



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11月の運用コメント

株式市場の状況

<日本の株式市場>

2024年11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0.51%の下落、日経平均株価は同2.23%の下落となりました。

月前半は一進一退の展開となりました。5日に実施された米大統領選挙で共和党のトランプ前大統領が優勢と伝わったことから日経平均株価は大幅に上昇し、7日には40,000円に迫る場面もありました。しかしその後、トランプ次期米大統領が政権人事で対中強硬派の人物を起用する方針が報じられ、次期政権が掲げる関税強化策への警戒感が強まったことで半導体関連株に売り圧力がかかり、株式市場は下落に転じました。一方、14日には米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長が「利下げを急ぐ必要はない」旨の発言をしたことで円安が進行し輸出関連株が買われ、半導体関連株の反発もあって株式市場の連日の下落が一服しました。

月後半は狭いレンジで推移し、米国の金融政策の先行き不透明感や米国半導体株の動向に一喜一憂する動きが続きました。また、トランプ次期米大統領が中国、メキシコ、カナダに対する関税措置を発表したことを受け、相場は軟調な動きが続き、前月末比で下落して当月の取引を終えました。

<アジアの株式市場>

当月、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アジア指数（日本を除く、米ドル建て）は、米大統領選挙でトランプ氏が勝利し、アジア株式市場が軒並み軟調に推移したことから、前月末比3.28%下落しました。トランプ氏が勝利したことで、関税の引き上げや中国への技術移転防止策の強化に対する懸念が高まり、投資家の間で今後の混乱に対する警戒感が広がりました。

MSCI中国指数（米ドル建て）は4.43%の大幅下落となり、MSCI香港指数（米ドル建て）も3.61%下落しました。その主な要因は、トランプ氏が中国からの輸入品に60%の関税を課すという公約を掲げたことで、貿易摩擦の激化を懸念する声が高まったことにあります。さらに中国のテクノロジーセクターに対する規制の強化が予想されることも、市場の変動幅が高まる要因となっています。予期していたこととはいえ、貿易摩擦激化の公算が高まったことで、アジア各国でリスク選好度が低下しました。

世界貿易量の減少や市場のボラティリティ上昇を予想する向きが増えてきたことで、FRB（米連邦準備制度理事会）が来年の利下げ幅を縮小するのではないかという憶測が広がっています。アジア諸国、特にASEAN諸国をはじめとする新興国の経済は資本流出やバリュエーションリスクの影響を受けやすいため、そうした国々ではこの事態が否定的に受け止められています。

台湾と韓国のテクノロジーセクターも、人工知能（AI）サーバーの需要が2025年下期から先細りになるとの懸念が浮上したことから、当月は重い値動きとなりました。特にSamsung Electronics社（韓国）はファウンドリー事業とメモリー事業の両方で大きな競争圧力にさらされており、両国市場が全般的に低迷する要因となっています。

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1.22%の下落となり、参考指数であるMSCI AC Asia Index（円ベース・配当込み）の同3.28%の下落を2.06%上回りました。

セクター別では、一般消費財・サービスセクター、生活必需品セクターなどがプラスに貢献し、一方、情報技術セクター、ヘルスケアセクターなどがマイナスに影響しました。

当ファンドのパフォーマンスにプラスに寄与した銘柄は、サンリオ（一般消費財・サービス流通・小売り）、Sea（シンガポール／メディア・娯楽）、オルガノ（資本財）などでした。一方、マイナスに影響した銘柄は、LIG Nex1（韓国／資本財）、Taiwan Semiconductor Manufacturing Company（台湾／半導体・半導体製造装置）、Hanwha Aerospace（韓国／資本財）などでした。

当月前半、米国のトランプ前大統領のホワイトハウス復帰が決定しました。さらに議会でも共和党が上下両院で過半数の議席を獲得したことを受けて市場は乱高下しました。トランプ氏は政策について明確な方向性を打ち出しており、再任後に貿易と移民の制限強化、新たな減税策の導入、規制緩和が行われることは間違いないでしょう。そうした政策の中には経済に対して相対的な影響を与えるものもあるため、今後の見通しがまったく立ちません。例えば関税の引き上げはトランプ氏が望む米ドル安とは逆の効果をもたらします。同時に予期せぬ結果を招くことも少なからずあるでしょう。トランプ氏がパリ協定からの再離脱をちらつかせ、化石燃料の利用を後押しする姿勢をみせていることは、足元の事業環境への影響だけでなく、長期的に重大な気候変動リスクをもたらします。

