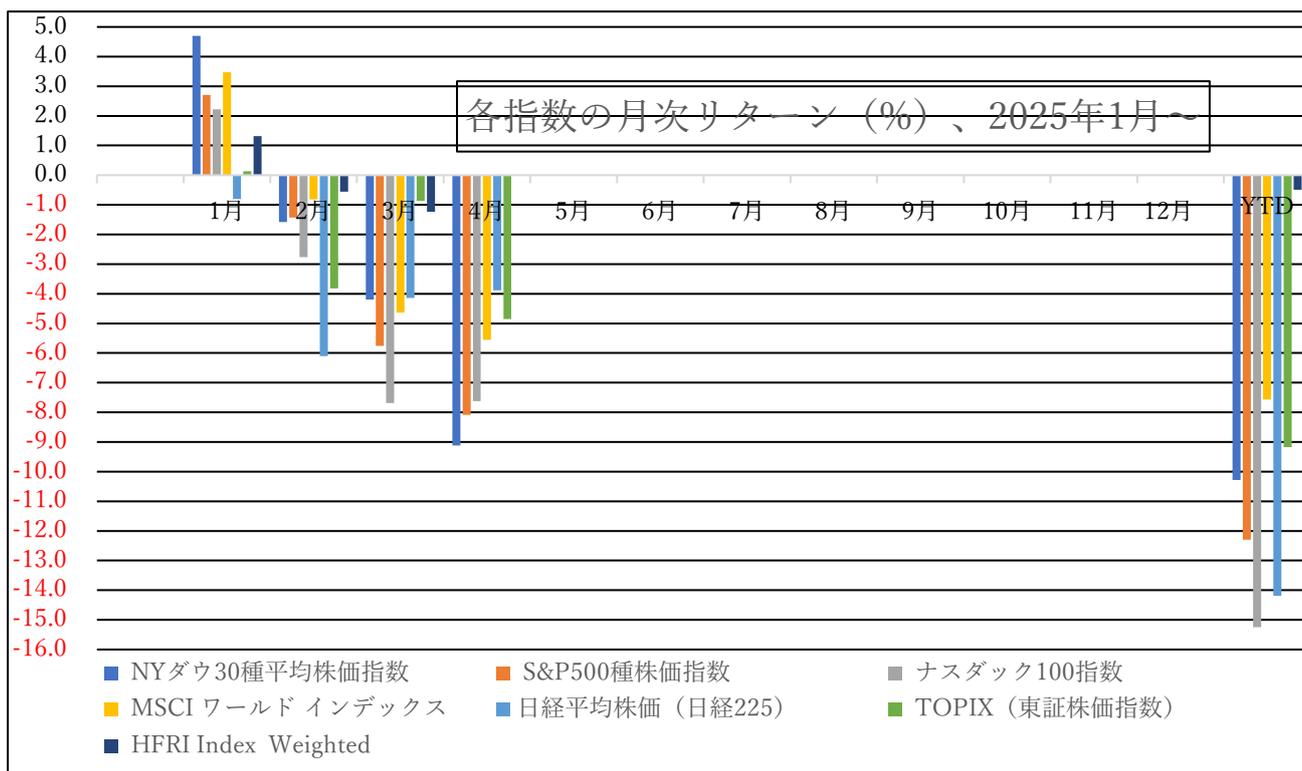


この月報は2025年3月のものですが、以下の表とグラフ及び総論は、この原稿執筆時の2025年4月24日時点でのものになります。

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	-4.2	-9.1									-10.3
S&P500種株価指数	2.7	-1.4	-5.8	-8.1									-12.3
ナスダック100指数	2.2	-2.8	-7.7	-7.6									-15.2
MSCI ワールド インデックス	3.5	-0.8	-4.6	-5.6									-7.6
日経平均株価(日経225)	-0.8	-6.1	-4.1	-3.9									-14.2
TOPIX(東証株価指数)	0.1	-3.8	-0.9	-4.9									-9.2
HFRI Index Fund of Funds	1.34	-0.50	-1.46										-0.63
HFRI Index Weighted	1.32	-0.56	-1.23										-0.49

