

## 次の景気サイクルにおける グローバル中小型株の投資機会を探る

### 執筆者



Nicholas J. Paul, CFA  
インスティテューショナル・  
ポートフォリオ・マネジャー

### グローバル中小型株への投資を検討すべき理由

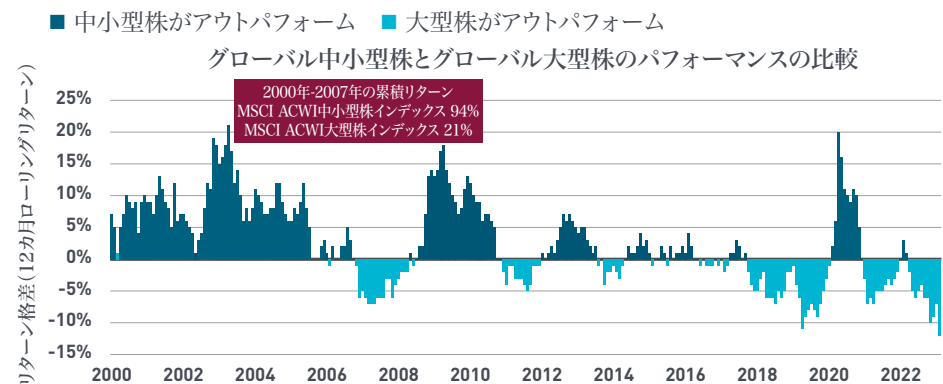
グローバル中小型株の資産クラスは長期にわたり大型株を大きくアウトパフォームしています(図表1)。市場のけん引役は短期的に入れ替わりますが(図表2)、中小型株が次のローテーションで市場のけん引役になる可能性は十分にあると考えられます。

図表1: グローバル中小型株は長期にわたり大型株を大きく  
アウトパフォーム



出所: FactSet。1999年12月31日から2024年1月31日までの月次データ。本図表はMSCI All-Country World 中小型株インデックス(ACWI中小型株)のMSCI ACWI大型株インデックス(ACWI大型株)に対する累積超過リターンを示しています。トータルリターンは米ドルベースのネット・リターンです。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。インデックスに直接投資することはできません。

図表2: けん引役は数年ごとに入れ替わる傾向があるが、2000年代の  
大半において中小型株が大型株をアウトパフォーム



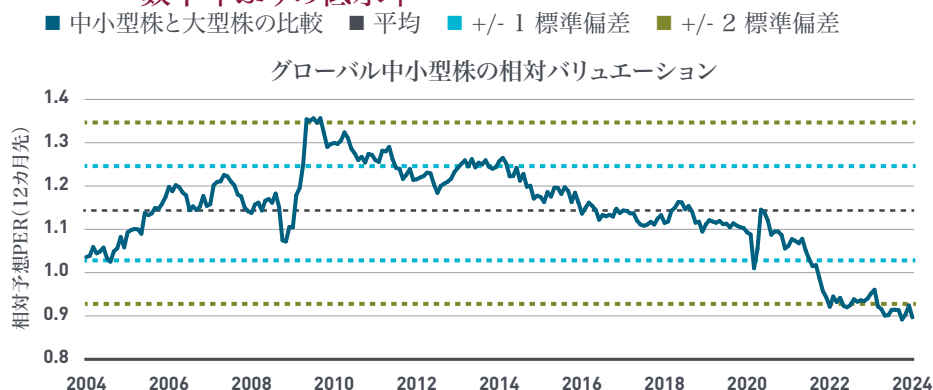
出所: FactSet。1999年12月31日から2024年1月31日までの月次データ。本図表は、MSCI All-Country World 中小型株インデックス(ACWI中小型株)のMSCI All-Country World大型株インデックス(ACWI大型株)に対する12カ月ローリング超過リターンを示しています。図表内吹き出しの値は、1999年12月31日から2007年12月31日までの累積リターンです。トータルリターンは米ドルベースのネット・リターンです。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。インデックスに直接投資することはできません。



