

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



なぜアジアでアクティブ戦略の 需要があるのか 指数では捉えきれない投資機会の 獲得

**Vis Nayar**

チーフ・インベストメント・オフィサー
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

ポイント

- ▶ **アジアは多様性が高く、リターンのはらつきも大きいことから、指数にとどまらない投資機会を捉えるためには、アクティブ運用が不可欠なものとなります。**
- ▶ **アジア全域に存在する構造的な情報格差は、アクティブ運用者がファンダメンタルズ分析や現地に基づく知見を通じて付加価値を創出する余地を提供しています。**
- ▶ **集中リスクの高まりは、潜在的なリスクを適切に管理し、価格の歪みによる投資機会を特定する上で、アクティブ運用の有効性を一段と強調するものになっています。**

高い流動性、広範なアナリストカバレッジ、迅速な情報伝達が特徴である高効率な市場においては、パッシブ運用が市場リターンを低コストで獲得する有効な手段となり得ます。しかしながら、この論理をアジア市場に適用する場合、その有効性は著しく低下します。

アジアは、単一かつ均質な投資環境ではありません。同地域は、先進国市場、新興国市場、フロンティア市場が混在するモザイク構造を有しており、それぞれに異なる規制制度、コーポレート・ガバナンスの水準、流動性プロファイル、ならびに投資家基盤が存在しています。

また、アジアの株式市場は構造的に他地域とは異なる特性を備えています。多くのアジア株式市場においては、リアルタイムでの情報入手、価格の透明性、アナリストカバレッジの水準が相対的に限定的であり、これらが歴史的に市場の効率性の低さにつながってきました。こうした環境下では、アクティブ運用が不可欠な役割を果たすことになります。

アジア市場はいまだ十分なリサーチが不足している

アジアにおいてアクティブ投資が最も有効である理由の一つは、包括的なセルサイドのアナリストカバレッジが不足している点にあります。特に ASEAN 諸国の市場では、相当な割合の企業において、アナリストによるカバレッジが限定的か、もしくは全く行われていない状況にあります。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。
最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

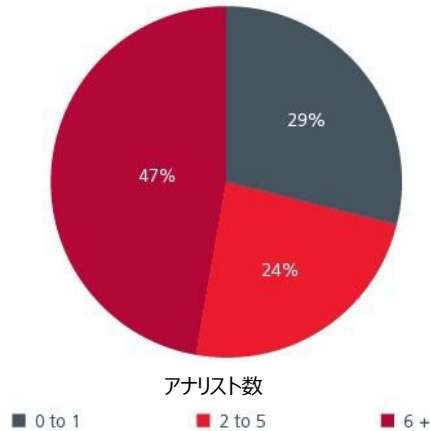
※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379号／加入協会 一般社団法人資産運用業協会

260520(01)

図表1：ASEAN 企業におけるアナリストのカバレッジ比率



出所：Bloomberg、FTSE ASEAN オールシア指数（2025年8月31日）のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

アナリストによるカバレッジが限定的であることは、最新の情報が株価に反映されるまでに時間を要することを意味します。その結果、企業の業績改善、バランスシートの修復、あるいはコーポレート・ガバナンスの改善といった前向きな変化が、長期間にわたり市場から十分に評価されないケースも少なくありません。

ボトムアップリサーチを行う意思と能力を有する投資家にとって、このような環境は、市場全体に認識される前の段階で、価格の歪みによる投資機会を認識するチャンスを生み出します。

これはアジア市場における固有の構造的特性であり、循環的な要因によるものではありません。アナリストカバレッジの偏りと情報の非対称性が存続する限り、アクティブ運用者はファンダメンタルズ分析と現地に根差した知見を通じて、引き続き付加価値を創出する可能性を有しています。

指数はアジアにおける真の投資機会を十分に反映していない

アジアにおける投資機会は、主要な株価指数に反映されている範囲をはるかに超えて広がっています。同地域には、国内、地域、さらにはグローバルな観点で重要な上場企業が多数存在しますが、その多くは、時価総額、流動性、あるいは指数上の分類といった制約により、主要指数には組み入れられていません。

さらに、MSCI AC アジア（除く日本）指数の構成を分析すると、中国や台湾といった特定の国、ならびに情報技術や金融といった特定セクターが、指数全体のエクスポージャーの大半を占めていることが分かります。投資家にとって、いわゆる「市場全体」を購入することは、

結果として割高なバリュエーションで評価されている限られた人気銘柄を保有することに等しく、アジアに存在する幅広い投資機会へのエクスポージャーは限定的となりがちです。

