Equity Insights
2024年9月

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1参照)。市場のけん引役は短期的に入れ替わりますが、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

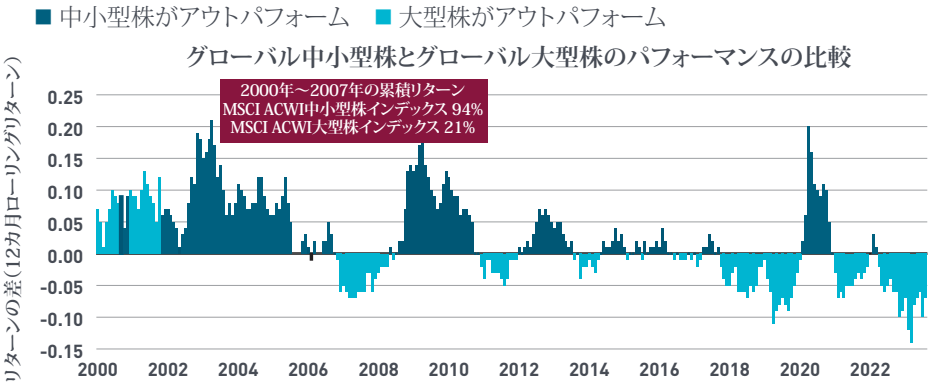
出所：FactSet。1999年12月31日から2024年7月31日までの月次データ。本図表はMSCI All-Country World SMID Index(ACWI中小型株)のMSCI ACWI Large Cap Index(ACWI大型株)に対する累積超過リターンを示しています。米ドル・ベースのネット・トータル・リターンを使用。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。インデックスに直接投資することはできません。

中小型株への投資を検討すべき理由

中小型株には特に魅力的な投資機会があるとMFSは考えています。前述のように、市場のけん引役は数年ごとに交代する傾向がありますが、ITバブルの終焉から世界金融危機(GFC)に至るまでの8年間(2000年～2007年)は、グローバル中小型株が持続的にアウトパフォームし、MSCI ACWI中小型株インデックスのリターンは94%に達しました(これに対し、MSCI ACWI大型株インデックスのリターンはわずか21%)(図表2参照)。全く同じパターンが再現される保証はありませんが、2000年代初頭と今日の市場環境との間には多くの類似点があります。

当資料は、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。

図表2：市場の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



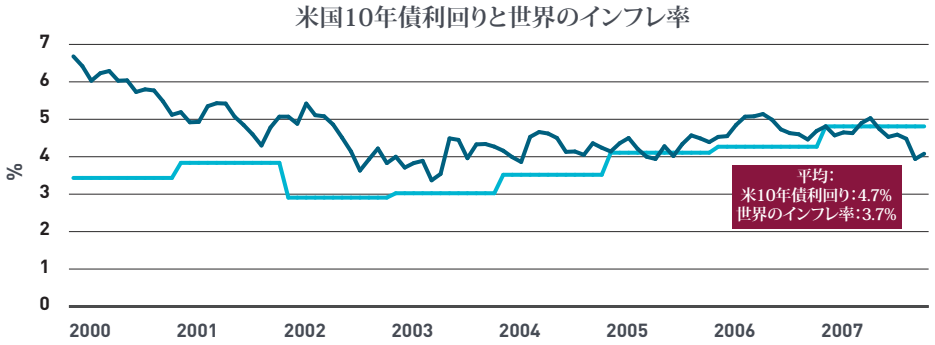
出所：FactSet。1999年12月31日から2024年7月31日までの月次データ。本図表は、MSCI All-Country World SMID Index（ACWI中小型株）のMSCI All-Country World Large Cap Index（ACWI大型株）に対する12カ月ローリング超過リターンを示しています。図表内の吹き出しの値は、1999年12月31日から2007年12月31日までの累積リターンです。米ドル・ベースのネット・トータル・リターンを使用。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。インデックスに投資することはできません。