アジア諸国において、トランプ氏の言葉通りに中国製品に最大60%の関税が課されれば、最も直接的な影響を受けるのは中国と考えられます。すべての商品に一律に関税が課される可能性は低いものの、中国に対する依存度に応じて様々な税率が課されるでしょう。一方、中国経済の成長鈍化は短期的にアジア全域に影を落としかねません。また、人民元の下落が予想されることから、その連鎖反応でアジア全域に通貨安が広がる可能性があります。ただし、中国の政策対応、特に国内経済を刺激するための政策次第で状況は変わります。短期的な地域経済への影響を乗り越えた先には、米中貿易戦争の再燃が「チャイナ・プラスワン」（海外拠点を中国へ集中させることによるリスクを回避し、中国以外の国・地域へも分散して投資する経営戦略）を加速させ、長期的には他のアジア諸国に恩恵をもたらすと考えられます。実際、2018年に発生した前回の米中貿易摩擦以降、ASEAN諸国は外国直接投資（FDI）の流入において明確な恩恵を受けており、この流れがさらに加速する可能性があります。

しかしながら、最終的には各国の政策対応に大きく依存するため、予測は困難です。明確な見通しが得られるまで、景況感は弱含むと見られますが、不透明感がなくなれば力強い

回復が期待できると考えます。当ファンドはマクロ経済の問題を乗り越えられる強固な事業基盤を持つ銘柄へ投資するという戦略にしたがって、アジア全域に分散投資を行っています。同時に状況を慎重に注視し、可能な限り機動的に対応しています。現時点では慎重な姿勢を維持し、国内事業に軸足を置いた企業を優先的に組み入れています。

アジアにおける一連の機会

アジアにはどんな時でも投資機会が潤沢に存在していると考えています。当ファンドは株式への投資にあたり、米ドルベースで年率15%以上のリターンを目指しています（保有期間3年、5年、10年でほぼ50%、100%、300%のリターンに相当）。そこで以下の分析を実施し、各市場に5年間で100%以上のリターン（米ドルベース）を上げた銘柄がどれだけあるか確認しました。さらにもう一つ、時価総額5億米ドル以上という基準も追加しました。これはその規模以下の銘柄に投資する可能性が低いからです。

	2014-2018	2015-2019	2016-2020	2017-2021	2018-2022	2019-2023	2020-2024*1
合計	961	1,609	2,106	2,517	1,090	2,186	1,855
米国	281	484	663	751	314	642	575
アジア*2	448	588	756	944	462	868	800
中国／香港	145	228	286	443	254	402	313
インド	90	54	80	131	68	175	222
日本	128	180	177	142	39	90	80
韓国	14	16	43	43	13	26	30
台湾	17	43	86	120	48	109	98
ASEAN諸国*3	54	67	84	65	40	66	57
西ヨーロッパ	122	295	342	479	118	313	190
その他	110	242	345	343	196	363	290

出所：各種資料を基にスパークス・アセット・マネジメント作成

*1 2024年は11月末日現在、その他の年は原則1月1日から12月31日まで

*2 アジアはパキスタンなど現時点で組み入っていない小規模市場を除外

*3 ASEAN諸国はインドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムに限定

例えば2019年から2023年までの期間で、時価総額が5億米ドル以上、米ドルベースで100%以上のリターンを記録した銘柄は世界全体で2,186銘柄です。このうち、642銘柄は米国、313銘柄は西ヨーロッパ、868銘柄はアジアの企業でした。上表が示すとおり、少なくとも過去7年間の統計を見る限り、アジアには当ファンドが求めるリターンを生み出せる投資先が潤沢に存在していることが分かります。ボトムアップ型の投資家である当ファンドにとって重要なのは、指数の動向ではなく、上表にある銘柄を探し出して投資できるかどうかという点です。

しかし、アジアは課題の多い市場でもあり、インデックスに追従するパッシブ運用では高いリターンを得るのは難しいと考えます。また、上表からわかるように、アジアは情勢変化の激しい市場でもあります。時期によって勝ち組となる市場が異なるのです。アジアで高い利益を上げるには積極的な投資姿勢が必要となります。加えて地政学的リスクが大幅に拡大したことも、域内に勝ち組と負け組が生まれる要因となっていると考えます。

過去2年間の振り返り

当ファンドはアジア域内各国の浮沈の激しさと情勢の変化を踏まえ、2023年中に環境適応力を高めるための方針転換を行いました。それから約2年が経過しましたが、結果は今のところ満足のいくものです。以下は当ファンドが行った方針転換の概要をまとめたもので、それらの変更が持続的にポジティブな効果をもたらすと考えています。

- 1.カタリスト（株価上昇のきっかけ）を重視する姿勢を一段と強め、即時対応すること
- 2.組入銘柄のバランスと多様性をより重視すること
- 3.テクノロジーを重視する姿勢を一段と強めること

