

グローバル・エクイティ・オブザーバー

## NVIDIAを保有しない意味

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 | 2024年9月

世界の株式市場は、高い利益予想と、それに基づく高いPERに戻りました。MSCIワールド指数の足元の株価は、一株当たり予想利益（12ヶ月先）の18.5倍で、またすでに利益率が記録的に高い水準にもかかわらず、来年2025年の一株当たり予想利益は、2024年より12%増加すると予想されています<sup>1</sup>。株式市場は、無敵の米国経済と、生成AI（GenAI）がもたらす巨大インパクトという2つの確信に支配されているかのようです。

2020年のコロナ禍の特殊なケースを除くと、米国では過去15年間に一度も景気後退がなかったため、米国経済に対して自信を持つのは無理もないことです。また、株式市場が生成AIにエキサイトするのは、鉄道からインターネットに至るまで、潜在的に社会に変革をもたらすテクノロジーの歴史に沿った行動といえます。このような市場環境は、厳しい経済情勢下でも変わらず利益を計上する事業実績と定評のある勝ち組企業をピックアップする投資哲学にとっては、容易な市場環境ではありません。投資家がリスク「オン」の姿勢を取り、株式市場が企業の指数関数的な成長曲線に執着し、銘柄の選定が「AIらしさ」によって評価される状況下においては、妥当なバリュエーションで投資し、長期的な複利的増益を目的とする企業のポートフォリオは流行ではありません。しかし、もし株式市場の一般的な通説というものが誤りであったり、崩れ始めたとしたらどうでしょうか？

私たちが保有する企業は、概ね複利的な利益成長を続けていて、生成AIの第二波の恩恵を受ける可能性のある優良企業も含まれています。これらの銘柄は、独自のデータをコントロールできる企業であり、業界でも強力な立ち位置にあると考えます。しかし、生成AIの第一波の「勝ち組」銘柄のような株価の暴騰をまだ見ていません。このような話は、1990年代終わりのインターネット・バブルを経験した投資家にとっては、驚くべきことではありません。近年、企業のクオリティは、企業の成長性と混同されるようになってきました。多くのクオリティ・マネージャーと称する運用会社は、臆面もなく、現在の株価上昇の勝ち組銘柄は、記念品的なクオリティ銘柄であると主張しているようです。このような勘違い相場は、すでに鉄の意思を試すのに十分なほど長く続いている

<sup>1</sup> 出所：FactSet、2024年6月30日現在。

※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。



筆者



BRUNO PAULSON  
マネージング・ディレクター



LAURA BOTTEGA  
マネージング・ディレクター

「私たちは、独自のクオリティ調査プロセスと、株価評価及びファンダメンタルズ重視の投資姿勢を堅持しています。」

ため、半導体はまだ景気循環的な特徴を持っているのだろうかという会話が始まり、そして、時価総額3兆ドル超になった企業に話題が向かうのです。つまり、エヌビディア株式の投資ポジションが話題になるのです。

時価総額が売上高の20倍以上、株価収益率(PER)<sup>2</sup>が40倍以上で評価され、フォーブス誌において「この10年間で最もホットな銘柄」(2024年6月)と賛美されたこの企業は、最近の減速を考慮しても、スタートアップ企業に近い成長率を示しており、予想利益はわずか2年前の5倍という驚異的な伸びを示しています。エヌビディアは、データセンターのグラフィック・プロセッシング・ユニット(GPU)で90%~95%の市場シェアを占め、EBIT(利払い前・税引き前利益)マージンは60%以上で、ドットコム・バブルの時価総額の増加分の80%相当を1社で生み出しています。ただし、現在の株価は2つの仮定を大前提として考えています。その大前提とは、生成AIの大規模な商業利用が本当に実現すること、もう一つはエヌビディアの優位性が続くことです。

生成AIは、コーディングから顧客対応、画像生成など、様々な分野で大きな可能性を秘めています。私たちが投資ポートフォリオに組み入れている、豊富なデータを保有しているいくつかの企業は、今後、生成AIの恩恵を受けると期待しています。しかしながら、少なくとも現在までのところ、生成AIの潜在的なエンドユーザーであるほとんどの企業は、生成AIの明確な利用ケースを見つけられずに苦労しています。つまり、実態は生成AIに大きく賭けているというより、むしろ実験的な利用段階といえるでしょう。株式市場には、数年後に年間1兆米ドル近い生成AIの設備投資が行われるという予測がある一方、私たちが保有している世界有数のITサービス企業がこの1年間で報告したように、生成AI関連から発生する利益はわずか5億米ドルに過ぎなかったという、明確な差異が存在しています。

