

CARON'S CORNER

THE BEAT, Monthly

BONDS | EQUITIES | ALTERNATIVES | TRANSITION

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（以下、「当運用チーム」とします）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。

2025 年 3 月

今回は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント（MSIM）の国際ナショナル・エクイティ運用チームでシニア・ポートフォリオ・マネジャーを務めている Bruno Paulson との対話をお届けします。同運用チームでは、高クオリティ株式に投資するグローバル戦略を運用しています。Bruno Paulson は、同チームにおいてテクノロジー・セクター・カバレッジの責任者も務めています。

Jim :

AI の世界でいま何が起きているのかについての見解を教えてください。市場は過去数週間、中国テクノロジー企業が開発した DeepSeek に関するニュースを消化することに追われていた。この点についてどのように考えているか？

Bruno :

興味深い時期と言えるだろう。中国のヘッジファンド、High-Flyer（幻方量化）が開発した AI チャットボット「DeepSeek」は、これまでより少ない数の旧式チップでも、こ

れまでと同等あるいはより良い性能を実現できると主張されている。おそらく、根本的な変化が起きたというよりは、加熱した AI ブームを見直すものということだろう。

DeepSeek は、はるかに低いコストで、複雑かつ高価な LLM モデルに匹敵する性能を実現したため、市場にショックを与えた。このような計算コストの低下は生成 AI 分野では歓迎される動きだろうし、長期的なチップ需要には重大な影響を及ぼさない可能性がある。生成 AI の規模の経済を実現するためには、計算コストの低下が必要になるだろう。また、チップメーカーにとっては業績のレンジが広がり、設備投資が減る可能性がある。ただし、2025 年の設備投資額は、DeepSeek の登場後にも増加しており、ハイパースケーラーにまだその兆候はあまり見えない。

Jim :

つまり DeepSeek は、現在の AI ブームに対して、より多くの疑問を突き付けることになるか？

Bruno :

DeepSeek によって不確実性が増えたということだろう。ソフトウェア企業や法人エンドユーザーのような潜在的ユーザーにとっては、メリットがある。生成 AI のリソースをより安く得ることができるからだ。我々はおそらく、このことを大きな変革、非常に大きな変革と捉えるべきだ。長期的には、完全なゲームチェンジが起きたというよりは、より安価で効率的な生成 AI が普及するだろう。

チップ需要への影響やハイパースケーラーが必要とする能力はより曖昧だ。確かに、製品の価格低下は、より多くの需要を引き起こす。ジェボنزのパラドックスも話題になっている。しかし、需要の価格弾力性は不透明だ。DeepSeek のようなオープンモデルと OpenAI のようなクローズドモデルのどちらが勝利するかも不明だ。しかし、それらは基本的に非公開企業のため、主要なエクイティストーリーにとっては重要ではない。

Jim :

競争の激化によって AI の採用がさらに進むことは間違いないだろうか？ 企業からはどのような意見を聞いているか？

Bruno :

生成 AI プレーヤーは非常に熱狂しているが、それとは対照的に、企業はあまり熱狂してはいないようだ。

- 生成 AI プレーヤーは、AGI（汎用人工知能）や ASI（人工超知能）に向けてモデルをトレーニングすることによる進化を主張している。
- ホワイトカラーの仕事が大規模に置き換わる可能性があるだろう。McKinsey の予想では、経済に 2.6~4.4 兆ドル寄与するとしている。
 - カスタマーケアの最大 50%が自動化。
 - 開発者の効率が最大 45%向上。
- 生成 AI プレーヤーは、巨額の投資を行っている。
 - モデルビルダー、OpenAI、Anthropic 等による数十億ドルの資金調達。
 - ハイパースケーラーの 2025 年の設備投資は、生成 AI を中心に 2,000 億~3,000 億ドル。
 - Nvidia の収益は 2027 年までに 2,400 億ドルに達すると予想。

