

invested in insights

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



新興国市場の集中リスクを乗り越える

-アクティブ・バリュー運用が切り拓く投資機会

**Navin Hingorani**ポートフォリオ・マネジャー、新興国株式チーム
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

- ▶ 新興国株式は足元で先進国株式を上回るパフォーマンスを示しており、投資家の関心が再び高まっています。一方で、パッシブ運用による投資は特定の国や銘柄への集中が進んでいます。現在、台湾および韓国がMSCIエマージング・マーケット指数の約半分を占めており、その構成は一部の大型テクノロジー企業への依存度が一段と高まっています。
- ▶ 新興国市場の広がりや市場の非効率性は、アクティブ運用の有効性を支える要因と考えられます。24か国・約3,000銘柄に及ぶ幅広い投資対象の中では、規制環境、コーポレートガバナンス、流動性、アナリストによる調査・分析の充実度などに大きな差が見られます。こうした市場特性は、企業の本質的な価値を見極める調査・分析や銘柄選択によって付加価値を創出できる余地を広げていると考えられます。
- ▶ バリュー株に着目するアクティブ運用戦略は、投資資金が集中しやすい足元の新興国市場において、有効な分散投資手段となる可能性があります。銘柄間のバリュエーション格差が拡大していることに加え、投資機会が幅広く存在していることや、高金利環境が長期化する可能性などを踏まえると、ベンチマークに占める比率の高いグロース企業だ

けでなく、企業のファンダメンタルズやキャッシュフロー、さらには市場で十分に評価されていない企業にも注目することが重要と考えられます。

2025年初来、新興国株式は先進国株式を上回るパフォーマンスを示しており、MSCIエマージング・マーケット指数の上昇率は60%超と、MSCIワールド指数のほぼ2倍となっています（Bloomberg、2024年12月31日～2026年6月30日。米ドルベース）。この堅調な推移を受けて、年初来の新興国株式のETFの資金流入額は1,000億米ドルを超えています。一方、ETF以外からは資金流出が見られ、新興国株式全体の純流入額は約620億米ドルです（次頁、図表1参照）。グローバルにおける新興国株式市場の投資ユニバースは、24か国・約3,000銘柄に及び、各国で規制環境、コーポレートガバナンスの水準、流動性、投資家層などが大きく異なっています。また、新興国株式市場に対するアナリストの調査・分析は、先進国市場と比較すると必ずしも十分とはいえません。そのため、企業固有の要因や市場の非効率性に起因する投資機会が生じやすく、アクティブ運用者は企業の本質的な価値を見極める調査・分析や銘柄選択を通じて付加価値を創出できる余地が大きいと考えられます。

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

260911(03)

図表1：新興国株式への資金流入の大半は、新興国株式ETFを通じたもの

期間	(10億米ドル)		
	ETF	ETF以外	合計
年初来	102	-40	62
過去12ヵ月	152	-57	95
過去18ヵ月	187	-90	97

出所：JPモルガン、EPFRグローバル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。2026年8月時点（暫定値）。

これに対し、先進国市場では、市場の流動性が高く、アナリストによるカバレッジも広範であるほか、情報が迅速かつ効率的に市場へ織り込まれる傾向があります。そのため、アクティブ運用者が市場で十分に評価されていない銘柄を発掘することは相対的に難しいと考えられます（図表2参照）。

こうした違いは、米国株式および新興国株式に投資するパッシブ・ファンドの相対的な運用実績にも表れています。図表2が示すとおり、過去10年間に於いて、S&P500指数に連動するパッシブ・ファンドは、第1四分位または第2四分位に位置する良好な成績を達成してきました。一方、MSCIエマージング・マーケット指数に連動するパッシブ・ファンドは、概ね第3四分位に位置しており、新興国市場におけるアクティブ運用の有効性を示唆する結果となっています。

新興国市場は、その多様性と銘柄間のリターン格差の大きさから、アクティブ投資家にとって銘柄選択を通じて超過収益（アルファ）を獲得できる機会が豊富に存在すると考えられます。今後、地政学的な分断の進展や国・地域ごとに異なる経済成長が見込まれる環境下では、アクティブ運用による銘柄選択や投資判断が、ポート

