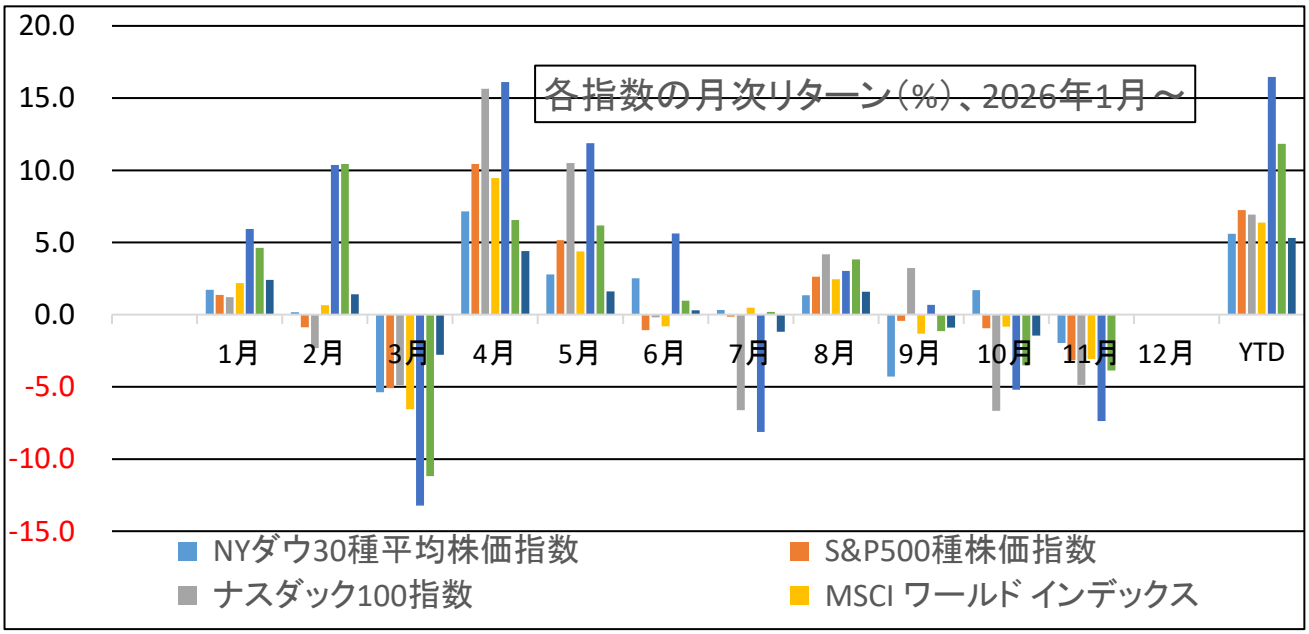
2026 年 10 月　月次コメント総論　.　　2026 年 11 月 20 日

この月報は 2026 年 10 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 11 月 20 日時点でのものになります。

2026	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
NYダウ30種平均株価指数	1.7	0.2	-5.4	7.1	2.8	2.5	0.3	1.3	-4.3	1.7	-2.0		**5.6**
S&P500種株価指数	1.4	-0.9	-5.1	10.4	5.1	-1.1	-0.1	2.6	-0.4	-0.9	-3.2		**7.2**
ナスダック100指数	1.2	-2.3	-4.9	15.6	10.5	-0.2	-6.6	4.2	3.2	-6.7	-4.9		**6.9**
MSCI ワールド インデックス	2.2	0.6	-6.6	9.5	4.4	-0.8	0.5	2.5	-1.3	-0.8	-3.1		**6.4**
日経平均株価（日経225）	5.9	10.4	-13.2	16.1	11.9	5.6	-8.1	3.0	0.7	-5.2	-7.4		**16.5**
TOPIX（東証株価指数）	4.6	10.4	-11.2	6.6	6.2	1.0	0.2	3.8	-1.1	-3.5	-3.9		**11.8**
HFRI Fund of Funds Composite Index	1.69	1.13	-2.09	4.25	1.90	1.51	-2.06	0.85	-0.33	-2.09			**4.66**
HFRI Fund Weighted Composite Index	2.41	1.41	-2.78	4.40	1.61	0.31	-1.19	1.59	-0.90	-1.45			**5.32**
eMAXIS Slim 全世界株式(オール・カントリー) JPY	1.10	2.40	-6.85	11.56	5.13	0.74	-1.30	3.69	-2.86	-0.20	-2.35		**11.06**
eMAXIS Slim 全世界株式(オール・カントリー) /ドル円	2.83	1.12	-8.91	13.66	3.34	-1.22	0.05	4.02	-1.17	-0.36	-3.75		**9.61**



