ASSET CLASS INSIGHT

次期サイクルでは銘柄選択が一層重要に

主導銘柄の交代がアクティブ運用とパッシブ運用に示唆すること

2026年7月

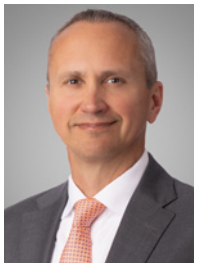
概要

アクティブ運用とパッシブ運用をめぐる議論では、しばしば運用報酬、市場の効率性、直近のパフォーマンスがその論点となります。特に近年は、ベンチマークをアウトパフォームすることが難しい状況が続いたために、ことさらこうした論点が注目されています。しかし、その陰で、より本質的な要素が見過ごされている可能性があります。それは、株式とは企業が将来生み出すキャッシュフローに対する請求権であり、株価には将来のキャッシュフローに対する現時点での市場の期待が織り込まれているということです。将来の投資リターンは、現在の株価に織り込まれている期待と、実際に実現する結果との差に左右されます。

なぜ差が生じるのでしょうか。それは、資本サイクルが将来の結果を左右するからです。高いリターンは新たな投資を呼び込み、その投資は供給構造や競争環境、価格決定力を変化させます。そして、そうした変化はやがて、現在のバリュエーションに織り込まれている前提を試すことになります。

アクティブ運用の意義は、市場が変化を見落とすことにあるのではありません。株価は将来を見据えて形成され、その時点で利用可能な情報や市場参加者の将来への総合的な期待などを効率的に織り込んでいます。一方、時価総額加重型のベンチマークは、過去の利益成長、株価上昇、そして投資家の確信度の高さを反映した指標で、すでに時価総額の拡大している企業ほど構成比率が高くなる仕組みとなっています。そのため、パッシブ運用では、過去の成果を基に形成されたベンチマーク構成比率に沿って、現在の市場リーダー企業への投資配分が高い状態が続くことになります。市場の集中そのものが問題なのではありません。市場の集中は、堅調なファンダメンタルズ、妥当なバリュエーション、そして良好なマクロ経済環境によって生み出された結果です。重要なのは、今日の市場のリーダー企業を生み出した条件が今後も持続するのか、そして、もし持続しないのであれば、次世代の市場リーダーはどこから現れるのか、ということです。

執筆者



ROB ALMEIDA
ポートフォリオ・マネジャー兼グローバル・インベストメント・ストラテジスト



ROSS CARTWRIGHT
リード・ストラテジスト
ストラテジー・アンド・インサイト・グループ

まず、株式そのものについて考える

株式は、単なるティッカーシンボルでも、ファクター・エクスポージャーでも、インデックスの構成比率でもありません。株式とは企業の所有権の一部であり、その価値は、その企業が将来にわたって株主にもたらすキャッシュフローによって決まります。

これがアクティブ運用の出発点です。重要なのは、単に優れた企業を見つけることではなく、現在の株価が将来の企業価値を適切に織り込んでいるかを見極めることです。優れた企業であっても、市場の期待が過度に高ければ、必ずしも魅力的な投資対象とはなりません。一方、市場から十分に評価されていない企業であっても、期待が過度に低く織り込まれている場合には、魅力的な投資機会となる可能性があります。

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。

バリュエーションは市場の期待度を表す尺度

バリュエーションは、単に投資タイミングを判断するためのツールではなく、市場の期待を表す尺度です。株価収益率（PER）などの指標は投資タイミングを測るには有用であるものの、それ自体が企業の本源的価値を左右するわけではありません。バリュエーションが高いからといって割高とは限らず、低いからといって割安とも限りません。重要なのは、将来の成長余地、利益率の持続性、再投資の可能性、リスクテイクなどを踏まえたうえで、現在のバリュエーションを正当化できるかどうかです。

資本サイクルの転換局面では、こうした視点が一層重要となります。ベンチマークで高い構成比率を占める企業は、今なお優れた事業基盤を有しているかもしれません。しかし、将来の投資リターンを左右するのは、そうした企業がすでに高水準にある市場の期待をさらに上回る成果を今後も上げられるかどうかということです。

