

グローバル株式ポートフォリオにおける
アクティブ運用としての
テーマ株式

金融専門誌を読むような投資家が、アクティブ運用に時間と労力をかける価値がないと考えるのも無理はないかもしれません。

私たちは、「株価は利用可能なすべての情報を正確に織り込んでいるため、投資家は超過リターン(アルファ)の追求を諦めるべきだ」と教えられてきました。

これは説得力のある議論かもしれません。(ベンチマークに連動した運用成果を目指す)パッシブ運用が本質的に魅力的だとされる主な理由は、相対的に低い手数料と高い透明性が投資家に歓迎されるからです。しかし、ロング・ポジション(買いポジション)のみで構成される株式のアクティブ運用ポートフォリオが役に立たないと主張するのは正しくないと考えます。

調査によると、一定数の株式アクティブ運用戦略は長期的に優れた実績を残しています¹。運用担当者が強い確信に基づいた運用を続け、ポートフォリオのリターンとベンチマークのリターンとの乖離幅を示すトラッキングエラーの調整のみを目的とした銘柄保有を避けるならば、アクティブ運用戦略は目標リターンを実現することが可能なはずで

リサーチに重点をおいた ベンチマークに捉われない テーマ株式運用への資金配分を検討する 機関投資家が増えています。

このような背景は、リサーチに重点をおいたベンチマークに捉われないテーマ株式運用への資金配分を検討する機関投資家が増えていることの一因を説明しています²。

1 <https://www.aqr.com/Insights/Research/Alternative-Thinking/Active-and-Pas-sive-Investing-The-Long-Run-Evidence>

2 <https://docfinder.bnppari-bas-am.com/api/files/de3e08aa-b212-42f8-99c3-3134ceaf6aaf>

