

グローバル・エクイティ・オブザーバー

# 株式投資で損失を避けるためには

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 | 2021年3月

コンパウンダーの優位性の1つに、厳しい環境下において堅牢であることが挙げられます。継続的な売上は売上高を維持し、価格決定力により利益率は確保されます。2020年が厳しい時期であったことは間違いなく、世界のGDPは4.4%減少、先進国はさらに悪く5.8%減少と推定されました<sup>1</sup>。

この危機特有の性質は私たちが選好する企業の一部に影響を与え、飲料会社がバーやレストランの閉鎖によって打撃を受けたり、決済企業の収益性の高い国際取引事業が旅行の中止により深刻な影響を受けたり、一部のヘルスケア企業が病院の通常業務の中止やパンデミックの物流上の問題の影響を受けました。このような特定の困難があったにもかかわらず、高クオリティなグローバル株式は大体において堅調に推移しました。

これはMSCIワールド・インデックス全体とは非常に対照的です。政府による企業への支援があったにもかかわらず、MSCIワールド・インデックス全体の予想EPSは7%減少しました。これが意味するのは、同インデックス全体の年率16%の上昇は100%以上、PERの23%の上昇によってもたらされたことを意味しています。これは、同インデックスの予想EPSが1%減少してもかかわらず、PERの上昇でインデックスが年率27%の上昇を記録した2019年のパターンを繰り返したものです。2019年と2020年の2年間で、同インデックスの12か月予想PERは13.4倍から20.7倍まで55%上昇しました。また、24ヶ月予想EPSベースでは17.9倍に上昇しています。私たちが保有する高クオリティなグローバル株式も上昇しましたが、株価上昇の半分以上は複利のように利益を増幅させたこと（18%増）、そして、配当によるものです。

筆者



BRUNO PAULSON  
マネージング・ディレクター

<sup>1</sup> 出所：IMF

10~12ヶ月期のシクリカル／バリュー株の上昇とは別に、2020年における注目すべき重要な問題は、情報技術セクターが市場の上昇の寄与に優勢であったということです。2020年のMSCIワールド・インデックスの16%上昇のうち、情報技術セクターだけで60%が寄与し、MSCIの情報技術セクターには分類されないものの、大半の人がテクノロジー企業とみなしているeコマース、ストリーミング、電気自動車およびソーシャル・メディアといった特定の個人消費関連銘柄を加えると、寄与度は89%となります。これは、残りの構成企業がインデックスの上昇に対し、たった11%しか寄与しなかったことを意味します。別の見方として、MSCIワールド・インデックスの上昇はその半分以上が5社のみによってもたらされ、上位25社の企業で上昇の78%を占めており、そのうち米国外に上場している企業は1社のみです。

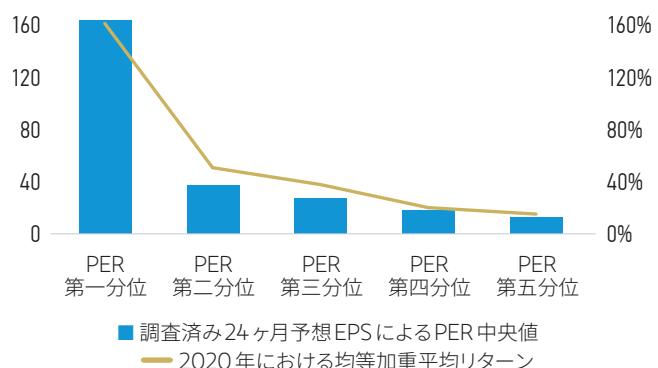
## 「2020年の MSCIワールド・インデックスの16% 上昇のうち、情報技術セクターだけ で60%が寄与しています。」

私たちのグローバル・ポートフォリオ運用では、生活必需品やヘルスケアに加えて情報技術セクター、とりわけソフトウェア銘柄を選好しオーバーウエイトしていますが、情報技術セクター急騰の恩恵を受けませんでした。当チームのバリエーション基準において私たちのグローバル・ポートフォリオは、今年の大きなグロース株ブームの恩恵は受けなかったということです。

2020年には480社もの驚異的なIPOがあり、この中には248のSPACs(特別買収目的会社、またの名を「貝殻」もしくは「空白の小切手」と呼ばれる会社)がありました。拡大の一途をたどる市場の高揚感は、情報技術セクターの株価上昇率にも表れています。下のチャートのように、情報技術セクターを調整後24ヶ月予想EPSによるPERで五分位に分割すると、見かけ上の熱狂が見えてきます。最上位の五分位におけるPER中央値は調整後利益の166倍です。このPERは、純粋なGAAP/IFRS(すなわち株式報酬を控除)の数字を使用する場合はEPSが抑制され、この五分位の大部分が損失に転じると想定されるため、おそらく2年先でさえも楽観的であるといえます。このバリエーション上昇は、同グループの2020年における平均株価上昇率が163%であったことに起因するものです。調整後PERが33倍から56倍と比較的穏やかなバリエーション上昇となった第二分位でさえ、50%を超える株価上昇率となりました。残念なことに、少なくとも2020年のパフォーマンスに関しては、

図表1

### 情報技術セクターにおけるバリュエーション五分位ごとの 2020年リターン



出所: ファクトセット、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント

私たちのバリエーション基準は第三分位以下に限定されました(クオリティの懸念により、最下位分位への投資は有りませんでした)。これは、私たちが市場の興奮のほとんどを見逃してしまったことを意味します。

株価が低下する要因は2つしかありません。EPSの低下かPERの低下のどちらかです。ポートフォリオのクオリティにこだわった投資哲学は、前者を最小限に抑えることを目指しており、市場の予想PERが20倍に直面していたことから、後者のリスクを減らすことも検討しました。情報技術セクター内で動きが激しかった五分位の上位二分位への投資を引き続き避けただけでなく、グローバル・ポートフォリオで既に保有していた銘柄の中でも私たちは規律を示し、売上成長率が6%以上の企業から成長率6%未満の企業へと保有銘柄をシフトさせてきました。高い成長率を有する企業の継続的な株価上昇を考えると、この投資行動はパフォーマンスに悪影響を及ぼしてきましたが、将来的にはポートフォリオの回復力を支えるはずです。

私たちは高クオリティなグローバル株式が絶対的に割安であると主張しているわけではありませんが、PERは相対的にははるかにディフェンシブであるように見えます。今まで以上に、元本保全に対する火を消すよりもむしろ灯し続けることに焦点を当てる時期が来ており、妥当な価格のコンパウンダーを有することは、暗がりへの突入を避ける合理的な方法であるように思われます。

出所(上記における全ての利益やバリュエーション): ファクトセット、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが2021年1月に海外で発行したレポートを邦訳したものです。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	0.880% (税抜 0.800%)
25億円超50億円までの部分に対して	0.825% (税抜 0.750%)
50億円超100億円までの部分に対して	0.770% (税抜 0.700%)
100億円を超える部分に対して	0.715% (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 0.825% (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 0.055% (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

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

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)