

フランクリン株式  
グループによる視点

# テクノロジーが再び市場を牽引する3つの理由

2025年12月



マシュー・チオッパ, CFA  
ポートフォリオ・マネージャー  
リサーチ・アナリスト  
フランクリン株式グループ

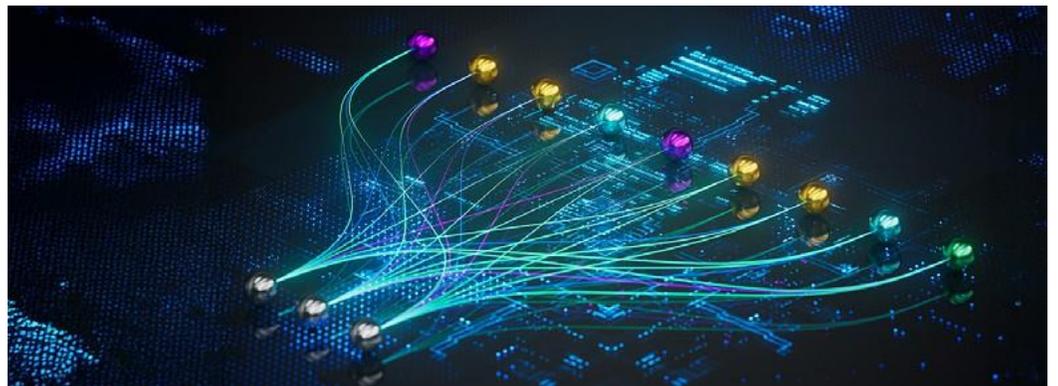
## 主なポイント

- 2025年には、テクノロジーセクターの利益成長率が市場全体をおよそ4倍上回りましたが、「バブル」を示唆する兆候は目立って見当たりません。
- AIの進化と導入拡大に加え、将来に向けたイノベーションの広がりや妥当なバリュエーション水準が下支えとなり、2026年においてもテクノロジーが市場を上回る可能性は高いと当社は見ています。
- AIは数年にわたるスーパーサイクルを牽引し、幅広い市場で投資機会を生み出すことが見込まれます。

## テクノロジーは2026年も市場を牽引する原動力に

テクノロジーセクターは期中で一時的な変動はあったものの、2025年も力強い1年となりました。<sup>1</sup> 例年同様、その背景には堅調な利益成長がありました。実際、情報技術およびコミュニケーション・サービスの1株当たり利益（EPS）成長率は、AI関連投資に支えられ、S&P 500指数の他セクターをおよそ4倍上回りました<sup>2</sup>。こうした動きを受け、一部の投資家の間では、テクノロジーの勢いが持続可能かどうか、あるいはAI主導の「バブル」ではないかとの懸念も指摘されています。当社は、テクノロジーセクターについて、より多面的な見方をしています。以下の3つの要因に支えられ、テクノロジーセクターは2026年も市場全体をアウトパフォームする可能性があると考えています。

- 1 AIの進化:** 急速な導入から価値創出へと焦点が移ることで、バブル懸念が和らぐと見えています。
- 2 イノベーションの広がり:** デジタル労働力、エージェント型コマース、フィジカルAI、ブロックチェーンおよびステーブルコイン、量子コンピューティングなど、幅広い分野での技術革新の進展が期待されます。
- 3 バリュエーションの下支え:** 堅調な利益成長が、バリュエーション拡大への依存度を低減させると見込まれます。



“... 一般的にバブルには投機的需要、過熱したバリュエーション、過度な財務リスクという3つの特徴があります。1990年代後半にはこれらがすべて見られましたが、現在はその多くが当てはまりません”

## AIブームはなぜバブルではないのか

2023～2024年に生成AIの基盤が整えられ、2025年にはその導入が一段と加速しました。旺盛な需要を示す証拠は明確です。

- ・ テクノロジー大手（メガキャップ）の成長が再加速
- ・ OpenAIやAnthropicといったリーダー企業による公開指標
- ・ 各産業で生産性向上が進んでいることを示す経営陣の発言

