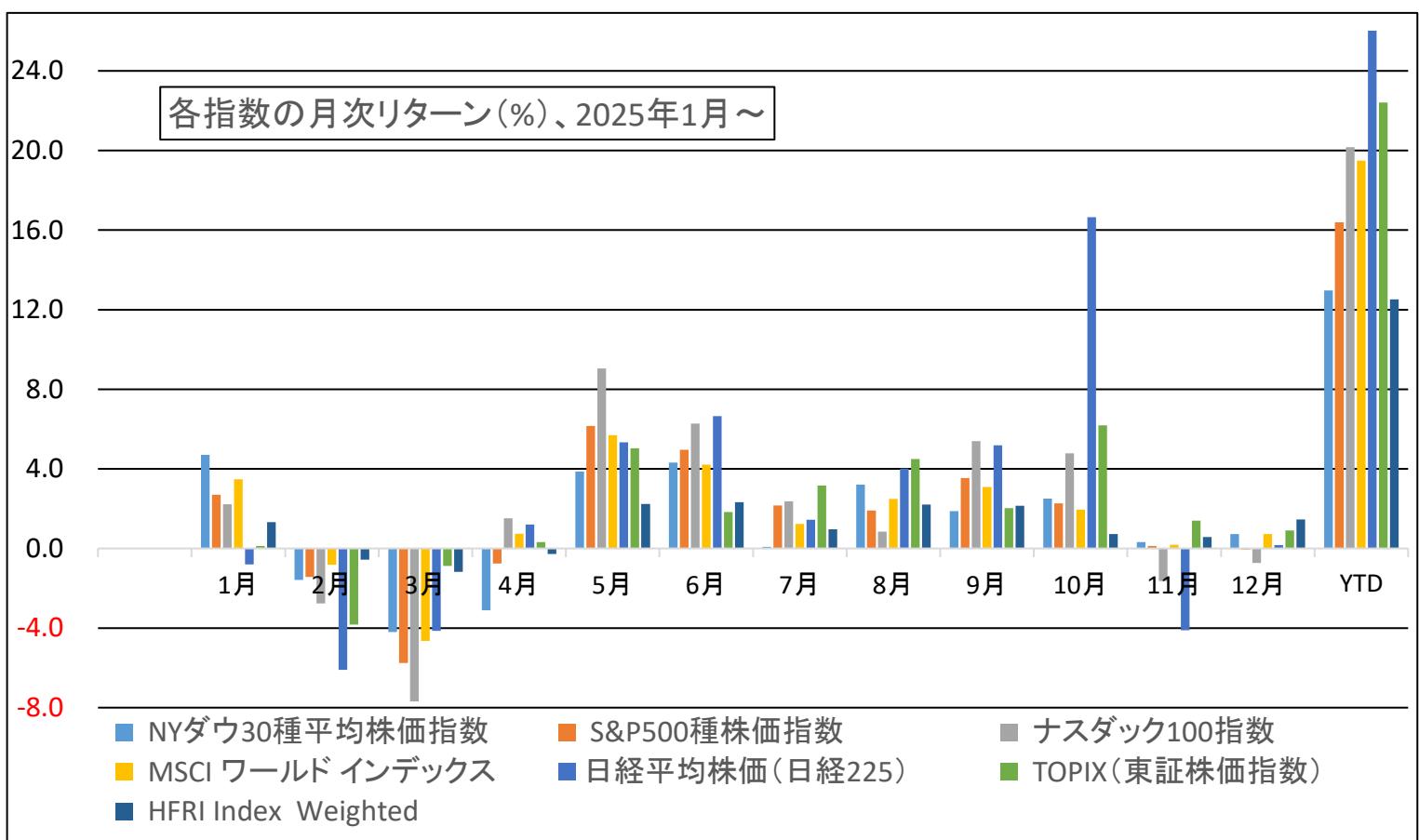


2025年12月月報総論

2026年1月23日

この月報は2025年12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2026年1月23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	-3.1	3.9	4.3	0.1	3.2	1.9	2.5	0.3	0.7	13.0
S&P500種株価指数	2.7	-1.4	-5.8	-0.8	6.2	5.0	2.2	1.9	3.5	2.3	0.1	-0.1	16.4
NASDAQ100指数	2.2	-2.8	-7.7	1.5	9.0	6.3	2.4	0.8	5.4	4.8	-1.6	-0.7	20.2
MSCIワールドインデックス	3.5	-0.8	-4.6	0.7	5.7	4.2	1.2	2.5	3.1	1.9	0.2	0.7	19.5
日経平均株価(日経225)	-0.8	-6.1	-4.1	1.2	5.3	6.6	1.4	4.0	5.2	16.6	-4.1	0.2	26.2
TOPIX(東証株価指数)	0.1	-3.8	-0.9	0.3	5.0	1.8	3.2	4.5	2.0	6.2	1.4	0.9	22.4
HFRI Index Fund of Funds	1.36	-0.54	-1.19	0.19	1.36	1.61	0.83	1.51	1.78	1.37	0.49	1.42	10.62
HFRI Index Weighted	1.32	-0.56	-1.17	-0.28	2.23	2.33	0.97	2.21	2.15	0.72	0.57	1.45	12.52



注：

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はありません。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。

概要

年初のマーケットは、セルサイドのデスクや市場コメンテーターによって、いくつかおなじみの言葉で表現されています。すなわち「情報過多 (sensory overload)」「極めて高い変動性 (highly kinetic)」「混沌 (chaotic)」です。いずれも、ある意味では的確だと言えるでしょう。実際、足元で見られているのは、明確な予兆がほとんどないまま、ナラティブ、ファクター、ポジショニングの間を目まぐるしく移動する市場の姿です。

市場のいくつかの領域に着目すると

まず、ソフトウェア株と半導体株の相対パフォーマンスは再び圧力を受けており、年初来でおおよそ▲20%となっています。SaaS セクターに対する市場の見方は、「永続的に複利成長する」という見方から、「ターミナル・バリュー（最終価値）に対するリスク」へと急激に転換しました。この変化は非常に厳しいものであり、当該分野での急反発（スナップバック）については懸念を抱いています。

