



インデックスの罫： パッシブ投資が最もアクティブなリスクである理由



キリアン・ニーマルクト
グローバル株式チーム
シニア・クライアント・
ポートフォリオ・マネジャー

2026年3月

「分散投資は健全な投資の基本であり、リスクを抑えるとともに、長期的な投資リターンを高めるものだと、投資家は教えられてきました。」

現在の市場環境下において、ベンチマーク運用が機関投資家の目的に合致しているかを検証します。

ポイント

- 現在の市場環境は、指数（インデックス）投資に依存する投資家のポートフォリオの安定性を脅かす脆弱性を生み出しています。
- いくつもの潜在的なマイナス材料があります。例えば実際に設備投資が始まる中でのAI銘柄のバリュエーションの限界、企業負担を隠すためのデットファイナンス型循環収益スキームの失敗、または新技術の出現などが、潜在的なリスクとして考えられます。
- これらのリスクを軽減するには、投資家のマインドセットを、パッシブ運用を通じた市場の「借り手」から、優良企業の「所有者」へとシフトさせる必要があります。

多くのプロ投資家にとって、市場指数は温度計のようなものと考えられています。市場指数は、特定の市場または経済の状況を反映するように設計された客観的な測定手段と見なされています。市場指数は、国、資産クラス、あるいは資産クラスごとのパフォーマンスを測定することもできます。投資家は、資産配分を決定するためだけでなく、市場のリターン、特性、そしてリスクを測定するために指数を活用しています。こうした伝統的な投資理論の枠組みにおいて、指数はベータ（ β ）、すなわちパッシブ運用の基準となっています。一方、個別銘柄の選択によって生み出されるアクティブなアルファ（ α ）は、この基準との比較によって評価されます。投資家が指数に対して暗黙のうちに置いている重要な前提は、ベータ＝1、アルファ＝0であるということです。定義上、指数は市場のすべての適格銘柄を保有するため、最大限の分散が確保されています。したがって、個別銘柄固有のリスクは最小限にとどまると考えるのが妥当です。

指数は運用コストが安く、個別要因の影響を受けにくいという特徴があります。このことから、投資家が指数を単なるベンチマークとして参照するのではなく、指数に直接投資するようになったのも驚くことではありません。

さらに、分散投資は健全な投資の基本であり、リスクを抑えるとともに、長期的な投資リターンを高めるものだと、投資家は教えられてきました。かつては、そうした分散投資を行うには、リサーチや取引のために多大な時間と費用が必要でした。しかし、時価総額加重指数の登場により、こうした状況が一変しました。これらの指数を活用し、分散されたポートフォリオを簡単かつ低コストで構築できるようになりました。市場全体を保有することで、投資家は勝ち組を選び、負け組を避けるという難題から解放されると同時に、資産クラス全体の値上がり利益を享受することが可能になりました。

このようなアプローチはシンプルであるというメリットがあるものの、その恩恵は代償なしに得られるものではありません。時間の経過とともに、指数に連動する運用の欠点が徐々に明らかになりました。今や指数連動戦略のリスクは、従来型のロングオンリーのアクティブ運用に伴うリスクに匹敵し、場合によってはそれを上回る可能性すらあります。

市場集中のメカニズム

銘柄レベル – 分散効果の低下

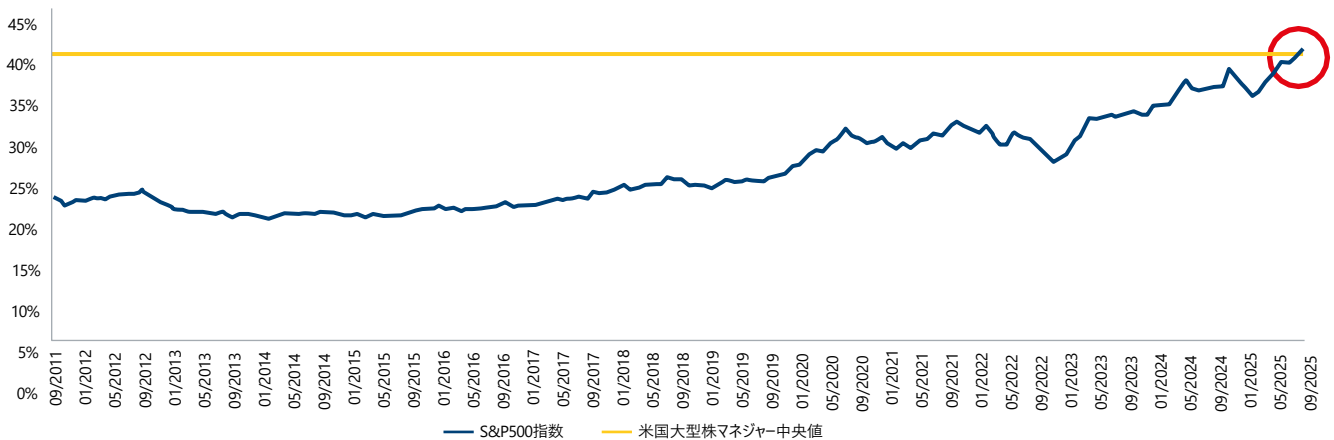
株式市場は堅調に推移しているように見えますが、より詳細に分析すると、時価総額加重指数への投資は、もはや市場全体への幅広い分散投資ではなくなっています。実際に、時価総額加重指数への投資は、株価バリュエーションを考慮せず、ごく限られた特定のテーマに集中投資するようなものです。

2025年10月末時点において、MSCIワールド・インデックスでは、時価総額上位10銘柄だけで指数全体の約30%を占めています。S&P500に至っては、時価総額上位10銘柄が指数全体の41.6%を占めていました。指数における銘柄の集中度は極めて高く、1999年から2000年にかけて発生したドットコム・バブルのピーク時の水準を上回っています。さらに、2025年におけるMSCI米国インデックスのリターン約60%は、上位10銘柄によって生み出されており、このことは、株式市場が過去に例を見ないほど一部の銘柄に集中していることを示唆しています。指数投資の本質的な価値は分散であり、市場全体を保有することで、投資家は個別銘柄固有のリスクを排除し、市場全体のシステムティックなリスクに基づくリターンのみを受け取ることができるのです。しかし、現在の主要なグローバル株価指数の構成比率は、この前提そのものを揺るがしています。これほどまでに集中したポジショニングをアクティブ運用マネージャーが取っていたとすれば、そのマネージャーは間違いなく高い確信度に基づく賭けを行っていると思なされます。

この点を具体的に示します。2025年10月には、S&P500指数の上位10銘柄の構成比率（41.6%）が、米国大型株のアクティブ運用ファンドにおける上位10銘柄の配分比率の中央値（40.9%）を初めて上回りました（eVestmentのデータに基づく）。つまり、パッシブ運用への配分は、今や平均的なアクティブ運用ファンド以上に、確信度に基づく集中投資に近いものとなっています。