フォリオの運用成果に対してより大きな影響をもたらす可能性があります。

新興国株式におけるパッシブ運用のリスク

市場で十分に評価されていない魅力的な銘柄やベンチマーク外の投資機会を逃してしまう可能性があることに加え、近年の一部新興国市場の大幅な上昇により、パッシブ運用の投資家は集中リスクの高まりにも直面していると考えられます。AI関連投資を背景とした台湾および韓国市場の上昇を受け、両市場の時価総額は拡大しており、2026年6月末時点ではMSCIエマージング・マーケット指数の50%超を占めています。これは、2025年1月時点の37%から大きく上昇した水準です。一方で、両市場の時価総額は、少数の超大型テクノロジー企業によって大きく占められる構造となっています。

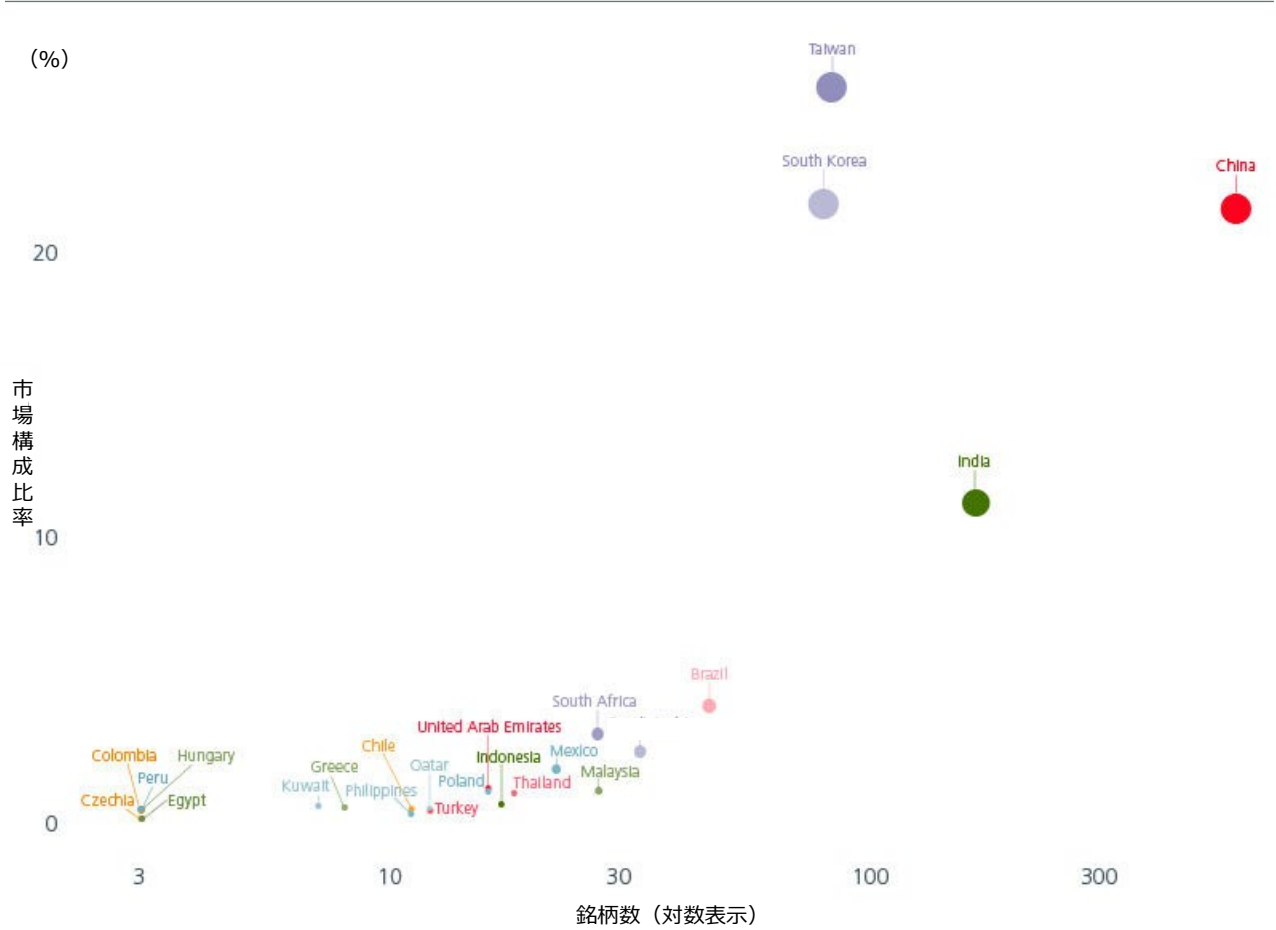
MSCIエマージング・マーケット指数において、台湾および韓国の構成銘柄数はそれぞれ約80～85銘柄ですが、指数に占める比率はそれぞれ27%、22%に達しています（次頁、図表3参照）。これに対し、中国は台湾の5～6倍に相当する銘柄数を有するものの、指数に占める

