

Verdict

Winning Hypothesis: マクロ現実が正しく、ビットコイン価格が過小評価されている理由：ビットコインの下落は単なるサイクル調整ではなく、「スタグフレーション (Stagflation)」と「実質金利上昇」が複合した構造的な流動性引き締めによるリスク資産の本質的価値の再評価である。CPI が 333.98 で固定化され、10 年物国債利回りが 5% を突破する懸念がある中で、T10Y2Y スプレッドが 0.31% に収束することは、景気後退懸念と高金利の長期化が併存する致命的な環境を示唆している。この場合、ビットコインは「デジタル・ゴールド」のナラティブを失い、「高リスク成長株」へと転落し、安全資産 (GOLD) や現金 (DXY) へ資金が集中する現象が加速するだろう。ETF の 64 億ドルの純流出は、機関投資家がリスク回避心理 (Risk-off) を極度に固定化し、リスク資産への選好を永続的に低下させた結果であり、6 万ドルの崩壊は底値ではなく、さらなる調整の始点である。

市場参加者は、ビットコインの現在の下落を半減期後の自然なサイクル調整と、テック株 (NDX) との連動性強化に伴う一時的な現象と解釈しています。6 万ドルの崩壊を過売区間での底形成シグナルとみなし、労働市場 (失業保険申請 21.5 万件) が堅調であるため、景気後退への懸念は過剰なナラティブであると主張しています。また、現物 ETF の大規模な純流出は、短期的な利益確定やポートフォリオのリバランスに過ぎないと見なしています。

しかし、収集された証拠は、ビットコインの下落が単なるサイクル調整ではなく、スタグフレーション懸念と実質金利上昇による構造的な流動性引き締めであることを強く示唆しています。決定的な点は、テック株 (NDX) とビットコインの相関関係が完全に崩壊したことです。NDX は 3 ヶ月間で 24.82% 上昇した一方、ビットコインは -23.39% 下落し、仮説 A の核心である「テック株との連動性」という論理は無効化されました。また、T10Y2Y スプレッドが 0.31% に収束し景気後退シグナルを発しており、CPI が 333.98 で固定化され実質金利上昇圧力が持続しています。これはビットコインが「デジタルゴールド」というナラティブを失い、ハイリスク資産へと転落してさらなる調整圧力を受けていることを証明しています。直前の判定 (2026-06-25) で設定された無効化条件 (T10Y2Y スプレッドが 1.5% 以上で反転) が満たされていないため、構造的な弱勢観である仮説 B を維持します。

Action: ビットコイン (BTC) およびイーサリアム (ETH) のウェイトを積極的に縮小、金 (GOLD) および国債 (US10Y) のウェイトを拡大

Invalidation: T10Y2Y スプレッドが 1.5% 以上で反発し、2 週間以上維持された場合

Risk Factors: (マクロリスク) スタグフレーションナラティブが急激に弱まり、FRB の利下げ期待が再浮上して実質金利低下圧力が生じた場合、(技術的/ポジションリスク) ビットコインの下落に伴う過剰なショートポジションの蓄積による「ショートスクイズ (Short Squeeze)」現象が発生し、短期的な反発が急激に生じた場合、(イベント・リスク) 主要国の規制緩和や大型機関によるビットコイン現物 ETF の大量流入など、予期せぬ流動性供給イベントの発生

Macro Picture

Regime: risk_off

Key Themes: 金利据え置きに伴う流動性の硬化, ETF の史上最大資金流出と機関需要の縮小, 半減期サイクル後の調整とテック株との連動性強化

Dominant Narrative: 2026 年 6 月現在、FRB の金利据え置き姿勢と 10 年国債利回りの 5% 突破懸念が流動性供給を阻害し、ビットコインが 6 万ドルラインを割り込んで 20 ヶ月ぶりの最低水準へ調整されている。現物 ETF は 1 ヶ月間で史上最大の 640 億ドル (約 9 兆ウォン) の純流出を記録し、機関投資家の需要が冷えている。半減期効果の消滅とテック株ショックが逆風となり、市場心理は極度に萎縮している。

Reality: CPI が 333.98 で推移しインフレが完全には収束していない状況下で、T10Y2Y スプレッドが 0.31% に収束するなど、景気後退懸念と高金利長期化が併存するスタグフレーションリスクが、ビットコインのリスク資産としての魅力を低下させている。新規失業保険申請件数は 21 万 5 千件で労働市場は堅調だが、消費者信頼感指数が 49.8 と消費の萎縮が顕在化しており、リスク選好が低下したマクロ環境がビットコインの価格下値を制限している。

A (Market Right)

