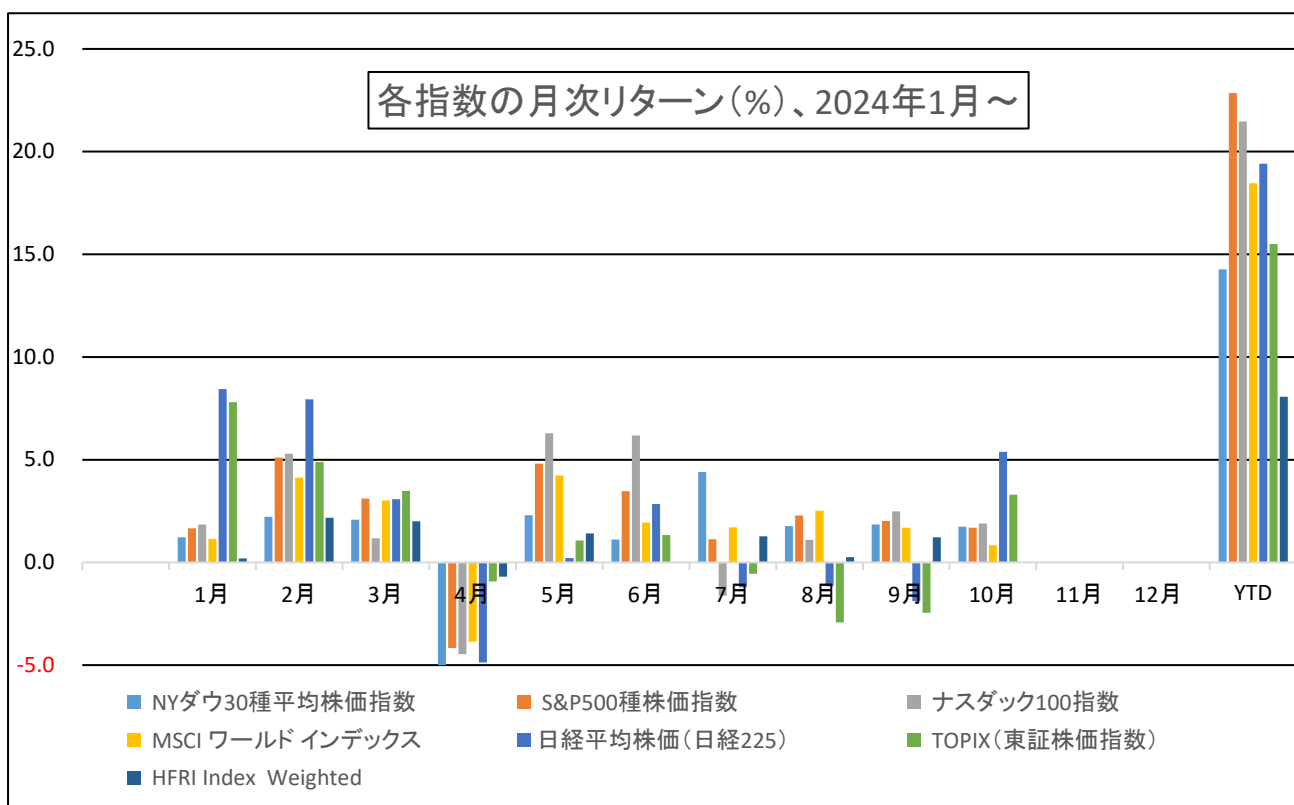


この月報は2024年9月のものですが、以下の表とグラフ及び総論は、この原稿執筆時の2024年10月15日時点でのものになります。

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	1.1	4.4	1.8	1.8	1.7			14.3
S&P500種株価指数	1.7	5.1	3.1	-4.2	4.8	3.5	1.1	2.3	2.0	1.7			22.9
ナスダック100指数	1.9	5.3	1.2	-4.5	6.3	6.2	-1.6	1.1	2.5	1.9			21.5
MSCI ワールド インデックス	1.1	4.1	3.0	-3.9	4.2	1.9	1.7	2.5	1.7	0.8			18.5
日経平均株価(日経225)	8.4	7.9	3.1	-4.9	0.2	2.8	-1.2	-1.2	-1.9	5.4			19.4
TOPIX(東証株価指数)	7.8	4.9	3.5	-0.9	1.1	1.3	-0.5	-2.9	-2.5	3.3			15.5
HFRI Index Fund of Funds	0.72	1.75	1.65	-0.44	0.79	0.30	0.49	0.36	0.22				5.98
HFRI Index Weighted	0.20	2.18	2.01	-0.69	1.41	-0.03	1.27	0.25	1.23				8.06



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9月とYTD(年初来)の数字は、2024年9月18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9月報の総論として、2024年9月の市場をまとめました。

