

岐路に立つソフトウェア業界、変化をもたらす3つのリスク

変革的イノベーションへの投資機会 - AI

Ulrike Hoffmann-Burchardi, Chief Investment Officer Americas and Global Head of Equities; Delwin Kurnia Limas, CFA, Equity Strategist; Kevin Denneau, CFA, CIO Equity Strategist, US Technology & Telecom; Achille Monnet, CIO Equity Sector Strategist; Henry Simons, Associate Equity Strategist; Nikolaos Fostieris, Global Equity Strategist; Xueqiong Huang, Equity Strategist

- テクノロジー企業の決算結果と業績見通しは堅調な内容だ。コンセンサス予想はNASDAQ総合指数の2026年における利益成長率を前年比26%と見込んでおり、2025年9月時点の予想を8ポイント上回る。
- イネーブリング層でのリターンが半導体メーカーからサプライチェーン関連企業に広がっている。アプリケーション層やインテリジェンス層では、ソフトウェア銘柄は調整している。
- ソフトウェアのバリュエーション調整や将来の企業価値への懸念の要因となっている短期的な逆風について、妥当なのか過剰反応なのかすぐに結論を出すのは難しい。ソフトウェアの収益化の加速が明確になれば、配分を増やすきっかけとなるだろう。



出所: Getty Images

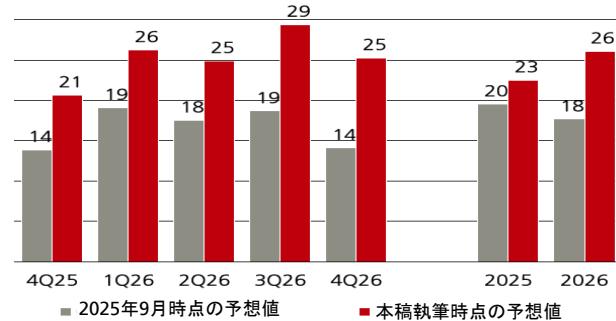
堅調な決算シーズン、パフォーマンスはまちまち

テクノロジー企業の決算シーズンは堅調な内容となっている。本稿執筆時点で決算発表済みの企業で見ると、NASDAQ総合指数の2025年10-12月期(第4四半期)における1株当たり利益(EPS)成長率は前年同期比で約20%の見通しで、2025年9月時点のコンセンサス予想(14%)を上回る。将来の見通しも強気で、コンセンサス予想では2026年の利益成長率が26%と、2025年から更なる加速を見込んでおり、昨年9月時点の予想より約8ポイント高い。にもかかわらず、テクノロジー株のパフォーマンスはまちまちである。MSCI ACワールド情報技術指数は年初来で1桁%台前半下落しており、エネルギー、素材、資本財など他セクターをアンダーパフォームしている。CIOでは引き続き、今年の株式市場の投資機会が様々な地域・セクター・構造的テーマに広がるとみている。

テクノロジーフィールドでは、イネーブリング層はNVIDIAなど半導体メーカーから、メモリ、半導体受託生産、パッケージング、ネットワーキング、半導体製造装置といったサプライチェーン分野に上昇の裾野が広がっている。インテリジェンス層やアプリケーション層では、Amazon、Alphabet、Metaといった大手インターネットプラットフォーム企業は持ちこたえているが、ソフトウェア企業の株価は大幅に調整している。ソフトウェア企業の利益は堅調で、大半の企業のEPSが予想を6-7%上回り、2026年と2027年のコンセンサス予想も上昇傾向にあるが、バリュエーションは大きく異なる動きを見せている。市場では、AIエージェントの進化によって既存のソフトウェアベンダーの長期的な収益性がどう変わるかを再評価し、ターミナルバリュー*(将来的企業価値)を見直す動きが起きている。