市場ナラティブが正しい理由：ビットコインの現在の下落は「半減期後の自然なサイクル調整」と「テック株（NDX）との連動性強化」に伴う一時的な現象であり、6万ドルの崩壊は過売域における底値圏形成のシグナルとして機能する。インフレ（CPI 333.98）が完全に収束していなくても、初期失業保険申請件数（21.5万件）が労働市場を堅調に維持しており、景気後退（Recession）への急激な転換は遅延する見込み。これにより、リスク資産への流動性供給が完全に遮断されることはない。したがって、ETFの64億ドルの純流出は短期的な機関投資家の利益確定またはポートフォリオ再バランスに過ぎず、金利引き下げ遅延という単一要因よりもサイクル的要因が価格下落の主要な原動力である。

1. 労働市場の堅調性（失業保険申請 21.5 万件）は、景気後退懸念を過剰なナラティブと見なさせる。2. テック株（NDX）との相関関係が維持されていることは、ビットコインが依然として成長株の性格を帯びていることを示し、サイクル的調整を支持する。3. 6万ドルの崩壊は心理的サポートラインの突破だが、過去のサイクルパターン上、半減期後 12～18 ヶ月での調整は正常な現象である。4. 消費者信頼感指数（49.8）の縮小は一時的であり、失業率の急増前まではリスク資産の売却は構造的ではない。

B (Market Wrong)

マクロ現実が正しく、ビットコイン価格が誤って評価されている理由：ビットコインの下落は単なるサイクル調整ではなく、「スタグフレーション（Stagflation）」と「実質金利上昇」が結合した構造的な流動性引き締めによるリスク資産の本質的価値の再評価である。CPI が 333.98 で固定され、10 年物国債利回りが 5% を突破する懸念がある状況下で、T10Y2Y スプレッドが 0.31% に収束することは、景気後退懸念と高金利の長期化が共存する致命的な環境を示唆している。この場合、ビットコインは「デジタルゴールド」というナラティブを失い、「高リスク成長株」に転落し、安全資産（GOLD）や現金（DXY）へ資金が集中する現象が加速するだろう。ETF の 64 億ドルの純流出は、機関投資家がリスク回避心理（Risk-off）を極度に固定化し、リスク資産への選好を永続的に低下させた結果であり、6万ドルの崩壊は底打ちではなく、追加調整の始点である。

1. スタグフレーション環境（高インフレ＋低成長）はリスク資産（BTC）にとって最も致命的であり、サイクル論とは無関係に価格の下値を崩壊させる。2. T10Y2Y スプレッドの収束（0.31%）は景気後退シグナルであり、失業保険申請の増加と相まって消費の萎縮（消費者信頼感 49.8）を深刻化させ、流動性供給を遮断する。3. 実質金利の上昇（名目金利 5% - 残存インフレ）はビットコインの機会費用を急激に高め、構造的な売り圧力を生み出す。4. 過去の事例と異なり、今回の下落はテック株ショックや半減期効果の消滅ではなく、マクロ経済の構造的変化に起因するため、「底打ち」というナラティブは危険である。

Key Question: T10Y2Y スプレッドが 0.31% レベルで 2 週間以上維持されるか、さらに縮小する場合、ビットコインは 6 万ドル付近で反発しサイクル的調整を証明するか、それとも実質金利上昇とスタグフレーション懸念により追加下落し構造的な弱さを証明するか？

Tensions

市場のナラティブは半減期サイクルとテック株との連動性強化による調整局面を強調するが、マクロの現実としてはスタグフレーション懸念と流動性の硬化により、ビットコインは単なるサイクル調整を超えた構造的なリスク資産の売却圧力に直面している。

0.85

Narrative: 半減期後の自然な調整とテック株との連動性強化による一時的な弱気

Reality: CPI 333.98 の維持と 10 年債利回りの 5% 突破懸念による流動性引き締めおよびスタグフレーションリスク

BTC NDX US10Y GOLD

ナラティブは ETF の資金流出を半減期効果の消滅とテック株ショックの結果と解釈するが、データはインフレの不確実性のもとで機関投資家がリスク資産への選好を極端に低下させ、安全資産への逃避現象を示している。

0.75

Narrative: ETF の資金流出はサイクル的な調整とテック株ショックに伴う一時的な現象

Reality: 消費者信頼感指数 49.8 の低下と失業保険申請件数の増加に伴うリスク回避心理の定着

BTC SPX DXY VIX

市場心理はビットコインが 6 万ドル崩壊後に底打ちすると期待しているが、マクロデータは高金利長期化の姿勢が維持される限り、ビットコインの下値支持ラインが継続的に弱体化する可能性を示唆している。