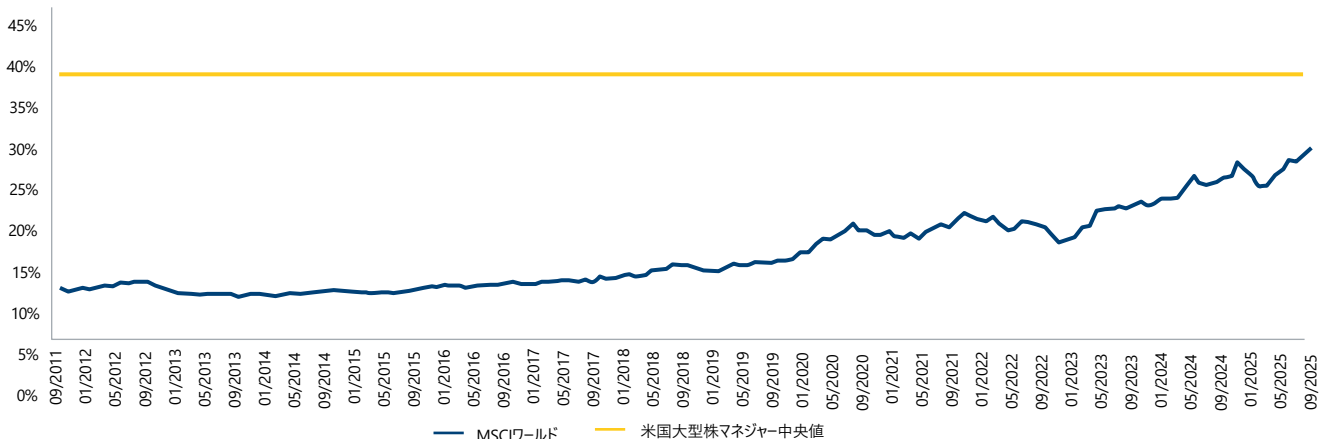
この分散効果の低下がどの程度深刻であるかを定量的に示すため、ここでは実効構成銘柄数という概念を用いて考察します。S&P500指数は時価総額加重指数であるため、大型株は小型株に比べてはるかに大きな比率を占めています。一部の小型株は指数に占める比率が0.01%強にすぎず、指数全体のリターンに与える影響は最小限にとどまっています。これに対して、時価総額が最大のNVIDIAは、2025年末時点で7.4%の構成比となっており、これは指数の中で時価総額が最も小さい100銘柄を合計した比率に相当します。指数内の集中度を測る方法の一つとして、ハーフィンゲル・ハーシュマン指数（HHI）があります。これは、指数を構成するすべての企業の構成比率を二乗し、これを合計することで導き出されます。このHHIの逆数を用いることで、指数が実質的に何銘柄で構成されているか（実効構成銘柄数）を求めることができます。

図表1：S&P500指数の上位銘柄ウェイト対アクティブ米国マネージャー



出所: RBC GAM、Bloomberg、eVestment、2025年9月30日時点

図表2：MSCIワールド・インデックスの上位銘柄ウェイト対アクティブ・グローバル・マネージャー



出所: RBC GAM、Bloomberg、eVestment、2025年9月30日時点

図表3のデータが示す内容は重要です。「市場」は、もはや経済全体を反映するものではなくなっています。S&P500指数の実効構成銘柄数は、過去最低水準にまで減少しています。S&P500指数は500銘柄で構成されていますが、指数の実際のパフォーマンスを左右しているのは、わずか50銘柄に過ぎません。さらに、構成比が3%以上の個別銘柄の合計比率は、過去最高水準に達しています。

ベンチマークにおける銘柄集中の危うさを示す事例として、かつてのカナダ企業のノテル・ネットワークスが挙げられます。同社の事例は、時価総額加重指数で「分散投資が効いている」ように見えても、それが錯覚に過ぎない場合があることを示す教訓となっています。2000年のドットコム・バブル期のピーク時には、ノテルは光ファイバー通信分野における世界的リーダーとして脚光を浴び、トロント証券取引所全体の時価総額の35%以上を占めていました。インターネット黎明期の熱狂の中で、同社は勝ち組の筆頭と見なされていましたが、過度に積極的な買収戦略、会計不祥事、そしてインターネット・インフラ市場における変化への対応の遅れなどが重なり、2009年に経営破綻に追い込まれました。この破綻により、巨額の株主価値や年金資産が失われました。

同じ時期におけるもう一つの代表的な事例は、米国のインターネット企業であるAOLです。2000年初め、AOLの時価総額は約2,240億米ドルに達し、マイクロソフト、シスコ、インテルといった大手テクノロジー会社と肩を並べ、S&P500指数の時価総額上位10社に急浮上しました。AOLが同指数に組み入れられたのは1998年後半にすぎず、急速に存在感を高めたことは驚くべきことでした。2001年には、当時としては米国史上最大規模となる約3,500億米ドルの評価額でタイム・ワーナーとの合併を完了し、世界最大のメディア企業が誕生しました。しかし、その直後にITバブルが崩壊し、ダイヤルアップ接続からブロードバンドへの急速な技術転換にAOLが対応できなかったことから、この合併は最終的に失敗と見なされるようになりました。その後、タイム・ワーナーは2009年12月にAOLを独立企業としてスピンオフしましたが、その時点でAOLの時価総額は約31億米ドルにまで縮小し、ピーク時から97%以上も価値を失っていました。

2025年末に目を転じると、グローバル株式ベンチマークでも同様の集中構造が見られます。実際に、「マグニフィセント・セブン（米国株式市場を代表する7社の超大型テクノロジー企業群）」とAI関連セグメント全体で、MSCIワールド・インデックスの3分の1以上を占めています。ドットコム・バブル期には、ノテルやAOLが「必ず保有すべき」インフラ銘柄と見なされていました。それと同様に、現在のベンチマークも、ごく少数のAI関連銘柄に大きく偏った構成となっています。

投資家にとっての教訓は明白です。ベンチマークにおいて時価総額上位銘柄への集中が進むと、分散されているはずの指数が、実質的には単一テーマに賭ける投資になってしまいます。

セクター・エクスポージャー

さらに詳しく見ると、足元の株式市場では、テクノロジー・セクターへの過度な集中が進んでおり、AI関連の設備投資サイクルがグローバル株価指数の動向を左右しています。2015年9月時点では、テクノロジー・セクターはMSCIワールド・インデックスにおいて時価総額で第4位にとどまっておらず、インデックス全体に占める比率も10.1%に過ぎませんでした。それから10年を経た現在では、その比率は約3倍の27.3%にまで拡大しています。この比率の拡大は一見すると妥当かもしれませんが、実態を正確に反映しているとは言えません。2018年と2023年に実施された世界産業分類基準（GICS）の再分類では、テクノロジー・セクターへの集中を抑えるため、世界的な大手テクノロジー企業の多くが他のセクターへ移されました。その結果、アルファベット、メタ、アマゾン、およびテスラといった指数の主要銘柄は、現在ではテクノロジー・セクターに含まれていません。

「テクノロジー・セクターへの過度な集中が進んでおり、AI関連の設備投資サイクルがグローバル株価指数の動向を左右しています。」

実際の経済的な要因に着目し、そうした要因をより広いセクター・グループにまとめ直すと、テクノロジー関連セクターへの偏りが一層顕著になります。テクノロジー・セクターとコミュニケーション・サービス・セクターを合わせた「テック+」の構成比は現在36%を占める一方で、素材セクターとエネルギー・セクターを合わせたコモディティ関連セクターの構成比は過去10年間で半減しました。また、ディフェンシブ・セクターの構成比もほぼ大幅に低下し、生活必需品セクターは、現在ではわずか5.4%となっています。

