

新興国株式市場における クオンツ手法の有効性検証

目 次

- I. はじめに
- II. 新興国株式市場の概要
- III. クオンツアクティブ運用とは
- IV. 新興国株式市場におけるデータの質
- V. 新興国株式市場におけるクオンツアクティブ運用の有効性
- VI. おわりに

株式運用部 クオンツ運用 G 主任調査役 空閑 健一

I. はじめに

近年、新興国¹の経済は高成長を続けており、世界経済に与える影響は以前にも増して大きくなっている。それに伴い、新興国の株式市場（以後新興国株式市場と呼ぶ）は非常に高いパフォーマンスを挙げており、投資も年々増加している。

しかしながら、新興国株式市場における運用手法はマネージャーアクティブ運用がほとんどであり、先進国でマネージャーアクティブ運用と同様に広く採用されているクオンツアクティブ運用はあまり見られない。筆者はいくつかの理由で新興国株式市場においても、今後クオンツアクティブ運用の採用が増加すると考えている。そこで、本稿では新興国株式市場について、ファクター分析など定量的な手法を利用した市場の特性分析を実施した上で、クオンツ手法を利用した運用戦略が有効であるかどうかを検証していきたい。

¹ 新興国とは、いわゆるエマージング諸国（Emerging Countries）のことであり、経済成長の初期の段階に位置する国を指す。新興国にも様々な定義があるが、ここではMSCI エマージング指数の採用国として定義した。

Ⅱ. 新興国株式市場の概要

新興国株式市場については本誌でも何度かテーマとして取り上げた²が、簡単に触れることとする。まず、新興国諸国にはどのような国があるのか、MSCI エマージング指数構成国を例にとって見てみたい。図表1に2010年1月末でのMSCI エマージング指数構成国の時価ウェイトや各国の過去のパフォーマンスを示した。これをみると中国、ブラジル、韓国、台湾が時価ウェイトで上位にあり、地域ではアジアが時価ウェイトの約半分を占めることが分かる。また、高い経済の恩恵を受け、各国とも非常に高い株価リターンを記録していることは良く知られているところである。

図表1: MSCIエマージング指数構成国

	地域	時価ウェイト	株価リターン		
			過去1年	過去5年	過去10年
中国	アジア	17.4%	62.0%	171.9%	139.0%
韓国		12.8%	71.3%	63.2%	135.2%
台湾		11.3%	87.4%	33.2%	-20.1%
インド		7.5%	96.0%	148.7%	220.1%
マレーシア		2.8%	54.1%	78.7%	101.2%
インドネシア		2.0%	152.3%	201.9%	392.3%
タイ		1.3%	74.9%	48.7%	127.2%
フィリピン		0.4%	61.6%	88.5%	33.0%
ロシア		欧州	6.9%	136.2%	80.3%
ポーランド	1.3%		87.7%	52.8%	112.6%
チェコ	0.4%		59.0%	119.1%	806.6%
ハンガリー	0.6%		140.0%	25.7%	163.1%
南アフリカ	中東アフリカ	6.9%	71.0%	79.6%	223.5%
イスラエル		2.9%	59.3%	89.7%	113.7%
トルコ		1.6%	124.6%	80.3%	41.4%
エジプト		0.5%	81.5%	142.9%	358.8%
モロッコ		0.2%	17.4%	159.7%	195.8%
ブラジル	南米	15.9%	94.6%	277.8%	476.4%
メキシコ		4.3%	68.3%	98.0%	255.2%
チリ		1.5%	73.9%	154.8%	263.7%
ペルー		0.5%	76.6%	295.1%	749.0%
コロンビア		0.7%	100.8%	291.0%	1377.9%
エマージング全体		100.0%	80.7%	96.7%	145.9%
先進国全体		37.4%	11.3%	4.1%	

(出所: FACTSET, MSCIから三菱UFJ信託銀行作成。2010年1月末現在、リターンは配当込みグロスドルベースの累積リターン)

