

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



アジア株への アクティブ投資の魅力

**Alexander Davey**

クライアント・ポートフォリオマネジャー・ヘッド

イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

ポイント

- 効率的な市場への投資ではパッシブ戦略が賢明であると見なされることが多いですが、アジア株式市場の抱える多様性はアクティブ戦略にとって魅力的な投資機会を提供しています。
- アジア株式市場はアナリストのカバレッジ(カバー率)と透明性が低いという特性を抱えているため、アクティブ・マネジャーが付加価値を生み出す機会が生まれています。
- アジアの投資マネジャーは米国の投資マネジャーと比較して平均アルファ(超過収益)が高く、これはアジアのようにアナリストのカバレッジが低い市場ではアウトパフォームする可能性があることを浮き彫りにしました。

学者と金融市場の専門家、理論と実践、スキルと運が頻繁に対峙する投資業界において50年以上¹にわたって最も根強く続いている“アクティブ運用とパッシブ運用のどちらが優れているか”の議論の中心は、株式市場の効率性(またはその欠如)に集中していると言っても過言ではありません。“市場は非効率である”と信じることは、“ベンチマークを上回るパフォーマンスを出すことは可能である”と主張できることを意味する一方、これに反対することは、インデックスへのトラッキングが最も賢明な投資方法であることを意味します。

しかし、人生の多くの側面と同様に、現実にはヘッドライン(ニュースの見出し)や学者が示唆するよりも微妙な違いがある場合がよく見受けられます。パッシブ運用のインデックス・トラッキングを標榜する投資コミュニティは、市場にはアウトパフォーマンスの余地がほとんどなく、“パッシブ戦略が賢明な選択である”と明確に(または暗黙的に)信じています。確かに、“S&P500種指数を上回る投資パフォーマンスを達成することは困難であること”を示すデータは豊富にありますが、一方でそれが“可能である”ことを示すデータも存在します。

とはいえ、米国市場では情報のリアルタイム性、価格の透明性、アナリストによる米国株のカバレッジが高い一方で、多くの新興国市場やアジア市場ではこうした項目は全て欠けているのが現状である、ということに留意することが重要です。これが、これまでよく聞かれる『新興国市場は“効率的な市場”か?』という質問に対する答えが『いいえ』である理由です。

世界の株式投資において高い優位性を誇る米国市場

最近数年の世界株式市場の上昇は、S&P500種指数が示すように米国市場の例外的に高いリターンがけん引してきました。しかし、これらの結果は一部の偏った少数の銘柄によってけん引されたものであり、こうした市場ではリサーチ力とアクティブ運用の優位性は限定的です。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

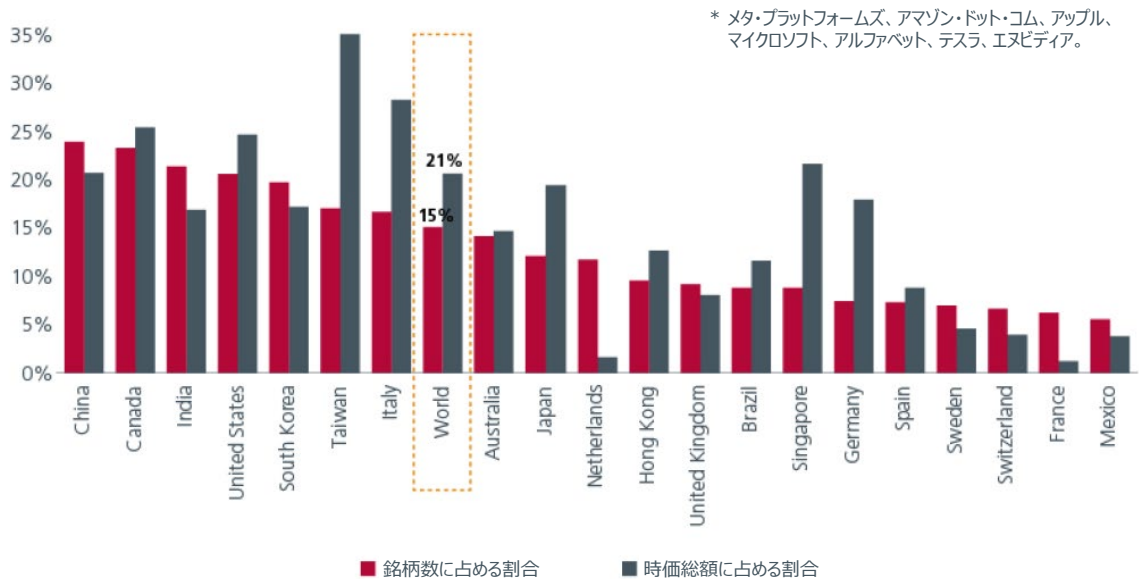
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379号／加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

