



スパークス・新・国際優良日本アジア株ファンド (愛称：日本アジア厳選投資)

2024年3月の運用コメント

株式市場の状況

<日本の株式市場>

2024年3月、日本株式市場の代表指数であるTOPIX（配当込み）は前月末比4.44%上昇し、日経平均株価は前月末比3.07%の上昇となりました。

当月の日本株式市場は、月前半は前月から引き続き半導体関連銘柄の上昇などが相場をけん引し、日経平均は史上初となる4万円台に到達するなど堅調な推移となりましたが、月半ばにかけては米国半導体関連銘柄が下落した影響や、日銀のマイナス金利政策解除を示唆する報道、春季労使交渉（春闘）での高い賃上げ実現への期待の高まりなどから日銀の金融政策正常化への思惑が広がって円高が進行したことなどが重しとなり、下落しました。月後半にかけては、日銀が金融政策決定会合でマイナス金利政策の解除や長短金利操作の撤廃、上場投資信託（ETF）の買い入れ終了などを決定したものの、当面は緩和的な金融環境が継続するとの見通しが示されたことなどをを受けて円安進行とともに上昇し、最終的に前月末を上回る水準で取引を終えました。

<アジアの株式市場>

当月、アジア株式市場はまちまちの値動きとなりました。日本を除くアジア市場に使用される一般的な指数であるMSCIアジア（日本を除く、米ドル建て）指数は、台湾、韓国、シンガポールなどに牽引される形で前月末比2.58%上昇しました。テクノロジーセクターは引き続き堅調な値動きを見せ、代表的な銘柄であるTaiwan Semiconductor Manufacturing Company（台湾／半導体・半導体製造装置）の株価は過去最高水準に達しました。AI（人工知能）に対する投資家の期待感、NVIDIA社（米国）がGPU（Graphics Processing Unit、画像処理装置）技術に関するカンファレンス「GPU Technology Conference 2024」で最新GPU「Blackwell GPU」を発表したことでさらに高まり、AI関連事業を展開するアジアのテクノロジー企業、特に台湾銘柄と韓国銘柄の株価を押し上げました。

韓国市場ではテクノロジーやAIに対する期待感に加え、政府の「企業価値向上プログラム」が投資家の関心を集めたことも追い風となりました。同プログラムには企業経営陣にコーポレートガバナンス、ROE（株主資本利益率）、株主還元の改善を促すことで、最終的に韓国企業の評価を向上させる効力があるというのが一部投資家の見方です。

中国政府が発表したマクロデータは予想を上回る内容でしたが、市場が景気回復の持続性に対して慎重姿勢をとったことから、当月中の株式の上昇は小幅に留まりました。香港市場の当月のパフォーマンスはアジア市場の中で最低水準でしたが、これは不動産セクターとヘルスケアセクターの低迷が原因と考えます。

インドでは、規制当局が中小型銘柄の流動性とバリュエーションに懸念を示したことを受け、当該銘柄の株価が調整しました。しかし同国の大型銘柄はアウトパフォームし、中小型銘柄の低迷を相殺する形となりました。

ファンドの運用状況

当月、当ファンドのパフォーマンスは前月末比5.80%の上昇、参考指数のMSCI AC Asia Index（円ベース・配当込み）は同3.96%の上昇となりました。

当月パフォーマンスにプラスに貢献した銘柄は、MakeMyTrip（インド／消費者サービス）、Taiwan Semiconductor Manufacturing Company、三菱商事（資本財）などでした。一方、Lemon Tree Hotels（インド／消費者サービス）、KB Financial Group（韓国／銀行）、Indofood CBP Sukses Makmur（インドネシア／食品・飲料・タバコ）などがマイナスに影響しました。

当ファンドは日本とアジア各国の株式を投資対象としているため、世界屈指の急成長を遂げているアジアという地域ならではの多様な投資機会を柔軟に捉えられるという強みがあります。いくつか例を挙げるだけでも、AI需要拡大の恩恵を受ける半導体企業から、日本独自の総合商社、世界的な人気を誇るエンターテインメント関連企業、インドでの旅行需要拡大の恩恵を受ける予約プラットフォームやホテル、資金調達コストがきわめて低いインドネシアの大手銀行まで多岐にわたります。また、投資対象が広いと見込みの少ないと考えられる市場から撤退し、有望と考えられる投資対象に集中できるという利点もあります。当ファンドは新規銘柄の組み入れにあたり、1) ポートフォリオの潜在リターンを拡大する、2) 全体的なリターン特性を著しく悪化させることなくポートフォリオのリスク全般を分散するという目標のうち、最低でもどちらか、できれば両方を達成したいと考えています。互いの相関性が低く、他社の動向から影響を受けにくい投資先を選定し、ファンドのパフォーマンスを着実に向上させたいというのが当ファンドの意向です。さて、韓国は2023年、当ファンドのパフォーマンスに大きく貢献した市場であることから、運用担当者数名が当月に同国へ出張し企業調査を行いました。韓国は半導体の製造拠点として重要ですが、当ファンドでは半導体関連銘柄の投資機会は日本や台湾の方が潤沢であるという考えから、韓国の半導体銘柄にそれほど重点を置いていません。それよりはむしろ、半導体市場との相関性が少ない他の投資対象に注目しています。しかしこのところ、韓国ではこれまで調査してきたテーマとまったく異なる投資機会をもたらす可能性のある事態が起きています。

