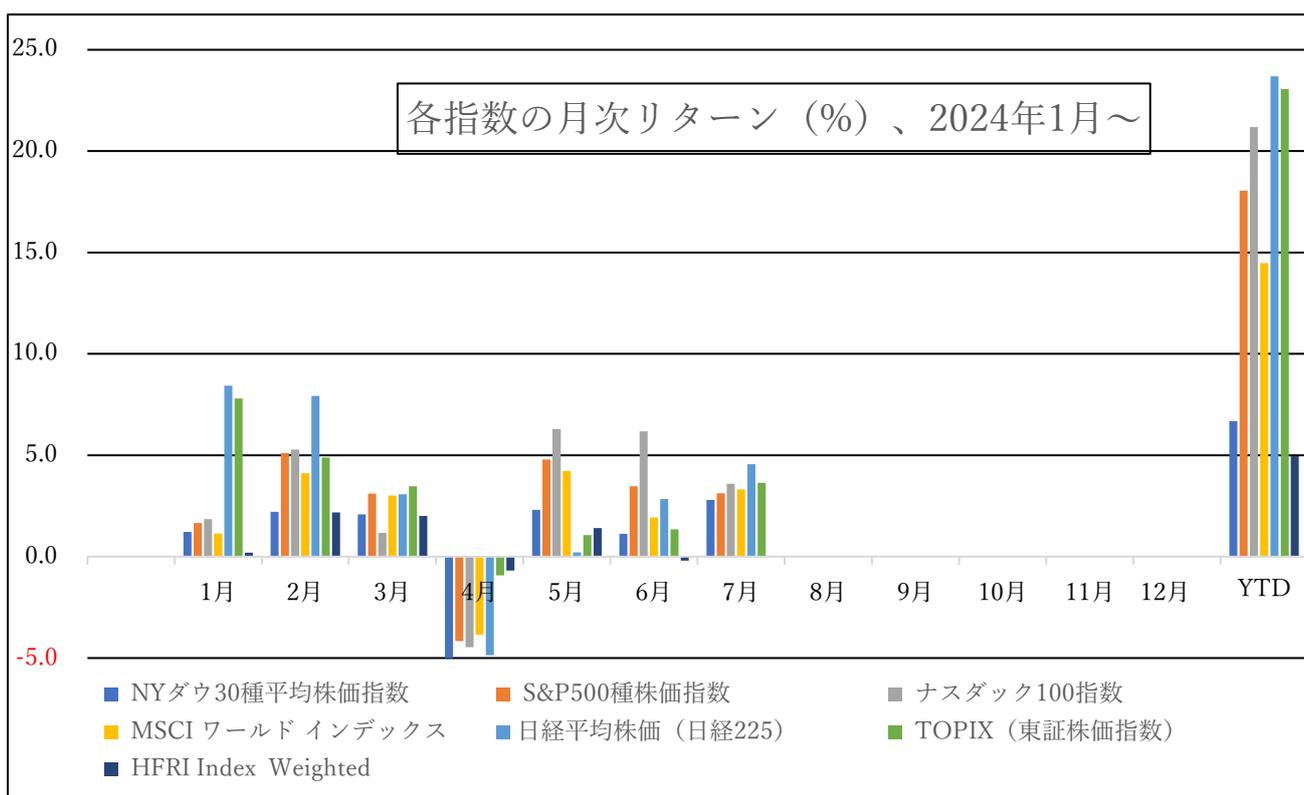


この月報は2024年6月のものですが、以下の表とグラフ及び総論は、この原稿執筆時の2024年7月21日時点でのものになります。

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	1.2	2.2	2.1	-5.0	2.3	0.2	0.2						6.7
S&P500種株価指数	1.7	5.1	3.1	-4.2	4.8	3.7	3.7						18.1
ナスダック100指数	1.9	5.3	1.2	-4.5	6.3	7.4	7.4						21.2
MSCI ワールド インデックス	1.1	4.1	3.0	-3.9	4.2	1.9	1.9						14.5
日経平均株価(日経225)	8.4	7.9	3.1	-4.9	0.2	-0.3	-0.3						23.7
TOPIX(東証株価指数)	7.8	4.9	3.5	-0.9	1.1	-2.2	-2.2						23.1
HFRI Index Fund of Funds	0.72	1.74	1.65	-0.42	0.81	0.10	0.10						4.68
HFRI Index Weighted	0.20	2.18	2.01	-0.69	1.41	-0.20							4.97



