

2018年は目を大きく開いて

アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ | インターナショナル・エクイティ運用チーム | インベストメント・インサイト | 2018年

2017年初めの我々の主な関心事は、全般的にバリュエーションが高水準にあったことで、それに加えてその後1年間のマクロ経済・政治（中国を含む）に対する大きな不安、米国と欧州の政治が間違った方向に進むリスク、債務の急増と景気低迷を要因としたショックに対する金融システムの脆弱性などが懸念材料でした。これらの懸念のいくつかが現実のものとなれば、潜在的リスクの性質を踏まえると、リスク資産の価格下落耐久力が全体的に低いため、大幅に下落する可能性が高いと我々は見ていました。ボトムアップ戦略のストック・ピッカーである我々は、多かれ少なかれ株式市場全体としては、価格下落耐久力が殆ど無いと考えました。にもかかわらず、2017年に大部分の主要国の株式指数は米ドル建てで20%～25%上昇しました¹。前述の懸念は、良く言って未熟、悪く言えば間違いとなりました。しかし、2017年に市場に熱狂して興奮気味の米ドル・ベースの投資家は、市場が大きく上昇した一方で、大きく下落したものもあったこと（米ドルが一例）を忘れてしまったのかもしれない。

2018年を迎え、我々のバリュエーションに対する懸念は強まっている一方で、マクロ経済に対する懸念は後退しています。ただし間違った方向に行く可能性は十分にあります。簡潔に述べると、MSCIワールド・インデックスの実際の増益率が予想（15%）を5年ぶりに上回り、めずらしく期待を裏切らなかったことを受けて、市場ではバリュエーションが上昇しました。世界中で高いGDP（国内総生産）成長率が相次いで発表されていますが、予想通りに景気が回復しないのであれば、市場では実際の減益を織り込んでバリュエーションが引き下げられるでしょう。いわゆるダブルパンチです²。

筆者



WILLIAM LOCK
インターナショナル・
エクイティ運用チーム
運用責任者



BRUNO PAULSON
マネージング・ディレクター



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**
エグゼクティブ・ディレクター

「MSCIワールド・インデックスの実際の増益率が予想（15%）を5年ぶりに上回り、めずらしく期待を裏切らなかった」

¹ 出所：ファクトセット、2017年12月31日

² 予想や見通しは現在の市場環境に基づいており、将来変更される可能性があります。また実現することを保証するものではありません

米国では、リベラル派が大混乱となり、大騒ぎしているものの、主要リスク（中国との貿易戦争から北朝鮮との核戦争まで恐ろしい危機が混在している）はいまだ顕在化しておらず、トランプ大統領の政策は市場にとっておおむね追い風（税制改革が最大の功績）となっています。称賛に値しますが、議会は紆余曲折を経て一つの法案を通過させました。それは、米国経済に長期的に最大のプラスの影響をもたらす税制改革です。短期的には米企業全体に与える影響は限定的であるかもしれませんが（純粋な国内企業を除いて、法定税率通りに納税している主要な米国企業はわずか）。一方、長期的に見て大きな問となるのは、税制改革、短期的な設備投資、レパトリエーション（企業が海外に持つ利益の本国還流）減税の組み合わせが、設備投資を循環させ、生産性を現在の低水準から引き上げるのに十分であるかどうかです。近年、米国企業は全般的に、設備投資を増やすことよりも自社株買いの実施に積極的でした。そのため、生産性がおおむね犠牲となってきました。強気派は、税制改革およびIoT（モノのインターネット）やAI（人工知能）がもたらす成長機会が組み合わさることで、投資の長期サイクルが始まり、多くのセクターで無駄が取り除かれ、コストが大幅に削減され、これらの多くが利益率の向上につながり、過去最高利益の更新が今後も続くと言うでしょう。弱気派は、税制改革がプラスの影響をもたらす可能性はあるものの、米国企業は自社株買いを従来通り続け、労働者が歴史的に見て低水準の労働分配率の引き上げを求める中、米国の景気が冷え込むリスクは別にしても、利益率は標準的な水準に収まる可能性があるかと反論するでしょう。

また、2018年のS&P500指数の増益率は前年と同じく12%と予想されていることを鑑みると、市場がバリュエーションに関して心配しすぎているということは意外ではありません。強気派（多く存在）は、S&P500指数の12カ月先予想利益ベースPER（株価収益率）は18.2倍であるものの、1997年～2017年の長期平均の16.0倍を14%上回っているにすぎず、なぜ大騒ぎす