こうした需要の急増に対応するため、AIモデル開発企業や、それを支えるデータセンター事業者は、今後数年間の設備投資（capex）計画を大幅に引き上げています。

市場はこれらの計画に対して一定程度な懐疑的な見方を示しており、中には「ドットコム・バブル」との類似性を指摘する声もあります。しかし、一般的にバブルには、投機的な需要、過熱したバリュエーション、過度な財務リスクという3つの特徴があります。1990年代後半にはこれらがすべて見られましたが、現在はその多くが当てはまりません。

**需要:** ドットコム期には需要を大きく先回りして光ファイバー容量が整備されましたが、現在のデータセンター向けチップは設置と同時にほぼフル稼働しており、状況が異なります。これは最新モデルに限らず、数世代前のGPU（画像処理装置）でさえ、高い稼働率で使用されています。主要半導体メーカーが記録的な生産を行っているにもかかわらず、AI企業やクラウド・インフラのパートナーは依然として供給制約に直面しており、成長ペースが抑制されているのが実情です。

**バリュエーション:** バリュエーションも同様の状況を示しています。セクター内には一部に過度な評価が見られる銘柄もありますが、MSCIワールド情報技術（IT）指数の予想株価収益率（PER）は、2025年に31倍でピークを付けました。<sup>3</sup> これは、ドットコム・バブル崩壊直前の2000年3月に見られた水準のおよそ半分にとどまります。<sup>4</sup>

指標	現在のテクノロジー業界の主要企業	1990年代後半のドットコム期
 PER（株価収益率）	20～35倍（堅調な利益成長により下支え）	実質的に意味をなさず（利益未計上の企業が多数）
 株価売上高倍率（P/S）	高水準だが、継続的な収益モデルにより裏付け	極端に高水準（20倍超） 売上規模は限定的
 フリーキャッシュフロー・マージン	20～30%超（強力なキャッシュ創出力）	マイナス（継続的な資金流出）
 バランスシート	現金に余力があり 負債水準は低い	脆弱（株式発行による資金調達への依存）
 市場構造	競争優位（参入障壁）を持つ支配的企業に集中	投機的なスタートアップに分散

