

グローバル・エクイティ・オブザーバー

壁に囲まれた庭園： ゆっくりと成長するAIの勝者たち



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 | 2023年12月

2023年は人工知能 (AI) 主導の市場展開となりました。米国では「マグニフィセント・セブン」¹と呼ばれる7つの企業が席卷し、年初来から9月末までのS&P500指数のリターンのうち、85%以上はこれらの企業がもたらしました。7社の合計したリターン (加重平均) は今年9ヵ月間で43%であり、それに対して残りの493社²は3%でした。7社の成功は、驚くことではありません。

2023年6月の本誌「AIをめぐる熱狂の中で (Compounding Through the Hype)」で記載した通り、AIゴールド・ラッシュの初期の勝者は、シャベル売りである半導体プロバイダーや、クラウドの「ハイパー・スケーラー」たちです。彼らは、生成AIの導入に必要なインフラを担っています。具体的には、膨大なストレージ容量と処理能力を担っているわけです。新しい波の恩恵をいち早く受けているのは、これらの企業です。最も極端なケースは、サンタクララを拠点とするアメリカの多国籍テクノロジー企業で、この企業の収益予想は今年3倍に増加しています。一方、それほど派手なレベルではありませんが、私たちが保有するソフトウェアおよびクラウド・コンピューティングのプロバイダー企業は、生成AI関連が直近の四半期にアジュール (ネットワークなどのITインフラをクラウド上で提供) の成長率を2%押し上げたと言っています。このように、早い段階での収益増加は、ハイパー・スケーラーたちのクラウド・サービスに対する大幅な需要の増加を予見させるものです。しかし売上の急増には、必要な処理能力を構築するための大幅な設備投資を伴うことでしょう。

前述のような今日の明らかな受益者以外に、「スロー・バーナー」、つまり生成AIをはじめAI全般の恩恵が現れるまでに時間が掛かるものの、時間の経過とともに大きな恩恵を受ける可能性がある企業も存在します。「スロー・バーナー」は、もちろん生成AIの利用ケースの創出に関わるでしょうが、従来想定された先端企業よりは、むしろモデルのユーザーである可能性が高いと思われます。このようなスロー・バーナーは、生成AIを通じて顧客のために価値を生み出したり自社のコストを削減したりする事が可能ならず、最も重要なポイントは、価格決定力を持つ事の結果として株主のための十分な利益を維持できる傾向にあるという点です。つまり生成AIを

筆者



BRUNO PAULSON
マネージング・ディレクター

「スロー・バーナーにとって、生成AIがもたらす恩恵は、顕在化するまで時間はかかりますが、時間が経つにつれて大きくなる可能性があります。」

¹ Meta, Apple, Nvidia, Amazon, Microsoft, Alphabet, Tesla

² 出所: FactSet

活用することで、すでにある優れたビジネスモデルにさらに価値を付加して、事業機会につながる既存の競争優位性を、更に増大しているのです。対照的に、生成AIがコモディティ化した業界では、生成AIが顧客の利益を高めたり生産者コストを削減したりして、利益を得るのは、株主よりはむしろ利用する顧客側でしょう。競争圧力の下で高品質化や低価格化を進めても、利益が出ないため株主は報われず、生成AIの技術の恩恵は顧客側にもたらされることになるでしょう。

モデルと壁に囲まれた庭園

今年5月、世界的な検索エンジン企業の研究者が書いたとされるメモが匿名でリークされましたが、生成AIに関しては³、彼らの自社開発のAIモデルには「(競争に対する) 堀がない」と主張されていました。というのも、すぐに利用できるアプリケーション・プログラミング・インターフェース (API) に基づく新しいオープンソース・モデルは、速度が速く、適応性が高く、プライベートなものですが、言うまでもなく無料だからです。品質と価格で競争力がある無制限の代替品があるのに、消費者は制限のあるモデルにお金を払うでしょうか? ある大手企業や多国籍テクノロジー・コングロマリットは、自社の会話型AIのコードが流出した後、インターネット上で、誰でも自由に利用できるようにしました。オープンソースでない企業 (そして暗黙的にはその投資家たち) が、現在最先端モデルの政府認可を主張しているということは、通常、政府の介入に反感を抱く米国のハイテク業界の常識からすると、今後の競争激化を感じていることを示唆しています。