主なリスクは、バリュエーションの高さだけにあるとは限りません。現在の市場リーダー企業の多くは、伝統的な評価指標で見れば必ずしも極端に割高なわけではありません。むしろ問われるべきは、競争が激化し、資本ニーズが高まる中で、将来の利益成長が現在の株価を正当化できるかということです。次のサイクルでは、バリュエーションの低下よりも、過度に楽観的だった利益予想が修正されることのほうが、大きく影響する可能性があります。

なぜ資本サイクルが重要なのか

資本サイクルの仕組みはシンプルですが、その影響は極めて大きいものです。高いリターンは資本を呼び込み、資本は新たな供給能力を生み出します。そして供給能力の拡大は競争環境を変化させ、企業の価格決定力、利益率、さらには将来のリターンに影響を及ぼします。

成功した企業が必ずしもいずれ競争力を失うとは限りません。しかし、卓越したリターンが永続すると考えるべきでもありません。資本サイクルが進む中で、競争優位性をさらに強化する企業がある一方で、成長が必ずしも価値創造につながらない企業もあります。アクティブ運用は、こうした将来の企業間の違いを、市場に織り込まれる前に見極めることを目指します。

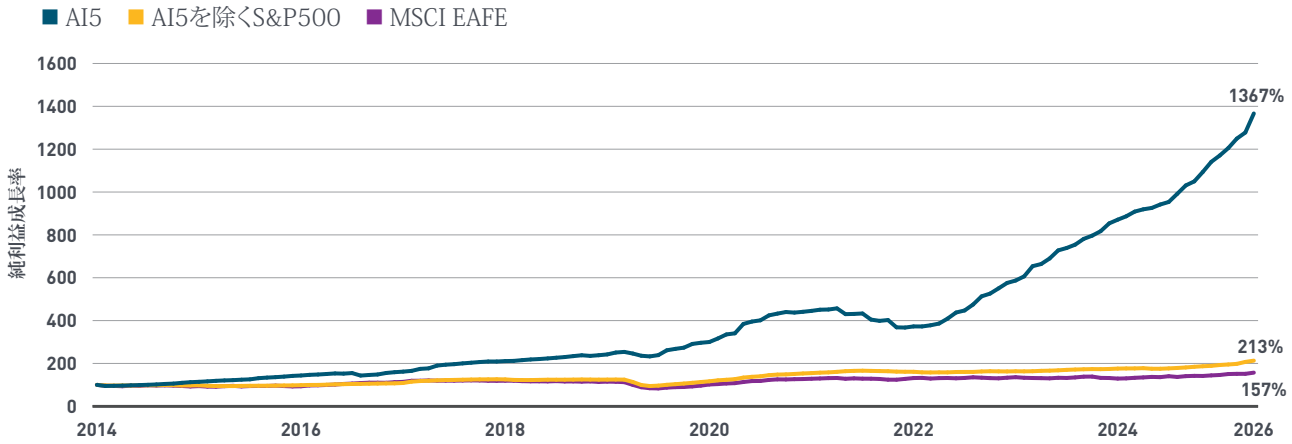
時価総額加重型のインデックスは、将来的な勝ち組企業と負け組企業とを区別せず、その時点の時価総額に応じてその両方を組み入れます。次のサイクルにおいてどの企業やセクター、あるいはどのような前提が恩恵を受け、また逆風にさらされるのかを判断するものではありません。

過去10年間は保有するだけでリターンが得られた理由

世界金融危機後の10年間は、パッシブ運用にとって極めて良好な環境が続きました。金利低下、潤沢な流動性、グローバル化の進展、そしてアセットライト型ビジネスモデルの台頭がその背景にありました。企業の利益成長は株価に反映され、バリュエーションが上昇する中、大企業はさらに規模を拡大しました。

こうした環境は力強い好循環を生み出しました。堅調なファンダメンタルズが株価を押し上げ、株価上昇がベンチマークにおける構成比率の上昇につながり、構成比率の上昇がさらにパッシブ運用を通じた投資配分の拡大につながりました。図表1が示す通り、今日の市場集中の大部分は、実際の利益成長に裏付けられてきました。市場の集中は、投資家の判断によって生み出されたわけではありません。良好な業績の結果として形成されたものです。重要なのは、そうした利益の源泉が今後も持続するのか、そしてどのような要因が市場のリーダーとなる銘柄の裾野拡大や交代をもたらすのかという点です。

