



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)

2025年2月の運用コメント

株式市場の状況

<日本の株式市場>

2025年2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3.79%の下落、日経平均株価は同6.11%の下落となりました。当月の日本株式市場は、トランプ米大統領の関税政策に関する言動に振り回され、月後半にかけて大幅な下落となりました。

月前半にトランプ米大統領がメキシコ、カナダ、中国に対する追加関税の検討を表明したことを受けて日本株式市場は急落しましたが、その後メキシコとカナダの関税発効が延期され株式市場は一時的に回復しました。しかし、複数の米国経済指標の結果からスタグフレーション（景気の後退と物価の上昇が同時進行する経済状況）懸念が再浮上する中で投資家は慎重な姿勢を保ち、日本株式市場も方向感のない、上値の重い相場が続きました。

月後半には、日銀の追加利上げ観測が高まり国内長期金利は一時約15年ぶりの高水準まで上昇しました。また、米国の消費者信頼感指数や購買担当者景気指数（PMI）が予想を下回る結果となり、米国経済の先行きに対する懸念が強まりました。これを受けて、為替市場では円高ドル安が進行し、日本株式市場の重石となりました。さらに、トランプ米政権による対中半導体規制強化の観測や、米国ハイテク株の下落、米国の関税政策を巡る不透明感などが影響し、日本株式市場は大幅に下落し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、前月末比1.05%上昇しました。パフォーマンスはアジア各国でまちまちで、中国、香港などの上昇幅が大きかった一方、インドネシア、タイ、インドなどは大きく下落しました。トランプ米大統領の関税政策を巡る不透明感の高まりが続いており、とりわけ新興国市場の先行きが不透明となっています。

米国が関税引き上げの姿勢をみせているにもかかわらず、中国市場と香港市場は当月に入って大幅に上昇しました。これは当月に習近平国家主席が民間企業のトップと会談したことを受け、今後を楽観する見方が改めて広がったことによるものです。中国政府は長年にわたって各業界の取り締まりを続けてきましたが、今回の会談によって、民間企業、とりわけテクノロジー企業の活動を明確に下支えする方針が打ち出されたという解釈が広がり、香港の代表的な株価指数であるハンセン指数は13.43%上昇して月を終えました。恩恵に浴したのは主に中国のテクノロジー関連銘柄で、Alibaba Group Holding社、Tencent Holdings社、Xiaomi Corporation社、BYD Company社などの株価が大きく上昇し、ハンセンテック指数は3年ぶりの高水準に達しました。

中国のAI（人工知能）開発企業DeepSeekが前月に話題をさらったことで、中国市場ではAI関連銘柄の上昇が続きました。大手テクノロジー企業であるAlibaba Group Holding社とTencent Holdings社はAI分野で大胆な動きを見せています。Alibaba Group Holding社はクラウドコンピューティングとAIインフラに3,800億元（約7兆8,400億円）を投資すると発表し、Tencent Holdings社は同社が運営するメッセージングアプリ「Weixin（微信）」に対するDeepSeekのAIモデルの試験導入を開始しました。

中国のテクノロジーセクターが好調だった一方で、台湾の半導体セクターは主にAIへの過剰投資に対する懸念から、米国市場に追随する形で下落しました。NVIDIA社（米国）の2025年1月期第4四半期決算発表後に発生した下落によって、とりわけその傾向が強まりました。

インド市場は海外投資家による売りが続いたこと、企業業績がふるわなかったこと、国内市場の成長に関する懸念が広がったことなどから大きく下落しました。政府が予算案に減税を盛り込み、インド準備銀行が利下げと流動資金の注入に踏み切るなど緩和的措置をとっているにもかかわらず、市場心理は全般的に弱含んだままでした。

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1.75%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2.49%の下落を0.74%上回りました。