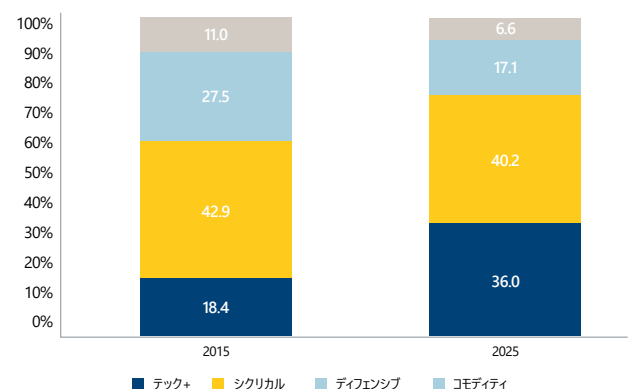
図表3：S&P500指数の指標

指標 (S&P500指数)	長期平均 ¹	2000年 ドットコム・ピーク	現在 2025年12月31日
上位10銘柄の ウェイト	約20%	27%	41%
実質的な 構成銘柄数	100超	79	46
テクノロジー・セクター のウェイト	約15%	33%	34%

出所: RBC GAM, S&P500指数, 2026年2月時点

¹長期平均: 1975年から2025年、2000年ドットコム・ピーク日: 2000年3月10日

図表4：MSCIワールド・インデックスのセクター・グループ



出所: MSCIワールド・インデックス, 2025年9月30日時点

地域エクスポージャー

多くのAI関連銘柄が米国を本拠地としており、特にハードウェア・インフラ、ハイパースケーラー、および基盤モデル関連企業においてその傾向が顕著となっています。その結果、MSCIワールド・インデックスに占める米国企業の割合は72%にまで拡大しています。この水準を踏まえると、MSCIワールド・インデックスへの投資家が、果たしてグローバル株式市場に対して十分に分散されたエクスポージャーを得ているかについて疑問の余地があります。

さらに、米国への配分が高いことが、米国経済が生み出している経済的付加価値を適切に表しているとは言えません。先進国全体のGDPに占める米国の割合はおよそ54%であり、MSCIワールド・インデックスにおける米国の比率を大きく下回っています。時価総額加重指数ではなく、均等加重指数の方が、先進国全体の経済規模をはるかに適切に表していると考えられます。

機関投資家にとって、世界的に分散投資を行うことは長年にわたりリスク管理の中核的な要素となっています。しかし、株式市場で米国への偏りが強まっているため、投資家は米国に起因するリスクの影響を受けやすくなっています。まず、投資対象が米国に偏った場合、貿易関税、大手テクノロジー企業に対する規制強化、米連邦準備制度理事会（FRB）の議長交代に加え、中央銀行の独立性をめぐる議論など、米国固有の政策リスクに過度に晒されることとなります。さらに、2025年には米ドル安が進行し、為替の影響で米国外の投資家のリターンが大きく押し下げられました。例えば、S&P500指数は米ドルベースでは17.9%のリターンを計上した一方で、ユーロ建てのトータル・リターンは3.9%にとどまりました。最後に、地政学的な不安定さも増しており、米中間の競争激化に加え、北大西洋条約機構（NATO）内でも各国の戦略的利害の相違が顕在化しています。

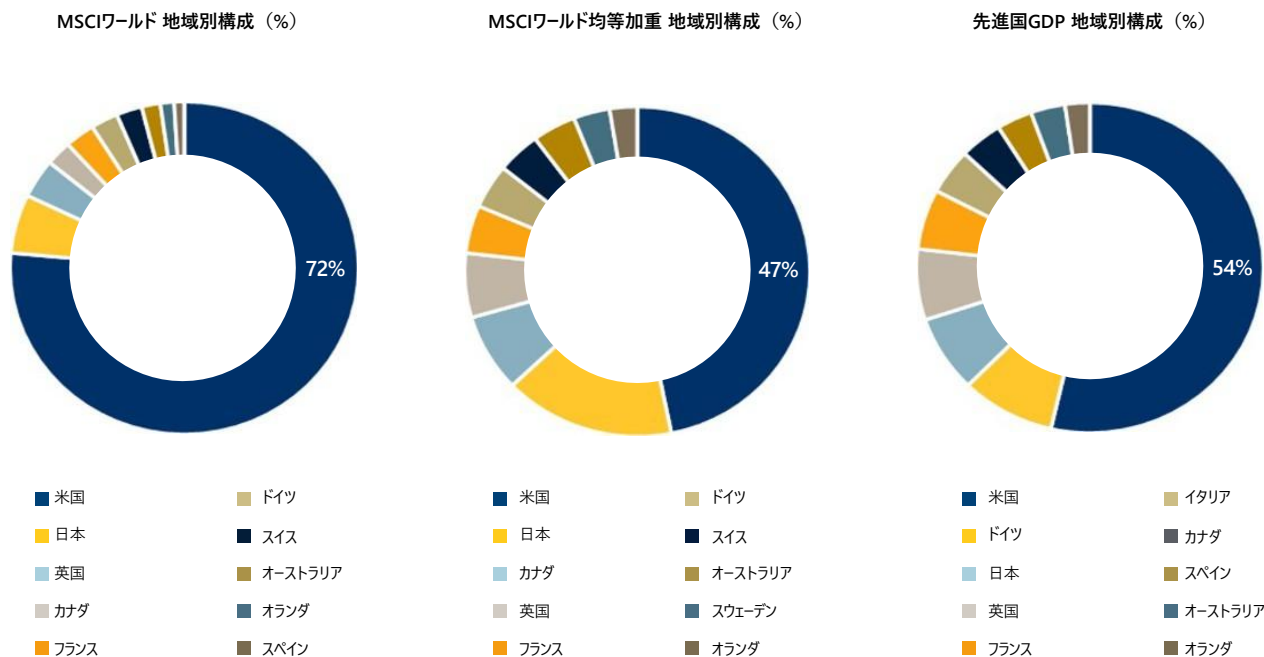
これらのいずれかの分野でショックが生じた場合、質への逃避が起こる可能性があります。米国のテクノロジー株に過度に集中したポートフォリオは大きな損失を被る恐れがあります。実際に、貴金属市場では安全資産への逃避がすでに見られ、例えば、金価格は史上最高値を相次いで更新していますが、株式市場ではリスク回避の動きが見られておらず、上昇基調が続いています。歴史的に見ると、金価格と株価は低い相関関係を示していますが、ここ1年では両者は非常に高い正の相関となっており、金と株式が同時に過去最高値を更新するという異例の事態が生じています。

構造的な脆弱性と高まる固有リスク

パッシブ投資は、分散投資を通じて企業固有のリスクを排除し、投資家が市場全体に由来するシステムティック・リスクのみを負うように設計されていますが、2026年の市場環境下では、本来とは逆の状況となっています。すなわち、指数に連動する運用が巨大な規模に達したことで、分散されるはずのリスクが特定銘柄に集中する構図となっています。1,300社以上の企業で構成されているMSCIワールド・インデックスを通じたパッシブ投資は、指数内のすべての銘柄を保有することで、いずれか一社が大きく価値を失ったとしても、投資家の資産全体に与える影響は微々たるものにとどまるとの前提に立っています。しかし、集中度が極端に高まった市場では、この前提が成り立たなくなります。特定銘柄にリスクが集中している場合、そうした銘柄の大きな株価変動が、指数全体のパフォーマンスを左右し、結果として投資家のリターンに大きな影響を及ぼします。このことは、循環的な収益取引によって、さらに増幅される可能性があります。

