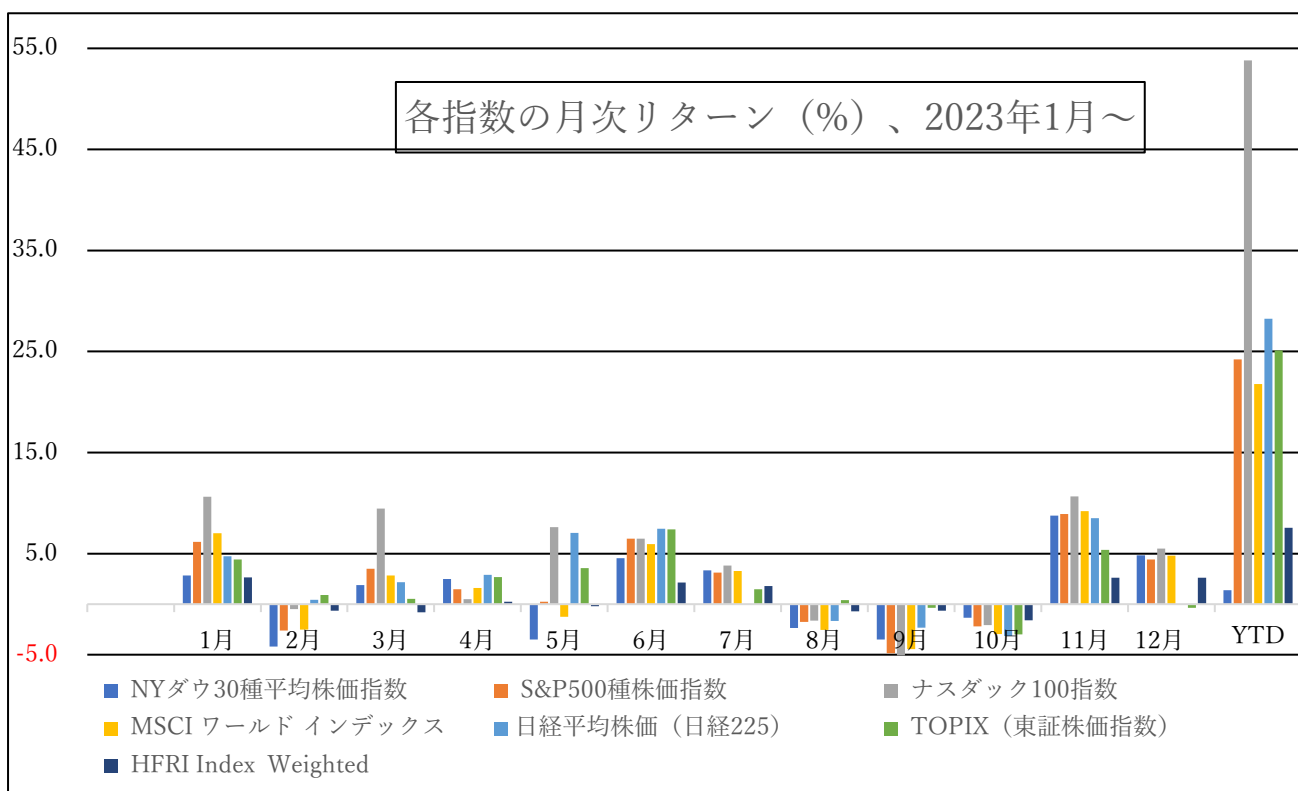


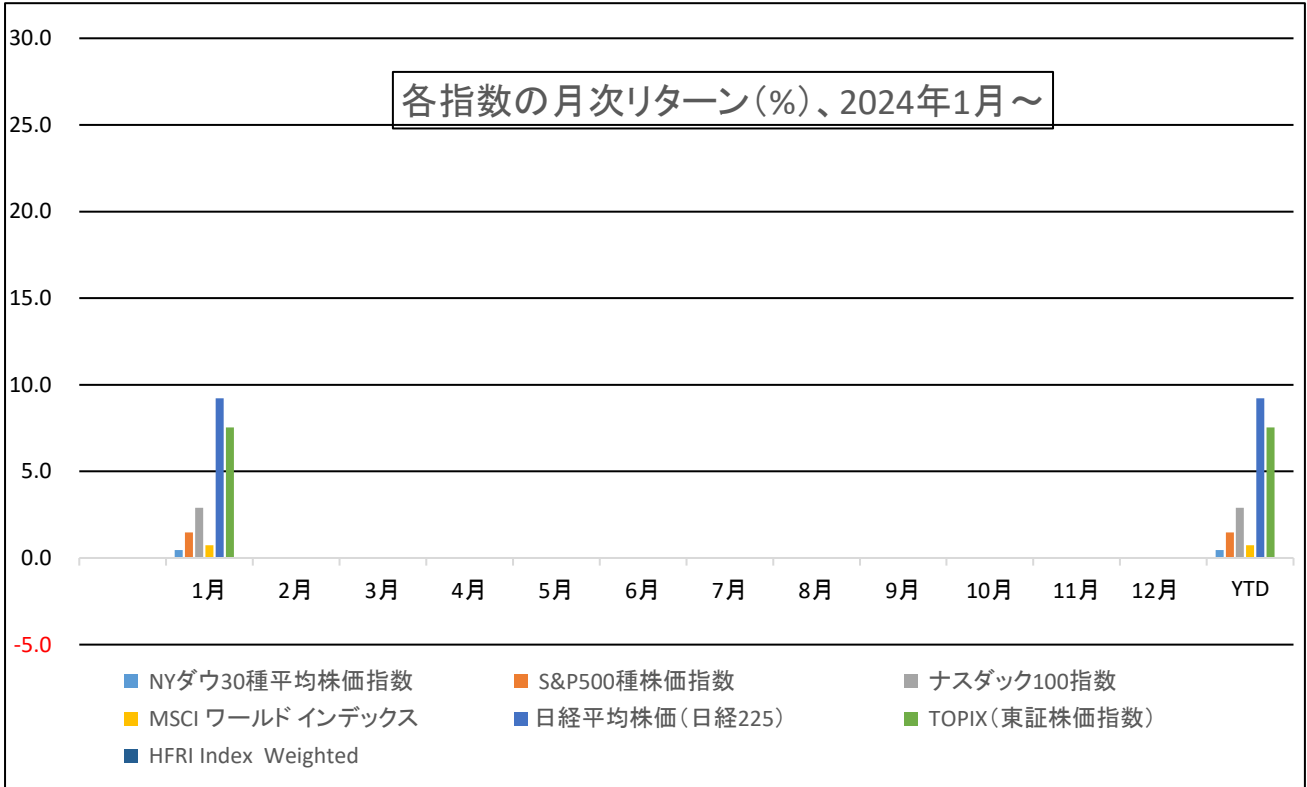
この月報は2023年12月のものなのですが、以下の表とグラフ、及び総論は、この原稿執筆時の2024年1月29日時点でのものになります。

2023年 (%)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	YTD
NYダウ30種平均株価指数	2.8	-4.2	1.9	2.5	-3.5	4.6	3.3	-2.4	-3.5	-1.4	8.8	4.8	1.4
S&P500種株価指数	6.2	-2.6	3.5	1.5	0.2	6.5	3.1	-1.8	-4.9	-2.2	8.9	4.4	24.2
ナスダック100指数	10.6	-0.5	9.5	0.5	7.6	6.5	3.8	-1.6	-5.1	-2.1	10.7	5.5	53.8
MSCI ワールド インデックス	7.0	-2.5	2.8	1.6	-1.2	5.9	3.3	-2.6	-4.4	-3.0	9.2	4.8	21.8
日経平均株価 (日経225)	4.7	0.4	2.2	2.9	7.0	7.5	-0.1	-1.7	-2.3	-3.1	8.5	-0.1	28.2
TOPIX (東証株価指数)	4.4	0.9	0.5	2.7	3.6	7.4	1.5	0.4	-0.4	-3.0	5.4	-0.4	25.1
HFRI Index Fund of Funds	2.02	-0.58	-0.72	0.28	0.06	1.18	1.11	-0.14	-0.42	-1.04	2.18	2.50	6.59
HFRI Index Weighted	2.66	-0.64	-0.80	0.24	-0.20	2.14	1.78	-0.72	-0.65	-1.60	2.63	2.63	7.57



注：上記表とグラフは、公表されている資料から、エアーズシー証券が作成したものです。2023年12月の数字は、2024年1月29日までのもの、もしくは速報値になります。また、以下のコメントは、運用会社アンタークティカ社より共有されたレポートを基に、エアーズシー証券が作成したものです。信頼できる情報に基づき作成をしておりますが、含まれる情報の正確性や完全性、また使用された市場情報源の正確性や信頼性を保証するものではありませんし、将来の実績を保証または示唆するものでもありません。エアーズシー証券は、当資料の分析、又はこれに関連した分析の使用により生じた如何なる損失にも責任を負いません。エアーズシー証券の許諾なしに、当資料の一部又は全部を引用または複製することを禁じます。