250403 (03)

invested in insights.

図表 1: 2024年に巨大テック7銘柄*を上回るパフォーマンスを記録した銘柄数は世界株でわずか15%

2024年に巨大テック7銘柄*(マグニフィセント・セブン)を上回る騰落率を記録した銘柄の割合 - 国・地域別による考察



出所：Goldman Sachs、Datastreamのデータ(2024年11月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。
 ※上記の国・地域は英文のまま表記。

また、こうした米国株偏重の考え方は以下の2つの重要な考慮事項を除外してしまっています。

1. 非常に好調なパフォーマンスを示した非米国上場銘柄があるのでは？
2. 最近数年で優れたパフォーマンスを示した限られた一部の米国上場銘柄は、2025年以降も引き続き優れたパフォーマンスを發揮できるのか？

図表1は、上述の2点についてともに検証できます。2024年、非常に高いパフォーマンスを示した米国の巨大テック7銘柄『マグニフィセント・セブン』よりも優れたパフォーマンスを示した銘柄数は世界株全体で見た場合わずか15%でした。しかし、国・地域別に詳しく見てみると、実際には米国の15%よりも高い市場があり、その多くはアジア市場(中国、インド、韓国、台湾)でした。

さらに、新興国市場やアジア市場においては、投資マネジャーが当該ベンチマークを上回るパフォーマンスを上げることを狙って株式ポートフォリオに投資しようとする場合、“長期の時間軸”で市場リターンを上回るパフォーマンスをあげる銘柄に焦点を合わせています。彼らは、ニュースヘッドラインを賑わせていた米国株の市場リターン自体に大きく影響されることはありません。ただし、こうした市場を駆り立てるテーマやアイデアへの注視は怠りません。

アナリストのカバレッジが低い株式市場はアクティブ投資に有効な投資機会を提供

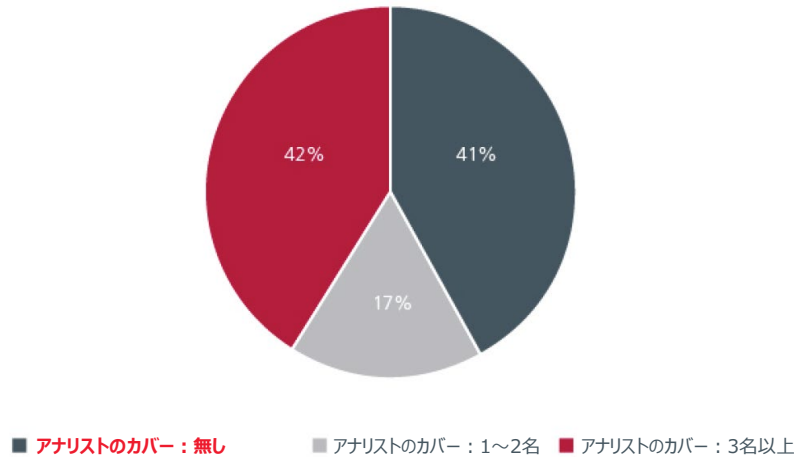
ファンダメンタル投資を行う投資マネジャーにとって、アクティブ運用はボトムアップの調査に重点を置きます。ポートフォリオ・マネジャーとアナリストは、企業のバランスシート、ビジネスモデル、経営、戦略を精査します。投資対象の株式は、その国・地域および世界の経済要因の影響を受け、また規模や業種がそれぞれ大きく異なります。アクティブ運用の中心的主張として『市場は常に変化し非効率的なダイナミクスを抱えるため、企業のポテンシャルを過小評価するケースが多い』という点が挙げられます。