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。2024年7月とYTD(年初来)の数字は、2024年7月21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6月月報の総論として、2024年6月の市場をまとめました。

選挙が引き金となり、国ごとの VaR ショックが一連発生し、キャリートレードが短期間で解消され、市場参加者が油断している中で、投資ファンドやトレーダーが持っているポジションを縮小する動きが発生しました。具体的には、保有する株式や債券などの資産を売却して市場から資金を引き上げ、リスクを減少させました。このディグロスの動きは通常、市場の不確実性が高まったり、特定のリスクが顕在化したりした際に行われます。このプロセスにより、ファンドやトレーダーはポジションの規模を縮小し、全体的なリスクエクスポージャーを下げました。

・クラウディア・シェインバウムがメキシコ大統領選挙で圧勝し、憲法改正や政府介入の増加の可能性から MXN（メキシコペソ）のボラティリティが急上昇しました。

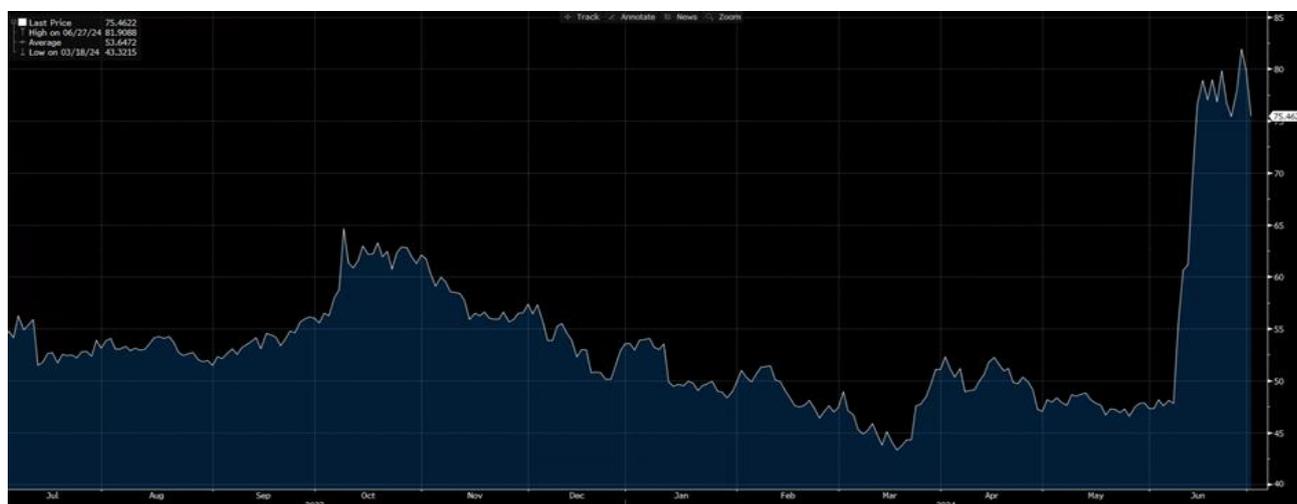
・インドでは、モディ首相と彼の率いる BJP 党が過半数を失い、Nifty 50 指数は一時的に約-6%下落しましたが、その後1か月間で回復し、最終的にはプラス圏で終了しました。

・フランスでは、マクロン大統領が EU 選挙で極右勢力の強い台頭を受けて、突然の選挙を宣言しました。これにより、ドイツとの国債スプレッドが+30bps 上昇し、フランス国内株は特に国際志向の株式に比べて大きく下落しました。キャリートレードの解消の影響として、フランス・ドイツの国債スプレッドは1週間で5年間分のキャリーを消失させました。

・英国では、7月4日の選挙に向けて市場の注目は限られており、野党労働党が現政権（ある人は無能だと考えるかもしれません）から引き継ぐとの圧倒的な期待があります。一方で、最初の米国大統領候補討論会では、多くの民主党員がバイデンをどうやって、または誰で置き換えるかを疑問視しています。

