

新興国株式市場における取引の進化

Jamie McKenna

Trader

Timothy J Herlihy, CFA

Portfolio Specialist

過去 10 年間の急速な進歩により、先進国株式市場と新興国株式市場間の取引コストと流動性は、かつてないほど同等に近づいています。ここでは、新興国株式市場全体にわたって投資する際に、取引テクノロジーが投資家にさらなる安心感を与えている理由について説明します。

新興国株式市場での取引は決して簡単な作業ではありませんが、10〜20年前を振り返ると、現在よりもかなり困難でした。歴史的に、新興国株式市場のミクロ構造は、先進国株式市場と比較して流動性が低く、ボラティリティが高く、ビッド・アスク・スプレッドが広いという特徴がありました。多くのブローカーの専門知識が特定の市場に限定されていたため、アクセスが制限されることがよくあり、より広範な新興国株式市場の世界の、多様で複雑なダイナミクスを効果的にナビゲートする能力が妨げられていました。これらの市場での執行チャネルは、主にブローカーディーラーのポートフォリオ取引またはハイタッチのキャッシュデスクに限定されていました。トレーダーは先進国株式市場で利用できる高度な取引システムとテクノロジーを欠いており、代わりに時代遅れのプラットフォームとリアルタイムデータへの限られたアクセスに依存していたためです。

ハイタッチのキャッシュデスクブローカーは、通常、自然な相殺ブロックの流動性を調達しようとしたり、リスク取引のために自社のバランスシートを活用したりするため、平均日次取引量 (ADV) が大きい注文フローの取引に使用されます。これには、相当の信頼と確立された関係が必要でした。フローの買い占めや情報漏洩は、大きなポジションを動かそうとする際に大きな取引コストにつながる可能性があるためです。当然のことながら、彼らの専門知識には代償があり、キャッシュデスクブローカーは、プロセスにもたらした価値を反映して、より高い手数料を要求しました。

自然な流動性がまったくない場合、プログラム取引が唯一の実行可能な選択肢でした。プログラム取引は、市場価格への影響を最小限に抑えながら、複数の新興国株式市場で大量の株式を取引するために使用されます。ボラティリティの高さ、流動性の欠如、ブックの深さ、価格発見の制限、オークションの可視性の制限、および広いビッドアスクスプレッドは、多くの場合、取引コストの大幅な上昇につながりました。したがって、トレーダーは市場で注文を効果的に実行するためにこれらのブローカーに頼っていたため、各新興国株式市場の複雑さとダイナミクスを理解しているブローカーとの確立された信頼できる関係を持つことは、同等かそれ以上に重要でした。

2000 年代後半までに、電子アルゴリズム取引は大きな注目を集めるようになりました。モルガンスタンレーなどの大手ブローカー・ディーラーは、2007 年から 2009 年にかけて、ポーランド、チェコ共和国、ハンガリー、韓国などの新興国株式市場でロータッチ取引の提供を開始しました。同じ頃、Liquidnetなどの代替機関ブロック取引ネットワークは、2010 年から 2013 年にかけて、インド、インドネシア、タイ、トルコ、フィリピンなどの市場に拡大しました。現在、リクイドネットの「流動性プール」は、MSCI-EM 諸国の約 60% をカバーしています。ブローカー・ディーラーは、わずか 5 年前に、MENA 市場全体で完全な電子アルゴリズムスイートの提供を開始しました。平均すると、ほとんどのブローカー・ディーラーは、MSCI-EM 諸国の少なくとも 75% にロータッチの電子アクセスを提供しており、いくつかの企業はこれらの市場のほぼすべてをカバーしています。