米国の大型株市場では、ブローカーと市場参加者による“広範なカバレッジ(アナリストによるカバーが厚い)”により、各株式について不明な点がほとんどなく、バイサイド・アナリストやポートフォリオ・マネジャーの情報優位性が發揮されず、また發揮されたとしても限定的なものに留まっている、との主張がよく聞かれます。しかし、この“広範なカバレッジ”は、アジア市場では大幅に弱まります。実際、ASEAN株式市場の42%がセルサイド・アナリストによってカバーされていないからです(図表2参照)。

先進国市場である日本でも、中小型株に対するアナリストのカバレッジは低く不足しています。日本株式市場の80%以上を中小型株が占めているにもかかわらず²、アナリストによるリサーチのカバレッジが十分でないケースが多々あるのです(図表3参照)。

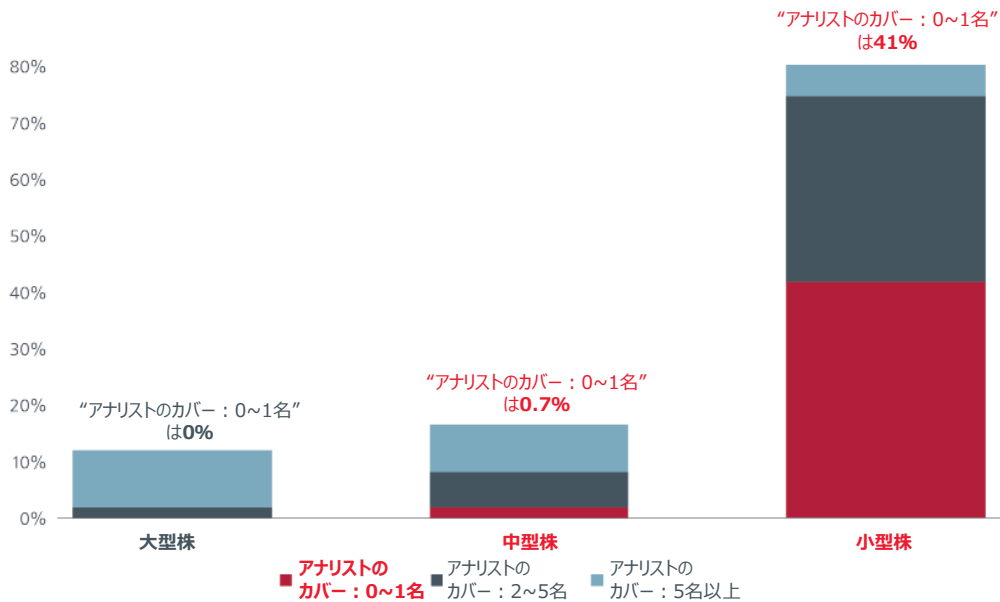
invested in insights.

図表 2: ASEAN株式市場のアナリストのカバレッジ～カバレッジが低いASEAN銘柄には大きな投資機会



出所：各種データ(2024年8月19日)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。
 ※時価総額1億米ドル以上、1日平均売買代金50万米ドル以上のASEAN市場の企業。

図表 3: 日本の中小型株式へのセルサイドのカバレッジは限定的



出所：Nomura(IFIS、MSCI)のデータ(2024年9月30日)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。
 ※●大型株：MSCI Japan Large Cap Index、●中型株：MSCI Japan Mid Cap Index、●小型株：MSCI Japan Small Cap Indexを使用。