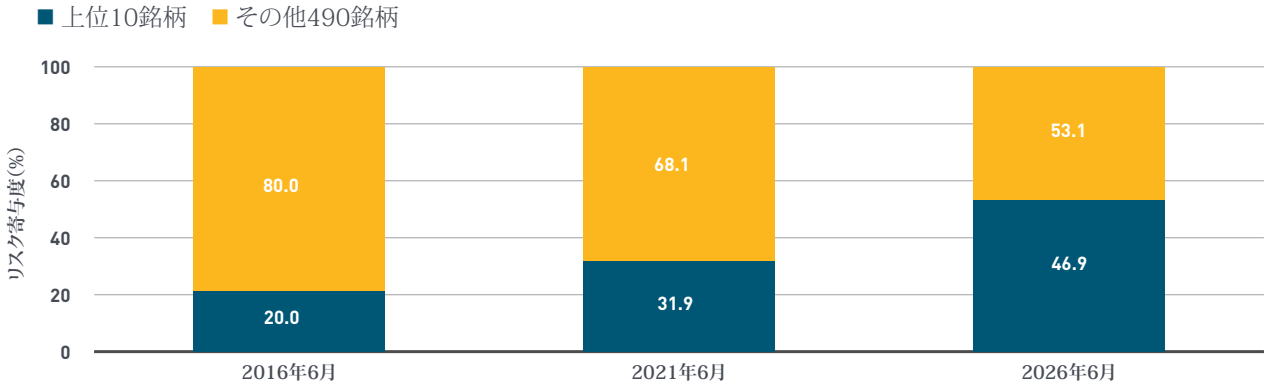
図表1：著しい利益成長が足元の市場集中を支えてきたが、はたして今後も続くのか？



出所：FactSet Portfolio Analysis。2014年12月31日から2026年4月30日までの月次データ。AI5はAmazon、Alphabet、Meta、Microsoft、Nvidiaを指す。純利益は直近12カ月ベース。

ここで示唆されるのは、大型株は、規模が拡大するにつれベンチマークにおける構成比率が高まったと同時に、ベンチマーク全体のリスクに占める割合も高まったということです。

図表2：メガキャップ銘柄のインデックス・リスクへの影響が高まる中、ポートフォリオをどのように構築するかが重要に



出所：Bloomberg PORT。2026年6月30日時点のデータ。ヒストリカル分析はそれぞれ記載の時点を基準として算出。S&P 500のリスクは、BloombergのMAC3 Integrated Multi-asset Modelに基づく1年先予想トータルリスク（トラッキングエラー）。リスク分解は、各時点におけるS&P 500の上位10銘柄と残り490銘柄のリスク寄与度を示す。

これは、アクティブ運用のポートフォリオ構築において重要な意味を持ちます。時価総額上位銘柄をアンダーウェイトとすることは、単なるバリュエーションや確信度に基づく判断ではなく、ポートフォリオ構築における重要課題となったのです。上位銘柄を保有しない、あるいは組入比率を低く抑えると、ポートフォリオのベータは大きく低下します。しかし、そのエクスポージャーを他のグロース銘柄への投資で代替することは、多くの投資家にとって容易ではありませんでした。市場リターンが少数の銘柄に集中してゆく中、ベータの低いポートフォリオの相対パフォーマンスは大きな逆風にさらされることとなりました。