「いずれか一社が大きく価値を失ったとしても、投資家の資産全体に与える影響は微々たるものにとどまります。」

図表5: 地域別構成



出所: RBC GAM, Bloomberg, 2025年12月31日時点

ベンチマークに内在する個別銘柄リスクは、以前はほぼ横ばいで推移していましたが、ここ数年で大きく上昇しています。こうしたリスクは理論的には存在しないものの、市場内におけるボラティリティをシステムティック・リスクだけでは説明することができず、説明しきれない残余リスクが残ることになります。2020年以降、MSCIワールド・インデックスおよびS&P500指数におけるこうした個別銘柄の残余リスクは、約200ベース・ポイント（bps）も上昇しました。最初の残余リスクの大幅上昇はコロナ禍の時期に生じ、2022年11月のOpenAIによるChatGPTの公開を受け、再び顕著な上昇が確認されました。それ以降、MSCIワールド・インデックスおよびS&P500指数の両方において、個別銘柄リスクが緩やかに高まり続けています。

「DeepSeekによる技術的進展と高い効率性に関する主張は、半導体業界全体に大きな衝撃を与えました。」

投資家は2025年1月、こうした新たな市場リスク環境における現実的な教訓を突きつけられました。2023年7月に設立されたばかりの中国を本拠地とする人工知能企業であるDeepSeekが、AI分野における米国の圧倒的優位という前提に疑問を投げかけました。同社は「DeepSeek V3」および「DeepSeek R1」というモデルを公開し、V3モデルの開発に向けた最終トレーニング工程は、従来の大規模モデルと比べてはるかに低コストで、わずか2カ月で完了したとされています。さらに同社は、すでに主流から外れた旧世代のNVIDIA製チップだけを使用したと発表しました。第三者機関によるベンチマークテストでは、DeepSeekのモデルは、当時主流とされていたLlama 3.1、GPT-4o、Claude Sonnet 3.5といった主要モデルを上回る性能を示していたことが確認されました。

DeepSeekの性能は、最先端水準のAIを実現するには技術革新の最前線にあるハードウェアに数十億米ドル規模の設備投資が不可欠であるという従来の前提に疑問を投げかけました。従来の前提を覆すストーリーの中核的要素は、同社が主張する技術効率性の高さであり、はるかに少ない計算リソースでも、トップクラスの性能を実現できる可能性を示した点です。

DeepSeekによる技術的進展と高い効率性に関する主張は、半導体業界全体に大きな衝撃を与え、ハードウェア要件や、将来のチップ設計の優先順位を見直す動きを促しました。

これを受け、NVIDIAは1日で約6,000億米ドルの時価総額を失い、当時としては史上最大の1日あたりの下落額を記録し、ハードウェア関連セクター全体の下落を招きました。その結果、S&P500指数の半導体・半導体製造装置産業グループは、2025年第1四半期（1-3月期）にかけて17.5%下落しました。このストーリーは、半導体需要が失われるのではないかと懸念から、「ジェヴォンズのパラドックス（資源の利用効率が高まると、その資源の消費量が拡大するという逆説的な現象）」へと急速に変化しました。これに加えて、ハイパースケラー各社が投資を継続すると発表したことを受け、当初の悲観論は後退しました。しかし、こうした一連の動きは、あたかもAIのゴールドラッシュが終焉を迎えたかのように、市場心理が熱狂から恐怖へと一気に急速に転じるかを、投資家に改めて強く印象づける結果となりました。

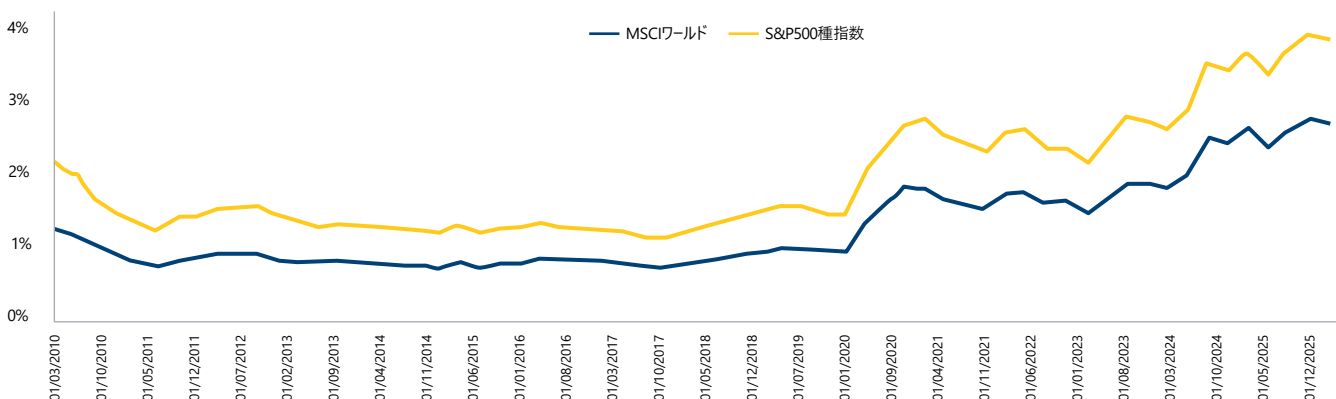
バリュエーション vs 現実

定義では、指数のベータは1です。アクティブ運用マネージャーは、指数に対するファクター（バリュー、グロース、モメンタム、およびボラティリティなど）へのエクスポージャーを測定します。したがって、アクティブ運用マネージャーのファクターへの集中度が指数と同様である限り、この集中度は表面化しにくい場合があります。

指数の集中度が高まると、大型銘柄に固有のリスクが集中するだけでなく、こうした集中が指数のファクター・エクスポージャーの構成にも影響を及ぼす可能性があります。これらには通常、バリューに不利なファクター・エクスポージャーが含まれます。時価総額加重指数では、ポジション・サイズは企業の時価総額に基づいて決定されるため、株価が高く、バリュエーションが割高な企業ほど指数内でのウェイトが大きくなります。一方で、長年にわたり蓄積された学術的研究によると、バリュー・ファクターがプラスのリターンをもたらすことを示されています。指数は構造上、バリューに対してネガティブなエクスポージャーを有することになります。

さらに、指数はモメンタムに有利な構造となっています。モメンタム・ファクターが強い銘柄は、モメンタムが反転するまで、モメンタムが弱い銘柄をアウトパフォームする傾向があります。市場が上昇する局面では、こうした特性が指数にとって追い風となり、絶対リターンを押し上げます。実際に、相場が上昇する局面では、投資家が相場の波に乗り、上昇する市場やパッシブ運用の指数連動戦略に資金を投入することから、時価総額の大きい銘柄に資金が流入し、この効果がさらに強まります。しかし、市場のモメンタムが反転した場合、この効果が逆に働き、指数のマイナスリターンが増幅することになります。