2024年 (%)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	YTD
NYダウ30種平均株価指数	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
S&P500種株価指数	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5
ナスダック100指数	2.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.9
MSCI ワールド インデックス	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7
日経平均株価(日経225)	9.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	9.2
TOPIX(東証株価指数)	7.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.5
HFRI Index Fund of Funds	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		0.00
HFRI Index Weighted	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		0.00



2023年12月月報の総論として、2023年の市場をまとめました。

2023年は計画通りに進まなかった年でした。年初には景気後退が予想され、これは歴史上最も広く予測されたものと言えるかもしれません。しかし、その年の主要な話題は、米国経済の持続性、特に消費者の強さでした。3月の米国地域銀行危機に続き、2024年には米国のGDP成長が快適にプラス圏に入っているようです。景気後退の見方には、インフレを抑制するために連邦準備制度がハードランディングや深刻なスピードバンプを必要とするという暗黙の前提がありました。しかし、実際には、成長に対するコストなしに完璧なデスインフレーションが維持されました。

金利は年間を通してラウンドトリップ、つまり金利が上昇してから下落し、最終的には元の水準に戻りました。米国10年債利回りは10月中旬から末にかけて115ベースポイント上昇し、ほぼ5%に達しました。しかし、年末に急速に反発して、年間でわずか6ベースポイント上昇の3.89%で終了しました。MOVE指数（金利のボラティリティを測定する指標）は、年間を通して平均122で、96から198の比較的広い範囲内で変動しました。上限は米国地域銀行危機の際に達成されました。より大きな話題は、プレミアムの正常化であり、11月と12月に再びプラス圏に戻りました。プレミアムは、長期資産を購入する際に投資家が必要とする補償であり、これは過去数年間低下していました。長期資産への需要が非常に大きかったため、投資家たちは長期的な資産への需要を強め、それに伴いリターンを得る機会が増えました。

図1: 米国10年債利回りのプレミアム ACM モデル (2004年1月から2024年1月まで)



数多くの逆風にもかかわらず、株式市場は強靱であり、特に最大の上場テック企業やAIに関連するセンチメントが強力なパフォーマンスの大部分を支えたと言えます。NDXは年末までに驚異的な+53.81%で、SPXはわずか+24.23%でした。特に顕著なのは、中国が年明けには多くの楽観的な見方と適度な資

本流入（主に国外の口座から）でスタートしましたが、今では好転の兆しすら見えないという事実です。逆に、数年間はかなり楽観的であった日本が、金融政策の再調整や企業統治の更なる努力があることから、豊かな土壌と見られるようになってきています。バスケットケースとされた欧州株式ですら上昇したことから、株式市場全体で強い年であったことが示唆されています。AI から GLP-1 まで、新しいトピックや永続的なテーマが注目を集めました。

図 2: 2023 年 1 月 23 日現在のグローバル株式市場 正規化（2022 年 1 月から 2023 年 12 月まで）



クレジット市場は先述の米国経済の強靱な成長を考慮して、ポジティブなパフォーマンスを記録しましたが、新規発行量は歴史的な平均を下回りました。米国では、インベストメントグレード（IG）およびハイイールド（HY）クレジットともに、年末には長期的な歴史的な狭さに近い水準で終了しました。

ヨーロッパでも同様の状況が見られました。商品市場では、原油価格は OPEC+ 供給の決定、需要の変化、地政学的な不安などから方向感のない中で変動しました。一方、天然ガスは 2022 年にヘッドラインを飾ったものの、比較的控えめで下降トレンドをたどりました。金は年間を通じて一時的に光り輝き、特に第 4 四半期の初めに地政学的なリスクが広範なリスク回避の動きを引き起こした時期が顕著でした。

ヘッジファンドのパフォーマンス：

2023 年に入る際、投資家、消費者信頼、経営幹部全体で普及していたのは悲観的な見方であり、市場参加者は現金を高水準で保有し、グロスは低く、ネットのエクスポージャーも低いかほとんどない状態でした。ところが市場は、自由落下する代わりに、極端な上昇の圧力を受け、2023 年の最も低いパフォーマンスを記録したセクターが、ほぼ完璧に 2022 年の最高パフォーマンスを反映している状況が生まれました。リスク資産への強力な流入が戻る中で、システムティックな再レバレッジが観察され、ボラティリ