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。

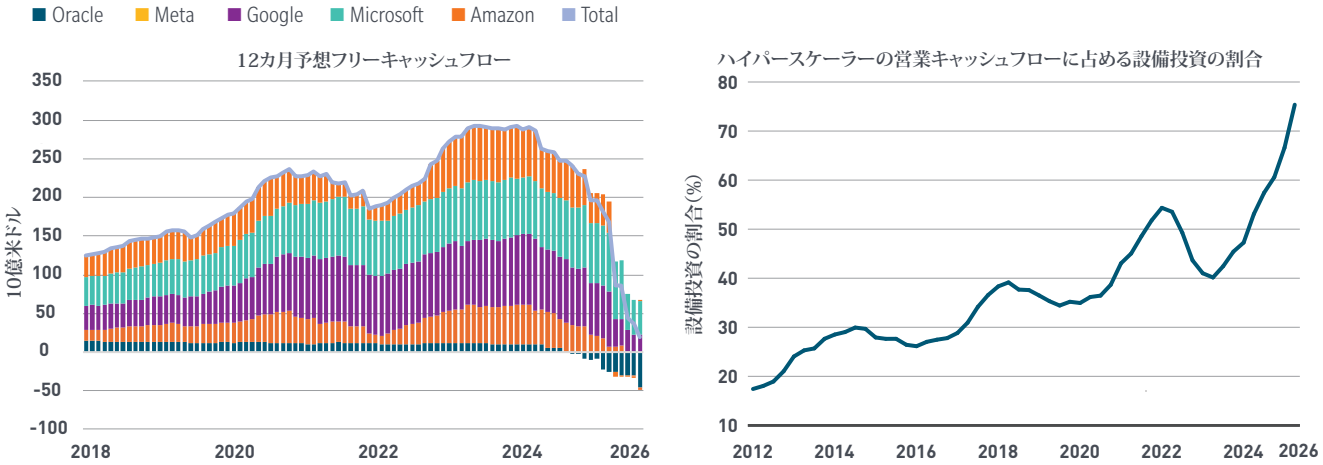
次のサイクルでは資本集約度がさらに高まる見通し

次の市場サイクルでは、時価総額加重インデックスの上位を占めている企業群の資本集約度が、これまで以上に高まる可能性があります。AIはその顕著な例です。AIはソフトウェアの革命ではありますが、その発展は半導体、データセンター、電力、用地、許認可取得、そしてサプライチェーンといった物理的なインフラに大きく依存しています。AIが稼働するのはクラウド上であっても、そのクラウドは物理的インフラの上に成り立っています。

AI設備投資の拡大は、こうした環境下における投資判断の難しさを示しています。企業はAIインフラの構築に向けて資金調達を活発に行っており、需要や利益見通しは依然として良好です。一方で、バリュエーションやフリーキャッシュフローは下押しされつつあります。

将来にわたり堅調なリターンを獲得する機会が失われたというわけではありません。しかし、投資判断において許容される誤差の幅はこれまでより狭まっています。市場の期待が高い局面では、前提条件がわずかに変化しただけでも、投資リターンに大きな影響を及ぼし得るからです。

図表3：AI投資の拡大がキャッシュフローを吸収しているが、この設備投資は持続的なリターンにつながるのか？

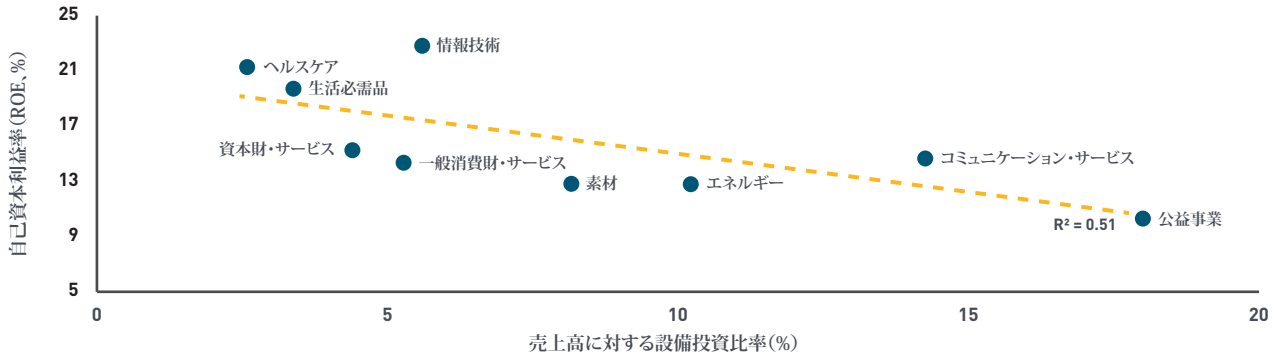


左図出所：FactSet。2018年12月31日から2026年6月30日までの月次データ。フリーキャッシュフローは12カ月予想ベース。ハイパースケーラーはOracle、Amazon、Meta、Microsoft、Alphabetを指す。右図出所：FactSet。データは2012年12月31日から2026年3月31日（入手可能な最新時点）までの四半期データ。設備投資および営業キャッシュフローは直近12カ月ベース。ハイパースケーラーはOracle、Amazon、Meta、Microsoft、Alphabetを指す。当レポートで示されている見解および個別銘柄を含む情報は、投資助言、銘柄推奨あるいはその他MFSのいずれかの運用商品のトレーディング意図を表明するものとして依拠すべきではありません。

