



ALLIANCEBERNSTEIN®

2026年5月

クロスアセット・ポートフォリオ におけるテクノロジー企業

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は、ここ数年テクノロジー・セクターがリターンをけん引していることを踏まえ、グローバルなクロスアセット・ポートフォリオにおけるテクノロジー企業のポジションの見直しを行った。

AB のポジションの主な特徴は、株式に対する戦略的に強気な見方と長期固定利付債のアンダーウェイトを維持していることにある。またグローバル株式の中でも引き続き米国を戦略的にオーバーウェイトとしているため、株式 60%・債券 40%のベンチマークと比較してテクノロジー・セクターがオーバーウェイトとなっている。さらに米国株式の中でもテクノロジー・セクター全体を小幅なオーバーウェイトとしている。

テクノロジー・セクターは大きく上昇してきたが、いまだに「割安」な水準にある。もちろん、この評価には長期的な利益予想の大幅な上方修正が反映されている。本稿では、こうした高い利益成長予想がどこまで持続可能なのか、利益予想の上方修正ペースが問題となるのかどうかについて論じる。

AB は、現在の急速な設備投資ペースを正当化する収益化のシナリオはあると見ている。ただし、そのシナリオについて、半導体チップの減価償却サイクルよりも短い期間内に明確な見通しを持たない可能性がある。だとすると、ボラティリティに対する投資家の警戒感は低過ぎると言える。

イニゴ・フレーザー・ジェンキンス

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド(英国)
機関投資家向けソリューション 共同責任者

ロベルタス・スタンチカス

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー(米国)
機関投資家向けソリューション シニア・リサーチ・アソシエイト

共同執筆者:

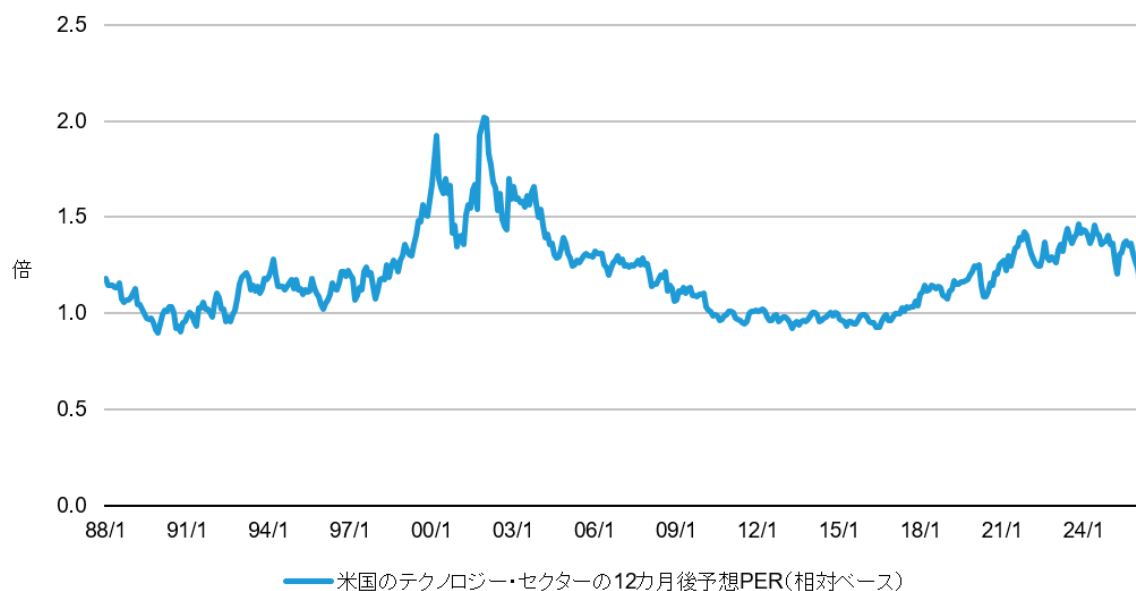
アラ・ハームズワース**、モーリーン・ヒューズ**

クロスアセット投資家はポートフォリオでのテクノロジー・セクターの比率についてどう考えるべきだろうか。テクノロジー・セクター主導の株式市場は原油価格が高止まりする中でも上値を追う展開だが、結局のところ、こうした状況はテクノロジーと人工知能(AI)が果たす役割という広範な戦略的テーマに関わる問題である。本稿では、AB がグローバル株式の中でも米国株式をオーバーウェイトとする理由を再確認する。これに伴い、テクノロジー・セクターはグローバル・ベンチマークと比較して小幅なオーバーウェイトとしている。また、AB は米国株式の中でもテクノロジー・セクターを全体的に小幅なオーバーウェイトとしている。

AB のクロスアセット戦略では、AI は他の景気下押し要因を相殺し、国内総生産(GDP)に占める企業利益の割合を高める可能性があると考えており、米国株式のオーバーウェイトを支える根拠となっている。これらの点については過去に論じたとおりであり¹、本稿では、株式投資におけるテクノロジー・セクターの位置づけと、それがクロスアセット・ポートフォリオにとって何を意味するかに焦点を当てる。

テクノロジー・セクターがこれほど注目されている今、同セクターの主要指標について改めて説明する必要はないかもしれないが、いくつか重要な特徴を指摘しておきたい。1 つ目は米国のテクノロジー企業は割高ではないという点だ。利益予想が相次いで上方修正されていることから、株価は過去の水準と比べると「割安」で、株価収益率(PER)は過去に見られたような過剰な水準にはほど遠い。こうした割安なバリュエーションは、既存事業の高い収益性と、先行きに対する期待の高まりの両方を適度に反映しているといえる(図表 1)。