注： 以下のコメントは、運用会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。

月次レポート：2026 年 10 月　2026 年 11 月 20 日

2026 年 10 月 マーケット・コメンタリー（Market Commentary）

10 月の株式市場は、主要株価指数の比較的落ち着いた動きとは対照的に、その内部では極めて厳しい展開となった。S&P500 指数は月末最終取引日を迎えるまでプラス圏を維持していたものの、月間では 0.9%下落した。一方、NASDAQ 指数は 5.3%、フィラデルフィア半導体指数（SOX 指数）は 15.4%下落した。株式ロング・ショート戦略にとっては、主要指数の小幅な変動の裏側で、投資資金が集中していた銘柄の急落や激しいセクター間の資金移動が発生し、厳しい運用環境となった。

一方、クレジット市場では、これとは対照的な状況が見られた。信用格付けが CCC の低格付け債券では、信用スプレッドの拡大が一見すると市場全体の信用不安を示しているように見えたが、実際には、その拡大の大部分は財務状況が悪化した一部の企業の資本構成に起因するものであった。

株式市場では、これまで一部の AI 関連銘柄に集中していた上昇の牽引役が、より幅広い銘柄へと移行する動きが続いた。投資家による既存ポジションの解消が進む一方、ディフェンシブ銘柄や、これまで投資家の保有比率が低かった銘柄への資金流入が加速した。AI 関連銘柄を除いた S&P500 指数の S&P500 指数全体に対する相対的な上昇率は、過去 3 番目に高い水準を記録した。また、月末にかけては小型株や欧州株が相対的に堅調な動きを示した。

テクノロジー分野では、ソフトウェア株の半導体株に対する相対パフォーマンスが、6 月の底値から約 88%上昇するなど、セクター間の優劣が大きく逆転した。こうした反転は、テクノロジー分野のさまざまな業種に広がった。

この動きを象徴するのが、ゴールドマン・サックスが算出する「AI Winners（AI の恩恵を受ける企業群）」と「AI at Risk（AI によって事業が脅かされる可能性のある企業群）」の相対パフォーマンスである。両者の組み合わせによる投資戦略は、6 月のピーク時には年初来約 95%の上昇を記録していたものの、その後急速に反転し、10 月末時点では年初来 9.75%の下落となった。

こうした市場環境では、株価指数を利用したヘッジによる損失抑制効果は限定的であった。投資家の保有が集中していたロング銘柄の下落幅が主要指数を大きく上回ったためであり、ポジション解消の動きがテクノロジーセクター内の銘柄間の相対的な値動きを一段と増幅させる結果となった。

図 1：ゴールドマン・サックス「AI Winners」と「AI at Risk」の相対パフォーマンス



出典　運用会社

好材料（The Good）

AI 関連分野では、需要そのものが問題となっているわけではなかった。Google Cloud の売上高は前年同期比 103%増の 307 億ドルとなり、TPU（AI 処理に特化した半導体）システムの販売が大きく寄与した。Microsoft の Azure も 48%の成長を記録し、顧客需要が引き続き供給能力を上回る状況が続いた。また、Amazon の AWS は前年同期比約 39%増の 460 億ドルと、過去 5 年間で最も高い成長率を記録し、受注残高は 5,780 億ドルに達した。

一方、Apple は多くの AI 関連銘柄とは異なる値動きを示した。同社株と NASDAQ 指数の過去 3 か月間の相関係数はマイナス 0.1 となり、逆相関に転じた。投資家が他の大手テクノロジー企業による巨額の AI 関連設備投資を再評価するなか、Apple の比較的抑制的な AI 投資姿勢が、株価の相対的な底堅さにつながった。

金利市場では、9 月の債券売りの反動から、一定の改善が見られた。米国 10 年国債利回りは 10 月中に 35 ベーシスポイント（0.35%ポイント）低下し、4.94%となった。これにより、金利低下によって利益を得るレシーバー・ポジション（金利スワップで固定金利を受け取るポジション）や、デュレーションの長い債券への投資が恩恵を受けた。ただし、債券と金の双方をロングで保有するポートフォリオでは、金価格の下落が債券投資による利益の一部を相殺する結果となった。

また、10 月 28 日に発表された英国政府の予算案についても、2022 年の市場混乱の再来が懸念されていたものの、大きな混乱なく受け止められた。発表後には英国国債（ギルト債）および銀行株が上昇し、市場には安心感が広がった。

悪材料（The Bad）

市場の懸念は、AI 関連投資に伴う巨額のコストと、その負担を誰が担うのかという点に移った。これまで潤沢なキャッシュを生み出してきたハイパースケーラー（大規模クラウドサービス事業者）は、今や巨額の資金を消費する存在へと変わりつつある。Amazon は 2026 年の現金ベースの設備投資計画を 2,200 億ドルに据え置いた一方、直近 12 か月間のフリーキャッシュフローはマイナス 424 億ドルとなった。9 月の実質金利上昇を受けて資本調達コストへの関心が高まり、AI 関連サービスに対する需要が堅調であっても、設備投資や外部資金調達への依存が拡大し続ける企業に対しては、投資家の警戒感が強まった。

