

新興国小型株戦略へのいざない

運用チームCIOは新興国小型株における クオンツ運用の優位性を強調

アクサ・インベストメント・マネージャーズ（アクサIM）新興国小型株戦略のCIO（最高投資責任者）であるラム・ラサトナムがこのほど来日し、新興国小型株戦略の魅力や直近の動向、今後の見通しを語りました。本レターでは新興国小型株戦略の魅力と、新興国小型株市場におけるアクサIMのクオンツ運用の優位性をお伝えします。

特に、当戦略の好調なパフォーマンスの背景には、新興国小型株式市場特有の“構造的な非効率性”と、“アクサIMが築き上げてきたデータ運用技術”という2つの基盤があります。データ活用という点においては、最近では生成AIの急速な性能向上や資産運用における活用が大きな

話題となっています。しかし、ラム・ラサトナムによれば、40年以上の歴史があるアクサIMのクオンツ運用では、2010年代からNLP（自然言語処理）、ML（機械学習）やAIを既に活用しています。そして、そのノウハウを活用しながら、さらに最近の進化した生成AIも積極的に取り入れています。

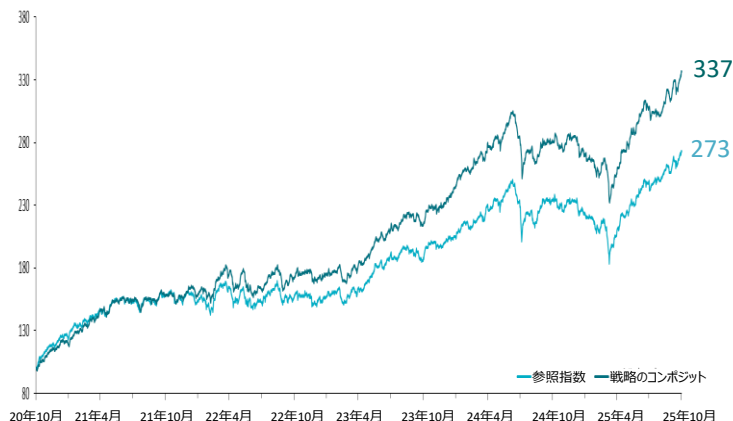


アクサIM コア・クオンツ株式運用（EQI）CIO
ラム・ラサトナム

好調なパフォーマンス

アクサIMの新興国小型株式戦略は近年、好調なパフォーマンスを維持しています（右図参照）。直近5年の累積リターンでは、MSCI新興国小型株式指数を上回っており、その乖離はさらに広がっています。こうした安定的な超過収益は、個別銘柄選択を中心とした一貫した運用アプローチが、市場環境の変化に左右されずに機能してきたことを示していると考えています。

5年パフォーマンス（累積、報酬等控除前）



出所：アクサIMグループ。2025年10月末時点。参照指数：MSCI新興国市場小型株式指数。パフォーマンスは報酬や税額を控除する前の、配当を再投資したグロスリターンです。戦略のコンポジットは各日の終値に基づく純資産価格と使って計算しています。過去の実績であり、将来の成果を保証するものではありません。