0.70

Narrative: 6 万ドルの崩壊は買い場となる底値圏の形成局面

Eval Scores

PASS



Feedback: ## 종합 평가 이 파이프라인은 시장 내러티브와 매크로 현실 간의 명백한 괴리를 잘 포착하여 긴장 포인트를 설정했습니다. 특히 '사이클적 조정' 대 '구조적 리스크'라는 대립 구도가 매우 설득력 있게 전개됩니다. 그러나 **데이터의 정확성 (Fact-checking)**과 **증거 기반의 논리적 비약**에서 치명적인 결함이 발견되어 감점 요인이 되었습니다. ### 상세 분석 및 개선 방안 ##### 1. tension_validity (4/5) - **강점**: '반감기 후 자연스러운 조정'이라는 내러티브와 '스태그플레이션/유동성 경색'이라는 현실 사이의 충돌이 매우 명확합니다. 관련 자산 (BTC, NDX, US10Y, GOLD) 도 긴장 관계를 잘 설명합니다. - **약점 및 감점 사유**: - **수치적 오류 의심**: `CPI 333.98`이라는 수치는 현재 미국 CPI 지수 (2020 기준 300 대 후반) 와는 맞지 않거나, 인플레이션을 (3.398%?) 을 잘못 표기했을 가능성이 높습니다. 만약 CPI 지수라면 333.98 은 2024 년 중반 기준과 맞지 않을 수 있으며, 인플레이션율이라면 333% 는 불가능한 수치입니다. **규칙에 따라 '수치 오류'로 간주하여 -1 점 감점**. - **과장 표현**: `6 만 달러 붕괴`라는 표현은 가격 하락을 설명할 때 사용되었으나, 구체적인 하락폭 (%) 이나 기준 시점이 명시되지 않아 '붕괴'라는 단어가 과장될 소지가 있습니다. ##### 2. hypothesis_quality (5/5) - **강점**: 가설 A(시장 내러티브) 와 가설 B(매크로 현실) 가 서로 완전히 반증 가능하고 대칭적인 구조를 가지고 있습니다. - A: 노동 시장 견조 + 사이클적 조정 = 일시적 하락 - B: 스태그플레이션 + 실질금리 상승 = 구조적 하락 - 두 가설 모두 구체적인 데이터 (실업 청구, T10Y2Y, CPI) 를 근거로 삼고 있어 논리적 완결성이 뛰어납니다. ##### 3. evidence_targeting (4/5) - **강점**: `data\_shopping\_list`가 가설 A 와 B 를 검증하기 위해 매우 구체적으로 설계되었습니다. 특히 NDX 와 BTC 의 상관관계, T10Y2Y 스프레드, GOLD 와의 비교 등 핵심 변수를 잘 선정했습니다. - **약점 및 감점 사유**: - **데이터 소스 불일치 가능성**: `verdict` 섹션에서 인용된 `NDX 24.82% 상승` 과 `BTC -23.39% 하락`이라는 구체적인 수치가 `data\_shopping\_list`에서 요청한 기간 (6mo, 3mo) 과 실제 수집된 데이터와 일치하는지 확인이 필요합니다. 만약 파이프라인이 이 수치를 '가상'으로 생성했거나, 실제 FRED/Price API 에서 가져온 값이 아님에도 마치 사실인 것처럼 서술했다면 **`evidence\_targeting`에서 -1 점 감점** (FRED/데이터가 오래되거나 잘못된 값을 현재 수치로 사용). - **RAG 검색의 구체성**: `rag\_search` 쿼리가 다소 포괄적이어서, 구체적인 역사적 사례 (예: 2022 년 스태그플레이션 우려기 vs 2020 년 반감기) 를 명확히 구분해 내기 어려울 수 있습니다. ##### 4. verdict_logic (3/5) - **강점**: 결론 (가설 B 승) 이 수집된 증거 (NDX 와 BTC 의 상관관계 붕괴, T10Y2Y 수렴) 에 기반하여 도출되었습니다. 액션 (비중 축소, 금/국채 확대) 도 구체적입니다. - **약점 및 감점 사유**: - **논리적 비약 및 수치 근거 부재**: `verdict`에서 "NDX 가 3 개월간 24.82% 상승한 반면, 비트코인은 -23.39% 하락하여..."라고 서술하며 가설 A 를 반증했습니다. 그러나 이 수치가 **어떤 기간의 데이터인지 (3 개월? 6 개월?)**와 **어떤 소스에서 도출되었는지**가 `evidence\_summary`나 `data\_shopping\_list`의 결과와 명확히 매핑되지 않았습니다. - **감각적 판단**: "상관관계가 완전히 붕괴되었습니다"라는 결론이 나오기 전, 상관관계 계수 (Correlation Coefficient) 의 수치적 변화 (예: 0.8 에서 -0.2 로 전환) 가 제시되지 않았습니다. **규칙에 따라 '변동률이나 수치를 계산 근거 없이 감각적으로 제시'한 것으로 간주하여 -1 점 감점**. - **불일치 가능성**: `invalidation` 조건으로 `T10Y2Y 스프레드 1.5% 이상 반등`을 제시했는데, 현재 `0.31%`에서 `1.5%`로 반등하려면 약 4 배 이상의 폭이 필요합니다. 이는 현실적으로 매우 드문 시나리오로, 무효화 조건이 너무 엄격하여 전략의 유연성이 떨어질 수 있습니다. ### 재시도 시 개선 방안 1. **수치 정확성 검증**: `CPI 333.98` 과 같은 수치는 실제 데이터 소스 (FRED 등) 와 대조하여 정확한 지표명 (예: CPIAUCSL 의 현재 값, 또는 인플레이션율) 으로 수정해야 합니다. 2. **증거의 명시적 연결**: `verdict`에서 인용된 모든 수치 (24.82%, -23.39% 등) 가 `data\_shopping\_list`의 어떤 요청 결과에서 도출되었는지 명시적으로 연결해야 합니다. 3. **정량적 상관관계 분석**: "상관관계 붕괴"와 같은 결론은 반드시 상관관계 계수 (Correlation Coefficient) 의 수치 변화로 뒷받침되어야 합니다. 4. **무효화 조건 현실화**: `invalidation` 조건이 지나치게 극단적이지 않은지 재검토하고, 중간 단계의 경고 신호 (예: 스프레드 0.5% 이상 확대) 도 고려할 수 있습니다. 5. **과장 표현 제거**: `붕괴`, `폭락` 등의 표현 대신 `하락세`, `조정` 등 중립적이고 수치 기반의 표현을 사용하세요.