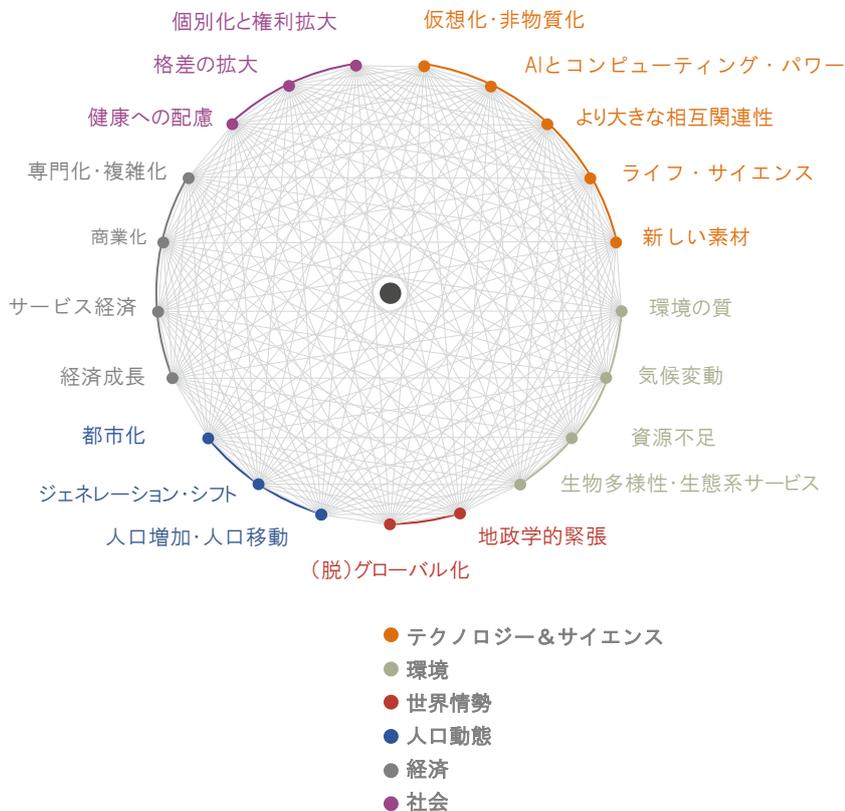
メガトレンドの重要性

テーマ株式運用の主な目標は、景気循環の影響を受けることなく、構造変化の力から利益を得る企業に投資することです。

つまり、都市化、グローバル化、気候変動など、技術、環境、社会に長期間にわたって強い影響を及ぼすメガトレンドを、長期投資の好機に転換し活用しようと試みることです。メガトレンドに着目したテーマ株式運用は、運用担当者によって精緻に運用されれば、従来型の株式運用戦略よりも遥かに多くのアルファ創出の機会を提供することが可能です。ただし、経済的な事象に限らず、さまざまに複雑な事象を深く理解することが求められます。また、この運用に必要なリサーチ体制をすべての運用会社が備えているわけではない点にも留意が必要です。

ピクテのテーマ株式運用チームは長年にわたり、デンマークの非営利機関であるコペンハーゲン未来学研究所 (the Copenhagen Institute for Futures Studies) や、学界および産業界のリーダーとの協働を通じて、21世紀のメガトレンドの進化とそれが産業に及ぼす影響を捉えるための枠組みを策定してきました³。

21のメガトレンド



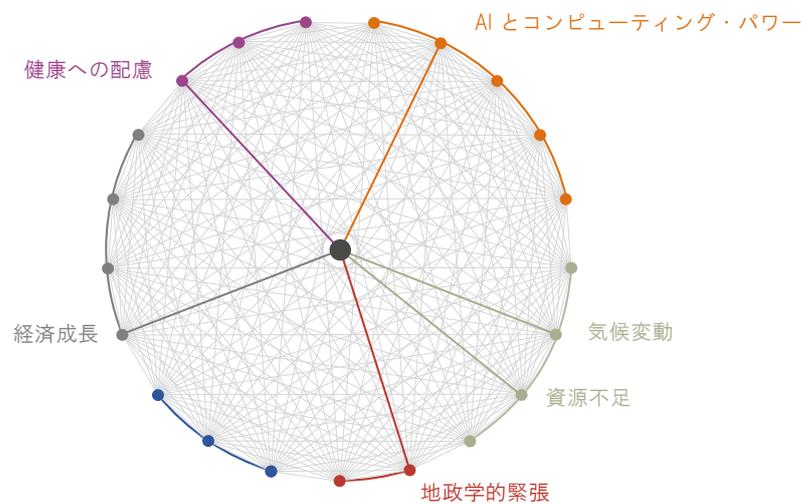
出所:ピクテ・アセット・マネジメント

³ <https://am.pictet.com/ch/en/institutions/investment-views/active-equity/2022/pictet-megatrend-framework>

ピクテは、図表1のテーマに基づいたモデルを用いて、平均以上の成長が見込まれる企業で構成される16の投資ユニバースを特定しました。

その一つがクリーンエネルギー分野です。ピクテの分析が示唆しているのは、クリーンエネルギーのサプライチェーンを構成する企業は、構造変化をもたらす原動力が豊富な環境で事業を展開しているということです。政府主導のグリーン・トランジション（脱炭素化に向けた移行）やクリーン・テクノロジー（環境課題の解決策になるような技術）の進化は公益企業だけでなく、主要産業や交通・運輸システムの電化に必要なハードウェアおよびソフトウェアを供給する企業の成長に寄与します。

クリーンエネルギー・トランジションという テーマを支えるメガトレンド



出所:ピクテ・アセット・マネジメント、2023年

急速な進展を遂げつつ、多様で豊富な投資機会を有するのがロボット工学です。人工知能（AI）や自動技術（オートマチック・テクノロジー）の進化が意味するのは、ロボットが家庭、オフィス、工場の現場などで利用され、日常生活の一部になりつつあるということです。

ヘルスケア企業も、強力な構造変化のトレンドから恩恵を受けることが期待されます。AIなどの技術進化が診断技術の向上や新薬開発の迅速化に寄与する一方で、人口の高齢化や新興国の中間層の拡大が、今後何年にもわたってヘルスケアや診断関連サービスに対する需要の拡大につながると予想されます。

