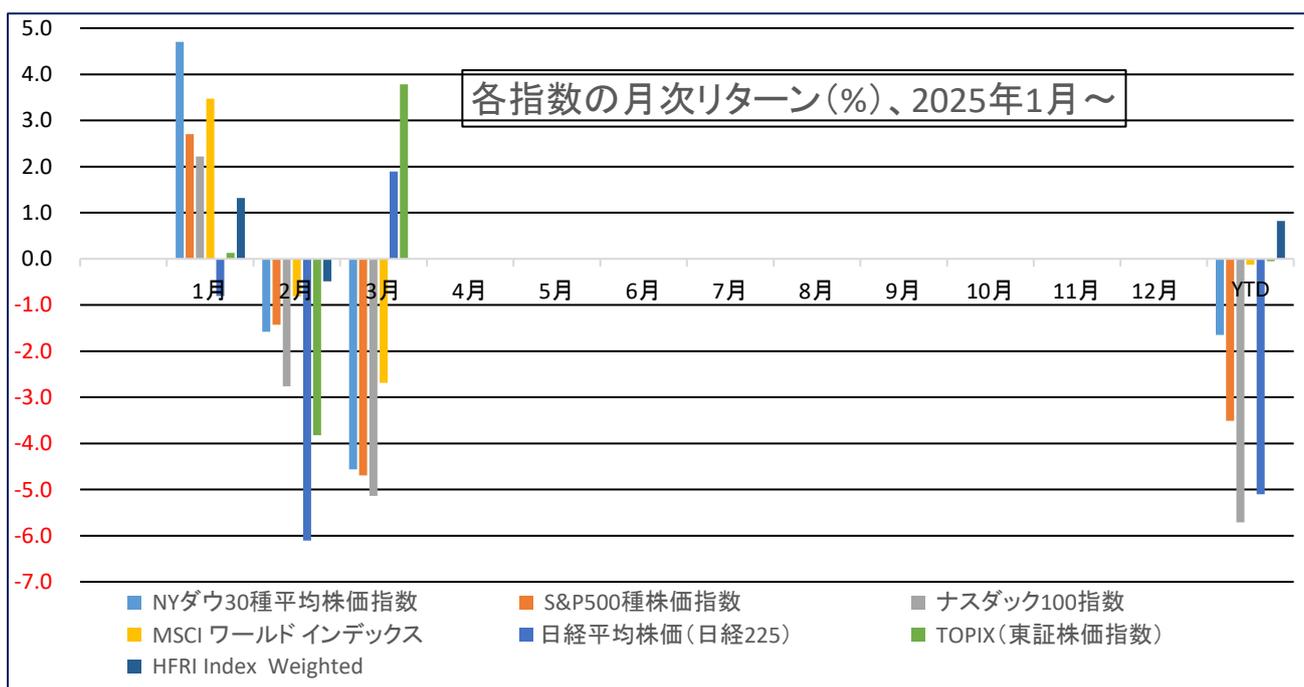


この月報は2025年2月のものですが、以下の表とグラフ及び総論は、この原稿執筆時の2025年3月20日時点でのものになります。

2025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	4.7	-1.6	-4.6										-1.7
S&P500種株価指数	2.7	-1.4	-4.7										-3.5
ナスダック100指数	2.2	-2.8	-5.1										-5.7
MSCI ワールド インデックス	3.5	-0.8	-2.7										-0.1
日経平均株価(日経225)	-0.8	-6.1	1.9										-5.1
TOPIX(東証株価指数)	0.1	-3.8	3.8										-0.0
HFRI Index Fund of Funds	1.34	-0.82											0.51
HFRI Index Weighted	1.32	-0.49											0.82



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。2025年3月とYTD(年初来)の数字は、2025年3月20日時点のものになります。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。

2025年2月報の総論として、2025年2月の市場をまとめました。

米国のマクロ環境では、成長見通しの下方修正、消費者マインドの悪化、インフレ期待の上昇といった変化が見られています。これは「米国の例外主義（US exceptionalism）」というこれまでの前提が揺らぎ始めていることが背景にあります。

そこに加え、トランプ 2.0（再登場した場合のトランプ政権）による政策リスクも意識されていました。たとえば、政府職員の削減による失業率の上昇懸念、関税引き上げによる物価上昇と輸入需要の減少などです。こうした政策は、米国経済に一時的なショックを与える可能性があるからです。