類似点は次のとおり：

インフレ率と金利 ― 2000年代初頭は金利が低下傾向にあり、金利が急激に上昇した2022年とは方向性が大きく異なります。もっとも、その8年間、金利とインフレ率は非常に安定していました（図表3参照）。実際、その8年間の米国10年債の平均利回りは4.7%、世界のインフレ率は3.7%（実質金利は約1%）であり、世界金融危機後の10年間を特徴づけるゼロ・インフレとゼロもしくはマイナス金利の環境よりも今日の現実（および今後直面するであろう市場状況）とはるかによく合致しています。実際には、短期的に金利はやや低下するかもしれませんが（歴史的にこれは中小型株にとって有利）、ゼロ金利政策の世界に戻りバリュエーションが高くデュレーションの長い大型グロース銘柄が恩恵を受ける可能性は極めて低いとの見方に異論はないでしょう。これを踏まえると、景気に敏感な市場分野（すなわち、中小型株）へのエクスポージャーがより大きい資産クラスがこの期間中に非常に好調だったのは当然といえます。この市場分野が「健全な」インフレ率と高金利の恩恵を最も大きく受ける傾向があるためです。実際、この流れは2022年10月に始まりました。2022年10月から2023年初頭にかけて、当初の金利上昇が市場に吸収されると、米国の大型グロース株から中小型株へ大幅なローテーションが起きましたが、その後どうなったでしょうか。2023年の初めに生成AI（人工知能）が登場し、米国の大手テクノロジー企業7社「マグニフィセント・セブン」を土壇場で救ったのです。もし生成AIがなかったなら（そんな話が通用しないのは承知の上であえて言えば）、今日の市場環境は大きく異なっていたでしょう。

図表3：インフレ率と金利は2000年代半ばの水準に近い

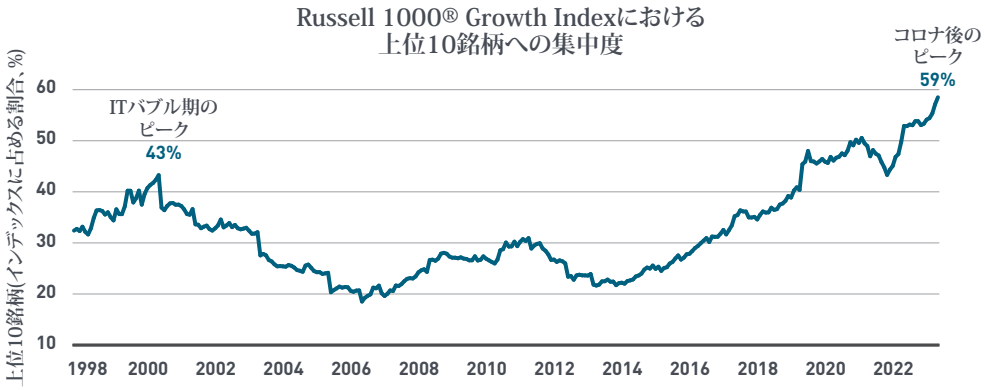
■ 米国10年債利回り　■ 世界のインフレ率、消費者物価上昇率（年率）



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年までの年次データ

集中リスク ― 生成AIと言えば、米国テクノロジー企業への極端な集中リスクは2000年代初頭（いわゆるITバブル期）を思い起こさせます（図表4参照）。もっとも、今日の巨大テクノロジー企業は明らかに優良企業であり、ITバブル期に破綻したPets.comやeToysと同列に論じることはできません。しかし、こういった市場集中度の高い銘柄の利益見通しが株価に組み込まれた高い期待に応えられなかった結果、バリュエーションが低下することになれば、相対的に割安な中小型株への投資が非常に大きな利益をもたらす可能性があります。