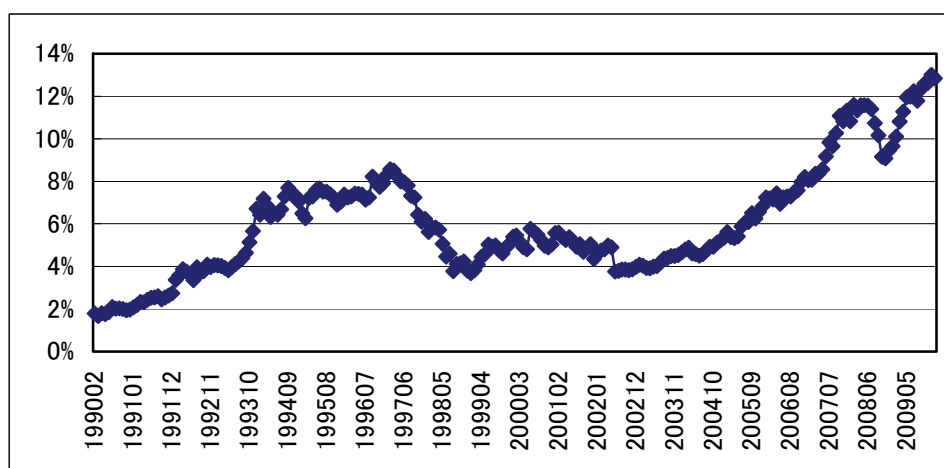
図表2には、世界株式全体(MSCI ACWI³)に占める新興国株式市場の時価ウェイトを示し

² 調査情報 2008年4月号 エマージング株式投資の考え方

³ MSCI ACWI (All Country World Index) は先進国23カ国とエマージング諸国22カ国を合わせたインデックスを指す。

た。この比率は 2003 年以降上昇を続け、現時点では 12%を超える水準となり、益々存在感を増していることが分かる。また、世界株式全体に占める日本株の時価ウェイトが現時点では約 9%であることからその大きさが窺える。

図表2: 世界株式に占める新興国株式市場の時価ウェイト(1990/2~2010/1)

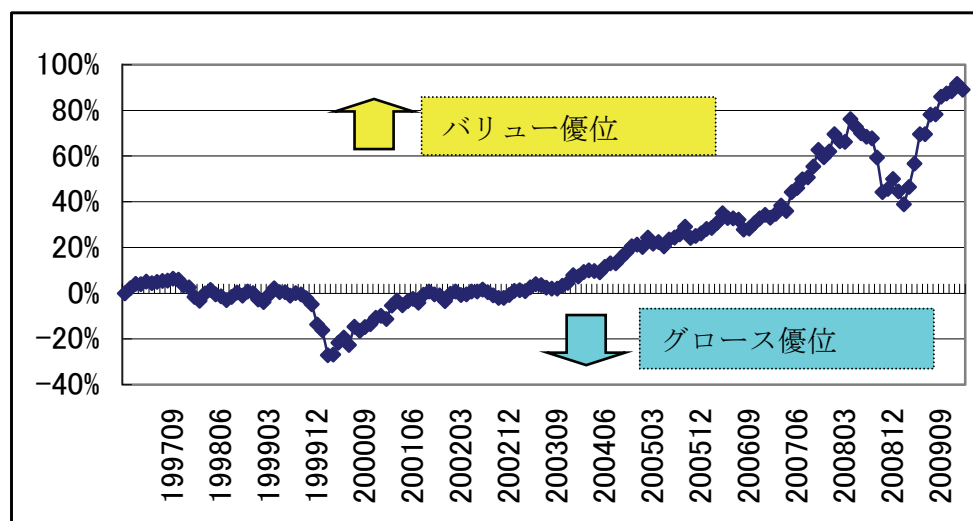


(FACTSET, MSCI から三菱UFJ 信託銀行作成。MSCI ACWI に占めるエマージング指数の時価比率を計算)

次に新興国株式市場におけるスタイル・インデックスの動きを見てみる。スタイル・インデックスとは、割安株や成長株などに投資するファンドの運用成績をスタイル別に分析するために用いられるインデックスである。一定の基準により割安株や成長株に分け、それら全体の動きが把握できるように構成されたインデックスであり、算出する会社によってその基準等が異なっている。