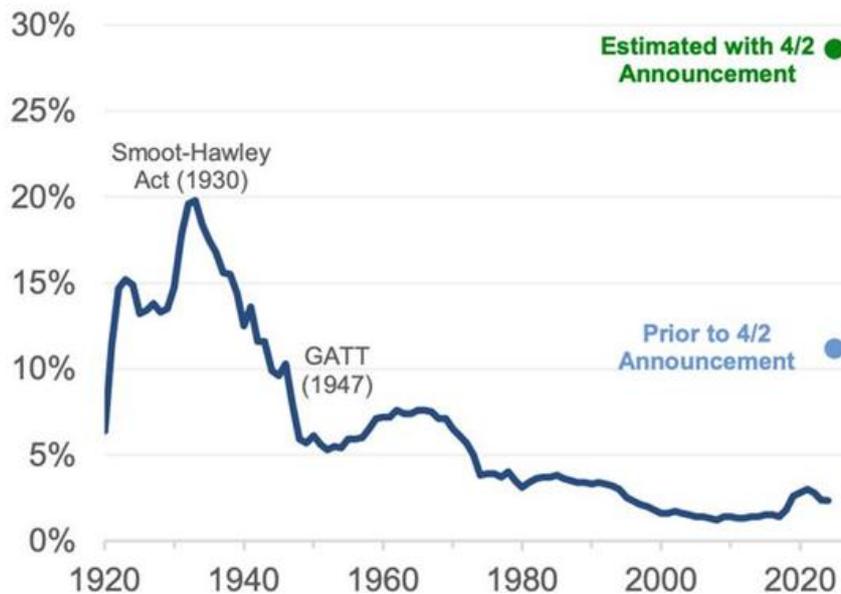


注：上記表とグラフは、公表されている資料から、エアーズシー証券が作成したものです。2025年4月とYTD(年初来)の数字は、2025年4月24日時点のものになります。また、以下のコメントは、運用会社アンタークティカ社より共有されたレポートを基に、エアーズシー証券が作成したものです。信頼できる情報に基づき作成をしておりますが、含まれる情報の正確性や完全性、また使用された市場情報源の正確性や信頼性を保証するものではありませんし、将来の実績を保証または示唆するものでもありません。エアーズシー証券は、当資料の分析、又はこれに関連した分析の使用により生じた如何なる損失にも責任を負いません。エアーズシー証券の許諾なしに、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。

マクロ経済レベルでの物語（ストーリー）——つまり、関税の影響や政策の不透明感による経済的ダメージ——は、主に株式市場において反映され、セクターの入れ替わり（ローテーション）が、大局的にも個別銘柄レベルでも起きました。

図1：米国の加重平均関税率の推移（1920年～2025年）



株式市場は全体的に下落し、S&P500 (SPX) は-5.75%、ナスダック 100 (NDX) は-7.69%と、それぞれ中国など他国の株式市場と比べてパフォーマンスが劣りました。

表面には見えにくいですが、過去2年間で好調だったテーマの多くが足元ではつまづいています。

特に目立ったのが、2023～2024年にかけて市場をけん引していた米国のAI関連テーマで、DeepSeekのような競合の登場により勢いが一服しています。また、大規模な設備投資を行った企業が、いつどのように投資リターンを実現するかが不透明であることも影を落としています。

私たちは、現在のAIテーマに対しては悲観的な見方がやや行き過ぎており、AAAPPAIのような「シリコン発 (Silicon-native)」のファンドが、中長期的な投資機会を捉えると考えています。

多くのエコノミストが、2025年の米国および先進国のGDP成長見通しを引き下げ、インフレ見通しを引き上げました。その影響は、市場で「景気敏感株 (Cyclicals) からディフェンシブ株 (Defensives) への資金移動」という形で現れており、現在の下落幅は2022年の成長懸念時と同程度にまで達しています。ただし、まださらなる下落リスクが残されていると見られます。

図2：景気敏感株 vs. ディフェンシブ株 (コモディティ除く) [2024年11月～2025年4月]



月初の1週間(特に3月10日をピークに)では、**ポジションの巻き戻し(de-grossing)が急激に進み、特にモメンタム株や過度に買われた銘柄(crowded names)**が大きく下落しました。

クレジット市場では、2月の株式市場の変動初期には比較的安定～小幅なスプレッド拡大にとどまっていたものの、3月最終週にはハイイールド債のスプレッドが急拡大し、約50ベースポイント(0.50%)上昇しました。

欧州では2つの明確なテーマが浮上しました。ひとつは国防関連株、もうひとつはドイツの財政刺激策による恩恵です。これらはマクロ経済の視点で特に顕著に現れ、ドイツ国債(Bund)の利回りは再統一以来、最大の1日当たりの上昇幅を記録しました。