ピクテでは、3つのセクターを対象としたテーマ型投資のリターンが、MSCI世界株価指数のリターンを今後5年で最大20%上回る可能性があるとして試算しています⁴。

4 ピクテ・アセット・マネジメント「Secular Outlook2024」 <https://am.pictet.com/ch/en/institutions/investment-research/sec-ular-outlook-2024>

パッシブ運用を補完する テーマ株式運用

ピクテの分析は、テーマ株式がアルファの源泉となり得るだけでなく、パッシブ運用を補完する可能性があることを示唆しています。最初に挙げられるのは、テーマ株式のユニバース(投資対象銘柄群)が極めて大きいということです。テーマ株式ユニバースには、主要株価指数の構成銘柄とほぼ同数の銘柄が含まれており、テーマ株式として認められる基準を満たす上場株式は、およそ2,000銘柄に達すると考えられます。一方、MSCI全世界株価指数の構成銘柄は約1,400銘柄です。このことは、テーマ株式で構成されるポートフォリオの分散が、主要な世界株価指数をベンチマークとする従来型のポートフォリオと同様に容易に行えることを示唆しています。

二つ目の根拠は、テーマ株式の投資対象となる企業が専門分野に特化した事業活動を展開するという特異な特性を有することです。専門事業に特化した「ピュア・プレー」と呼ばれる企業の株式は、投資ユニバースのかなりの部分を占めています。

ピクテのテーマ株式ポートフォリオでは、事業を多角化した大企業の株式よりも常に「ピュア・プレー」株式が選好されています。これは慎重な銘柄選択を行った結果です。

事業の多角化を図り、多くの種類の事業を展開する複合企業(コングロマリット)よりも、専門分野に特化した企業の方が長期投資に適していることを示唆する研究結果が多数あります。こうした研究が示唆しているのは、事業を多角化したコングロマリット全体の価値が、各事業部門の価値の合計を下回る「コングロマリット・ディスカウント」が存在するということです⁵。

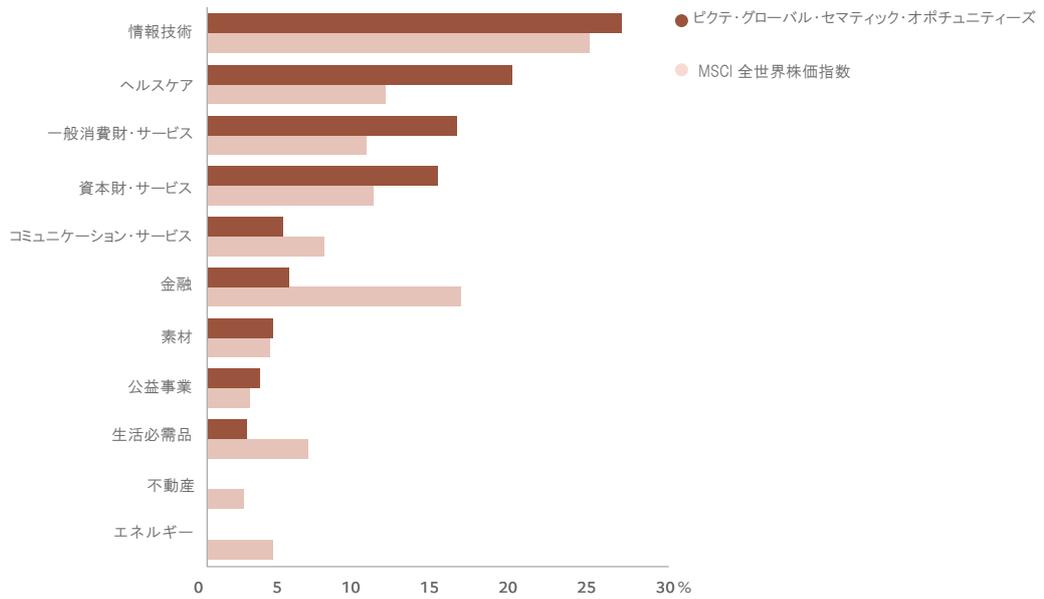
テーマ株式運用の三つ目の決定的な特徴は、ほとんどの場合、通常の株価指数に含まれていない銘柄構成を持つことです。

