

invested in insights.



A Prudential plc (UK) company



# 不確実性に勝つ投資プロセス 流動性を制する者が投資を制す



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

- アクティブなファンダメンタル戦略において、ポジションサイズやポートフォリオ構築時に流動性の側面を評価することは、リスク管理および円滑な執行に不可欠です。
- シナリオ分析を活用することで、ポートフォリオ・マネジャーは制約や取引戦略を評価し、ポートフォリオのストレステストを行い、スピード・コスト・戦略のトレードオフを検討することができます。
- 流動性が急速かつ予測不能に変化する市場環境では、構造化された意思決定アプローチが、一貫性を維持し、最適な投資成果を導くために不可欠です。

ファンダメンタルにおける投資プロセスの議論では、銘柄選択やパフォーマンス・リスクの要因が中心となりがちですが、その裏側では、流動性の考慮や資金フローの管理も同様に重要です。特に、流動性の低い市場で投資機会を見出した場合や、資金の大規模な流入・流出が発生する場合、事前の計画がポートフォリオの成果向上に寄与します。

私たちはアクティブ運用チームと連携し、こうした議論に体系性を加えるための独自の分析ツールを開発しました。

このツールは、ポジションサイズの決定を支援し、大規模フローに関するステークホルダーとのタイムライン調整を可能にし、不確実な市場環境下でのデータに基づく意思決定のための参照情報を提供します。

## ポートフォリオ構築における流動性管理

企業のファンダメンタルズ（ビジネスモデル、経営品質、競争優位性等）を十分に理解することは、どの銘柄を売買するかの判断に不可欠です。その次に重要なステップはポジションサイズの決定であり、ここで流動性リスクは重要な考慮事項となります。ポジションでどのように購入・保有比率の拡大をすると、または売却・保有比率の縮小をするかを把握することは、個別銘柄レベルおよびポートフォリオ全体で発生し得る執行上の課題を回避するために極めて重要です。

個別銘柄レベルでは、希望する株数を増減させる能力は、銘柄の流動性や短期投資家と長期投資家の異なる特性に影響されます。私たちのツールキットは、売却に必要な取引日数、銘柄レベルでのファンド保有比率などのデータポイントを提供し、これらの指標をポートフォリオ全体で時系列に追跡することで、流動性リスクの管理を支援します（次頁、図表1参照）。

invested in insights.