図表 1: テクノロジー・セクターは割高ではない



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

米国テクノロジー銘柄の 12 カ月後予想 PER の市場全体との比較

2026 年 5 月 31 日現在

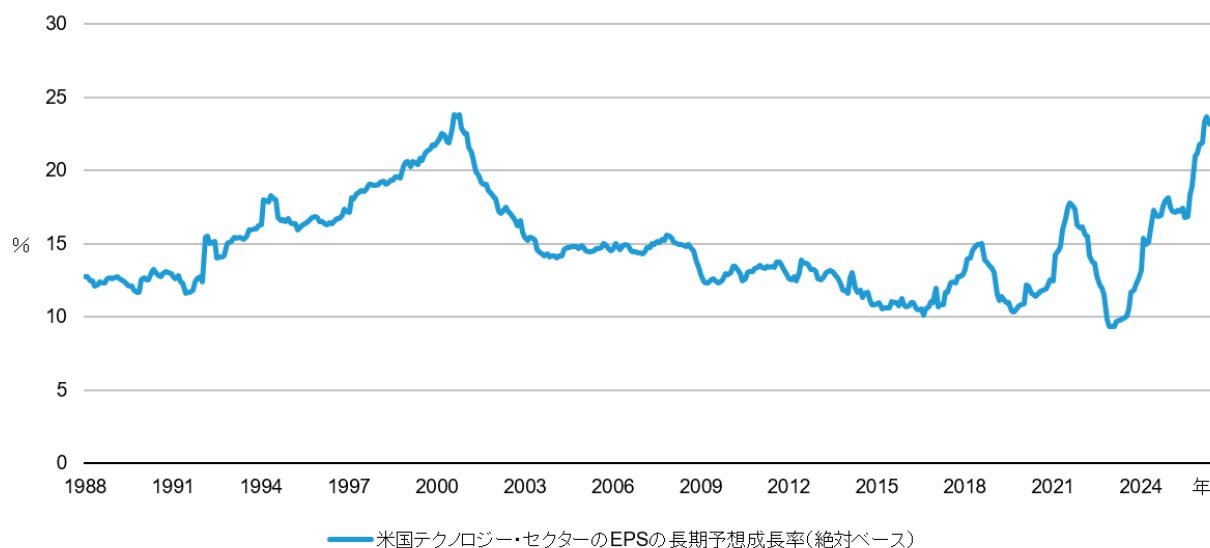
出所: ファクトセット、AB

もちろん、この「割安さ」の大半は利益予想の大幅な引き上げに起因する。米国テクノロジー・セクターにおける今後 5 年間の 1 株当たり利益(EPS)成長率のアナリスト予想は、年率 23%に達している(図表 2)。この数値は ChatGPT の公開以後に 13 ポイントもの上昇を示しており、利益予想がこれほど大幅に上方修正されれば、警戒感が出てきても不思議ではない。ChatGPT 公開以降に成長期待が再び高まったことを受けて、米国のテクノロジー・セクターの予想成長率は 2000 年半ばの水準まで戻っ

¹ 以前の記事『[AI vs. Demographics: Or might shrinking populations not be so bad if robots are taking jobs, anyway?](#)』(英語)ご参照

た。当時は予想成長率が高かっただけでなくPERが未曾有の高水準にあったため、その株価水準は維持できないものだった。しかし、今はPERが高過ぎるというわけではない。

図表 2: ChatGPT の公開以降、テクノロジー・セクターの EPS の予想長期成長率は 13 ポイント上昇



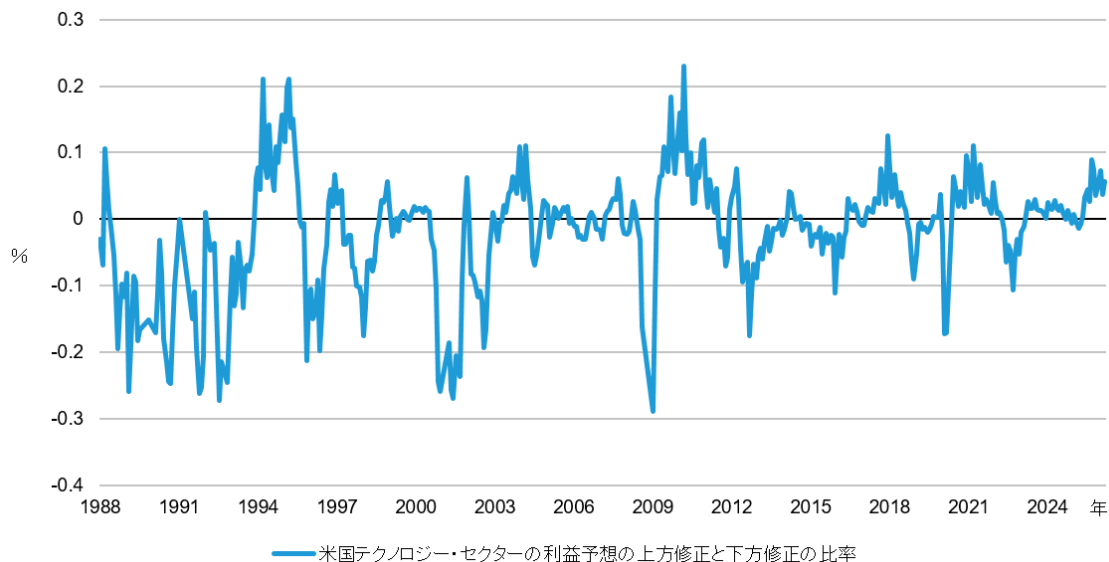
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年5月31日現在

出所:ファクトセット、AB

EPSの長期予想成長率は大幅に上方修正されてきたが、上方修正の比率を見る限り、過熱感を示唆するような状況にはない(図表3)。加えて、EPSの長期予想成長率が正しいと仮定した場合、テクノロジー・セクターが企業利益全体に占める割合は現在の28%から5年後には38%まで上昇することになる。確かに高水準ではあるが、AI技術に汎用性があること、AIが(規制当局や労働者ではなく)開発企業の手にあること、AIがもたらすセクター横断的な生産性向上をテクノロジー企業が収益化できる可能性を考えれば、あり得ないことではない。

