



2025年10月1日発行

# 2025年 第3四半期報告

## レビュー: 第3四半期の運用では市場のセンチメントに注目

**米国が関税発動を延期したことが「トランプ・プット」と広く解釈されたため、第3四半期に入っても市場では楽観的な見通しが広がりました。**

第2四半期の企業収益は堅調でした。関税政策が不透明な中でもITセクターが底堅く、人工知能(AI)への関心の高さ、日本や欧州連合(EU)といった主要同盟国との貿易協定の締結に加え、他の国とも交渉が進展していることで関税リスクは峠を越したと見られるようになりました。そして不透明感が改善して米国株は史上最高値を更新しました。表面的には平穏に見えましたが、実際には世界秩序の分断が進んでおり、政治が経済に影響するようになって構造問題は悪化しつつありました。

地政学的情勢や外交で自国主義が広がったことで経済的な分断が進み、インフレ動向、貿易フロー、そして政策対応にも影響しました。サプライチェーンの歪みと関税をめぐる不透明感からFRBは「様子見」姿勢になり、利下げを急ぐことはなく、インフレリスクと労働市場の減速リスクのどちらが重要かを比べているようでした。

株価の上昇ペースは弱まりましたが、個人投資家主導で投機の動きが再開し、市場は確信よりも勢いに左右され、表面的な楽観主義の脆弱性が露呈しました。

8月には米国で雇用者の増加ペースが減速したのを受けて、労働市場は基本的に脆弱だという見方が広がり、FRBは関税に起因するインフレリスクよりも労働市場の悪化を懸念するようになりました。このスタンスの変化に沿ってパウエル議長はジャクソンホール会議でハト派の発言をし、参加者の間で短期的な利下げ期待が高まりました。市場では「悪い知らせは良い知らせ」だと反射的な反応があり、米国債利回りは低下し、米国株は急騰しました。その後FRBが9月FOMCで利下げをしたことでこの勢いは更に強まり、スタグフレーションリスクが根底にあっても、利下げスタンスに対する期待が更に高まりました。

しかし米政権のFRBに対する介入が疑問視されるようになると、FRBのハト派転換の信憑性が疑われるようになりました。トランプ大統領がFRB関係者に対して公的に攻撃を繰り返し、自身に近いスティーブン・ミラン氏をFRB理事に指名しただけでなく、労働統計局長官を突然解任したことで、米政権への信頼感は更に低下しました。こうしたトランプ大統領の一連の行動で、公式データの信頼性やFRBの独立性が懸念されるようになりました。

また関税の合法性に関して、最高裁判所の判断によっては数十億ドル規模の返還が生じるかもしれず、財政悪化懸念が更に高まってトランプ政権の信用もいよいよ危うくなってきました。こういった緊張は政府閉鎖によってさらに深刻化しました。米国政府職員に対する大量解雇警告の後には連邦政府が閉鎖を実施し、それにより雇用統計の発表も遅れ、米政権への信頼が更に損なわれました。このように米政権の統治能力に対する疑問が高まり、国内の分裂が市場の歪みを増幅させるという、世界の金融の要である米国の脆弱性を認識することになりました。

地政学的な亀裂が更に深まる中、中国の戦勝記念日軍事パレードにプーチン大統領と金正恩委員長が公式に出席しました。ウクライナ情勢が膠着し、ロシアと欧州の間で緊張が続く中、反西側勢力の結束が強くなっていることを示しています。中国が多極的優位性を追求する一方で、トランプ大統領が国防総省の通称を「戦争省」としたことも象徴されるように米政権は侵略姿勢になっています。そして東西の分断が世界の協力体制を構造的に変える恐れがあります。毎回の紛争ではなく、長きにわたり世界経済の成長を支えてきた経済の枠組みが徐々に崩壊することがリスクと言えます。分断が進むにつれ、各国の協調体制が持続せず、物資のコストと流れに摩擦が生じるリスクがあります。

