

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



アクティブな投資家に報いる アジア市場： 成長の波を捉えるための視座

**Jerry Chee**クオンツ・ストラテジスト
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）**Valerie Koh**クオンツ・ストラテジスト
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

- ▶ 市場のダイナミクスが急速に変化し、不確実性が高まる現代において、アクティブ運用はもはや選択肢ではなく、投資戦略の中核をなすべき存在となっています。
- ▶ 特にアジア市場においてはその傾向が顕著です。MSCI AC アジア（日本除く）指数における市場およびセクターの集中度が高まる中、パッシブ運用では想定以上のリスクに晒される可能性があります。指数に連動するだけでは、真の機会を捉えることは困難です。
- ▶ 一方、アクティブ投資家は、指数に含まれない銘柄や市場で過小評価されている企業に柔軟にアクセスすることが可能です。アジアにおいては、こうした銘柄が歴史的に魅力的なバリュエーションで取引されており、実際に優れた成果を上げてきた実績があります。

アクティブ運用とパッシブ運用の議論は、決して新しいものではありません。しかし、今日の市場環境においては、改めてこのテーマに光を当てる必要があります。パッシブ運用は、主にインデックス連動型のETFを通じて、シンプルかつコスト効率の高い投資手法として広く支持されています。しかし、市場テーマの変遷や、貿易やサプライチェーンを巡る新たな複雑性が加わる中で、特にアジア市場においては、よりアクティブな運用が求められています。

パッシブ運用に潜むリスク

パッシブ運用は、低コストで広範囲な市場へのアクセスを可能にする点で、多くの投資家にとって魅力的な選択肢となっています。MSCI AC アジア（日本除く）指数のようなインデックスに連動するETFは、アジア地域の成長機会に対して、深いリサーチを必要とせずに参加できる手段を提供します。しかし、この効率性には代償が伴います。

パッシブ運用への資金流入は、結果が原因に戻って影響を与えるフィードバックループを生み出します。すでにインデックス内で高い比重を占める大型企業に資金が集中することで、バリュエーションがさらに押し上げられ、結果としてインデックス内での支配力が強化されます。その結果、市場全体のパフォーマンスが、限られた銘柄によって左右される構造が加速しています。2024年以降、日本を除くアジア投資ユニバースにおいて、最大手企業がアジア地域のパフォーマンスを牽引する傾向が一層強まっています（次頁、図表1参照）。

市場のパフォーマンスが一部の企業に過度に依存している状況は、投資家にとって現実的なリスクを孕んでいます。特定の銘柄が指数全体のパフォーマンスに不均衡な影響を与える場合、それらの企業に弱含みが見られるだけで、ポートフォリオ全体が押し下げられる可能性があります。実際、MSCI AC アジア（日本除く）指数において、上位10銘柄が指数全体のリスクの40%を占めています（次頁、図表2参照）。

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 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

250806(05)

