
CARON'S CORNER

スクリプト要約

マルチアセット運用を担当するポートフォリオ・ソリューションズ・グループの市場に対する見方を紹介するものであり、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見解ではありません。

2026年3月3日

HALO 効果に頼らない：創造的破壊とそこから生まれる機会を受け入れる

- 最近よく聞かれる質問は、「AIによる従来型ビジネスの破壊に関するニュースで不透明感や市場の変動が高まる中、どう対応しているのか？」というものだ。
- 結論から言えば、今日の市場におけるリスクは個別要因であり、分散投資としっかりとしたポートフォリオ管理を通じて、これらのリスクを軽減し、さらには投資機会を見出すことができると考える。
- 詳しく検討していこう。

AI、創造的破壊、資産評価：リスク管理と投資機会の獲得

- 「HALO (Heavy Assets Low Obsolescence = 陳腐化しにくい重資産への戦略的投資)」は、現在の市場リスクを管理するための新しい概念である。
- ただしこれは出発点にすぎない。以下、私たちの投資哲学を10のステップで説明しよう。

1. HALO フレームワークの分解

HA – 重資産（耐久性があり、代替が困難なもの）

- 実物資産、インフラ、コモディティ、特定の産業プラットフォームには、以下のような傾向がある：
 - インフレに強い
 - 資本集約的で複製が困難である
 - 希少価値を内包する

-
- 過去の例：
 - エネルギーと実物資産は 1970 年代のインフレ時にアウトパフォーム
 - COVID 後の供給制約下では、インフラとハード資産がプラスに再評価された

LO - 陳腐化しにくい（達成が難しい）

- 陳腐化しにくいということは、以下の動きに対し抵抗力がある：
 - イノベーション
 - 生産性の向上
 - 技術の進歩
- 市場は進化する。創造的破壊はシステムの特徴であり、バグではない。
- 真の「低陳腐化+高成長」資産は稀である：
 - かつて鉄道は永久的なものと考えられていたが、トラック輸送と航空輸送が輸送の形を変えた
 - コダックのブランド力はかつて永続性があると思われていたが、テクノロジーがビジネスモデルを陳腐化させた
- 私たちの結論：
 - 陳腐化を避けることはできない
 - 管理しなければならない

2. 投資における根本的な対立関係

投資には構造的な対立があると考える：

- 高成長+高リターン
- 低陳腐化+安定性

イノベーションは成長の可能性を高めるが、陳腐化リスクを高める。

投資家として私たちが推奨する行動は：

- 生産性の向上を受け入れる
- 陳腐化リスクを積極的に管理する
- 耐久性と永続性の混同を避ける

3. AI = リアルタイムの創造的破壊

AI は周期的なものではなく、構造的なものである：

- AI は労働モデル、コスト構造、価格決定力、資本配分を破壊するだろう
- AI は、ビジネスモデルが知識、プロセス、流通の希少性に依存している資産の価格を変えるだろう

投資に際しての重要な問い：AI による破壊的变化は、レバレッジと衝突して伝染効果を生み出すのか、それとも分散した状態に留まるのか？

4. システミックな連鎖リスク vs. 分散によるリスク低減

システミックな連鎖リスク

- ディスラプション+高レバレッジ
- 強制的なレバレッジ解消
- クロスアセット相関の上昇
- 信用ストレス

過去の例：

- 2008年の金融危機：住宅市場の崩壊+レバレッジ=システミックな伝染

分散によるリスク低減（投資機会の拡大）

- 混乱は特定のセクターに集中
- 信用市場と資金調達市場への波及は限定的
- 広範なマクロ環境は相対的に安定している

過去の例：

- ドットコムバブル（2000-02年）：株式の分散は深刻だったが、信用不安は抑制された
- クラウド/ソフトウェア移行（2010年代）：レガシー技術は縮小され、新たなプラットフォームが複合的に発展した