米国や中国といった大国間の関係だけでなく、各地域間の経済・政治の乖離も顕著になりました。英国では、財政悪化、改革の停滞、政治的決断力の欠如といった問題があり、ブレグジット後の脆弱な経済では景気刺激策の選択肢も少なく、スタグフレーションリスクが高まってポンドに下落圧力がかかりました。日本ではインフレ率と賃金の上昇が利上げを後押しする材料となったものの、関税を巡る不確実性と経済の脆弱性を理由に日銀の植田総裁が慎重な姿勢を示し、利上げ時期について明言を避けました。石破首相の辞任に伴う政治的不透明感に加え、自民党新総裁の下で金融緩和スタンスへの転換が予想されることから、円は買われにくい展開となりました。

第3四半期には根強いスタグフレーション懸念、東西諸国の分断、そして各国政治の複雑化といった問題がある中で買いが続きました。そして市場参加者は楽観的になり易く、下振れリスクへの感度が鈍化していたようですが、世界秩序の分断化がますます深刻化していることも浮き彫りになりました。投資家は狭い選択肢の中でパフォーマンスを追い求めなければならない、その基盤は依然として不均一であり、分断化したマクロ経済環境において慎重な舵取りが必須になりました。

## センチメントから戦略へ：第3四半期のトレード

第2四半期には関税が逆風となり、政策の不確実性も高まり、データは予想に対して強弱まちまちでしたが、マクロ経済のファンダメンタルズと企業収益は堅調で、利下げ期待が市場を支えました。そして当社では米国株と金に対して年初からの強気見通しを維持しました。とはいえボラティリティ、政策の不確実性、そして株価のバリュエーションが割高になっていることが懸念され、下振れリスクと変動リスクを管理する意味もあって米国株では一時的に逆張りポジションを取る局面もありました。

**第2四半期末にかけてイベントリスクとデータ変動を警戒するようになり、主要経済指標の発表を控えて柔軟性を確保する為にポジションを縮小しました。その結果、第3四半期初めには積極的なポジションは無く、新たな戦略を開始するタイミングを探って市場動向を観察していました。**

第3四半期に入ると、米国株市場は関税発動の延期を巡る楽観的な見方と好調なAI関連企業に支えられ、株価の上昇基調が続いて史上最高値を更新しました。AI関連の設備投資ブームがセンチメントを高めました。主要IT企業の投資額が急増したことで同セクターは金利に敏感になり、過剰設備リスクも高まりました。一方で労働市場関連指標は引き続き軟化しており、インフレ圧力も依然として高く、関税による長期的な景気後退が懸念される状況でした。

よって機関投資家は慎重な姿勢を崩さなかった為、個人投資家の資金の影響が大きくなり、市場は脆弱になりました。7月の成長率・インフレのデータ、関税発動期限、大型企業の決算発表など、短期的な変動要因を控えて株価のバリュエーションが割高になってセンチメントもかなり強くなっていた為、下落リスクも高い状態でした。FRBの政策スタンスは、成長支援よりも関税によるインフレ抑制に重点を置いたままであり、政策対応が機動的でないことが懸念されるようになりました。よって当社では短期戦略上ポートフォリオの配分を保守的にしました。短期のボラティリティを乗り切るためにグローバル・マクロ戦略の一環として米国株のショートを開始しました。当社のリスク管理の枠組みに基づいて、変化する市場のシグナルを見ながらポジションを積極的にモニタリング・調整しました。

日本では賃金上昇とインフレの収まりを理由に金利正常化が可能な状況になりました。しかし、植田総裁のスタンスはハト派寄り、利上げ延期を求める新たな政治的圧力が政策正常化を遮りました。これにより日銀とFRBの政策が更に乖離したと見られるようになりました。日本の経済状況からすると金利正常化を続けるべきではありますが、政治的不確実性と世界経済の脆弱性から、短期的な政策見通しは依然として不透明です。