なぜ今、新興国市場に注目すべきか

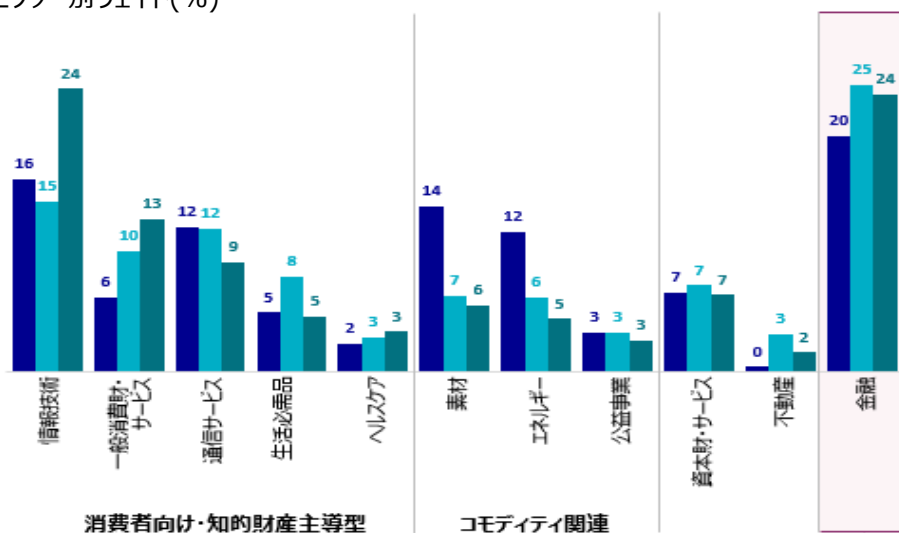
①有利な人口構成、成長構造

新興国市場が堅調な背景には、世界人口の86%を新興国が占め、かつ平均年齢が若く労働人口が豊富という有利な人口構成があります。そして新興国市場は世界のGDPの約60%を創出しています。

②クオリティの高い企業が増加

新興国企業で特筆すべき点は、国内需要の拡大を背景に、産業構造そのものが高度化・多様化していることです。以前は素材・エネルギーなどのコモディティ関連企業の比重が大きい市場でしたが、近年は知的財産（IP）を強化した付加価値の高い新興国発の企業が増加しています。その結果、新興国は「資源と国有企業の市場」から、「消費・IT・知財・人材を軸とした高品質な成長企業が集まる市場」へと進化しています。さらにガバナンス改革の進展や金融セクターの民間化が追い風となり、民間金融の拡大は市場全体のクオリティ向上と、健全な競争を促進しています。つまりこうした構造変化は、新興国経済が民間競争による持続的な高成長市場へと変化しつつある証拠とも言え、投資対象としての良好な機会を一段と増やしているとみえています。

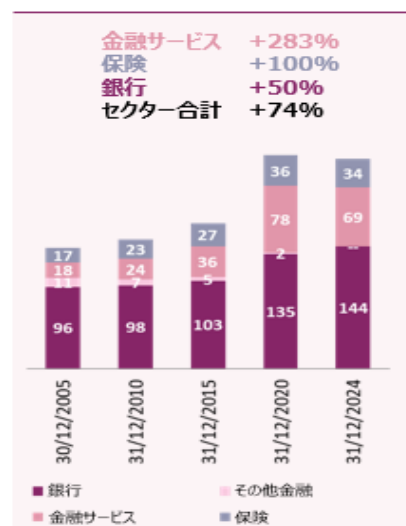
MSCI新興国指数
セクター別ウェイト(%)



2005年12月30日 2015年12月31日 2024年12月31日

出所：アクサIMグループ、MSCI、2024年12月31日現在

金融セクター構成比(%)



③ 良好なバリュエーション

新興国市場のバリュエーションは現在、先進国市場比で割安な水準にあります。一方で、利益成長率は相対的に高いことから、新興国市場は割安かつ高成長の市場として、非常に良好な状況にあるとみています。

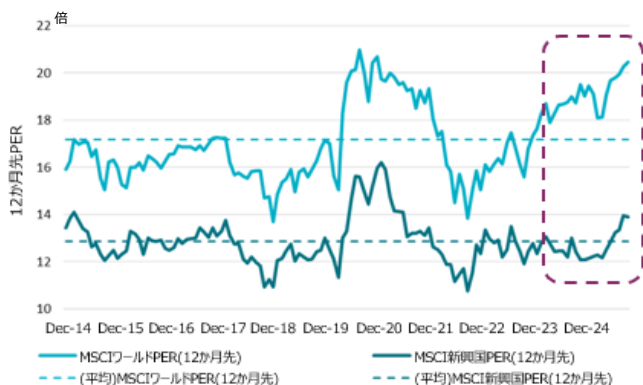
- 新興国¹PER（12か月先予想）は先進国²と比べ大幅にディスカウント
- PEG（PER/利益成長率）でみると、割安度は更に顕著
- 一方で先進国より高い利益成長
（12か月利益成長率：18.7%（新興国） vs 15.1%（ワールド））