実際の経済への影響度合いは、それぞれの政策の規模や継続期間、そして政治的な対立の激しさによって変わりますが、現時点では不透明感が非常に強くなっています。この不確実性が『ソフトデータ』の弱さにつながり、アトランタ連銀の GDP ナウキャスト（速報予測）は急速にマイナスに転じました。

特に消費者マインド調査には政党色の濃い動きが見られ、ミシガン大学の調査では民主党支持者の悲観論が強まり、トランプ 2.0 への警戒感が数値に表れました。

注：「消費者マインド調査には政党色の濃い動きが見られ」という意味は、**政党支持によって調査結果（景況感やマインドの強弱）が左右される傾向がある**ということです。

具体的には：

- **民主党支持者**は「トランプ政権（トランプ 2.0）」に対して悲観的になるため、景気や将来に対する見方が悪化（＝消費者信頼感が下がる）。
- **共和党支持者**は逆に楽観的になる傾向がある。

このように、「誰が大統領になるか」「どの政党が政権を握るか」で、消費者心理（ソフトデータ）が大きく左右される、という話です。

今後は『ハードデータ』（実際の経済指標）がこうした動きを裏付けるのかどうか、慎重に見極めていく必要があります。

注：ソフトデータ（Soft Data）⇒ 人々の「気持ち」や「期待感」を数字にしたもの

たとえば：

- 消費者信頼感指数（ミシガン大学消費者マインド指数など）
- 企業景況感調査（ISM 製造業指数、PMI など）
- アンケート形式の調査結果

これは、実際の経済活動や取引データではなく、「景気はどう感じますか？」「今後どうなりそうですか？」といった人々の心理や予想を数値化したものです。

【特徴】景気の先行指標として注目されることが多いが、感情や政治的な影響を受けやすい。

ハードデータ (Hard Data) → 実際の経済活動や取引から得られる「現実の数字」

たとえば：

- GDP (国内総生産)
- 雇用統計 (非農業部門雇用者数など)
- 小売売上高
- 鉱工業生産
- インフレ指標 (CPI、PPI など)

【特徴】経済の実態を示す信頼性の高いデータ。ただし発表が遅れることが多く、「タイムラグ」がある。

最近の流れだと「ソフトデータは弱い (悲観)」だけど「ハードデータはまだ底堅い (現実の経済はそこまで悪くない)」という局面もよくあります。

市場では、米 10 年債利回りが 1 月中旬から約 60 ベーシスポイント (0.6%) 低下し、5 年物実質金利も月間で 30 ベーシスポイント (0.3%) 低下しました。その他の金利カーブは比較的落ち着いています。為替ではドル安が進み、特にドル円は月間で約 4.56 円下落しました。

図 1：5 年物実質金利 (2025 年 1 月～2025 年 2 月)



アメリカ株では、「景気に強い株（景気敏感株）」と「景気が悪くても安定している株（ディフェンシブ株）」の差が縮まりました。

大統領選のあと一時は景気敏感株が大きく上がっていましたが、景気への不安が出てきて、その流れが弱まった形です。

図2：米ゴールドマンサックス版 景気敏感株 vs. ディフェンシブ株（資源関連を除く）（2024年9月～2025年2月）



株式市場では、「モメンタム（勢いのある銘柄）」が売られるなど、投資スタイル（ファクター）ごとの値動きが激しい展開になりました。

一方で、「値動きの小さい安定株（ロー・ベータ）」や「実現ボラティリティの低い銘柄」は大きく下落しました。これは、個人投資家の値動きの激しい銘柄（ハイボラ銘柄）への買い意欲が弱まったことが一因です。

また、月の中旬に米国の機関投資家の保有状況（13F レポート）が公表された後、ヘッジファンドがポジションを解消する動き（アンワインド）も起こりました。

個別株の動きでは、マイクロソフト（MSFT）がデータセンター投資を縮小するとの報道を受け、AI 関連の支出が今後も続くのかに対する疑念が広まりました。月末に向けて、NVIDIA（NVDA）は強い Blackwell の売上増加や第 1 四半期の良好なガイダンスにもかかわらず、2022 年以来最悪の 1 日の決算反応を記録しました。