図表 3：テクノロジー・セクター全体の利益予想の上方修正は根拠なき熱狂を示唆するものではない



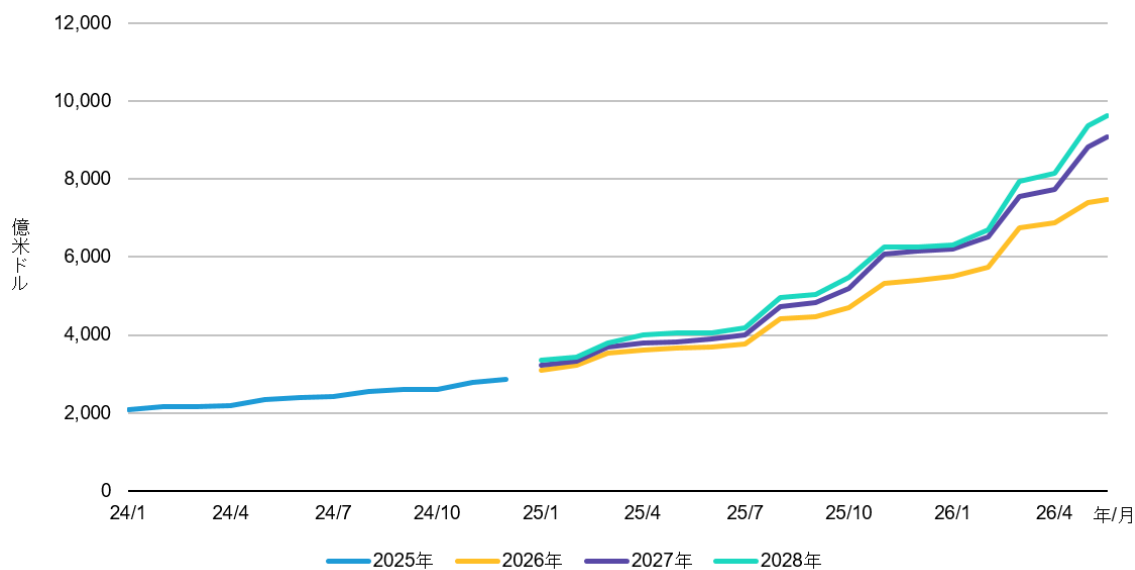
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年5月31日現在

出所：ファクトセット、AB

利益予想に過熱感がないことは、AI 業界の「ファンダメンタルズ」が今もかなり強固であることを反映している。設備投資の見通しは段階的に上方修正されており（図表 4）、これまでのところ、新たに公開される AI の効果が期待に届かないとの不安が現実化したことはない。

図表 4：ハイパースケーラーによる設備投資の見通しは今なお上方修正されている



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

注記：ハイパースケーラーにはアップル、グーグル、メタ、マイクロソフト、オラクル、アマゾンが含まれます。

2026年5月18日現在

出所：ブルームバーグ、AB

AB は過去のレポートで、AI 関連設備投資が経済全体から見て理に適っているかどうかを分析した。主なシナリオ分析の結果は以下のとおりである(図表 5)。ここでは、AI 業界のバリュエーションと、経済全体の生産性向上を収益化する AI 業界の能力との関係に注目した。もちろん、収益化がどこまで可能かについては、まだ結論が見えていない。以下の表では既存テクノロジー企業の収益性を算出した上で、経済全体の生産性が AI によってどの程度向上するかについて複数のシミュレーションを行った。そして、その生産性上昇分の 10%を AI 企業が収益として得ると想定した。結論として、現状の設備投資を正当化する収益化のシナリオは確かに存在する。しかし問題は、どのシナリオが実現しているかを見極めるまでに時間がかかり、その時間が半導体の減価償却期間を超えてしまう可能性があることだ。

図表 5: ハイパースケーラーの設備投資と生産性向上シナリオ別の想定 PER

	低 (+0.1%)	中 (+0.9%)	テクノロジー楽観論 (+2.5%)
基準となる先進国の GDP(2024 年)	70,000	70,000	70,000
AI 企業の当初の利益(2024 年)	368	368	368
基準となる 2030 年の名目 GDP(年率 4%成長)	88,572	88,572	88,572
AI による追加的な成長率(%ポイント、年率)	0.1	0.9	2.5
各シナリオに基づく 2030 年の GDP	89,085	93,272	102,140
AI による GDP の増加分(2030 年)	512	4,700	13,568
AI 企業の TAM(獲得可能な最大市場規模、GDP 増加分の 10%、10 億米ドル)	51	470	1,357
AI 企業の利益(想定利益率 20%、10 億米ドル)	10.24	93.99	271.35
基準となる非 AI 事業利益(セクター全体、2030 年、10 億米ドル)	552	552	552
AI および既存事業の利益(セクター全体、2030 年、10 億米ドル)	563	646	824
2030 年の時価総額(5 年間にわたり株価が年率 7%上昇、10 億米ドル)	16,690	16,690	16,690
各シナリオに基づく PER(2030 年)	29.7	25.8	20.3
米国市場の 12 カ月後予想 PER	21.7		
ハイパースケーラーの 12 カ月後予想 PER(相対水準)	1.37	1.19	0.93

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

上記のモデルは 3 つの生産性向上シナリオ(低:0.1%、中:0.9%、楽観論:2.5%)に基づくハイパースケーラー(マイクロソフト、アルファベット、アマゾン、メタ、オラクル)の 2030 年の想定 PER を示しています。GDP の増加分の 10%がハイパースケーラーに帰属し、増収分の利益率は 20%と想定しています。また、既存事業の利益成長率を年率 7%、2030 年までの株価上昇率も年率 7%と想定しています。