### なぜ今投資を検討すべきなのか

MFSは、中小型株には特に魅力的な投資機会があると考えています。図表2をみると、ドットコム時代の終わり(2000年代初頭)から世界金融危機の初期(2008年)まで、グローバル中小型株は大型株を大きくアウトパフォームしており、MSCI ACWI中小型株インデックスのリターンが94%であったのに対し、MSCI ACWI大型株インデックスのリターンは21%にとどまっています。全く同じパターンが再現される保証はなく、また過去の実績は将来の結果を保証するものではありませんが、2000年代初頭から終盤にかけての約8年間と現在の環境との間には、いくつかの類似点がみられます。中でも特に重要なのは、中小型株のバリュエーションが大型株よりも2標準偏差近い「割安」となっており、投資家にとって数十年ぶりの買い場が到来している可能性があるという点です(図表3)。

図表3: グローバル中小型株のバリュエーションは大型株比で数十年ぶりの低水準

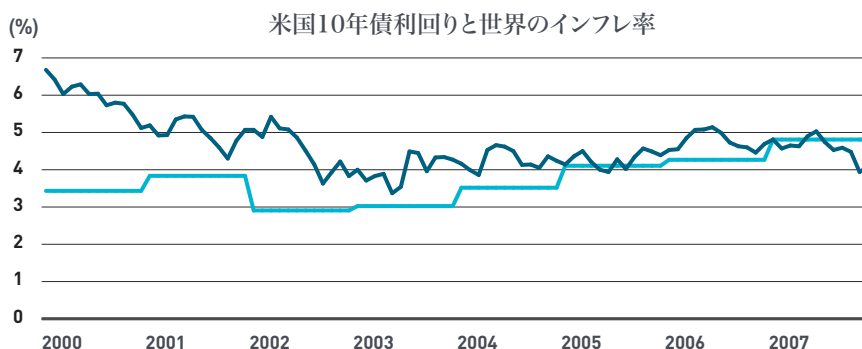


出所: FactSet。2004年1月31日から2024年1月31日までの月次データ。本図表は、MSCI All-Country World 大型株インデックス (ACWI大型株) との比較でみた MSCI All-Country World 中小型株インデックス (ACWI 中小型株) の相対予想株価収益率 (PER、12カ月先) を示しています。

次に、世界金融危機に至るまでの期間のインフレ率と金利の水準が、世界金融危機後から新型コロナウイルスのパンデミック最盛期までの10年間よりも現在の状況に近いという点が挙げられます。パンデミック最盛期までの10年間は、インフレは実質的に存在せず、世界的に金利はゼロ近辺かマイナス圏にありました。一方、2000年から2007年末までの米国10年債利回りは平均4.7%、世界のインフレ率は平均3.7%であり(図表4)、現在の状況とさほど変わらない状況にありました。

図表4: 2000年 - 2007年: インフレ率と金利は現在の水準に近い

■ 米国10年債利回り ■ 世界のインフレ率、消費者物価上昇率(年率)



出所: 米国10年債利回り - FactSet。2000年1月31日から2007年12月31日までの月次データ。世界のインフレ率、消費者物価上昇率(年率) - 世界開発指標。2000年から2007年までの年率データ。



また、市場は世界金融危機前にもドットコム・バブル崩壊による株価急落に見舞われましたが、当時、達成不可能な成長への期待(非合理的な熱狂)から急上昇したテクノロジー株は、どちらかといえば最近のインターネットがきっかけになり注目を集めて急上昇した、いわゆる「はやりの株」であるミーム株に似ています。さらに、2001年末のRussell 1000 グロス株インデックスの時価総額上位銘柄への集中度をみると、やはり近年のコロナ後の状況と類似していることが明らかです(図表5)。

図表5: 当時も今もごく一部の大型株がパフォーマンスをけん引



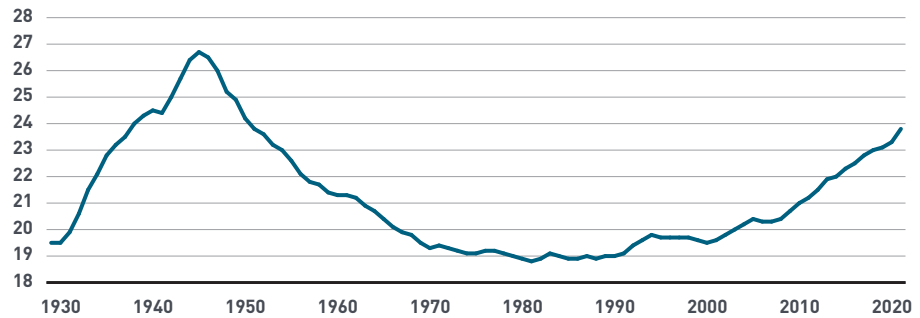
出所: FactSet。1998年12月31日から2024年1月31日までの月次データ。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。インデックスに直接投資することはできません。上記の情報や個別の企業および/または有価証券は、投資の助言、売買の推奨、または MFS商品における売買を意図するものではありません。