注：SaaS は、Software as a Service（サース）の略です。

ざっくり言うと

- ソフトウェアを買い切りではなく
- インターネット経由で使う
- 月額・年額課金が基本のビジネスモデル

代表例

- Salesforce (CRM)
- Microsoft 365
- Adobe Creative Cloud
- Slack
- Zoom

注：ターミナル・バリュー（Terminal Value／最終価値）とは、「将来ずっと続く期間の価値を、最後にまとめて評価したもの」です。

シンプルに言うと、企業価値を DCF（割引キャッシュフロー）で考えるとき、

- 最初の 5~10 年：予測できるので、1 年ずつ CF を積み上げる
- それ以降：予測できないので、「最後に一括で評価」

この「それ以降全部」がターミナル・バリューです。

注：「この変化は非常に厳しいもの」と言われる理由は、SaaS の評価構造そのものを直撃しているからです。

なぜ「非常に厳しい」のか

① 値値の大半が“遠い将来”にあるから

SaaS は典型的に、

- 初期：利益が薄い／赤字
- 将来：高成長・高マージンが続く

という前提で評価されます。

つまり企業価値の大部分＝ターミナル・バリュー

ここが疑われると、

- EPS が多少良くても
- ガイダンスが小幅に上でも

評価は戻らない。

② ナラティブが「非連続」に変わった

ポイントはここです。

以前

「SaaS は一度勝てば、永続的に複利成長」