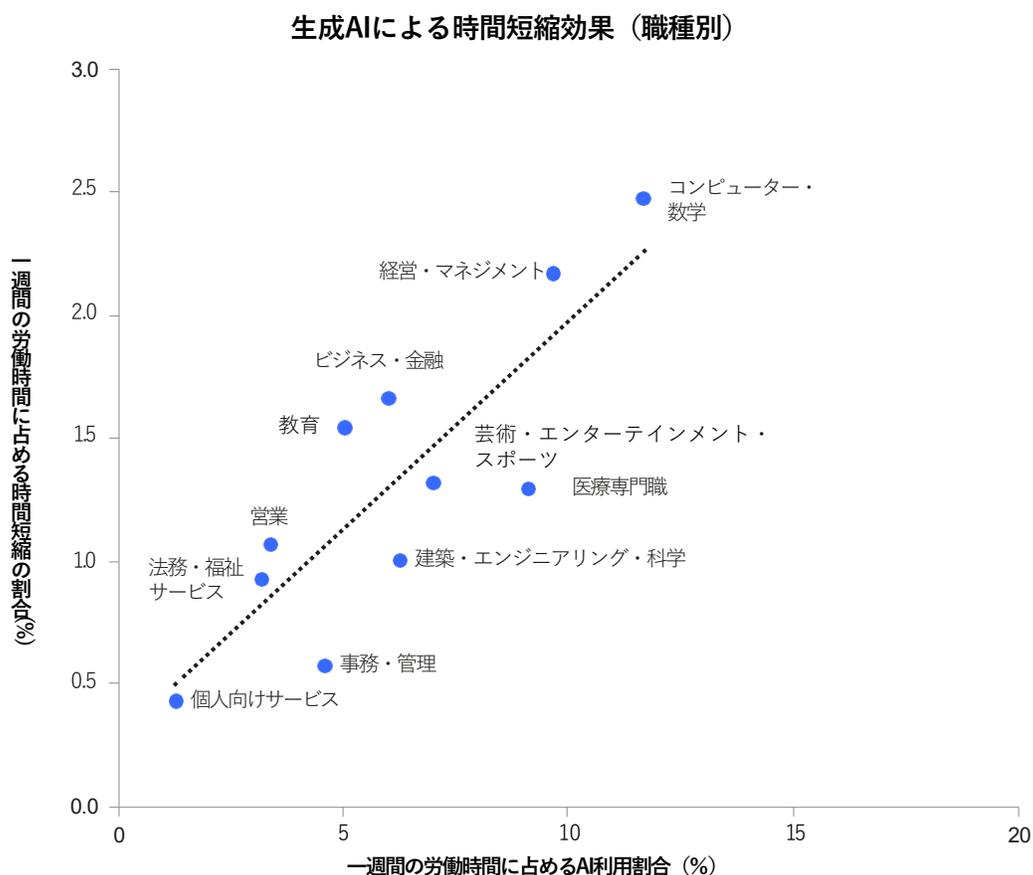
**財務リスク:**財務面では、負債による資金調達の増加と、いわゆる「循環型」のベンダーファイナンスという2つの動きが懸念材料として挙げられています。いずれも注視すべき点ではありますが、それぞれの背景を理解することが重要です。少なくとも来年にかけては、設備投資の大部分は、大手テクノロジー企業の営業キャッシュフローによって賄われる見通しです。実際、設備投資額が最大となる上位5社の営業キャッシュフローは、2026年に合計約7,000億米ドルに達すると予測されています。<sup>5</sup> 1990年代後半のインターネット整備期に、通信企業が負債調達に依存していた当時とは異なり、現在はこうした巨額の利益プールがすでに存在しています。さらに2026年以降を見据えても、「ビッグ4」であるAlphabet、Amazon、Meta、Microsoftは、必要に応じて、投資適格水準とされるネットレバレッジ1.0倍を維持したまま、最大約1.3兆米ドルの負債調達が可能であることが見込まれています。加えて、政府系ファンドなどの追加的な資金供給源も存在するため、財務的な圧力は一層軽減されます。総じて見ると、現在進行中のAIインフラ投資は、過去のサイクルと比べて財務的な負担がはるかに小さいと考えられます。

「循環型」取引については、それがGPUに対する人為的な需要を生み出す場合のみ、実質的なリスクが生じると考えます。しかし現時点では、業界全体の需要が供給を大きく上回っており、そのような状況にはありません。また、多くの大型契約には条件や達成目標が設定されているため、実際に確約されている投資額は、一部で懸念されているほど大きくない可能性があります。

### AIは実質的な価値創出段階へ

投資家にとっての重要な問いは、AIが今後も実体経済において真の価値を創出できるかどうかです。当社は、2026年に向けてその点で意味のある進展が見られると考えています。過去の基盤テクノロジーのサイクルと比較しても、AIは生産性向上において最も大きな潜在力を持つテクノロジーである可能性があります。専門家は、企業によるAI導入を通じた長期的な生産性向上効果を約4.4兆米ドルと推計しています。<sup>6</sup> その兆候はすでに表れています。セントルイス連邦準備銀行による最近の調査では、ChatGPTの公開以降、米国の生産性は新型コロナウイルス流行前の水準を1.89%上回る成長を示しています。<sup>7</sup> 特に、生成AIの利用度が高い産業ほど、生産性の伸びが顕著となっています。