NVIDIA（NVDA）は再び、市場の先行指標を示しています。データ自体は悪くないものの、株価の動きは振るわなかったということです。

短期的には、テクニカル分析（市場の動きやパターン）がファンダメンタルズ（企業の基本的な実力や業績）よりも支配的であり、特に高速取引が行われている場合にはその傾向が強くなります。

全体として、第4四半期の決算は強かったものの、**将来の業績見通しはまちまちで**、自動車業界や消費者関連のセクターからは**ネガティブな見通し**が出されました。

一方で、**クレジット市場（債券市場）は非常に強く**、評価は安定しており、**信用技術も非常に強い状態**でした。

市場で最も注目されていなかった2つのエリア、**中国とヨーロッパ**において、関心と活動が再び活発になりました。ヨーロッパでは、株式が引き続きアメリカ株を上回り、**DAX（ドイツ株式指数）は+3.77%、SX5E（ユーロ圏の主要株式指数）は+3.34%の上昇**となりました。この背景には、**企業の利益成長の回復**があり、世界の他の地域に対して**相対的に好調**だったこと、さらに**ウクライナ・ロシア戦争の解決の可能性がセンチメントを後押し**したこともあります。

特に、この影響は**コモディティ市場**に強く現れ、EU天然ガスの価格は**前月比で約20ユーロ下落**しました。

また、**財政緩和**が進み、ドイツ選挙での重要な争点となった「**債務のブレーキ（財政規律）**」の改革が**限定的に進み**、**軍事支出の増加**もあって、**成長見通しが上方修正**されました。ただし、これも**関税の影響**で一部相殺される可能性がありますので、今後も注意深く観察をする必要があります。

#### 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。

## Alpha Access Monthly: February 2025

Mar 3rd 2025

At the macro-level we have observed a re-setting of growth expectations, declining consumer sentiment, and a jump upwards in inflation expectations as the US exceptionalism thesis has come under pressure. With DOGE looking to lay off government workers putting upward pressure on unemployment, and imposing tariffs likely increases prices and lowers demand for foreign goods. Combined these have incurred a temporary shock to the US economy. How significant the impact of these policies will be on the economy depends on the magnitude and duration of each, as well as the political noise around each. Uncertainty is rife, and this is likely what contributed to the weakness in the 'soft' data, with the Atlanta GDP Nowcast abruptly turning negative. There is a strong partisan element to some of these consumer surveys, for example the Michigan survey swung negative given Democrats pessimism of the Trump presidency. We are watching the hard data to see if and how much of this follows through. In markets, US 10Y yields are almost 60bps lower since mid-January and 5Y real rates were 30bps lower on the month, whilst other curves holding steady, below. The USD moved downwards, with USDJPY -4.56 for the month.

The growth scare was felt also at the thematic level in equities with US cyclicals vs. defensives coming off, having previously jumped up on the US election result.

Price action was volatile at the factor level, with Momentum unwinding and Low Beta/Realized Volatility turning sharply downwards; contributing to this was the retail demand for high velocity stocks falling. Hedge funds experienced an unwind, post the release of 13Fs in the middle of the month.

At the single-stock level, doubts over the near-term durability of AI spend post stories of MSFT curtailing data centre spend abounded. Towards month-end, NVDA posted its worst 1 day earnings reaction since 2022 despite a strong Blackwell ramp and solid Q1 guide. The General has, once again, provided a bellwether for the market as the datapoints remain decent, but price action was poor. In the short-term technicals rule over fundamentals, especially where higher velocity trading is concerned. Overall Q4 earnings were strong, but forward guidance was mixed, with certain sectors, such as Autos and Consumers providing negative guidance. Credit markets were much more resilient, with valuations remaining fairly tight and credit technicals very strong.

There was a resurgence in interest and activity in two of the most out of favour areas of the market: China and Europe. In Europe, equities continued to outperform the US with DAX +3.77% and SX5E +3.34%. Part of this is the resilience in earnings growth, turning upwards relative to global peers, but also the potential resolution of the Ukraine-Russia conflict boosting sentiment. This was felt most in the Commodities market with EU Nat Gas moving down almost €20 intra-month in the front-month contract.

Fiscal loosening through a combination of limited reform of the debt brake, one of the key issues in the German election held during the month, and an increase in military spending resulted in growth being upgraded. Though, as ever this was partially offset by the potential for tariffs.