こうした環境のなか、クレジット市場の表面的な指標は深刻な状況を示していた。信用格付けが CCC の低格付け債券の信用スプレッドは、10 月末時点で 1,116 ベーシスポイント（11.16%ポイント）となり、年初来で約 500 ベーシスポイント拡大した。一方、ハイイールド債市場全体のスプレッドは 340 ベーシスポイントにとどまり、両者の倍率は 3.3 倍と過去 30 年間で最高水準に達した。

しかし、CCC 格債券のスプレッド拡大の約半分は、CSC Holdings／Optimum、Altice、Liberty Puerto Rico、Acrisure、Brightspeed という、わずか 5 つの企業グループの資本構成に起因するものであった。これらの問題の多くは、AI 関連投資の資金調達ではなく、ケーブルテレビや通信事業を中心とした負債管理、債権者間の対立、借り換えの困難さなどに関連していた。

額面価格の 50%未満で取引されている債券は、CCC 格債券指数の約 9%を占めるにすぎなかったものの、指数全体の信用スプレッドの 38%を構成していた。これらを除外すると、CCC 格債券の中核部分の信用スプレッドは約 710 ベーシスポイント、利回りは 11.7%となる。これはハイイールド債市場全体の水準と比較すれば依然として高いものの、クレジット市場全体が崩壊しつつあることを示すほどの水準ではなかった。

ただし、信用スプレッド拡大の性質には変化が見られた。8 月までは、一般的な CCC 格債券のスプレッドはむしろ縮小していたが、9 月以降は売り圧力が幅広い銘柄へと波及した。資金調達コストの上昇や AI 関連投資の資金調達を巡る懸念が、財務レバレッジの高い企業全般に重荷となり始めた。

より注目すべき市場の歪みは、転換社債（CB）市場で発生した。10 月中旬には、新型コロナウイルス感染拡大時を思わせるような需給面からの強い売り圧力が生じる一方、米国のディストレスト債券指数は過去 3 か月間で 14%下落した。

転換社債の発行額は、9 月までの累計で 2,070 億ドルに達し、2025 年通年の発行額 1,670 億ドルを既に上回っていた。通常の社債による資金調達コストが高騰したことから、企業が転換社債による資金調達を積極化させたことが背景にある。

こうした大量の新規発行に加え、転換社債の裁定取引を行うファンドによる売却やインプライド・ボラティリティ（市場価格に織り込まれた予想変動率）の低下が、既発転換社債の価格を押し下げた。一方で、こうした状況は、転換社債のインプライド・ボラティリティを割安な水準へと押し下げ、転換社債裁定取引（コンバーティブル・アービトラージ）戦略にとって、より有利な投資機会を生み出すことにもつながった。

エネルギー市場では、欧州の天然ガス指標である TTF 価格が 1 メガワット時当たり 100 ユーロを超える水準で取引された。湾岸地域からの液化天然ガス（LNG）供給の混乱やガス貯蔵量の低下を背景に、冬場の供給不足に対する懸念が強まり、欧州の中央銀行にとってインフレ圧力が引き続き課題となった。

一方、米国の天然ガス指標であるヘンリーハブ価格は、温暖な気候が予想されたことから下落した。この結果、欧州と米国の天然ガス市場では、対照的な価格動向が見られた。

深刻な悪材料（The Ugly）

Intel のデータセンター・AI 関連事業の売上高は前年同期比 78%増と大幅な成長を記録したものの、第 4 四半期の売上高見通しは 150 億～160 億ドルにとどまり、市場予想の 170 億ドルを下回った。サーバー関連事業が好調であった一方、パソコン需要の低迷が業績全体の重荷となった。また、AI 関連需要の拡大に伴うメモリー価格の上昇も、一般消費者向けハードウェアメーカーの製造コストを押し上げる要因となった。

こうした状況を受け、Intel の株価は 10 月 30 日に約 29%急落し、同日のフィラデルフィア半導体指数（SOX 指数）も 7.2%下落した。この結果、SOX 指数の 10 月の月間下落率は 15.4%に達した。