AIは、設備投資の拡大にとどまらず、産業構造そのものを再編し、利益の源泉を変容させ、既存のビジネスモデルに変革を迫る可能性があります。AIを活用して生産性を高め、顧客との関係性を強化し、利益率を維持する企業もあれば、ソフトウェアによる自動化が進む中で、労働、流通、専門知識の仲介を担ってきた企業は、その機能を代替される可能性もあります。重要なのは、単にどの企業がAIの影響を受けるかではなく、どの企業がAIを効果的に導入し、且つ利益率の改善を維持できるのかという点です。

資本集約度の高まりは、リターンにも変化をもたらします。成長に必要な投資額が増えることで、実行リスク、資金調達リスク、規制リスク、さらには供給過剰リスクも高まります。その結果、投資判断の焦点は、「どの企業が成長できるのか」から、「どの企業が収益性を確保しながら成長できるのか」へと移りつつあります。

図表4：設備投資の拡大に伴い、株主リターンは低下する傾向。設備投資ブーム時は、競争コストが増大しても株主リターンの向上に寄与するとは限らない



出所：FactSet Market Aggregates。2007年1月31日から2026年6月30日までのMSCI World Index構成セクター（金融と不動産を除く）の平均ROEと売上高に対する設備投資比率。

こうした考え方はAIに限ったものではありません。戦略的自立、リショアリング（生産拠点の国内回帰）、防衛、電化、電力網への投資、サプライチェーンの強靭化は、単なる成長テーマではなく、多額の資本投入を必要とする取り組みです。こうした取り組みは今後も資本を呼び込む一方で、事業モデルの脆弱な企業を顕在化させる可能性があります。その結果、企業間格差の拡大が進み、アクティブ運用においては、持続的な投資機会が生まれると考えます。

パッシブ運用は過去志向ではないが、過去の実績に根差している

パッシブ運用は、単純な過去志向の投資手法というわけではありません。株価は未来志向です。ただし、ベンチマークの構成比率は過去の実績を反映したものです。インデックスにおける構成比率は、企業に対する現時点での市場予想に加え、その企業が現在までに積み上げてきた利益実績、株価パフォーマンス、そして投資家の支持や期待も反映しています。

パッシブ運用は、市場のコンセンサスが概ね正しく、将来の環境も直近過去と似た動きとなる局面では効果的に機能します。しかし、投資機会の構造や資本コストの水準が変わり、勝ち組企業が入れ替わるような環境には、必ずしも適しているとは言えません。パッシブ運用は市場のコンセンサスを効率的に取り込みますが、そのコンセンサスの妥当性を検証するものではありません。

パッシブ運用においては、現在の市場リーダー企業が割高だと考える必要はありません。ただし、ベンチマークに沿った投資には、足元で一部の企業に集中している利益が今後も持続するという暗黙の前提が内包されている点を認識しておく必要があります。

アクティブ運用の役割

アクティブ運用について論じるには、まず近年の運用実績を振り返ることが欠かせません。多くのアクティブ運用マネジャーは継続的な超過収益の創出に苦戦し、投資家は低コストのインデックス運用から十分なリターンを享受してきました。アクティブ運用が苦戦した背景として、高成長企業に対する過度に慎重な姿勢、平均回帰の過度な重視、さらには運用報酬控除後のパフォーマンスの差別化が不十分であったことなどが挙げられます。そこから導かれる示唆は、アクティブ運用の基準の強化が必要であるということです。個別銘柄の厳選、明確な差別化、規律に沿った運用、運用報酬に見合う実質的な付加価値の提供が、アクティブ運用には不可欠であるということです。

