



適格機関投資家向け資料

米国市場で集中が進むなか、日本市場はより分散された構成を維持

米国市場の集中度の高さはイノベーション・サイクルの初期段階を反映している可能性がある一方、日本はより分散されたエクスポージャーを提供し得る

フィンク直美 / チーフ・グローバル・ストラテジスト兼チーフ・エコノミスト

2026 年 6 月 16 日

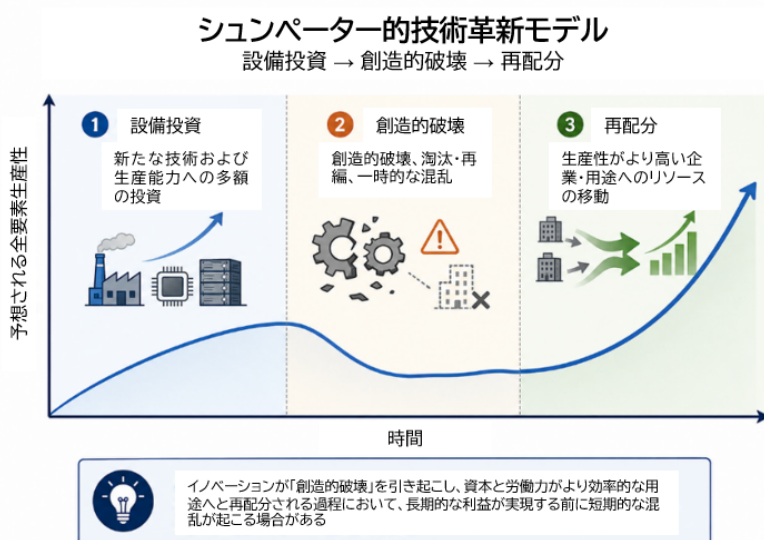
大型株指数の動向は、常に構成比率の最も大きい一連の銘柄に左右されてきた。今日異なっているのは、その影響の度合いである。市場の集中度は(特に米国において)ここ数十年見られたことのない極端な水準に達しており、「市場を保有する」ことはもはや幅広い分散投資を意味しなくなっている。これとは対照的に、日本は依然として幅広い市場構造を提供している。

市場の集中: サイクルの初期の特徴か、それとも分散投資リスクか

市場の集中がグローバル株式市場にとって問題であるかは、しばしば議論されるトピックである。1 つの見方は、市場の集中が技術革新サイクルにおける集中投資期の自然な特徴である可能性だ。この解釈によれば、資本、インフラ、人材、販売網のアクセスを有する大企業が投資サイクル初期の構築フェーズを主導し、その後の創造的破壊、普及、再配分の基盤を築く。

上述した内容は、イノベーションが経済発展の主要な原動力であるとするシュンパーターのイノベーション観と概ね一致している。この見解によれば、技術の進歩は集中投資と市場でのリーダーシップから始まり、その後、競争、採用、生産性の普及という一連の過程を経て利益が経済全体へと広がっていく(図 1 参照)。

図 1: イノベーション・サイクルにおける全要素生産性の推移のイメージ



出所: アモーヴァ・アセットマネジメント



米国市場で集中が進むなか、日本市場はより分散された構成を維持

しかし、市場の集中化は、イノベーション・サイクルにおける役割にかかわらず、投資家にとって依然課題となり得る。例えば、指数の集中化はポートフォリオ運用において実務的な問題を引き起こす。時価総額加重型指数を通じて市場全体へのエクスポージャーを求める投資家は、必然的にその指数に内在する集中リスクを受け入れることになる。集中度が高まるにつれ、「市場を保有する」ということは、構成比率の高い企業やビジネスモデルというより狭い範囲の保有を意味するようになる。したがって、市場の集中度を経時的に測定することで各市場の分散リスクを評価するのは有益と言える。