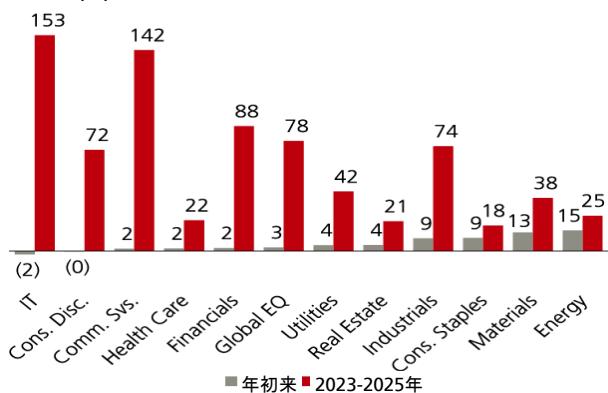
*フリーキャッシュフローが増え続ける前提で算出した将来企業が得られる価値(残存価値)を、現在価値に換算したもの

図表1: テクノロジー企業の決算は力強い利益成長を示したNASDAQ総合指数のEPS成長率(%、前年比、コンセンサス予想)



出所: FactSet、UBS、2026年

図表2: リターンの源泉がテクノロジー以外にも広がる予想リターン(%)、MSCI ACワールド指数



出所: FactSet、UBS、2026年

Claude CoWorkのリリースと自律型AIエージェントの台頭
 ソフトウェア株の再評価のきっかけとなったのは、新興AI企業 AnthropicによるAIエージェントClaude CoWorkのリリースであり、AIが対話型のアシスタントから自律型エージェントへ明確に進化していることが示された。Claude CoWorkではローカルファイルやウェブブラウザを横断して自律的にタスクを実行でき、分野別のプラグイン(拡張機能)では法務、営業、財務、データ分析などの業務を自動化することができる。市場はこうした動きにより、ソフトウェア企業で起こりうるディスラプション(破壊的変化)がどの程度の規模とスピードなのかという重要な疑問に直面している。

ソフトウェア業界に変化をもたらす3つの新たなリスク

1. 競争激化リスク

AIによってソフトウェア開発のコストと時間が劇的に減少し、潜在的なソフトウェア・ソリューション数が指数関数的に増加する。既存システムの移行が複雑なため、顧客企業が既存ベンダーを容易に変更することはないが、新規ソリューションの流入で競争圧力が高まり、価格の引き下げやマージンの縮小につながる。供給の急増を踏まえると、少なくとも下位半分のソフトウェア企業は5年以内に大きなディスラプションのリスクに直面する可能性がある。

2. シート課金から成果課金へ、価格設定モデルの移行リスク
 業務が人間からAIエージェントに移ることでシート数(ユーザー数)が減少し、利用量や成果ベースの課金モデルへの移行が進む可能性がある。これは長期的には市場拡大につながるが、20年続いたシート数ベースの課金モデルの安定収益が終わることも意味する。サブスクリプション販売からトークンや消費量ベースの販売への移行は、収益の変動が高まり、ビジネスの粘着性(顧客定着度)の低下につながり、企業価値の評価を圧迫する要因となる。

3. ユニットエコノミクス(単位経済性)の構造的变化のリスク

従来のソフトウェアのコスト構造は、開発費が固定で、配布の追加コストはほぼゼロとされていた。しかし、AIモデルの登場によって、利用量に応じて発生する実質的かつ継続的な変動費が新たに生じている(ハイパースケーラーが運用するAIモデルのトークン消費などが該当)。

ソフトウェアの潜在市場の再定義

一方で、アプリケーション層・インテリジェンス層で優れた実行力のある上場・非上場企業には大きなビジネス機会があると考える。ソフトウェアの潜在市場が単なるツールの販売から測定可能な成果の販売へと進化した場合、Gartnerの推計で現在1.2兆米ドルのソフトウェア業界の市場規模は、理論上は最大で世界の労働市場全体(56兆米ドル規模、人件費の合計相当)にまで拡大する可能性がある。現実的な試算では、AIソフトウェアが2030年までに労働生産性を20%持続的に向上させ(56兆米ドル×20%=11.2兆米ドル)、導入企業にもたらされるリターンが投資額の3倍だとした場合(11.2兆米ドル÷3=約3.7兆米ドル)、AIソフトウェアの実質的な潜在市場規模は3.7兆米ドルとなる。こうした観点から、AIエージェントは単に既存ソフトウェアの売上シェアを奪うのではなく、顧客が求める成果・効果