新興国株式市場においてMSCI エマージング指数のスタイル・インデックスであるバリューインデックスとグロースインデックスのパフォーマンス格差を示したものが図表3である。これを見るとバリューインデックスがグロースインデックスを上回る局面が多く、成長株と比較して割安株のパフォーマンスが高いことが分かる。経済成長の高い新興国株式市場においては成長株投資が王道であり、パフォーマンスも成長株の方が優れているといったことをイメージしがちではあるが、実際はあまり注目されていない割安株のパフォーマンスの方が高いといった結果である。

図表3: MSCI EM バリューストックインデックスとグロースインデックスのパフォーマンス格差



(FACTSET, MSCI から三菱UFJ 信託銀行作成。EM VALUE INDEX-EM GROWTH INDEX 分析期間は1997/1~2009/12)

Ⅲ. クオンツアクティブ運用とは

次にクオンツアクティブ運用について説明する。クオンツアクティブ運用とは企業の財務指標や業績予想などのヒストリカルデータを計量分析することにより、投資価値や投資タイミングを判断し、ベンチマークを上回る超過収益の確保を狙う資産運用手法のことである。計量分析にあたっては、コンピューターを駆使し回帰分析等の統計処理による計量モデルを用いることが通例であり、システム運用とも呼ばれる。

クオンツアクティブ運用の特徴としては、投資判断に際しファンドマネージャー個人の感覚に頼る要素が少ないため、投資判断・運用プロセスの一貫性が保てる点や大量に多くのデータを処理できることから幅広い銘柄群の中から統一的な基準で有望な銘柄を探し出し投資できる点、加えて定量的なモデルを利用した精度の高いリスク管理が可能な点が挙げられる。このような利点から、先進国株式市場におけるアクティブ運用の手法として、マネージャーアクティブ運用とともに一般的な手法として用いられている。

また割安株投資、成長株投資といった運用スタイルの観点からは、クオンツアクティブ運用は割安スタイルを採用するものが多いと思われる。これは幅広い銘柄群の中から統一的な基準で有望な銘柄を探し出すことができるというクオンツアクティブ運用の特性が、割安株の発掘においては効果的であるからである。

しかしながら、クオンツアクティブ運用で用いられる企業の財務データの整備が十分ではなかった等の要因から、新興国株式市場においては現在までクオンツアクティブ運用はあま

り用いられていないようである。

筆者はこれらの問題は既に解決されており、今後は新興国株式市場においてもクオンツアクティブ運用は増加すると考えるが、本稿ではそのように考える理由を示すとともにクオンツアクティブ運用が新興国株式市場において有効かどうかについて定量的な分析を行う。

なお、新興国株式市場においてどのような運用スタイル、運用手法のファンドが多いのかを調べるのは難しいが、一例としてモーニングスター社⁴のホームページに記載されている投資信託の情報を集計した。2010年2月末時点で新興国株式市場を投資対象としたアクティブファンド（一部の国や業種、テーマに特化したファンドは除く）は約50ファンドであり、このうち運用手法として明確にクオンツ手法を採用するファンドはなかった。また、運用スタイルとしては成長株投資が全体の約40%、運用スタイルが明確でないものが40%強であり、明確に割安株投資を謳っているファンドは1ファンド、高配当ファンドは10%強であった。このように新興国株式市場においてクオンツアクティブ運用は少なく、運用スタイルとしてもクオンツアクティブ運用の特性が発揮しやすい割安株投資はあまり多くないものと思われる。

IV. 新興国株式市場におけるデータの質

新興国株式市場において、クオンツアクティブ運用が今後広がっていくと考える理由をいくつか挙げる。まずはクオンツ運用で最も重要なデータの質が向上していることである。次に、新興国株式市場は先進国株式市場と比較して市場の効率性が低いことから、クオンツ運用で良く使われるファクターの有効性が高いことである。最後に新興国株式市場が成熟するにつれて情報の開示が広がり、情報がすべての投資家に均一に行き渡ると、マネージャーアクティブ運用において企業訪問等で独自の情報を得ることによる優位性が小さくなり、クオンツ運用の相対的な優位性が高まることである。これらの点をチェックしながらクオンツアクティブ運用の有効性について検証したい。