セクター別では、コミュニケーション・サービスセクター、一般消費財・サービスセクターなどがプラスに貢献した一方、資本財・サービスセクター、情報技術セクター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、Tencent Holdings（中国／メディア・娯楽）、Samyang Foods（韓国／食品・飲料・タバコ）、LIG Nex1（韓国／資本財）などでした。一方、マイナスに影響した銘柄は、Taiwan Semiconductor Manufacturing Company（台湾／半導体・半導体製造装置）、リクルートホールディングス（商業・専門サービス）、Trip.com Group（中国／消費者サービス）などでした。

当月は前月取り上げたテーマの続編です。韓国の即席麺「ブルダック」を製造するSamyang Foods（韓国／食品・飲料・タバコ）が発表した2024年第4四半期決算はきわめて好調な内容でした。同四半期の売上高は前年同期比47%増、営業利益は同約142%増となりました。需要は非常に旺盛で、同社はその充足に必要な生産能力を何とか確保することができましたが、利益率の低い国内市場に対する供給を減らし、利益率の高い海外市場への供給に振り向ける必要がありました。そのため海外売上高は前年同期比78%増加しましたが、国内売上高は同18%減少しました。同社は2025年6月に韓国の密陽で新工場を立ち上げる予定のため、生産能力の逼迫は一時的に解消される見込みです。同社の業績が好調だったのと対照的に、日本の東洋水産と日清食品の業績はいずれも軟調でした。両社はともに北米市場で販売が低迷しています。日清食品の高価格帯商品は米国の主要小売店で韓国企業に棚スペースを奪われている模様です。日本株に投資する際、アジア市場に関して十分に理解しておかないと自らリスクを負うこととなります。その観点において日本を含むアジア全域に投資できることは、当ファンドの大きな強みだと考えます。

インドでは市場の下落が続きました。前月の運用コメントでインド銘柄の組入比率を10%程度に引き下げたとお伝えしましたが、当月前半にさらに引き下げ、約7%で月を終えました。当ファンドは過去2年間にわたってインドから高いリターンを得てきましたが、現状は成長局面の踊り場に相当すると考えています。過去2年間の大幅上昇の一部はバリュエーションの再評価によるもので、特に中型株でその傾向が顕著でした。MSCIインド中型株指数の予想PER（株価収益率）は2023年の約25倍から2024年下期には40倍に達して低下に転

じ、足元の調整を経ても約33倍を維持しています。インド株の多くはバリュエーションが高く、とりわけインドがリスクフリーレート（リスクがほとんどない商品から得られる利回りのこと）の高い市場であることを踏まえると、なおさらそれが当てはまります。多数の銘柄がモメンタムを重視する買い手に支えられて上昇しましたが、上昇基調が反転したことで、モメンタム重視の買い手が売り手へと変わり、株価は自己破壊的な局面に陥る可能性があります。ここで重要なのは、インド経済が減速すると多数の企業で成長率が低下し、高い期待値に応えることがますます難しくなることです。当ファンドはインド銘柄の組入比率をこれ以上引き下げるとは考えておらず、確信度の高い銘柄は保有を続ける方針です。しかし、アジアにはインド以外にも有望な投資先があるというのが現時点での所感です。

また、当月前半に、DeepSeekに関連するAI（人工知能）アプリケーション関連銘柄および中国銘柄の組み入れを決定しました。その資金を賄うため、台湾のハードウェア関連銘柄の一部について、組入比率を引き下げました。

ただし、これは当ファンドがハードウェアに対して全面的に弱気だということではありません。DeepSeekのような安価なAIモデルによってAIの普及が促進され、最終的にはAI半導体やハードウェアの需要が高まると考えています。しかし、AIハードウェア関連銘柄への投資の有望性は投資家の間で共通認識となっていることから、好材料の多くは既に株価に織り込まれていると考えます。株価は一次派生的な材料（既に変化しているもの）ではなく、二次派生的な材料（これから変化するもの）に反応する傾向があります。したがって、AIアプリケーション隆盛の恩恵を受ける企業に注目することで、より多くの投資機会を見出せると考えています。