今

「競争で削られ、いずれ“普通の企業”になるかも」

これは、成長率が 1~2% 下がる マージンが数% 落ちる

という話ではなく、

評価モデルそのものの前提が変わった という意味で、非連続・構造的。

③ 割引率上昇 × 成長率低下のダブルパンチ

ターミナル・バリューは

$$TV \approx FCF / (WACC - g)$$

なので、

- 金利上昇 → WACC ↑
- 成長鈍化 → g ↓

この 2 つが同時に起きると、分母が一気に拡大し、評価が指数関数的に下がる

これが「-20% どころでは済まない」理由。

④ 「一時的調整」ではなく「信仰の崩壊」

市場は一番怖いものを嫌います。

- 一時的な減速 → 戻る
- 構造的な前提崩れ → 戻らない

SaaS は今、

“compounding forever”という信仰が崩れた状態

なので、

- ちょっと良い決算
- 少しのリバウンド

では評価が再構築されない。

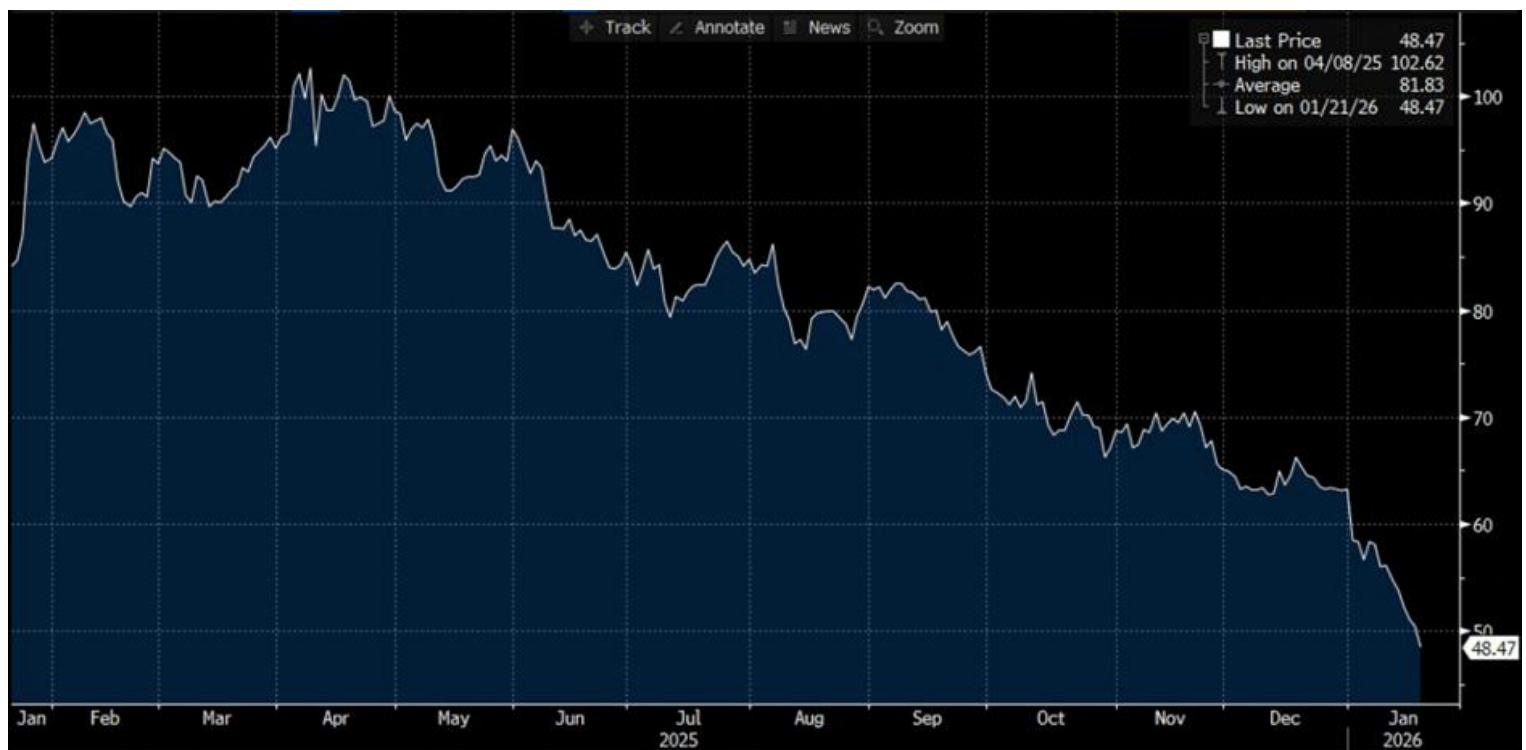
だから「非常に厳しい」

一言で言うと：

目先の業績ではなく、“将来ずっと儲かる前提”が否定されたから

これは株価にとって、最も破壊力のあるタイプの変化です。

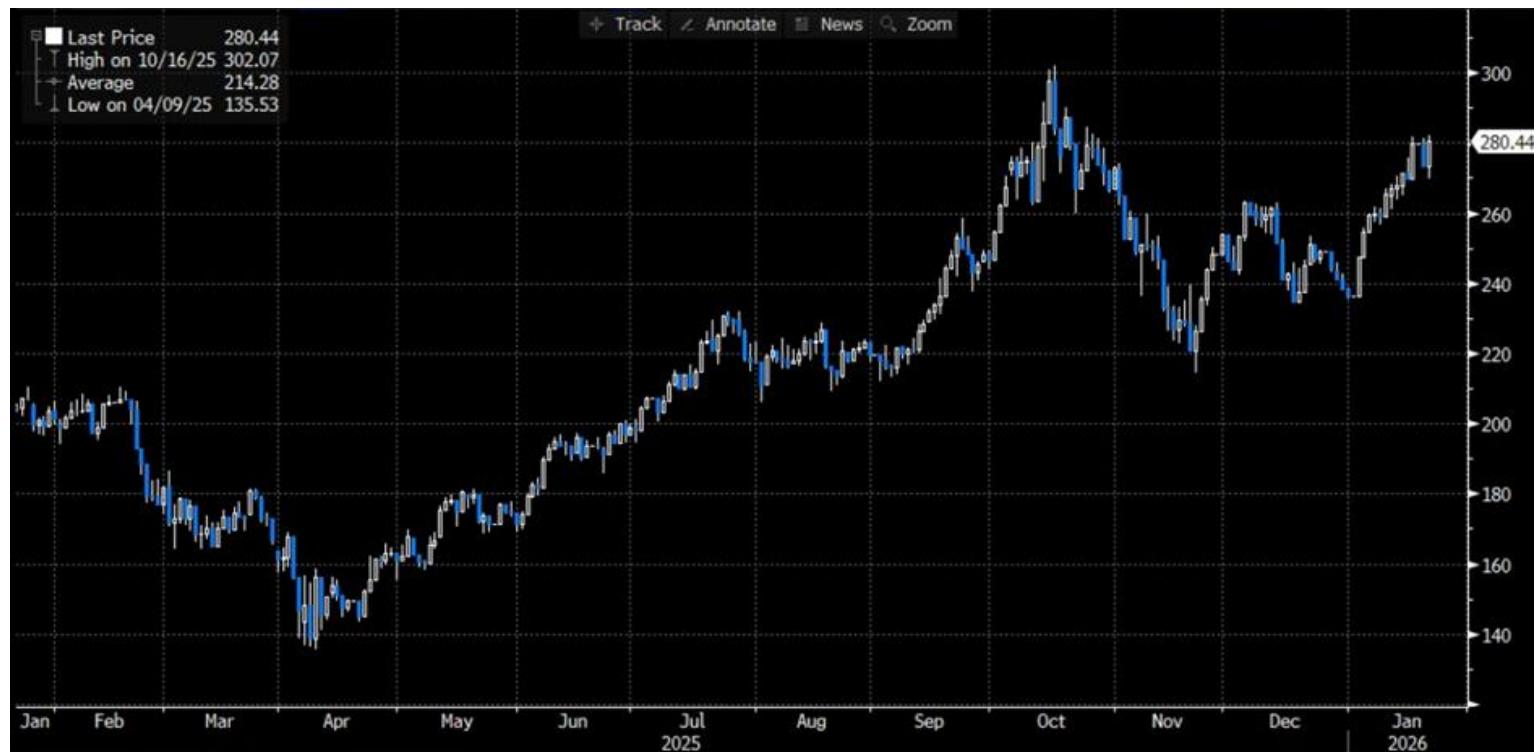
図 1: GS ソフトウェア vs. 半導体 (2025 年 1 月～2026 年 1 月)



