

グローバル・エクイティ・オブザーバー 要は長期利益

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 | 2018年8月

市場は利益を重視しますが、残念ながら短期利益という間違った利益に目を奪われています。四半期ごとの奇妙な儀式を擁護する必要はなく、安定した大企業の株価でさえも過去3カ月間の取引、および向こう3カ月間の見通しに関する経営陣のしばしば不正確な見解に基づいて、大きく変動します。長期にわたり複利のように利益を増幅するために重要なのは、長期利益の軌道を描くことに集中する努力と、困難な時期（パフォーマンスの低迷期）を持ちこたえることです。景気拡大と共に伴う強気市場がかなり長きにわたり続いていることを踏まえると、減速の可能性について考えることがほぼ間違いなく大切です。

MSCIワールド・インデックスの利益¹が2009年の初めの苦境から2倍に増したことは明るい材料です。その一方で、同利益は金融危機の際の18カ月間に40%減少しているため、2007年の金融危機前のピークと比較するとわずか20%の増益に留まっています。このことは、世界の企業の過去11年間における年間増益率が2%に届かなかつたことを意味します。配当を含めても、市場全体の同期間の年間増益率は4～5%と非常に低水準でした。

2007年以降、GICS（世界産業分類基準）の10セクターのうち、情報技術、ヘルスケア、一般消費財・サービスおよび生活必需品²の4セクターが大幅に市場全体をアウトパフォームしました。また、これらセクターの過去11年間における増益率は大幅に市場全体を上回りました（図表1）。ヘルスケア（2007年以降、一株当たり利益（EPS）は94%増）と生活必需品（同61%増）の利益は複利のように増幅しました。両セクターの利益成長は、株式市場の上昇局面では市場全体の利益成長率を若干下回りましたが、市場全体の利

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

「長期にわたり複利のように利益を増幅するために重要なのは、長期利益の軌道を描くことに集中する努力と、困難な時期（パフォーマンスの低迷期）を持ちこたえること」

¹ 本レポートを通じて12カ月先予想ベースの利益を使用しています。出所：ファクトセット、2018年7月31日現在

² 不動産は先ごろ独立したセクターとなり、過去実績が不足しているため、分析から除外しています。資本財サービス・セクターも市場全体を若干アウトパフォームしました

益が40%減少した株式市場の下落局面ではヘルスケアが1%減、生活必需品は2%減とほぼ横ばいで、利益成長は市場全体を大幅に上回りました。一般消費財・サービス（同77%増）も利益成長が市場全体を上回りましたが、様相は異なります。株式市場の下落局面ではEPSが66%減で株価パフォーマンスも最も悪いセクターであった後、2009年以降はEPSは414%増で、また景気循環的に大幅な株価上昇となりました。市場は10年近く回復し続けており、次の株価下落局面が各セクターの利益に及ぼしうる影響について注意すべき時であるという議論もあります。

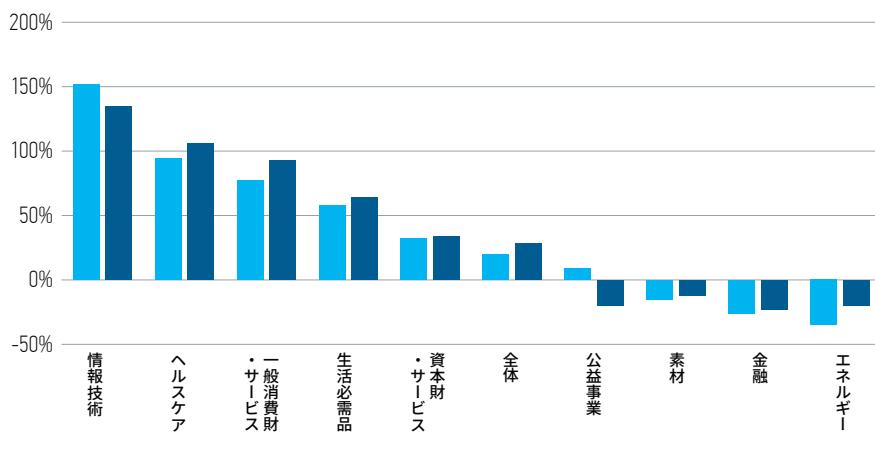
情報技術（2007年以降、EPSは152%増）は利益に関して牽引役となりました。同セクターのアウトパフォーマンスは、1990年代の終わりに株価を押し上げたバリュエーションバブルではなく、利益成長によるものです。これからは利益の持続性が重要です。金融危機時に同セクターの利益は35%減少し、ほぼ市場全体並みでした。しかし、様相は3つのサブセクターにおいて大きく異なります（図表2）。ハードウェアおよび機器が市場並みの41%の減益となった一方で、半導体の利益は消えました（102%の減益となり、赤字に転落）。対照的にソフトウェアおよびサービスは金融危機の際の18カ月間に2%の増益となりました。企業によって状況が異なる可能性が高いものの、またクラウドの成長を受けて継続的な売上が最近増加して一段とディフェンシブになったことを差し引いたとしても、ソフトウェアおよびサービスが相対的にディフェンシブであることは過去のデータが示しています。