図表1：多くの分野でAI利用の拡大は生産性向上と相関



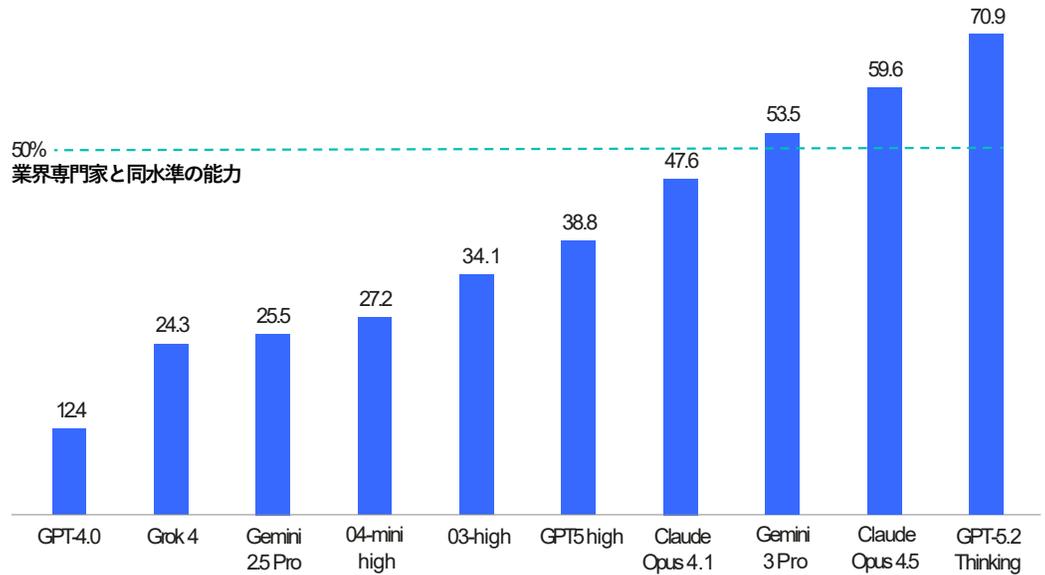
注：破線は回帰直線を示しています。相関係数は0.85です。出所：セントルイス連邦準備銀行（Federal Reserve Bank of St. Louis）「生成AIが労働生産性に与える影響」2025年2月27日。

当社は、これはまだ始まりに過ぎないと考えています。各種ベンチマークはAIモデルの急速な性能向上を示していますが、真のインパクトをもたらすためには、AIは単なる「天才」であるだけでなく、「生産的な天才」である必要があります。今後12～24か月にかけて、AIエージェントが長時間にわたる複雑かつ専門分野特有のタスクを管理・遂行する能力を高めることで、大きな経済的価値が創出されると考えています。その兆しはすでに現れています。ソフトウェア・エンジニアリングは高付加価値分野の一つですが、すでにAIによって明確な変革を受けています。OpenAIの研究によれば、最新のAIモデルは、経済的に重要な米国の44職種において、専門家レベルに近づきつつあるとされています。<sup>8</sup>

結論として、AIが労働生産性にもたらす効果は、長期的に数兆米ドル規模の市場機会につながる可能性があります。この点から見て、現在示されている設備投資計画は合理的であると当社は考えています。

図表2：経済的に重要なタスクにおいて、AIの性能は専門家レベルまで接近

#### 44職種におけるAIモデルの勝率：業界専門家との比較



上記には、経済的に重要なタスクを対象とした高信頼度の評価データにおいて、人間による比較評価で「引き分け」または「勝利」と判断された結果が含まれます。出所：OpenAI。

## 2026年以降も続くイノベーションの広がり

当社の見解では、AIは複数年にわたるスーパーサイクルを牽引しており、2026年にかけてもテクノロジー分野における主要な原動力であり続けると考えています。AI関連分野に加え、AIとは直接関係しない分野も含め、様々な市場で大きな成長余地が見込まれ、投資家にとって幅広い投資機会が生まれると見ています。