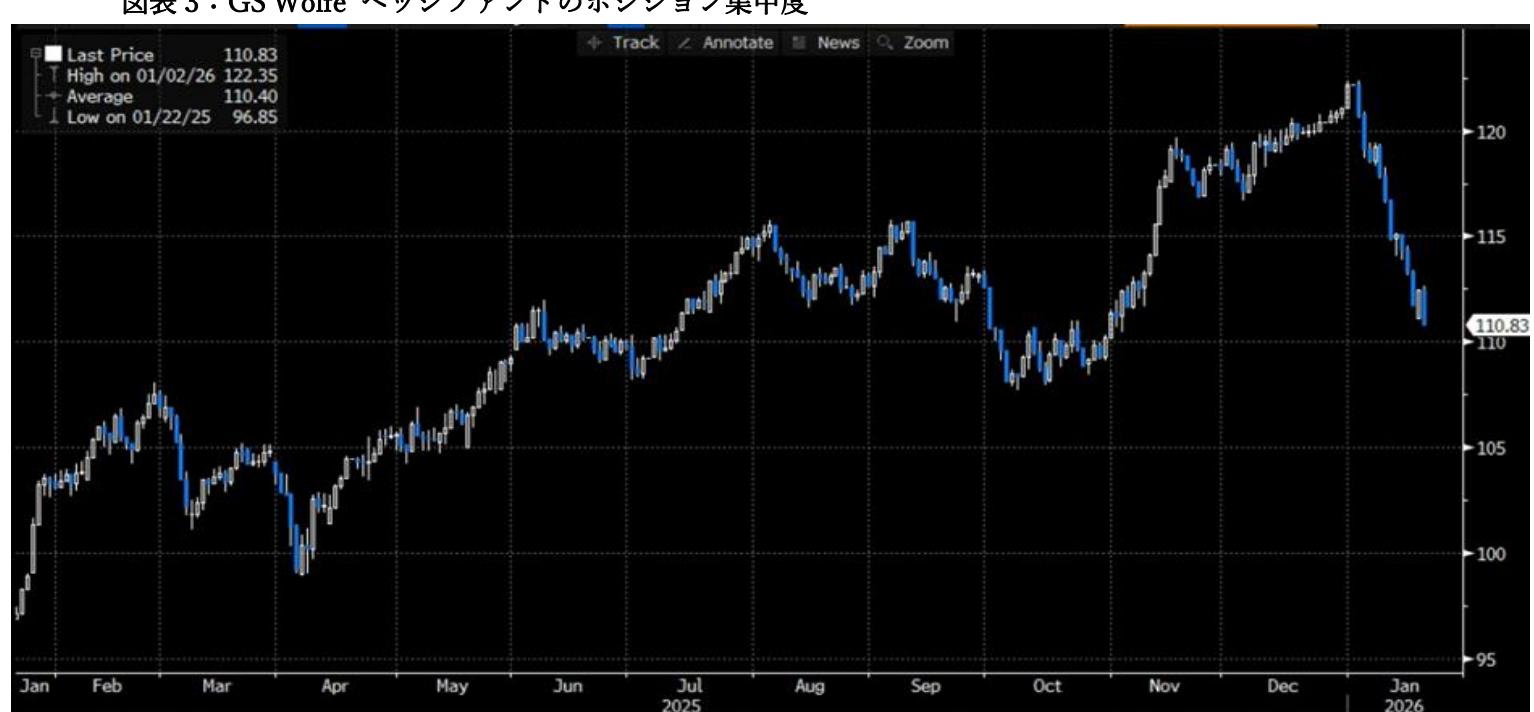
出所：アンターカティカ

同時に、空売り比率の高い銘柄の多くが急反発しており、
ロング・ポジションの集中（ロングのクラウディング）は、1月に入って以降も継続的かつ痛みを伴う
形で解消が進んでいます。