AIアプリケーションに関しては、既保有銘柄であるTencent Holdings（中国／メディア・娯楽）、ソフトバンクグループ（電気通信サービス）、日立製作所（資本財）の組入比率を引き上げ、富士通（ソフトウェア・サービス）を新たに組み入れました。ソフトバンクグループは2024年後半に新規投資を開始した銘柄で、今後改めて詳しく取り上げるかもしれません。要するに、より安価で簡便なAIモデルが登場するとエッジAIの採用が加速する可能性があるというのが当ファンドの考えです。現在の市場価値からすると、ソフトバンクグループの価値の大部分は英国の半導体設計会社ARM社を保有していることに由来しています。エッジコンピューティングが軌道に乗れば様々な場面でARMチップの採用が増えるため、ARM社はその主要な受益者となると考えられます。

日立製作所と富士通は、いずれも日本を代表するITサービス企業です。当ファンドはより安価なAIモデルが登場すれば企業のデジタルトランスフォーメーション（DX）が進むと考えています。AIは従来型のローエンドなITサービスの一部に壊滅的な打撃を与える可能性もありますが、代わりに新たな需要を生み出します。ここで必ず念頭に置いていただきたいのは、AIは単なる企業向けソフトウェアではなく、企業のあり方を根本的に変える可能性を持っているということです。

Accenture社（アイルランド）の報告書「Technology Vision 2025」に以下のような記述があります。「リーダーが十分に理解しておかなければならないのは、AIの最も重要な特徴は学習能力にあるということである。AIが普及し、企業がAIを事業のあらゆる分野で活用し、人々がそれを生活に取り入れるようになれば、AIは単に新しい機能や能力を提供する技術以上の存在に転化する可能性がある。企業はAIを活用することで、労働力を強化し、顧客サービスの新しいチャネルを作り、業務の一部を自動化するだけではない。一般知識を幅広く備え、学習能力があることを本質的な特徴とするテクノロジーを採用して、それに自社事業の一部を覚え込ませるのだ。さらに人々がそれを使う時には、さらに自分の好みや嗜好、ニーズを教え込むことになる」

企業はAIを企業戦略全体にどう組み込むかを検討するにあたって他社の力を借りる必要があるため、強力な技術力とコンサルティング能力を持つITサービス企業が恩恵を受けることになるでしょう。

最後に、当ファンドは2024年第4四半期に開始した取り組みの一環として、中国銘柄の組入比率を大幅に引き上げました。当月は中国・香港株の組入比率はインデックスの構成比に近い約22%で月を終えました。

DeepSeekの事例から、中国が米国から半導体制制を課されても引き続きAI開発競争に参加していることがわかります。AI開発は中国における新たなイノベーションの原動力となるでしょう。Tencent HoldingsはDeepSeekをはじめとするAIモデルをWeChatサービスに組み込んでいます。そうしたモデルはこれから汎用商品化していくと考えます。その理由の1つは、Meta Platforms社（米国）の「Llama」や「DeepSeek」に代表される先進的モデルの多くがオープンソースであることです。本当の意味で勝者となるのは、複数のモデルをまとめ、消費者にとって有用なアプリケーションに作り替えることができる企業でしょう。Tencent Holdingsはチャットアプリ「WeChat」や「QQ」といったサービスを幅広く手がけ、中国の消費者との接点が他社とは比較にならないほど豊富であることから、それを活用する上で最適な立場にあると考えられます。消費者だけでなく、様々な企業がAIの導入に関心を示していることが、クラウドビジネスの成長を後押しするでしょう。足元の株価上昇は、2024年第4四半期にみられた短期的上昇局面とは明らかに異なると考えます。2024年の上昇は純粋に政府の景気刺激策への期待によるもので、最終的には期待外れに終わりました。しかし今回の上昇は、中国の民間企業が自前のイノベーション能力を生かした何らかの成果への熱い期待が原動力となっています。そうした期待感の方がはるかに持続可能性が高いと考えられるため、香港・中国市場は年間を通じて持続的な上昇を遂げる可能性があるかと判断しています。