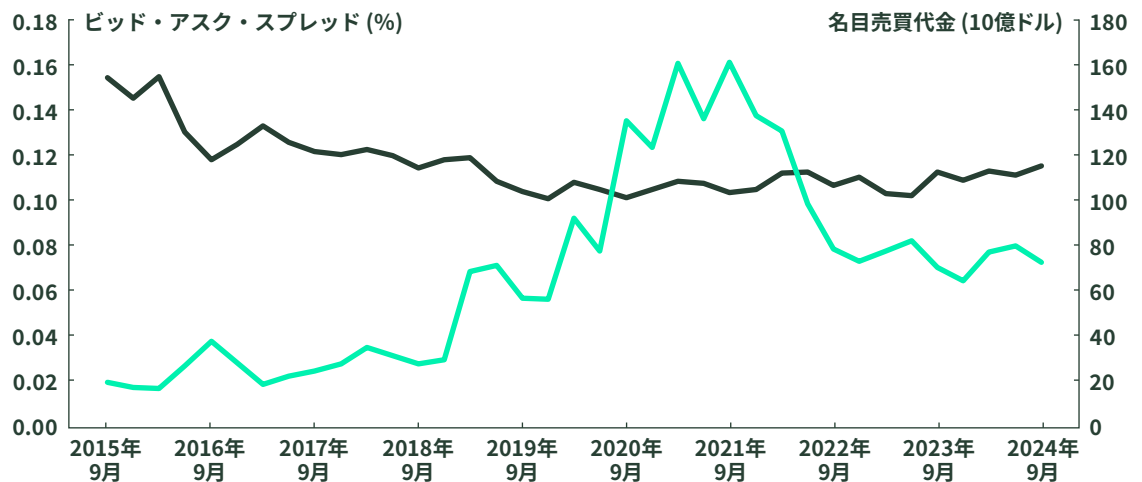
技術革新の影響

背景を説明するために、新興国株式市場での取引が過去 15 年間でどのように進化してきたかを見てみましょう。2010 年には、電子取引やアルゴリズム取引がまだ初期段階にあったため、新興国株式市場の株式取引の 95% は依然としてプログラム取引またはハイタッチのキャッシュデスクを必要としていました。2024 年まで進むと、この分布は大幅に変化し、現在ではアジア太平洋、ヨーロッパ、MENA の新興国株式市場での取引の約 55% がプログラム取引とハイタッチ取引で実行され、電子取引は 45% となっています。LATAM 市場は、チリ、コロンビア、ペルーなどの非常に流動性の低い市場では電子取引がまだ普及していないため、依然として遅れをとっています。

取引におけるこうした進歩は、効率性とコスト削減の目に見える改善につながっています。全般的にテクノロジーが向上し、アクセスが容易になり、流動性が向上し、スプレッドが縮小し、取引コストが低下しました。全体像を把握するために、Instinet の MSCI-EM 向けグローバル執行コストモニターを見てみましょう。2015 年 9 月期と 2024 年 9 月期を比較すると、新興国株式市場での執行コスト¹ は 20.8bsp から 16bsp に大幅に低下し、23% 減少しました¹。日あたりの平均売買高は 202 億ドルから 733 億ドルに劇的に増加し、264% という驚異的な増加を示しました¹。日あたりの平均スプレッドに関しては、15.5bsp から 11.6bsp に 25% 縮小しました。一方、ボラティリティは比較的安定しており、257.6bsp から 240.8bsp にわずかに減少し、7% の低下となりました。

図表 1
新興国株式取引の進歩
の影響

■ ビッド・アスク・スプレッド (左軸)
■ 名目売買高 (右軸)

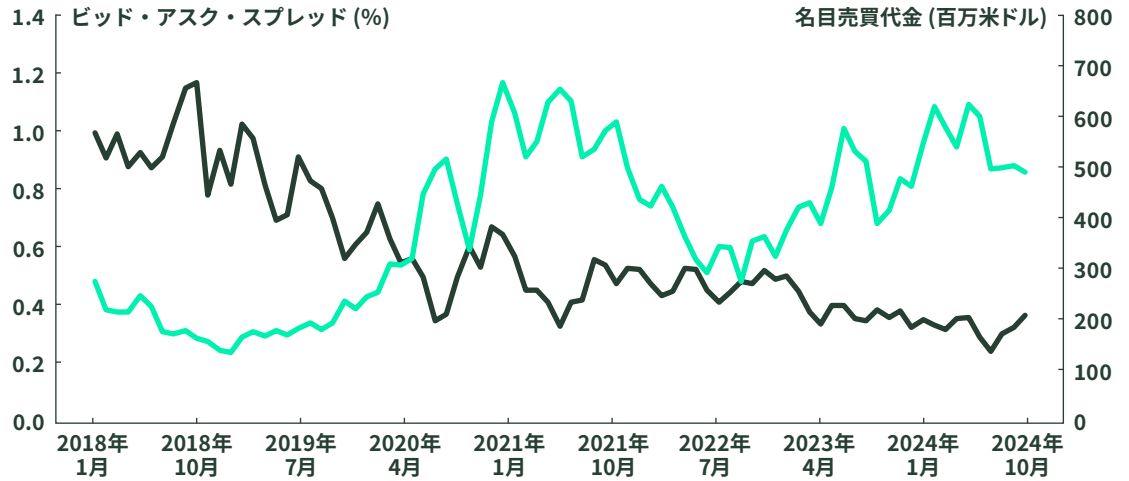


出所：ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、MSCI-EM向けInstinet執行コストモニター(米ドル)、2024年9月30日時点。