この状況で当社ではグローバル・マクロ戦略において短期的にUSD/JPYを直近のレンジ上限近辺でショートし、意図的に円ロングを維持しました。特に米国株の下落リスクが高まっていることが懸念され、円の安全資産としての特性はポートフォリオ分散に役立ちます。経済のモメンタムと金融緩和に向けた政治的圧力という相反する潮流が打ち消し合い、トーンが変化するリスクは低いと考えました。また有利な水準でトレードを開始できたことと、リスクオフ環境において円が下落しにくいことで、ポジション全体のリスクは低いと判断しました。しかし、キャリアコストが高い為、長期間ポジションを維持するのは難しく、短期戦略という位置づけは変わりません。



8月初旬に米雇用統計が予想を下回ったことが市場の不意を突いたため、米国株とUSD/JPYは急落しました。雇用情勢の悪化を受けてFRBはインフレ抑制と並んでFRBの二大使命である失業問題への懸念を強め、市場では利下げ期待が高まりました。このスタンスの転換が米国株を下支えする一方で、当社のショートポジションのリスクも変化しました。よって利益確定と配分見直しの為、米国株とUSD/JPY両方のポジションを解消しました。

市場ではFRBの利下げ見通しに対する期待感が高いままでしたが、株価は買われ過ぎで、我々はそのことがFRBの方針と矛盾していると判断しました。FRBは引き続きインフレ抑制の重要性を強調し、労働市場の減速への対応を急ぐ様子は殆ど見られませんでした。また今後関税の悪影響が徐々に出てくることも懸念され（まだ完全には現れていない）、米国株にとって「悪い知らせは悪い知らせ」という当社の見方は変わりませんでした。

戦略を見直した結果、株価のバリュエーションは割高で参加者のポジションも蓄積していることから、当社では市場は米国株の下落リスクを過小評価していると結論付けました。マクロ環境とセンチメントが乖離していることから、現在の価格水準では上昇よりも下落リスクの方が高く、センチメントよりもその方が重要だと判断しました。よって我々は逆張り戦略として米国株のショートを再開し、FRBが引き続きタカ派的なスタンスになる中で短期戦略として混乱に備えました。

ジャクソンホールでのパウエル議長のハト派的な発言を市場は「FRBプット」の復活だと解釈し、「悪い知らせは良い知らせ」という見方が主流になりました。この動きを受けて当社では米国株に対する短期的なヘッジ取引を縮小し、年初からの米国株強気見通しを維持しました。

また米国では財政の持続可能性が懸念され、トランプ政権の二転三転する政策がボラティリティを高めており、不確実性が依然として高いことを確認しました。米国株のロングに対してだけでなく、広範囲に渡ってポジションの下落リスクをヘッジする為、モメンタム戦略において金価格が調整レンジを突破した後に金ロングを開始しました。金は伝統的な安全資産としての役割を担うだけでなく、財政見通しが懸念され、トランプ政権の一貫性の無い政策で米国資産への信頼感が低下する中で、より一般的な実物資産として引き続き買われるだろうと考えています。

英国ではマクロのファンダメンタルズが弱く、構造的なポンド買い要因も無いことから、我々はポンドの底堅さを疑問視するようになりました。米ドルの下落がポンドを一時的に押し上げた局面もありましたが、英国の成長モメンタムの鈍化、財政悪化と長期的な財政持続可能性懸念といった国内の現実とポンドの動きは依然として矛盾していました。イングランド銀行(BOE)が8月初旬にタカ派的な利下げを行いました。それも一時的に見通しを支えただけで、ポンドに対する構造的に弱気な見方は変わりませんでした。

よってポンドの相対的な脆弱性を捉えるためにポジションを調整しました。関税政策の不確実性に対する懸念が後退して米ドルが再び買われる中、米英のファンダメンタルズの差が拡大したと考えてGBP/USDのショートポジションを増やしました。また、英国の脆弱性と日本のマクロ経済の安定性の対比が顕著だと考え、GBP/JPYのショートで更にポンドのショートポジションを取りました。