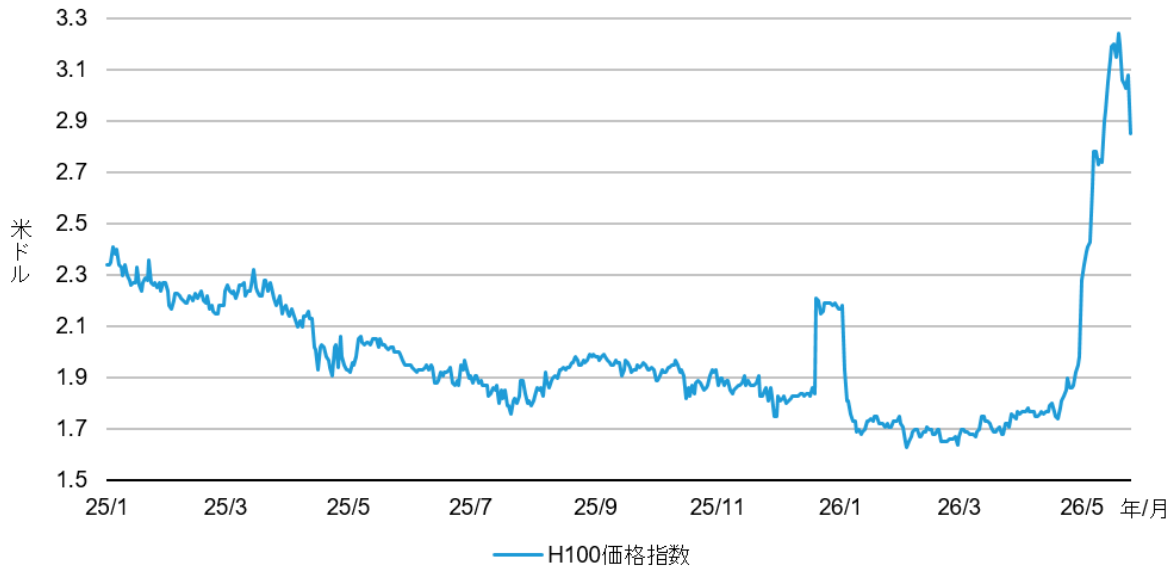
2026 年 5 月 11 日現在

出所:ブルームバーグ、ファクトセット、AB

一方で、旧世代の画像処理半導体(GPU)のレンタル価格は非常に堅調であり、半導体の想定耐用年数が長期化する可能性もある。その場合、半導体の減価償却サイクルを巡る問題は、ある程度緩和される²。

² ステイシー・A・ラスゴンほか、Global Technology: AI Value Chain; Can you really run a GPU for 6 years? (グローバル・テクノロジー:AIバリューチェーン、本当に6年間もGPUを稼働できるのか)、バーンスタイン・ソシエテ・ジェネラル・グループ、2025 年11月17日

図表 6：エヌビディアの旧世代半導体のレンタル価格は高水準で推移



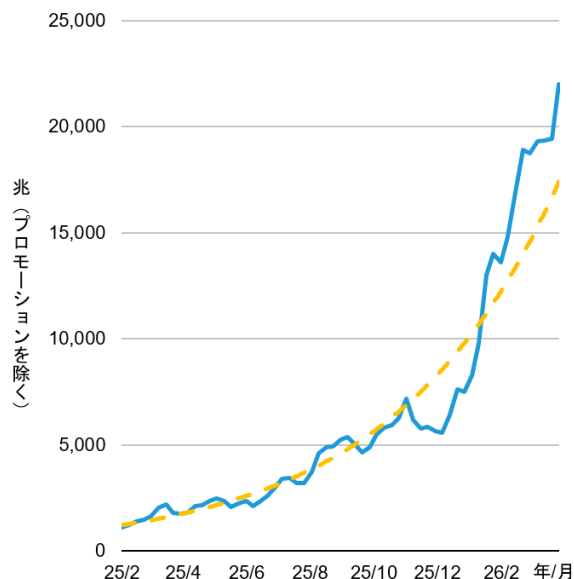
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年5月25日現在

出所：ブルームバーグ、AB

それと同時に、演算需要も加速している(図表 7)。背景には、時間のかかる複数のステップから成るタスクと非常に大規模なコンテキスト・ウィンドウを必要とするエージェント型ワークフローの導入が進み、メモリの使用量と各タスクに必要な演算能力が急増したことがある。また、モデルの性能が向上し続けるにつれ、タスクの複雑さとエージェントが自律的に稼働可能な時間の長さも増し、演算需要が一段と拡大している。その結果、AI インフラのボトルネックがエヌビディア製半導体からサプライチェーンの他の部分へと広がりつつある。主なボトルネックはメモリ(図表 8)だが、推論に必要な中央演算処理装置(CPU)や他のハードウェアも例外ではない。

