

invested in insights

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



なぜ今、クオリティ株なのか

- 逆風下でも投資家に選ばれる理由を 探る

**Ioannis Kampouris**クオンツ戦略責任者
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）**Michael (Xiaochen) Sun**ディレクター、計量株式戦略
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

ポイント

- ▶ 2026年前半は市場の不確実性が高い環境が続いたものの、クオリティ・ファクターは過去60年間で最も低調なパフォーマンスとなりました。
- ▶ 市場ではリスク選好が強まり、安定した利益、強固な財務基盤、実証された収益力を有する企業よりも、景気敏感株や高ベータ銘柄、さらにはAI関連のより投機的な銘柄が選好される展開となりました。
- ▶ 一方で、クオリティ株のファンダメンタルズに悪化は見られておりません。そのため、市場をけん引する銘柄群の裾野が広がる局面や、経済環境がより厳しさを増す局面においては、クオリティ・ファクターは良好な位置付けにあると考えられます。

世界の株式市場は、予期せぬ出来事や不確実性が相次ぎ、変動の大きい2026年前半となりました。このような環境下では、高い収益性、健全な財務基盤、そして安定した利益成長を有する企業が市場の混乱を比較的うまく乗り切ると考えるのが自然かもしれません。

しかしながら、実際の市場動向はこれとは大きく異なりました。クオリティ投資の構成要素（クオリティ・ファクター）の一つである収益性を測る指標のファーム・フレンチの収益性ファクターの累積リターンは、ITバブル期以

来の水準まで低下しており、純粋な収益性ファクターとしては過去60年間で最も大きな下落局面となっています（次頁、図表1参照）。

クオリティ・ファクターが低迷した理由

私たちイーストスプリングでは、クオリティ・ファクターが低調なパフォーマンスとなった背景には、主に3つの要因があったと考えています。

1. リスク選好の市場環境が景気敏感株や高ベータ銘柄を後押し

セルサイドおよびバイサイド双方の調査において一貫して指摘されてきたテーマの一つは、地政学的な不安定要因や根強いインフレ懸念が続く中でも、世界経済が底堅さを維持してきたことでした。

成長見通しの改善を受けて、投資家は高い評価を受けているクオリティ銘柄よりも、景気動向に対する感応度が高い銘柄へと資金をシフトさせました。市場が景気サイクルの持続性を織り込み、その拡大余地がなお残されていると判断する局面では、景気敏感企業における利益成長の勢いや、高ベータ銘柄が持つ収益のレバレッジ効果の方が、クオリティ企業による着実な利益成長よりも短期的な上昇余地を提供しやすいと考えられます。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379号／加入協会 一般社団法人資産運用業協会

260909(02)

図表1：クオリティ・ファクターは過去60年間で最大のアンダーパフォーマンスを記録（米国）



出所：Kenneth R. French Data Libraryのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

一方で、クオリティ株が有するディフェンシブな特性には、いわば保険料に相当するコストが内包されており、市場が上昇基調にある局面では、投資家はその対価を支払うことに慎重になる傾向が見られました。

こうしたリスク選好的な市場環境は、3月の地政学的なショック局面においても続きました。イランとの紛争を受けて原油価格は一時1バレル当たり100米ドルを上回り、短期間ながらディフェンシブ銘柄への資金シフトが見られ、その局面ではクオリティ株が市場を上回るパフォーマンスとなりました。

しかし、この動きは長続きしませんでした。米国の大型テクノロジー企業が発表した第1四半期決算が市場予想を上回ったことに加え、前向きな業績見通しが示されたことで、投資家の関心は急速に人工知能（AI）関連銘柄へと回帰し、市場全体のリスク選好姿勢が改めて強化されました。

さらに注目すべきことに、このショックそのものが、市場における耐久性やレジリエンスの重要性を改めて見直すきっかけとしてではなく、景気敏感株や高ベータ株への投資を積み増す好機として受け止められました。このような市場環境の下では、クオリティ銘柄が持つディフェンシブ性や安定した収益基盤といった特性が、相対的なパフォーマンスの重しとなりました。

当社では、こうした動きは市場を主導した銘柄群や投資家のポジショニングを反映したものであり、クオリティ投資の根本的な投資魅力が低下したことを示すものではないと考えています。