図 1: Bund-OAT スプレッド (2023年7月~2024年7月)

「Bund-OAT スプレッド」とは、ドイツ国債 (Bund) とフランス国債 (OAT) の利回りの差を示す指標です。具体的には、2023年7月から2024年7月までの期間におけるこの利回り差を指します。



Bund: ドイツ連邦政府が発行する国債で、ヨーロッパで最も安全な投資先の一つとされています。したがって、ドイツ国債の利回りは通常、他のヨーロッパ諸国の国債よりも低くなります。

OAT: フランス政府が発行する国債で、こちらも主要なヨーロッパの国債の一つです。

Bund-OAT スプレッドは、ドイツ国債の利回りとフランス国債の利回りの差を表します。たとえば、ドイツ国債の利回りが 1.0%、フランス国債の利回りが 1.3%であれば、スプレッドは 0.3% (30bps) となります。

スプレッドの変動要因

政治的リスク: フランスでの選挙や政策の変化により、フランス国債の利回りが変動し、スプレッドが拡大することがあります。

経済的状況: 両国の経済成長率やインフレ率の違いもスプレッドに影響を与えます。

市場のリスク許容度: 市場がリスクを回避する姿勢を強めると、ドイツ国債の利回りが下がり、スプレッドが拡大することがあります。

このスプレッドは、投資家にとってヨーロッパの経済および政治的リスクの指標となり、リスク管理や投資戦略の構築において重要な役割を果たします。

これらの選挙のサプライズの動きに共通するものは何でしょうか？

それは単純に人々の不満であると考えられます。経済の一部が繁栄した一方で、その富がほとんど行き渡っていないからです。メキシコの選挙に関するフィナンシャル・タイムズ (FT) の記事を引用すると：

「クラウディア・シェインバウムのメキシコ大統領選挙における圧勝の秘密は一言で要約できます：再分配です。」

今年の見通しで想定したように、構造的に高い地政学的リスクが依然として存在していると確信しています。次に重要なのは、資本を配分し、顧客資本の管理者としてどのように行動すべきかということです。この点について、オーストラリアの政府系ファンド (SWF) が最近このトピックについて明確に書いており、その結論として次のように述べています：

「地政学が今後、高いインフレ、金利、およびボラティリティに寄与すると予想されるため、株式関連リスクを分散するために政府債券を使用する時代は終わったと信じています。従来のポートフォリオ構築のように政府債券に頼るのではなく、より真の分散投資をポートフォリオに組み入れています。例えば、株式市場ニュートラルやシステムティックマクロ戦略などの方向性に依存しない代替/ヘッジファンド戦略からのエクスポージャーです。」