図表 7：演算需要は引き続き加速

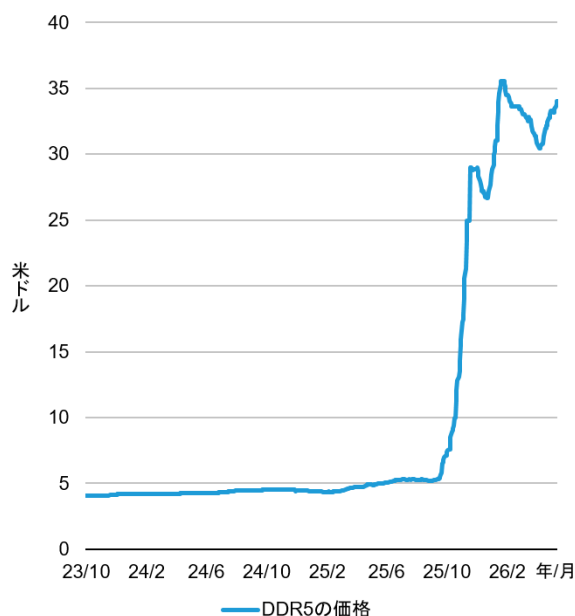


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026 年 4 月 21 日現在

出所：ISI、Openrouter.ai、AB

図表 8：DRAM 価格は急上昇



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026 年 5 月 14 日現在

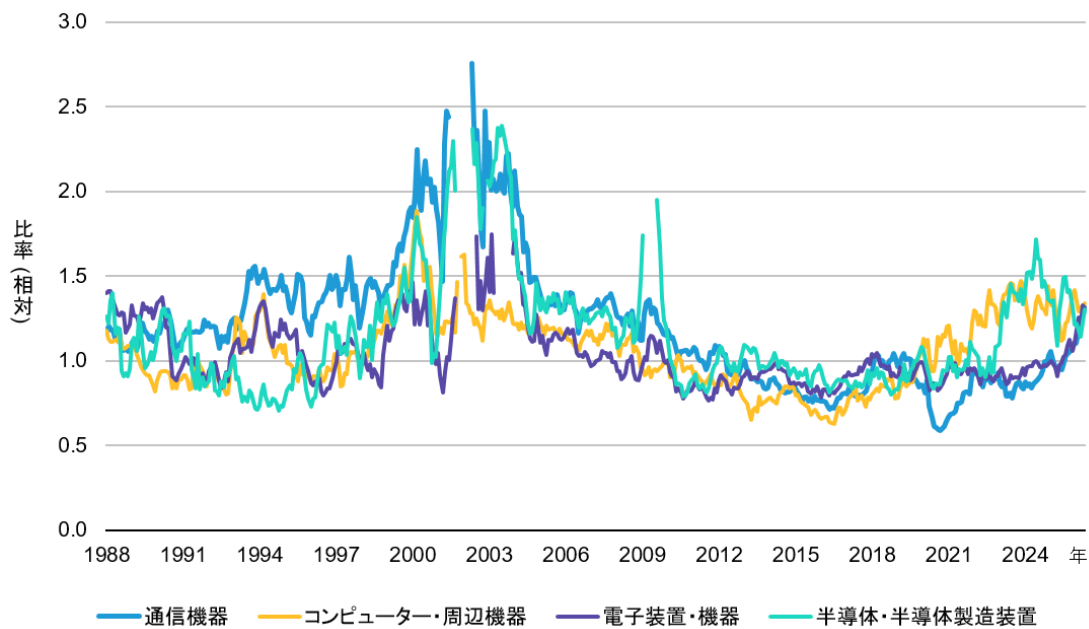
出所：ブルームバーグ、AB

AI 関連設備投資の段階的な増加はテクノロジー・セクターのファンダメンタルズを支えているものの、AB では、負債やベンダーファイナンスの割合が高まっていることを考慮し、設備投資を行う企業よりも設備投資によって恩恵を受ける企業を選好する。

テクノロジー・セクターでは AI 関連銘柄が複数のサブセクターにまたがっており、加えてアマゾンやテスラ、メタなど「マグニフィセント・セブン」企業の一部はテクノロジー・セクターではないため、従来のサブセクター分類に基づいてバリュエーションを単純に比較するわけにはいかない。とはいえ、AI 関連設備投資の恩恵を受ける企業は大まかに 2 つの主要サブセクターに集中している。その 1 つである半導体セクターは、予想 PER ベースのバリュエーションは妥当な水準にあるように見えるが、利益予想の上方修正幅は最も大きい(必ずしも非合理的という意味ではない)。もう 1 つの電気設備セクターは、利益予想の上方修正幅がそれほどではないため、サブセクターの中で最も割高に見える。AB はトップダウンの視点から両サブセクターをペアとして選好する。

従来のサブセクター区分はますます妥当性が低下しているものの、図表 9 から図表 14 では、上記のトレンドを確認する材料として、テクノロジー業界の主要サブセクターごとに予想 PER(相対ベース)、EPS の長期予想成長率のコンセンサス、利益予想の上方修正・下方修正の比率(高い頻度で更新される)を示している。