加えて、株価指数は「すでに大きく成長した銘柄」を反映する一方で、「これから重要性を増していく過程にあるもの」を捉えていません。構造的変化、産業の高度化、人口動態の変化が進行するアジアにおいては、このタイムラグが投資機会の逸失につながり、特に大きなコストとなり得ます。

現地に拠点を有するアクティブ運用者は、指数に組み入れられる前、あるいは市場全体の注目を集める前の段階で、新たな成長リーダーとなる銘柄を早期に見極められる有利な立場にあります。また、運用会社が現地での調査・分析を実施できることにより、指数では捉えきれない銘柄へのアクセスが可能となります。こうした投資には忍耐力や各市場の特性に対する深い理解が求められるものの、その見返りは大きなものとなり得ます。

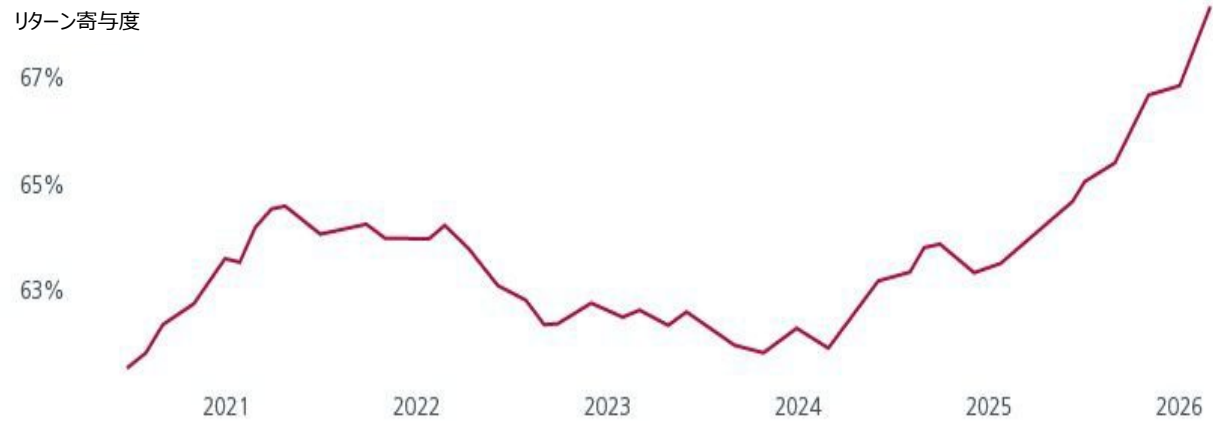
集中リスクの高まり

株価指数が市場全体を代表しているとする前提は、近年成り立たなくなる傾向にあります。指数内ですでに高い比重を占める大型企業は、より多くの資金流入を受けやすく、その結果としてバリュエーションが押し上げられ、指数における支配的な地位がさらに強化される傾向にあります。

その結果として、市場全体の動向が少数の銘柄によって左右される度合いが高まっています。特に2024年以降、日本を除くアジアの投資ユニバースにおいては、最大規模の企業群が地域全体のパフォーマンスを牽引する傾向が強くなっています。

invested in insights.