図表1：ポートフォリオ流動性プロファイルを追跡するダッシュボード

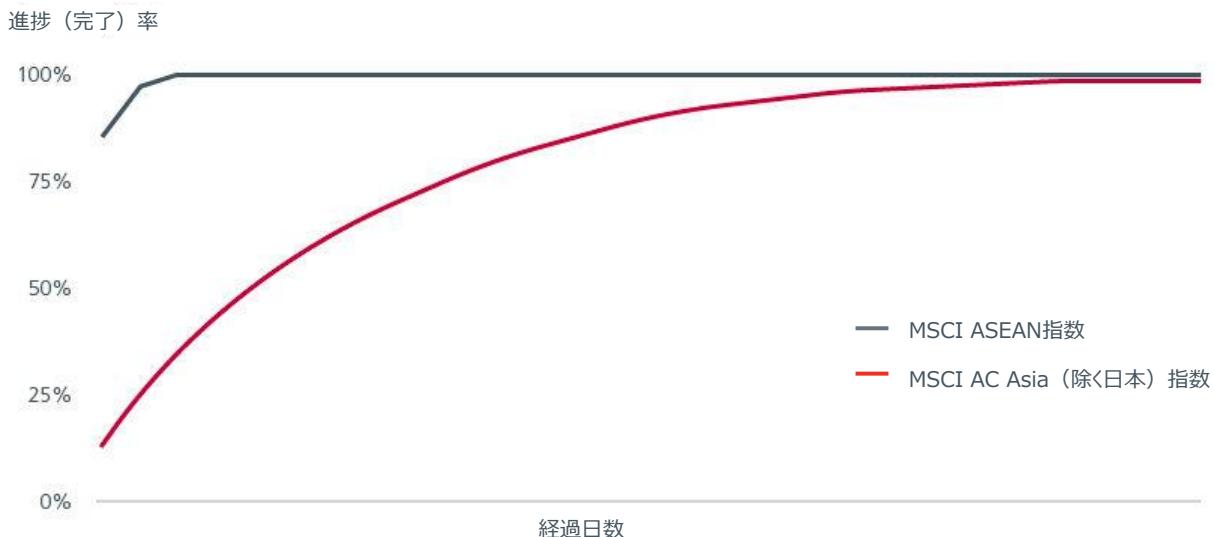


出所：2025年9月末時点のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメント（シンガポール）作成。画面サンプルは日本株式戦略の流動性プロファイルを示しています。

これらの分析は、トランザクション・コスト分析（TCA）データセットを基盤としており、現在および過去のトレンドを活用することで、銘柄ごとの流動性仮定をより精緻化します。これは、銘柄の流動性プロファイルが国や業種によって大きく異なるため重要なことです。また、市場ストレス時には流動性の差異がさらに拡大する傾向があります。

この点を図表2で示します。同一の取引金額を、時価総額加重のMSCI ASEAN指数とMSCI AC Asia（除く日本）指数に投入した場合のシミュレーション結果です。これにより、取引完了までのスピードと加速度の違いが明らかになります。

図表2：異なる株式市場における執行フローの進捗比較



出所：2025年9月末時点のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメント（シンガポール）作成。  
注：MSCI ASEANおよびMSCI AC Asia（除く日本）指数を用いた仮想ポートフォリオへの資金流入シミュレーション。

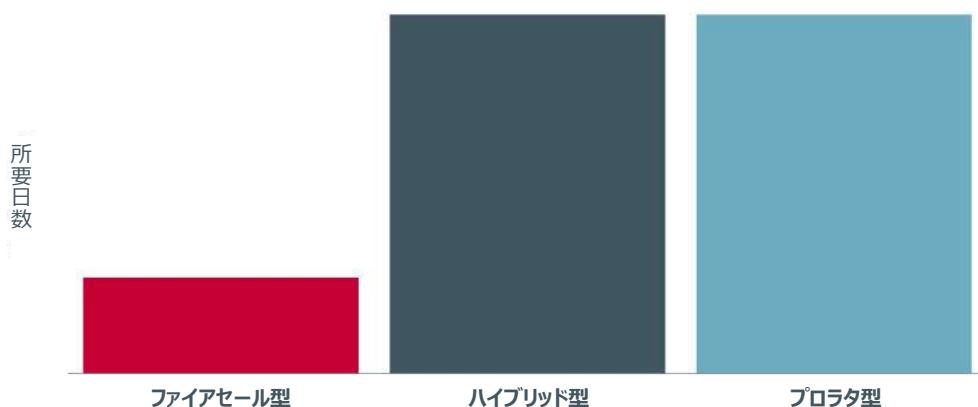
invested in insights.

ポートフォリオレベルでは、執行上の課題は戦略や構築意図に起因する場合があります。例えば、大規模な資金フローを執行する場合、ポートフォリオの規模は流動性の観点から保有銘柄の種類に影響します。ポートフォリオが拡大するにつれ、小型株や流動性の低い銘柄を保持し続けることは困難になります。同時に、取引はポートフォリオのスタイルエクスパートナーを再構築したり、集中度を低減したり、地域配分をリバランスしたり、予想される本源的価値を超えた銘柄を調整するためにも活用されます。ポートフォリオ分析は、ポートフォリオ特性の変化を評価し、ターゲット戦略との整合性を確保する上で役立ちます。