を実現するサービスをパッケージ化し、提供価値に応じて価格設定ができるベンダーにとって、新たな需要を創出する強力な成長エンジンとなる。

図表3：2030年のAIソフトウェアの潜在市場規模試算

単位:兆米ドル

	AIによる世界の労働市場の生産性向上率				
	10%	15%	20%	25%	30%
AIによる労働市場の投資回収期間(年)	2.0	2.8	4.2	5.6	7.0
AIによる労働市場の投資回収率(ROI)	2.5	2.2	3.4	4.5	5.6
AIによる労働市場の投資回収率(ROI)	3.0	1.9	2.8	3.7	4.7
AIによる労働市場の投資回収率(ROI)	3.5	1.6	2.4	3.2	4.0
AIによる労働市場の投資回収率(ROI)	4.0	1.4	2.1	2.8	3.5

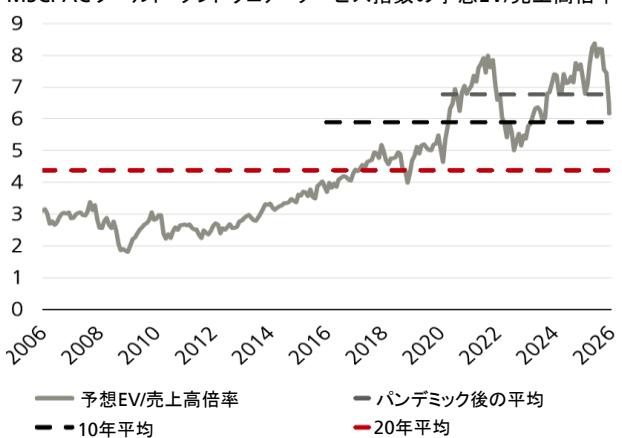
出所: UBS, 2026年

ソフトウェア企業の評価基準の変化

ソフトウェア企業は長年、企業価値(EV)が予想される売上高の何倍かを示すEV/売上高倍率で評価されてきた。多くの企業は急成長を優先して利益をすぐに出さず、顧客獲得と規模拡大のための再投資を行ってきた。そのため、GAAP(一般会計基準)ベースの利益がマイナスまたは歪んだり、フリー・キャッシュフローが殆ど出ないこともあったことから、売上高は長期的な潜在力を示す最も明確な指標だった。実際、投資家はソフトウェア企業を長期的に利益を生み出すものとみなしてきた。現在、MSCI ACワールド・ソフトウェア・サービス指数は予想EV/売上高倍率で約6.2倍と、過去10年平均は5.9倍であることからも適正水準にある。