次の下落局面が前回の下落局面と異なることは確かです。当戦略はセクターではなく個別銘柄に投資しています。とは言っても、当戦略のグローバル・ポートフォリオにおける投資先企業の75%超³が、最もディフェンシブな2つのセクター（生活必需品およびヘルスケア）、または情報技術セクターのディフェンシブなサブセクター（ソフトウェ

図表1

2007年以降に株式市場全体を大幅にアウトパフォームした情報技術、ヘルスケア、一般消費財・サービス、生活必需品の4セクター

セクター毎のEPS成長率および株価騰落率（期間：2007年10月～2018年7月）

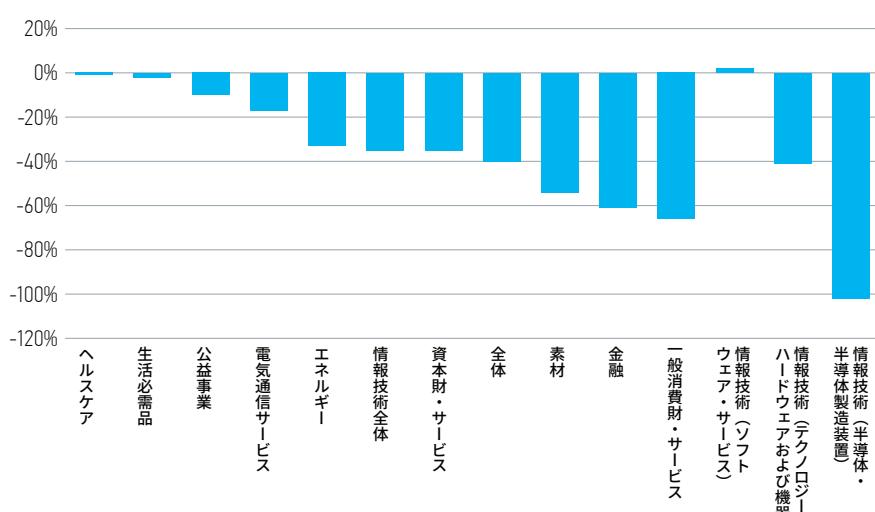


出所：ファクトセット 2018年7月31日現在

図表2

過去のデータが示す相対的にディフェンシブなソフトウェアおよびサービス

世界金融危機時の12カ月先予想EPS変化率（期間：2007年10月～2009年2月）



出所：ファクトセット 2018年7月31日現在

アおよびサービス）に属している事で、ポートフォリオの利益が市場全体よりも維持される可能性が高いという安心感があります。世界金融危機の際の2007年から2009年の間に、当運用チームの主力グローバル戦略のポートフォリオの利益は増加しました。

これからは大幅な利益増大を狙うよりも、利益を維持できる企業への投資に集中すべき時であると考えます。これを達成するには、クオリティが高く、経営に優れ、高い投下資本利益率を維持できる企業に投資することが最良の方法であると考えています。

³ 2018年7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あります。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・フランチャイス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があります。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	0.864% (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 0.81% (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
 - 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

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

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています

www.morganstanley.com/im/jp