

グローバル・エクイティ・オブザーバー

レジリエンスの探求

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 | 2020年4月

我々は前例のない状況に置かれています。政府は政策に伴う影響を十分に理解した上で、ソーシャル・ディスタシング（集会規制、学校閉鎖、自宅勤務など人との接触を極力避けること）やロックダウン（都市封鎖）を実施し、意図的に経済を深刻な景気後退（豪首相は景気冬眠と呼称）に傾けています。数値化するのには難しいですが、GDPに与える影響はとて大きく、リーマンショック時に匹敵し、少なくとも二桁台の下落が4-6月期には予想され、失業者数は記録的な増加となるでしょう。

幸いにも、多くの政府は非常に大規模に、企業を保護するための政策や現金を必要とする個人への現金支給などを講じています。英政府は休業を余儀なくされた企業に勤める労働者に賃金の8割を支給すると発表し、米国では2兆ドルの救済法案が可決されました。残念ながら、欧州においては各国がそれぞれに行動（特にドイツ）しているものの、欧州連合（EU）としての強い対応策は遅れが表面化しているようです。

政府と中央銀行の施策は金融パニックを落ち着かせ、金融危機を防ぐことに一役買ったように思います。また、マーケットも3月23日の直近最安値以降は、その施策に好意的な反応を示しています。一方で、政府が非常に大規模な政策を行ったとしても、今年の企業収益は深刻な影響を受け、個人、企業、そして政府は多くの負債を抱えることになるでしょう。これら負債の払い戻し、債務免除、もしくはインフレによる債務帳消し、などの選択肢は株式市場にとって好ましいものではありません。企業に着目すると、今回の危機までの10年の低金利環境の間に既に負債比率が高水準にあります。Debt / EBITDA

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

「政府が非常に大規模な政策を行ったとしても、今年の企業収益は深刻な影響を受けるでしょう。」



倍率（企業における有利子負債の返済能力を示す指標）の観点では、分子である純有利子負債（net debt）が増え、EBITDA（税引き前利益+支払利息+減価償却費）が減り、両側面から致命的な一撃を企業は受けることになり、政府が最善の努力をしても多くの企業は経営難に陥るでしょう。

マーケットの苦しみはまだ終わっていない

MSCIワールド指数の2月19日最高値から3月23日までの株価調整35%は衝撃的でしたが、1-3月期全体で見ると、マーケットはわずか21%しか下落していません。仮に2021年の企業利益が2019年のそれと同水準になったと仮定するならば、それはすなわち2年分の収益成長が永遠に失われたことになり、年初からの20%株価下落も容易に説明がつきます。つまり長期に渡る混乱と債務過剰状態によるインパクトを織り込んでいません。我々はトップダウン・ストラテジストではありませんが、2021年の企業利益を2019年と同水準と見ることは特に保守的な見方とも思えません。株価はV字回復に向かうよりは、問題の長期化を示唆しており、コロナ危機で起こりうるダメージをすべて織り込んでいるかどうかはわかりません。そして留意すべき点は、年初MSCIワールドの12か月予想株価収益率（PER）は17倍で、株価は割高でした。年初において我々はこれらの予想された利益が実際にもたらされるものかどうか懐疑的でしたが、今ははっきりとそれはないと言えます。

「株価はV字回復に向かうよりは、
問題の長期化を示唆していますが、
コロナ危機で起こりうるダメージを
すべて織り込んでいるのでしょうか？」

コロナ危機はESGに別の意味で拍車をかける

ESGが上昇相場における流行であるとの意見があるのも事実です。つまり、投資家が他の資産の火消しに奔走すれば存在感の無くなるような“あればいいけど、なくてもいいよね”という見方です。私たちはそうは考えていません。予備的証拠として、株式全般から資金が引き上げられる中、ESGファンドへの資金流入の継続が見られます。そして、ESGファンドは最近、大体において、アウトパフォームしました。我々はESGが重要だと信じており、普及すると信じています。実際に我々は今回のコロナ危機によって社会問題（例えば従業員の健康や安全、給与や雇用で企業がどのように対応するか）の社会的順位が押し上げられ、持続可能なビジネスや社会の青写真がより明瞭になり始めたかと信じています。結局、政府はビジネスが破産しないよう巨額の小切手を書いており、政府は将来的にかしらの見返りを企業に求めるでしょうし、少なくとも政府は新たな介入の一端を得たでしょう。

クオリティの恩恵

幸いにも、我々のグローバル・ポートフォリオは非常に高いクオリティを証明し、それは過去（2008年、2011年、2015年、2018年）と同じくこの1-3月期も、株式市場下落時に下落し難かった事で示されました。1-3月期に我々のグローバル・ポートフォリオは米ドルベースで12.9~14.1%下落し、MSCIワールド指数は21%下落しました。このアウトパフォームは過去数年の堅調なアウトパフォームに続くもので、主力の運用戦略は1-3月期の下落を含めても2020年3月31日までに、米ドルベースで過去3年は年率8%、過去5年は年率9%のパフォーマンスでした。一方でMSCIワールド指数はどちらの期間でも2~3%と、またしても株主利益を増大出来ませんでした。米ドルが強かった事を勘案すれば、他通貨ベースでは更に良いパフォーマンスであったと言えます。