図表2：パッシブ戦略のベンチマークに対するパフォーマンス

	1年	3年	5年	7年	10年
MSCIエマージング・マーケット指数	第3四分位	第3四分位	第3四分位	第3四分位	第4四分位
S&P500種指数	第2四分位	第2四分位	第2四分位	第2四分位	第2四分位

出所：eVestmentピアーズ・ユニバース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。2026年6月30日現在。なお、本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、いかなる金融商品、投資商品、有価証券またはサービスの取得・売却の勧誘もしくは申込みを目的とするものではありません。過去の実績は、将来の成果や運用実績を示唆または保証するものではありません。

図表3：MSCIエマージング・マーケット指数における各市場の構成比率と銘柄数の比較



出所：イーストスプリング・インベストメンツリサーチ & アナリティクス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。2026年5月29日現在。なお、各資産クラスまたはセクターの過去の実績を示す代用指標として指数を使用することには一定の限界があり、これらの実績はポートフォリオの将来の運用成果または想定されるパフォーマンスを示唆するものではありません。

比率は22%にとどまっています。また、インドは約180銘柄で構成されている一方、指数に占める比率は11%となっています。

中国やインドでは指数構成比率がより多くの企業に分散されているのに対し、台湾や韓国では少数の大型企業への集中度が高い状況です。そのため、MSCIエマージング・マーケット指数に連動するパッシブ運用を通じて台湾や韓国へ投資する場合、両市場全体へ幅広く投資しているというよりも、実質的には少数の超大型テクノロジー企業への投資比率を高めている側面があると考えられます。

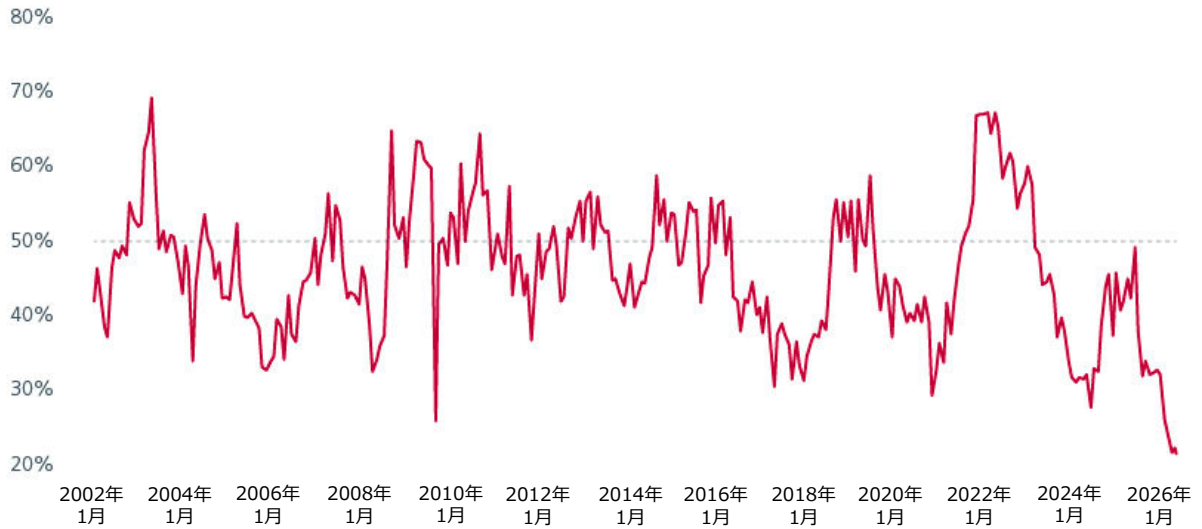
米国市場では、「マグニフィセント・セブン」をはじめとするAI関連の大型テクノロジー企業の存在感が高まったことで、S&P500指数における銘柄およびセクターの集中リスクに対する懸念が高まっています。同様の懸念は新興国市場にも広がりつつあり、2026年7月末時点で情報技術（IT）セクターはMSCIエマージング・マーケット指