### デジタル労働力

企業は、企画・分析・開発などの知的業務を、自律的に業務を実行するAI（AIエージェント）に担わせる実証実験を加速させています。これにより、ソフトウェア開発、営業、マーケティング、サプライチェーン管理など、幅広い分野での進展が期待されます。



### 自動運転

2025年は転換点となる年でした。複数の企業が、優れた安全指標を伴いながら、完全自動運転で数千万マイルに及ぶ走行実績を達成しています。今後は規制当局による承認の拡大が見込まれ、これが自動運転の普及を後押しし、サプライチェーン全体に恩恵をもたらすと考えられます。



### ロボティクス

汎用ロボット（例：ヒューマノイド）が広く実用化されるまでには、なお数年を要すると見られますが、来年にはハードウェアとしての「身体」と、AIによる「頭脳」の両面で大きな進展が期待されます。これにより、ロボットは周囲の環境をより正確に認識し、状況に応じて適応する能力を高めていくと考えられます。



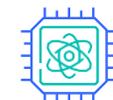
### エージェント型コマース

AIが商品探しや比較、購入までの手間を減らし、最適な商品を見つけやすくすることで、オンラインショッピングの在り方は大きく変わると考えています。こうした変化により、購買頻度やEコマースの利用が拡大し、安全な決済機能や、商品・出店者を見つけやすくする仕組みを提供するプラットフォームが恩恵を受ける可能性があります。



### ステーブルコイン

暗号資産価格は変動が大きいものの、2025年の米国での法整備を受けて、ステーブルコインの普及は加速しています。今後は、決済、企業の資金管理（トレジャリー）、トークン化資産の決済などへの統合が進み、効率性と透明性の向上につながると見込まれます。



### 量子コンピューティング

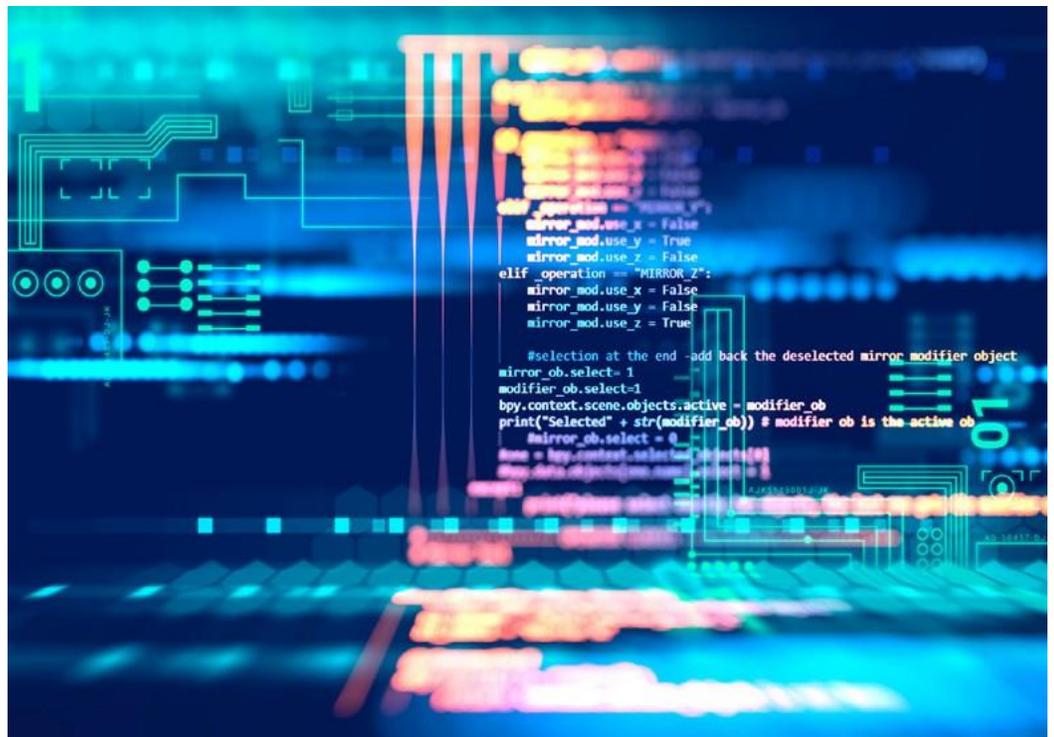
量子コンピューティングの本格的な商業化には、なお数年を要すると見られますが、2025年における技術的なブレークスルーが、今後のさらなる進展に向けた基盤を築きました。量子コンピューティングは、従来型（古典）コンピューターでは解決が困難な領域、例えば新素材や新薬の開発、サプライチェーンの最適化、不正検知、破られない暗号技術といった分野において、従来は解決が難しかった課題を解決する価値をもたらす可能性を秘めています。

