

グローバル・エクイティ・オブザーバー

# 新興国市場はまたふらつくのか？

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9月

世界銀行によると、世界経済は2010年から2017年の間に14兆ドルの成長を遂げました<sup>1</sup>。北米が4兆4,000億ドル、欧州が5,000億ドルの成長となった一方で、新興国市場が成長の大部分を占めました。最も寄与したのは中国(6兆1,000億ドル)でした。インド(9,000億ドル)、韓国(4,000億ドル)、インドネシア(2,600億ドル)も大きく寄与し、ドイツ(2,600億ドル)などを上回りました。

市場では夏に、新興国が成長を牽引するというこれまでのトレンドの持続に対して自信が失われたように見えます。トルコ・リラは年初から8月末までに43%下落し、アルゼンチン・ペソはこれを上回る下落となりました。中国の主要株価指標は年初来18%下落し、「ドクター・コッパー（景気の先行指標とされる銅価格のことを意味する）」も20%近く下落しました<sup>2</sup>。

この急落には二つの側面があります。トルコやアルゼンチンなどの巨額の資本赤字と貿易赤字を抱える国が、多額のドル建て債務、原油価格の上昇、不適切な政策対応が組み合わさり、厳しい状況に置かれています。一方、中国などの巨額の貿易黒字を抱える国が、米国の貿易政策の根本的な転換に伴い、圧力にさらされています。

当戦略はこれらの課題の影響を予想できると主張するつもりはなく、ボトムアップによるアプローチを取ることに変わりありません。しかし、間接的であるにしろ、当戦略のポートフォリオの新興国市場に対するエクスポージャーが大きいことから、新興国市場にとってのリスクを検討すべきであり、これらの課題を踏まえてポートフォリオを検証しました。

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

「新興国市場が後退するのは今回が初めてではなく、今後も起こりうるでしょう」

<sup>1</sup> 出所：<http://wdi.worldbank.org/table/4.2#>

<sup>2</sup> すべてのデータは、2018年1月1日から8月31日を期間としています。

新興国市場が後退するのは今回が初めてではなく、今後も起こりうるでしょう。前回は2013年に後退しましたが、当戦略は現在ファンダメンタルズに注目しています。元本の毀損リスクを回避するには、主に、価格決定力、短期的な動きではなく長期的構成長トレンド、継続的な売上、高い投下資本利益率の維持、バリュエーションが重要であると考えています。

- **価格決定力が非常に重要。**現地通貨が急落する中、輸入原材料価格が急上昇する可能性があります。ブランド力、ネットワーク、イノベーションなどにより価格決定力を維持できる企業は、短期的に販売量の減少を経験するものの、原材料費の上昇を顧客に転嫁することができます。しかし、価格決定力がなければ、原材料費の上昇は直接利益に響き、需要減少による影響を大きく受けます。
- **成長の内容も重要。**生活必需品など多くのセクターで、先進国市場の成長が飽和水準に達し、金融危機からの回復が停滞する中で、同市場の成長が鈍化して

います。このため、成長見込みは、中国、インド、その他のアジア諸国を中心とした新興国市場の成長に大きく左右されます。アジア諸国を見てみると、過去数年間に、(1)輸出向け製造業の成長、(2)インフラ投資および住宅関連の成長、(3)個人消費の成長という、3つの成長要因が存在します。新興国市場の成長が一時的に鈍化したとしても、先進国市場の消費習慣に追いつこうという新興国市場の消費者の基調となる構造的なトレンドに変化は見られないでしょう。当戦略のポートフォリオのエクスポートジャーナーは、個人消費のウェイトが非常に高く、インフラおよび輸出向け製造業のウェイトはあったとしても非常に低くなっています。

- **継続的な売上により高い投下資本利益率を持続することは、景気後退局面で最も重要であり、なぜならば高水準のフリーキャッシュフローを持続的に創出することができるからです。**これにより、需要が減少している時期においても、企業は投資を継続することができます。これらの企業は配当と事業投資の双方をま

かなえる資金を確保しているからです。厳しい時期においても投資することができれば、市場におけるポジションは長期的に強化され、将来の利益率とリターンの上昇につながります。

- **割高な投資を避ける。**安全余裕度（価格下落耐久力）がすでにバリュエーションに織り込まれていない限り、通常、成長鈍化は株価の下落をもたらします。バリュエーションは当戦略の運用プロセスにおいて引き続き重要な要素であり、市場で一部見られる「どのような価格でもクオリティ銘柄に投資する」アプローチに対して慎重な見方をしています。

当戦略は、(1)価格決定力を有し、(2)景気減速局面においても、持続的な高い投下資本利益率によってイノベーションと投資が出来る、(3)割安な、クオリティの高い銘柄を選好します。こうしたアプローチを取ることで、当戦略のポートフォリオが過去に示した下値抵抗力が、株式市場下落時に発揮されて安心感を与えてくれると考えます。

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、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・フランチャイス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、当社がこれを引き受けます。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	0.864% (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できます

※ 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
  - 組入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 (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.com/im/jp](http://www.morganstanley.com/im/jp)