数の41%を占めています。

こうした集中リスクは、MSCIエマージング・マーケット・グロース指数のようなグロース株中心のベンチマークや、成長株に重点を置く運用戦略において、より顕著であると考えられます。実際に、2026年7月末時点で同指数におけるITセクターの構成比率は47%に達しています。また、成長株に重点を置く運用戦略は、その特性上、高い成長性を有する企業への投資比率が高くなる傾向があり、現在の市場環境では半導体関連企業やAIの恩恵を受ける企業、テクノロジー・ハードウェア企業への偏りが生じやすい状況にあります。その結果、銘柄、国・地域、さらにはセクターの各レベルにおいて、集中リスクが高まる可能性があると考えられます。

また、新興国市場における一部銘柄への集中は、市場の値上がり銘柄の広がりに限定的になっていることにもつながっています（次頁、図表4参照）。現在の新興国市場では、過去25年近くで最も市場の広がりが見られつつある局面の一つが見られています。

図表4：MSCIエマージング・マーケット指数を上回るパフォーマンスを達成した構成銘柄の割合
(前年比、米ドルベース)



出所：HSBC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。2026年8月14日現在。

限られた銘柄のみが市場をけん引する局面では、その上昇トレンドが一段と強まり、特定の銘柄やセクターのバリュエーションが大きく押し上げられる傾向があります。その結果、割高感が高まった銘柄やセクターは、その後の調整局面に直面するリスクを抱える可能性があり、こうした環境においては、投資機会とリスクを見極めながら柔軟に投資先を選別できるアクティブ運用の重要性が高まると考えられます。

バリュー投資ならではの差別化の可能性

足元では、グローバル新興国株式におけるバリュー戦略の投資妙味が一段と高まっていると考えられます。バリュー投資は、バリュエーション、ファンダメンタルズ、キャッシュフローに着目する投資手法であり、投資家により高い分散効果をもたらす可能性があります。

現在、新興国市場における割高銘柄と割安銘柄のバリュエーション格差は、過去平均を大きく上回る水準にあります（次頁、図表5参照）。これは、投資家の資金が成長期待の高い一部のグロース株やAI関連銘柄へ集中している一方で、銀行、エネルギー、内需関連の景気敏感株といったバリュー色の強い企業への選好が相対的に低下していることを反映していると考えられます。

こうした環境は、市場のバリュエーションが正常化へ向かい、市場をけん引する銘柄群がより幅広いものへと広がっていく局面において、アクティブ運用を行うバリュー投資家に有利な投資機会をもたらす可能性があります。

同時に、歴史的にみると、金利上昇局面はバリュー戦略にとって追い風となる傾向があると考えられます。米国経済の底堅さに加え、インフレ圧力が継続していることを背景に、市場では今後の金利上昇観測が高まっています。一般的に、バリュー企業はグロース企業と比べて、収益やキャッシュフローをより早い段階で生み出す傾向があるため、資産の投資回収期間が短く、金利変動の影響を受けにくいと考えられます。

