Morgan Stanley
INVESTMENT MANAGEMENT



グローバル・エクイティ・オブザーバー

選択肢が一つしかないように見えるとき

インベストメント・インサイト | インターナショナル・エクイティ運用チーム | 2026年10月

2026年年初来、MSCIワールド指数とS&P500指数はそれぞれ堅調に推移してきました。なかでも4-6月期には、四半期ベースで2020年以来最大の上昇率を記録しました。堅調な利益成長と、中東における地政学的リスクの部分的な後退が、相場上昇を支えました。しかし、上昇の裾野は依然として極めて狭く、S&P500指数の構成銘柄のうち、同期間に実際に同指数を上回るパフォーマンスを上げた銘柄は30%未満にとどまりました。

ごく一部の人工知能（AI）関連銘柄への投資が、市場のリターンを大きく押し上げてきました。半導体株とハードウェア株は、4-6月期にはMSCIワールド指数のトータルリターンの60%近くを占めました。

こうした一部の銘柄に偏った上昇によって、もともと高かった市場の集中度はさらに高まりました。半導体株とハードウェア株はS&P500指数の時価総額の30%を占め（6月末時点）、この割合は、パンデミック前の約10%から上昇し、ドットコム・バブル期のピークだった24%をも上回っています。

同様に資金フローの集中も見られています。個人投資家の市場参加の拡大とレバレッジ型投資商品の増加に伴い、新たな投資資金のうち、同じ少数のAIインフラ関連銘柄に向かう割合がますます高まりました。こうした資金流入が、既に投資が集中している銘柄の上昇に、さらに勢いを与えています。

こうした集中に、利益面での裏付けがないわけではありません。ただし、長期投資家にとって重要なのは、その利益が業界の収益構造の持続的な変化を反映しているのか、それともサイクルのなかで一時的に有利な局面にあることを反映しているのか、という点です。例えば、DRAM[1]とNAND[2]の価格高騰が続いたため、一部のメモリー関連銘柄は4-6月期だけで3桁の上昇率を記録しました。およそ1年半にわたる価格上昇と供給制約を経て、業界の一部では、従来サイクルを通じて0%～30%の範囲で推移していた営業利益率が70%～80%に上昇しています。

[1] ダイナミック・ランダム・アクセス・メモリー
[2] NANDフラッシュメモリーは、電源がなくてもデータを保持できる不揮発性ストレージ技術の一種です。
引用データの出所（特に記載のない限り）：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、FactSet。2026年6月30日時点。

筆者



ANTON KRYACHOK
エグゼクティブ・ディレクター



EMMA BRODERICK
シニア・アソシエイト

“一部のAI関連銘柄が主導する上昇相場は今後も話題を独占するかもしれません。しかし、私たちは、AIの進化・普及を支える企業や、AIの恩恵を受けるものの市場で十分に評価されていない企業、そしてさまざまな市場シナリオにおいて対応力を発揮できる強靭な事業基盤を持つ企業に、より幅広い投資機会を見出しています。”

※本書で言及されている個別銘柄は情報提供のみを目的としたものであり、当該個別銘柄の推奨を目的としたものではありません。

これは、最もクオリティの高いソフトウェア企業が通常達成する水準さえ上回っています[3]。これほど高い収益性は、必然的に新たな投資を呼び込みます。大部分がコモディティ化した業界では、追加供給（今回は中国からの供給となる可能性があります）が需要に追いつくにつれ、例外的に高い収益性には自ずと調整が伴ってきました。

AI分野におけるクオリティ投資の機会

AIは経済の特定の分野に変革をもたらす可能性が高いと、私たちは強く信じています。また、最先端AIの幅広い導入に必要なコンピューティング・インフラの構築を支える企業の株式には、魅力的な投資機会があると考えています。ただし、私たちが重視するのは、サイクルを通じて予見性の高い複利的な利益成長を実現できる企業を保有することです。そのため、足元の収益力が異例なほど膨らんでいるように見える銘柄や、事業自体のクオリティが不十分だと考える銘柄、あるいはその両方に当てはまる銘柄は、保有してきませんでした。その結果、年初来でみると、指数と比較したパフォーマンスの面では厳しい状況にあります。とりわけ、市場のリターンが極端に集中したことにより、指数並みのパフォーマンスを確保するには、半導体関連分野への投資比率を、私たちの投資哲学に照らして適切と考える水準よりも大幅に高める必要がありました。

その代わりに、私たちは、これまで一貫して追求してきたクオリティ特性（持続的な競争優位性や価格決定力、安定した売上、規律ある資本配分など）を備えた、AIの進化・普及を支える企業やその恩恵を受ける企業を厳選して保有することで、AIが生み出す投資機会を捉えることを目指しています。例えば、保有銘柄のTSMCは、半導体サプライチェーンで供給のボトルネックとなる最先端の製造工程を担っています。最終的にどの半導体設計企業がAI向けコンピューティング市場で最大のシェアを獲得するかにかかわらず、同社は恩恵を受けると考えています。