カタリスト

アジアはダイナミックでチャンスに満ちていますが、そのために当然ながら機会費用（選択行動において、ある選択を行うことで得られたであろう価値）が高くなります。カタリストがなく、パフォーマンス向上が期待できない銘柄を長期にわたって組み入れたままにしておくと、1)利益が得られず、2)アジアに潤沢に存在する他の投資機会を逃すことになります。期待度の低い株式を売却すれば、他の有望な銘柄に資金を投じることができます。

当社の投資哲学において、カタリストは常に重要な役割を果たしています（当社ウェブサイト「[スパークスの投資哲学](#)」参照）。当ファンドは企業の実態価値と市場価格（株価）の差、すなわちバリュエーション・ギャップを投資機会と捉えています。カタリストはそのバリュエーション・ギャップの解消を促す重要な要素です。カタリストとは、本質的に言えば市場の株式に対する認識が変わるきっかけに他なりません。カタリストとは一般に以下のようなものです。

- 市場予想と大幅に異なる業績の発表
- 急激な業績回復
- 株主還元や事業再編など、近年よく見られるコーポレート・ガバナンス改革の関連事項

アジア各国の激しい情勢変化に対応するには、カタリストを探ることで規律的に投資を行う必要があるというのが当ファンドの認識です。当ファンドでは、カタリストとは、今後12か月以内に発生が予想される事象のうち、組入銘柄のバリュエーション・ギャップを大幅に縮小させるものと定義しています。ある組入銘柄のカタリストが出尽くした場合、利益を確定して他の投資機会を探ります。例えば当ファンドは2023年にセブン&アイ・ホールディングス（生活必需品流通・小売り）を売却しました。これは同社が持続的にバリュエーション・ギャップの大きい状態にあったにもかかわらず、米国事業の低迷が続いたため、すぐにはカタリストが発生しないと判断したためです。しかし当ファンドは2024年8月に同銘柄を買い戻しました。売却から再投資までの間に他の銘柄を組み入れ（セブン&アイ・ホールディングスを2023年10月に売却し、11月に東京海上ホールディングス（保険）を組み入れ）、好ましいパフォーマンスを上げたことを考えると、この決定は正しかったと言えるでしょう。

ただし、これは当ファンドの投資分析期間が12か月になったということではありません。上記のような手法をとる第一の理由は、当ファンドが必ず企業の実態価値を分析してから、カタリストについて検討しているという点にあります（「[スパークスの投資哲学](#)」3つの着眼点を参照）。その際、長期的な観点に立って、経営者の質、企業収益の質、市場の成長性を分析します。何よりもまず長期的な観点から基礎体力と耐久性の高い企業を探し、その上でカタリストを探るのです。第二の理由は、カタリストが単なる好業績で終わってしま

うケースが多いことです。優れた企業は往々にして想定外の好業績を叩き出しますが、バリュエーション・ギャップがある限り、次のカタリストを期待し続けることができます。

以上を総括すると、当ファンドが長期的な有望銘柄を探ることに変わりはありませんが、カタリストに関してより厳格な要件を設定し、より短期間で利益を実現できるようにしたということです。これによりポートフォリオの運用が機動的になり、長期にわたってパフォーマンスの上がらない銘柄でポートフォリオが占められるという事態を避けることができると考えます。これは変化の激しいアジア市場でリターンを最大化し、リスクを管理する上できわめて重要なことです。

バランスと多様性を重視したポートフォリオ構成

かつて当ファンドのポートフォリオの構成銘柄は主として高成長銘柄（グロース株）だったため、2022年に米国が利上げに踏み切ったことでバリュエーションが切り下がり、大幅なアンダーパフォームを記録しました。そのため当ファンドは世界情勢の変化を踏まえ、よりバランスの取れたポートフォリオが必要だと考え、多数のバリュエーション株、とりわけ日本銘柄の組み入れを開始しました。しかしながら、これは大きな戦略転換ではありません。当ファンドはどんな時でも必ず、基礎体力がしっかりした質の高い企業に注目しています。しかし質が高いにもかかわらず、様々な要因のために成長率がそれほど高くないために「バリュエーション株」というレッテルを張られた企業が多数存在します。

バリュエーション株への投資は一般的に難しいものです。基本的なリターンの計算式を考えてみてください。リターン＝配当利回り＋1株当たり利益（EPS）の伸び＋株価収益率（PER）の増減です（銘柄の種類やバリュエーション（企業の利益・資産などの企業価値評価のこと）指標によっては、リターン＝配当利回り＋1株当たり純資産（BPS）の伸び＋株価純資産倍率（PBR）の増減になることがあります。例えば総合商社の場合、時間の経過に伴うBPSの増減を調べます）。バリュエーション株は本質的にEPSやBPSの成長率が低いため、投資家がリターンを上げるにはバリュエーションの上昇が配当利回りの高さに頼らざるを得ません。バリュエーションは理由もなく突然上昇することはないので、一般的に前の2つの要因、すなわち配当利回りとEPSの伸びに対する期待の変化と連動することになります。したがって、バリュエーション株に投資するには、株価の再評価につながるカタリストと高い配当利回りのうち、いずれかが必要です。どちらもなければ、典型的な「バリュートラップ」（割安のわな）銘柄でしかありません。