こうした類似点に加え、過去のケースから判断すると、これから続くであろう支出トレンドが幅広いセクターや業種の株式に恩恵をもたらす可能性があると思われます。こうした株式には、過去10年間に支出において支配的なシェアを獲得した超大型のテクノロジー株だけでなく、中小型株も含まれています。特に中小型株においては、過去にも設備投資サイクルの上昇局面で売上高が増加していることから、固定資産の平均経過年数がここ70年で最も長くなっている現在、支出トレンドが上向き可能性があります(図表6)。さらに、世界中の政府や企業がサプライチェーンの耐性を高めるためにサプライチェーンのオンショア化を進めていることから、こうした国内回帰の動きも中小型株の資産クラスの追い風になるとみられます。オンショア化が進むにつれ、大型株企業はグローバル化の恩恵(節税や人件費削減の効果)が薄れ、利益率が圧迫される恐れがありますが、中小型株企業は内需型の事業特性が有利に働く可能性があると考えます。



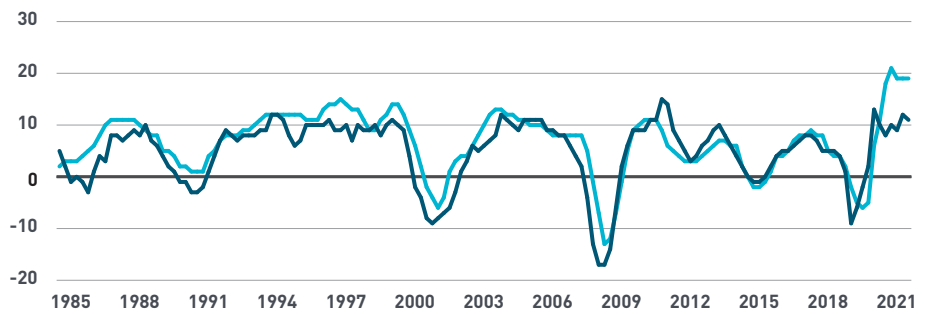
図表6: 固定資産の老朽化により、売上高の伸びと高い相関性がある設備投資が促進される可能性があるため、中小型株には恩恵が期待できる

1930年から2022年までの固定資産の平均経過年数(年)



出所: 米商務省経済分析局(Bureau of Economic Analysis)1930年12月31日から2022年12月31日(入手可能な最新データ)までの年率データ。

■ 米国の設備投資、前年同期比(%) ■ 小型株企業の売上高、前年同期比(%)



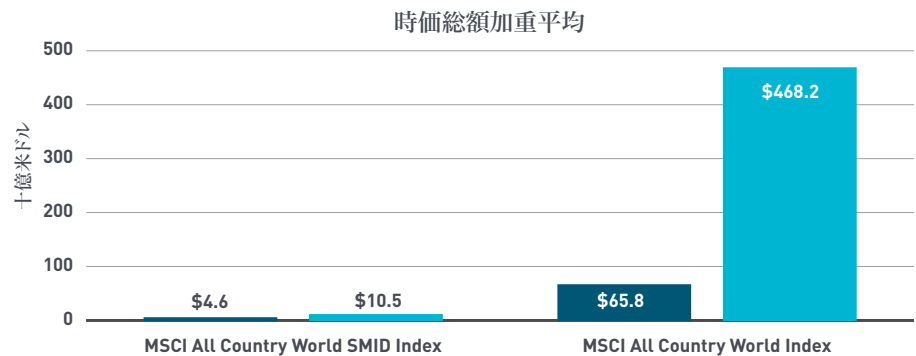
出所: FactSet, Haver Analytics, BofA US Equity&US Quant Strategy. 1985年12月31日から2022年12月31日(入手可能な最新データ)までの四半期データ。