1：MSCI新興国指数

2：MSCIワールド指数

出所：アクサIMグループ、MSCI、2025年10月31日現在

株価収益率（12か月先予想）



出所：アクサIMグループ、MSCI、2025年10月31日現在

PEGレシオ（PER/利益成長率）



④ 対先進国および新興国間で分散効果

新興国市場は先進国市場との相関が低く、分散効果があると考えられます。また、先進国間の相関の高さに比べると、新興国は国ごとのリターン特性を持ち、それぞれ独自の成長ストーリーを有しているため、新興国間においてもリターンが分散しやすくなっています。

| | 新興国 | | | | | 先進国 | | | | | | | | | |
|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------------|--------------|--|--|
| | 中国 | インド | 韓国 | 台湾 | ブラジル | 米国 | 英国 | フランス | ドイツ | 日本 | 豪州 | MSCI 新興国 | MSCI ワールド | | |
| 中国 | 1 | | | | | | | | | | | | | | |
| インド | 0.55 | 1 | | | | | | | | | | | | | |
| 韓国 | 0.65 | 0.66 | 1 | | | | | | | | | | | | |
| 台湾 | 0.64 | 0.63 | 0.78 | 1 | | | | | | | | | | | |
| ブラジル | 0.50 | 0.59 | 0.63 | 0.57 | 1 | | | | | | | | | | |
| 米国 | 0.49 | 0.62 | 0.73 | 0.68 | 0.56 | 1 | | | | | | | | | |
| 英国 | 0.58 | 0.63 | 0.73 | 0.66 | 0.65 | 0.82 | 1 | | | | | | | | |
| フランス | 0.55 | 0.62 | 0.73 | 0.66 | 0.61 | 0.82 | 0.91 | 1 | | | | | | | |
| ドイツ | 0.60 | 0.67 | 0.79 | 0.70 | 0.62 | 0.84 | 0.88 | 0.94 | 1 | | | | | | |
| 日本 | 0.50 | 0.56 | 0.67 | 0.59 | 0.50 | 0.74 | 0.73 | 0.72 | 0.75 | 1 | | | | | |
| 豪州 | 0.61 | 0.68 | 0.76 | 0.69 | 0.72 | 0.81 | 0.83 | 0.80 | 0.81 | 0.69 | 1 | | | | |
| MSCI 新興国 | 0.84 | 0.78 | 0.87 | 0.84 | 0.77 | 0.74 | 0.80 | 0.77 | 0.82 | 0.69 | 0.84 | 1 | | | |
| MSCI ワールド | 0.57 | 0.68 | 0.78 | 0.72 | 0.63 | 0.98 | 0.90 | 0.90 | 0.91 | 0.80 | 0.87 | 0.82 | 1 | | |

新興国は他の新興国同士だけでなく、先進国との相関性も低い分散のメリットが大きい市場

出所：アクサIMグループ、Factset。相関係数分析は2006年1月から2024年12月までの期間を対象。上記記載は例示目的にすぎません

なぜ新興国市場でも小型株式市場に注目すべきか？

それでは新興国市場において特に小型株式市場に注目すべき理由は何でしょうか。それは、新興国小型株式戦略において投資リターンを大きく左右する“市場の非効率性”にあります。

- **新興国市場はそもそも情報が不足している**：企業の開示レベルは先進国に比べて低く、統計データなどの整備も不十分。IR活動や英語情報が乏しい企業も多い。
- **小型株式市場ではこの非効率性がさらに増幅**：新興国小型株式市場はその中でも、特に情報が少なく、アナリストによるカバレッジが弱いことが挙げられる。新興国小型株式市場においては約90%はアナリストが平均的に5名以下、23%がセルサイドのカバレッジがゼロの状態*。

*出所：MSCI、アクサIM、2025年1月現在

つまり、企業の実力が株価に反映されるまでの時間が長く、ミスプライシングが慢性的に発生しやすい市場となっています。

ビッグデータ運用のようなデータ駆動型の銘柄選択が最も効く市場

市場参加者が少なく、情報のばらつきが大きいと、深いデータ分析が出来る運用者が圧倒的に有利になると考えられる市場が新興国小型株式市場です。そこで、同市場に関して詳細なファンダメンタル分析を長年行ってきたアクサIMの株式クオンツ投資（EQI）アプローチが有効になります。

- EQIチームは**40年以上のモデル運用の歴史**があり、長年にわたる一貫したシステムティック投資の強みを持つ
- **世界2万社をカバーし、250億以上の標準化されたデータポイントを保有**
- 新興国小型株式市場において、通常の指数では約2,000社のカバレッジに対し、EQIチームではその**2倍の約4,000社をカバー**