2. ジャンク株ラリー

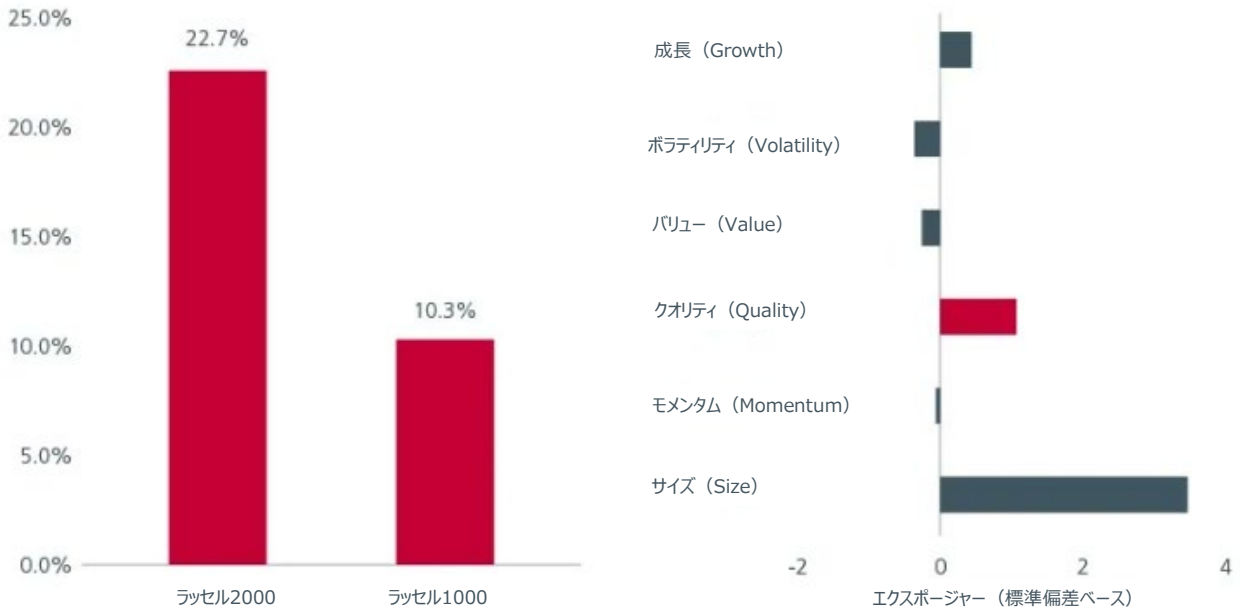
景気敏感株への資金シフトと並行して、市場では収益性や財務内容の乏しい企業群が大きく上昇する、いわゆる「ジャンク株ラリー」とも表現できる現象が見られました。その兆候は2025年後半から現れ始めていました。複数のセルサイド調査レポートでは、NASDAQ上場企業のうち、売上高を計上していない企業群が売上高を有する企業群を上回るパフォーマンスを示し、また赤字企業のリターンが黒字企業の約2倍に達したことが指摘されていました。

こうした傾向は2026年に入っても継続しました。市場で広く予想されていた景気後退が現実のものとならず、その懸念が後退したことで、これまで過度に売られていた銘柄群が、景気後退懸念の後退を受けて大幅に反発しました。その結果、低クオリティ企業や赤字企業の銘柄が相場の反発を主導する展開となり、収益性を重視するファクター投資にとっては厳しい環境となりました。

米国市場では、この資金シフトの規模は特に顕著でした。2026年前半において、ラッセル2000指数は22.7%上昇し、より強いクオリティ特性を有するラッセル1000指数のリターンを2倍以上も上回る結果となりました（次頁、図表2参照）。

豊富な流動性がなお市場に供給されていたことに加え、個人投資家による投機的な資金流入の回復や、AIを巡る力強い投資テーマも追い風となり、ジャンク株ラリーは一段と勢いを増しました。その様相は、投資家が実際の収益力よりも将来への期待を重視した1990年代後半の市場環境を想起させるものでした。

図表2：ラッセル1000指数におけるクオリティ銘柄への偏重が相対リターンの重しに



出所：Bloomberg PORTのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。2026年6月時点。
注：掲載データはイメージであり、説明を目的としたものです。

もっとも、過去の市場動向が示しているように、ジャンク株ラリーは大きな上昇力を伴う一方で、永続的なものとなるケースは多くありません。流動性環境が引き締まったり、市場を支える投資テーマの勢いが鈍化したりすると、市場の主導権は通常、より高いクオリティの企業へと速やかに回帰する傾向が見られます。また、その後のクオリティ銘柄の回復局面は、それまでの下落局面と同様に急速なものとなることが少なくないと考えられます。

3. AIを巡るモメンタムの変化

2026年の市場をけん引した最大のテーマがAI関連であったことに疑いの余地はありません。これは米国市場だけでなく、アジア太平洋地域においても共通して見られた現象でした。

市場で評価されたのは、安定した利益成長や強固な財務基盤ではなく、利益成長の加速と魅力的なAIストーリーでした。AI需要の拡大を背景に市場予想を上回る業績を示した企業は、その財務体質に関わらず評価される一方、安定的に利益を生み出している企業であっても、AIとの関連性が乏しい場合には投資家の関心を集めにくい状況となりました。

その結果、市場はこれまで以上に集中度を高め、リターンの多くが限られたテクノロジー関連や半導体関連の銘柄によってもたらされる構図となりました。この集中化がクオリティ・ファクターの低迷をさらに増幅させる要因となりました。