まず本章でクオンツアクティブ運用において用いられるデータの質についてチェックし、次章ではクオンツ運用で良く使われるファクターの有効性を検証する。

⁴ 投資信託の格付け評価機関。詳細はwww.morningstar.co.jpを参照。

はじめにデータの質に関する調査として各国の会計基準についてまとめる。近年、日本においては国際会計基準⁵の導入に関する議論が増えてきており、2011年までに国内の会計基準を多くの部分で国際会計基準に収斂させようとしている。一方で新興諸国においても国際会計基準の導入の動きが広がっており、現時点ではほとんどの国で国際会計基準が採用されているか、もしくは自国の会計基準を国際会計基準に準拠するように修正したものを利用するに至っている。このような新興諸国における現時点での国際会計基準の適用状況を調べたものが図表4である。このことから新興諸国の会計基準は概ね国際的な基準に沿ったものとなっていると考えられる。

図表4: 新興国の国際会計基準の適用状況

中国	国内基準を採用するもののほぼ国際会計基準に準拠
韓国	国際会計基準の任意採用、2011年には国際会計基準を採用
台湾	2013年より国際会計基準を採用
インド	2011年より国際会計基準を採用
マレーシア	国内基準を採用するもののほぼ国際会計基準に準拠
インドネシア	2012年に国際会計基準に準拠するよう国内基準を改定
タイ	主要企業については2011年より国際会計基準を採用
フィリピン	国際会計基準を採用
ロシア	自国会計基準
ポーランド	国際会計基準を採用
チェコ	国際会計基準を採用
ハンガリー	国際会計基準を採用
南アフリカ	国際会計基準を採用
イスラエル	国際会計基準を採用
トルコ	国際会計基準を採用
エジプト	国際会計基準を採用
モロッコ	国際会計基準を採用
ブラジル	国際会計基準を採用
メキシコ	国際会計基準の任意採用、2011年には国際会計基準を採用
チリ	国際会計基準を採用
ペルー	国際会計基準を採用
コロンビア	自国会計基準

(出所:www.iasplus.comより三菱UFJ 信託銀行作成)

続いてこれらの会計データを監査する会計事務所について見てみる。図表5に各企業が採用する会計事務所のシェアを示したが、新興国市場においても4大会計事務所と呼ばれる世界的な大手会計事務所を利用するケースが多く、先進国市場と同様の傾向がみられる。会計事務所はアンダーセンがエンロン事件において不正会計に関与したとされ解散を余儀なくされた例のように、信用が最も重要であると考えられる。4大会計事務所については歴史と伝統

⁵ 国際会計基準は正確には「国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards:IFRS)」と呼ばれるが、本稿では国際会計基準という表現を使用する。

を誇り、長年培われた独自のノウハウにより他の中小会計事務所の追随を許さぬ高い質を持つとされ、信用力が高いと評価されシェアを伸ばしてきている。このような4大会計事務所の会計監査を受けている企業が多いということは、新興国市場における会計データの信頼性が向上していることの証左ともいえるだろう。

このような分析からは、新興国株式市場に上場している企業が開示する会計データの質は現時点では先進国と遜色ないものとなっているといえよう。

図表5: 決算報告書作成時の採用会計事務所のシェア

	新興国	先進国(除く日本)
Deloitte & Touche	22.9%	20.8%
Ernst & Young	19.4%	22.7%
KPMG	17.6%	23.1%
PriceWaterhouseCoopers	25.7%	30.4%
4大会計事務所計	85.7%	97.0%
その他	14.3%	3.0%

(FACTSET, MSCI から三菱UFJ 信託銀行作成。ユニバースは新興国: MSCI EM指数、先進国: MSCI KOKUSAI指数、<2010年1月末>。)

次にこれらの会計データが情報ベンダーを通じてすべての企業において取得可能か調査した。ここでは会計データの例として「純利益」、「営業キャッシュフロー」、「自己資本」を挙げて、分析対象銘柄⁶中どれくらいの企業でこのような会計データが取得可能かを調べたものが図表6である。ここでは先進国の状況と比較したが、新興国、先進国ともに分析対象銘柄のほぼ 100%についてこのような会計データが取得可能であることが分かった。よって新興国株式市場においてはクオンツアクティブ運用に利用できる十分な量のデータが取得可能だといえよう。