図表6: ベンチマークの固有リスク



出所: RBC GAM, Bloomberg, 2025年12月31日時点

より絶対的な尺度（指数との相対比較ではなく）で見ると、現在の市場における集中が指数全体のバリュエーション水準を歪め、市場の二層構造を生み出していることが明確になります。S&P500のような指数は時価総額加重方式を採用しているため、大手テクノロジー銘柄が指数全体のバリュエーション水準を押し上げています。実際に、2025年末にかけて、S&P500指数の株価売上高倍率（PSR）は3.4倍となり、過去最高のバリュエーション水準に達しました。こうした乖離を示す例として、S&P500の均等加重指数では、株価売上高倍率（PSR）は1.7倍であり、過去10年間の平均に沿った水準で推移しており、過去のバリュエーションのピークを下回っています。つまり、投資家は、指数を通じて市場全体の成長に投資しているつもりでいながら、実質的には、ごく一部の時価総額上位銘柄の成長にアクセスするためにプレミアムを支払っていることとなります。

本質的には、指数全体にわたり幅広い銘柄に分散投資することで得られるリターンは、銘柄を選別して投資を行った場合に得られる可能性のあるリターンと比較して、抑えられることとなります。例えば、指数に割安な銘柄と割高な銘柄、信用力の高い銘柄と低い銘柄が混在しているとしたら、指数に連動する運用では、割高で信用力の低い銘柄群にも必然的に投資を行うこととなります。しかし、長期的に見ると、ほとんどの投資家は、そうした銘柄群が市場におけるその他の銘柄群を上回るリターンをもたらすとは期待しないでしょう。つまり、投資対象を広く分散する指数運用では、割高で信用力の低い銘柄群にも投資することになり、そのことがポートフォリオ全体のリターンを押し下げる要因になる可能性があります。

なぜ指数はこのような特性を持つのでしょうか？

かつて、バリュエーション投資の父と呼ばれるベンジャミン・グレアムは、「短期的に見ると、市場は人気投票で株価が決まる仕組み（投票機）になっているが、長期的には企業の実力を評価する仕組み（計量機）になっている」という有名な言葉を述べました。この名言はまさに、現在の市場環境を的確に表しているように思われます。というのも、株価は、感情、思い込み、または特定の見方によって企業の本源的価値から大きく乖離する場合がありますが、最終的には企業価値はその企業のファンダメンタルズに沿った水準に収斂していきます。

投票機は現在、フル稼働しており、AIを巡る成長ストーリーを中心とした人気投票の様相を呈しています。投資家はこれらの企業の将来的な支配力に対して票を投じており、その結果、株価バリュエーション倍率が一段と押し上げられています。一方、計量機は、これらの企業の業績がそれらの株価に見合っているのかという問いを投げかけています。

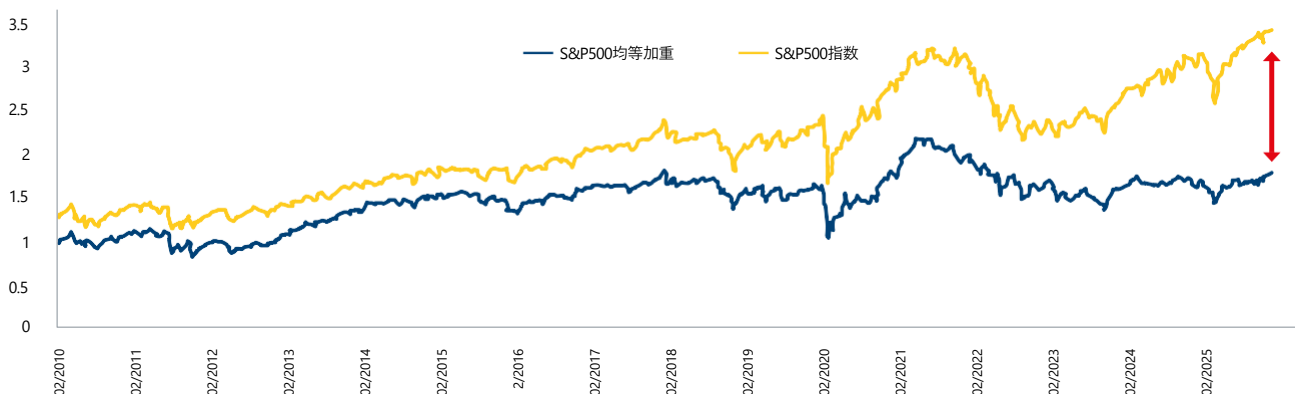
定義によると、時価総額加重は市場価格に基づいてウェイト付けを行う方式です。したがって、この方式ではモメンタム主導の資金配分メカニズムになりやすくなります。結果として、最も規模が大きく、最も成功している企業、そして多くの場合、最もバリュエーションが割高な銘柄に資金が偏って配分されることとなります。株価が上昇すれば資金流入が増え、それにより株価がさらに押し上げられるといった自己増幅的な循環が生まれます。こうした循環はバブルを膨らませる一方で、いったんバブルが崩壊すると、下落を一層深刻化させることとなります。

パッシブ運用の資金フローについては、米国株式市場の取引量全体に占める割合が着実に増加しています。一方で、アクティブ運用におけるロングオンリーのマネージャーの市場参加比率は、ここ15年間で半減しており、現在では米国株式の総取引量のわずか6.1%にとどまっています。同時に、新たな投資家が市場に参入しています。それは個人投資家です。個人投資家の参加比率は2010年以降で倍増しており、現在では米国株式の総取引量の20.5%を占めています。これはプロのアクティブ運用マネージャーを大きく上回る水準であり、長期的なファンダメンタルズ重視の投資よりも、短期的なモメンタム主導の売買を一段と強める要因となっています。

RobinhoodやRedditのようなプラットフォームを通じた取引のゲーム化は、こうしたトレンドを形成する上で大きな影響を与えています。こうした取引は本来の投資行為から、短期的なゲーム感覚をかき立てる体験へと変化しつつあります。これらのプラットフォームでは値上がり上位銘柄や取引高上位銘柄を積極的に推奨しており、直近で注目を集めているストーリー主導型の投資テーマハ資金を呼び込む導線として機能しています。さらに、個人投資家はコールオプションの購入（特に満期が当日のゼロデイオプション（ODTE））またはレバレッジ型上場投資信託（ETF）などレバレッジ商品を強く好む傾向があります。個人投資家がこうしたオプションを購入すると、その取引は即座にマーケットメーカーに売却されます。これを受け、マーケットメーカーはデルタ・ニュートラルを維持するために、実際の原株式を購入することで、リスクをヘッジします。こうした機関投資家のヘッジ取引は、実際の株式に対してその企業のファンダメンタルズとは無関係の買い需要を生み出すことから、例えば、マグニフィセント・セブンといった最も流動性の高い大型株に偏って恩恵をもたらすこととなります。