新興国株式市場の小型株も同様に、近年スプレッドの縮小、取引コストの低下、流動性の上昇を経験しています。ここでは、SPDR™ MSCI Emerging Markets Small Cap ETF の構成銘柄をユニバースとして、2018 年 1 月まで遡ってデータを比較します。この期間に、スプレッドは 100bsp から 37bsp に低下し、63% 減少しました。同じ期間に、1 日あたりの平均売買高は 2 億 7,950 万ドルから 4 億 9,620 万ドルに増加し、78% 増加しましたが、ボラティリティは 30 台前半で安定しています (コロナ禍のピーク時の急上昇を除く)。

図表 2
新興国小型株取引の進歩の影響

■ ビッド・アスク・スプレッド (左軸)
■ 名目売買代金 (右軸)



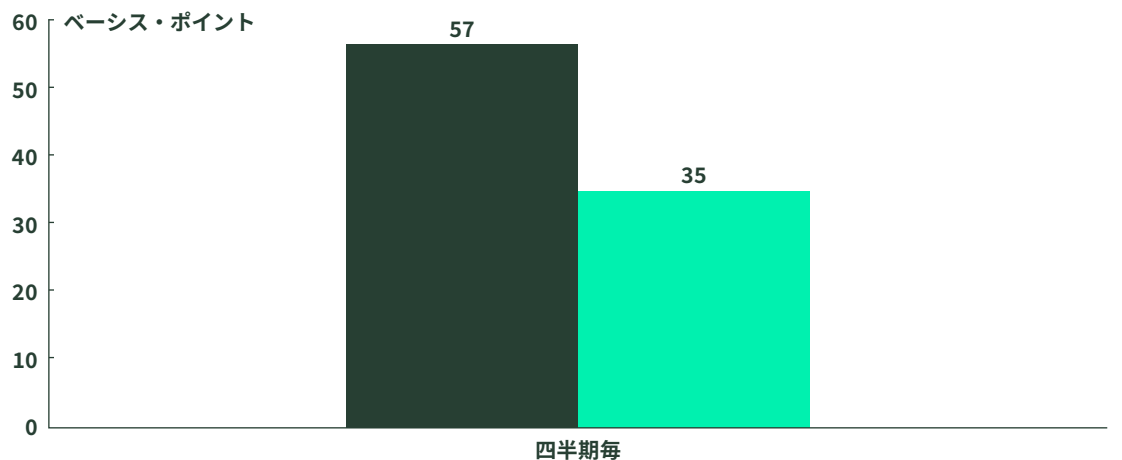
出所：ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、Piper、2024年11月30日時点。SPDR MSCI新興国小型株ETF (EMSD LN) 構成銘柄 (米ドル)。このデータは当図表でのみ使用します。

規模、スケール、そして経験が確かな利益をもたらす

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは、世界最大級の資産運用会社としての地位と新興国株式市場資産クラスにおける強固な基盤により、この進化の恩恵を最も受けている企業の 1 つです。インプリメンテーション・ショートフォール (IS) 戦略取引に限って見れば、ステート・ストリートは過去 3 年間に新興国株式市場取引の 64% を電子的に実行しました (アルゴリズム/ホイール)。これは主に、アルゴリズム/ホイール取引活動の平均スプレッド (15.97bsp) が非アルゴリズム取引 (20.83bsp) よりも狭いことが要因であり、取引コストの低下にもつながっています (アルゴリズム/ホイールでは 20.2bsp、非ホイール取引では 46.4bps)。こうしたさまざまな実行チャネルの進化と融合により、コストが低下しています。ステート・ストリートは、過去 14 四半期にわたって新興国株式市場取引において、同業他社と比較して執行コストが 38% 低くなっています (下の図表3を参照)。

図表 3
取引コストの同業他社比較、IS法
EM_IS (BPS) の同業他社との比較

■ 同業他社
■ ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ



出所：ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、Virtu、2024年9月30日時点。2021年第1四半期以降の四半期ごとの取引コストの平均。フィルタリングされた180以上のバイサイド金融機関が含まれます。このデータは当図表でのみ使用します。

結論

過去半世紀にわたり、テクノロジーとイノベーションが効率性と生産性に大きな影響を与えてきたことは疑いようがありません。新興国株式の取引は先進国株式の取引に比べると遅れていたかもしれませんが、過去10年間の急速な進歩により、2つの世界の取引コストと流動性は接近しています。これにより、投資家は資産クラスに資本を配分する際の柔軟性が高まり、マネージャーは戦略目標を実行する際の容易さと能力が向上し、規模の拡大を通じて全体的な効率性が向上します。資産配分の決定についての戦術的な観点はさておき、取引効率の観点から見ると、今は新興国株式に投資するのに最適な時期の1つであり、今後数年間はテクノロジーの強化が引き続き取引効率の向上に重要な役割を果たすと予想されます。