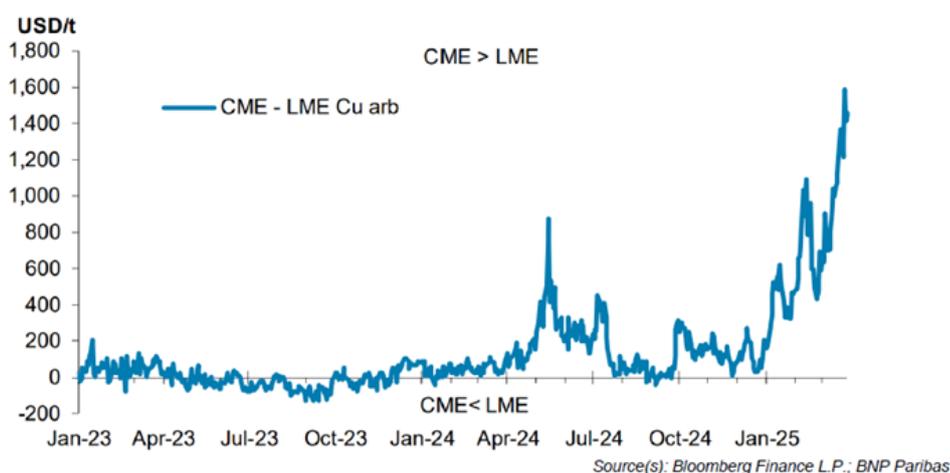
図3：ドイツ10年国債利回りの推移(2024年4月～2025年4月)



コモディティは引き続きマクロ経済の中心的テーマであり、金（ゴールド）は月間で+9.63%、四半期で+18.24%の上昇を記録しました。これは特に**リテール投資家からの強い資金流入（たとえば月末の最終週だけで32億ドル）**が背景にあります。

一方で銅価格（CME市場）も過去最高水準に上昇しました。これは絶対的な価格でもLME（ロンドン金属取引所）との比較でも最高水準です。理由は、CMEの銅先物は米国向け専用（税関通過済み・関税込み）であるため、実際には銅の供給不足はまだ起きていないものの、「CME納品可能な銅」に限っては短期的に不足している状況にあります。