図表6: 各会計データの入手可能比率

	新興国	先進国(除く日本)
純利益	100.0%	100.0%
営業キャッシュフロー	99.7%	100.0%
自己資本	100.0%	99.9%

(FACTSET, MSCI から三菱UFJ 信託銀行作成。ユニバースは新興国: MSCI EM指数、先進国: MSCI KOKUSAI指数<2010年1月末>。各データの取得可能企業数/ユニバース構成銘柄数にて算出)

加えてクオンツアクティブ運用では、証券会社のアナリストが作成する企業の業績予想データを利用することが多く、各企業の業績に対して十分な数のアナリストが予想を行なっているかどうかも重要である。なぜならばクオンツアクティブ運用において、実際のデータとし

⁶ ここでは分析対象銘柄を新興国は MSCI EM 指数、先進国は MSCI KOKUSAI 指数構成銘柄とした。

てアナリストの業績予想の平均値などを利用するが、予想を行なっているアナリストの数が十分でない場合には、予想の信頼度が低下したり、業績予想のぶれが大きくなることがあるためである。このような観点から、新興国の各企業の業績予想に対し何人のアナリストが予想を行なっているかを調べ、ここでも先進国の状況と比較した。(図表7)

アナリストが業績予想を行なっていない企業は僅か1%ほどであり、新興国株式市場においてもほとんどの銘柄に対し証券会社のアナリストが業績予想を行なっていることが分かる。更に5人以上が業績予想を行なっている会社は約80%であり、先進国と比較して遜色なく、クオンツアクティブ運用で利用する場合にも十分な業績予想データが入手可能だといえる。

図表7: アナリストカバー数

	新興国	先進国(除く日本)
非カバー	1.2%	0.5%
5人未満	19.9%	4.9%
5人以上10人未満	19.6%	12.2%
10人以上	59.3%	82.5%

(FACTSET, MSCI から三菱UFJ 信託銀行作成。ユニバースは新興国: MSCI EM指数、先進国: MSCI KOKUSAI指数<2010年1月末>。)

以上のように新興国株式市場におけるデータの質についてさまざまな側面から検証したが、ほとんどの国で国際会計基準の採用もしくは収斂が進んでいること、主要な会計データについては分析対象銘柄のほぼ100%で入手可能であること、業績予想を実施するアナリストの数についても先進国と遜色ないレベルに達していることなどが分かり、新興国株式市場におけるデータの質について先進国との差は小さいことが分かった。

クオンツアクティブ運用はこれまで新興国株式市場においてあまり用いられていなかったが、このような検証結果からは、新興国株式市場においてクオンツアクティブ運用が効果を発揮できる環境が整っていることが確認できた。

V. 新興国株式市場におけるクオンツアクティブ運用の有効性

1. 新興国株式市場におけるファクターの有効性

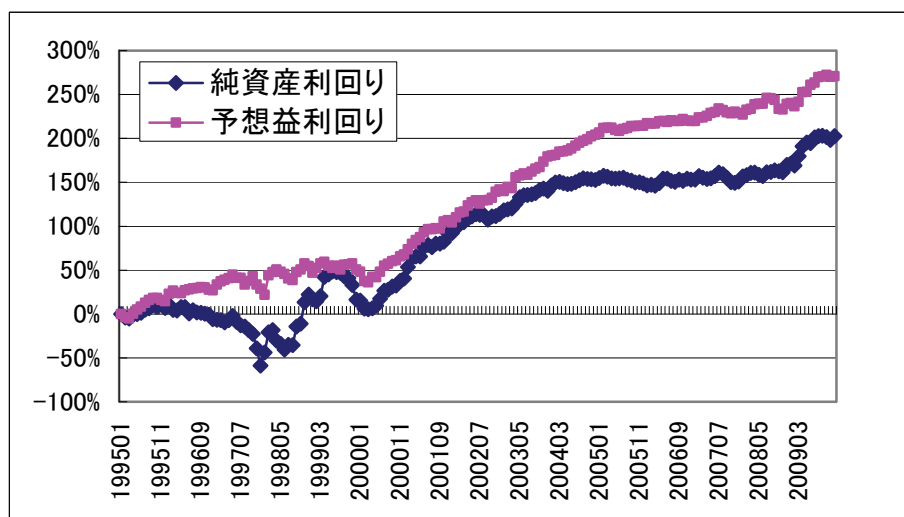
クオンツアクティブ運用の有効性を測るためにクオンツアクティブ運用で利用される代表的なファクターを使った分析を行う。クオンツアクティブ運用は割安系ファクターを利用した割安株投資が多いものと思われるが、ここでは代表的なファクターとして純資産利回りと予想益利回りといった割安系ファクターを使うこととする。そしてこれらのファクターについて分位ポートフォリオ分析といった分析手法にて有効性

