

グローバル・エクイティ・オブザーバー

## 拮抗した状況

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 | 2025年11月

第2四半期（4-6月期）の運用報告では、4月初旬の「解放の日」における関税政策の発表後、株式市場は底を打って、市場の方向性と主導銘柄が大きく反転したことをお伝えしました。第3四半期（7-9月期）においても株式市場の上昇傾向は継続し、世界株式市場は+7%のリターンとなりました（以下米ドルベース）。結果として、MSCIワールド指数は、政策面や地政学的な面で不確実性が数多く残っているにも関わらず、年初来で+17%という驚異的なパフォーマンスを記録しました。

9月末時点で、MSCIワールド指数の予想利益に基づくPERは20倍超、S&P500指数は23倍という高い倍率で取引されています。このような高い倍率は、現在、過去最高水準にある企業の利益率がさらに改善し、今後2年間で二桁の利益成長を遂げるという期待に基づく予想利益を前提としています。実際、現在の歴史的に高いバリュエーションに織り込まれている要素を考えると、株式市場は、二桁の利益成長を支える、力強いAIブームの継続と、堅調なマクロ経済環境に賭けていることが解ります。また、金融緩和とAIによる生産性の向上が高い利益率を維持するといった確信も見られます。要するに、市場の期待感が高いということです。しかし、金価格が史上最高値を更新していることは、不確実性が依然として残っていることを思い出させてくれます。

過去6ヵ月間にわたるグロース株に偏った景気循環的な上昇相場の結果、S&P500クオリティ指数とS&P500指数のパフォーマンス比較が示す通り、クオリティ株は、広範な株価指数に対して前例のないほど大きくアンダーパフォームしています。これほどクオリティ株が劣後したのは、TMT（テクノロジー・メディア・通信）バブル崩壊の直前を除けば、過去に例がありません。歴史的に、クオリティ株が大きくアンダーパフォームした後は、しばしば長期にわたって、クオリティ株が市場全体に対して大きくアウトパフォームする局面が続く傾向があります。

私たちが想定する弱気シナリオの背景は、企業レベルでの生成AIの大規模導入には、予想以上に時間を必要とするため、ハイパースケーラー（巨大クラウド事業会社）の巨額投資に対するリターンについて不安が高まる事か、もしくはマクロ経済環境が二桁

筆者



**BRUNO PAULSON**  
マネージング・ディレクター

「株式市場では、強気派と弱気派の間で綱引きが起こっています。強気派は「AIが近い将来、企業の収益性を目に見えて改善する」、あるいは「米国の経済成長が急加速する」と主張しています。一方、弱気派は、こうした高い期待が実現しないことを懸念しています。」

の利益成長予想を正当化できるほど強くない事です。長年の経験を持つ私たち運用チームは、高まった期待が下方修正される際、どれ程の痛みを伴うものかを身をもって理解しています。

過去150年間のデータを見ると、市場は現在、第4の「技術革新」時代にあるように見えます。これは極端なバリュエーションの上昇を伴っており、S&P500のCAPE（景気循環調整後株価収益率）<sup>1</sup>は、市場トレンドを2標準偏差以上も上回る水準に達しています。過去に見られた3つの極端なバリュエーションの期間、すなわち1900年代、1920年代、そして最近のドットコム・バブルと比較してみると、市場のセンチメントが変わった際、市場全体で大きな調整（上記3期間では15%から最大50%の下落）が発生するリスクが浮き彫りになります。このような調整局面では、最も過熱していた分野が最も大きな打撃を受ける一方で、過小評価されていたセクターは脚光を浴びる傾向があります。ドットコム・バブルの崩壊時には、生活必需品セクターがその恩恵を受けましたが、今回は「AIの犠牲者」とみなされているソフトウェア企業や、データを豊富に保有する金融や資本財・サービスのセクターが再評価される可能性があります。

インターネット導入期の「技術革新」時代に見られた過剰な熱狂と類似点はあるものの、現在の状況にはいくつかの顕著な違いも見られます。すなわち、現在のブームの中心にいる企業は、実際に利益を上げており、利益成長の勢いも依然として強いという点です。また、株価収益率（PER）は高い水準にあるものの、1999年当時と比べると決して極端な水準ではありません。もう一つの重要な違いは、今日の巨大ハイパースケーラーによる莫大な設備投資は、主に営業キャッシュフローによる自己資金で賄われている点です。このように、外部資金への依存度を抑えながら、継続的かつ拡大的な投資が可能となっているのです。