たとえ生成AIモデルが多少コモディティ化したとしても、大規模に展開する上での課題は小さくありません。大規模な言語モデルには、多大な処理コストとメモリーのコストがかかるため、効率性が鍵となるのです! なお単にモデルの限界による誤回答などの問題もあります。ソフトの検索機能に生成AIを取り入れることは、検索モデル以上に利用価値があります。この課題は閉鎖的なシステム、つまり「壁に囲まれた庭園」では、はるかに簡単で、当運用で言及する企業の殆どが該当します。純粋に独自のデータか、公開されたデータとブレンドされたデータのいずれかでも、自社のビジネスで独自のデータを持っている企業には、特に大きなチャンスがあります。多くの企業は、見通しの作成や自動化のために、自社のデータに対して既存のAIか予測AIを何年も使用してきましたが、現在は生成AIの要素を加えています。

生成AIとポートフォリオ

比較的早い時期からAIを導入しているのは、私たちがグローバル・ポートフォリオで保有している米国の格付け会社です。この会社の分析サービス、例えば、KYC (顧客の信用調査) サービスでは、警戒

すべき顧客をスクリーニングして、潜在的な詐欺を探すために予測AIを使用してきました。同社では、私たちが別に保有している米国の多国籍ソフトウェア・クラウドコンピューティング企業と提携し、ChatGPTを活用した「リサーチ・アシスタント」を導入し、顧客が分析システムを利用する際の操作を手助けしています。この改良によって、顧客に大幅な効率化がもたらされることが予想されます。数回の指示で、投資レビューの大部分を書き上げることができるため、顧客は今までよりもはるかに速く分析を行うことが可能になります。自社データベース内のデータのみを使用し、すべての記述には出処が添付されるため、誤情報 (ハルシネーション) を抑えることができます (そして、顧客が出処に対する権利を持たない場合には、新たな収益機会が生まれます)。課金モデルはまだ検討中ですが、同社は「価値の裏付けのある価格」を追求する予定です。クロス・セル、アップグレード、値上げにより、すでに既存顧客から年平均7%の追加売上を獲得していますが、同社は、このような点をかなり得意としています⁴。同社はまた、14,000人の従業員にコパイロット・アプリを配布し、事業改善のアイデアを生み出そうとしています。足元で最優先なのは売上の機会ですが、後々大きな経費削減効果が期待できるでしょう。また、私たちが保有する米国の金融データ・ソフトウェア会社にも似たような話があります。同社も生成AIのインターフェイスを導入し、顧客が同社のシステムを照会したり、タスクを開始する事を手助けし、さらには顧客によるPythonプログラミングを支援することで顧客による同社データセットの利用を拡大し、顧客の価値を高める事で、生成AIは顧客の維持、顧客に要請する価格に貢献しています。中期的には、生成AIが顧客からの問い合わせやコンテンツ収集の顧客サービス (従業員の約50%が働いている) を支援し、また生成AIが重要なデータの取得とクリーニングを加速させることで、両方から大きな効率性が生まれる可能性があります。

このようなビジネス・チャンスは、企業が独自のデータを所有しているだけでは生まれるわけがありません。企業資源計画、または統合基幹業務システム (ERP) のリーダーである欧州のソフトウェア会社の場合、顧客のデータを保管し分析するための建物を事実上所有しています。他社の場合と同様、AIはこれまで、分析と自動化の主要な推進力であり、すでに2万6,000社の企業顧客に利用されています。例えば、請求から支払いまでの時間を短縮する、財務的に処理能力が高い資金回収や、材料の再注文を自動化する在庫の予測補充などです⁵。現在、生成AIコパイロットが導入され、システムが自然言語で質問できるようになり、財務、人事 (HR)、サプライチェーンにおける分析が推進されています。生成AIはまた、人事部門において職務経歴書の作成や面接の質問の抽出に活用されたり、業務プロセスの見直しにおいては、プロセスのモデルや文章の作成に使用することもできます。必要

