

グローバル・エクイティ・オブザーバー

# バリュエーションは低下するも、 リスクは低下せず

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1月

株式投資の損失について朗報と言えるのは、これが生じる要因が減益となるかバリュエーションが低下するかの二通りしかないということです。1年前にはバリュエーションが最大の懸念材料でした。2017年の強気相場の後、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17倍を上回り<sup>1</sup>、世界経済の成長が同時に上振れするという、可能性の低いシナリオを市場が織り込んでいたことを示唆するとともに、予想通りに利益が達成されなかった場合には株式市場がかなり下振れする、という兆候が表れていました。対照的に、2019年初頭のMSCIワールド・インデックスの予想PERは13.4倍で、20年平均の15.5倍を14%、1年前の予想PERを20%下回っています<sup>2</sup>。このため、我々の主な懸念はバリュエーションから利益に移っています。

我々は利益予想に対して全体として懐疑的な見方を変えていません。利益予想は見せかけの利益に基づいた憶測であると考えています。憶測と呼ぶのは、セルサイドが一貫して過度に楽観的であるからであり、彼らの向こう1年間の予想増益率は平均8%で、MSCIワールド・インデックスの2019年の予想増益率7%を若干上回っています<sup>3</sup>。見せかけの利益と呼ぶのは、市場コンセンサスの数値(および経営陣の報酬)を裏付けるために使用される「調整後」利益と損益計算書の実際のIFRS/GAAPベース<sup>4</sup>の利益に大きな乖離があるからです。過去3年間の調整後利益と実際の利益の差は米国のみで6,000億ドルに達し、前者が後者を年平均21%

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

「我々の主な懸念は  
バリュエーションから  
利益に移行」

<sup>1</sup> 出所：ファクトセット、2018年12月31日現在

<sup>2</sup> 出所：ファクトセット、2018年12月31日現在

<sup>3</sup> 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、2018年12月31日現在

<sup>4</sup> IFRS = 国際財務報告基準、GAAP = 一般に認められた会計原則

上回っています<sup>5</sup>。我々は押し上げられた利益により市場が割安に見えているにすぎないという事実を特に懸念します。予想PERではなく予想企業価値(EV)/EBITDA倍率<sup>6</sup>を見てみると、現在は9.2倍で過去平均を上回っており、更にPERが17.6倍<sup>7</sup>と高水準にあった2003年における9.0倍を、若干上回っています。足元では法人減税が増益に寄与してPERが抑えられていますが、負債が増えてEVが増加しているため、これについては後で詳しく説明します。EV/売上高倍率を見てみると、MSCIワールド・インデックスは1.8倍で、過去20年平均を依然として16%上回っています<sup>8</sup>。EV/売上高の割高性とPERの割安性は、現在の非常に高い利益率を反映していますが、これは特に米企業で顕著であり、高利益率、低税率、高レバレッジ(つまり低金利)などの要因がすべて重なり、利益に大きくプラスに作用しているように見られます。

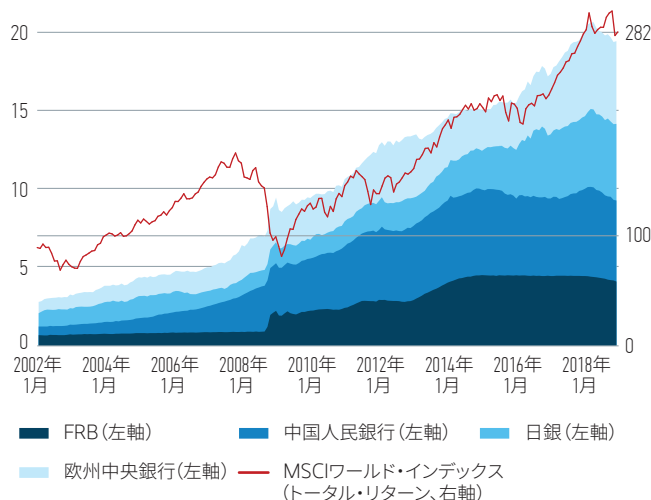
2019年の予想増益率が達成されるのか、これを上回るのかに関して特に優れた見識があるわけではありませんが、注視すべき主要なテーマに関して常に確固たる意見をもっています。足元の中国の経済成長の減速は利益に対するリスク要因であり、特に景気敏感企業に対する影響は大きいでしょう。また、ある程度リフレ政策が実施され成功することが不可欠です。リフレ政策が実施され、成功したとしても、効果が表れていない前半には、利益が伸び悩む可能性があります。前述の通り、米企業の利益率は非常に高く、高利益率を支える仕組みが確立されている一方で、高収益プラットフォーム企業の出現、および米国の政治システムが過去40年間にわたり労働者と消費者よりも資本を優遇する構造であったことを踏まえると、価格決定力がない企業は、労働力不足および関税の影響により、利益が圧迫される可能性があります。