また、バリュー戦略は長期的にグロース戦略を上回るパフォーマンスを実現してきた実績があります。その背景には、バリュー戦略が本質的価値に対して割安と考えられる銘柄へ投資し、それらの評価が適正水準へと見直される過程で恩恵を受けてきたことが挙げられます。さらに、安定したキャッシュフローを創出する成熟企業が支払う配当も、長期的なトータルリターン重要な源泉となってきました（次々頁、図表6参照）。

アクティブなバリュー戦略を支持する理由

すでに新興国株式へ投資している投資家や、今後投資を検討している投資家にとって、MSCIエマージング・マーケット指数における集中度の高まりは、よりアクティブな投資アプローチの有効性を示唆していると考えられます。現在のベンチマークは、一部の国やセクター、さらには超大型テクノロジー企業への依存度が高まりつつあり、投資機会の裾野が以前より限定的になっています。アクティブ運用では、ベンチマークの構成比率にとらわれることなく、市場で十分に評価されていない投資機会を発掘するとともに、集中リスクを管理しながら、マクロ経済環境や地政学

invested in insights

的要因、市場環境の変化に柔軟に対応することが可能と考えられます。

そのような環境下において、グローバル新興国株式のバリュエーション戦略は、パッシブ運用やグロース株中心の投資戦略との差別化を図る有力な選択肢となり得ます。バリュエーション、キャッシュフロー、ファンダメンタルズを重視する投資アプローチにより、市場の一部で割高感が高まり、投資資金の集中が進む局面においても、異なる収益源泉への投資機会を提供できる可能性があります。

今後も市場の変動性が高い環境が続くと見込まれる中では、慎重な銘柄選択と厳格な企業分析の重要性が一段と高まると考えられます。

図表5：グローバル・エマージング市場におけるバリュエーション格差は、過去平均を大きく上回る水準にある

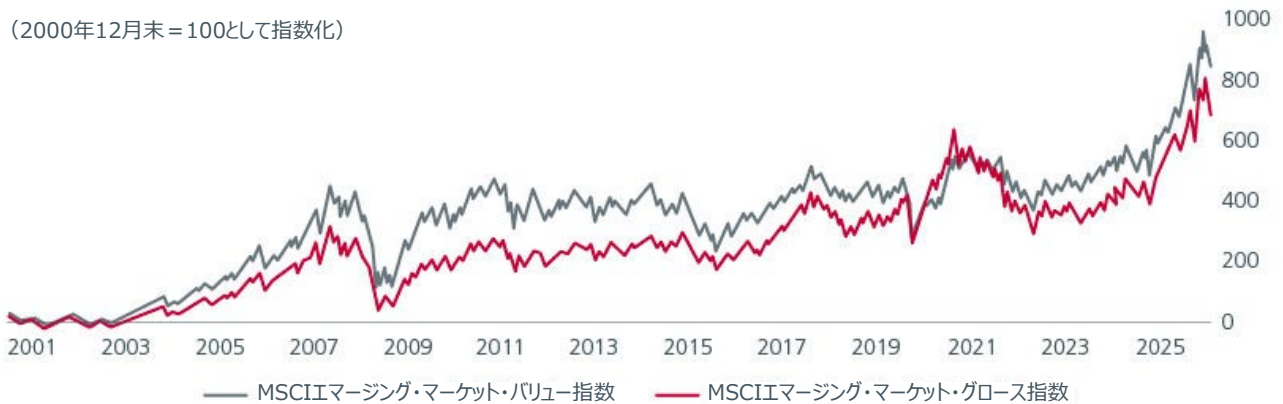
グローバル新興国株式のバリュエーション格差



出所：HSBC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。2026年8月14日現在。

図表6：新興国株式において、バリュー株は長期的にグロース株を上回るパフォーマンスを実現

(2000年12月末 = 100として指数化)



出所：ブルームバーグ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。2026年7月31日現在。
 なお、各資産クラスまたはセクターの過去の実績を示す代用指標として指数を使用することには一定の限界があり、これらの実績はポートフォリオの将来の運用成果または想定されるパフォーマンスを示唆するものではありません。

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。