### 取引前にデータと議論が有効な意思決定の例

- 取引期間中にスピードを優先するか、ポートフォリオのリスク特性を維持するかを決定します。市場環境やアルファの減衰により迅速な執行が正当化される場合もあるが、ゆるやかなアプローチはエクスパートナーを維持し、異常な取引量によるコスト増加を回避できる可能性があります。
- 既存のキャッシュを活用して執行の柔軟性を高めます。これにより、売却取引の緊急性を低減し、売却代金が遅延または不足する場合に買付不足分を補うことが可能となります。配当戦略では、重要な買付取引が配当支払いと重なる場合、キャッシュを一部確保する選択もできます。
- 事前に差別化された執行戦略（例：ブロックトレード）が必要な取引を特定します。特に流動性が低い銘柄やボラティリティの高い銘柄を含む場合に重要になります。こうしたケースでは、市場インパクトを最小化するため、事前計画で収集した流動性分析を活用し、クライアントとより長い執行期間を交渉することが可能になります。

図表3：異なる執行アプローチによるフロー完了までの時間比較



出所：2025年9月末時点のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメント（シンガポール）作成。シミュレーションは大型かつ流動性の高いアジア市場を想定。

### シナリオ分析による流動性管理の検討

ポートフォリオを仮想シナリオで検証することは、議論すべき潜在的な課題を浮き彫りにする有効な手段です。シナリオ分析の重要な構成要素は、執行アプローチの選択であり、これにより取引期間を通じてポートフォリオがどのように変化するかを評価できます。

### 代表的な執行アプローチ

- ファイアセール型**：償還や市場退出時に用いられる積極的な売却手法。迅速な執行が必要な場合にのみ採用され、最終的なポートフォリオ構成は執行前と大きく異なる可能性があります。
- プロラタ型**：時間や取引量を均等に分散し、市場インパクトを最小化する手法。ポートフォリオの形状を維持しながら執行できるため、長期の執行期間や市場環境が不確実な場合に適しています。
- ハイブリッド型**：緊急性と流動性への配慮を両立し、リアルタイムの市場状況に適応する手法。流動性の高い銘柄を優先し、徐々に流動性の低い銘柄へ移行することで、最終的にターゲットポートフォリオを実現します。多くの戦略において現実的な選択肢です。

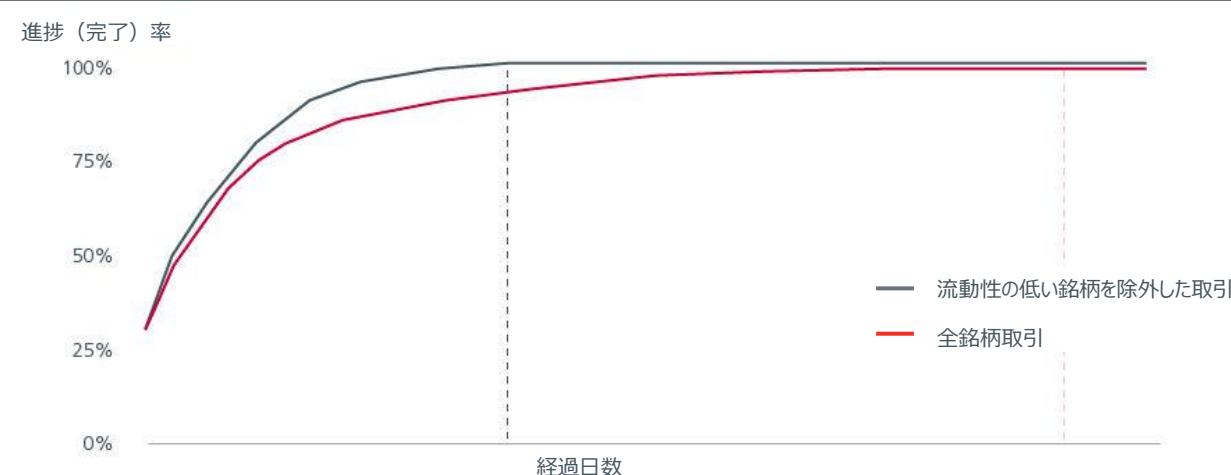
図表3は、3つの異なる執行アプローチを用いた場合、取引フローの完了に要する時間を示しています。予想通り、「ファイアセール型」は、ターゲットポートフォリオの形状を維持する必要性よりもスピードを優先します。一方、「プロラタ型」と「ハイブリッド型」は、取引フローの完了に要する時間は同じですが、ハイブリッド型は開始時により迅速な資金投入を可能にします。両者の違いは、執行期間における銘柄の取引順序と取引量の配分にあります。

invested in insights.