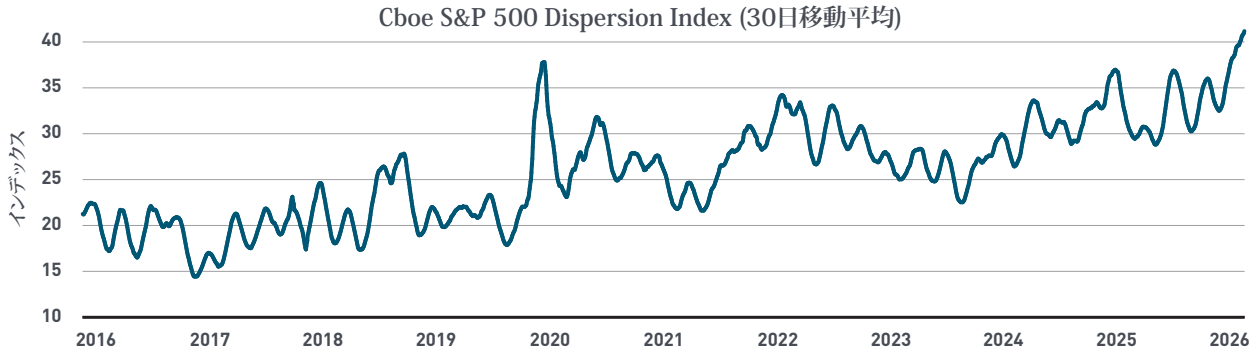
したがって、アクティブ運用の意義は、パッシブ運用を否定することではなく、市場の期待がどこで行き過ぎている可能性があり、将来キャッシュフローがどこで適正に評価されていないのかを見極めることにあると考えます。アクティブ運用を支持する本質的な根拠は、市場の期待が事実ではなく、あくまで仮説に過ぎないということにあります。市場の期待は、企業のファンダメンタルズ、過去の傾向からの推定、投資家の群集行動、直近の経験などによって形成された仮説に過ぎないのです。

アルファを獲得するためには、市場と異なる見方を持つことだけでなく、その見方がリターンとして実現し得る投資機会が存在することも必要です。その投資機会は、過去10年の大半の期間において限定的でした。銘柄間格差が小さく、少数の大型銘柄がベンチマークを主導し、良好なマクロ環境が多くの企業の業績を同時に押し上げる状況が続いたためです。しかし、今後資本サイクルが転換し、企業や業種間の格差が拡大すれば、アクティブな投資判断が付加価値を生み出す余地も拡大する可能性があります。

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。

MFSが考えるアクティブ運用とは、マクロ経済の方向性を予測することよりも、企業の経済的価値を見極めることです。我々が重視するのは、再投資機会、企業の価格決定力、資本配分の規律、そしてキャッシュフローの持続性といった要素です。新たな資本サイクルが進展するなかで、こうした要素の重要性は、これまで以上に高まると考えています。資本コストが上昇し、政策環境の不確実性も高まるなか、多くの企業がより大規模な投資を迫られる可能性があるためです。我々は、資本配分の巧拙がこれまで以上に明確に表れる環境になりつつあると考えています。その中で、成長と価値創造を混同する企業は市場の期待を下回る可能性があり、その一方で、持続的な競争優位性を有し、規律ある再投資を行い、安定したキャッシュフローを創出できる企業は、その優位性が一層際立つと考えています。

図表5：企業業績の格差が拡大し、銘柄間の株価連動性が低下する局面では、ファンダメンタルズの重要性が一段と高まり、銘柄選別による付加価値創出の余地が広がる



出所：Bloomberg。2016年6月30日から2026年6月30日までの日次データ。Cboe S&P 500 Dispersion Index（DSPX℠）は、S&P 500構成銘柄間の30日予想リターンのばらつきを測定したもので、VIX®の算出手法に修正を加えた手法により、S&P 500インデックス・オプションおよび一部のS&P 500構成銘柄の個別株オプションの価格から算出される。

パッシブ運用にも意義はあると考えます。しかし、パッシブ運用は必ずしも中立的な投資手法ではないことを認識しておくことが重要です。ベンチマークは、時価総額の大きい企業や過去に成果を残した企業、市場のコンセンサス、あるいはすでに多額の資本が流入しているセクターに偏重する傾向があります。こうした偏重が正当化される場合もありますが、それは、現在のリーダー企業が将来においても競争優位を維持するという前提の上に成り立つものであり、事実の上に成り立っているものではありません。アクティブ運用の意義は、そうした前提や偏りを検証し、それが妥当なのか、行き過ぎているのか、または環境変化の兆候が見過ごされているのかを見極めることにあると考えます。