図表2：日本を除くアジア投資ユニバース*における上位5%構成銘柄のリターン寄与度



出所：イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

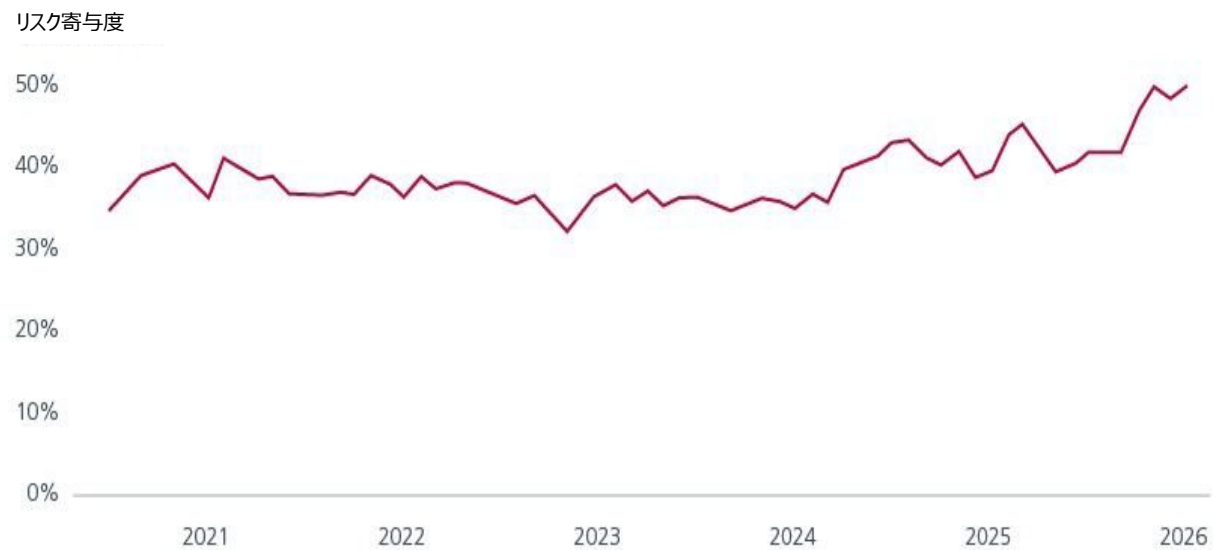
分析期間：2020年6月1日～2026年2月27日

*当社独自の「日本を除くアジア投資ユニバース」は、S&P BMI Global、MSCI ACWI、MSCI Frontier、JCI、FTSE Bursa 100などの主要インデックス（網羅的ではありません）から選定された銘柄で構成されています。さらに、以下の国に上場している銘柄のみを対象としています。香港、シンガポール、中国、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、台湾、タイ、バングラデシュ、パキスタン、スリランカ、ベトナム。

このような集中は、実質的なリスクを内包しています。指数パフォーマンスの大部分を少数の企業が占める状況では、それらの銘柄における業績悪化や株価下落が、ポートフォリオ全体のパフォーマンスを押し下げる可能性があります。

現在、MSCI AC アジア（除く日本）指数においては、上位10銘柄が指数全体のリスクの約50%を占めています。すなわち、「市場全体」への投資を行っていると認識している投資家であっても、実際には限定された一部の銘柄に大きく依存したエクスポージャーを負っていることになります。

図表3：MSCI AC アジア（日本除く）指数における上位10銘柄のリスク寄与度



出所：Axioma Fundamental Asia Pacific ex Japan Medium-Horizonに基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

分析期間：2020年6月1日～2026年2月27日

invested in insights.

アジアにおいてアクティブ運用は単なる選択肢ではない

アジアにおけるアクティブ投資の有効性は、本質的に構造的要因に基づくものです。集中度の高い株価指数、不均一な情報フロー、調査が不十分な市場の存在、バリュエーションの大きな分散、ならびに複雑な政策概念などが相まった環境では、パッシブ運用は基礎的な経済実態を的確に反映することが難しい投資戦略となります。

これと同時に、アジアにおける投資機会の裾野の広さは極めて魅力的なものです。アジアの株式市場には、国内需要に特化した企業から、地域およびグローバルな事業展開を行う企業まで、数千社に及ぶ上場企業が存在します。さらに、アジア太平洋地域の IPO 市場は引き続き活況です。2025年には、同地域における IPO 調達額が前年比で106%増加し、世界の IPO 案件上位10件のうち7件が同地域で実施されました。中でもインドは、IPO 件数において世界で最も活発な上場先となり、過去最多となる367件の IPO を記録しました¹。

このように多様性に富んだ市場環境において、アクティブ運用は重要な競争の優位性を提供します。アクティブ運用者は、過熱感のあるセグメントへのエクスポージャーを抑制し、国別配分を調整しつつ、ボラティリティが高まる局面を巧みに乗り切ることで、変化するリスク環境に応じてポートフォリオを柔軟に調整することが可能となります。従来の相関関係が崩れ、過去の関係性が必ずしも通用しなくなる局面においては、柔軟性は戦術的な選択肢ではなく、極めて重要な優位性となります。

アジアの成長性、革新性、ならびに分散投資効果を享受しようとする投資家にとって、アクティブ運用の本質は短期的なアウトパフォーマンスの追求ではありません。それは、複雑性を的確に捉え、潜在的なリスクを回避し、

指数では体系的に捉えきれない投資機会を獲得するための手段となります。こうした環境を踏まえれば、アジアにおける長期投資家にとって、アクティブ運用の意義は、かつてないほど高まっていると考えられます。

出所：1 https://www.ey.com/en_sg/insights/ipo/trends

※ MSCI 指数はMSCI Inc. が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc. に帰属します。またMSCI Inc. は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

＜当資料に関してご留意いただきたい事項＞

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式／債券や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、当資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。