ポートフォリオに与える影響についての分析

我々はブランドやネットワークなどの有力無形資産を保有し、価格決定力があり、継続的な売上有る企業に引き続き注目しており、これら企業は厳しい環境下においても利益に耐久力があると考えています。しかし、残念ながら、これはポートフォリオ組入れ企業群が今起きている危機の影響をまったく受けられないということではありません。その結果、我々はコロナ危機によるセクターおよび個別企業への影響を以下3つの括りから分析しています。

- まず、コロナウイルスによる直接の影響と、拡散を防ぐための努力措置による影響があり、例えば、旅行、外食、緊急性の低い医療措置などが中止され、並行して、食品小売業、消毒関連商品、ソフトウェア関連の需要が高まっています。地域によっては完全な都市封鎖や経済冬眠の影響があるでしょう。
- 次に、間接的な影響で非常に深刻な景気後退が世界的に見られるということです。
- 最後に、緊急性があるかどうかは議論の余地があるものの、危機が完全に過ぎ去った後、世界がどのように変化するのか、また、それらがどのような影響をセクターおよび個別企業に与えるかを考える必要があります。個別企業の見通しを語るのは時期尚早かと思いますが、新たな時代においても、ポートフォリオ組入れ企業が不利になっている事は無いと想定します。

これまでも我々は、厳しい環境下において我々のポートフォリオ保有の企業が比較的強いレジリエンスを確実に発揮できる事に全力を注いでおり、それはすなわち、我々の現状の新たな仕事に言い換えると、一つ目の分析項目である、コロナウイルスによる直接的な影響を考えることに集中することです。もしかしら、これは比較的保守的なシナリオかもしれませんが、我々は、3か月の都市封鎖（ロックダウン）とそれ以上の期間

のソーシャル・ディスタンスを仮定し、それらと2021年の深刻な景気後退の影響を合わせて考えます。その他にも、都市封鎖が長期化した場合のより厳しいストレスシナリオを仮定し、保有企業のレジリエンスをテストしている事を強調します。重要なのは、我々が保有する企業のバランスシートは最も厳しいシナリオ下においても、市場全体とは違って、レジリエントに見えることです。

「これまでも我々は、
厳しい環境下において
我々のポートフォリオ保有の企業が
比較的強いレジリエンスを
確実に発揮できる事に
全力を注いできました。」

もう一点重要なのは、米ドルが他通貨、特に新興国通貨に対して強くなっている事です。これは通貨安国に輸出している米ドルベースの企業にとっては向かい風であり、一方で株価が通貨安建ての企業にとってはチャンスでもあります。

我々が想定するコロナウイルスの影響および景気後退インパクトの保守的シナリオと通貨事情を織り交ぜると、ポートフォリオの米ドルベースでの適正価格は0-15%の下落であり、総じて実際の株価下落よりは小さくなっています。つまり厳しい世界的景気後退局面でも、株価上昇余地は年初時点よりも少し大きいと言えるでしょう。

主要セクターのレビュー

我々が運用するグローバル・ポートフォリオ銘柄の80-85%は生活必需品、情報技術、ヘルスケアの3セクターに偏在しています。これら3セクターについて、より詳細に語ります。

生活必需品

生活必需品セクターはまたしても下落局面において根性を見せました。当該セクターにディフェンシブ性質が確認できることに疑いの余地はありませんが、これらの生活必需品セクターパフォーマンスのパターンは、前述の第一の括りで指摘したように、特有の背景とコロナウイルスの直接的な影響によるものがあります。食品小売業は利益率が低く、投下資本利益率に欠けているため当運用では保有していませんが、混乱的なパニック買いによる恩恵がありました。この恩恵は(我々は保有していませんが)食品製造業にも及びますし、加えて、(我々が保有するような)衛生関連ブランドやパーソナルケアを製造する企業も恩恵を受けています。生活必需品で他に気になるのは飲料セクターで、多くの国でバーやレストランが閉店されていることから切迫

した状況下にあります。これら店内ビジネスは我々が保有するアルコールや飲料企業の売り上げの40%を占めています。他では、美容分野についてはまちまちで、旅行減少による高級品売上の落ち込みに伴い苦しんでいます。我々が保有する仏パーソナルケア企業についてはネット販売が貢献し、その苦境を打ち消しています。奇妙に思いますが、タバコについては、これまでのところ株式市場参加者は飲料と同様に扱っているようですが、我々は喫煙者の行動パターンを勘案して、タバコについてはソーシャルディスタンスの影響にはさらされにくいと見えています。

情報技術

情報技術セクターにつきましては、ポートフォリオで保有する銘柄はそのほとんどがソフトウェア・ITサービスです。我々の仮説では、ソフトウェアの経済は特に、景気後退局面において相対的にディフェンシブであると考えています。金融危機(リーマンショック)時における収益は生活必需品やヘルスケア同様に維持されていました。