図表4：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



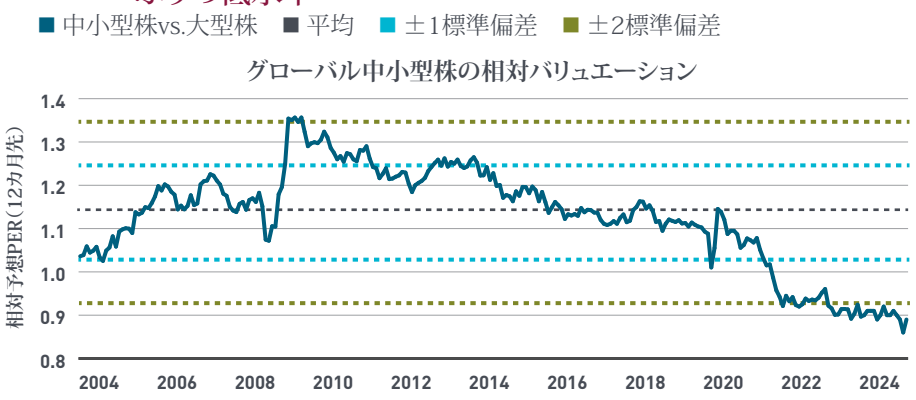
出所：Factset。1998年12月31日から2024年6月28日までの月次データ。証券を発行体単位でまとめ、インデックスにおける発行体別構成比率を月次で集計したもの。

米国株の低リターン環境 ― 2000年代初頭のITバブル崩壊後、米国株の低リターンの期間が続きました。実際、バブル崩壊後の8年間にMSCI ACWI 中小型インデックスで測定したグローバル中小型株は94.5%(年率8.7%)上昇した一方、S&P 500は14%(年率1.7%)の上昇にとどまり、テクノロジー銘柄の比重が高いRussell 1000® Growthは21.2%(年率2.9%)下落しています。したがって、仮に、あるいはおそらく、今日の米国のベンチマークを支配している巨大テクノロジー株に生成AIを巡る高揚感が完全に織り込まれた場合、絶対リターンの低い時代が長期にわたって到来する可能性があります。それが2000年から2007年にかけて生じた状況と合致することも間違いないでしょう。

インデックス	累積リターン(米ドル・ベース) 2000年1月1日～2007年12月31日	年率リターン(米ドル・ベース) 2000年1月1日～2007年12月31日
MSCI ACWI 中小型 NR USD	94.48	8.67
S&P 500 TR USD	14.09	1.66
Russell 1000® Growth TR USD	-21.17	-2.93

バリュエーション ― 過去10年間、米国大型グロース株以外の多くの資産クラスに投資する際の基準だったバリュエーションは類似点リストの最後に置きました。残念ながら、この間に気付かされたように、バリュエーションだけでは投資根拠にならず、株価は材料がなければ長期間「割安」な水準にとどまる可能性があります。しかし、MFSの見方では、グローバル中小型株が大型株比で2標準偏差「割安」な水準で推移している現在のような魅力的な買いの機会が生じるのは2000年代初頭以来のことです(図表5参照)。さらに、実質的に「無償で」資本にアクセスできるゼロ・インフレ、ゼロ金利の世界では、高バリュエーションはあまり重要な意味を持たなかったのですが、高金利、高インフレ、低流動性の世界では高バリュエーションは非常に重要な意味を持ちます。

図表5: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7月30日～2024年7月31日の月次データ。本図表は、MSCI All-Country World Large Cap Index(ACWI大型株)と比べたMSCI All-Country World SMID Index(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。