2023年との比較は示唆に富んでいます。当時も市場の主導権は少数の巨大テクノロジー企業に集中していましたが、クオリティ・ファクターは良好なパフォーマンスを示しました。これは、市場をけん引した企業そのものが、高い収益性、潤沢なキャッシュ創出力、健全な財務基盤を備えた典型的な高品質企業であったためです。

しかし今回は状況が異なります。市場の主導役は、より幅広いAI関連の恩恵を受ける企業群へと移行しており、その中には多くのクオリティ戦略が投資対象としないような、より投機的な銘柄も含まれています。

さらに、極めて大規模なAI関連投資の拡大により、一部のファクター定義においては、最も収益力の高い大型テクノロジー企業でさえ、以前ほど「高いクオリティ」とは評価されにくくなりました。AI関連の設備投資の急増は、フリーキャッシュフローや投下資本収益率などの指標に影響を及ぼし、2025年後半に見られた大型株売りの一因にもなりました。

このように、クオリティ・ファクターは二重の逆風に直面したと考えられます。すなわち、市場の新たな勝者への組入比率が相対的に低かった一方で、保有していた主要銘柄の一部については評価の見直しが進んだことで、パフォーマンスへの下押し圧力が生じる結果となりました。

invested in insights

システマティック運用の観点から見たクオリティ・ファクターの位置付けと見通し

マルチファクター戦略やコア株式戦略において、クオリティ・ファクターへの投資配分を維持する意義は、主に3つの観点から説明できると考えています。

第一に、バリュエーションの非対称性です。クオリティ・ファクターは過去10年間にわたり、多くの地域で最も良好なパフォーマンスを示してきたファクターの一つでした。その結果、今回の調整局面を迎える前には、相対的なバリュエーションは歴史的に見ても割高な水準に達していました。

こうした背景を踏まえると、足元のアンダーパフォーマンスは、ファンダメンタルズの悪化を反映したものというよりも、行き過ぎた評価の一部が修正された結果として捉える方が適切であると考えられます。ファクターの根本的な特性が維持されている一方で、バリュエーションが数年来の水準まで調整された局面では、将来的な期待リターンが改善する傾向が見られます。

さらに、多くのクオリティ企業においては、2026年の利益成長率が市場全体を上回ると見込まれています。このことは、現在のバリュエーションが業績悪化を反映した割安さではなく、ファンダメンタルズの改善を伴う魅力的な評価水準へと近づいている可能性を示唆しています。

当社では、現在の投資環境は、期待リターンと市場環境の不確実性とのバランスという観点から見て、以前よりも魅力的な投資機会を提供していると考えています。

第二に、市場環境の変化に対する非対称的なリターン特性です。クオリティ・ファクターは、歴史的に見て市場サイクル全体を通じて付加価値を提供してきた実績があり、現在想定される主要な下振れシナリオに対する自然なヘッジ手段としての役割も有していると考えられます。特に注目されるのは以下の二つのシナリオです。

その一つは、AI関連の設備投資に対する期待が後退し、これまで市場を支えてきたモメンタムが失速するケースです。もう一つは、信用環境が悪化するケースであり、特にプライベートクレジット市場で見られ始めているストレスの兆候がさらに顕在化する場合が想定されます。

いずれのシナリオにおいても、クオリティ企業は相対的に高い耐性を示す可能性があると考えられます。その背景に

は、高い収益性、健全な財務基盤、そして低いレバレッジといった特徴があります。

こうした特性こそが、クオリティ・ファクターが伝統的に提供してきた非対称性であり、現在の市場サイクルにおいては、その真価がまだ十分に試されていない可能性があると考えられます。

第三に、ファンダメンタルズのモメンタム（勢い）です。過去には、クオリティ・ファクターのリターンが主としてバリュエーションの拡大によって支えられていた時期もありましたが、現在は堅調な利益成長見通しという裏付けがあります。クオリティ企業は2026年において市場全体を上回る利益成長が期待されていることから、魅力的なリターンを実現するために、株価評価の上昇だけに依存する必要はなくなっていると考えられます。

最後に強調したいのは、ファクターのパフォーマンスは本質的に循環的であるという点です。さまざまな市場局面において安定した長期リターンを追求するためには、コア株式戦略の中で複数の投資スタイルに分散して資産配分を確保することが重要であると考えられます。

私たちイーストスプリングでは、足元のクオリティ・ファクターのアンダーパフォーマンスは、ファンダメンタルズの悪化によるものではなく、一時的な循環的逆風によってもたらされたものと捉えています。そのため、市場を主導する銘柄群の裾野が広がる局面や、経済環境がより厳しさを増す局面においては、クオリティ・ファクターは引き続き良好な投資機会を提供する可能性があると考えられます。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式／債券や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、当資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。