つまり、テーマ株式ポートフォリオの構成は従来型のグローバル株価指数との類似点がほとんどありません。このことは、ピクテのテーマ株式運用チームは、銘柄選定にあたって完全な自由を有しており、ポートフォリオのトラッキングエラーの調整だけを目的とする「強制された」投資判断を回避できることを意味します。

⁵ Ammann, Manuel and Hoechle, Daniel and Schmid, Markus M., 「Is There Really No Conglomerate Discount?」 (Working paper, 2011). Larry H. P. Lang, and René M. Stulz. 「トービンのQ、企業の多角化と企業業績」 Journal of Political Economy 102.6 (1994): 1248-1280.

テーマ株式ポートフォリオと 主要ベンチマークとの相違点

テーマ株式ポートフォリオとMSCI全世界株価指数の
業種セクター別投資配分比率(%)



出所:ピクテ・アセット・マネジメント、2024年8月31日時点

MSCI全世界株価指数はポートフォリオ構築に影響を及ぼさず、
、テーマ株式運用戦略の投資ユニバースには当指数の非構成銘柄も含まれます。

従って、ポートフォリオとベンチマーク指数のパフォーマンスの類似性は一定ではありません。もっとも、テーマ株式運用がすべての投資家に適しているわけではありません。理由がどうであれ、投資期間が1年～3年程度と短い場合や、時折ベンチマーク指数から乖離することが許容できない投資家には、テーマ株式運用が適切ではない可能性があります。一方、多くの投資家とは一線を画し、中長期的な観点から投資を行う意思と余裕がある投資家には、テーマ株式運用が相対的に優れた投資収益を提供できる可能性があるでしょう。

テーマ株式を用いたソリューション： カスタマイズされたアクティブ運用

テーマ株式投資は、100を超える特定分野に特化する2,000社以上の企業の潜在的な利益成長力を最大限に活用する機会を投資家に提供します。

単一のテーマに着目した戦略に投資することは企業の成長機会を捉える一つの手法ですが、これがすべてというわけではありません。

機関投資家は、許容可能なリスクの程度や投資対象企業の規模、保有可能銘柄の流動性などの制約があることが多く、そのため、多くの投資家は単一テーマに着目した投資戦略に簡単には資金を配分できません。

解決策として考えられるのは、投資収益を損なうことなく、それぞれの投資要件を満たすポートフォリオを投資家ごとに構築することですが、テーマ株式運用はこうしたアプローチに適しています。

ピクテは数年前から、機関投資家向けにカスタマイズされたテーマ株式ポートフォリオを構築しています。ポートフォリオの構築プロセスでは、顧客との密接な連携を通じて、顧客それぞれが持つ固有のニーズを満たす銘柄や投資テーマを特定します。

ファンダメンタルズ評価では、時価総額、株価のボラティリティ（変動率）、流動性などの要因に加え、投資家が注目している長期的な構造変化のトレンドも考慮します。その結果、複数の投資テーマに資金を配分する、専用ポートフォリオが構築されます。

最近構築した投資家専用ソリューションの一例として、「土地利用と都市計画」に焦点を当てたものがあります。これは、当社のニュートリション（栄養）、ティンバー（木材）、スマートシティの各戦略の中から、食料生産、木材、都市という特定のテーマに投資するように設計されたものです。

投資対象として特定した分野には以下が含まれます。

・食料生産:新種の食品、生活必需品、実験室で作った食品、代替タンパク質、食品廃棄物、食料安全保障、危機に瀕する食料供給網(フード・サプライチェーン)、垂直農法(バーティカル・ファーミング)