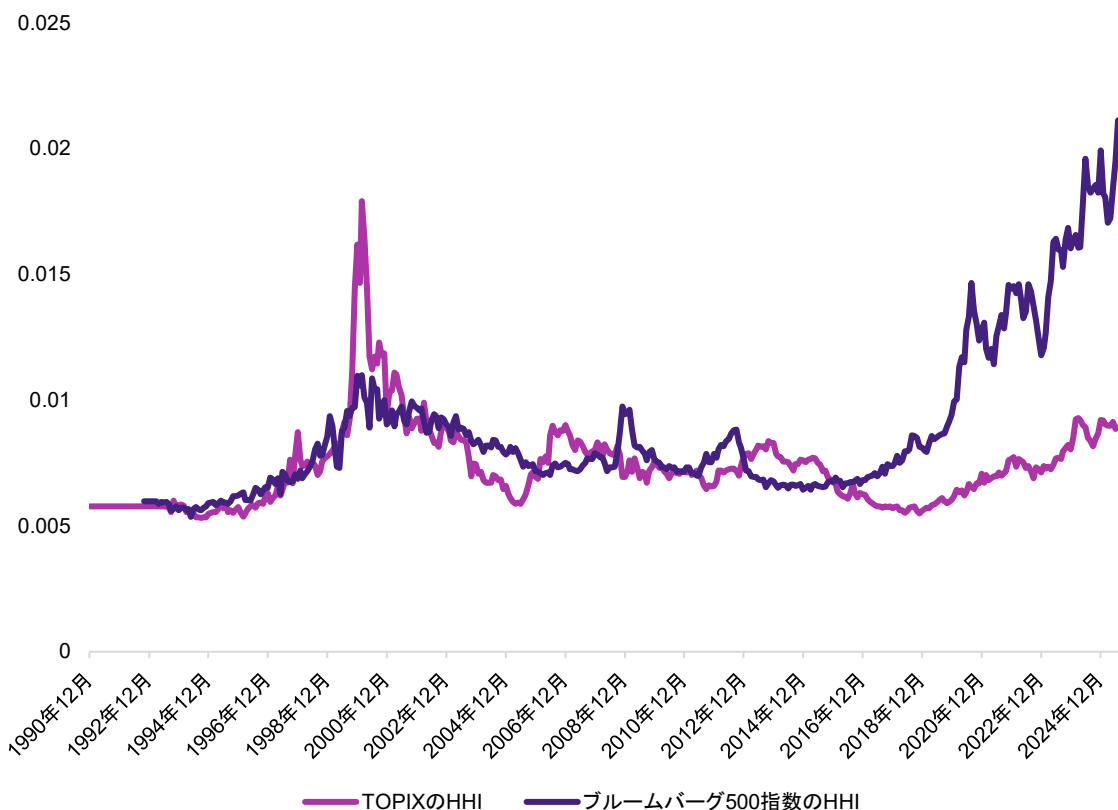
現在の集中度は極端な水準

当社では、市場の集中度を算出するのにハーフィンゲル・ハーシュマン指数(HHI)を用いている。株価指数において構成比率上位の銘柄にどれだけの比重が集中しているかを捉えることができるこの指標は、代表する地域や構成銘柄群が異なる指数のあいだでの比較が可能であるため利便性が高い。

S&P500 指数は集中が急激に進んでおり、足元では IT バブル期のピークを大幅に上回っている。同指数の HHI は 36 年ぶりの高水準と、集中度が IT バブルの最盛期のほぼ 2 倍に達している。

S&P500 指数の集中度が近年の歴史的極値にあることは明らかだが、集中度を地域間で比較することも有用である。チャート 1 では、ブルームバーグ 500 指数(構成銘柄の構成比率のデータが一貫している S&P500 の代替指数)の HHI を、日本株式市場を幅広く代表している TOPIX の HHI と比較して示している。これを見ると、TOPIX の集中度はわずかに上昇しているものの、依然として近年のレンジ内に収まっており、さらに(デフレに苦しむ日本市場において、通信やモバイル・インターネット、テクノロジー関連の銘柄が狭い範囲ながら景気回復を牽引していた)2000 年代の好景気期における集中度を大幅に下回っている。

チャート 1:ブルームバーグ 500 指数(S&P500 指数の代替)および TOPIX の HHI



出所:信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成

S&P500 指数の実効銘柄数は急速に減少

HHI を用いると「実効銘柄数」、つまり市場加重指数と同程度の分散効果を得るために必要な均等加重銘柄数を算出することもできる。

S&P500 指数は実効銘柄数が過去最低の約 45~50 銘柄にまで減少しており、これは同指数の分散特性が 500 という表向きの構成銘柄数が示唆するよりもはるかに小さいことを意味している(チャート 2 参照)。

一方、TOPIX も実効銘柄数が減少しているものの、足元の水準は(2000 年初頭の 56 銘柄未満と比較して)105~110 銘柄程度と、S&P500 指数よりも幅広くバランスの取れた市場構造を示唆している。

チャート 2: S&P500 指数および TOPIX の実効銘柄数



出所:信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成

分散性が相対的に高い日本市場の価値が報われる可能性

米国株式市場で少数の有力なプラットフォーム企業や AI インフラ企業への集中が進む一方で、日本市場は依然としてより分散された構成を維持している。

もちろん、現在市場を牽引となっている銘柄の極めて高いバリュエーションは、足元で継続中の設備投資サイクルの恩恵を主に享受できる企業としての地位を反映しているとみられる。しかし、過去を振り返ってみると、イノベーションを原動力とする投資の恩恵が経済全体にわたって波及するには時間がかかるものだ。米国では生産性の向上がまだ広く浸透していない可能性があり、また創造的破壊と再配分の両段階を経るのはまだこれからである可能性もある。

対照的に、日本市場の集中度が低めであることは、成長の幅広い浸透がすでに進んでいることを示唆しているのかもしれない。これは、日本経済が漸進的ながら 30 年ぶりにリフレ化し生産能力を拡大しつつある重要な局面にあることを考えると、特に重要な意味を持つと言える。

となると、問題は集中化が本質的に悪いのか良いのかということではなく、現在の集中レベルがサイクルの初期段階、つまり将来的により幅広い生産性の向上と革新的な技術の普及が必要となる段階にあることを示しているのかどうか、ということだ。

もしそうなのであれば、そして市場が今日の集中を(競合他社を寄せ付けない「競争優位性」によって守られる)持続的な経済的利益の兆候として株価に織り込んでいるのであれば、そのような想定は楽観的すぎるという結果になるリスクがある。集中度の高い市場は、イノベーションの恩恵が経済全体に十分に波及する前に、市場の混乱を通じて株価の調整が起こる必要があるかもしれない。

米国市場で集中が進むなか、日本市場はより分散された構成を維持

当資料は、アモーヴァ・アセットマネジメント(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社のファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、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。なお、資料中の見解には、弊社のものでなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。