図表 9: 米国テクノロジー・ハードウェア企業のバリュエーション

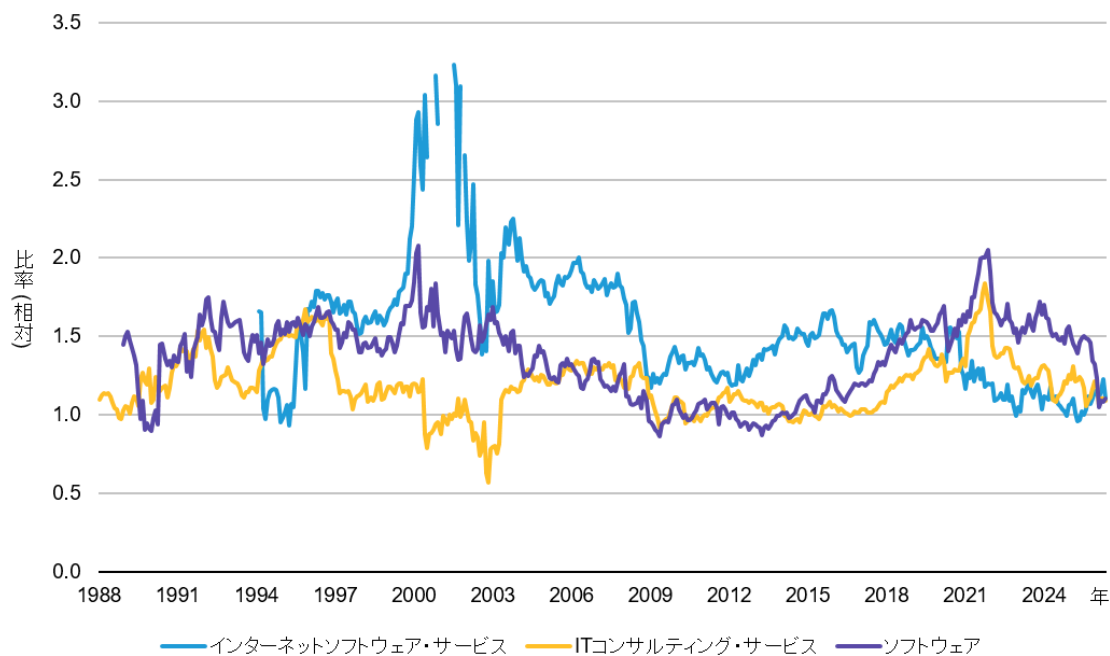


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年5月31日現在

出所:ファクトセット、AB

図表 10: 米国テクノロジー・ソフトウェア企業のバリュエーション

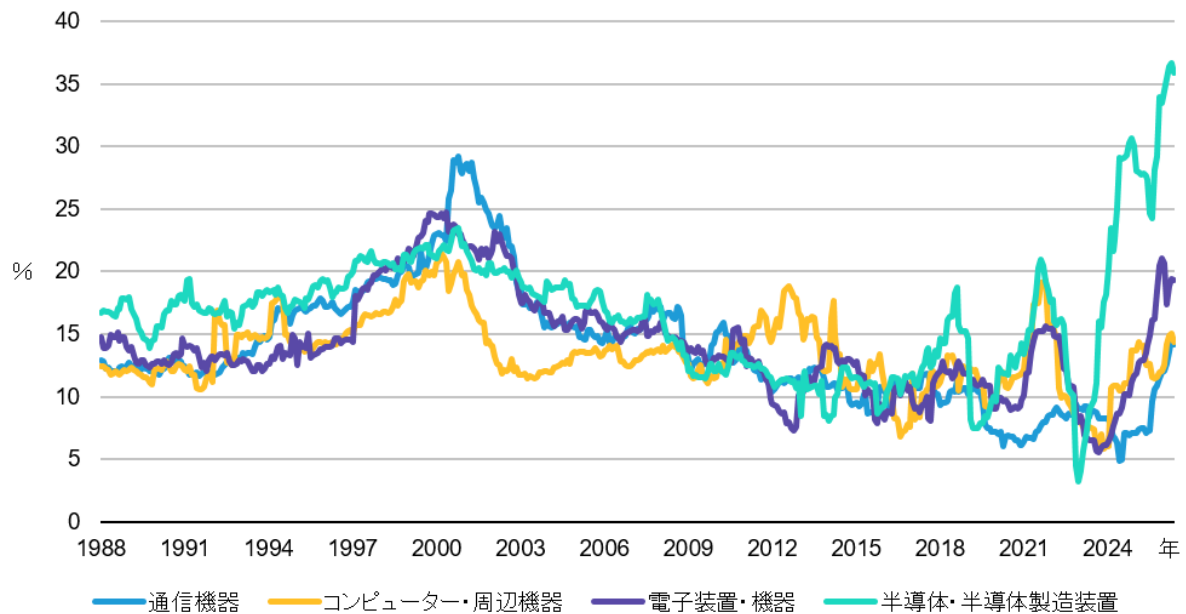


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年5月31日現在

出所:ファクトセット、AB

図表 11: 米国テクノロジー・ハードウェア企業の EPS の長期予想成長率

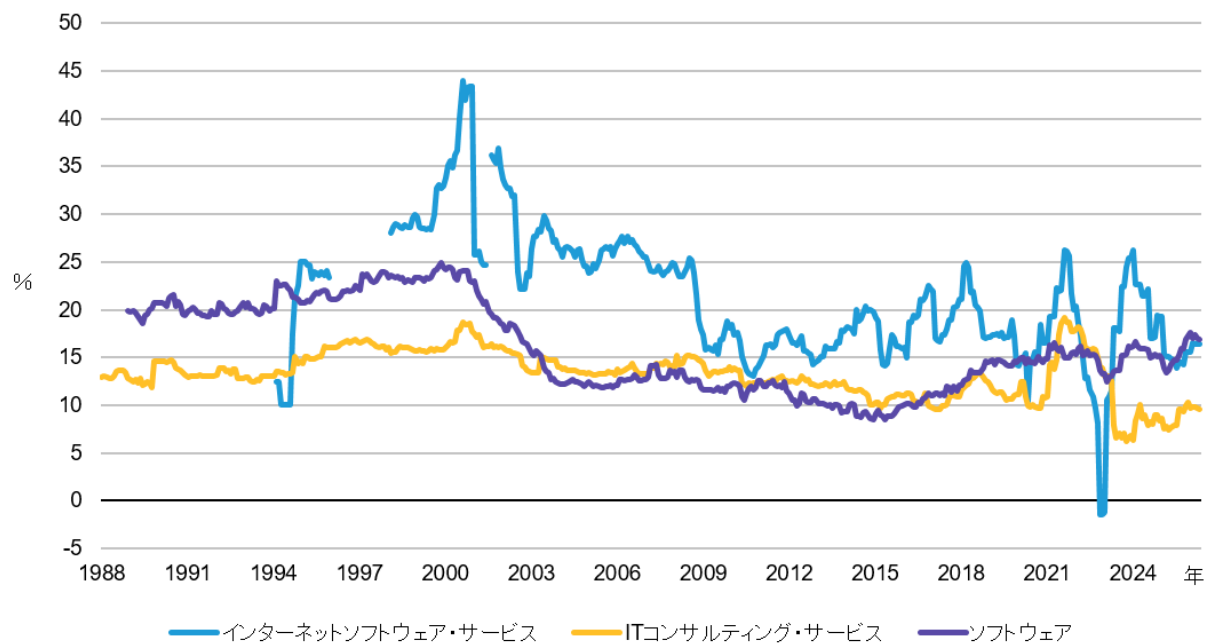


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026 年 5 月 31 日現在

出所: ファクトセット、AB

図表 12: 米国テクノロジー・ソフトウェア企業の EPS の長期予想成長率

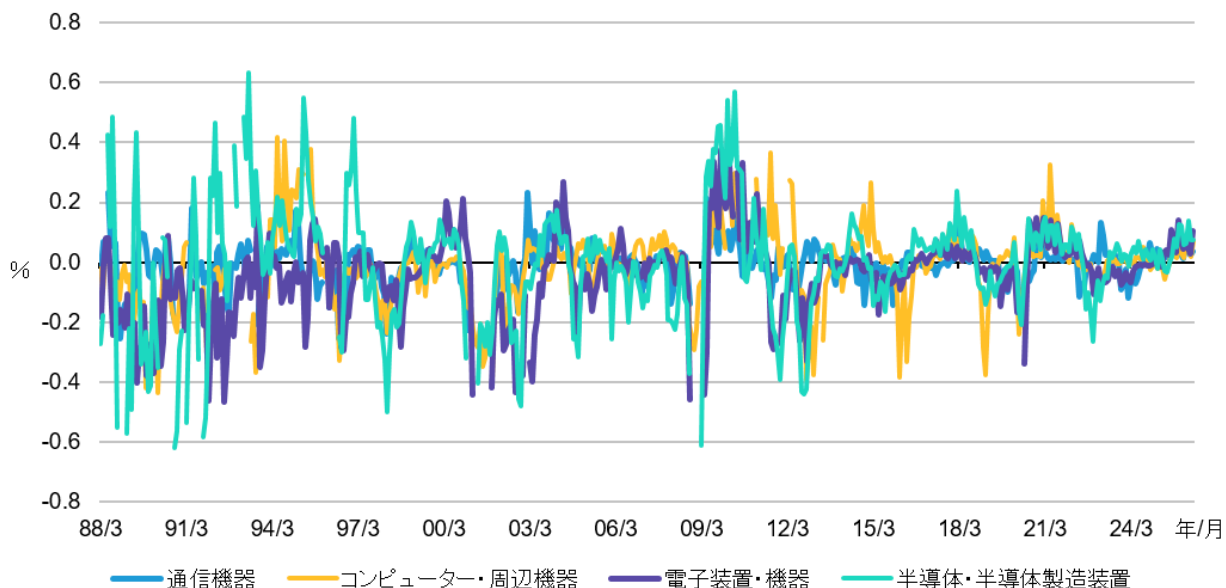


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026 年 5 月 31 日現在

出所: ファクトセット、AB

図表 13: 米国テクノロジー・ハードウェア企業の利益予想の上方修正と下方修正の比率

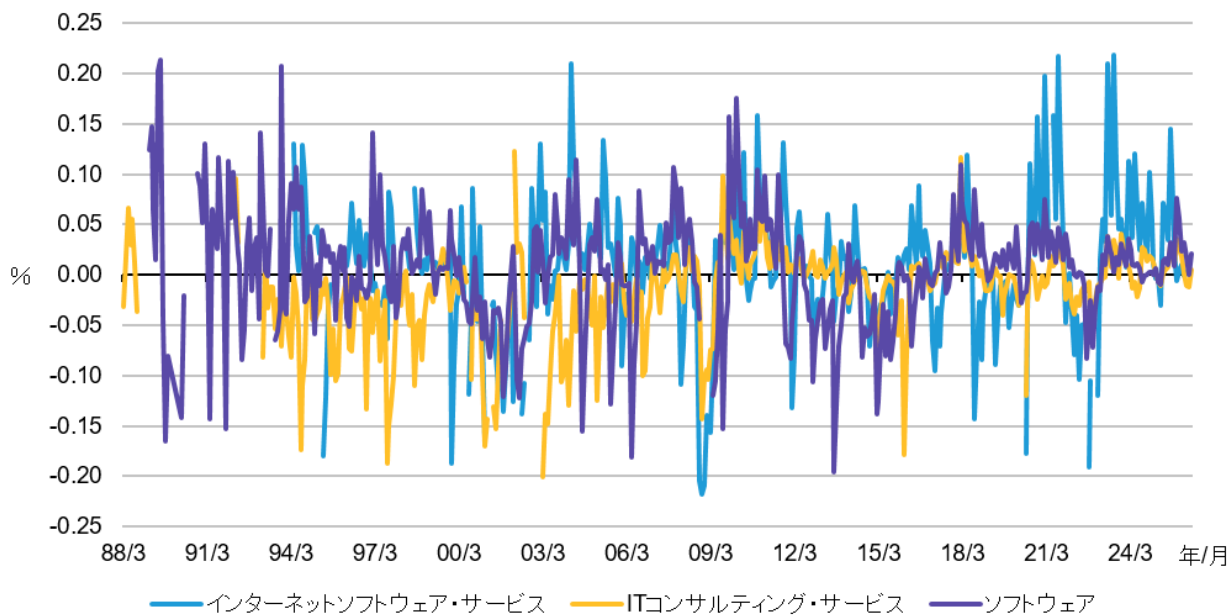


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年5月31日現在

出所: ファクトセット、AB

図表 14: 米国テクノロジー・ソフトウェア企業の利益予想の上方修正と下方修正の比率



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年5月31日現在

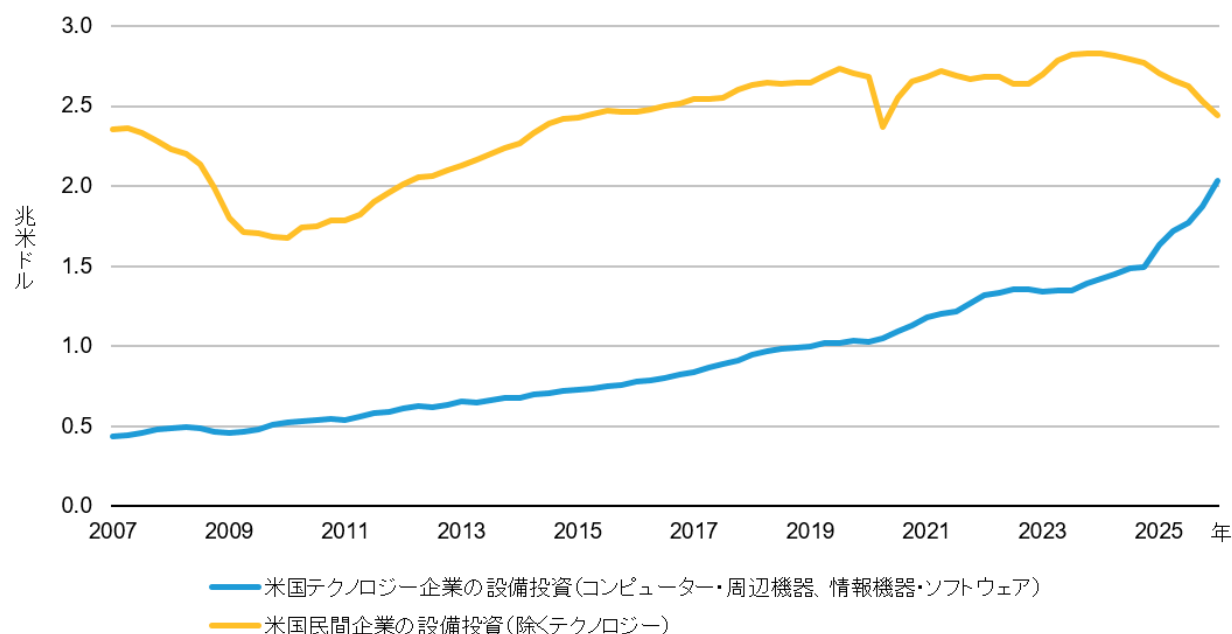
出所: ファクトセット、AB

テクノロジー企業の取引は複数の側面で一部に集中

時価総額加重平均型の広範な株価指数において一部企業への集中度が増していることは既知の事実であり、パッシブ運用のリスクが高くなっている理由をここで改めて説明することはしない。この点に関する詳細は『[The Dystopian Symbiosis: Passive Investing and Platform Capitalism](#) (ディストピア的共生: パッシブ運用とプラットフォーム資本主義)』(英語)を参照していただきたい。