るのかと言うでしょう。弱気派（我々を含む）は、企業収益のクオリティはさておき（米国企業の利益調整は過去最大規模）、自社株買いを活発に実施した後、企業債務はほぼ過去最高水準にあり（利益率も同様）、現在のS&P500指数の債務調整後企業価値の売上高倍率（EV/Sales）は2.44倍と、ピークの2000年の2.98倍に近づいていることから、企業収益の平均への回帰という古い考え、または米国経済が後退するというリスクは無いとしても、黄色信号が点滅していることは明らかであると指摘するでしょう。

長期バリュエーション指標であるシラーPERを見てみると、2017年初めに米国市場では27.9倍と高水準でしたが、同年末にはさらに高水準の32.4倍となっています。AI、IoT、Eコマース等が強力に組み合わさることで、すでに最高水準の利益率は一段と上昇し、大幅な増益が続くという、ハイテクを信奉する強気派の主張が正しくない限り、多くの期待が株価に織り込まれている中、バリュエーションに対して黄色信号が点滅していることは明らかでしょう。かつてバリュエーションのみを要因として強気相場が崩れたことはありませんが、市場がバリュエーションに再度注目した時に、問題が生じると我々は考えています。

2017年初めに世界は、トランプ大統領以外にも、深刻な地政学的リスクに直面していました。欧州は政治的に崩壊するリスクにさらされ、政治が間違った方法に進めば、ユーロ圏が崩壊する可能性があります。いくつかの不安定な局面がすぎ、オランダおよび特にフランスでの選挙、さらには意外な結果となったドイツでの選挙といった懸念を市場は消化し、ユーロ圏経済の回復を示す指標が相次いで発表されたことに注目が集まりました。フランスではマクロン大統領が率いる政党が議会で圧倒的多数の議席を獲得し、まさに奇跡の中の奇跡であるかのように、改革（特に労働市場の改革）が実際に進み、今後も続くと思われるなど、全体として予想外の明るい結果となる中、市場は今までのところ好調に推移しています。英国のEU離脱をきっかけとして

欧州がドミノ倒しになるのではないかと我々の懸念は、今のところ杞憂に終わっています。ぱったりと倒れたドミノは英国のみで、マイケル・ブルームバーグ前ニューヨーク市長は、英国のEU離脱を「国がかつて下した唯一の最も愚かな決断である」と印象的に表現しています。実際には、今までのところドミノが倒れてもプラスの影響がなく、英国は自ら犠牲になることで、欧州の好パートナーであるフランスが同じ運命にならないために、マクロンに投票するようフランス国民を駆り立てたと言えるでしょう。しかし、欧州での選挙に関して言えば、我々は、フランスやドイツで政治状況が恐ろしく誤った方向に向かう可能性が高い事ではなく、むしろ2017年の総選挙をなんとか乗り切ったイタリアの抱えるリスクのほうを懸念していました。イタリアはユーロ加盟国の中でも負け組であり、自ら改革できないこと、および主に国際競争力の維持を目的とした自国通貨リラの切り下げというかつて保有していた権限を失ったことが要因となり、20年にわたり景気が停滞しています。これ以外にも、イタリアには、選挙の時期を迎える欧州主要国の中で、最も欧州統合に懐疑的な勢力があります。足元では、2018年3月のイタリア総選挙の結果次第で、ユーロに対して行動を起こす政権が誕生することがリスクとなっています。そうなれば、欧州で政治リスクが再燃することは間違いないでしょう。

「足元では、イタリア総選挙の結果次第で、ユーロに対して行動を起こす政権が誕生することがリスクとなっています。そうなれば、欧州で政治リスクが再燃することは間違いないでしょう」

2018年については、世界各国で同時に景気が拡大すると予想されます。しかし、我々は、成長は小幅にとどまる上、リスクは多分にあり、市場はこのことを織り込んでいくと考