「個人投資家はコールオプションまたはレバレッジ商品を強く好む傾向があります。」

図表7: S&P500時価総額加重インデックスと均等加重インデックス間のバリュエーション・ギャップの拡大（株価売上高倍率）



出所: RBC GAM, Bloomberg, 2025年12月31日時点。

個人投資家は満期が当日のOTDEのコールオプションを好む傾向があり、このオプションはガンマ感応度（原株式の株価が動いた時にデルタがどれだけ速く変化するかを測定する指標）が最も高い商品です。その結果、買いの連鎖が生じます。マーケットメーカーはリスクをヘッジするためにさらに株式を買い増しせざるを得ず、株価が上昇を続けると、そのことが個人投資家の取引への参入を促すこととなります。こうして同じサイクルが繰り返されます。このようなプラットフォームを通じて株式市場への参加層が広がることは前向きな側面もありますが、株式取引がゲーム感覚で行われるようになることは決して望ましいことではありません。

ここ数年において、オプション取引の総出来高は史上初めて株式取引の出来高を上回り、その後も力強い伸びが続いています。シカゴ・オプション取引所（CBOE）によると、2025年には1日当たりの平均オプション取引高が5,900万枚超となり、過去最高を記録しました。この水準は2024年比で22%の増加であり、2016年比では実に260%の増加となっています。

マーケットメーカーは、容易にヘッジすることができる最も流動性の高い銘柄に限定してオプションを売却します。ガンマ・スクイーズ（オプション取引に伴うヘッジ行動が株価の上昇を加速させる現象）が株価を人為的に押し上げるため、これらの企業は「流動性プレミアム」を受け取り、単にオプション市場が魅力的であるという理由だけで、最も流動性の高い銘柄はより高いバリュエーションで取引されることになりました。こうした中で、指数ではこのようなデリバティブ主導のサポートを受けない中小型株から資金が流出し、バリュエーション格差がさらに拡大しました。

「マーケットメーカーは、容易にヘッジすることができる最も流動性の高い銘柄に限定してオプションを売却します。」

その結果、市場で価格発見機能が低下し、資産価値ファンダメンタルズではなく、資金フローによって決まる傾向が強まったことから、ミスマイスされた状態が長期化しやすくなっています。また、需要の弾力性が低下していることから、どこかの時点で資金フローが反転すれば、売り圧力も同様に無差別かつ深刻なものになる可能性があります。

危険なことは、熱狂やパッシブ運用資金に支配された「投票機」は、将来の利益やファンダメンタルズという「計量機」では正当化できない水準まで株価を押し上げてしまうことです。

そうなれば、株価はいずれ、その「重さ」に見合う水準まで崩れ落ちることになります。

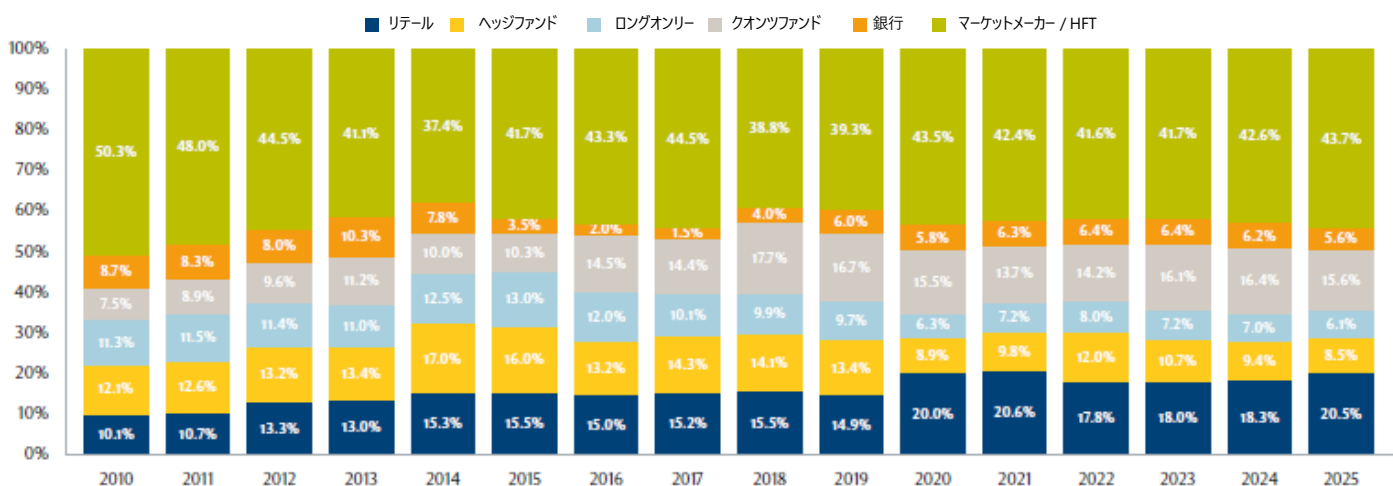
私たちはバブルの中にいるのでしょうか？

足元の市場集中を煽っている主たる要因は、生成AI関連銘柄の急騰です。AIがもたらしている変革的な影響は疑いの余地がありませんが、足元の投資サイクルにおける資金の構造には、投機バブル期の典型的な兆候が見られます。ただし、今回のバブルは2000年のものとは性質が異なります。当時は収益の実績が伴わないインターネット企業を中心でしたが、現在のAI分野の主要企業は莫大な利益を計上しています。つまり、今回のバブルは、将来の需要を前提とした巨額の前倒し設備投資や、AI関連投資に投じられている数兆米ドル規模の資金と、ソフトウェアやサービスにより生み出されている実際の収益の間における乖離の拡大に起因している可能性があります。

AIの急速な設備拡張に伴うもう1つの側面は、対象となるハードウェアの減価償却の問題です。NVIDIAのHopperまたはBlackwellシリーズのような最先端GPUチップは、次世代半導体チップが登場することで、3年～5年程度で陳腐化すると見込まれています。このことは、アマゾン、マイクロソフト、メタのようなハイパースケーラーにとって「トレッドミル効果（競争力を維持するためには休みなく巨額投資を続けなければならない構造）」という問題を生み出し、過去の投資から十分な収益がまだ回収できていない段階でも、半導体に継続的に何十億ドルもの再投資を行う必要があります。こうした投資サイクルは、少数のAI企業による激しい競争によってさらに加速しています。これらの企業はすべて、「汎用人工知能（AGI）」を最初に実現しようと競い合っており、その結果、最も高度な基盤モデルを学習させる能力のある高性能チップに対する需要が高まっています。

さらに状況を複雑にしているのが、このセクターが直面している循環的な収益構造の問題です。例えば、ハイパースケーラーがAI企業に出資し、そのスタートアップ企業がその資金を使用してクラウドサービスを購入するといった状況が見られます。同様に、半導体メーカーが顧客に資金を提供し、その資金で自社のハードウェアを購入させるケースもあります。こうした取引により、最終ユーザーからの実需の実態が見えにくくなっています。また、個別企業の命運は密接に結びついているため、AI分野の主要企業の一角で問題が発生すれば、それが波及し、システム全体の不安定化を招く恐れがあります。こうした複雑な循環取引の構造も金融市場や投資家にとってリスクとなっています。

