

グローバル・エクイティ・オブザーバー

# 景気サイクル終盤における 安全な投資先を探す

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 | 2019年4月

2019年の不安な状況は、1999年のITバブルを一部彷彿させます。利益が低迷しているにもかかわらず、株式市場は大幅に上昇しています。配車サービスのリフトが新規株式公開(IPO)の口火を切り、市場が冷え込む前にユニコーン企業(評価額が10億ドル以上の新興企業)が続々と上場しようとしており、IPOラッシュが報じられています。また、ゴールドマン・サックスがローン担保証券(CLO)の販売を再開することには、最も注意が必要です。1999年にブレイクしたバックストリート・ボーイズも1月にニューアルバムをリリースし、復活しました。これらの事象は実証されたものではなく、お話しにすぎませんが、すべてが景気サイクルの終盤を予感させます。景気サイクルが終盤でないとしても、こうした局面における安全な投資先を検討するのに今が良いタイミングであることに間違いはないでしょう。

2018年初めには、株式市場ではバリュエーションの上昇が懸念材料でした。同年末までにはバリュエーションが急低下すると共に増益となったため、主たる懸念は利益にシフトしました。2019年1-3月期を終え、世界経済の減速にもかかわらず、株式市場は2桁台のリターンとなり、足元ではバリュエーションと利益の双方が不安視されています。株式投資で損失が生じる要因は、企業利益が減るか、バリュエーションが低下するかは二通りしかないということは、(分かり易くて)朗報です。一方良くない知らせは、足元では、双方が危ぶまれているという事です。

バリュエーションは2018年9月の水準まで戻り、懸念材料となっています。MSCIワールド・インデックスの12カ月先予想利益ベースPER(株価収益率)は、2018年10-12月期の低下から2019年1-3月期には上昇に転じ、15倍を再び上回っています<sup>1</sup>。米連邦準備制度理事会(FRB)がハト派姿勢を打ち出し、米中間の貿易交渉に進展の兆しが見られるなど、10-12月期に強まっていた懸念は一部後退しましたが、2018年の二度にわたる株価急落は、景気サイクルによる急減益が無くても、バリュエーションが大きく下振れするリスクがあることを示唆しています。

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

「2019年第1四半期を  
終え、足元では  
バリュエーションと  
利益の双方が  
懸念材料。」

<sup>1</sup> 出所：ファクトセット、2019年3月31日現在

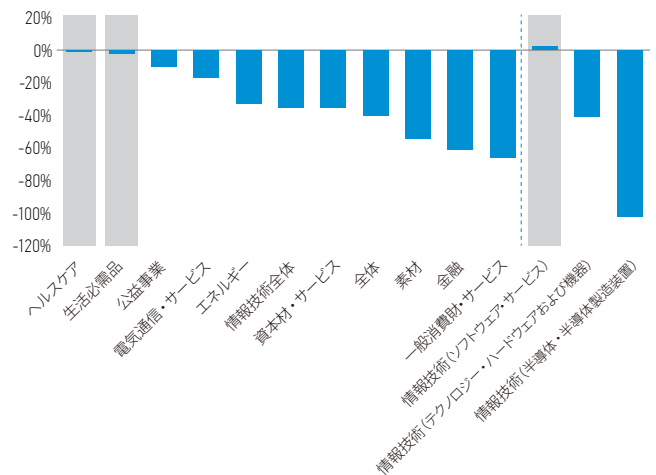
足元で利益は維持できないほど高水準にあり、特に米国企業で際立っています。利益率はピークの水準に近づき、企業利益が対国内総生産(GDP)に占める割合や、高レバレッジに支えられた1株当たり利益(EPS)も同様に高水準にあります。また、株式市場が急上昇している一方で、利益は徐々に減少しています。2019年のMSCIワールド・インデックスの予想利益は、2018年10-12月期の期首(つまり10月)時点の予想値から6.5%、2019年年初来では4.0%引き下げられています<sup>2</sup>。実際、四半期データが入手可能な米国では、2019年1-3月期に前年同期比で約3%の減益が予想されています<sup>3</sup>。注意しなければならないのは、米国企業の利益の源泉が失われていることです。米国企業は依然として年初来約5%の増収を維持している一方で<sup>4</sup>、利益率は低下しています。米国ではコストが上昇しており、特に賃金コスト増が顕著で、多くの企業が価格に転嫁できていません。全米企業エコノミスト協会(NABE)の調査では、58%の企業が賃金コストの上昇に直面していると回答したのに対して、値上げを実施できた企業は19%にとどまっています。これら19%の企業は最も高い価格決定力を有していると推測されます。市場は企業の収益力が改善するという見方を変えておらず、2019年1-3月期は減益になるものの、2019年10-12月期には前年同期比でほぼ10%の増益を達成するというのがコンセンサスになっています<sup>5</sup>。景気サイクルの終盤には、利益率低下の圧力にさらされるか、その後に景気後退に陥るため、こうした市場の過度に楽観的な見方を警戒しています。

