年の高値圏である7万4千ドル、あるいは100日移動平均線のある7万2千ドル台をトライしにいく展開は十分あり得ます。調達金利は30日平均が上昇に転じつつも、価格を切り下げながらの上昇で、短期市場としては弱い動きが続いています。

一方で、デリビットの売買比率の30日平均は、売り圧力を下げてきています。底入れの準備が整いつつあり、底入れっぽい動きがちらほら見え始めている、という段階です。底入れと言い切れはしませんが、長期保有者の買いが強くなってきており、過去のパターンからも底は入り

やすくなっています。ただし、底入れは「上がる」とイコールではない。買い場として機能しやすいという話であって、レバレッジをかけて買えばさらに下に刺される可能性は消えていません。資金管理次第、というところです。

市場心理としては、いまトレーダーは資産の上昇曲線を作らねばならず、上がっているものに乗る必要があります。その対象が今は半導体株であり、上昇曲線に入っていないビットコインは後回しにされている。9月頃に半減期サイクルで本当に上がり始めれば乗ろうか、という見方の参加者が多そうです。ビットコインと半導体指数の差から、その温度感が読み取れます。

資金環境はビットコインに追い風になりつつあります。FRBの銀行残高から資金が抜けて市中にドルが放出され、SOFR（米国の短期調達金利）とIORB（準備預金への付利金利）の差が縮小し、ドルが潤沢に出回り始めています。本来ならビットコインが強気になりやすい地合いですが、その資金が今は半導体株へ向かっている。外堀としてはビットコインに効きやすい状況になりつつある、と押さえておいてよいでしょう。クジラ（大口保有者）は強く、企業の保有（コーポレートトレジャリー）も買いを続けています。ただしランプメディアが売却の動きを見せるなど、絶対の安心ではない点も添えておきます。

まとめと来週の注目

今週を一言でまとめれば、「リスクオンの株高の裏で、金利と通貨が静かに地殻変動を起こした一週間」でした。利下げの織り込みは消え、利上げのほうへ。その流れがドルを押し上げ、円を159円まで運び、ゴールド・原油・ビットコインのそれぞれに違う形で影を落としています。

来週はまず5月30日のPCEに注目が集まります。インフレ加速が確認されれば、利上げ観測がさらに強まり、リスクアセットには向かい風になりやすい。加えてデリビットの月末（5月末）の期日に向けた動きが、ビットコインの短期の振れを左右しそうです。各市場の現時点での見立てを、最後に一覧で整理しておきます。

市場	現状の見立て	注目点・スタンス
金利・ドル	利下げ織り込み消滅、利上げへ傾斜	5/30 PCE。ドルインデックス100の攻防
ゴールド	4500ドル割れで下値が重い	ツッコミ売りは分が悪い。現物の押し目買い
ドル円	159円、介入の余力が残る	連休明け月曜の薄商いに警戒。新規のドル買いは見送り
原油	資金抜けでじわじわ弱含み	100ドル挟みの空中戦。読める場面に限定
ビットコイン	底入れの兆し、ただし着火せず	7.2万～7.4万ドルのトライ余地。買い場だがレバ注意

ビットコインについては、底入れの動きと外堀の好材料が芽生えつつあるものの、即座の上昇にはまだ時間がかかる、という慎重な見方が市場のコンセンサスです。焦らず、シグナルを見極めていきましょう。それでは、また来週も楽しんでいきましょう。

※ 本レポートは市場の研究と情報提供を目的としたものです。投資の最終判断はご自身でお願いいたします。