・森林:二酸化炭素回収および土壌貯留、森林破壊および生物多様性の喪失に対応するためのソリューション

・都市開発:廃棄物の最少化に資する技術ならびに人口密度および規模の効果を勘案した資源の効率利用

この他、近年、需要が増しつつある製造あるいは生産施設の自国回帰のトレンドを活用したリショアリング戦略⁶も新しいソリューションです。

リショアリング戦略のための投資ユニバースには、基盤技術、工場の自動化、インテリジェント・ビル(高度情報化建築物)の開発に携わる企業等が含まれ、その多くが、ピクテの「クリーン・エネルギー・トランジション」、「リジェネレーション」、「スマートシティ」の各戦略に沿ったポートフォリオの構成銘柄となっています。

ピクテは、19件の投資家専用ポートフォリオを構築してテーマ株式運用にあたっており、本稿執筆時点の時価総額はおよそ16億米ドルです⁷。

6 本稿執筆時点では運用前

7 2024年9月30日時点

Disclaimer

This material is for distribution to professional investors only. However it is not intended for distribution to any person or entity who is a citizen or resident of any locality, state, country or other jurisdiction where such distribution, publication, or use would be contrary to law or regulation.

The information and data presented in this document are not to be considered as an offer or solicitation to buy, sell or subscribe to any securities or financial instruments or services.

Information used in the preparation of this document is based upon sources believed to be reliable, but no representation or warranty is given as to the accuracy or completeness of those sources. Any opinion, estimate or forecast may be changed at any time without prior warning. Investors should read the prospectus or offering memorandum before investing in any Pictet managed funds.

Before making any investment decision, investors are recommended to ascertain if any investment is suitable for them in light of their financial knowledge and experience, investment goals and financial situation, or to obtain specific advice from an industry professional.

Tax treatment depends on the individual circumstances of each investor and may be subject to change in the future. Effective allocations are subject to change and may have changed since the date of the marketing material.

Past performance is not a guide to future performance. The value of investments and the income from them can fall as well as rise and is not guaranteed. You may not get back the amount originally invested.

This material does not contain sufficient information to support an investment decision and it should not be relied upon by you in evaluating the merits of investing in any products or services offered or distributed by Pictet Asset Management.

This document has been issued in Switzerland by Pictet Asset Management SA and in the rest of the world by Pictet Asset Management (Europe) SA, and may not be reproduced or distributed, either in part or in full, without their prior authorisation.

Pictet Asset Management (USA) Corp ("Pictet AM USA Corp") is responsible for effecting solicitation in the United States to promote the portfolio management services of Pictet Asset Management Limited ("Pictet AM Ltd"), Pictet Asset Management (Singapore) Pte Ltd ("PAM S") and Pictet Asset Management SA ("Pictet AM SA"). Pictet AM (USA) Corp is registered as an SEC Investment Adviser and its activities are conducted in full compliance with SEC rules applicable to the marketing of affiliate entities as prescribed in the Adviser Act of 1940 ref.17CFR275.206(4)-3.

This marketing material may not be reproduced or distributed, either in part or in full, without Pictet Asset Management S.A.'s prior authorisation

Issued in September 2024

© 2024 Pictet

ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

(1) 投資信託は、値動きのある有価証券等（外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります）に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

(2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について（2024年12月末日現在）

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

(1) お申込時に直接ご負担いただく費用：申込手数料 上限3.85%（税込）

※申込手数料上限は販売会社により異なります。

(2) ご解約時に直接ご負担いただく費用：信託財産留保額 上限0.3%

(3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用：信託報酬 上限年率2.09%（税込）

※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。

※別途成功報酬がかかる場合があります。

(4) その他費用・手数料等：監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます（これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません）。

ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・グループの海外拠点からの情報提供に基づき、ピクテ・ジャパン株式会社が翻訳・編集し、作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■運用による損益は、すべて投資者の皆様へに帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第380号

加入協会：一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会

pictet.com/assetmanagement