

政治リスクを回避するには 十分な用心が必要

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 | 2017年

2017年の株式市場は上昇基調にあるとともに、ボラティリティがほぼ過去最低水準になっています。我々のテーマは引き続き、こうした市場の強気な雰囲気と非常に不透明な世界情勢（特に政治リスクに対する懸念）とを対比させることにあります。右派政党のポピュリズムの脅威に対して多くの注目が集まっていますが、我々は左派政党が市場に与える長期的な脅威について論じます。

2017年の政治は、「吠えるはずの犬がまったく、もしくはあまり吠えない」、すなわち、あってしかるべきものがないという重要な意味が隠されている状況であると言えるでしょう。右派ポピュリストがオランダとフランスの選挙で敗北したことは明らかです。フランスでは、マクロン大統領が国際主義と親欧洲の政策目標をはっきりと掲げて勝利しました。最近少し驚く出来事が発生して、スペインはカタルーニャの独立問題で揺れ、ドイツでは極右政党のドイツのための選択肢（AfD）が連邦議会で議席を獲得ましたが、メルケル首相の政治基盤は弱体化したとはいえた政治において最重要人物であることに変わりなく、AfDが獲得した得票率は13%に過ぎません。イタリアでも右派ポピュリストの躍進は抑えられ、総選挙の前倒しは何とか回避されています。欧州連合（EU）は存続し続けており、今までのところ英国のEU離脱は他加盟国に伝播していません。

欧洲経済はわずかながら持ち直し、自信を取り戻しています。米国では、トランプ大統領が政策目標に掲げたポピュリスト的政策（大半が貿易関連）は概ねツイッター上に限られており、実際には従来の共和党寄りの政治が行われています。閣僚の多くをゴールドマン・サックス出身者と元軍人が占めていることを踏まえると、大きな驚きではありません。

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

「右派政党のポピュリズムの脅威に対して多くの注目が集まっていますが、我々は左派政党が市場に与える長期的な脅威について論じます」



しかし、このように政治情勢全般が比較的安定している一方、裏では従来の政党が大幅に支持を失っています。ドイツでは、キリスト教民主同盟 (CDU) / キリスト教社会同盟 (CSU) / ドイツ社会民主党 (SPD) による中道「大連立」政権の得票数が14%減り、メルケル首相は、自由市場を標榜する自由民主党 (FDP) と環境保護を標榜する緑の党を加えた舵取りの難しいジャマイカ連立政権（連立に加わる政党の色がジャマイカの国旗と同じことから、このように命名）を発足することを余儀なくされています。フランスでは、マクロン大統領が誕生し、まったく新しい政治運動を展開する新党「共和国前進」が国民議会で議席の過半数を獲得するなど、既存政党システムは崩壊したと言えるでしょう。

既存の政党システムに対する打撃は、特に中道左派において大きく、オランダとフランスで最も壊滅的でした。オランダでは労働党 (PvDA) の得票率が2012年の25%から5.7%に大幅に低下し、フランスでも社会党 (PS) の得票率が前回の29%から7%に低下しました。ドイツではSPDの得票率が20%に、スペインでは社会労働党 (PSOE) の得票率が22%に低下しており、相対的に見れば影響は少ないとはいえ、それそれが10年前の半分に落ち込むという厳しい状況に陥っています。この地盤沈下により、一世代にわたり支配的であった企業寄りの風潮を脅かす政治的空白が生まれています。

「現在、ドイツと英国の両国民はそれぞれ、全体としては、社会主義に対して肯定的な、資本主義に対して否定的な見方をしています」

世界金融危機までの30年間にわたり、政治は富裕層、企業および金融市場を非常に優遇してきました。世界の多くの層が市場経済に参入し、貿易が促進され、生産と消費の両方の面でグローバル化が進みました。西欧では、サッチャー元首相とレーガン元大統領により、民営化、減税および労働組合弱体化が実施されました。加えて、インフレは抑えられ、金利は大幅に低下し、債務が急増しました。その後中道左派もそうした政策を一部継承し、ビル・クリントン元大統領は「第三の道」を示し、トニー・ブレア元首相は「ニュー・レイバー」（新しい労働党）を掲げ、シェーダー元首相が党首であったSPDがハルツ労働改革を2003年から実施するなどの動きがみられました。さらに、その動きは英國労働党のピーター・マンデルソン元首席大臣が「人々が大金持ちになるのは誠に結構だ」と語ったような段階にまで達しました。

世界金融危機の発生および生活水準の長引く低下により、こうした風潮に亀裂が入っています。好調とみられるドイツさえも、家計所得の中央値は過去10年間で上昇していません¹。今のところ、左派政党のポピュリズムが支持を得ているという兆候は、ギリシャの急進左派連合やスペインのポデモスなど限定的ですが、状況が大きく変わる可能性があります。英国労働党は左に急旋回することで支持を得る可能性があることを示しています。ジェレミー・コバーン党首のリーダーシップの下で、再国有化および高所得者に対する増税による公的支出拡大プログラムが示され、得票率は2015年の31%から2017年には40%を上回りました。現実として、ドイツと英国の両国民はそれぞれ、全体としては、社会主義に対して肯定的な、資本主義に対して否定的な見方をしています²。同様の傾向は「自由の国」米国でも見られ、30歳未満で

顕著です。2020年米国大統領選の民主党候補を明確に予測するには時期尚早ですが、同党の左派が選出されることも十分にあり得ます。景気低迷に陥れば、抜本的な経済改革が一層強く主張されるでしょう。

「我々は以前より変わらず、長期にわたり複利のように利益を増幅させることができる銘柄に着目しており、このような戦略の価値はかつてなく高まっていると考えています」

左派の脅威が企業収益に対してどのようなタイミングでどの程度影響を及ぼすのかは不確かですが、不透明感は確実に高まっており、このことが足元の市場価格に織り込まれていない事はほぼ間違いありません。MSCIワールド・インデックスは12カ月先予想利益の16.7倍³で取引されていますが、この倍率自体がほぼ過去最高水準である上、当予想利益は今後1年間に10%を超える増益を見込んだものです。個別銘柄においては、市場全体から有り得る影響に注意するだけではなく、政府の行動が生み出し得る脅威に対して警戒を強めることができます。我々は以前より変わらず、どのような景気局面でも安定して複利のように利益を増幅させることができ、潜在的な脅威に対しても高い抵抗力を持つ銘柄に着目してきました。とりわけ、前四半期にリフレーション期待でシクリカルセクターが急騰して、保有銘柄のバリュエーションが市場と比較して一段と魅力的になった事を勘案すると、足元の不透明な投資環境において我々の運用戦略が有する価値はかつてなく高まっていると考えます。

¹ 出所：経済協力開発機構（OECD）

² 出所：YouGov

³ 出所：ファクトセット、2017年9月30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あります。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。

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
 - 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

ウェブサイトをリニューアルしました

www.morganstanley.co.jp/im