著者

Christopher N Laine
Senior Portfolio Manager

John G Siegrist
Senior Portfolio Manager

Nathaniel N. Evarts
Managing Director, Trading

注釈

1 コストはVWAPで20日間のADVを5%執行する推定値を指します。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズについて

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは、過去45年以上にわたり、各国政府や機関投資家、金融プロフェッショナルの皆様には資産運用サービスをご提供しています。厳密なリサーチや分析、厳しいマーケット環境における経験に基づいたリスク考慮型アプローチの下、インデックス運用とETF運用の先駆者として投資における新しい世界を常に切り拓き、世界第4位の資産運用会社*として、約4.72兆ドル**を運用しています。

* Pensions & Investments Research Center. 2023年12月末時点。
** 2024年12月末時点、ETFの運用資産総額1兆5,777.4億米ドルを含み、そのうち約821.9億米ドルは、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・ファンズ・ディストリビューターズ・エルエルシー（「SSGA FD」）がマーケティング・エージェントを行っているSPDRの金の資産です。SSGA FDはSSGAの関連会社です。すべての運用資産残高は監査前の数値です。

ssga.com

マーケティング・コミュニケーション

State Street Global Advisors Worldwide Entities

ご留意事項

投資には、元本割れリスクを含むリスクが伴います。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの書面による明示的な同意なしに、本著作物の全部または一部を複製、複写もしくは送信、またはその内容を第三者に開示してはなりません。

本稿に示されている内容は2024年12月31日時点のJamie McKenna、Timothy Herlihy、Christopher Laine、そしてJay Siegristの見解であり、市場及び他の条件によって変更される場合があります。本稿には将来予測に関する記述と見なされる情報が含まれており、そうした内容は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開は予測とは大きく異なる可能性があります。

提供された情報は、投資助言に該当するものではなく、そのようなものとして依拠されるべきではありません。本情報は、有価証券の購入の勧誘または売却の申出とみなされるべきものではありません。本情報は、投資家の特定の投資目的、戦略、税務上の地位または投資期間

を考慮したものではありません。ご自身の税務・財務アドバイザーにご相談ください。

すべての情報は、別段の記載がない限り、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズによるものであり、信頼できると考えられる情報源から入手したものです。その正確性を保証するものではありません。これらの情報は、現在の正確性、信頼性もしくは完全性、またはこれらの情報に基づいた意思決定に対する責任についての表明や保証はなく、これらの情報はそのようなものとして依拠されるべきではありません。

過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。

投資には、元本割れリスクを含むリスクが伴います。

外国有価証券への投資は、通貨価格の不利な変動、源泉徴収税、一般に公正妥当と認められる会計原則の差異、他国の経済不安定または政局不安によってキャピタルロスが発生するリスクを含む場合があります。

新興国市場または発展途上国市場への投資は、先進国市場への投資よりも相対的にボラティリティが高く、流動性が低い場合があり、より発展が進んだ国々と比較すると、多様性と成熟度の面で概して劣後する

経済構造や安定性に劣る政治制度に対するエクスポージャーを含む場合があります。

株式証券の価値は、個々の企業の活動や一般的な市場および経済状況によって変動し、大きく下落する可能性があります。

ETFは株式のように売買され、投資リスクにさらされており、市場価値は変動します。投資リターンと投資元本の価値は変動するため、売却や償還の際に、受益権の価値は購入した水準を上回るまたは下回る可能性があります。

ここで言及されている商標およびサービスマークは、それぞれの所有者の所有物です。第三者のデータ提供者は、データの正確性、完全性または適時性に関していかなる保証または表明も行わず、また、かかるデータの使用に関連するいかなる種類の損害に対しても責任を負いません。

このコミュニケーションに含まれる情報は、調査の推奨または「投資調査」ではなく、適用される地域の規制に従って「マーケティングコミュニケーション」として分類されます。これは、このマーケティングコミュニケーションが、(a)投資リサーチの独立性を促進するために設計された法的要件に従って作成されていないこと、(b)投資リサーチの普及に先立つ取引の禁止の対象ではないことを意味します。

小規模企業への投資は、大規模で知名度の高い企業への投資よりも大きなリスクを伴う可能性があります。

時価総額が大きい企業は、市場や経済状況に基づいて選好されたり敬遠されたりします。大企業は、時価総額が小さい企業よりもボラティリティが低い傾向があります。この潜在的に低いリスクと引き換えに、証券の価値は時価総額が小さい企業ほど上昇しない可能性があります。

アクティブファンドの運用は特定のインデックスファンドの運用を模したものではありません。

分散投資は、利益の確保または損失を防ぐことを保証するものではありません。

本資料は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。

© 2025 State Street Corporation. All Rights Reserved.
ID2591300-7489134.2.2.APAC.
INST 0125
Exp. Date: 31/01/2026