しかし、不確実性は依然として残っています。現在の生成AIブームの核心には、ある種のパラドックスが存在しています。つまり、これほど経営陣の関心を集めた新技術は過去に例がなく、その可能性は実際に使った人なら誰もが認めるところではあります。しかし、企業による大規模な導入や企業にとっての価値の実現は、未だに極めて限定的なのです。このような状況の場合、典型的なガートナー社の「ハype・サイクル」をたどる可能性があります。つまり、たとえ最終的に成功し、変革的なインパクトをもたらすとしても、「過剰な期待（ピーク期）」の段階から、導入プロセスが難しく時間が掛かることが明白になるにつれて、「幻滅の谷（幻滅期）」の段階へ移行する可能性があるのです。さらに、政策面における高い不確実性、特に最終的な関税措置の影響や世界的な地政学リスクをめぐる不透明感もあり、マクロ経済的な見通し

は不透明な状況が続いています。経済成長率自体はプラスを維持しているものの、マクロ経済の見通しは依然として控えめです。米国の成長率は2025年・2026年ともに1.5～2%程度、EAFE（欧州・豪州・極東諸国）においては1%前後にとどまると予想されています。

第3四半期（7-9月期）を通じて、株式市場は「AIが、特にデータ処理を中心としたビジネスを破壊的に変革するのではないか」という問題に強く関心を寄せるようになっていきます。市場の初期の反応は非常に幅広く、ビジネスモデルや競争環境、適応能力の違いを問わず、データ関連企業と見なされるほとんど全ての銘柄を無差別に売り込む動きが見られました。私たちは、このような市場の一律的な見方は誤っていると考えています。なぜなら関連する産業や企業の違いによって、無視できない重要な差異が存在するからです。私たちは、AIによる破壊的影響を受ける脆弱性と、売上およびコストの両方でAIがもたらす機会について、企業ごとに慎重に精査しています。

私たちの独自の企業分析には、いくつかの一般的な原則があります。私たちの見解では、AIによる破壊を回避できる「データリッチ」な企業とは、生成AIボットがインターネット上から収集する情報では模倣できない、独自のデータセットを保有しているか、もしくは顧客の業務プロセスに深く組み込まれたビジネスか、あるいは業界全体のエコシステムの中核を担っている企業であると考えています。さらにポジティブな点として、そのような企業は、AIを自社のサービスに統合し、顧客価値を高める十分な資金力と技術力を持っており、顧客対応やコーディングなどのコストを大幅に削減するために、AIを活用するでしょう。例えば、私たちがポートフォリオで保有しているRELXは、独自のデータセットと生成AI技術を組み合わせることにより、法務部門の売上成長を加速させています。また、別の保有銘柄であるSAPは、顧客の基幹業務に深く組み込まれていることや、確立された専門知識や知見を有していることから、AIによる破壊から守られています。SAPのJouleは、マイクロソフトのコパイロットを活用した生成AIで、追加的な収益源となる可能性があります。また生成AIの活用は顧客の次世代ERPシステム「S/4HANA」への移行を加速させ、利益拡大につながる可能性があります。私たちはまさに、このような高クオリティかつデータリッチな企業をポートフォリオに組み入れることを目指しています。

AIをめぐる議論が成熟し、どの企業が本当にAIによる破壊的影響を受けやすく、どの企業がAIを競争優位性として活用できるのかを株式市場が明確に見極めるにつれて、セクター内でのリターンのはらつきは、格段に大きくなると予想しています。一方で、株式

<sup>1</sup> CAPE：景気循環の影響を調整した株価収益率で、S&P500指数に適用される株式の評価指標です。

[https://en.wikipedia.org/wiki/Cyclically\\_adjusted\\_price-to-earnings\\_ratio](https://en.wikipedia.org/wiki/Cyclically_adjusted_price-to-earnings_ratio)

引用データの出所は、特に記載がない限り、MSIM、FactSet、2025年9月30日現在。

市場が一律にデータ関連銘柄を売却する中で、当運用ではAIの影響について不確実性が残る一部の保有銘柄を売却しつつ選択的に入れ替えて、ポートフォリオをアップグレードする好機と捉えています。つまり、株式市場では、複利的効果の成長の芽を持つ優良銘柄まで一緒に売られていると考えます。