韓国の企業価値向上プログラム

韓国の尹錫悦大統領は2024年1月、韓国取引所の開場式に出席し、韓国株式市場はきわめて過小評価されていると述べました。また2月には韓国金融委員会（FSC）が日本の東京証券取引所の改革と同様に、上場企業のバリュエーション向上を目的とした「企業価値向上プログラム」の概要を公表しました。

ここ数年、韓国の個人投資家による株式市場への参加が大幅に増加しています。個人投資家の数は2019年の約600万人から2022年には約1,400万人に増加しており、これは韓国の有権者数のおよそ3分の1に相当します。一方、2021年には家計資産全体に占める不動産など非金融資産の比率が60%を上回りました。ちなみに、この比率は日本ではわずか39%、米国

では29%に過ぎません。資産が非金融資産に集中すると、家計は物件価格の変動といったシステミック・リスクにさらされます。そのため、韓国政府には韓国市場のパフォーマンスを改善し、家計資産をより多く金融資産に振り向けたいという意向もあると考えます。

韓国市場のパフォーマンス低迷は、「コリアディスカウント」と呼ばれる慢性的なバリュエーションの低さに起因しています。Goldman Sachs社（米国）によると、2024年2月上旬の時点で韓国株の70%近くがPBR（株価純資産倍率）1倍を下回る水準で取引されています。当ファンドは、1) 韓国企業の多くが景気循環の影響を受けやすい業界に属している、特に中国との熾烈な競争に直面していること、2) 地政学的リスクにさらされていること、3) コーポレートガバナンスが全般的に好ましくなく、株主還元率が低いことが、こうしたバリュエーションの低さの要因となっていると考えます。政府が取り組もうとしているのは、このうち3番目の問題です。企業価値向上プログラムが発表される前も、アクティビストが経営陣に積極的な提言を行う事例は増加していました。そうした提言が通る場合もあり、例えばSM Entertainment社（韓国）では創業者の李秀満氏が退任を余儀なくされるなど、市場ではコーポレートガバナンスの改善に向けた機運が高まっています。

しかし、「コリアディスカウント」の根幹に横たわっている問題はきわめて複雑なものです。例えば、韓国は相続税率が非常に高く、最も高い場合は60%に上ります。Samsung Electronics社（韓国）の李健熙元会長が亡くなったあと、相続人が総額12兆ウォン以上の相続税を支払うことになったという報道が2021年に流れました。課税額が多額に上るため、支配株主には株価を低水準に保ち、相続税評価額を下げることで納税額をできるだけ抑えたいという気持ちが働きます。多くの場合、支配株主は配当を通じて現金を受け取る代わりに、別の方法で上場企業から現金を持ち出し、他の株主の利益を著しく損なっています。例えば「サービス」を提供する別会社を設立し、上場会社に料金を請求することもあり、その一例がSM Entertainment社です。このように、問題は証券取引所の改革だけで解決するほど単純なものではなく、政府が様々な側面から首尾一貫した取り組みを行わなければ決して解決できないものと考えます。実は、相続税改革は尹大統領の選挙公約の一つです。そして相続税以外にも、改革を通じて根本的に解決しなければならない問題が別にあると考えます。

企業価値向上プログラムが発表されたあと、自動車メーカー、銀行、コングロマリットといったPBRの低い銘柄の多くで、株主還元改善に対する期待感から株価が上昇しましたが、この試みはすぐに頓挫しました。Samsung Electronics社とSamsung Biologics社（韓国）の株式を保有し、Samsungグループの事実上の持ち株会社であるSamsung C&T社（韓国）は、3月に開催された株主総会でアクティビストから出された株主還元の大規模な要求を拒否しました。Samsung C&T社も韓国の他のコングロマリットも、保有株式の税引き後市場価値に大幅なディスカウントを適用した水準で取引されています。これは「コリアディスカウント」の典型例です。アクティビストはSamsung C&T社に株主還元率の引き上げを求めましたが、この要求は行き過ぎとみなされ、国民年金機構を含む株主の大多数が反対票を投じました。これは企業価値向上プログラムにとっては残念な出来事だといしかありません。当ファンドは韓国コングロマリットのバリュエーションの低さに注目していましたが、問題の複雑さを認識していたため、組み入れを行っていませんでした。そうした企業の持株会社は後継問題や財閥の利害と直結しており、政府の改革だけでなく状況が変わると期待するのは非現実的です。日本の株式市場は現在大きく改善していますが、その発端は10年以上前のアベノミクスにあると考えられ、そこから上昇基調に乗るまでにはかなりの時間を要しました。当ファンドは韓国市場で有望なのはK-POPや美容製品といった革新的な製品やサービスを提供する高成長企業であると考えていたため、PBRの低い銘柄にはあまり目を向けてきませんでした。企業価値向上プログラムが進展すれば、PBRの低い銘柄の一部に投資機会が広がるでしょう。重要なのは、当ファンドの現在の保有銘柄と相関性が低いところに機会が生まれるということです。当ファンドは今後も調査を続け、状況を注視しながら投資を行っていく所存です。

日本では日銀が方向転換

日本銀行は大方の予想通り、当月の金融政策決定会合でマイナス金利政策を解除しましたが、緩やかな金融環境を維持すると表明しました。当ファンドはこれを日本経済の正常化の始まりと捉えています。名目金利はここから上昇に転じるかもしれませんが、日本が最終的にインフレ局面に入れば、実質金利はマイナスに留まります。したがって当ファンドでは、日本市場に対する楽観的な見方を維持しています。