9月は多くの出来事がありました。中央銀行は本格的に利下げモードに入り、欧州中央銀行（ECB）は預金金利を-0.25%引き下げました（これは市場では織り込み済みで、アナリストも予想していました）。また、アメリカの連邦準備制度理事会（FRB）も-0.50%の利下げを行いました。こちらも市場では大部分が織り込まれていましたが、経済学者の多くは-0.25%の引き下げを予想していました。

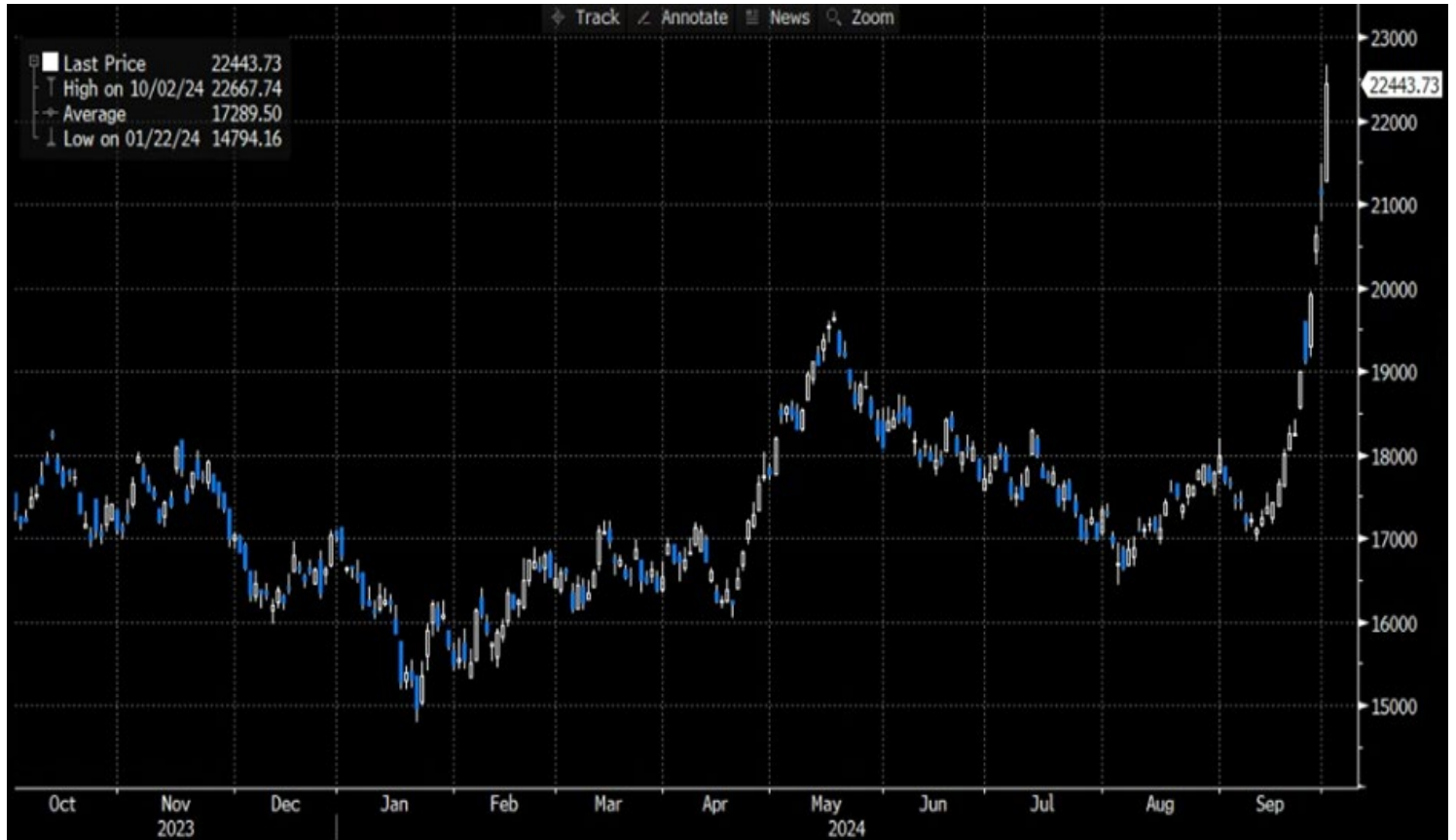
中東での地政学的リスクの高まり、ウクライナとロシアの紛争の継続、さらにはアメリカ大統領選挙が数週間後に迫る中でも、市場はアメリカ経済が急激に悪化する「ハードランディング」をほとんど心配していないようです。これは、FRBの金融緩和、堅調な経済、安定した雇用市場、そしてインフレがFRBの目標である2%に向かって着実に低下していることが背景にあります。

市場ではこの穏やかな「ソフトランディング」シナリオが完全に織り込まれており、株式の評価は依然として高く、債券利回りは低下し、信用スプレッド（企業の信用リスクを表す指標）は歴史的に狭い水準にあります。また、企業の業績も好調です。株式市場ではS&P 500指数が再び過去最高値を更新し、9月は+2.02%の上昇を記録しました。さらに、VIX（ボラティリティ指数）はほとんどの期間で18を下回って推移しました。