ティがリセットされました。投資家がある特定の銘柄やセクターに対して非常に多くの空売りポジション（価格の下落を期待する投資）を持っていました。この過剰な短いポジションを持つ投資家たちが、価格が上昇するリスクに備えて、急激な価格上昇時に損失を制限するために、コールオプションのような取引戦略を採用しました。コールオプションは、基本資産の価格上昇に連動して利益を得る金融商品です。これにより、過去に強かったセクターや投資ファクターが、急激な価格変動によって逆転し、そのモメンタムが弱まり、投資家が過去に好んでいた銘柄や投資戦略が、市場の変動によって逆転しました。

ファンドのパフォーマンスは分散しており、量的な株式市場ニュートラルおよび統計アービトラージ戦略に重点を置くファンドはジャンク債の急上昇に苦戦しました。LS Equity ファンドメンタルはセンチメントの切り替えを見極め、特に TMT セクターに焦点を当てたファンドが最良の成績を収めました。一方で、M&A アービトラージ（企業の合併や買収に関連した取引を行う投資戦略）は成功しませんでした。具体的には、Activision-Microsoft の取引には規制上の問題が生じ、また Frontline-Euronav の取引も中断される可能性がある兆候が見られました。つまり、これらの取引に関与したファンドや投資家は期待したリターンを得られませんでした。

2月に強い経済データが出た後、特にサービスセクターで、米国2年債利回りは4.20%から5.05%に着実に上昇し、トレンドフォロワーからのショートポジションを引き寄せました。3月初めに、パウエル連邦準備制度（Fed）議長は再び、インフレと期待を抑制するために必要な措置は何でも取ると表明しました。これにより、3月のFOMC（連邦公開市場委員会）会合の利上げ期待が一夜にして50ベースポイントに再評価されました。既に「長期間金利は上昇する」と織り込んでいたマクロヘッジファンドは、これを継続して持ち、特に短期間の取引を進めました。米国地域銀行の問題が明らかになると、これらのショートポジションの過密さが露呈し、2年債利回りが3.55%に急落し、一日のうちにショートスクイズ、トレードの解消、ストップアウト、通常的安全資産への避難が起きました。米ドルおよびユーロの短期金利市場では大規模なボラティリティの買いが発生し、テールをカバーするために低いストライクのレシーバーを購入する傾向が見られました。これにより、金利のボラティリティが再評価され、リーマン・ブラザーズ時代の水準に達しました。マクロファンドは苦戦しましたが、Fixed Income Arb はスワップスプレッドの広がりから EUR 債券ベースから利益を上げました。この環境では、Multi-Strat Performance は分散を示しましたが、LS Equity および Quant に重点を置いたファンドは良いパフォーマンスを記録しました。一方で、Index Rebal トレーディングチームは苦戦しました。

焦点はマクロからマイクロに移りました。決算シーズンにより、株式市場参加者はマクロの沈静化の間に企業固有のファンダメンタルに焦点を当てることができました。マネージャーたちは総取引額を高く保ちつつも、ネットのエクスポージャーは低いままでした。これは、ポートフォリオの両側、つまりロングとショートの両方に機会があることを示しています。これは特に、マルチストラテジー内のLSエクイティトレーディングチームで効果的でした。上昇または高いボラティリティの環境でうまく機能する戦略が優れていましたが、マクロは沈黙していました。

5月になり、Merger Arb のスプレッドが広がりました。FTC (Federal Trade Commission 米国の連邦取引委員会。1914年設立の独立行政委員会。独占禁止法の実施状況の監査、反トラスト法に関する調査などを行う。) が、Amgen が Horizon Therapeutics を買収するのを阻止するために訴訟を起こすとの報告がありました。大規模な流動性のある取引が 5%から 10%下落し、スプレッドが広がる中でデグロッシング (ロングとショート (売り持ち) 両方のポジションを縮小すること) が観察されました。これは、多くの取引が米国の反トラストのリスクを抱えていなかったにもかかわらず、ヨーロッパでも同様でした。これにより、特にマルチストラテジー内でリスク管理フレームワークが厳格なため、株式アービトラージ/イベント駆動スペース全体で損失が発生しました。これは、テクノロジー関連のポジションでの Volatility Arb からの利益とバランスがとられました。急激な AI 主導の生産性向上の右のテールリスクが希薄価格を押し上げたため、Nvidia は当時短期間ではありましたが 1兆ドルの時価総額クラブにも参加しました。イギリスでの予想以上のインフレ報告により、GBP 曲線の前端での追加ハイクの再評価が起き、これにより Macro が分かれました。ファンドは両側にポジションを持っていました。また、6月に入っても一方向のトレードが続いた長い USDCNH からの P&L も注目されました。流動性とポジショニングが後れを取るベータチェイシングのラリーを牽引し、四半期末の再グロッシングイベントでヘッジファンドが H1 の終わりに堅調なリターンを上げているのを観察しました。Multi-Strat 内では、LS Equity トレーディングチームが特にヘルスケアで強力なアルファを提供しましたが、通信および金融でも同様でした。一方で、産業と素材は苦戦し、前者はフローに巻き込まれました。米国を中心に、特に債券ベースは Fixed Income Arb で利益を上げ続け、インフレ方向および RV トレーディング全体でも利益が出ました。