図表4：ソフトウェア企業のバリュエーションは、過去10年間の平均水準並み

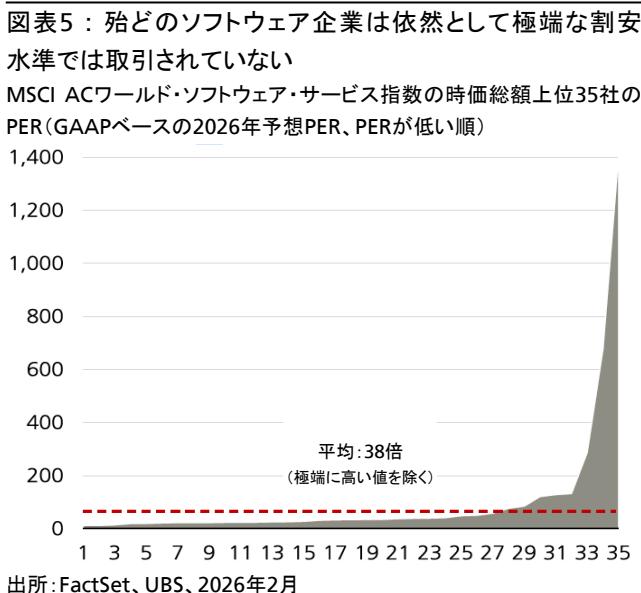
MSCI ACワールド・ソフトウェア・サービス指数の予想EV/売上高倍率



出所: FactSet, UBS, 2026年2月

しかし近年、市場の評価軸は大きく変化した。2022年以降の金利上昇環境で、投資家は将来の成長よりも実際の収益力を示す指標(GAAPベースの株価収益率(PER)や株式報酬調整後の株価フリー・キャッシュフロー倍率(PCFR)など)を重視するようになった。割引率(金利)上昇で将来利益の現在価値が小さくなり、ターミナルバリュー(将来の企業価値)の不確実性が高ま

る中、CIOでは短期的なキャッシュ創出力と事業の持続性をより適切に捉える指標を重視する。これらの指標で見ても、MSCI ACワールド・ソフトウェア・サービス指数におけるGAAPベースのPERは過度な割安水準からは程遠い。



グローバル資産クラスに対するCIOの評価・見解

資産クラスに対するCIOの評価・見解は、投資判断を行う際のハイレベルなガイダンスを提供するものであり、主に流動性の高い一般的な指標の期待トータルリターンの評価、UBSハウスビューの予想シナリオ、そして今後12カ月のアナリストの予想に基づき、UBS の投資見解を決定する会議のメンバーの合意に基づいた判断を反映しています。なお、投資戦略によっては、ポートフォリオ構築、集中度合、また借入制約などの要因により、戦術的資産配分(TAA)がこれらの評価・見解と異なる場合があります。

Attractive(魅力度が高い)：当該資産クラスを総合的に魅力的と評価し、同資産クラスに投資機会があると判断する。

Neutral(中立)：当該資産クラスから大幅なリターンあるいは損失の発生を想定せず、中長期的な保有を推奨する。

Unattractive(魅力度が低い)：当該資産クラスを総合的に魅力度が低いと評価し、他の資産クラスへの投資機会の検討を勧める。

注記：株式については、一部の株式レポートにおいて株式内の評価として5段階評価を採用しており、以下の2つの評価を追加しています。

Most attractive(最も魅力度が高い)：当該資産クラスを最も魅力度が高いと評価し、同資産クラスへのエクスポート追加を推奨する。

Least attractive(最も魅力度が低い)：当該資産クラスを最も魅力度が低いと評価する。他の資産クラスへの投資機会を求める 것을を勧める。

株式を他の資産クラスとともに評価する場合は3段階評価で表示し、「Most attractive」は「Attractive」に統合し、「Least attractive」は「Unattractive」に統合して評価します。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG(「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBSチーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメントが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS Groupには旧Credit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することができます。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものでもありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものですが、その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上、お客様のご判断により行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等：UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%（税込）、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%（税込）の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引（店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等）を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社において債券（国債、地方債、政府保証債、社債、等）を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いでいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%（税込）の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.5%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間に中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用（信託報酬）（国内投資信託の場合、最大2.20%（税込、年率）。外国投資信託の場合、最大2.75%（年率）。）のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

「UBS投資一任運用サービス（以下、当サービス）」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20%（税込）をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用（信託報酬）や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引（委託）手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る（円ベースで元本割れとなる）リスクがあります。外貨預金にはクーリング・オフ制度は適用されません。また、UBS銀行東京支店の預金は、預金保険制度の対象ではありません。

その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBS Group内の他の企業（またはその従業員）は隨時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることができます。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2026 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。キーシンボルおよび「UBS」は、UBSグループの登録商標です。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者

商号等：三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長（登金）第649号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会