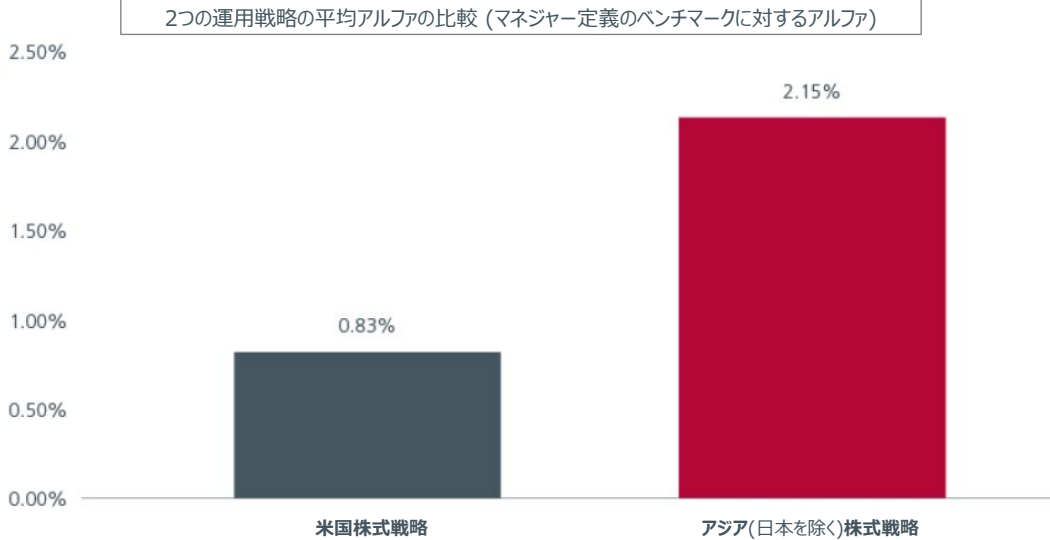
セルサイド・アナリストのカバレッジ数は、市場の注目度を示す良い指標ですが、TOPIX Small指数では、構成銘柄の半分以上は、最大でも1人のアナリストによってしかカバーされていないのが現状です。

このアナリストのカバレッジ不足は、その仕事に取り組む投資マネジャーがより大きな付加価値を発揮できる可能性があることを意味するはずですが。過去のデータを見ても、これは先進国以外の市場(ここではアジア)でのアクティブ戦略による超過収益の結果にも出ています。

eVestmentのデータによると、アジア株の投資マネジャーは米国株の投資マネジャーに対して明らかに高い“アルファ(超過収益)創出の優位性”を持っています。彼らの生み出す平均アルファ³は、戦略毎に定められた個別のベンチマークに対して2.15%、広範のアジア株のベンチマークであるMSCI AC Asia ex Japan Indexに対しては2.09%です。対照的に米国の投資マネジャーは戦略毎のベンチマークに対して平均0.83%のアルファ、広範の米国株のベンチマークであるS&P500種指数に対しては-0.72%とマイナスになりました(図表4参照)。

invested in insights.

図表 4: アジア(日本を除く)株式戦略の平均アルファは米国株式戦略よりも高い



出所：eVestment のデータ(2024年12月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

魅力的なアジア株式市場

アジアの株式市場は一樣ではなく、香港やシンガポールなどの先進国市場と、インドネシアやベトナムなどの新興国市場が混在しています。こうしたアジア株式市場の抱える多様性のおかげで、投資マネジャーは、テクノロジーや人工知能(AI)、サプライチェーン、ヘルスケア、人口動態など、世界市場に影響を与えるテーマを活用および調査するための幅広い視野、深い知識、そして非効率性を手に入れることができます。

アジアへの長期投資の有効性には説得力があります。アジアは世界で最も急速に成長している地域であることに加えて、多くの分野で際立ったポジションを占めています。アジアは世界最大の貿易地域であり、人口は世界全体の約60%を占め、同地域は急速に世界のテクノロジーと産業革新の中心地になりつつあります。しかし多くの分野で高い優位性を持つ地域であるにもかかわらず、アジアは世界の主要な株価指数において、その実力が十分に反映されていません。2024年6月現在、世界株の代表的な指数であるMSCI ACWI Indexに占める“日本を除くアジアの株式市場”の時価総額の割合は9%弱に留まっています⁴。

アジア株式市場は、現在のバリュエーション水準が割高ではなく、投資家に魅力的なエントリーポイントを提供しています。アジアの株価指数(ここではMSCI AC Asia ex Japan Indexを使用)の現在のバリュエーション水準はPER(株価収益率)を見た場合、過去20年間の平均値とほぼ同じですが、期間中は同平均値を上回る水準の時もありました(図表5参照)。