しかし、今、グローバル中小型株に特化した資産配分を検討すべき理由はそれだけではありません。最大の理由は、現在グローバル投資家が従来のグローバル・ベンチマークへの資産配分を通じて中小型株へのエクスポージャーを得ることがかなり難しくなっていることにあると考えます。これは、過去10年間、一握りの米国テクノロジー銘柄のパフォーマンスが強力で、その結果として時価総額が増加したことが主な要因です。最も影響力の強い大型株の優位な状況は、時価総額別で見るとより分かりやすくなります(図表7参照)。MSCI All Country World Indexにおける中小型株のエクスポージャーは2010年では同インデックスの45%を占めていましたが、2023年末では21%に低下しました。一方、同インデックスの加重平均時価総額は、同時期に660億米ドルから4,680億米ドルと大幅に増加しています。この中小型株のエクスポージャーの低下分がどこに配分されたかという点に注目すると、時価総額3,000億米ドル超の銘柄の同インデックスに占める割合が大幅に上昇していることがわかります。



図表7:ベンチマークに占めるグローバル大型株の割合の変化

■ 2010年12月31日 ■ 2023年12月31日



出所: Factset/MFS Research。2010年12月31日から2023年12月31日までのデータ。

		2010年 12月31日*	2023年 12月31日*	増減	時価総額区分
時価総額－MSCI All Country World Index	300億米ドル以下	45.49	21.44	-53%	中小型株
	300億米ドル～ 3,000億米ドル	53.16	51.02	-4%	大型株
	3,000億米ドル超	1.35	27.54	1940%	超大型株

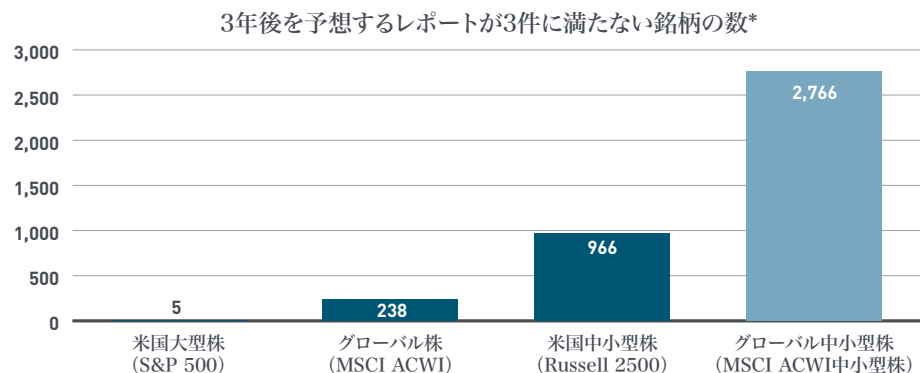
\*インデックスに占める割合(%)

出所: Factset/MFS Research。2010年12月31日から2023年12月31日までのデータ。

### なぜアクティブ運用なのか

中小型株への投資は、アクティブ・マネジャーにとってより高いアルファ(超過収益)を得られる機会となる可能性があります。それは、中小型株に対するセルサイド・アナリストのカバーが他の資産クラス、特に大型株と比べて非常に少なく(図表8)、また、中小型株のリターンのばらつきが大型株の2倍以上となっているためです(図表9)。これらの要因はいずれも、投資妙味のある銘柄を選定するための幅広いリサーチ・リソースを持つ経験豊かなアクティブ・マネジャーに、豊富な投資機会を提供するとMFSは考えています。

図表8:リサーチ・カバレッジの不足は、グローバルなリサーチ・プラットフォームを持つアクティブ・マネジャーに投資機会をもたらす可能性がある

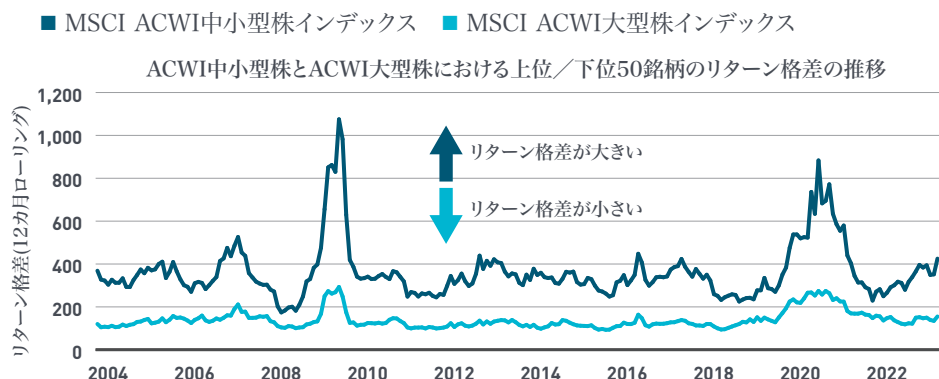


出所: FactSet。2023年12月31日現在、入手可能な最新データ。

\*予測件数および予測平均は、I/B/E/S(インスティテューショナル・ブローカーズ・エスティメート・システム)において2023年12月31日現在で3年後の利益予想が報告されている件数に基づいています。