## 「実際に景気サイクルの終盤にあるのならば、コンパウンダーで構成されたポートフォリオが安全な投資先となるでしょう。」

実際に今が景気サイクルの終盤であり、企業は利益率低下圧力にさらされ、続いて景気後退に陥るならば、複利のように利益を増幅できるコンパウンダーで構成されたポートフォリオが安全な投資先となるでしょう。コンパウンダーは、強力な無形資産を有しており、高いリターンを維持することができます。重要なのは、価格決定力が高く、反復的に売上を生み、営業レバレッジと財務レバレッジが低い(つまり固定費と負債が低い)ことが、コンパウンダーの条件であることです。コンパウンダーは、強力なブランド力とネットワークを有し、これにより価格決定力が強化されるため、コスト増により利益率が低下するをおおむね防ぐことができます。一方、再購入または長期契約に基づき売上が反復されることで、売上水準が維持されます。売上と利益率が安定的に維持されることで、利益も安定的に創出されます。営業レバレッジと財務レバレッジが低い場合には、そのことが顕著に現れます。

2008年~2009年の世界金融危機は、コンパウンダーが景気サイクルの終盤に安全な投資先になりうるという我々の見解を裏付けています。市場全体が40%の減益に見舞われた中で、主力のグローバル・エクイティ戦略であるグローバル・フランチャイズ運用の投資先企業は増益を達成しました。また、現在、我々のポートフォリオの80%超を占めている中核セクター(生活必需品、情報技術セクター内のソフトウェア・ITサービス、およびヘルスケア)の利益は同期間に、以下の図表が示しているように、景気敏感セクターをはるかに上回りました。

### 金融危機による株式市場下落局面における、12カ月先予想EPSの変化率(2007年10月~2009年2月)



出所: ファクトセット

割安で安全な投資先である「コンパウンダーを保有し、保険をかける」ことに対して、市場ではプレミアムがあまり織り込まれていないようです。MSCIワールド・インデックスは我々のポートフォリオよりもクオリティが格段に劣り、我々のポートフォリオの投下資本利益率ははるかに高く、粗利益率と営業利益率は安定しているにもかかわらず、株価予想フリー・キャッシュフロー倍率(重要なバリュエーション指標)は、同インデックスに対してわずか18~22%のプレミアムで取引されています<sup>6</sup>。

実際には、これは本当のプレミアムよりも高い数値だと考えます。なぜならば市場はキャッシュフローと利益の予想を見誤ることが多く、不都合なニュースを織り込まない習性があるからです(実際のMSCIワールド・インデックスの収益は低くなるので、インデックスのバリュエーションはもっと割高になり、我々のポートフォリオの対インデックスのプレミアムが低下する)。

当運用戦略は、利益を安定的に増幅できる高クオリティ企業を妥当な株価水準で保有することで、長期にわたりリターンを増幅させることを目指しています。こうした企業をたたき売るのではなく、保有し続け、時間をかけてリターンを上げていると言えるでしょう。どのような景気サイクルにおいてもコンパウンダーを保有すべきですが、景気サイクルが終盤を迎えようとしている可能性が高い場合には特に有効であると考えます。

<sup>2</sup> 出所: ファクトセット、2019年3月31日現在

<sup>3</sup> 出所: ファクトセット、2019年3月31日現在

<sup>4</sup> 出所: リフィニティブ、2019年3月31日現在

<sup>5</sup> 出所: ファクトセット、2019年3月31日現在

<sup>6</sup> 出所: ファクトセット、2019年3月31日現在

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。

### 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
- 一 組入有価証券を売買する際に生じる取引費用
- 一 外貨建資産の保管費用
- 一 信託事務の処理に要する諸費用
- 一 受託会社の立替えた立替金の利息
- 一 投資信託財産に関する租税
- 一 投資信託財産に係る監査報酬
- 一 法律顧問に対する報酬
- 一 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
- 一 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
- 一 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)