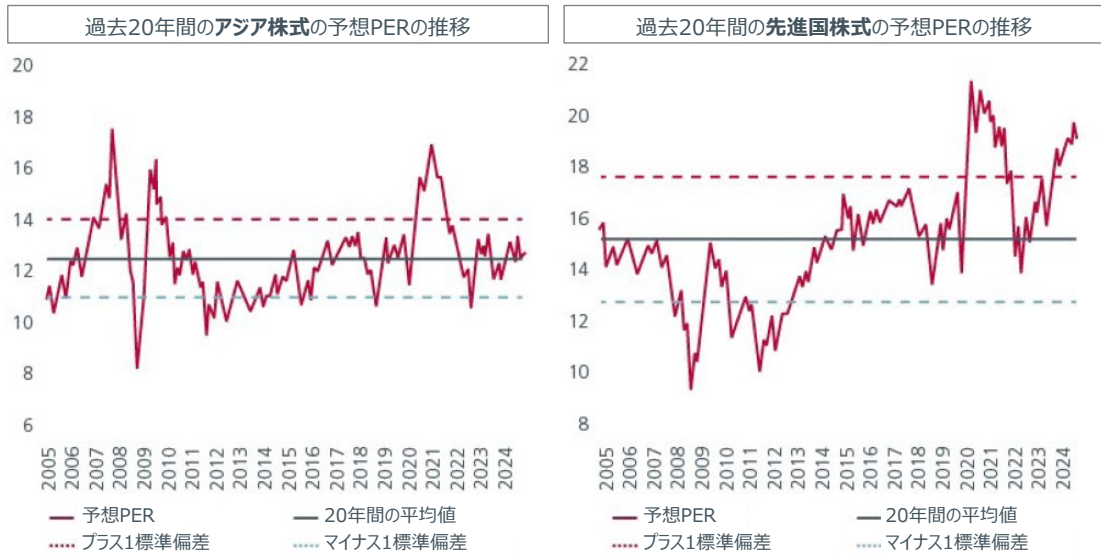
興味深い点は、現在の先進国市場の株価指数(ここではMSCI World Indexを使用)においては、同水準が過去20年間の平均値を大きく上回っていることです。市場は現在、さまざまな地政学的課題を乗り越えようとしています。政策面、インフレに関する不確実性、金利の動向により、市場のボラティリティが高まる一方で、投資のチャンスも生まれている、と私たちは考えています。こうした状況下での新興国市場とアジア市場への投資に際しては、銘柄選択が重要な鍵となることでしょう。

2024年、アジア太平洋地域は、新規株式公開(IPO)の最大地域(調達金額と件数の双方)としての地位を維持しました。アジア株式市場は投資家に数千の銘柄への投資機会を提供します。それらの各企業のビジネス展開先を見た場合、国内中心型の銘柄もあれば世界的なエクスポージャーを持っている銘柄もあり、多様性に富んでいます。

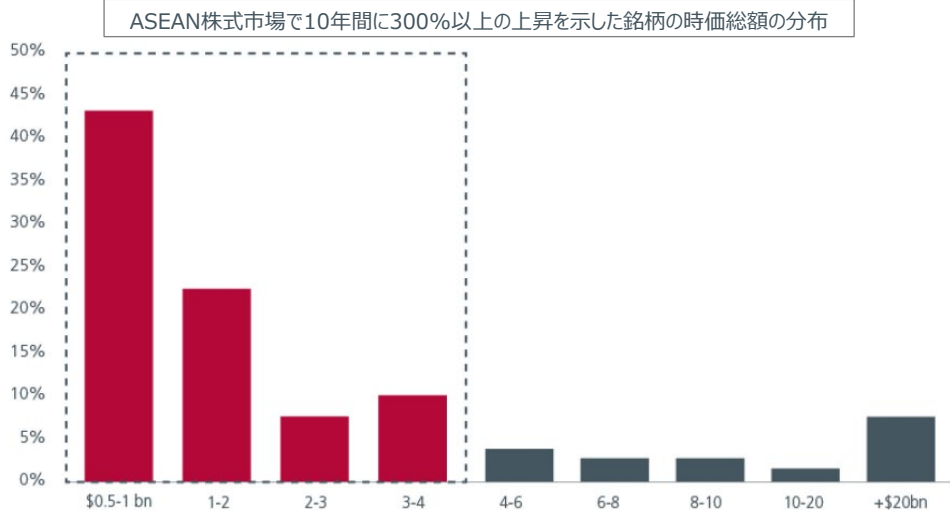
現地市場に精通したアクティブ運用の資産運用会社はその高い調査能力を発揮することにより、一般的なインデックス投資ではカバーされない銘柄にアクセスできます。これには忍耐強さと各市場に関するより深い理解が必要ですが、その見返りは大きい可能性があります。実際、ASEAN株式の投資ユニバースを対象に過去10年間で300%以上の上昇を示した株式の時価総額別の分布割合を見てみると、大型株よりもアナリストのカバレッジがより低いとされる“中型株および小型株”が大半(約8割)を占めていることが明らかになっています(図表6参照)。