イベントリスクを見ながら積極的に各ポジションを調整しました。日銀の7月会合を前に不確実性を回避する意味でGBP/JPYのショートを減らしました。また米雇用統計が軟調だったのをを受けてGBP/USDのショートも一時的に縮小しました。市場環境が再び当社の弱気シナリオ通りになった時にGBP/USDのショートを再開しました。

その後、英国の財政懸念と増税見通しを背景にポンドは急落し、当社のポジション配分で利益を出すことができました。ポンドは依然として構造的な問題を抱えており、ポンドのショートポジションは当社の運用において引き続き有益だと考えています。

## 第4四半期に入って継続しているポジション

依然として地政学的リスクは高く、各国の政策は乖離し、世界の市場が全体的に脆弱になっていると我々は考えています。

**第4四半期に入っても長期見通しは変わりませんが、短期的なボラティリティを乗り切る為に積極的なリスク管理を続けます。米国株と金のロングを継続し、それを補完する為に短期的に円でヘッジを行います。**

米国株のロングを維持しているのは、同国の底堅い消費、企業収益のモメンタム、政府の動きといったことが理由です。金は引き続き当社のポジションの中核であり、構造的な需要に支えられています。今後利下げで流動性が回復すれば債券利回りは低下することが予想され、それに沿って金は買われると予想しています。金と円のロングは米国政府閉鎖時のヘッジにもなります。特に円は短期的なボラティリティを軽減する役割を担ってます。

## 見通し：市場のセンチメントに注目して第4四半期の戦略を考える

第4四半期の戦略は当社の構造的な見通しに基づいて策定されており、短期のボラティリティを管理しつつ、長期のマクロのテーマに沿ってポジションを配分しています。注目のAI・クラウド分野が引き続きアウトパフォームしていることもあり、米国株に強気スタンスを維持します。同分野の企業では高い事業効率と戦略的提携を通じて生産性が向上し続けており、収益は増えてマージンも維持されています。こうした先駆者的立場は強みとなる一方で、市場の偏りや政策の不確実性が懸念事項であり、実物資産によるポートフォリオ分散が必要になってきています。

政策の不透明感が高く、地政学的情勢が変化し続ける今の環境において金は引き続き中心的なポジションであり、同時に戦略的な実物資産に配分することはシステムの脆弱性に対するヘッジでもあり、二重の役割を担っています。FRBの利下げで実質利回りが低下することが予想されることも金が注目されている理由です。より深い構造的な要因、すなわち米国財政に対する信頼感の低下、各国中央銀行による継続的な買い、そして地政学的分断とインフレ変動に対するヘッジとしての長期的な役割といったことを理由に当社でも金に強気です。

以上のことは、米ドルは財政悪化と金利見通しの再調整という二重の逆風に直面して構造的に弱いという当社の見方の基盤でもあります。特にソブリンの信用力低下と共に世界中のポートフォリオにおいて安定性という米国債の伝統的な役割が低下する中で、米国資産からの他の資産への分散が加速すると予想しています。

世界秩序が分断化する中で、それを補完するものとして中国関連株式が長期的な代替投資先になりつつあります。中国政府が資本市場改革と経済の自立を通じて「緩やかな強気相場」を誘導しようとしていることが背景にあります。中国A株の最近の堅調さは、政府の直接的な介入ではなく、幅広い国内投資家の興味と海外からの新たな資金流入に支えられており、市場参加者は中国の景気対策の効果に期待しているようです。世界情勢が変化する中で改革を進める中国が救世主になるかもしれず、同国が構造的に進化すれば中国資産への配分が正当化される可能性があります。