過去4年間に中国市場の障害となってきたのは、主に国内の規制リスクでした。インターネット業界や教育業界も含む様々な業界が一連の規制強化によって深刻な打撃を被りましたが、ついに転換点が訪れたようです。当月には習近平主席がAlibaba Group Holding社（中国）の馬雲（ジャック・マー）氏ら民間企業のトップと異例の公開会談を行いました。ここで重要なのは、かつて提唱されていた「共同富裕」というイデオロギーに回帰する動きが見て取れることです。習主席は会談で民間企業に対し、「まず豊かになり、それから繁栄を分かち合う（先富促共富）」ように促しました。これは1980年代に進められた改革開放政策を彷彿とさせる動きです。当時中国の指導者であった鄧小平氏は、先に一部の人を豊かにし（讓一部份人先富來）、そうした人々の力で他の人々を牽引し、最終的に国民全員で豊かになるべきだと提唱しました。過去40年にわたって中国経済を奇跡的成長に導いたのが、こうした発想だったのです。今回の会談は、これまでの規制強化のサイクルに終止符を打つ大きな転換点になると考えます。少なくとも今後2~3年間については規制の見通しが明らかになり、企業はイノベーションと成長再開に向けて体制を整えたということができるでしょう。

ところで、中国について語るなら、地政学的リスクを無視することはできません。これまでのところ、トランプ米大統領の出方は中国にとってプラスに働いています。まず、トランプ氏は選挙期間中に提示した一律関税に加えて中国からの輸入品に60%の関税を課するという案に代えて、相互関税を提案しています。同氏は「きわめてシンプルだ。我々に関税を課す国には、我々も関税を課す」と述べていますが、アジアには相互関税によってより大きな打撃を被る国が複数あり、中国は両国間の関税差が少ない（中国が米国からの輸入品に課す関税は、米国が中国からの輸入品に課す関税と同程度）ため、比較的影響が軽微とされています。

次に、トランプ大統領はカナダやEUといった米国の古くからの同盟国と距離を置きつつあります。米国はカナダとメキシコに25%の関税を課すと発表しましたが、現時点では課税を延期しています。同氏はさらにグリーンランド、カナダ、パナマ運河を領有したいという意向も示しています。同氏の立場からすれば、この3か所の領有には重要な貿易的・軍事的合理性があるのですが、そうした発言は他国をひどく不安にさせるものです。

最後にEUに関しては、トランプ氏はウクライナとの和平交渉について、EUを介さずにロシアと直接行いたい意向を示しています。同氏のこうした行動によって、他国は対米関係の今後についてますます疑心暗鬼になっており、その結果、各国は米国との関係に100%依存するのではなく、中国と米国の間でよりバランスの取れた関係を持つとする可能性があります。市場は米中関係の改善について一切期待していない模様ですが、中国が様々な国と関係を改善する可能性についても、株価には十分に織り込まれていないというのが当ファンドの見方です。

当ファンドは中国が直面している多くの経済的課題を無視しようとしているわけではありません。しかし、そうした課題の多くはすでに広く知られているものです。投資において重要なのは、まだ株価に十分に織り込まれていない二次派生的な材料です。足元で最大のリスクは、政府が現状に満足し、さらなる景気刺激策の推進を怠ることだと考えます。中国は依然としてバランスシート不況に陥っており、沈静化の兆しはあるものの、全体的なマクロ環境は軟調なままで、財政刺激策が不可欠です。日本は失われた数十年の間に複数回にわたって財政刺激策を縮小させましたが、その結果、経済をデフレに逆戻りさせただけでした。こうした教訓を無視してよいはずはありません。

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、厳しい状況下に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。