今日の環境は連鎖というより分散に近いと考えている：

- ストレスは集中している
- 信用市場はシステミックなストレスを示していない
- マクロ的な背景（雇用、企業収益、インフレ）は概ね良好な状態を維持

5. 現在の環境がアクティブ運用に有利な理由

AIがもたらすボラティリティへの運用チームの見解：

- バリュエーション・ギャップを生む
- セクターやファクター間の分散を拡大する
- 既得権益層には不利益をもたらす一方で、生産性向上で恩恵を受ける層を報いる

パッシブ戦略：

- 破壊者と破壊される者の両方に投資するケースもある
- 陳腐化リスクを選択的に回避することはむずかしい

アクティブ戦略：

- バランスシートのストレステストが可能
- 技術革新による置き換えリスクに晒される高レバレッジのビジネスモデルを回避することが比較的容易
- 生産性向上で恩恵を受ける企業に乗り換えることが比較的容易

過去の例：

- ばらつきが大きかった時期（2000年代前半、GFC後のハイテクサイクル）は、選択的なポジショニングが報われた

6. AIがバリュエーション・リスクを生む場合

注意：

- 情報の希少性に依存したビジネスモデル
- 労働集約的なコスト構造で、価格決定力が限定的
- 高固定費+高レバレッジ+低スイッチングコスト
- 永続的な成長を見込んで評価されているが、利益率の低下に直面している企業も一部存在

バリュエーションが最も早く調整されるのは以下の場合だろう：

- 成長の前提が構造的な利益率の圧迫に直面している
- 破壊的変化が高レバレッジ経営に直撃する局面

7. AIが投資機会を生み出す場合

AIは単なる技術革新ではなく、生産性を一気に変化させる「ショック」でもあると考える。

潜在的な受益者：

- スケーラブルなプラットフォームを持つ企業
- データとネットワーク効果を活用したアセットライトなビジネス・モデル
- AIを統合して利幅を改善するハード・アセット・オーナー
- コンピューティング、エネルギー、接続性を可能にするインフラ

過去の例：

- 電化（20世紀初頭）：一部の産業を破壊し、他の多くの産業を変革した
- インターネットの普及：従来のメディア経済を破壊し、まったく新しいエコシステムを生み出した

創造的破壊は資本を再配分するものであり、それを消滅させるものではないと考える。

8. マルチアセットへの影響

株式

- 分散の拡大を予想
- バランスシートの強固さと価格決定力を重視
- 自動化に弱い高レバレッジなレガシー・モデルを回避

債券

- レバレッジ+技術的脆弱性をモニター
- 分散は抑制されている = クレジットは引き続き安定

-
- 伝染の兆候 = 相関性の高まりと資金調達環境の悪化

実物資産

- インフレ下では、ハード資産の価値が維持される
- AI は電力、データセンター、インフラへの需要を高める

ポートフォリオ構築

- ディスラプションから恩恵を受ける受益者と耐久性のある資産クラスに分散
- レバレッジショック下での相関関係をストレステスト
- ボラティリティがシステミック・リスクではなく分散を反映している場合には、ボラティリティに傾注

9. ボトムライン

- AI はリアルタイムでの創造的破壊である
- リスクはディスラプションでなく、ディスラプション+レバレッジである
- 今日の状況は、伝染というよりも分散に近い
- 分散は価格格差を生む
- 価格格差は投資機会を生み出す

私たちの仕事は、すべての AI の勝者を予測することではなく：

- 陳腐化を管理する
- レバレッジのストレステストを実施
- 分散を利用する
- 生産性の向上が複利的に積みあがる分野に資本を配分する

10. エグゼキューション

創造的破壊は大きな話題を生む。

ここで述べた運用哲学を実践すれば、規律あるアクティブ運用は確かなリターンにつながる可能性がある。

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートの一部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。

本書はポートフォリオ・ソリューションズ・グループのキャピタル・マーケット・グループが情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示資料ではありません。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があります。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はご遠慮下さい。

リスクについて

ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する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すべて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。

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、当社は、ポートフォリオ・ソリューションズ・グループが運用する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。
- 4. 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。また、一部の戦略では、前記の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、組み入れ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為、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

www.morganstanley.com/im/jp

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

RO 5272070 Exp. 3/31/2027