図表2：GS 空売り比率上位銘柄（ローリング、2025年1月～2026年1月）



図表3：GS Wolfe ヘッジファンドのポジション集中度



防衛関連テーマが再び市場の主要テーマとして浮上しています。

ベネズエラやグリーンランドを巡る報道を背景に、地政学リスクが再び市場にとって最重要の懸念材料となっています。このテーマはヘッドラインベースにとどまらず、航空宇宙、機械、衛星など、防衛関連のバリューチェーン全体に広がっています。

小型株は急反発しました。

これは、年初に見られがちな税務要因による売却の反動に加え、より広範なリスクオン・ポジションへの資金再配分が組み合わさった結果である可能性が高いと考えられます。

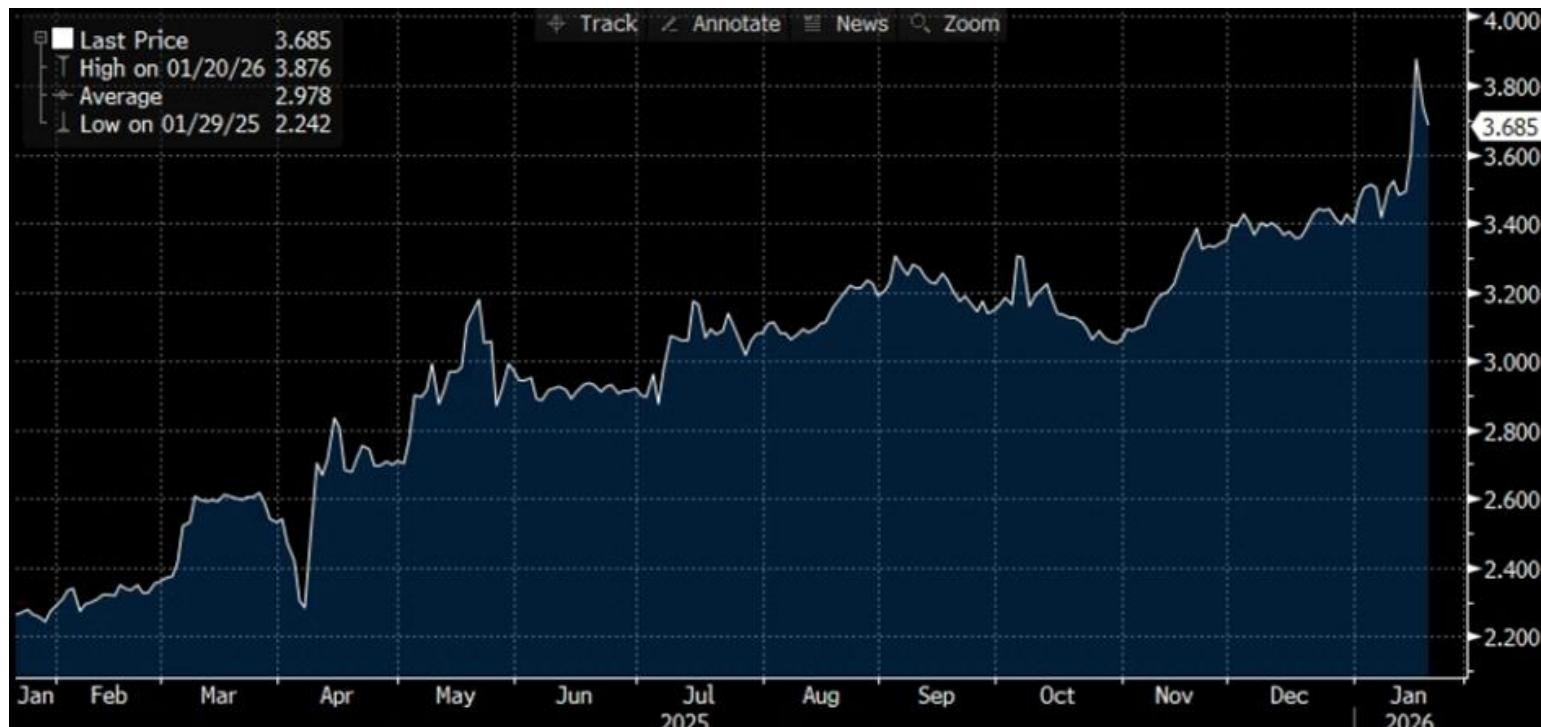
金利および為替市場では、日本国債（JGB）イールドカーブの長期ゾーンが大きく売られました。