前述の通り、流動性の低い銘柄ではポジションの構築や解消に時間がかかります。スピードを優先し、これらの銘柄がポートフォリオにおいて重要な役割を果たさない場合、これらのポジションを凍結し、他の銘柄の売買

を増やす選択肢があります。シミュレーションにより、こうした判断のメリットを定量的に評価できます（図表4参照）。

図表4：ポートフォリオフローのシミュレーション（流動性の低い銘柄を除外した場合）



出所：2025年9月末時点のデータに基づき、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。「流動性の低い銘柄を除外した取引」シミュレーションでは、流動性プロファイルが低い銘柄を除外し、必要なフロー量を同一水準で実行しています。取引シミュレーションは、大型かつ流動性の高いアジア市場を想定した仮想ポートフォリオに基づいています。

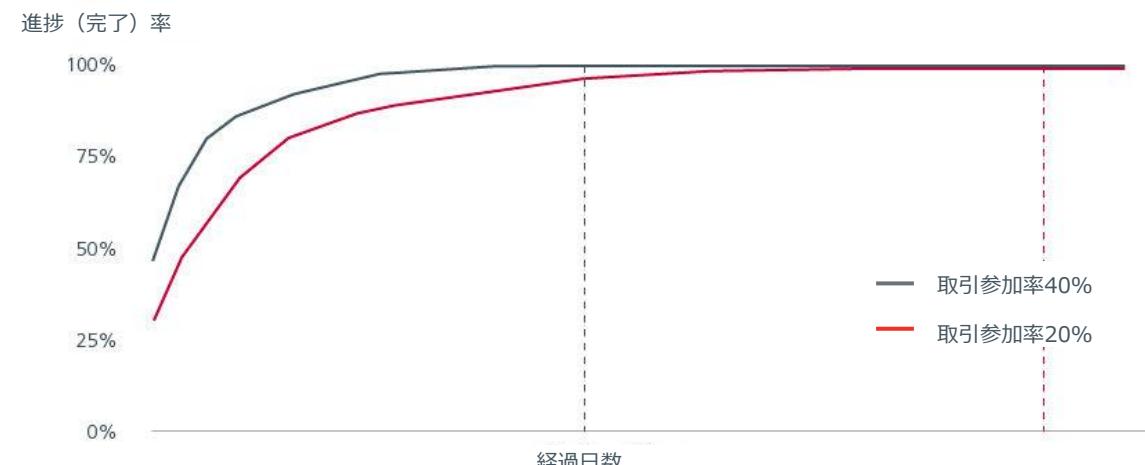
一方、大規模かつ緊急の資金流出が発生し、流動性の低い銘柄の売却も必要な場合、取引参加率（participation）\*を引き上げることで執行時間を短縮することができます。

ただし、この方法は市場インパクトの増大を招く可能性があります。それでも、ポートフォリオ・マネジャーは、ポートフォリオが流動性の低い銘柄や小型株に偏ることを避けるため、このアプローチを選択する場合があります。

図表5は、取引参加率を引き上げることで執行時間を短縮できることを示しています。ただし、この方法は、執行スピードの向上が取引コストの増加によって相殺される可能性があるため、十分なコスト・ベネフィット分析を伴う必要があります。

\*「参加率（Participation）」とは、一定期間における銘柄の平均日次取引額に対する取引フローの割合を指します。例えば、ある銘柄が1日あたり100万米ドルで取引される場合、参加率20%は最大で20万米ドルの取引を意味します。

図表5：スピードを優先した場合の取引参加率引き上げによる影響分析



出所：2025年9月末時点のデータに基づき、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。「取引参加率（Participation）」とは、一定期間における銘柄の平均日次取引額に対する取引フローの割合を指します。例えば、ある銘柄が1日あたり100万米ドルで取引される場合、参加率20%は最大で20万米ドルの取引を意味します。取引シミュレーションは、大型かつ流動性の高いアジア市場を想定した仮想ポートフォリオに基づいています。

invested in insights.