投資家の「確信」が極めて不確実な現実とぶつかり、またバリュエーションが過熱している市場環境の中で、私たちは依然として、力強い売上成長によって支えられ、確実なEPS（1株当たり純利益）成長を提供できる企業に焦点を置いています。EPS成長は売上成長と利益率上昇から成りますが、長期的に複利的にEPSが増加するためには、利益率上昇よりも売上成長のほうが、信頼できる源泉であると考えているからです。

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが2024年12月に海外で発行したレポートを邦訳したものです。本書と原文(英語版)の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書はグローバル・フランチャイズ運用戦略に関する情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示書類ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることもあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるい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。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することをご遠慮下さい。

**重要事項**

本書は、当社の投資一任契約およ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や勧誘を目的とするものではありません。また、弊社は、本投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

**1. 投資一任契約の概要**

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社に一任し、当社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社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社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。

**2. 元本損失が生ずることとなるおそれ**

受託資産の運用には、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、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。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、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

**3. 投資一任契約締結に際しての留意事項**

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。

**リスクについて**

当運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従って、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、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、カントリーリスク等のリスクを伴います。

**費用について**

**投資一任契約に基づいて直接投資をする場合の費用**

**投資顧問料率**

25億円までの部分に対して	0.880% (税抜 0.800%)
25億円超 50億円までの部分に対して	0.825% (税抜 0.750%)
50億円超 100億円までの部分に対して	0.770% (税抜 0.700%)
100億円を超える部分に対して	0.715% (税抜 0.650%)

※ 表記の料率は年率表示です

※ 上記以外に投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合の報酬体系は上記と異なる場合があります

※ 契約資産の性質・運用方法等により、お客様と協議の上、最低受託額、受託額及び投資顧問料率を別途取り決めることがあります

※ 税込料率は法律に定められる税率が適用されます

また、投資一任契約に基づく組入資産の売買手数料、保管費用等をお客様にご負担いただきます。(当該手数料等につきましては、運用状況等により変動するため、事前に料率やその上限額等を表示することができません。)

**最低受託金額**

効率的な運用を実現するという観点から、個別口座の最低受託金額を50億円と設定しております。

**《ご注意》**

上記に記載している費用項目につきましては、一般的な投資一任契約を想定しております。受託資産の運用に係るリスクや費用については、投資一任契約を締結する際に、事前に契約締結前書面をご覧ください。

**投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合の費用**

組入れ予定の投資信託は、弊社がお客様と締結する投資一任契約に基づいて投資を行うための専用ファンドであり、当該目的での利用に限定しております。

**投資顧問料率**

一律0.825% (税抜0.75%)

組入れる投資信託で弊社が運用報酬を受領する場合、上記料率から控除して投資顧問報酬額を算出します。

- 組入れ予定の弊社設定投資信託から弊社が受領する運用報酬はございません。したがって、投資顧問報酬額は上記の年率0.825% (税抜0.75%) で計算されます。
- 表記の料率は年率表示です。
- 契約資産の性質・運用手法等により、お客様と協議の上、別途報酬額を取り決める場合があります。
- 税込料率は法律に定められる税率が適用されます。

**投資信託にかかる費用**

信託報酬	年率 0.055% (税抜 年率 0.05%) 内、委託者報酬 (運用報酬) ありません
信託財産留保 (相当) 額	基準価額に 0.20% を乗じた額 (解約時)

- 販売手数料はございません
- 当該投資信託に関する以下のその他の費用を、投資信託財産で間接的にご負担いただきます
  - 組入 有価証券を売買する際に生じる取引費用
  - 外貨建資産の保管費用
  - 信託事務の処理に要する諸費用
  - 受託会社の立替えた立替金の利息
  - 投資信託財産に関する租税
  - 投資信託財産に係る監査報酬
  - 法律顧問に対する報酬
  - 投資信託約款および受益者に対する報告書の作成、印刷および交付に係る費用
  - 公告および投資信託約款の変更および解約に関する書面の作成、印刷および交付に係る費用
  - 投資信託振替制度に係る手数料および費用等

(上記その他の費用については、当該投資信託の運用状況等により変動するため、事前に料率やその上限額等を表示することができません)

上記投資顧問報酬 (税込 0.825%) と上記投資信託の信託報酬 (税込 0.055%) の合計は、0.88% (年率、税込) となります。

**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

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています

[www.morganstanley.com/im/jp](http://www.morganstanley.com/im/jp)