日本において金利と為替の相関が崩れていることは、ファンダメンタルズ以上に投機的なポジショニングが市場を動かしていることを示唆しています。これは居心地の悪い状況です（※ダジャレの意を込めて）。

USD/JPY が 160 に接近していることは、政治的な許容範囲を試している局面と言えます。

仮に 162 に向けて、あるいはそれを超えるような急激な動きが生じた場合、断固たる政策対応が取られる可能性が大きく高まるでしょう。その場合、市場の流動性への影響は非常に激しいものとなり、2024 年 8 月のキャリートレード巻き戻し時に匹敵する展開となる可能性があります。

図 4：日本国債 30 年物（2025 年 1 月～2026 年 1 月）



出所：アンタークティカ

最後に、米国の成長見通しに対する楽観論が再び強まっています。ケビン・ハセット氏は、前期比+5%のGDP成長の可能性に言及しており、米国経済の「離陸（リフトオフ）」というストーリーが現実味を帯びつつあることを示しています。「米国例外主義」という言葉も、依然として市場の語彙の中にあるようです。

注：「ケビン・ハセット（Kevin Hassett）氏」は、米国の著名な保守系マクロ経済学者・政策アドバイザーです。

ヘッジファンドへの影響

こうした環境下で、ヘッジファンドのパフォーマンスは戦略別に明暗が分かれています。成績の悪い順から良い順に整理すると以下の通りです。

クオンツ株式戦略

苦戦しています。最も大きなドローダウンは、今回も米国の中頻度統計的裁定戦略から生じており、特にバリュエーションに敏感なインプットを用いる戦略が影響を受けています。そのペースや形状は、2025年7月のクオンツショックと類似しています。これまでと同様、アルファの損失は主にショートブックに起因しており、混雑した高ベータ銘柄が大きなコストとなりました。一方で、システムティック・マクロ／先物戦略は小幅ながらプラス寄与となっており、クオンツ・マルチストラテジー・ファンドの下支えとなっています。

モーゲージ戦略

主に債券アービトラージ領域で打撃を受けています。トランプ政権による2,000億ドル規模のMBS購入が、スプレッドやポジショニングを歪めています。

マルチストラテジー

全体としては堅調です。クオンツ／システムティックへの依存度が高いファンドは苦戦していますが、多くのファンドは横ばいから小幅プラスのレンジに収まっています。

マクロ戦略

概ね想定通りのパフォーマンスです。JGB（日本国債）ポジションによる損益の本格的な反映はこれからで、今週分の週次推定値は来週に判明する見込みですが、プラスになると予想しています。コモディ

ティおよび株式テーマ戦略は好調で、特に金のロングや防衛関連のロングが寄与しています。

ロング／ショート株式戦略

総じてプラスです。アジア市場では分散が大きく、その結果として高いパフォーマンスを上げており、月半ば時点での2桁近いリターンに達しているファンドもあります。一方、米国中心のファンドは現時点では結果がまちまちです。

総括

全体として、市場は成長を信じようとする一方で、財政支配の進行や地政学的緊張の高まりを同時に消化しようとしています。結果の分布は、インプライド・ボラティリティが示唆する以上に、明らかに「裾の太い」ものとなっています。これは、オプショナリティを維持し、リスク管理された枠組みの中で分散を保つことの重要性を示しており、その点でヘッジファンドは引き続きポートフォリオにおいて有効な役割を果たします。

なお、不思議なことに、ここまでAIについて一切触れずに終わってしまいましたが、実はこれこそが最大のテーマです。この点については、次回のアップデートで取り上げたいと思います。

情報ソース、及び注意事項：

アンターカティカ社、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。