図表1：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

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。

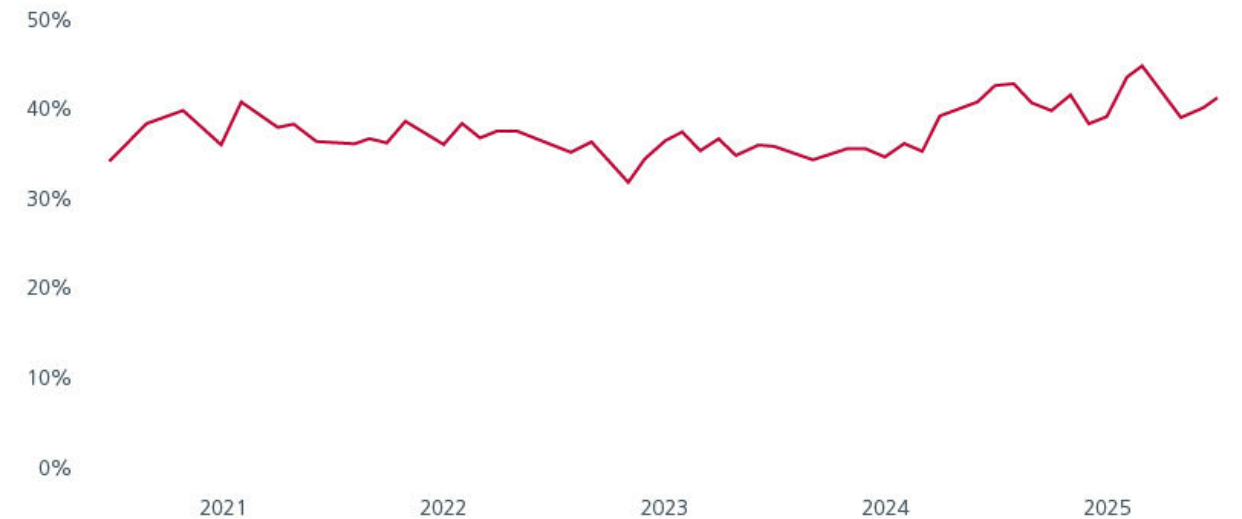
分析期間：2020年6月1日～2025年6月30日。

* 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。

図表2：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

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～2025年6月30日。

invested in insights.

これは、投資家が「市場全体」に分散投資していると考えていても、実際には非常に限定的な銘柄群にリスクが集中していることを意味します。リスク・バジェット（リスク許容量）の観点では、わずか1%の銘柄数が約40%のリスク配分を占めているのです。

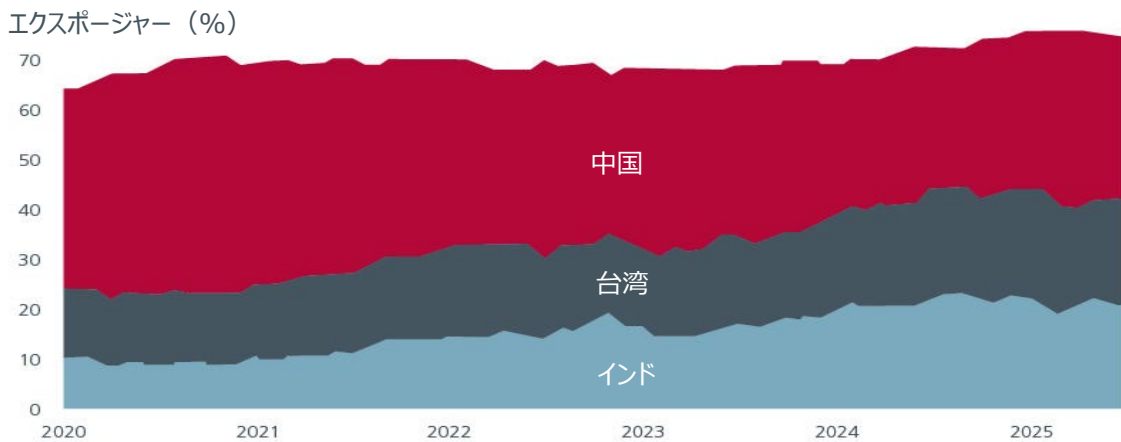
インデックスは本当に「市場」を表しているのか？

従来、インデックスは市場全体を代表するものと見なされてきました。しかし、現在ではその前提が揺らぎつつあります。

MSCI AC アジア（日本除く）指数を国別・セクター別に分解してみると、構成の偏りが一層明確になります。中国や台湾といった特定の国、情報技術や金融といった限られたセクターが、指数全体のエクスポージャーの大半を占めているのです（図表3および4参照）。