## 結論：テクノロジーは「割安」ではないが、利益成長が原動力

2022年後半（ChatGPTの公開直後）から2025年11月25日までの期間に、MSCIワールド情報技術指数は149%上昇し、MSCIワールド指数の76%の上昇率をほぼ2倍上回りました。<sup>9</sup> この結果、一部の投資家の間では、バリュエーションが高水準にあるのではないかと懸念も生じています。確かに、テクノロジー・セクターは必ずしも割安とは言えません。しかし重要なのは、この上昇の78%が利益成長によるものであり、評価倍率（マルチプル）の拡大による寄与は22%にとどまっている点です。<sup>10</sup> これは、上昇の半分以上がマルチプル拡大によってもたらされたドットコム期とは大きく異なります。<sup>10</sup>

現在のテクノロジーのサイクルは、実際の利益成長に支えられており、期待先行ではない点から、2026年に向けた見通しは堅調だと考えられます。2026年においても、テクノロジーは利益成長を牽引し続けると見込まれますが、その成長はやや割安な水準で評価されています。具体的には、情報技術指数のPEGレシオ（株価収益成長率）は1.9倍であり、市場全体の2.2倍を下回っています。<sup>11</sup>

成長率を踏まえればバリュエーションは妥当な水準にあり、また複数年にわたるAIスーパーサイクルが現在進行しているとの認識から、当社は2026年のテクノロジー・セクターについて引き続き前向きな見方を維持しています。



### 注記

- 1 出所：FactSet。2025年12月12日までの年初来データ。
- 2 出所：Franklin Templeton。2025年12月12日現在。
- 3 出所：MSCI、FactSet。（予想株価収益率（NTM PER）は11月に31倍に達しましたが、その後低下しています。）指数は運用されておらず、直接投資することはできません。手数料、費用、販売手数料は含まれていません。過去の実績は将来の成果を示すものでも、保証するものでもありません。データ提供者に関する追加情報は [www.FranklinTempletonDataSources.com](http://www.FranklinTempletonDataSources.com) をご参照ください。
- 4 出所：MSCI。
- 5 出所：Franklin Templeton、各社開示資料、Bloomberg、Meta、Microsoft、Alphabet、Amazon、Oracleに関する営業キャッシュフローのコンセンサス予想を示しています。
- 6 出所：「Superagency in the workplace: Empowering people to unlock AI's full potential」McKinsey & Company、2025年1月28日。
- 7 出所：「The State of Generative AI Adoption in 2025」セントルイス連邦準備銀行（Federal Reserve Bank of St. Louis）。
- 8 出所：「GDPval: Evaluating AI Model Performance on Real-World Economically Valuable Tasks」。
- 9 出所：Bloomberg。指数は運用されておらず、直接投資することはできません。手数料、費用、販売手数料は含まれていません。過去の実績は将来の成果を示すものでも、保証するものでもありません。データ提供者に関する追加情報は [www.FranklinTempletonDataSources.com](http://www.FranklinTempletonDataSources.com) をご参照ください。
- 10 出所：Bloomberg。
- 11 出所：Bloomberg。2025年12月12日現在。