さらに、大手テクノロジー企業間の株式持ち合いとそれに関連する営業外収益という形で、隠れた集中も見られる。これらの企業間の関係はベンダーファイナンスの性質を持ち、一種の潜在的な集中となっている³。AIトレードに関するもう1つの集中として、米国の経済成長のAI関連設備投資への依存度が高まり、AI関連セクター以外の寄与度が後退していることが挙げられる(図表15)。

図表 15: 2つの世界: 米国のAIセクターと非AIセクターにおける設備投資の比較



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年5月7日現在

出所: 米経済分析局、マクロボンド、AB

このような経済の二極化にもかかわらず、米国の個人消費は驚くほど堅調さを保っている(図表16)。ABのエコノミスト・チームが指摘したように、この背景には、株式市場の上昇に伴う資産効果によって株式を保有する家計がインフレの影響を軽減できたことがあると思われる(以前の記事『[What Does Higher Inflation Mean for the US Economy and Fed?](#)』(英語)ご参照)。だが、もしそうだとすれば、何らかの要因によってAI関連設備投資の勢いが止まった場合、短期的には負の資産効果によって経済全体の成長が損なわれる可能性がある。

³ ロビン・ウィグルワース、「The Mysterious \$53bn 'Other Income' Boost to AI Hyperscaler Earnings (530億米ドルの謎めいた「その他の収益」がAIハイパースケーラーの利益を押し上げ)」、フィナンシャル・タイムズ(FTアルファビル)、2026年5月7日、<https://www.ft.com/content/be97df0a-76b1-4cb0-9ba4-d1117d8d1450>。

Figure 1 is a combined bar and line chart showing the quarterly percentage change in real GDP and its components from 2016 to 2026. The Y-axis represents the percentage change, ranging from -8% to 10%. The X-axis shows the quarters from Q1 2016 to Q1 2026. The components of real GDP are stacked bars: private consumption expenditure (grey), government consumption expenditure and gross fixed capital formation (blue), net exports (yellow), private domestic investment: equipment investment (cyan), and private domestic investment: change in inventory (purple). The real GDP is shown as a black line. A vertical grey shaded area indicates the period from Q1 2020 to Q2 2020, representing the economic impact of the COVID-19 pandemic. The chart shows a sharp decline in real GDP and its components in early 2020, followed by a strong recovery. The components of real GDP are stacked bars: private consumption expenditure (grey), government consumption expenditure and gross fixed capital formation (blue), net exports (yellow), private domestic investment: equipment investment (cyan), and private domestic investment: change in inventory (purple). The real GDP is shown as a black line. A vertical grey shaded area indicates the period from Q1 2020 to Q2 2020, representing the economic impact of the COVID-19 pandemic.

出所：米商務省経済分析局、マクロボンド、AB

当資料は、2026年5月現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン(AB)が作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用: 投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用...申込手数料 上限 3.3% (税抜 3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用...信託財産留保金 上限 0.5% です。
- 有期間に間接的にご負担いただく費用...信託報酬 上限 2.068% (税抜 1.880%)です。

その他費用: 上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】一般社団法人資産運用業協会／日本証券業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会