

日本企業に投資機会は存在するのか？

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 | 2017年

今年5月にエマニュエル・マクロン氏が仏大統領選で勝利し、翌月の国民議会選挙でも同氏が率いる新党が勝利した後、市場は欧州全般に対して非常に強気なスタンスをとってきたことがうかがえます。「二速度のユーロ圏（高成長のドイツ等と低成長の周辺国）」において、景気回復およびユーロ通貨復活に対する期待で熱気を帯びています。MSCIヨーロッパ・インデックス（英国を除く）における12カ月先予想利益は、2016年10月以降17%上昇しており、インデックス自体は同期間に20%超上昇しています。一方、世界の別の地域に目を向けると、外国人投資家の参加がほぼ見られないながらも、日本の株式市場も大幅に回復し、MSCIジャパン・インデックスの12カ月先予想利益は過去12カ月間に18%上昇し、インデックス自体は25%上昇しました¹。しかし、このように数値上は似ているものの、欧州と日本のトレンドには大きな違いがあります。

欧州の予想利益増加（前年比）を牽引したのは、金融、一般消費財・サービス、資本財サービス、素材の各セクターで、これらで伸びの半分以上を占めました。一方、日本では、資本財サービス、一般消費財・サービス、情報技術が伸びの90%を占めました²。つまり欧州の利益見通しは、商品需要の景気循環的な回復および金利上昇

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・インデックスにおける12カ月先予想利益ベースPER（株価収益率）は16.8倍、米国は18.2倍となっています。一方、英国を除く欧州は15.5倍、日本は14.7倍で、グローバル投資家にとって魅力的な水準にあると言えます³」

¹ 出所：ファクトセット 2017年10月31日現在

² 出所：ファクトセット、MSCI 2017年10月31日現在。ブルームバーグ

³ 出所：ファクトセット 2017年10月31日現在

期待に大きく左右されるのに対し、日本では円安による製品需要の回復および利益率の大幅な改善が追い風になるということです。

MSCIワールド・インデックスにおける12カ月先予想利益ベースPER（株価収益率）は16.8倍、米国は18.2倍となっています。一方、英国を除く欧州は15.5倍、日本は14.7倍で、グローバル投資家にとって魅力的な水準にあると言えます³。しかし、セクター配分を勘案すると、欧州と日本の間でPERの差が一段と広がっている点には留意する必要があります⁴。日本ではウェイトが格段に低い生活必需品とヘルスケアを除けば、ほとんどのセクターのPERは欧州を下回っており、特に資本財サービスでこれが顕著です。

先ごろの安倍晋三首相の再選後、日本は従来の政党が議会の過半数を占めるG7の中でも数少ない国となりました。ユーロ圏を見ても、フランスの大統領と与党が成果を問われるのはこれからで、ドイツでは連立政権の樹立が難航し、イタリアでは2018年に総選挙を控えています。さらに、英国は欧州連合（EU）からの離脱に苦しみ、米国は新大統領の手法にどのように付き合っていくかを模索している状況です。このため、政治環境が「従来通り」であるG7諸国は、日本とカナダのみとなっています。

我々は日本に対してしばしば懐疑的な見方をしてきました。その主な理由として、日本企業の経営陣がどのように資本配分を決定するかについて、多くの場合予測が困難であることが挙げられます。日本の上場企業の投下資本利益率は依然として世界の約半分の水準にとどまっています。その理由は様々ですが、主に、割高な買収（買収企業の専門知識が不足している分野での買収が散見される）、経済合理性が無い、あるいは希薄な大量の株式持ち合い、必要以上に貯め込まれた手元資金、価格決定力の弱さ、非効率に対する寛容さ、ガバナンスの弱さが挙げられます。

「日本の高クオリティ企業は先進国で最も割高であり、我々が保有するポートフォリオ内の高クオリティ企業よりも50%程度割高な水準にあります」

我々は常に、ファンダメンタルズに基づくボトムアップ分析を中心にした投資アプローチを採っていますが、日本政府のコーポレート・ガバナンス改革にも注目しており、株式市場に

おいて投下資本利益率改善の兆しが一部見られます。現在のところ、我々はポートフォリオに日本企業を組み入れていません。率直に言って日本で高クオリティ企業を発掘できるのは稀であり、投下資本利益率、粗利益率、バランスシートの健全性の観点から我々の基準を満たしている企業は、日本市場全体のわずか12%にすぎません。これはフランチャイズ（優位性）や経営陣のクオリティを勘案する前の段階であり、その後に残る企業はごくわずかというのが実状です。さらに、こうした希少株は割高です。日本の高クオリティ企業は先進国で最も割高であり、フリー・キャッシュフロー利回りの中央値は3.3%⁵となっています。我々のポートフォリオに組み入れている極めてクオリティの高い企業であっても、フリー・キャッシュフロー利回りはインデックスと比較してわずか10%の割高にとどまりますが、日本の高クオリティ企業は我々のポートフォリオの高クオリティ企業よりもさらに50%程度割高な水準にあります。よって現在我々は、日本企業についてはバリュエーションが適正水準になるとともに、経営陣が株主と投下資本利益率をより重視するようになるのを待っている状況です。

⁴ 出所：ファクトセット 2017年10月31日現在

⁵ 出所：ファクトセット 2017年10月31日現在

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

ウェブサイトをリニューアルしました
www.morganstanley.co.jp/im