同じく保有するSynopsysでは、半導体製造の業務に不可欠なソフトウェア・ツールが、半導体分野の研究開発予算の底堅さと、半導体製造の複雑化の恩恵を受けています。また、Schneider Electricも保有しており、AIデータセンターの急拡大を支えるために必要な電力供給システムの進化が、同社の長期的な成長機会を生み出していると考えています。

私たちは、AIアプリケーションの稼働に必要なコンピューティングの重要な供給者であるハイパースケーラーのMicrosoft、Amazon、Alphabetにも前向きな見方を維持しています。これら企業における足元のAI関連投資の規模は、供給能力が過剰になるのではないかという懸念を生じさせています。それでも、キャッシュを創出する多角化された事業基盤、強固なバランスシート、多様な収益化の手段などによって、各社は長期的に魅力的なリターンを獲得できる立場にあると、私たちは考えています。重要なのは、たとえAIの投資機会がなくても、各社が卓越した企業であることに変わりはないという点です。

足元の熱狂の対象となっていない投資機会

AI主導の株価上昇は、対象が広がりつつあるとはいえ、市場の比較的狭い範囲にとどまっており、他の多くのクオリティ企業は取り残されてきました。2025年半ば以降、ソフトウェアや専門サービス、バランスシートに依存しない金融サービス企業の一部では、バリュエーションの大幅な低下が進みました。AIの活用が進む世界における企業の長期的な競争上の地位や最終的な価値を、投資家が見直したためです。多くの場合、順調な事業運営と良好な利益成長が続いているにもかかわらず、こうしたバリュエーションの低下が生じました。これらの「AIの犠牲者」とみなされる企業への投資は、過去1年間におけるパフォーマンスの下押し要因となりました。

この間、私たちはポートフォリオ全体のAIリスク評価を大幅に精緻化し、さまざまな事業モデルについて、競争優位性の持続性と長期的な利益の予見性を精査してきました。特に着目してきたのは、ワークフロー、データ、消費者、トークンという4つの大きなリスク分野です。このうち、AIによる不確実性の高まりが最も顕著なのは、ワークフローを中心とするソフトウェアの分野だと判断しました。AIが参入障壁を引き下げ、競争の行方として想定されるシナリオの幅を広げているためです。その結果、長期的に利益を複利的に伸ばせるとの確信が弱まった銘柄については、ポジションを大幅に縮小するか、全て売却しました。一方で、システム・オブ・レコード（データに関する唯一の情報源）や企業向けプラットフォームを提供する企業など、競争優位性がより揺らぎにくいと考える企業への投資姿勢は維持しています。

---

[3]出所：モーニングスター社： https://global.morningstar.com/en-gb/stocks/samsung-electronics-preliminary-figures-slightly-soft-we-expect-memory-price-hikes-taper
当運用チームのポートフォリオの保有銘柄は、2026年8月31日時点。上記の銘柄は必ずしも現時点の保有銘柄であるとは限りません。
引用データの出所（特に記載のない限り）：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、FactSet。2026年6月30日時点。

※本書で言及されている個別銘柄は情報提供のみを目的としたものであり、当該個別銘柄の推奨を目的としたものではありません。

また、独自のデータセットや、提供されたデータを集積したデータセット、消費者向けエコシステム、取引インフラを基盤とする企業にも、引き続き前向きな見方を維持しています。こうした企業の競争優位性は、より持続的であるとみられ、一部の企業はAIによってさらに強化される可能性さえあります。

重要なのは、AIへの懸念からバリュエーションが低下した企業についても、AIによる破壊的な変化への脆弱性は一様ではないと、私たちは考えている点です。私たちが運用するポートフォリオで保有する企業は、バリュエーションが大幅に低下するなかでも、売上と利益を複利的に伸ばし続けました。多くの企業では、1桁台後半の売上成長、小幅な利益率の上昇、魅力的なフリー・キャッシュフロー利回りを背景に、引き続き10%台半ばの株主リターンが期待できると考えています。利益率の上昇は、AIによる生産性向上によってさらに促進される可能性があります。現在市場で注目を集めるAIインフラ関連銘柄への投資では、利益が高水準にあるうえ、バリュエーションの高さもますます目立っています。これに対して、こうしたAIへの懸念からバリュエーションが低下した企業のなかには、私たちが考える本来の価値に比べて、長期的な収益力が過度に悲観視された株価水準で取引されている企業もあると考えています。

AIがコストを削減するだけでなく、製品の改良、顧客エンゲージメントの深化、収益化の改善などを通じて追加的な収益機会も生み出していることをこれらの企業が示していくにつれ、バリュエーションが上方に見直される可能性は高いと、私たちは考えています。

