

グローバル・エクイティ・オブザーバー

楽観的なコンセンサスに注意する

インベストメント・インサイト | インターナショナル・エクイティ運用チーム | 2025年7月

ファンダメンタルズに基づく株式投資は、不確実性を扱う、言わば芸術のようなものです。私たちのような長期投資家にとっては、投資を検討している企業の利益の推移について、少なくとも今後10年間の見通しを立てる必要があります。

成長の見通しを分析するとともに、その競争優位性（堀：モート）の強さを理解し、収益の持続可能性に対する潜在的なリスク（自己要因（資本配分の失敗など）や外部要因（絶えず変化する競争環境や規制環境など）によるもの）を評価することも含まれます。これらのリスクは一部しか定量化できないため、これは正確な科学というよりも芸術のようなものです。他のリスクは、確率を付与できない「ナイトの不確実性」の領域に属します。¹

不確実な未来がもたらすリスクを軽減するため、投資家は主に2つの手段を有しています。1つ目は、利益の見通しがより確かな企業を探すことです。私たちは、安定した複利的な利益成長をもたらす要素として、売上の継続力と価格決定力を高く評価しています。2つ目は、ある程度利益が悪化しても投資収益がプラスになる可能性を残すバリュエーションの資産を探すことです。つまり、バリュエーションに慎重になることです。私たちはこの2つの手段を併用し、利益とバリュエーションの両方に「二重に厳しく」こだわります。

質の高い株式ポートフォリオを構築する際には、保有する可能性のあるすべての株式の利益率の持続可能性と利益成長の堅牢性について、最も多くの時間を議論に費やしています。予測可能な利益の複利成長は大変な事であり、現在の勝者や時価総額の大きい銘柄に固執するだけでは近道になりません。実際、20年前（2004年12月）のS&P500指数の上位10銘柄のうち、3社は期間中（2024年12月まで）にEPS成長率がマイナス（!）を記録し、2社は実質的な合併を経験し、現在独立した上場企業ではなくなりました。さらに4社はEPSの年平均成長率（CAGR）が1～6%という低い水準に留まり、唯一1社（私たちのグローバルポートフォリオで最大の保有銘柄である

筆者



ANTON KRYACHOK
エグゼクティブ・ディレクター

「未来は決して明確ではなく、楽観的なコンセンサスには非常に高い代償を払うことになる」

— ウォーレン・バフェット

¹ ナイトの不確実性とは、経済学者フランク・ナイトが提唱した概念で、発生確率が予測できない不確実性のことを指します。これは、確率分布が既知で、発生確率を計算できる「リスク」とは区別されます。
www.linkedin.com/pulse/embracing-knightian-uncertainty-power-strategic-foresight-petric

米国のソフトウェア企業)が非常に立派な二桁のEPSの年平均成長率(約12.6%)を達成しています。²

確かに、過去20年間は数多くの課題に直面しました—グローバル金融危機、欧州の国家債務不履行、世界的なパンデミックなど、ほんの一例です。しかし、企業セクター全体としては、これは比較的良い時期でした。企業の税引き前営業利益率は、生産性の向上と国際サプライチェーンの恩恵を受けて、2004年水準から約40%拡大(MSCIワールド指数で約12%から約17%)し、一方、世界の実質的な法人税率は同じ期間に約3分の1(約30%から約20%へ)低下しました。³これらの2つの強力な構造的追い風にもかかわらず、MSCIワールド指数は20年間で平均EPS年成長率+4.6%という結果に留まりました。⁴

では、現在の状況はどうでしょうか? MSCIワールド指数のEPS成長率のコンセンサス予想は2025年に+11%、2026年に+13%で、市場の長期的なEPS成長率5%と比べると、楽観的すぎるよう思えます。⁵歴史は繰り返さないが韻を踏む、と言われます。

名目GDPの成長を考慮すると、売上高の成長率は約5%にすぎないと予想されます。市場のEPS成長のうち、残りの大部分は利益率の拡大によってもたらされることになります。しかし、すでに利益率が歴史的に高水準にある中で、どこからさらに拡大する余地があるのか、直感的に理解するのは容易ではありません。また、米国政府が進めるグローバル貿易の均衡政策(米国からの輸出を増やす、米国の輸入を減らす)の影響も、企業の利益率にはまだ反映されていません。この政策は、企業セクターのかなりの部分においてサプライチェーンの再構築を必要とするものです。

では、バリュエーションに安心感はあるでしょうか? 1-3ヶ月期の動搖の後、世界の株式市場は急速に回復し、2025年5月末時点での12か月先予想利益に基づくPERは19.1倍と、過去20年の最高値に近づいています。⁶この水準を大きく上回ったのはコロナ期(約21.5倍)だけです。しかし、当時は(欧米経済が一部閉鎖されていたため)景気循環的に押し下げられた利益に基づいたPER水準となっていました。

要するに、市場は「確信」を織り込んだ価格付けとなっており、現在の楽観的な利益成長見通しに障害が生じた場合、株価下落を緩和する緩衝余地がほとんどないと言い換えることができるでしょう。

ウォーレン・巴菲特氏が鋭く指摘したように、「未来は決して明確ではなく、楽観的なコンセンサスには非常に高い代償を払うことになる」のです。私たちは、グローバル株式市場が私たちのお客様の長期的な資産形成の優れた源泉となる可能性を依然として信じています。しかし、現在の市場には、楽観的な収益成長予想に基づいた「確信」が多く織り込まれているように思えます。地政学的な不確実性が非常に高いこのような環境では、長期的な資本成長を目指す投資家にとっては、利益の確実性を高める高クオリティで、バリュエーションの下振れリスクが限定的な市場並みのフリーキャッシュフロー利回りの企業に集中投資するポートフォリオを構築することが、賢明な選択となるでしょう。世界がまたしても、バラ色の予測ほどには予測可能ではないことを証明する場合には、このようなポートフォリオが助けになるでしょう。

² 出所: ファクトセット、2004年12月～2024年12月、S&P500上位10銘柄の加重平均

³ 出所: ファクトセット、2004年12月～2024年12月、MSCIワールドEBITマージン(EBIT ÷ 売上高、%)およびMSCIワールドの税率(加重中央値 %)

⁴ 出所: ファクトセット、2004年12月～2024年12月

⁵ 出所: ファクトセット、2025年3月31日

⁶ 出所: ファクトセット、2025年5月31日

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2024年12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説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説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使用するにあたっては、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 0.825% (税抜 0.75%) 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 (税込 0.825%) と上記投資信託の信託報酬 (税込 0.055%) の合計は、0.88% (年率、税込) となります。

モルガン・スタンレー・インベストメント株式会社

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