こうしたポートフォリオのシミュレーションの分析結果は、クライアントとの合理的なタイムフレームや資金フローサイズに関する議論に活用できます。例えば、大規模な資金流出を複数の階層に分割することで、双方にとって有益な解決策となります。さらに、ストレステストは戦略キャパシティや流動性管理に関する議論に有効です。特に、SMID (Small-and-Midキャップ) 銘柄に偏りを持つ戦略では重要です。図表6は、10億米ドル規模の資金流入を想定したシミュレーション結果を示し、典型的な取引期間を可視化しています。

### 次に検討すべき問い合わせ :

- 現在の銘柄選択とポジションサイズで、合理的な取引日数を前提とした場合、戦略の最大規模はどこまで拡張可能か？
- ポートフォリオ内に流動性のボトルネックは存在するか？
- 流動性管理のためにポジションサイズを変更した場合、リスクファクターの特性はどう変化するか？

図表6：大規模フローを用いたポートフォリオ流動性閾値の評価

#### フロー規模（百万米ドル）

フロー規模	35.9%	52.9%	65.6%	74.8%	80.7%	84.8%	87.9%	90.6%	92.7%	94.5%
1000	35.9%	52.9%	65.6%	74.8%	80.7%	84.8%	87.9%	90.6%	92.7%	94.5%
	37.0%	54.5%	67.3%	76.3%	82.0%	85.8%	88.9%	91.5%	93.6%	95.3%
900	38.1%	56.2%	69.0%	77.7%	83.1%	87.1%	90.0%	92.5%	94.5%	96.1%
	39.3%	58.0%	70.9%	79.2%	84.3%	88.1%	91.1%	93.5%	95.4%	97.1%
800	40.6%	59.9%	72.9%	80.7%	85.6%	89.3%	92.2%	94.5%	96.4%	97.9%
	42.1%	62.0%	74.8%	82.3%	87.1%	90.6%	93.3%	95.5%	97.4%	98.6%
700	43.7%	64.1%	76.7%	83.7%	88.3%	91.8%	94.5%	96.6%	98.3%	99.2%
	45.7%	66.4%	78.7%	85.3%	89.8%	93.1%	95.6%	97.7%	99.0%	99.8%
600	48.0%	69.0%	80.7%	87.1%	91.3%	94.5%	97.0%	98.6%	99.6%	100.0%
	50.3%	71.9%	82.7%	88.7%	92.9%	95.8%	98.2%	99.4%	100.0%	100.0%
500	52.9%	74.8%	84.8%	90.6%	94.5%	97.4%	99.1%	99.9%	100.0%	100.0%

#### 経過日数

出所：2025年9月時点のデータに基づき、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。セル内の値は、必要な総取引フローに対する進捗（完了）率（%）を示しています。取引シミュレーションは、大型かつ流動性の高いアジア市場を想定した仮想ポートフォリオに基づいています。

### アクティブ戦略を支える流動性分析の力

流動性分析は、投資プロセス全体における意思決定を支援する重要な要素です。アイデア創出（ポジションサイズの決定）から、継続的なポートフォリオ管理（資金フロー計画）に至るまで、これらのツールは構造化された枠組みを提供し、ポートフォリオ・マネジャーがより自信を持って議論・判断できるようになります。

地域全体の流動性制約を事前に把握し、シナリオ分析を通じて取引を構築することで、こうしたフレームワークは投資プロセスに規律をもたらし、透明性を高めます。

これらのツールは流動性リスクを完全に排除することはできませんが、懸念領域を明確化し、管理可能な状態にすることができます。また、シナリオアプローチは、アクティブなファンダメンタル戦略の投資プロセスを補完し、ポートフォリオ・マネジャーがさまざまな仮定を検証し、銘柄ごとの幅広い結果を調査することを可能にします。流動性が急速かつ予測不能に変化する市場環境では、構造化された意思決定アプローチが、一貫性を維持し、最適な投資成果を導くために不可欠です。

- 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、知的財産権その他的一切の権利は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。

invested in insights.

---

＜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・インベストメント（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・インベストメント株式会社が、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。