## リスクについて

すべての投資には、元本割れの可能性を含むさまざまなリスクが伴います。

株式は価格変動の影響を受け、投資元本を割り込むことがあります。中小型株は大型株に比べて、より大きなリスクを伴い、ボラティリティがより高くなる傾向があります。

テーマ型投資機会の特定を組み込み、その機会に基づいて運用を行う投資戦略においては、投資運用者が当該テーマを正しく特定できなかった場合や、テーマが想定外の形で展開した場合、パフォーマンスが悪影響を受ける可能性があります。また、ヘルスケア、テクノロジー関連産業に投資を集中させる戦略は、より幅広い産業に分散投資する戦略と比べて、当該産業における不利な事象や価格変動の影響を受けやすく、リスクが高くなる傾向があります。

本資料に記載されている企業およびケーススタディは、説明目的のみに使用されており、フランクリン・テンプルトンが助言するいかなるポートフォリオにおいても、現在保有されているとは限りません。また、本資料に記載された情報は、特定の有価証券、戦略または投資商品に対する推奨や個別の投資助言を目的としたものではなく、フランクリン・テンプルトンが運用するポートフォリオの売買意図を示すものでもありません。

## 重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。当資料は、フランクリン・テンプルトンの事前の書面による承諾なしの無断複写、転載、発行は禁じられています。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で示された予想および見解は市場やその他の状況により変更される可能性があり、他の運用者や運用会社による見解と異なる場合があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。経済、株式市場、債券市場または市場における経済トレンドについてのいかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。投資価値およびそれによって得られる収入は、上下する可能性があります。また投資家は投資した全額を払い戻すことができない場合がございます。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。すべての投資には、元本割れの可能性を含むリスクが伴います。

当資料に含まれる調査・分析に関する情報はフランクリン・テンプルトンが自身のために入手したものであり、付随的な情報の提供のみを目的としています。当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・テンプルトン（「FT」）は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。いかなる情報もFTが信頼に足ると判断した情報元より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。また、情報が不完全または要約されている場合や、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料における個別銘柄についての見解は、いかなる証券の売買、保有に関する推奨を示したものであっても解釈されるものでもありません。また、個別銘柄に関する情報は投資判断のために十分とされるものでもありません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

フランクリン・テンプルトンは、環境・社会・ガバナンス（ESG）に関する運用能力を有していますが、すべての運用戦略やそれに関連する商品が、投資プロセスにおいて「ESG」を考慮しているわけではありません。

金融商品、サービス、情報はすべての法域で入手可能とは限らず、米国以外では、他のFT関連会社および/またはその販売会社によって、現地の法律および規制が許容する範囲において提供されます。個別の法域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、ご自身の金融専門家またはフランクリン・テンプルトンの機関投資家向け窓口にご相談ください。

### 【当資料に関するご注意】

- 当資料は、フランクリン・テンプルトン（フランクリン・リソーシズ・インクとその傘下の関連会社を含みます。以下「FT」）が作成した説明資料を、フランクリン・テンプルトン・ジャパン株式会社が翻訳したものです。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、特定の金融商品等の推奨や勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、FTが信頼性が高いと判断した各種データ等に基づいて作成したものです。その完全性、正確性を保証するものではありません。
- 当資料のデータ、運用実績等は過去のものであり、将来の運用成果を示唆・保証するものではありません。また、当資料に記載される見解は作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。
- 当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権、その他一切の権利は、その発行者に帰属します。
- 当資料はFTの許可なく複製・転用することはできません。



FRANKLIN  
TEMPLETON

## フランクリン・テンプルトン・ジャパン

商号：フランクリン・テンプルトン・ジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第417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、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会