また、各国の政策が乖離する中で流動性は潤沢であり、高利回り通貨や一部通貨の組み合わせによるキャリー戦略の魅力が高まっています。ポートフォリオの中核になるわけではありませんが、リスク管理に役立ち、リターン改善や短期的な柔軟性に繋がると考えています。

日本では賃金上昇が続き、コアインフレ率も上昇し、中期的には金融政策を正常化する状況になっています。しかし、新たに選出された自民党総裁の高市早苗氏が首相になり、ネオアベノミクスを支持する拡張財政派であることから、当面利上げはないという見方が広がり、再び円安基調になっています。円の資金調達通貨としての役割は変わりませんが、安全資産と見られていることでリスクオフ時の下落リスクが比較的低く、当社では長期的にも円に前向きです。

英国経済のマクロ面には依然として構造的な問題があります。緊縮財政、インフレ低迷、労働市場の弱体化はスタグフレーションリスクを意味しており、債務持続可能性への根強い懸念で英国債利回りには上昇圧力がかかっています。最近イングランド銀行がタカ派的な金利据え置きを決定したことで、金利は相対的に高いままで、ポンドは一時的にキャリー戦略で買われています。このように短期的には買われるかもしれませんが、賃金や生産性の低迷、そして政策の信頼性に対する疑念もあり、ファンダメンタルズからして引き続きポンドには長期的に弱気です。

**2025年最後の四半期を迎えて、楽観的な見方と根底にある脆弱性が微妙なバランスをとっている状況になっており、当社の短期的な見通し通りにならないこともあるかもしれませんが、その際にはポートフォリオの調整が必要となるでしょう。**

表面的には、利下げ期待、世界的な流動性、AI主導の生産性、そして底堅い企業収益が追い風になって資産価格は引き続き堅調に推移しています。個人の所得と消費も伸び続けており、短期的にはモメンタムが高まることが予想されます。こういった底堅い分野があることから市場は労働市場の減速に対してあまり反応していません。労働市場が弱いのは全体的な景気後退が原因ではなく、AIの導入や移民の減少による構造的な変化の結果として捉えられるようになっています。



しかし、根強いスタグフレーション懸念、不安定な政治、世界秩序の分断化といったことが続き、水面下で経済に対する懸念は高まり続けています。関税の影響が今後遅れて現れるかもしれませんが、それにも警戒が必要です。関税発動前に輸入が前倒しされて一旦在庫が増えましたが、それが取り崩されるようになれば次はより高いコストで補充をすることになり、既に圧迫されている企業の利益率がさらに低下する可能性があります。関税に関する米最高裁判所の判断によっては米国政府に還付義務が発生するかもしれませんが、そうなれば財政を悪化させることになります。また、AI主導の生産性向上が頭打ちになってくれば、企業収益が圧迫される可能性があります。そして労働市場が回復すればFRBは利下げを休止するかもしれませんが、高成長株が想定していたほど買われたい可能性もあります。

こういったファンダメンタルズの問題は、広範囲に渡るシステムの脆弱性によってさらに深刻になっています。米国政府の閉鎖によって経済データ発表が遅れて信頼感が低下し、センチメント主導でボラティリティが高まっています。株価は既に割高と思われ、市場は以前以上に脆弱で株価は下振れのサプライズに敏感になっていると考えられます。予想を僅かにでも下回ることがあれば利益確定の売りが起こる可能性があります。

## **第4四半期に入っても当社の短期戦略ではトランプ大統領の政策に起因する信頼感の変動を乗り切ることを重視しています。長期の資産配分戦略を基本にする姿勢は変わりません。**

今年は引き続き米国株式と金が好調だけでなく、各国の利下げと年末の季節要因による追い風もあり、ポートフォリオ運用ではベンチマークを下回らないようにモメンタムに乗る必要があります。しかし、これはセンチメントが変化した場合に乱高下が起こるリスクを高めることにもなります。ファンダメンタルズが曖昧になり、価格変動がますます市場心理やセンチメントに左右される今の脆弱な環境では、市場の動きはバリュエーションではなくモメンタムに支配されるでしょう。