図表9: グローバル中小型株のリターンのばらつきが大きいほど、アクティブ・マネジャーに超過収益の機会がもたらされる



出所: FactSet Portfolio Analysis。MSCI ACWI大型株インデックスとMSCI ACWI中小型株インデックスの2004年7月30日から2023年12月31日までの月次データ。リターン格差は、インデックスに含まれる銘柄の内、直近12か月間でパフォーマンスが最も好調だった銘柄(上位50銘柄)のリターンと最も不調だった銘柄(下位50銘柄)のリターンに基づいています。バケツは、毎月、直近12か月間のリターンの上位50銘柄と下位50銘柄で構成されます。毎月、各銘柄のリターンの単純平均を用いて、各インデックスの上位50銘柄グループと下位50銘柄グループのリターンが計算されます。

### MFSが選ばれる理由

MFSは、世界9カ所にリサーチ・オフィスを置くとともに全運用戦略共通のリソースであるグローバル・リサーチ・プラットフォームを構築しており、各地の市場にアナリストを配置して詳細な企業リサーチと銘柄単位の国際比較を実施しています。このプラットフォームが持つ広さと深さにより、他社が見逃す可能性がある銘柄を調査・発掘することができ、十分に分散が効いたグローバル中小型株ポートフォリオを提供できると考えています。

以上をまとめますと、MFSをご提供させていただくものはこちらです。

- グローバルで相対的に非効率でカバーが不十分な資産クラスに投資する機会
- MFSのグローバル・リサーチ・プラットフォームと長期の投資ホライズン(時間軸)を活用して独自の投資機会を見いだすグローバル中小型株戦略
- 世界中のお客様に中小型株戦略運用をご提供してきた長い歴史(2023年12月31日現在、中小型株戦略の預かり運用資産は約550億米ドル)
- MFS平均在籍年数18年の経験豊富なポートフォリオ運用チーム、および中小型株戦略運用での優れた実績

上述した情報や個別の企業および/または有価証券は、投資の助言、売買の推奨、またはMFS商品における売買を意図するものではありません。▲

### 考慮すべき重要なリスク:

**株式:** 株式市場および個別銘柄投資は値動きが大きく、発行体・市場・経済・産業・政治・規制・地政学、環境、公衆衛生などの状況に応じて、またはこれらの状況に関する投資家の認識によって、大幅に価値が下落する可能性があります。

**国際市場:** 海外市場への投資は、市場、為替、経済、産業、政治、規制、地政学などの厳しい状況により米国市場への投資に比べ高いリスクを伴い、値動きが激しくなる可能性があります。

**中型株:** 中型株への投資は、より規模の大きい企業への投資と比べて値動きが激しくなる場合があります。

**小型株:** 小型株への投資は、より規模の大きい企業への投資と比べて値動きが激しくなる場合があります。

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。当レポートに含まれる、または当レポートで示されたラッセル指数のデータならびに、ラッセル指数に関連する商標・サービスマーク・著作権はすべて、Frank Russell Company(以下「ラッセル」)に帰属し、同社が所有します。Russell®は、ラッセルの商標です。ラッセルおよびそのライセンサーはいずれも、各ラッセル指数および/またはラッセルの格付けまたはその基礎データに関するいかなる過誤または遺漏について、一切の責任を負いません。また何人も、当レポートに含まれる各ラッセル指数および/またはラッセルの格付けまたはその基礎データに依存することは許可されません。書面によるラッセルの同意がない限り、ラッセルのデータを再配布することは許可されません。ラッセルは、当レポートの内容について推進や支持または保証することはありません。

当レポートの中の意見は執筆者個人のものであり、予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。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。

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・サービスズ・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りますため、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：一般社団法人投資信託協会 / 一般社団法人日本投資顧問業協会