を検証する。

分位ポートフォリオ分析とは、分析時点の分析するファクター（例えば純資産利回り）の水準でユニバースを数分位に分割（本稿の分析においてはユニバースを4分位に分割）し、各分位ごとに等金額ポートフォリオを構築し、月次のリターンを計測する分析方法である。特にここでは1分位（ファクターの水準で評価して最も魅力的な銘柄群）の月次リターンから4分位（ファクターの水準で評価して最も魅力的でない銘柄群）の月次リターンを控除したものをファクターリターンと定義して有効性検証の指標とした。そして、このファクターリターンが正であればこのファクターで評価した銘柄選択は成功したことになり、これが中長期の期間でどの程度の確率で成功したのかを評価することでファクターの有効性を評価するものである。

まずは新興国株式市場においてクオンツアクティブ運用で利用される代表的な割安系ファクターである純資産利回りと予想益利回りについて、月次のファクターリターンを累和しグラフ化した。（図表8）これによるとグラフは右肩上がりであり、ファクターリターンが安定してプラスとなっていることが分かる。すなわち、このような定量的な尺度で割安と判断した銘柄群の株価リターンが同様に定量的な尺度で割高と判断した銘柄群の株価リターンを安定して上回っており、純資産利回りと予想益利回りといったファクターは新興国株式市場において有効性が高いといえる。

図表8:新興国株式市場におけるファクターの有効性



(FACTSET, MSCI から三菱UFJ 信託銀行作成。分析ユニバースはMSCI EM採用国の銘柄。ファクターリターンは分位ポートフォリオ分析における1分位-4分位。分析期間は1995/1~2009/12)

また、これらの有効性について統計的な数値で示したものが図表9であり、ここではファクターリターンの平均（年）、ファクターリターンの標準偏差（年）、リスク

リターン比とファクターリターンの正符号比率を示した。これを見ると情報係数、ファクターリターンの正符号比率が高く定量的な評価においても、これらのファクターの有効性が高いことが分かる。

図表9:新興国株式市場におけるファクターの有効性(統計値)

	ファクター リターン 平均①	ファクター リターン 標準偏差②	リスクリ ターン比 (①/②)	ファクター リターン の正符号比率
純資産利回り	13.5%	19.5%	0.69	58.3%
予想益利回り	18.1%	13.9%	1.30	66.7%

(FACTSET、MSCI から三菱UFJ 信託銀行作成。分析ユニバースはMSCI EM採用国の銘柄。ファクターリターンは分位ポートフォリオ分析における1分位-4分位。分析期間は1995/1~2009/12)

次にこの有効性が相対的にはどの程度なのかを比較する。まずは同じように純資産利回りと予想益利回りについて先進国株式市場を対象に分析した。

先ほどと同様の統計的な数値を先進国株式市場の例として欧州株式市場で分析したものが図表 10 である。欧州株式市場においてもリスクリターン比がプラスであり、ファクターリターンの正符号比率も 50%を超えていることから、これらのファクターが有効であるといえなくもないが、新興国株式市場での分析と比較するとこれらの値はかなり低いことが分かる⁷。この点からは新興国株式市場においてはあまりクオンツ的な運用手法は採用されていないものの、先進国と比較してクオンツ運用で用いられる割安系ファクターの有効性が高いことが分かる。

図表10:欧州株式市場におけるファクターの有効性(統計値)

	ファクター リターン 平均①	ファクター リターン 標準偏差②	リスクリ ターン比 (①/②)	ファクター リターン の正符号比率
純資産利回り	1.2%	14.2%	0.09	51.1%
予想益利回り	3.6%	15.6%	0.23	57.2%

(FACTSET、MSCI から三菱UFJ 信託銀行作成。分析ユニバースはMSCI EUROPE採用国の銘柄。ファクターリターンは分位ポートフォリオ分析における1分位-4分位。分析期間は1995/1~2009/12)