## **短期的なボラティリティは伝統的なマクロのシグナルよりも市場のセンチメントに支配され、年末にかけても市場のバランスは微妙なままになりそうです。**



## 2025年第3四半期の戦略別トレード内訳

第3四半期には戦略的なポジションを取ったことで純資産価値（NAV）が1.85%増加しました。複雑化・流動化するマクロ経済環境において、当社は引き続き資産の保全、非対称な投資機会の特定、そして柔軟な戦略実行を心がけています。データ主導の規律ある投資プロセスを維持し、変化する市場に対応してポジションを調整していきます。

戦略	損益	トレード数	トレード当り平均AUMエクスポージャー	打率	スラッキング率
キャリートレード	-	-	-	-	-
逆張り	-	-	-	-	-
イベントドリブン	-	-	-	-	-
グローバルマクロ	1.17%	6	18.12%	83.33%	5.72
モメンタム	0.46%	2	35.68%	50.00%	2.15
レラティブバリュー	0.22%	1	18.39%	100.00%	損失が出たトレード無し
合計[平均]	1.85%	9	[24.07%]	[77.78%]	[3.93]

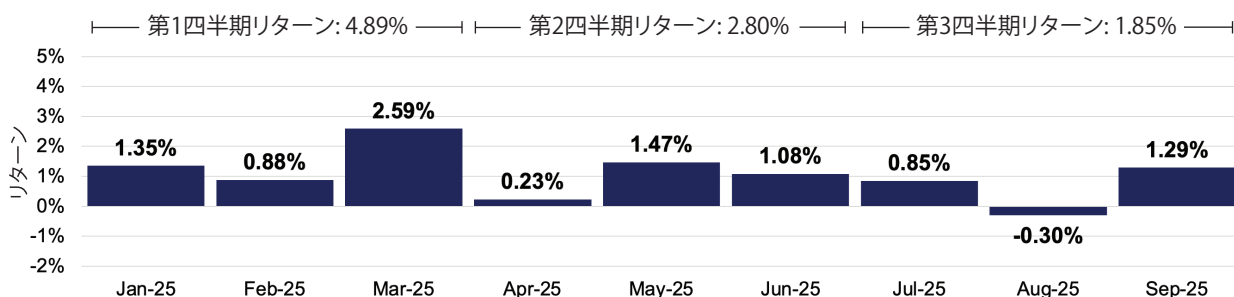
注記：トレード内容は2025年7月1日から2025年9月30日のトレードについてのものである。損益内訳はCPSマスタープライベートファンドの2025年9月30日時点の純資産価値（NAV）に基づいて計算している。