AIをめぐる議論とは別の投資機会

私たちは、AIというテーマ以外の投資機会にも大いに期待しています。過去数四半期には、ラグジュアリー企業のHermèsとFerrariを新規に組み入れました。短期的な景気循環への懸念により、卓越した価格決定力、希少性に支えられた需要など、世界の消費者市場でも屈指の競争優位性を持つと考えるこれらの企業に投資を始める好機が生まれました。また、McKessonとCencoraも組み入れました。両社は医薬品流通において不可欠な役割を担っており、それが底堅い利益成長、高いキャッシュ創出力、魅力的な資本利益率を支えています。

絶対・相対の両面で魅力的な投資機会

当ポートフォリオは、足元の市場環境において対応力を発揮できるよう構成されています。競争優位性が持続的であるなど厳格なクオリティ基準を満たす、AIの進化・普及を支える企業を厳選し、AI関連の投資機会を確保することを目指すとともに、AI代替懸念によってバリュエーションが大幅に低下したものの、長期的なファンダメンタルズが損なわれていない高クオリティ企業を組み入れました。これらの企業が、AIは長期的な収益力を損なうのではなくむしろ高め得ることをより明確に示していくにつれて、バリュエーションには大きな回復余地があると考えています。また、長年にわたり中核として保有してきた銘柄や、ラグジュアリー、メディアなどの分野での比較的新たな投資機会を含め、ディフェンシブな高クオリティ企業にも相応の配分を維持しています。これらの企業に投資する根拠は、AIをめぐる議論に左右されにくく、長期にわたって底堅い利益を生み出すと見込んでいることです。

市場全体と比べると、当ポートフォリオは、より確度の高い利益成長が見込めると考えています。既に高水準にある利益率のさらなる上昇に頼るのではなく、より高い売上成長に支えられているためです。市場全体よりも高い営業資本利益率と粗利益率、より低いレバレッジなど、私たちが一貫して追求してきたクオリティ特性も維持しています。それにもかかわらず、9月末時点では、フリー・キャッシュフローを基準としたバリュエーションは魅力的な水準にあります。

重要なのは、さまざまな市場の展開を想定し、対応力を発揮できるようポートフォリオを構築している点です。AIインフラへの熱狂が続く場合には、ハイパースケーラー、半導体サプライチェーンで供給のボトルネックとなる領域の企業、その他のAIの進化・普及を支える高クオリティ企業に投資を行うことで、引き続きその投資機会を捉えていくことを目指します。投資家の関心がより幅広い銘柄に向かう場合には、売られ過ぎた保有銘柄の多くが、既に現れつつある生産性向上の効果に加えて、AIを活用した売上機会を示すことで、バリュエーションが大きく上方に見直される余地があると考えています。そして、市場の関心が景気循環に左右される成長分野から離れる居面では、当ポートフォリオが有する底堅い利益成長力が再び真価を発揮すると考えています。

当運用チームのポートフォリオの保有銘柄は、2026年8月31日時点。上記の銘柄は必ずしも現時点の保有銘柄であるとは限りません。
引用データの出所（特に記載のない限り）：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、FactSet。2026年6月30日時点。

※本書で言及されている個別銘柄は情報提供のみを目的としたものであり、当該個別銘柄の推奨を目的としたものではありません。

重要事項

本資料は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが作成した情報に基づき作成又はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものであり、情報提供のみを目的としたもので、法令に基づく開示資料ではありません。本資料と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、当社は一切の責任を負いません。

本資料は特定の金融商品、有価証券、投資戦略又はサービスの取得、売買若しくは申込みの推奨又は勧誘を目的とするものではありません。

本資料に含まれる情報は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、完全性又は有用性を保証するものではありません。本資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての予想や見解ではありません。本資料に記載された見解、意見、予測及び分析は作成時点のものであり、市場、経済その他の状況により予告なく変更されることがあります。また、それらが実現することを保証するものではありません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

本資料中の図表、数値、シミュレーション及び過去の実績は、将来の運用成果又は投資成果を示唆若しくは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントに帰属します。当社の事前の承諾なく、本資料の全部又は一部を複製、転載、配布又は第三者へ提供することはできません。

投資一任契約に関する事項

本資料は、当社の投資一任契約及び投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨又は勧誘を目的とするものではありません。投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当運用チームに一任し、当運用チームがこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当運用チームに委任し、当運用チームは委任された権限を行使するにあたっては、当運用チームの投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

リスクについて

受託資産の運用は、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスクや株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク及びカントリーリスク等による影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失又は受託資産に関して行われる取引に際し預託すべき委託証拠金その他の保証金の額を上回ることとなるおそれがあります。

受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに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ので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

受託資産の運用に係る費用について

投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。投資一任契約に基づいて投資信託を組み入れる場合は、投資する投資信託に係る費用等が投資顧問報酬に加えてかかる場合があります。また、一部の戦略では投資顧問報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組入有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なるため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

モルガン・スタンレー・インベストメント・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410号

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

RO6050257 Exp.10/31/2027