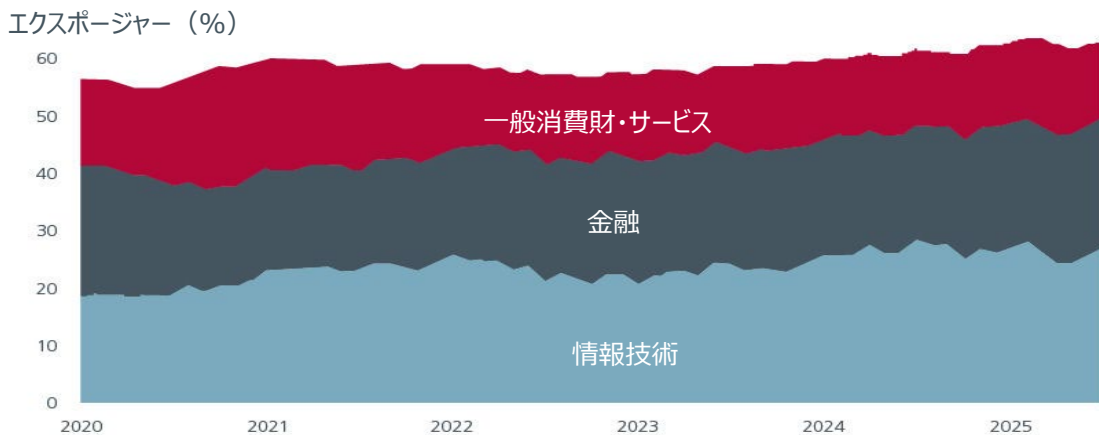
このような構成は、アジア（日本除く）地域に広がる多様な投資機会を十分に反映しているとは言えません。むしろ、インデックスを通じた投資が、地域や産業の偏りを内包していることを示唆しています。

図表3：MSCI AC アジア（日本除く）指数 – 上位3カ国の構成比率



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～2025年6月。
注：2025年6月末時点におけるMSCI AC アジア（日本除く）指数の構成比率上位3カ国。

図表4：MSCI AC アジア（日本除く）指数 – 上位3セクターの構成比率



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～2025年6月。
注：2025年6月末時点におけるMSCI AC アジア（日本除く）指数のGICSセクター別構成比率上位3セクター。なお、GICSに関する知的財産権は、MSCI Inc.およびS&Pにあります。

invested in insights.

MSCI AC アジア（日本除く）指数における国別およびセクター別の集中度が高まっている現状は、投資家に対して「アクティブ運用」の有効性を示唆しています。すなわち、指数に組み込まれた“人気銘柄”にとらわれず、指数外の投資機会にも目を向けることで、より魅力的なバリュエーションを享受できる可能性があります。

例えば、企業の純資産に対して投資家が支払う価格を示す指標である「株価純資産倍率（PBR）」に注目してみましょう。指数構成銘柄の中でも時価総額の大きい企業は、一般的に高いPBRで取引されており、その人気や安全性への期待が価格に織り込まれていることが分かります（図表5参照）。一方で、時価総額の小さい銘柄は、相対的に低いPBRで評価されており、投資妙味のある水準にあると考えられます。

図表5：過去12カ月の株価純資産倍率（PBR）－時価総額セグメント別



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。

注：時価総額セグメントは、一般的なインデックス算出手法に基づいて定義されています。企業は、時価総額に基づいて大きい順にランク付けされ、その後、浮動株調整後の時価総額に基づいて以下のように分類されます。

大型株：累積で全体の70%を構成する銘柄、中型株：累積で85%までの銘柄、小型株：累積で99%までの銘柄、マイクロキャップ株：残りの1%の銘柄。

invested in insights.

では、バリュエーション（株価の割高／割安度合いを見る指標）は本当に重要なのでしょうか。古くからの格言に「価格は価値にあらず」とあるように、株価が企業価値を正しく反映しているとは限りません。

当社では、MSCI AC アジア（日本除く）指数に含まれる銘柄について、2020年6月から2024年6月までの各時点での1年間の将来リターンを分析し、各銘柄を「バリュー特性」と「グロース特性」に基づいて分類しました（図表6参照）。