図表8：市場参加者別の米国株式取引高（%）



出所：バンク・オブ・アメリカ、2025年12月時点

歴史的に見ると、テクノロジー企業は主に株式を通じた資金調達を行ってきました。しかし、グローバルなAI開発競争において必要な設備投資資金を調達するために、各企業はデット市場への依存を強めています。設備投資の回収期間は不透明であるため、金利や信用スプレッドの変動に対する感応度が高まっています。デットを引き金とする調整が起きれば、家計資産や年金基金に影響が及び、マクロ経済的な景気後退を引き起こす恐れがあります。ドットコム・バブルは、株式（主に公開市場やベンチャーキャピタルを通じた）による調達資金によって支えられていたため、株式市場が反落した際の影響は限定的でした。一方、現在のAI投資サイクルは、公募株式やプライベート・エクイティによる資金調達だけでなく、銀行融資、社債、さらにはプライベート・クレジットによる資金調達によっても支えられています。

こうした懸念は、バンク・オブ・アメリカが2025年12月に実施したファンド・マネジャー調査によっても裏付けられています。同調査では、投資家は「AIバブル」を成長に対する最大のテールリスクとして挙げました。さらに、調査対象となった投資家の過半数は、企業がAI関連の設備投資を過剰に行っていると考えています。

別の観点から見ると、学術研究では小型株プレミアムや、均等加重指数が時価総額加重指数を長期的にアウトパフォームする理由について論じられてきました。また、この現象は、企業のライフサイクルという枠組みを用いて、経済学者によっても理論的に説明されています。非常に成功した大手企業でも、やがて「規模の不経済（規模が大きくなることにより発生する非効率性）に直面しやすくなり、同時に新たな競合相手呼び込む傾向もあります。

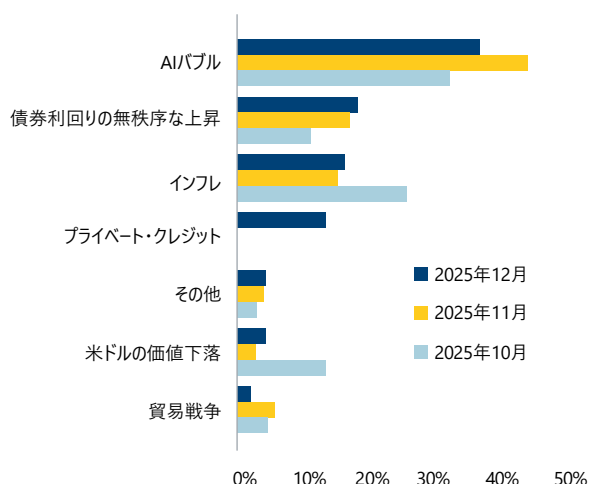
これは機関投資家にとって何を意味するのでしょうか？

市場の集中度が歴史的な水準まで高まっており、機関投資家にとって様々な問題が生じています。単にボラティリティ・リスクが高まっているだけでなく、ポートフォリオ構築において真の分散投資を実現することが困難となっています。グローバルなコア資産配分として活用されているMSCIワールド・インデックスは現在、米国、超大型株、およびテクノロジー銘柄に大きく偏った構成となっています。指数は数百銘柄で構成されているものの、主要なセクター内やファクター内の高い相関ゆえに、実質的な分散効果は低下しています。投資家は、時価総額加重指数の本来の機能が損なわれつつあるという重要な分岐点に直面しています。

集中度の高い指数は、金利変動、テクノロジー・セクターの業績サイクル、さらには大手テクノロジー銘柄に対する規制圧力などの影響を受けやすくなっています。このような環境下では、単に市場全体を買うという姿勢から転換し、個別銘柄固有のリスク・エクスポージャーを積極的に管理することが求められます。また、超大型テクノロジー株へのエクスポージャーが高まることで、指数の構成がグロスやモメンタムといった特定のファクターに偏りやすくなるため、個別リスクだけでなく、ファクター・リスクの管理も必要になります。

最後に、最も流動性の高い銘柄が、逆に流動性の罫（相場の下落局面で構造的な売り圧力が集中する状況）の発生源になり得るというリスクも存在します。集中度の高い市場では、ETFが上位構成銘柄を同じ比率で大量に保有しています。市場が上昇局面にあるときは、流動性は潤沢であるものの、投資家心理が期待から恐怖へと急変し売りを誘発すると、パッシブ運用ファンドは解約に対する資金確保やリバランスのために売却を余儀なくされます。

図表9：ファンド・マネジャー調査によると、投資家は「AIバブル」を最大のテールリスクと見ている



出所：BofAグローバル・ファンドマネジャー調査

図表10：ファンド・マネジャー調査によると、AI設備投資ブームへの懸念が続く中、投資家は企業が過剰投資していると引き続き考えている



出所：BofAグローバル・ファンドマネジャー調査

パッシブ運用ファンドはこうした銘柄の浮動株の大きな割合を保有しているため、売り優勢の局面では反対売買を担うアクティブな買い手がほとんどなくなります。また、価格発見機能が歪められているため、買い注文が消えてしまう場合もあります。その結果、企業ファンダメンタルズとは関係なく、市場がパッシブ運用の一斉売却を吸収できず、株価が急落する可能性があります。

バブルが崩壊する局面では、ほとんどの市場参加者（高頻度取引（HFT）、ヘッジファンド、個人投資家）は、比較的素早く市場から撤退し、静観し、次の買い場を待つことで、弱気相場をやり過ごすことができると考えられます。一方、機関投資家は、戦略的資産配分の枠組みの中で、景気サイクルを通じた長期投資の視点に立って運用を行うことが求められ、異なる課題に直面します。弱気相場の発生源となっている銘柄にベンチマークが大きく偏っている場合、機関投資家はどのようにして弱気相場を乗り切れるのでしょうか？

弱気相場の戦略

足元のように市場の偏りが極めて大きい環境では、アクティブ運用マネージャーは一般に市場をアウトパフォームすることが難しくなります。モメンタムが持続している限り、インデックス戦略が勝っているように見えます。この点に関して、今日の株式市場とドットコム・バブルの終盤には類似点があります。当時も現在も、少数の大型テクノロジー株が市場を主導している一方で、それ以外の銘柄はほとんど注目されていません。