「ソフトウェアの経済は特に、
景気後退局面において相対的に
ディフェンシブであると信じています。」

ソフトウェアが現状において更に堅牢であるとする理由としては、ソフトウェアライセンス販売よりも顧客離れの心配が低い、クラウドベースの「サービスとしてのソフトウェア(SaaS)」、いわゆるサブスクリプションビジネスからくる反復性のある収益のおかげです。例えば、金融危機時における我々が保有する欧州の多国籍ソフトウェア企業の粗利益内訳は、リカーリング・ビジネス(反復性ある収益を生めるもの)はたったの50%であり、残りの多くはソフトウェア販売によるもので、ソフトウェアライセンス販売の粗利益は金融危機時に1/4減少しました。現在では、リカーリング・ビジネスが占める割合は8割を超えています。ソフトウェアは1-3月期で素晴らしい結果を残しており、コロナ危機前の強い年初のおかげもあってか、わずか5%の下落でした。我々が保有する米国の多国籍テクノロジー企業は年初来では横這いで、クラウドサービスに対する追加需要が貢献した格好でした。

ITサービス(1-3月期は17%下落)はソフトウェアに比べると、やや景気敏感ではありますが、残りの情報技術セクターに比べると度合いは低いと言えます。より明確に言うと、我々が保有するアイルランドに本拠を置く総合コンサルティング会社のコンサルティング・プロジェクトは米国情報技術会社のソフトウェア収益に比べると、より短期間で自由裁量がある(変動し易い)と言えます。そうは言ったものの当該コンサルティング会社からは、対前年比でみた、次とその次の四半期の収益予想はおおむね

横這いであるといった慰めのアップデートもあり、そして利益率
 コロナ危機による影響を受けないと述べています。3分の1の
 スタッフがいるインドのロックアウトを勘案すると、この見通し
 が楽観的過ぎではないかという懸念は残るものの、少なくとも
 社員や顧客の為のデジタル化努力、テレワーク、そしてコラボ
 レーション・ツール（組織やチーム内のコミュニケーションや
 情報共有をサポートするデジタルツール）から収益を得るこ
 とはできます。

その他ITサービスでは、我々が保有する2つの金融サービ
 社のコアビジネスは完全に堅牢に見えますが、両社ともコ
 ロナウイルス特有の問題に直面しています。渡航禁止令等
 による海外旅行の自粛から、決済サービス会社の儲けどころの
 国際間取引ビジネス（売上の30%を占める）は打撃を受けて
 いますが、一方でオンライン決済への移行がそれを補ってい
 ます。我々が保有する金融サービス会社のクレジットカード決
 済会社向け業務は非食品小売業の低迷を受けて短期的に悪
 化しています。我々が保有する米国の給与ソフトウェアおよび
 サービスプロバイダーは、上記の第2の影響を受けます。なぜ
 なら顧客の多くが中小規模の企業であり、米国政府が実施す
 る経済救済対策の性質や効果次第で結果は変わってくるかも
 知れませんが、多くの米国失業者が出るとの懸念から、より景気
 敏感リスクにさらされています。

ヘルスケア

グローバル・ポートフォリオはヘルスケアセクターの中の政治や
 特許リスクの少ないヘルスケア機器とライフサイエンスに着目し
 ております。生活必需品セクター同様、当該セクターも議論するま
 でもなくディフェンシブセクターであり、今危機においてもMSCI
 ワールドが21%下落したのに対し、わずか11%の下落でした。

複雑な要因を含有するのは、病院分野に対するコロナウイルス
 の直接的な影響です。多くの国では感染患者の治療優先圧力

から、不要不急の治療措置などは中止もしくは延期されてい
 ます。膝や体のパーツの交換が少なくなるなど、これらは医療
 機器メーカーには逆風です。幸いなことに、我々が保有する
 企業群は使い捨ての注射針や滅菌袋など消耗品関連に傾斜し
 ています。我々が保有する米国の医療機器・ヘルスケア企業に
 ついては、利益の40%が資本財もしくは緊急を要さない領域
 からのもので、もう少し脆弱性があるように見えます。しかし、
 売上げの20%以上を占める診断器具が伸びる見込みで、5分
 で陽性判定が可能なコロナウイルス検査キットの大きな売上
 があるはずで

「我々のグローバル・ポートフォリオは、
 およそレジリエンスであると
 言えるでしょう。」

最後に

我々のグローバル・ポートフォリオは、およそレジリエンスである
 と言えるでしょう。レジリエントな運用チームを有し、円滑な
 自宅勤務を行い、レジリエントな運用プロセスにおいて、我々が
 保有する企業を分析することで、資本を永久に失うことを防ぎ、
 利益を増やし続けることが可能になるでしょう。そしておそらく
 最も重要なのは、レジリエントなポートフォリオは苦しい株式
 市場環境で下落し難かった事が、今一度示された事です。

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	0.880% (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0.825% (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
 - 組入る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