³ 出所: <https://www.semianalysis.com/p/google-we-have-no-moat-and-neither>

⁴ 出所: Company financial reports

⁵ 出所: Company financial reports

に応じた生成AI使用による課金と並行して、年内に、主要なパブリック・クラウド製品の生成AIバージョンを30%値上げして提供する予定です。多額の移行コストは、顧客が同社のエコシステムから離れることを防いでいます。顧客にとっては、生成AIによる効率的なコーディングの提供の可能性や、進行中のクラウド移行による利益率増加の可能性が期待できる事に加えて、強力に活用されたAIによって同社の利用を続けることが更に魅力的になり、同社にとっては、収益の機会が増加します。

以上の3つのケースは、生成AIの機会は、革命的ではなく発展的で、すでに成功し利益が出ている成長事業において、売上増加とマージンの改善を後押しするものです。その他にも、私たちのポートフォリオには、価値のあるデータを活用した、AIと親和性のある優位性が高い企業の例があります。例えば、信用情報機関、専門出版社、保険ブローカー、ヘルスケア・データや臨床サービスプロバイダーなどです。さらに、生活必需品などの分野では、データに大規模な投資を行い、分析的な優位性を確立しているため、競合他社に大きな差をつけている企業もあります。アクセンチュア社は、AIの機会を十分に活用できる「データ成熟型」の顧客は、全体の10%に過ぎないと主張しています。つまり、データ成熟型の企業が大きなアドバンテージを持つということです。

不透明な時代

2022年9月以降の力強い回復から一転、株式市場は8月・9月で7%下落しました⁶。上昇時と同様、ほぼ横ばいで推移しているEPSの状況よりも、PERが株価下落の要因となっています。欧州や中国はともかく、米国ではマクロ指標の改善見通しにもかかわらず、株式市場が下落しました。弱気派は景気悪化の初期サイン（例えば米国トラック業界の雇用情勢や住宅販売）を指摘していました。株式市場下落のきっかけは、利回りの容赦ない上昇だったようです。米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げサイクルが終わりに近づいているにもかかわらず、米国10年債の利回りは9月末時点で4.6%に迫り、四半期で73ベースポイント、1ヵ月で46ベースポイント⁵上昇しました。利回りの急上昇の原因については、長期金利の上昇によるものか、成長見通しの改善によるものなのか、様々な憶測がありますが、単純に需給の問題である可能性が高いと思われます。米国は4%以下の失業率にもかかわらず、国内総生産の8%近い財政赤字を抱え、7.6兆ドルの米国債が来年償還を迎えるため、米国債の供給には事欠きません⁷。一方、中国とFRBという歴史的な2つの買い手の投資意欲には疑問符が付きまします。

こうした利回りの上昇は、株式市場に2つの疑問符を投げかけています。1つ目は、1年前の英国の年金負債対応投資（LDI）戦略や、春のシリコンバレー銀行のように、巨額の負債を抱える金融

システムが、支障が生じることなく、金利上昇に対応できるかどうかという点です。もう一つは、株式市場と債券の相対的な評価と魅力において、債券の利回りが与える影響の度合いです。株式市場の益利回り（PERの逆数）とリスク・フリー・レートのギャップは、9月末時点で過去20年間で最低の水準まで縮小していますが、株式市場の下落にもかかわらず、そのギャップは7月末よりもさらに縮小しています。債券という選択肢を無視しても、MSCIワールド・インデックスの予想PER16.0倍（9月末時点）は割安には見えません。特に、当局がソフトランディングを成功させたとしても、景気減速が予想される中で、2024年のMSCIワールド・インデックスの予想EPS成長率10%という数字は間違いなく楽観的な想定に基づいているからです⁵。PERもEPSも、株式市場が大幅な下落の可能性を織り込んでいると主張するには難しいほど高い水準です。私たちのポートフォリオに組み入れられる重要な2つの基準は、これまでと同様、「価格決定力」と「継続的な売上」ですが、実際に景気後退に入れば、再びその真価を発揮するでしょう。また、厳しい経済状況下では、株式市場は底堅く利益を上げる企業を選好するようになるでしょう。不透明な時代においては、高クオリティ企業が比較的安全な逃避先となるというのが、私たちの見解であります。

⁶ 出所: FactSet

⁷ 出所: Apollo Asset Management

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2023年11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の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