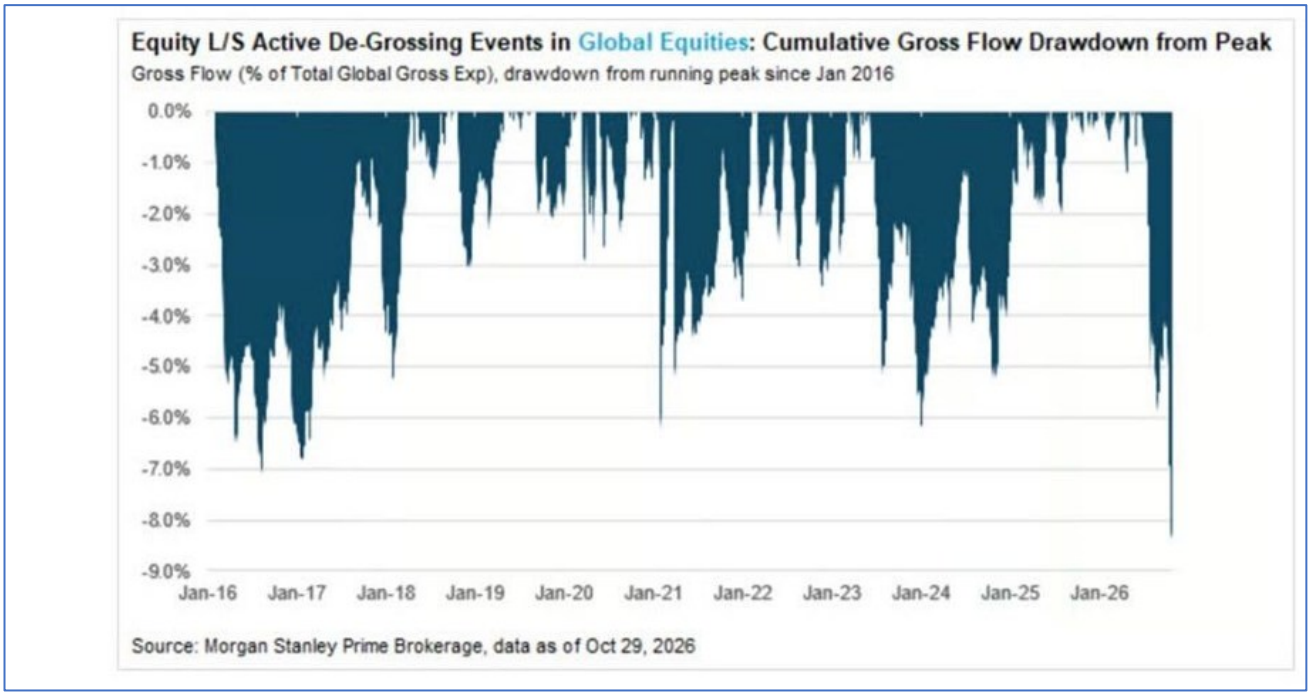
市場の下落をさらに増幅させたのが、投資家によるレバレッジの削減（デレバレッジ）であった。モルガン・スタンレーが算出する累積グロス・フロー指標は、10 月 29 日時点で直近のピークから 8%超低下し、2016 年 1 月以来、最大規模のグロス・エクスポージャー削減（ロング・ショート双方のポジション圧縮）が発生した。

特に、高いレバレッジを活用するマルチストラテジー型ヘッジファンドでは、こうした市場のショックが他の投資ポジションにも波及しやすい構造となっている。運用損失が発生すると、厳格なリスク管理ルールに基づいてポジションの削減を迫られ、その売却がさらなる価格下落を招くという連鎖的な動きが生じる。

その結果、当初の下落要因とは直接関係のない銘柄や投資戦略にも売り圧力が波及し、クオンツ戦略や株式ロング・ショート戦略も、こうしたポジション解消の影響を受けることとなった。

図 2：直近ピークからの株式グロス・エクスポージャー削減

（Equity Degrossing from the Running Peak）



10 月のマクロ市場において、最大のショックとなったのはブラジルであった。当初、ブラジル市場は上昇していたものの、選挙結果が市場の予想に反する展開となり、財政状況の改善、金利低下、ブラジルレアルの上昇を見込んで構築されていた投資ポジションが大きな打撃を受けた。

ルラ氏が予想外の決選投票での勝利を収めたことを受け、10 月 26 日のブラジルの主要株価指数であるボベスパ指数（Ibovespa）は約 14%急落し、ブラジルレアルも対米ドルで約 8%下落した。

また、2031 年 1 月限の金利は、取引時間中に最大 330 ベーシスポイント（3.30%ポイント）上昇し、終値ベースでも 254 ベーシスポイント（2.54%ポイント）の上昇となった。

こうした急激な市場変動により、ブラジル国内のマクロ戦略を運用するファンドのなかには、わずか 1 日で最大 24%の損失を被るものもあった。特に、金利低下を見込んだレシーバー・ポジション（金利スワップで固定金利を受け取るポジション）と、ブラジルレアルの上昇を見込んだロング・ポジションが同時に損失を被ったことが、運用成績の大幅な悪化につながった。

以上。

情報ソース、及び注意事項：

運用会社、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、ウエ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。