結論：保有の時代から選別の時代へ

この10年間は、保有することでリターンを得られる時代でした。金利低下、潤沢な流動性、アセットライトなビジネスモデル、そして支配的なプラットフォーム企業が市場のリターンを広く押し上げる環境下では、アクティブ運用で持続的にベンチマーク連動運用を上回る成果を上げることは容易ではありませんでした。しかし、次の資本サイクルもこれまでと同じとは限りません。資本コストの上昇、競争の激化、資本需要の拡大、そして産業構造の変化によって、勝ち組企業と負け組企業の格差はこれまで以上に広がる可能性があります。

パッシブ運用が誤っているとか、アクティブ運用が容易であるというわけではありません。両者にはそれぞれ異なる特徴とリスクがあります。しかし、次のサイクルにおいて、これまでとは異なるビジネスモデル、資本構成、あるいはキャッシュフロー成長の源泉を持つ企業が評価されることになれば、市場全体を幅広く保有するだけでは、リターン獲得の機会が限定され、同時により大きなリスクを抱える可能性があります。こうした環境下で重要なのは、市場の期待が過度に高い領域、資本配分が非効率な領域、そして持続的な価値創造力が過小評価されている領域を見極めることです。この変化は、単にパッシブ運用からアクティブ運用へという投資手法の移行を意味するものではなく、「保有」から「選別」への移行を意味します。企業や業種によって成果の格差が拡大する局面においては、将来のキャッシュフローが現在の市場に織り込まれている期待を上回ることのできる企業こそが、真の勝ち組になると考えます。

「Standard & Poor's®」およびS&P「S&P®」はStandard & Poor's Financial Services LLC（以下、「S&P」といいます）の登録商標であり、Dow JonesはDow Jones Trademark Holdings LLC（以下、「Dow Jones」といいます）の登録商標です。S&P Dow Jones Indices LLCはこれら登録商標の使用許諾を受け、MFSは特定の目的のためにサブライセンスを受けています。S&P 500®はS&P Dow Jones Indices LLCの商品であり、MFSはこの使用許諾を受けています。MFSの商品は、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、またはそれぞれの関連会社によって出資、保証、販売、または販売促進されておらず、また、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、それぞれの関連会社は、かかる商品への投資の妥当性についていかなる表明も行っていません。

インデックスデータ出所：MSCI。MSCIは、当レポートに含まれるMSCIデータに関して、明示または非明示を問わずいかなる保証も行っておらず、責任を一切負わないものとします。MSCIデータは、他の指数や有価証券、金融商品のために再利用することは出来ません。当レポートはMSCIによって承認、審査または作成されたものではありません。

出所：Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG®は、Bloomberg Finance L.P.およびその関連会社（以下、総称して「Bloomberg」）の商標およびサービスマークです。BloombergまたはBloombergのライセンサーは、Bloomberg Indexのすべての所有権を有します。Bloombergは、本資料を承認もしくは保証するものではなく、本資料に記載された情報の正確性または完全性を保証するものでもありません。また、本資料から得られる結果について、明示または黙示を問わず一切の保証を行わず、法律で認められている最大限の範囲において、一切の責任を負わないものとします。

当レポート内で提示された見解は、MFSディストリビューション・ユニット傘下のMFSインベストメント・ソリューション・グループのものであり、MFSのポートフォリオ・マネジャーおよびリサーチ・アナリストの見解と異なる場合があります。これらの見解は予告なく変更されることがあります。また、これらの見解は情報提供のみを目的としたもので、投資助言、銘柄推奨、あるいはMFSの代理としての取引意思の表明と解釈されるべきではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

いかなる運用スタイルも、利益を保証したり、損失を回避したりすることはできません。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

ミューチュアル・ファンドを含むすべての投資には、投資元本を割り込む可能性等を含む一定のリスクが伴うことにご留意ください。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービセズ・カンパニー（MFS）および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合があるため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFS および当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第312号

加入協会：一般社団法人資産運用業協会

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。

MFSE_FLY_5051063_7_26 68828.1