시장의 뷰: 시장 참여자들은 비트코인의 현재 하락을 반감기 후 자연스러운 사이클 조정과 기술주 (NDX) 연동성 강화에 따른 일시적 현상으로 해석하고 있습니다. 6 만 달러 봉괴를 과매도 구간에서의 바닥 형성 신호로 간주하며, 노동 시장 (실업 청구 21.5 만 건) 이 견조하여 경기 침체 공포는 과장된 내러티브라고 주장합니다. 또한 현물 ETF 의 대규모 순유출은 단기적인 차익 실현이나 포트폴리오 리밸런싱에 불과하다고 봅니다.

결론: 매크로 현실이 옳고 비트코인 가격이 잘못 매겨진 이유: 비트코인의 하락은 단순한 사이클 조정이 아니라, '스태그플레이션 (Stagflation)'과 '실질금리 상승'이 결합된 구조적 유동성 경색에 의한 리스크 자산의 본질적 가치 재평가임. CPI 가 333.98 로 고착화되고 10 년물 국채 금리가 5% 를 돌파할 우려가 있는 상황에서 T10Y2Y 스프레드가 0.31% 로 수렴하는 것은 경기 침체 우려와 고금리 장기화가 공존하는 치명적인 환경임을 시사함. 이 경우 비트코인은 '디지털 금' 내러티브를 잃고 '고위험 성장주'로 전락하여, 안전 자산 (GOLD) 이나 현금 (DXY) 으로 자금이 쏠리는 현상이 가속화될 것임. ETF 의 64 억 달러 순유출은 기관 투자자들이 위험 회피 심리 (Risk-off) 를 극도로 고착화하며 위험 자산 선호도를 영구적으로 낮춘 결과이며, 6 만 달러 봉괴는 바닥이 아닌 추가 조정의 시작점임. [HIGH]

하지만 수집된 증거는 비트코인의 하락이 단순한 사이클 조정이 아닌, 스태그플레이션 우려와 실질금리 상승에 의한 구조적 유동성 경색임을 강력히 시사합니다. 결정적으로 기술주 (NDX) 와 비트코인의 상관관계가 완전히 붕괴되었습니다. NDX 가 3 개월간 24.82% 상승한 반면, 비트코인은 -23.39% 하락하여 가설 A 의 핵심 논리인 '기술주 연동성' 이 무효화되었습니다. 또한 T10Y2Y 스프레드가 0.31% 로 수렴하여 경기 침체 신호를 보내고, CPI 가 333.98 로 고착화되어 실질금리 상승 압력을 지속시키고 있습니다. 이는 비트코인이 '디지털 금' 내러티브를 잃고 고위험 자산으로 전락하여 추가 조정 압력을 받고 있음을 증명합니다. 직전 판정 (2026-06-25) 에서 설정한 무효화 조건 (T10Y2Y 스프레드 1.5% 이상 반전) 이 충족되지 않았으므로, 구조적 약세 관점인 가설 B 를 유지합니다.

→ 비트코인 (BTC) 및 이더리움 (ETH) 비중 적극 축소, 금 (GOLD) 및 국채 (US10Y) 비중 확대

무효화: T10Y2Y 스프레드가 1.5% 이상으로 반등하여 2 주 이상 유지될 경우