## 2025年の月間ネットリターン

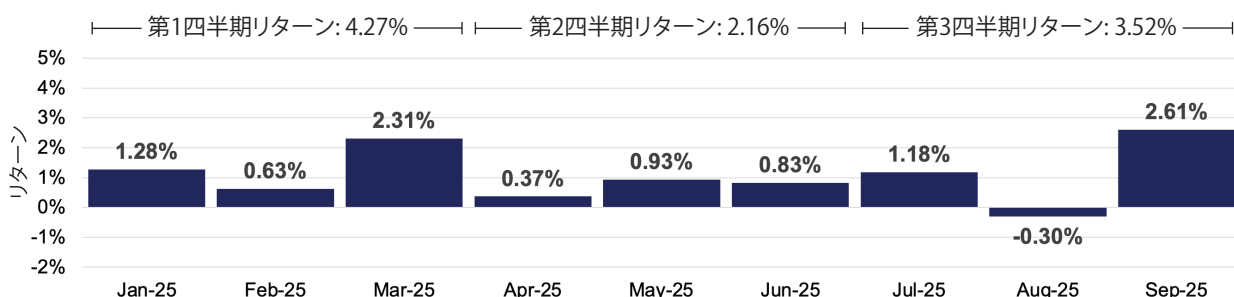
### CPS-MASTER PRIVATE FUND

CPSマスタープライベートファンド年初来ネットリターン:9.82%



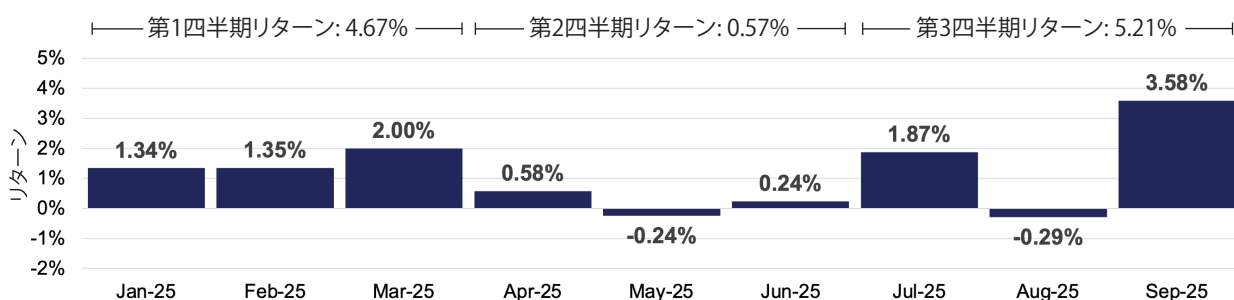
### CP GLOBAL ALPHA FUND

CPグローバルアプファンド年初来ネットリターン:10.27%



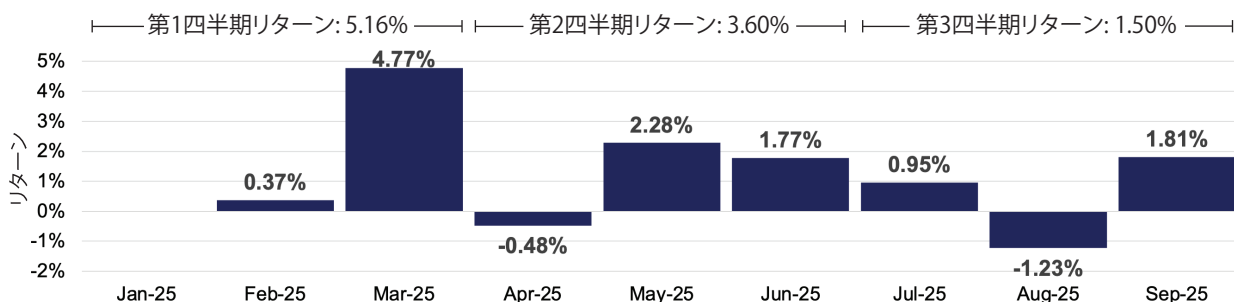
### CP MULTI-STRATEGY FUND

CPマルチストラテジーファンド年初来ネットリターン:10.85%



### CP DUAL-PURPOSE FUND

CPデュアルパーパスファンド年初来ネットリターン:10.58%



本文書は情報提供の為にのみ作成されたものであり、如何なる投資商品の販売や購入の勧誘ではない。如何なる営業活動や勧誘でも対象者は当ファンドに関する販売資料、私募目論見書、申込書、その他関連書類を全て読まなければならない。本文書に含まれる情報は如何なる投資家の目的、金銭的状況、経済的必要性も考慮しておらず、法的、税法、会計、投資の助言でもない。本文書に含まれている情報に基づいて如何なる投資決定を行うこともできない。本文書は適用法令・規制の下でそれを受け取ることが可能な人だけを対象にしており、それ以外の人に配布、依存してはならない。本文書の配布が禁止されている地域もあり、本文書を受け取る人は適用法令を自身で確認し、遵守しなければならない。本文書に含まれる情報の正確性や完全性を保証せず、保証の表明もしない。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを保証するものではない。