invested in insights.

図表 5: アジア株式市場は魅力的なバリュエーション水準〜バリュー株の好機



図表 6: ASEAN株式市場では中小型株が大幅な上昇を記録



データ駆動型の投資戦略によるアルファ創出

アジア株式市場の多くは多様性に富む一方で、アナリストのカバレッジが低いこと、アクティブ・クオンツ戦略が体系的にアルファを追求するのに適した市場環境が整っています。十分に調査され広く採用されているリスクプレミアムのファクターの中には、新興国市場やアジア市場でより効果的であることが証明されているものもあります(図表7参照)。

さらに、クオンツ戦略ではデータに基づく洞察、投資アイデアの厳密な科学的テスト、機械学習(ML)や自然言語処理(NLP)などの高度なモデリング技術の活用を重視しているため、これらの戦略は変化する市場状況に迅速に適応し、従来型のベンチマークを上回る投資成果を出す可能性が高まります。

図表 7: ファクター投資が有効なアジア太平洋(日本を除く)株式

PBR	PER	リビジョン (業績の修正、 3か月)	低 ボラティリティ	モメンタム (1~12か月)	リバーサル (1か月)	↑ ファクター投資の 有効度が高い
China	Asia Pacific ex Japan	China	China	Europe	China	
Japan	China	Asia Pacific ex Japan	Asia Pacific ex Japan	Asia Pacific ex Japan	World (DM)	
Asia Pacific ex Japan	Europe	Europe	Europe	China	Asia Pacific ex Japan	
World (DM)	World (DM)	World (DM)	World (DM)	World (DM)	Japan	
USA	USA	USA	Japan	USA	Europe	
Europe	Japan	Japan	USA	Japan	USA	

出所：Bloomberg, MSCI のデータ(2024年10月31日)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。
 ※上記の国・地域は英文のまま表記。

結局のところ、統計データを見る限りにおいては、投資家のインデックス投資への嗜好が近年増加し続けていることを示しています。学術研究も、株価のモメンタムと時価総額の大きい銘柄が最高の投資機会となるため、インデックス投資に最適な年があるという考えを支持しています。これは特にここ数四半期、米国市場に注目していた人々に当てはまった可能性があります。しかし、アジアには多様性に富んだ銘柄が存在する非効率的な市場でのアルファ創出の機会がまだ依然として存在していることに投資家は注目すべきです。

(データ出所)

1. 本テーマに関するレイ・バンジュエ氏の原著論文も含めると100年以上になります。
2. 2024年9月30日時点のMSCIジャパン指数の時価総額によって定義。
3. データ出所：eVestmentを使用。●アジア(日本を除く)株式対象のユニバース～141プロダクト、分析期間：2010年から2023年、年率超過収益ベース。●米国株式対象のユニバース～3,700プロダクト、分析期間：2010年から2023年、年率超過収益ベース。
4. <https://www.msci.com/research-and-insights/visualizing-investment-data/acwi-imi-complete-geographic-breakdown>

- ※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- ※ 東証株価指数(TOPIX)の指数値及び東証株価指数(TOPIX)に係る標章又は商標は、株式会社 J P X 総研又は株式会社 J P X 総研の関連会社の知的財産です。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。