年の中頃から、利上げの圧力が高まる中、ヘッジファンドはテック関連のロングポジションと低品質・モメンタムが低い金利銘柄のショートポジションという類似のポートフォリオに移行しました。6月に始まった一般的なデグロッシング (ロングとショート (売り持ち) 両方のポジションを縮小すること) は7月にさらに際立ち、8月から10月にかけての状況を構築しました。これは、インフレーションナリーなハードランディングからディスインフレーションナリーなソフトランディングへのポジション構築に転じ、防御的なセクター (ヘルスケアや消費者ステープルズなど) を売却してサイクリカル銘柄を買うことで実現しました。夏の終わりから秋の初めにかけて、Multi-Strat 全体でほぼ普遍的にポジティブなパフォーマンスが見られました。特に長期金利の上昇が持続し、特に長期金利でカーブが急勾配化したことにより、Macro 全体で強力な利益が上がりました。10月末のコンセンサスのポジショニングは、JGB デュレーションのショート、USD および EUR 曲線の急坂化、そしてゴールドのロングの組み合わせでした。年の最後の2か月は、Fed の方針転換により、これらの取引に対する混雑した出口を生み出しました。この劇的な動きはマクロレベルだけでなく、単一銘柄の株式でも発生しました。LS Equity のトレーディングチームは Multi-Strat で苦戦しましたが、スタンドアロンのファンドは良好なパフォーマンスを達成し、ベータの全体的な上昇に乗りました。

図3：GS HF VIP 対最もショートされている銘柄（青色）と、米国10年債(オレンジ色)  
 (2023年7月から2023年12月)



GS HF VIP は、「Goldman Sachs Hedge Fund VIP」と呼ばれる指標です。これは、ゴールドマン・サックス (Goldman Sachs) が運用するヘッジファンド向けの指標で、特定の銘柄やアクティブな投資ポジションのリストを示しています。VIP は「Very Important Position」の略で、これに含まれる銘柄はヘッジファンド業界で注目を浴びている銘柄や重要なポジションと見なされています。

この指標は、ゴールドマン・サックスがヘッジファンドのポートフォリオや動向を分析し、特に注目すべき銘柄やトレンドを示すものとされています。「GS HF VIP」が他の銘柄や指標と比較されることがあり、市場参加者にとっては注目すべき指標の一つとなっています。

“GS HF VIP 対最もショートされている銘柄” は、ゴールドマン・サックスのヘッジファンド VIP 指標 (GS HF VIP) と、市場で最も積極的にショートされている銘柄 (値下がり期待して売られている銘柄) との関係を示すものです。

この指標を分析することで、ヘッジファンドの注目銘柄と市場のショートポジションがどのように相関しているかを理解できます。もし GS HF VIP が上昇し、同時に市場で最もショートされている銘柄が増加している場合、それはヘッジファンドが特定の銘柄に対して積極的な見方を持ち、同時に市場がその銘柄を売りたいと考えている可能性があります。

この指標を通じて、市場の相対的な強弱やヘッジファンドの動向を把握することができます。

情報ソース、及び注意事項：

アンタークティカ社、HFR ホームページ、ブルームバーグ、日経新聞、トムソン・ロイター、ウォール・ストリート・ジャーナル、リフィニティブ、QUICK などのソーシャルメディア、ウェブサイトの信頼できる情報に基づき、本資料を作成しておりますが、含まれる情報の正確性や完全性、また使用された市場情報源の正確性や信頼性を保障するものではありません。また、本株式の過去の運用実績に関する分析の提供は、将来の運用成績を示し保障するものではありません。エアーズシー証券株式会社は、当資料の分析、又はこれに関連した分析の使用により生じたいかなる損失にも責任を負いません。エアーズシー証券株式会社の許諾なしに、当資料の一部又は全部を引用または複製することを禁じます。