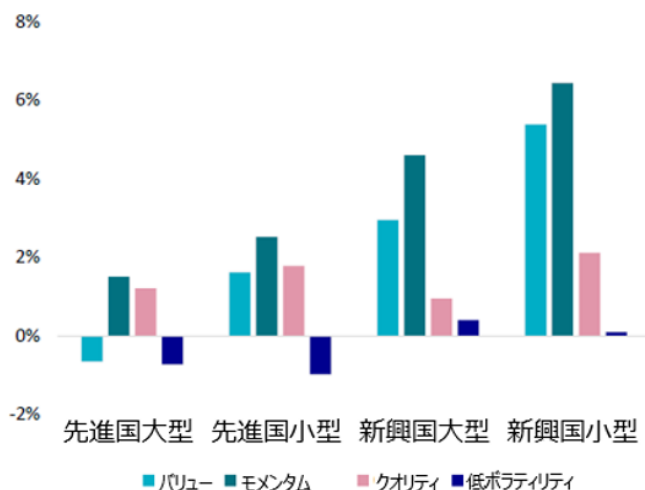
新興国小型株式市場では情報不足が大きく、バリュエーションやパフォーマンスのばらつきも大きいと、EQIの銘柄選択プロセスを通じたアルファ創出余地が大きくなっています。そして、こうした運用技術を生かし、市場のゆがみを早期に発見して投資することで相対的に安定したパフォーマンスを実現しています。

パフォーマンスの再現性：ファクター投資が奏功

EQIの運用アプローチは市場環境に左右されない一貫性を備えており、特に非効率性が大きい新興国小型株市場でその強みが最大限に発揮されています。さらに当運用チームが磨き上げてきたファクター投資は、こうした市場構造のゆがみを捉えやすく、継続的リターンの創出に大きく貢献しています。まずシンプルファクターにおいては、新興国、さらに小型株へ対象を移すほどファクター効果が強まる傾向が確認されています。特にバリューとモメンタムの優位性が顕著で、新興国小型株式市場ではこれらのリターン差が大きく拡大しています。

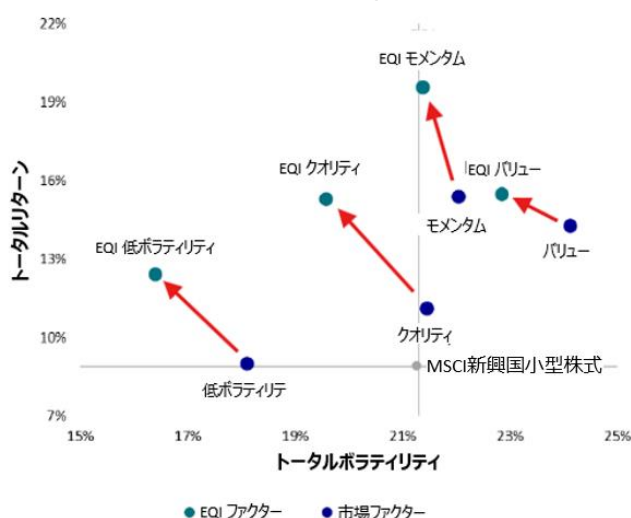
加えて、EQIではファンダメンタル分析及びテクノロジー活用により、通常の市場ファクターよりも強い「EQIファクター」のリスク・リターンが実現しています（右図参照）。直近ではEQIモメンタムのパフォーマンスが際立ち、力強い成長、適正なバリュエーション、良好な利益成長がパフォーマンスに反映されています。

シンプルファクターのリターン成果
(2003年10月～2025年10月)

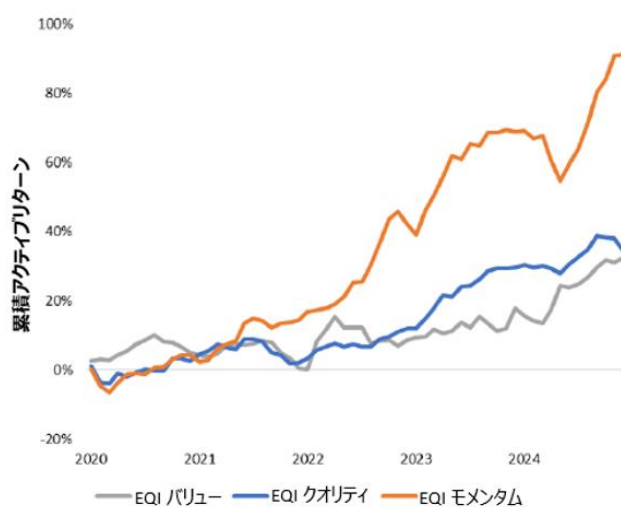


出所：アクサIMグループ、MSCI、2025年10月30日現在。米ドル建て

EQIファクター
(2003年10月～2025年10月)