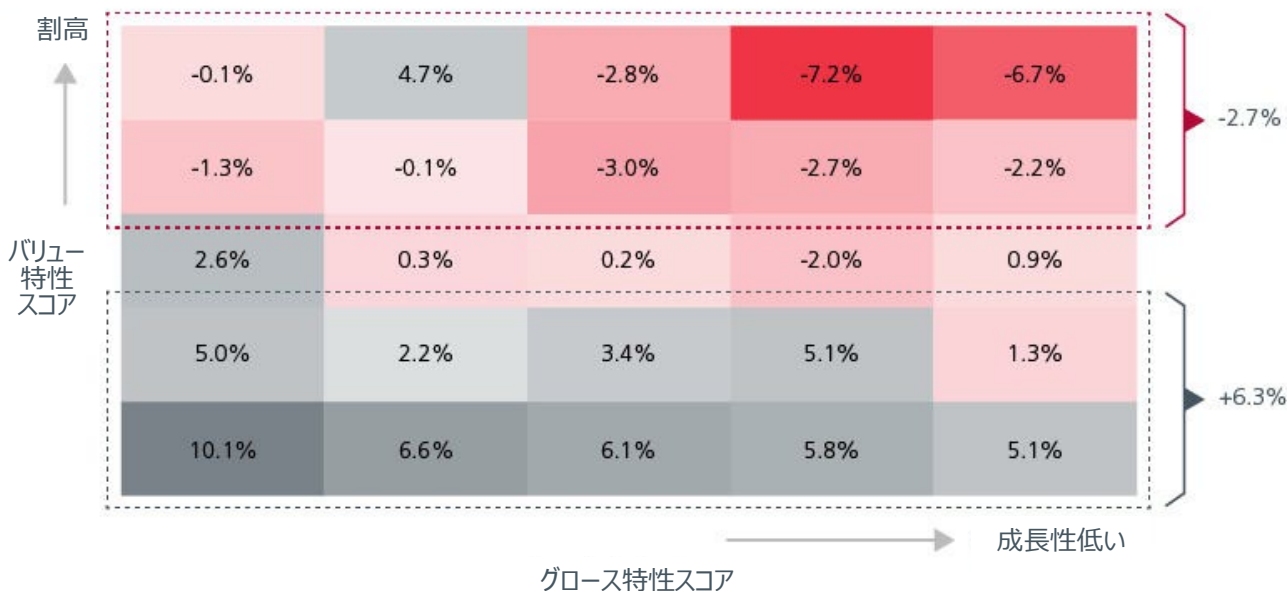
- 図表6の上段は、相対的に割高な銘柄群を示す
- 図表6の左端の列は、成長性の高い銘柄群を示す

この分析によると、割高な銘柄（図表6の上段2行）の平均リターンは▲2.7%とマイナスでした。一方、割安な銘柄（図表6の下段2行）は平均で+6.3%のリターンを記録しており、すべての成長レベルにおいてプラスの成果を上げています。特に、成長性が高く、かつ割安な銘柄は+10.1%という最も高いリターンを示しました。

注目すべきは、成長性の有無にかかわらず、割高な銘柄は一貫して低いリターンにとどまった点です。

この結果は、バリュエーションが投資成果に大きく影響することを示しており、企業の成長性が高く見積もられていたとしても、過度なプレミアムを支払うことが必ずしも優れた成果につながらないことを物語っています。

図表6：日本を除くアジア投資ユニバースにおける指数構成銘柄の1年先リターン



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～2025年6月30日（分析時点：2025年7月）。

注：当社独自のアジア（日本除く）ユニバースに含まれる証券を、バリューおよびグロースのファクタースコアに基づき25のフラクティルに分類。各フラクティルに対して、MSCI AC アジア（日本除く）指数に対するイコールウェイトの1年先アクティブリターンを算出。

バリュー特性スコア：バリュエーション関連指標を独自に組み合わせたもの、グロース特性スコア：成長性、センチメント、バリュエーションなど複数の指標を独自に組み合わせたもの。

invested in insights.

不確実性を乗り越える —— 今こそアクティブ運用の時

2025年は、予想外の展開が続く一年となっています。従来の市場の相関関係は崩れディフェンシブセクターはリスク回避局面で期待されたパフォーマンスを発揮できず、為替市場では金利差に反した動きが見られました。こうした市場の異変は、過去の経験則がもはや通用しない可能性を示唆しています。

MSCI AC アジア（日本除く）指数は、構成銘柄の集中度が高まり、テーマ性の強い銘柄への偏りが見られるようになっていきます。このような環境下では、アクティブ運用は「選択肢」ではなく「必然」と言えるでしょう。

アクティブマネージャーは、地政学的な動向を読み解き、サプライチェーンの脆弱性を評価し、政策変更を先取りすることが可能です。インデックスの構成比率に縛られることなく、ポートフォリオを柔軟に調整し、リスクを能動的に管理することができます。

アジアにおいて長期的なリターンを追求する投資家にとって、アクティブ運用の重要性はかつてないほど高まっています。

- ・ 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。