今後のトレンドが広範な企業に恩恵をもたらす可能性

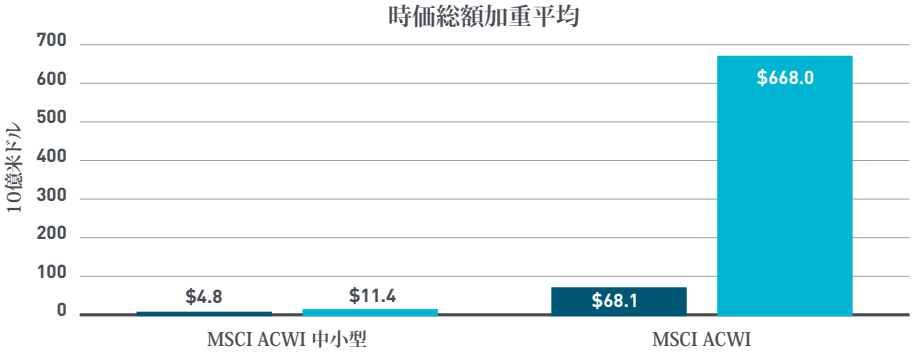
今日と2000年代初頭の市場環境の類似性に加えて、おそらくより重要な点として、テクノロジーと人工知能が私たちの日常生活の重要な部分を占めるようになる一方で、今後のトレンドが過去10年間のテクノロジー中心の米国企業だけでなく、より広範なセクターや業界に恩恵をもたらす可能性があると考えています。これらのトレンドの例をいくつか挙げると、設備投資支出の増加(事業運営費との比較でのみ)、インフラ更新支出、エネルギーとエネルギー移行、防衛および国家安全保障、サプライチェーンのリショアリング(国内回帰)・ローカリゼーションなどがあります。多くの大型企業がこうしたトレンドの恩恵を受ける可能性がある一方で、多くの中小型企業も恩恵を受ける可能性があります。大型テクノロジー企業は米国勢が圧倒的に多い一方で、様々なセクター・業界で世界最高クラスの企業がすべて単一の地域や資産クラスに属していると考えるのは単純すぎるでしょう。

標準的グローバル・ベンチマークの変化

最後に、しかしおそらく最も重要なことですが、投資家がグローバル中小型株という資産クラスに特化したアロケーションを今、検討すべき最大の理由は、グローバル投資家が従来の標準的グローバル・ベンチマークを通じて中小型株のエクスポージャーを取ることがかなり難しくなっているためです。これは主として、過去10年間、一握りの米国テクノロジー銘柄が高いリターンを達成した(その結果として時価総額が増加した)ためです。最も影響力のある大型株が圧倒的なシェアを占めていることは、時価総額別で見るとよくわかります(図表6参照)。時価総額3,000億米ドル超の企業が標準的なベンチマークに占める割合は2011年にはわずか2.5%だったのに対し、30%超にまで上昇しています。実際、MSCI All Country World Indexの加重平均時価総額は同期間に681億米ドルから6,680億米ドルにまで上昇しており、多くの投資家は中小型株へのアロケーションが不足した状況に置かれています。

図表6:グローバル大型株ベンチマークの変化

■ 2011年6月30日時点 ■ 2024年6月28日時点



出所:Bloomberg/MFS Research。2011年6月30日および2024年6月28日時点のデータ。

		2011年 6月30日時点 インデックス・ウェイト%	2024年 6月28日時点 インデックス・ウェイト%	増減	時価総額区分
時価総額 - MSCI ACWI	300 億米ドル以下	44.70	19.06	-57%	中小型株
	300 億米ドル～3,000 億米ドル	52.76	47.44	-10%	大型株
	3,000 億米ドル超	2.53	33.50	1224%	超大型株

出所:Bloomberg /MFS Research。2011年6月30日および2024年6月28日現在のデータ。

当資料は、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®が選ばれる理由

MFSは、世界8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、アナリストを各地の市場に配置して詳細な企業リサーチと銘柄単位の国際比較を行っています。プラットフォームの幅広さ、深さと現地専門知識とが相まって、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。

以上をまとめると、MFSは

- 相対的に非効率でアナリストのカバーが不十分な資産クラスに多くのリソースをグローバルに投入しています。
- MFS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）を活かして、グローバル中小型株のユニバースで独自の投資機会を見いだすことができます。
- 世界中のお客様に中小型株戦略をご提供してきた長い歴史（2023年12月31日現在、中小型株ポートフォリオの預かり運用資産残高は約550億米ドル）があります。
- 平均在籍年数18年に上るポートフォリオ運用チームを擁し、中小型株運用において豊富な経験を有しています。

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。

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。

出所：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。

「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、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）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。

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。

分散投資は利益を保証するものでも、損失を防ぐものでもありません。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：一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会

当資料は、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_1353252_11_24
52240.6