

株式市場についての考察

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

近年頻繁に見られる事象ですが、2016年は全体的にセンチメントの動きが市場に影響を与えた一年でした。同年上半期はリスクオフの動きが非常に鮮明だった一方で、下半期はリスクオンによる上げ相場となり、セクター別の相対パフォーマンスも同様の傾向を示しました。

2017年に入ると、2016年下半期におけるセクター別の傾向に対する揺り戻しがある程度見られました。過去8カ月間を通して、エネルギー、金融、自動車などの2016年下半期の勝ち組セクターが出遅れた一方、ヘルスケアや公益事業は復活しました。一方、相対的に景気感受性が高い情報技術、素材および資本財サービスのセクターは、2016年下半期に続き2017年に入ってからアウトパフォームしています。また、長期にわたり続いていたリスクオン／リスクオフの関係が崩れています。この例として、米ドル／円の為替レートと東証株価指数（TOPIX）の従来の関係に変化が見られたことが挙げられます。

通常、我々は投資期間を平均的な市場参加者よりもかなり長期に設定しているため、市場が目先何に関心があるのかわからないのかを読み解くことに、多くの時間を費やすことはあまりありません。しかし、以下のように無視することができない市場センチメントの大きな変化がいくつか見受けられます。

- 過去数年間にわたり、中央銀行と政治の動向が投資家の思考に非常に大きな影響を与えてきました。ところが足元では、世界政治への「関心度」が最低水準となり、米国で量的緩和縮小の大きな動きが見え始めているにもかかわらず、市場はほとんど気にかけていません。

筆者



DIRK
HOFFMANN-BECKING
エグゼクティブ・ディレクター



BRUNO PAULSON
マネージング・ディレクター



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

「通常、我々は投資期間を平均的な市場参加者よりもかなり長期に設定しています。」



- 5年間にわたって米国の経済と株式市場は欧州を上回ってきましたが、今後欧州は高成長を取り戻し、米国を上回る可能性があるという市場の見方が形成されています。為替市場ではユーロが米ドルに対して大幅に上昇しました。一方、欧州株式市場の米国市場に対するアウトパフォーマンスについてはいまだ道半ばです。我々はこの動き（欧州が最終的に米国を上回ること）が実現するか否かを注視していきますが、市場の認識に変化が生じていることは明らかです。
- フィンテック、電気自動車・自動運転車、人工知能（AI）、電子商取引などの分野における破壊的な変化が投資家にとって最優先の関心事となっており、彼らはこうした変化がポートフォリオに及ぼす影響を推し量ろうとしています。

「市場ではバリュエーションの格差が狭まっているとともに、株価収益率は高水準にあります。このことは、投資家が企業利益見通しの短期的な改善を依然として強く期待していることを意味しています。」

リスクオン／リスクオフの裏表に着眼した投資はもはや有効ではありません。上記の“破壊的な変化”に投資するにしても、成果を上げるのは困難であるとともに、大部分の投資家の投資期間を超えてしまいます。その代わりに、市場は短期的な企業利益が予想を上回るか下回るかに非常に注目しています。我々の保有する非常に安定した銘柄においてさえも、市場は目先の朗報に過度に楽観的に反応する一方で、業績が若干でも予想を下回るか、短期の利益予想をわずかで下方修正すると、非常に厳しい見方をする傾向が見られます。このため、株式市場全体の変動はVIX指数が示す通り過去最低水準にある一方で、個別銘柄の変動は非常に激しくなっています。

バリュエーションの影響を受けて、株価が神経質な動きとなっている可能性があります。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）の中央値は15.6倍であり、過去のピークである2007年の13.4倍および2000年の12.2倍¹を大幅に上回っています。また、過去のピーク時よりも高バリュエーションのばらつきが均等になっています。2000年にはインデックスの時価総額上位40銘柄は全体の時価総額の38%を占める一方、利益は24%しか占めておらず、インデックスに対してPERで50%以上割高であったことを示唆しています。

「短期的な価格の変動により、長期的な成長機会を得られる可能性があります。」

それに対し現在は、上位40銘柄が占める割合は時価総額では26%、利益では23%で、割高度はごくわずかとなっています。言い換えれば、市場ではバリュエーションの格差が狭まっているとともに、PERは高水準にあります。このことは、投資家が企業利益見通しの短期的な改善を依然として強く期待していることを意味しています。低賃金と低金利に下支えされ、多くのセクターで利益率が過去最高水準かそれを上回る水準にあります。景気循環による大幅な成長がない限り、こうした短期的な利益改善への期待によって市場全体の株価水準が維持されることは難しいでしょう。

現在のように株価が割高で、変動の激しい環境であっても、我々は引き続き、長期にわたり複利のように利益を増幅し続けることができ、それによって中長期的に下値抵抗力を発揮できると考えられる銘柄に注目します。このような環境では、短期的な価格の変動により、長期的な成長機会を得られる可能性があります。

¹ 出所：ファクトセット データは2017年8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