新興国小型株市場におけるファクター別パフォーマンス



出所：アクサIMグループ、MSCI、2024年12月31日現在。EQIとファクターリスク及びリターン（低ボラティリティ、クオリティ、モメンタム、バリュー）は、時価総額の平方根を使用して各ファクターの上位20%に基づいて計算されます。リターンは米ドル建てです。過去の実績は将来の結果を示すものではありません。ファクター・ポートフォリオは(i)本来的に仮定であり、過去の市場動向を示すように使われており(ii)実際のポートフォリオではなく、(iii)投資可能ではなく、(iv)アクサIMグループの戦略を代表するものと理解すべきではありません。投資哲学や投資プロセスが相対的に優れたパフォーマンスになるという保証はありません。

○ 市場が急変したとしても銘柄選択がアルファの源泉

小型株式市場での高いばらつきに加えてEQIの一貫したモデル運用がミsprайシングを捉えることで、市場環境にかかわらず持続的な超過収益を安定して提供（前ページ左下グラフ参照）

○ モメンタムの強さが構造的に発現

新興国小型株式市場では銘柄に関する情報遅延が比較的大きいため、良いニュースに対する株価反応が遅い傾向がある。EQIモメンタムは、この遅れを捉え続け、直近では90%を超えるアクティブリターンを実現（前ページ右下グラフ参照）

通常、新興国投資では、各国のマクロ経済動向や通貨変動がパフォーマンスに大きく影響する場合がありますが、EQIの新興国小型株式戦略は広範な国分散により、1国のパフォーマンスによる影響を受けにくくなっています。その結果、堅調で安定的なパフォーマンスを生み出しています。

AIの活用について

大きなブームともなっているAIですが、ラム・ラサトナムは慎重な活用の必要性を強調しています。通常の個別銘柄関連データにはノイズが多いため、そのまま使うと有効性の低い分析になってしまうためです。このため、データの整備や慎重な利用が重要です。なお、EQIでは、2010年代からNLPを運用に導入しており、2020年代からAIおよびMLを活用しています。現在では生成AIも活用して約2万銘柄のファンダメンタル分析を行っています。

新興国小型株市場の今後の見通しについて

新興国小型株戦略は、2025年4月にトランプ関税の「解放の日」で大きく下落した後は堅調なパフォーマンスを維持しています。今後、新興国のインフラ関連がさらに整備され、新興国企業の成熟化が進むことで、事業や利益の更なる成長をもたらすことが期待されます。アクサIM新興国小型株式戦略では、クオンツ運用の優位性を活用し、小型株式企業の投資機会や成長性、分散投資を追求し、引き続き優れたリターン創出を目指します。



過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料で使用している指数について

MSCI新興国指数及び新興国小型株式指数：MSCI社が公表している新興国の株式市場及び新興国の小型株式市場の値動きを示す時価総額加重平均型指数です。

※本資料中の指数等の著作権、知的財産権、その他一切の権利はその発行者に帰属します。

ご留意事項

本資料は情報提供のみを目的としており、特定の有価証券やアクサ・インベストメント・マネージャーズまたはその関連会社による投資、商品またはサービスを購入または売却するオファーを構成するものではなく、またこれらは勧誘、投資、法的または税務アドバイスとして考慮すべきではありません。本資料で説明された戦略は、管轄区域または特定のタイプの投資家によってはご利用できない可能性があります。本資料で提示された意見、推計および予測は掲載時の主観的なものであり、予告なしに変更される可能性があります。予測が現実になるという保証はありません。本資料に記載されている情報に依存するか否かについては、読者の独自の判断に委ねられています。本資料には投資判断に必要な十分な情報は含まれていません。

投資リスクおよび費用について

当社が提供する戦略は、主に有価証券への投資を行いますが、当該有価証券の価格の下落により、投資元本を割り込む恐れがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動によっては投資元本を割り込む恐れがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。

また、当社の投資運用業務に係る報酬額およびその他費用は、お客様の運用資産の額や運用戦略（方針）等によって異なりますので、その合計額を表示することはできません。また、運用資産において行う有価証券等の取引に伴う売買手数料等はお客様の負担となります。

アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号：関東財務局長（金商） 第16号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、日本証券業協会