中国の景気刺激策がついに発表されました。これまでの小出しの対策とは異なるものですが、私たちはこれが長期的な問題、例えば「共同富裕」への重点、人口動態、不動産への依存、影の銀行（非公式の金融システム）、資本の不適切な配分などに完全に対応しているかは疑問に思っています。

それにもかかわらず、中国の株式指数は急上昇しました。特に香港の中国企業指数（HSCEI）は9月全体で+18.62%と大幅に上昇し、不動産セクターはわずか1週間で52週間の最安値から52週間の最高値に達しました。

図1：HSI 指数（10月-23日～10月-24日）



すでに述べたように、FRB パウエル議長は-0.50%の利下げを行いました。過去 40 年間で、景気後退が差し迫っていない状況で FRB が金融緩和を行ったのは 5 回あり、その後の 12 ヶ月で S&P 500 が平均 17%上昇しています。現在の大きな疑問は、景気後退が近いのか、それとも回避できるのかということです。パウエル議長は、経済を高金利で壊さずにインフレを抑えるという、見事な舵取りをしたのでしょうか？

金利カーブは引き続き急傾斜化しており、2年債と30年債の差は+0.20%、2年債と10年債の差は+0.15%広がっています。大半の金利カーブは全体的に低下しました。

図2：米ドル金利カーブ 2年債と30年債（2023年10月～2024年10月）



コモディティ市場では、金が9月に新たな史上最高値を記録し、初めて2700ドルを超え、月間で+5.21%の上昇を見せました。2024年に入ってから、金は3回大きなブレイクアウトを経験し、それぞれ新しい均衡価格を形成しています。2020年半ば以降はほとんどレンジ内で取引されていたものの、これが大きく変わりました。

中国の景気刺激策の影響で銅も上昇し、10,000ドルに達し、月間で+6.43%の上昇となりましたが、年初来の最高値11,000ドルには届いていません。

一方、原油は9月に乱高下しました。2021年以来初めて、ブレント原油価格が70ドルを下回り、これは主に中国の需要減少とOPEC+の余剰生産能力によるものでした。月後半には、中国経済の減速懸念が続く中、さらに大型ハリケーンの影響でメキシコ湾のいくつかの海上油田が閉鎖されるなどで、原油価格は大きく変動しました。

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。

September was an eventful month. Central banks have now moved into full cutting mode with the ECB lowering its depo rate by -25bps (which was discounted by markets and expected by analysts), while the Fed delivered a -50bps cut. The latter was largely discounted by markets, though the majority of economists predicted a -25bps reduction. In spite of escalating geopolitical risks in the Middle East, the ongoing conflict in Ukraine/Russia, and with the US presidential election only a few weeks away, markets have largely brushed off fears of a hard landing in the US – particularly given the backdrop of Fed easing, a robust economy, a stable job market, and inflation steadily retreating to the Fed's 2% target. The market is fully pricing in this benign, soft-landing scenario, with equity valuations remaining elevated, bond yields falling, credit spreads near historically tight levels, and strong corporate earnings. In equities the S&P 500 Index hit another all-time high, +2.02% for the month, and with the VIX hovering below 18 for most of the month.

China stimulus finally came. This is a departure from the drip feed actions we've seen for sometime now; though we question whether it fully addresses the longer term issues of a greater focus on 'common prosperity', demographics, reliance on real estate, shadow banking, and poor capital allocation. Despite all this, we observed Chinese equity indices rip higher, HSCEI +18.62% for the full month, with the real estate sector in particular going from hitting a 52 week low to a 52 week high in the space of a week!

The rally was (unsurprisingly) chased, with prime brokerage data suggesting the largest net weekly buying on their records:

As noted already, Fed Chair Powell initiated a -50bps rate cut. Historically, there have been five instances over the past forty years where the Fed eased without an imminent recession, leading to an average 17% rally in the S&P 500 over the following 12 months. The big question now is whether a recession is on the horizon, or not? Has Powell thread the needle perfectly to see the back of inflation without crashing the economy with higher rates? Curves continued to steepen, 2s30s +20bps and 2s10s +15bps, with the majority of curves shifting downwards:

Across commodities we observed Gold reaching new all-time highs in September, breaching the \$2700 level for the first time, gaining +5.21% for the month. So far in 2024, we have witnessed three significant breakout moments for gold, each achieving new equilibrium levels, after having largely traded range-bound since mid-2020. Following the China stimulus, Copper rallied 10k, ending the month +6.43%, but still short the YTD highs of 111. Finally, oil was whipsawed during the month. For the first time since 2021, the price of Brent crude oil dipped below \$70, driven initially by weakened Chinese demand and OPEC+ spare capacity. Later in the month, crude fluctuated over persistent fears of a slowdown in China despite stimulus, in addition to the closure of various offshore oil platforms in the Gulf of Mexico in the wake of several large hurricanes.