

## AI関連株 : 兜の緒を締める時



ガイド・ジャンマッテイ  
RBC新興国株式チーム  
ポートフォリオ・マネジャー

2024年10月

ここ数年間、「AI神話」が注目を浴び続けています。新興国市場においてもAI関連銘柄が中心的な位置を占め、新興国株式投資家にとっても重要な投資テーマとなってきました。AI関連銘柄に対する見解を以下にまとめます。

AIというテーマが構造的成長の局面にあることについて疑いの余地はありませんが、このテーマに関連する株式は割高であると考えています。その一方で、引き続きAI銘柄を追いかける投資家の動きが株式市場を牽引していく可能性もあります。いずれにせよ、この分野における需要や設備投資の堅調さは変わらず、業績を下方修正する兆候は見られません。また、バリュエーションは大幅に上昇しましたが、「異常」というほどではありません。しかし、市場では最終的には合理的な価格形成が行なわれます。2000年3月にITバブルは弾けましたが、「なぜ」、「どのようにして」弾けたかは謎のままです。ただ、それは起きたのです。

現時点では以下の4つの要素に注意が必要です。

- **株式リターンの上昇幅と速さ**：2023年年初から半導体メーカーの台湾セミコンダクター（TSMC）の株価は150%上昇<sup>1</sup>、これを受けて台湾株式市場も85%上昇しました。韓国ではNvidia GPUメモリチップの主要な製造メーカーであるSKハイニックスが220%上昇しました<sup>2</sup>。米国のNvidiaはこれを上回り、同期間で800%のリターンとなりました。そして、HSBC AIインデックスは18か月間で160%上昇しました<sup>3</sup>。この驚異の上昇率を示す別のものとしては、MSCIの生活必需品セクターに対するITセクターのリターンが、ITバブルの1999年から2000年にかけてのピークを越えたことが挙げられます。
- **バリュエーション**：AIサプライチェーンに関連した多くの企業は台湾企業であり、この市場の時価総額の約85%がテクノロジーに関連した企業となっています<sup>4</sup>。最近、価格調整があったものの、それでも台湾市場は、新興国市場全体に対して、この30年間で最も高いプレミアムがついた株価となっており、相対的にも絶対的にもバリュエーションは高い水準にあります。

1.2 Bloomberg

3. 2024年6月 HSBC、同指数は、業績がAIセクターとNvidiaから直接的に影響を受ける30銘柄を加重平均した指数となっています。

4. MSCI

- **銘柄数の偏り**：今年の2024年8月までのMSCIエマージング・マーケット指数のリターンは7%程度で、ここ5年間では最も堅調でしたが、上昇した銘柄数という観点ではかなり限定的でした。北アジアのAIやインターネットに関連した3銘柄がインデックス・リターンの70%を占めたのです。AIテーマの起源地である米国ではたった20%の銘柄しか市場平均を上回ることができませんでした（2024年8月時点）。この割合は直近20年間で最も低い水準です<sup>5</sup>。半導体で世界を牽引するTSMCのMSCIエマージング・マーケット指数におけるウェイトは10%に達しており、1銘柄のウェイトとしてはここ25年で最も高くなっています。
- **AIの収益性は未だ未知数**：最後に、一番重要な点はAIの収益性が未知数だということです。米国のハイパースケイラー（大規模なコンピューティングやストレージを提供するサービス業者）の設備投資額は、2021年までの4年間で3,660億米ドルでしたが、2025年までには2倍以上の7,500億米ドルになると予想されています<sup>6</sup>。これが投資家の注目を集めています。なぜなら、こうした設備投資が現時点ではあまり収入を生み出していないからです。生成AIの今後の収益性がみえないこと、学習モデル（将来的に収益を生む可能性がある）と推論モデル（現時点で収益に貢献している）が分かれていること、Open AI関連の収益、学習モデル向けの設備を推論モデルに再利用する余地、といった観点から多くの疑問が湧きあがってきます。こうしたことは、AI銘柄の収益サイクルの継続性に対するリスクを示していると考えています。

テクノロジー銘柄の価格調整も一部に見受けられますが、これは穏やかなもので、ITセクターや特にAI関連銘柄の割高なバリュエーション、投資家の保有状況、需給環境を考慮すると、困難な局面が訪れれば、その悪影響を大きく受けるだろうとの見方を変えるものではありません。

最近の一部テクノロジー銘柄の下落が、深く幅広い下落局面の始まりなのか、単なる利食いなのかはわかりませんが、私たちの見方は、新興国市場は先進国市場よりも底堅く推移するだろうというものです。新興国と先進国のテクノロジー銘柄のバリュエーションには無視できないほどのギャップが存在しています。このギャップは、下落相場やその他の逆風が訪れた時に、下値に対する緩衝材になると考えられます。

5. Bloomberg

6. 2024年7月 RBC 社内データ（Google, Amazon, Meta, MSFT）

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management (UK) Limited、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay  
Asset Management

#### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬 (上限)	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬 (上限)	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

#### ■投資一任約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