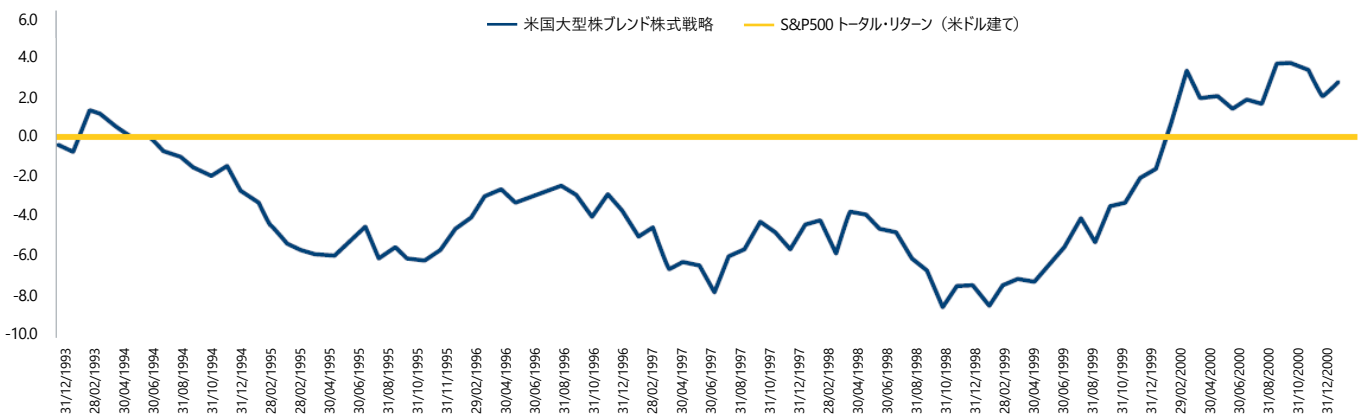
ドットコム・バブルが形成されていく過程において、アクティブ運用マネージャーは指数をアウトパフォームするのに苦戦しました。バリュエーションが相次いで過去最高水準を更新する中で、マネージャーは、利益を上げていない企業に追加資金を配分することを正当化するのが難しい時期に直面しました。1999年末時点で、時価総額上位20のグロース株は、株価売上高倍率（PSR）が10.8倍、株価収益率（PER：過去実績ベース）が68.0倍という高水準で取引されていました。その結果、S&P500指数に対するアクティブ運用マネージャーの超過収益は継続的に低下し、1999年には米国の平均的なアクティブ運用マネージャーの超過収益はマイナス8%にまで達しました。当時の株式リサーチ資料によると、投資家は1998年時点ですでにインターネット・ブームを17世紀のチューリップ・バブルと比較し始めていました。バブルだと指摘するのは容易ですが、そこから利益を上げるのは至難の業です。ファンダメンタルズが再び株価を主導ようになるまでには、さらに2年間の時間を要しました。その後、アルファの創出が急速に回復したことから、最終的にはバブル崩壊の最中およびその後において、アクティブ運用マネージャーは市場をアウトパフォームしました。

ドットコム・バブルが崩壊した際に、S&P500指数は約50%、ナスダック総合指数は約78%下落しました。しかし、こうした表面的な数字の裏では、銘柄間に大きなばらつきが存在していました。超大型テクノロジー株が大幅に値を下げた一方で、ファンダメンタルズに基づく銘柄選択を行っていたアクティブ運用マネージャーは、資産価値を確保することができました。現在の市場集中は、当時とは異なる銘柄やテーマによって形成されていますが、その根底にあるメカニズムは似通っています。

バリュエーションや分散投資を重視するアクティブ運用マネージャーは、バブルが膨張する局面ではベンチマークをアンダーパフォームする一方で、バブルが収縮する局面ではベンチマークをアウトパフォームする傾向があります。バブル膨張期には、絶対リターンは好調である一方、相対リターンは低調となります。逆に、バブル収縮期では相対リターンは好調である一方、絶対リターンは低調となる可能性があります。こうした状況を回避することは可能なのでしょうか？

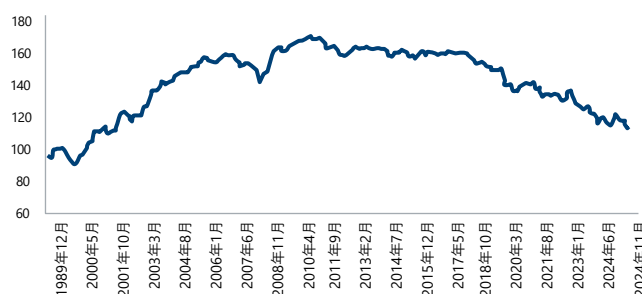
こうした銘柄間のばらつきを活用する最もシンプルな方法の一つが、均等加重戦略です。時価総額上位10銘柄がアンダーパフォームする、あるいは平均回帰する局面では、均等加重戦略は理論上、時価総額加重指数をアウトパフォームすることになります。実際に、MSCIワールドの均等加重指数と時価総額加重指数を設定来で比較すると、長期的には均等加重指数が時価総額加重指数をアウトパフォームしていることが確認できます。

図表11：1年ローリング超過リターン（%）



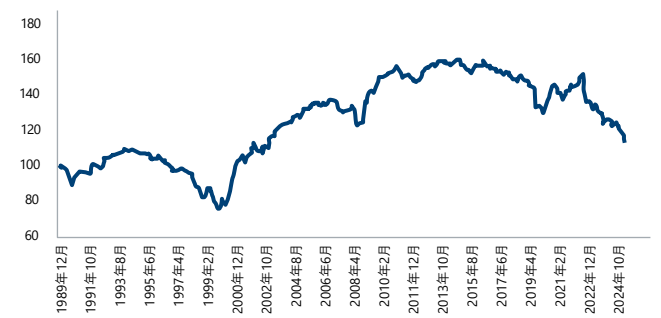
出所: RBC GAM, Morningstar, 2000年12月31日時点

図表12：MSCIワールド均等加重トータルリターン・ネット・インデックス vs MSCIワールド・トータルリターン・ネット・インデックス



出所: MSCI, 2025年11月時点

図表13：S&P500均等加重インデックス vs S&P500加重インデックス



出所: MSCI, 2024年10月時点

まとめ

パッシブ投資の理論的な根拠は、効率的市場仮説と、幅広い分散投資のメリットが前提となっています。しかし、足元の市場環境は、効率的な価格発見や十分に分散された指数という前提に疑問を投げかけています。2026年初めのグローバル株式市場は、単一の圧倒的な歪みによって特徴づけられています。その歪みは、少数のAI関連テクノロジー株への資金の集中であり、パッシブ投資による機械的な資金フローによってさらに増幅されています。

こうした市場動向が、ここ10年間にわたり資産価値を押し上げてきましたが、一方で、インデックス運用に依存する投資家のポートフォリオの安定性を脅かす脆弱性も生み出しています。ボラティリティが低く、流動性が潤沢な長期の強気相場では、時価総額加重のパッシブ運用戦略は、モメンタム主導のリターン之恩恵を受けやすく、アクティブ運用をアウトパフォームする傾向があります。しかし、弱気相場ではこうした状況が逆転します。足元の市場構造は異例なほど脆弱なように見え、多くの潜在的なネガティブ要因にさらされています。ネガティブ要因として、例えば、大規模な設備投資を必要とする実態が明らかになるにつれて、AI関連銘柄のバリュエーションが正当化されなくなる可能性や、借入によって支えられた循環的な収益スキームが企業の根本的なストレスを覆い隠せなくなる可能性、または新たな半導体技術が登場する可能性などが挙げられます。2025年初めのDeepSeekショックは、市場動向が高揚感から恐怖へと一気に急速に転じ得るかを改めて思い起こさせる出来事でした。

これらのリスクを軽減するためには、投資家の発想を変える必要があります。すなわち、パッシブ運用ビークルを通じて「市場を借りる」立場から、優れた企業の「オーナーとなる」立場へと発想を転換することです。パッシブ運用はもはや安全な避難先ではありません。アクティブ運用は終わったと誰もが確信したときには、すでに相場のレジーム転換の条件は整い始めていると言えます。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
一般社団法人 資産運用業協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (Royal Bank of Canada (RBC)) の資産運用部門であり、RBC Global Asset Management (U.S.) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc.(RBC GAM Inc.)、RBC Global Asset Management (UK) Limited (RBC GAM – UK)、RBC Global Asset Management (Asia) Limited (RBC GAM – Asia)、および RBC Indigo Asset Management Inc.を含みます。これらは、別会社ですがRBCの関連法人です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、英国金融行動監視機構 (FCA) によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay
Asset Management

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬 (上限)	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬 (上限)	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上