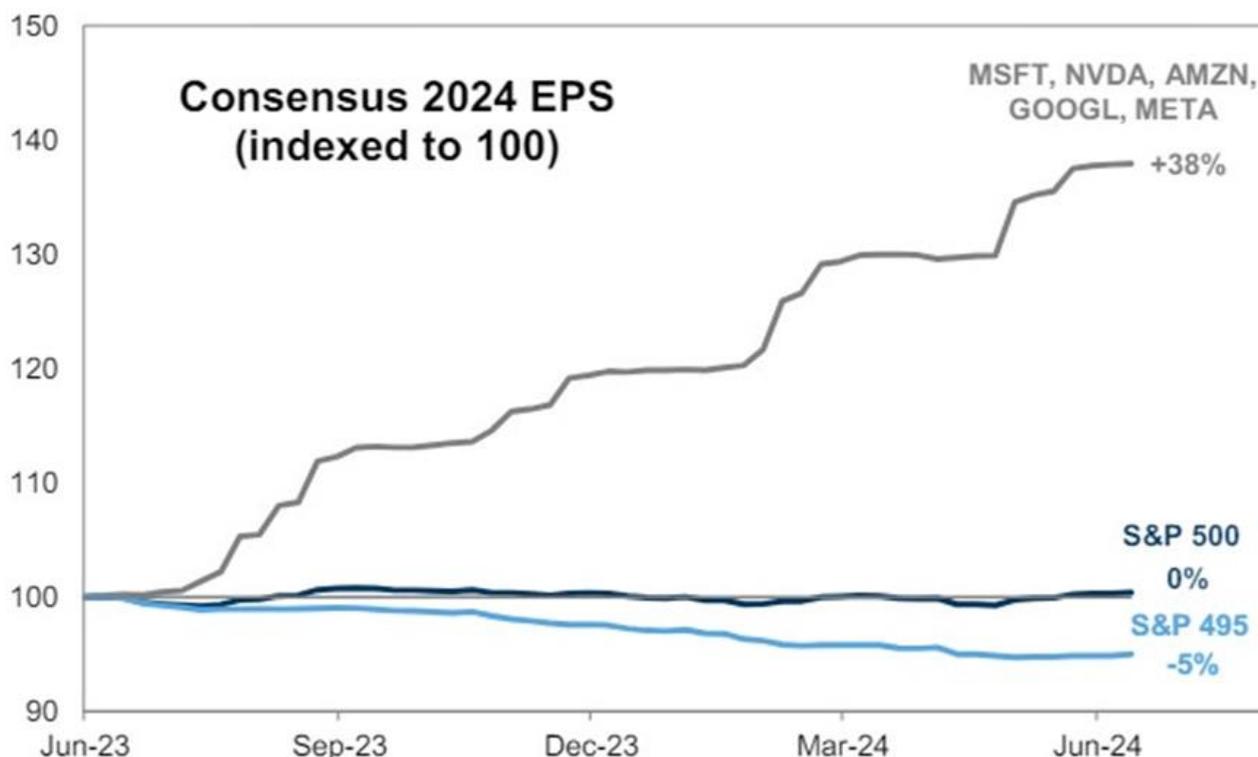
つまり、「今後、地政学的な問題が高いインフレ、金利上昇、そして市場の変動性 (ボラティリティ) の増加を引き起こすと予想されます。そのため、株式のリスクを分散するために政府債券を利用する時代は終わったと考えられます。従来のポートフォリオでは、政府債券に頼っていましたが、これからはより

効果的な分散投資が志向されます」という意味です。具体的には、政府債券に代わって、株式市場ニュートラル戦略やシステマティックマクロ戦略といった、マーケットの方向性に依存しない代替投資やヘッジファンド戦略がポートフォリオに取り入れられます。

アメリカでは、強い雇用統計、好調なコアインフレ、そして米国の大型ハイテク株の急激な上昇が市場のストーリーを形成しました。いくつかの厳しいインフレのデータの後、0.16%という数字は穏やかで、2023年11月と12月に見られたデフレ傾向を再び確立する可能性があります。FOMCでは、パウエル議長は明確な態度を示さず、FRBの利下げ予測はほとんど変わりませんでした。

今年は市場の広がり（または狭さ）について多くの議論がありましたが、それにもかかわらず、企業の利益成長は非常に印象的でした。今月 NVIDIA は一時的に不安定でしたが、最終的にはプラスで終わり、広範な指数も上昇しました。NDX は+6.18%、SPX は+3.47%上昇しました。トップ5企業を除いても、低い相関関係（予想されたものと実際のもの）は、ファンダメンタルズに基づく株選びにとって良い環境であることを示しています。

図2：Positive EPS revisions for Mega-Cap tech vs. cuts to SPX 495 (Jul-23 to Jun-24)



Positive EPS revisions for Mega-Cap tech: 大型ハイテク企業 (Mega-Cap Tech) の1株当たり利益 (EPS) の予想が上方修正されたことを指します。つまり、これらの企業の利益見通しが良くなっているということです。

Cuts to SPX 495: SPX 495 は S&P 500 指数の中で 495 銘柄を指し、その中での予想利益の引き下げ（カット）が行われたことを意味します。つまり、S&P 500 のほぼ全ての銘柄の利益見通しが下方修正されているということです。

この意味は、大型ハイテク企業の利益予想が上昇している一方で、S&P 500 の大部分の企業の利益予想が引き下げられているという状況を示しています。

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。