次に新興国株式市場で他のファクターや評価尺度との有効性を比較してみる。まずは証券会社のアナリストが推奨する銘柄群のパフォーマンスと比較する。証券会社のアナリストは調査する企業の業績を予想するとともに、株価が将来上昇しそうかどうか

⁷ このような有効性を測る場合に用いられる手法としてt検定があるが、このような検定では欧州株式市場における今回の分析は統計的に有意とはいえない。

かを予測し、買いや売りなどの推奨を行う。このようなアナリストの推奨を数値化したものを用いアナリストの推奨が将来の株価パフォーマンスに影響するのかどうかを検証する。具体的にはアナリストの買い推奨の多い銘柄群と売り推奨の多い銘柄群の月次株価リターンの差をアナリスト推奨度のファクターリターンとし、先ほど割安系ファクターで分析したものと同様の分析を行う。

更に成長株投資を行なうマネージャーアクティブ運用において企業評価に用いることの多い ROE や予想 EPS 成長率についても同様に分析した。これらの結果を図表 11 に示すが、リスクリターン比や正符号比率は割安系ファクターに劣ることが分かる。

図表11:新興国株式市場におけるファクターの有効性(統計値)

	ファクター リターン 平均①	ファクター リターン 標準偏差②	リスクリ ターン比 (①/②)	ファクター リターン の正符号比率
アナリスト推奨	-0.2%	12.5%	-0.02	45.6%
ROE	3.7%	13.2%	0.28	60.0%
予想EPS成長率	1.0%	13.1%	0.08	50.0%

(FACTSET、MSCI から三菱UFJ 信託銀行作成。分析ユニバースはMSCI EM採用国の銘柄。ファクターリターンは分位ポートフォリオ分析における1分位-4分位。分析期間は1995/1~2009/12)

これらの結果から、新興国株式市場においてクオンツ運用で良く用いられる純資産利回りや予想益利回りなどの割安系ファクターは、アナリストの推奨やマネージャーアクティブ運用で企業評価の尺度として利用される成長性指標と比較して有効性が高いことが分かった。また、このような結果はいくつかの先行研究⁸において新興国株式市場でバリュー効果が観測されるといった検証結果とも整合的である。

2. バックテストによる分析

最後により実際の運用に近い形での有効性検証としてバックテストを紹介する。バックテストでは、一定のルールに従って実際のファンド運用に近い形でポートフォリオを作り、これを一定期間毎にリバランスを行う。そしてこれらのポートフォリオのリターンを時点毎に計測することによって、戦略の有効性を測る。先ほどの分位ポートフォリオ分析と比べ、ベンチマークを意識した分析である点、取引コスト、取引タイミングを考慮した点で実際の運用に近い分析となる。

⁸ Robustness of Size and Value Effects in Emerging Equity Markets, 1985-2000.

Barry, goldreyer ,Lockwood and Rodriguez. Working Paper2001を参照。

ここではファクターとして弊社で先進国の株式運用で用いている残余利益モデルを利用した割安度⁹を用い、ベンチマークはMSCI エマージング指数として最適化モデルでポートフォリオを構築した。この最適化したポートフォリオの超過収益率を図表12、13に示す。

図表12:バックテスト(統計値)