もう一つの脅威は、エヌビディアの4大顧客(現在エヌビディアの利益の約40%を占める、マイクロソフト、アマゾン、アルファベット、メタの4社)が、エヌビディアH100システム、もしくは次世代チップBlackwell(2025年)やRubin(2026年)に代わる低価格の代替品の開発に成功した場合でしょう。経済学の原則が脳裏に浮かびます。異常な利益は、まず異常な投機を呼び、次に異常な過当競争を引き起こすのです。さらに、エヌビディアの大成功の歴史の中で、2002年、2008年、2018年、2022年には、株価が50%から90%も大きく下落しています。これらの過去の下落が示すように、設備投資の恩恵である半導体に対する需要には(今日のトレンドがどうであろうと)、固有のシクリカル性が存在しているのです。

誤解を避けるために言っておきますが、私たちはエヌビディア

株式について、弱気な見方をしているわけではありません。上昇の可能性は十分にあり、下落の可能性も十分にあるということです。市場参加者の多くは、「上昇の可能性」を重視している様子ですが、私たちがエヌビディア株式を保有しないのは、このように非常に幅の広い結果が想定されるためです。私たちの投資戦略は変化を受け入れ、時間の経過とともに大きく進化しています。フラッグシップのグローバル株式戦略における生活必需品セクターの構成比率は、過去10年間で60%超から20%未満にまで低下しました。また、GICSとして知られる世界産業分類基準で、昨年他のセクターに移行した銘柄を除いても、情報技術セクターがポートフォリオの4分の1を超えるようになりました。しかし、私たちは、高い投下資本利益率と価格決定力をもたらす強力な無形資産、継続的な売上、そして十分に低下し難い企業成長、これらすべてを満たす妥当なバリュエーションの銘柄という、戦略開始以来変わらぬ特徴を引き続き追及しています。また、特に生活必需品銘柄とヘルスケア銘柄において、いくつかの重要な教訓を得ました。株価評価で割安に見える場合でも、好業績にあまり株価が反応しない一方で、ネガティブ・サプライズには過大に下落する場合には、忍耐強く保有しないようにします。また、変革をもたらすような買収、特に中核事業の既存の問題を覆い隠すような買収には、より警戒する必要があると認識しています。

最近の相対的なパフォーマンスから、当運用チームに対する投資家の皆様の信頼が低下しているかもしれませんが、私たちの経験豊富な投資チームは、保有企業の将来性は良好であると見ています。私たちのポートフォリオの保有銘柄は進化を続けています。ポートフォリオには、歯科医療や鎮痛剤で強力な商品を持つ企業から、急成長している女性向け医療サービスの医療技術、創薬をサポートする革新的なライフサイエンス企業、デジタル音楽企業、生成AIの恩恵を受ける大手データ企業、そして時代の定番であるクラウドベースのSaaS、データ、決済、保険ブローカーに至るまで、様々な企業が含まれています。過去四半世紀にわたり二桁の複利運用を達成してきた実績から、これらの銘柄により、株式市場と同水準のフリー・キャッシュ・フロー回りという、妥当なバリュエーションで、下落し難い売上成長と高い利益成長を提供するポートフォリオが可能であると確信しています。

現在の株価指数の銘柄構成と経済の順風満帆な状況では、強力な相対的なパフォーマンスを提供することは困難になっています。私たちは、独自のクオリティ調査プロセスと、バリュエーション及びファンダメンタルズ重視の投資姿勢を堅持しています。私たちは、絶対的な複利的増益という点にフォーカスすることで、過去にも成功し、将来も成功し続けると確信しています。株式市場全般への期待の高さと、直接的に生成AIの恩恵を受ける企業

<sup>2</sup> 出所：FactSet、2024年6月30日現在。

<sup>3</sup> 出所：Forbes誌、2024年6月13日号「The World's Largest Semiconductor Companies 2024」より。

<sup>4</sup> 出所：FactSet、2024年6月30日現在。

(そして益々特別な1社) に対する期待の高さを背景に、私たちは株式市場の見通しに関して神経質になっています。株式投資で損をする方法は2つしかありません。企業の利益が低下するか、PERが低下するかです。私たちの「二つの拘りの」投資哲学(つまり、株価が妥当な評価水準であると同時に利益が低下し難いこと)は、十分な複利的増益によって、両方のリスクを軽減するのに役立つはずで

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7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はご遠慮下さい。

## 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
  - 組入る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)