2023年以降、ある構造的変化がカタリストとして作用し始めたことから、当ファンドは質の高いバリュエーション株をより安心して保有できるようになりました。その変化の一つに日本のコーポレート・ガバナンス改革があります。詳細は省きますが、その一般的成果として、多くの企業が1) 事業の再編、2) 株主還元拡大と資本効率の向上に着手しています。そうした企業のEPS成長率は本当の意味での高成長企業（MakeMyTrip（インド／消費者サービス）、サンリオ（一般消費財・サービス流通・小売り）、Sea（シンガポール／メディア・娯楽）など）には及びませんが、配当利回りが高く、EPSの伸びも多少高めであることから、リターンが十分に見込めると判断し、当ファンドは質の高いバリュエーション株の組み入れを開始しました。2024年3月（韓国の企業価値向上プログラム）と2024年5月（中国の企業価値向上施策）の月次報告書でも取り上げたように、アジアの他の国々も日本に追随する形で企業改革を進めています。こうした一連の変革によって、質の高いバリュエーション株を組み入れる機会が一段と豊富になりました。

実際、日本株式市場がこの2年間に上昇しているのはバリュエーション株の上昇が大きく寄与しています。TOPIXバリュエーション指数は2022年末から2024年11月末にかけて50.9%上昇し、TOPIXグロース指数の32.4%の上昇を大幅に上回っています。

当ファンドのポートフォリオは現在、質の高いグロース株と質の高いバリュエーション株で構成されています。当ファンドはバランスと多様性を重視してポートフォリオを構成することで、インフレや金利といったマクロ要因の変化に耐えられるようになったと考えています。

テクノロジー

過去2年の間に幾度か述べた通り、テクノロジーは当ファンドにとって欠かせない投資テーマであり、その重要性は今後ますます高まっていくと考えます。重要なのは、テクノロジーセクターには当ファンドの品質基準に適合する企業が多いということです（例えば2024年9月の月次報告書にあるGudeng Precision Industrial（半導体・半導体製造装置）の項を参照）。

当ファンドは2022年後半からテクノロジーセクターを注視する姿勢を大幅に強めていますが、これは1) その頃がサイクルの底にあると考えたこと（2022年10月の月次報告書にあるSamsung Electronicsの項を参照）、2) テクノロジーに対する調査体制を強化するという基本方針を定めたことによります。

結論

当ファンドが2年前に実施した投資方針の変更は、今のところ満足のいく結果を得ていると考えています。アジア市場にはチャンスが潤沢に存在しますが、それを物にするには足元の逆境を乗り切る必要があると考えます。当ファンドが行った投資方針の変更は、これから諸課題を解決し、良好なリターンを生み出していくための柔軟性と耐久力を与えてくれることでしょう。高いリターンを上げることができれば、特に米国株式やグローバル株式（MSCI ACWI Indexに占める米国の割合が65%程度であることを考えると、やはり米国株式が中心）への投資から分散を図りたい投資家にとって、当ファンドは価値ある選択肢となれると考えています。

来月は年末になるため、2024年の当ファンドと市場の総括する予定です。

今後の運用方針

当ファンドは以下3つの基準に基づいて投資を行っています。

- 逆風に強い優良企業で、競争優位性に優れていること
- 経営陣が事業運営に長け、合理的な資本配分を行っていること
- バリュエーションが割安であること

また、一般に以下のような特徴を有する企業を逆風に強い優良企業とみなしています。

- 競争優位性が確立され、業界平均を上回る収益成長を実現していること
- 独自の製品やサービス、あるいは必要不可欠な製品やサービスを提供していて、価格決定力に優れていること
- 営業レバレッジが大きく、事業の成長に伴って利益が経時的に拡大すること
- 優れたコスト構造により、厳しい状況下であってもフリーキャッシュフロー創出力を維持できること

こうした企業にはアジア経済の成長力を取り込む力がある、あるいはアジア諸国独自の強みを生かして事業を国際展開する力があると考えられます。

当ファンドは日本を含むアジア全域から上記基準に最も合致する企業を選定し、集中的にポートフォリオを構築します。

したがって、国別配分比率はあらかじめ設定せず、各国固有のマクロリスクに注意を払いつつ、ボトムアップで銘柄選定を行ってまいります。