しかし現時点では、潜在的な生成 AI 顧客の間での活動は、はるかに少ない。

2025 年に生成 AI による収益増および効率向上に関する声明を出している企業は少ない。

- なぜなら、生成 AI を導入するにはデータを整理し、テクノロジーだけでなく業務のプロセスと文化を変える必要があるからだ。

また、Accenture のような IT サービス・セクターの場合、生成 AI 活動はまだ企業の大規模な変化を引き起こす水準にないと思われる。

- 生成 AI 関連の契約は現在、Accenture の売上全体の約 6%に過ぎない。

また、PC やスマートフォンにおいて、大規模な消費者のハードウェア買い替えが生じる兆しもほとんどない。

生成 AI はおそらく企業を大きく変えるだろうが、まだその時ではないだろう。

Jim :

生成 AI に関する期待は行き過ぎの恐れがあるか？

Bruno :

おそらくタイミングに関してはそうだ。Gartner はハイブ・サイクルについて警告している。

大手テクノロジー・コンサルタント企業の Gartner は、成功したテクノロジーの例を挙げて、ハイブ・サイクルについて警告している。

Gartner は、ハイブ・サイクルにおける大規模なテクノロジーの変化について述べている。2023 年の ChatGPT 発表のようなテクノロジー・トリガーがある。熱狂から期待は膨れ上がり、ピークに達するが、現実と直面すると幻滅の谷が生じる。すべては予想よりも遅く、より困難な状況と直面する。そして、最終的に生産性が高まる前に、期待は下方にオーバーシュートすることがある。

Gartner は、現在は膨れ上がった期待から幻滅の谷に滑り落ちていると考えている。それは来年くらいまで続くだろう。まだ投資は実行されるし、進歩はする。しかし、テクノロジーへの期待は後退し、おそらく 2027 年に利益が出るまで、下方にオーバーシュートするだろう。

Jim :

では、おそらくロボットはいますぐには我々の仕事を奪わないだろう。国際・エクイティ・チームは、将来の勝者と敗者についてどのように考えているのか？

Bruno :

前出のポイントを考慮してもなお、このテクノロジーには巨大な可能性があると考えている。

- 生成 AI はホワイトカラーの仕事にやがて革命をもたらす可能性が高いと考えている。
- 企業や消費者の行動に変化が必要なため、普及には時間がかかる可能性がある。

モデル（オープンソース対クローズドソース）やチップ（GPU 対 ASIC）の勝者に誰になるかは分からず、我々がそれらの賭けに参加しなければならないかも不明である。

- 我々は、バリューチェーンの他の部分において、AI にエクスポージャーを有するテクノロジー株を保有している。
- クラウドインフラ：生成 AI を実行するハイパースケーラーは、すぐには成果が出ない可能性がある。しかし、成長の速い、特定分野に集中した企業は基本的に利益率が高いと考える（特に企業向けのサービスを開発できた場合）。
- ソフトウェア：データを制御し、顧客のロケーション情報を所有する企業には、生成 AI を活用する余地があるだろう。
- IT サービス：企業が生成 AI を導入する場合には、IT サービスが必要になるだろう。

そして、他にも投資機会があると考えている。「壁に囲まれた庭」（つまり、比較的閉ざされた業界）に属するデータ重視の企業は、価格決定力を有しているため、収益やコストに関する機会と利益を維持することができ、ゆっくりと成長していく（スローバーン）と考えている。

- 資本財・サービス：信用調査機関、専門出版社
- 金融：情報提供会社、取引所、保険ブローカー
- 現在の推定では AI による利益は最小限であるため、PER 主導の株価上昇余地は限られている。利益が実現するまでに時間がかかるため、このような企業を「スローバーン」と呼ぶ。

もちろん、生成 AI の潜在的敗者も注視している。生成 AI による創造的破壊の犠牲者は出るだろうが、多くの高クオリティ銘柄は生成 AI の恩恵を受けるだろう。

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。上記銘柄、あるいは上記セクターに属する銘柄の売買を推奨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