えています。世界の主要な構造問題(債務、未知の領域である量的緩和縮小、不安定な政治、中国など)の中で、解消されたものはほとんど無いと考えています。簡潔に言うならば、適温相場のシナリオは織り込まれていますが、リスクは高まり続けており、バリュエーションには十分な安全余裕度が見られません。かかる景気拡大がインフレ率の急上昇を後押しする可能性は低いでしょう。米国が減税によるリフレーションのボタンを押しているとしても、今回の景気拡大局面が記憶する限り最長であり、すでに利益率が過去最高水準にあることを踏まえると、米国の景気が浮揚する保証はありません。中間層ではなく企業や富裕層に対する減税を手厚くしたとしても、従来のように財政政策を通じてリフレーションのボタンを押すような効果は得られないという指摘もあるでしょう。景気を浮揚するために欧州で財政政策が全般的に講じられるかは未知数です。それにはドイツの承認が必要であり、政治基盤が弱体化しているメルケル首相とSPD(社会民主党)との大連立についての協議が予定通り合意に達する見込みは立っていません。しかし、欧州一丸となってドイツ主導でリフレーションが実現する可能性は非常に低いとしても、欧州の財政政策は少なくとも全体として将来の足かせとはならず、景気は緩やかに拡大するでしょう。

日本は、債務、人口動態、量的緩和など多くの問題を抱えているものの、自民党が圧倒的多数の議席を獲得し、同党を率いる安倍首相が再選したことを踏まえると、欧米のような政治的リスクに直面することはないと見えています。さらに、2017年12月に税制改正大綱が閣議決定され、賃上げや設備投資に積極的な企業への法人減税が盛り込まれました。この制度を最大限活用した場合、現行およそ30%の法人税率が実質的には20%程度に低下する可能性があります。日本企業がついに経営改善に取り組み始めた証拠が散見されるものの、各企業の判断次第であり、その数は限定的です。人手不足による賃金上昇を示すデータが相次いで発表されている中、日本にはリフレーションを受けてアップサイドのサプライズがあるかもしれません。しかし、日本ではいつものように、リフレーションを追い風にできる有望な投資先企業数は非常に限られています。

「景気後退局面でも増収・増益を維持できるクオリティの高い企業が、相対的に最も魅力的な投資先であると考えています」

ボトムアップ戦略のストック・ピッカーである我々にとって、2017年の市場の大幅な上昇により、景気敏感、マクロ、破壊的変化の脅威などの潜在的リスクを埋め合わせるのに十分な価格面での安全余裕度を確保できないという、我々がここ数年直面している問題は一段と深刻なものになっています。VIX指数はほぼ過去最低水準で推移しており、市場が安全余裕度を主な不安材料と考えていないことが見て取れます³。

このことは、どのポートフォリオでも新たな銘柄を発掘することがほぼ困難であり、明らかに大きくミスプライスされているセクターが存在しないことを意味しています。そのため、2017年は企業固有の要因が状況を左右したと言えるでしょう。我々はリスクがアップサイドよりもダウンサイドに偏っていると見えています。世界各国の景気が同時に、かつ持続的に拡大するという幅広い期待が現実とならなかった場合、足元ではバリュエーションが高水準で、リスクが軽視されていることから、元本の保全が重要な課題となるでしょう。我々は、景気後退局面でも増収・増益を維持できるクオリティの高い企業が、絶対リターン観点からは一見退屈なようであっても、相対的に最も魅力的な投資先であると考えています。

³ 出所：シカゴ・オプション取引所ボラティリティ・インデックス、2017年12月31日

本書は、インターナショナル・エクイティ運用チームが作成したレポートを、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が翻訳したものです。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。

リスクの開示

投資する金融商品等の価値の変動が受託資産の運用成果に影響を与えます。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 | 0.864% (税抜 0.800%) |
| 25 億円超 50 億円までの部分に対して | 0.810% (税抜 0.750%) |
| 50 億円超 100 億円までの部分に対して | 0.756% (税抜 0.700%) |
| 100 億円を超える部分に対して | 0.702% (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 0.81% (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 0.75% (税抜) 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 0.054% (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
- ー 組入る有価証券を売買する際に生じる取引費用
- ー 外貨建資産の保管費用
- ー 信託事務の処理に要する諸費用
- ー 受託会社の立替えた立替金の利息
- ー 投資信託財産に関する租税
- ー 投資信託財産に係る監査報酬
- ー 法律顧問に対する報酬
- ー 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
- ー 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
- ー 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 (0.75%) と上記投資信託の信託報酬 (0.05%) の合計は、0.80% (年率、税抜) 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

一般社団法人投資信託協会会員、一般社団法人日本投資顧問業協会会員

一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員

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.co.jp/im