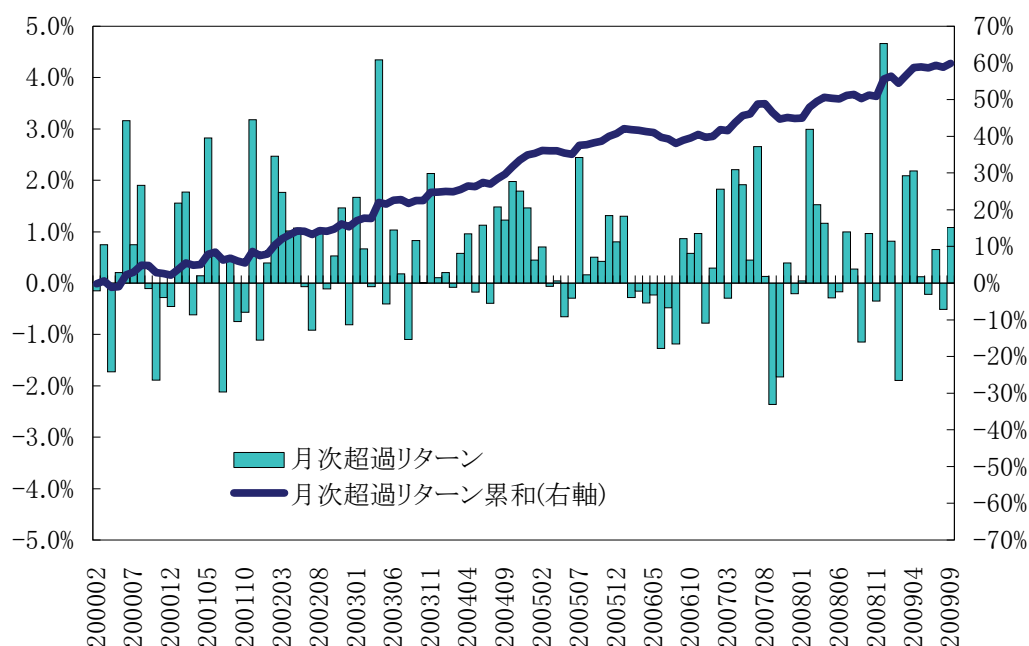
	超過リターン 平均①	超過 リターン 標準偏差②	情報比 (①/②)	超過 リターン の正符号比率
バックテスト	6.2%	4.4%	1.42	62.9%

(FACTSET、MSCI から三菱UFJ 信託銀行作成。ベンチマークに対する超過リターンを計算。分析期間は2000/2～2009/9。リターンは年率換算。)

戦略の有効性を測る尺度は実際の運用と同じベンチマークに対する超過収益率であるが、ここでも情報比や超過収益率の正符号比率をみて有効性を評価する。図表12において情報比が1を超えているが、経験上これは非常に高い数値であり、このことからクオンツアクティブ運用の有効性が高いと考えられる。また、図表13の折れ線グラフは月次の超過リターンの累和であるが、安定的に右肩上がりになっており、戦略の安定性を示している。

⁹ 割安度はモデルで算出した理論株価と実際の株価の乖離率として算出。

図表13: バックテスト



(FACTSET、MSCI から三菱UFJ 信託銀行作成。ベンチマークに対する超過リターンを計算。分析期間は2000/2～2009/9)

VI. おわりに

本稿では存在感の増している新興国株式市場において、先進国株式市場では一般的に用いられているクオンツアクティブ運用という運用手法が有効性を発揮できるのかどうかを分析した。まず、クオンツアクティブ運用で利用するデータが十分かといった点を調査し、これらが先進国と比べて遜色ないレベルに達していることを示した。その上でクオンツアクティブ運用において利用されることの多い割安系のファクターについて有効性の検証を行い、これらのファクターの有効性はアナリストの推奨やマネージャーアクティブ運用における成長株投資で利用される尺度と比べて有効性が高いだけでなく、先進国株式市場における分析と比べても有効性が高いことを示した。そして、最後にバックテストシミュレーションといった手法によっても実際の運用に近い形での有効性検証を実施し、その有効性を確認した。これらの結果からは新興国株式市場においてクオンツアクティブ運用は有効な運用戦略となり得ることが分かった。

これまで新興国株式市場での運用手法としてはマネージャーアクティブ運用がほとんどであり、その中でもこれらの市場の成長性を期待した成長株投資が多いように思われる。しかしながら、このような成長株に投資が集中する結果、成長性の高い銘柄のバリエーションが過度に高くなり、その後のリターンが振るわないという、バリュー株効果が起こりやすくなっ

ているものと考えられる。その上、新興国株式市場は先進国株式市場と比較して取引コストが高く、市場の非効率性も大きいと思われることから、株価が適正価格から乖離するミスプライスが頻繁に起こり、そのミスプライスも大きいことが想定される。このような観点からもクオンツ手法を利用した割安株投資は、幅広いユニバースの銘柄を統一的な尺度で割安、割高評価ができるといった点で、効率的にこのミスプライスを捉える戦略であると思われる。また、スタイルや手法の分散といった点でも、新興国株式市場でこれまでほとんど利用されなかったクオンツアクティブ運用の利用可能性はあると考える。

(2010年3月19日記)

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）