図4：CMEとLMEにおける銅価格差の推移（2023年1月～2025年4月）



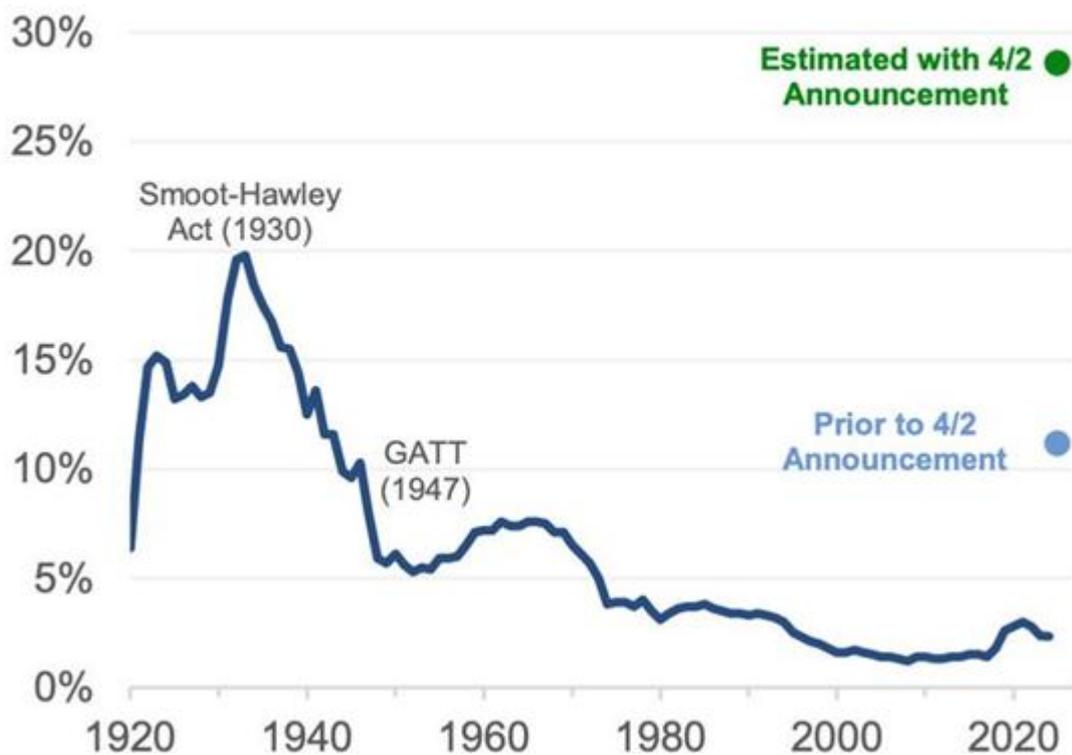
情報ソース、及び注意事項：

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。

April 4th 2025

The narrative at the macro-level, namely tariffs and economic damage from ongoing policy uncertainty, played out primarily in equities with rotations occurring at both the headline and micro-level.

Figure 1: US Weighted Average Tariff (1920 to 2025)



Source: Evercore ISI as of April 3rd, 2025

Equities broadly suffered, SPX and NDX were both down, -5.75% and -7.69% respectively, underperforming global peers, such as [China](#). Underneath the surface many of the best performing themes from the last two years stumbled. Notable has been US-AI related themes, that dominated 2023 and 2024, tempering as competitors have emerged, like DeepSeek. In addition, the lack of clarity in when and how the largest capex spenders will begin to see returns on their investments. We think there is likely excessive pessimism on this AI thematic, and that the [multi-year investment opportunity](#) can be captured by Silicon-native funds, such as [AAAP PAI](#). The majority of economists have now lowered their 2025 GDP and raised inflation forecasts for the US, plus the rest of the developed world. This pricing has been proxied by the rotation from Cyclical into Defensives, with the current drawdown comparable to what occurred in 2022, the most recent growth scare; however, there is still room for more downside risk.

Figure 2: Cyclical vs. Defensives ex Commodities (Nov-24 to Apr-25)



Source: Bloomberg 2nd of April, 2025

The first week of the month, peaking on March 10th, saw a sharp bout of de-grossing, in particular momentum and crowded names crashed, as we discussed in have [noted in more detail previously](#). In Credit, after a period of stability to modest widening in the early stage of the equity moves during February, HY spread widening accelerated in the last week of March, moving up circa +50bps.

In Europe two clear thematics emerged: Defense and German fiscal stimulus boost. These were observed at the macro-level most clearly, with Bunds posting their largest single-day upwards move since re-unification

Figure 3: German 10Y Yields (Apr-24 to Apr-25)

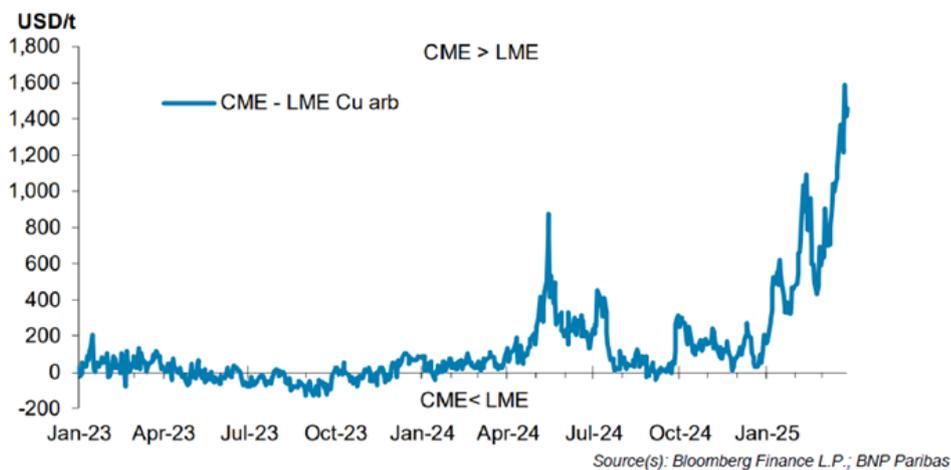


Source: Bloomberg 3rd of April, 2025

Commodities remains at the centre of the macro-narrative with Gold gaining +9.63% and up +18.24% for

the quarter, driven by strong retail inflows, such as \$3.2bn in the final week of the month. Copper prices at CME rose to record highs, both in absolute and relative to LME, given CME contracts are US-only customs cleared and include tariffs, so whilst there isn't a shortage of copper (yet) there is a near-term shortage of CME-deliverable copper

Figure 4: CME – LME Copper Differential (Jan-23 to Apr-25)



Source: Bloomberg; BNP Paribas