全面的な貿易戦争、米連邦政府機関閉鎖の深刻化、中東の紛争、ユーロの崩壊などのテールリスク以外で、利益を間違いなく圧迫するのは、米国の大幅な景気減速または欧州のさらなる景気減速でしょう。米国では非常に長期にわたり景気回復が続き、回復が終焉を迎えていない一方で、米連邦準備制度理事会(FRB)の政策変更が非常に大きな懸念材料となる可能性があります。就任から1年を経過していないものの、パウエル議長は株式市場の足元の水準や、自国通貨が米ドルの影響を受けやすい米国外(新興国市場)の人々の行く末よりも、実体経済の状況を重視していると思われれます。したがってパウエル議長は米国経済の軟化を認識するまで、利上げと量的緩和縮小により、金融引き締めを継続する可能性が考えられます。軟化が見られた時点で引き締めを停止するでしょうが、それでは市場にとってタイミングが遅すぎる可能性があります。

2018年には4つの主要中央銀行のバランスシート(FRB、中国人民銀行、欧州中央銀行、日銀の合計)の規模がついに、世界金融危機後に大幅に拡大した後、縮小に転じました。これは、現在、世界において流動性が圧迫され、中央銀行(各行で違いがあるものの)がバランスシート縮小と利上げを行っていることを意味します。2009年の景気の底以来、資産価格が押し上げられ、その結果レバレッジが高まったのとは真逆と言えるでしょう。

## 「減益の可能性と流動性の逼迫が資産価格の下落要因に」

**図表1**  
中央銀行のバランスシートと  
MSCIワールド・インデックスのトータル・リターン



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

我々は、減益の可能性と流動性の逼迫が資産価格の下落要因になることを懸念しています。前述の通り2019年に利益予想が達成されるかは不透明ですが、明確なのは“世界が非対称”という事で、つまり好景気の増益余地よりも不況時の減益余地のほうが大きいと考えています。非対称はレバレッジにより増幅され、特に米企業のレバレッジはかつてなく高まっている事も、忘れられがちです。米企業は全体として適切なタイミングでレバレッジを高めることができず、世界金融危機の直前に最も顕著でした(つまり危機直前にレバレッジを高めていた)。足元の企業の債務水準、特にハイイールド債およびハイイールド債ぎりぎりの社債(または、利回りがそれほど高くないことから、我々が好んで呼ぶところのジャンク債またはジャンク債ぎりぎりの社債)が占める割合を踏まえると、米企業は利益を維持しなければならないと言えるでしょう。

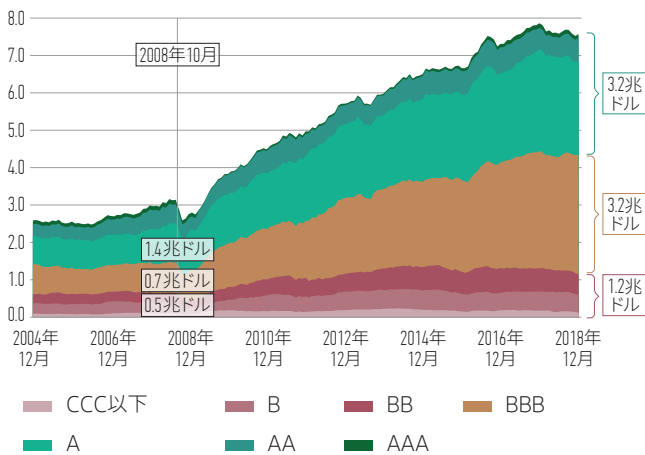
<sup>5</sup> 出所：ファクトセット、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、2018年12月31日現在

<sup>6</sup> EBITDA = 利払前・税引前・償却前利益

<sup>7</sup> 出所：ファクトセット、2018年12月31日現在

<sup>8</sup> 出所：ファクトセット、2018年12月31日現在

図表2  
米社債市場の内訳



出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、ファクトセット／ICE BofAML インデックス

我々はジャンク債ぎりぎりの社債(BBBなど)の見通しに特に懸念を抱いています。ジャンク債ぎりぎりの社債は社債増加の中心部分を占めており、2008年10月の7,000億ドルから現在の3兆ドルに大幅に増加しています<sup>9</sup>。さらに、ジャンク債ぎりぎりの社債(BBB)と実際のジャンク債(BB、B、CCCおよび以下)が米社債市場全体に占める比率は2008年10月の46%から58%に上昇しており<sup>10</sup>、社債市場全体のクオリティが低下しているのは明らかです。米企業

が大幅に減益となれば、BBBからジャンク債への格下げが大量に発生する可能性があります。現在は安定しているように見られるハイイールド債市場は、こうした予想を織り込んでいないと考えています。もし大量の格下げが発生し、特に減益と過度な債務という共通する原因を有する場合には、債券市場の大きな問題が必ず株式市場に波及することを、株式市場が思い知らされるのは間違いありません。

## 「反復的売上と価格決定力により、 景気後退局面でも売上と利益率を 維持し、利益を確保」

この不透明で非常に非対称な世界において、我々は複利のように利益を増幅できるコンパウンダー銘柄を評価し続けます。コンパウンダーは、反復的売上と価格決定力により、売上と利益率を維持し、景気後退局面でも利益を確保することができると想定されます。また、社債市場の流動性が逼迫しても、営業レバレッジと財務レバレッジが低い(つまり固定費用と負債が少ない)ことから、財務的に困難な状況に陥る可能性は低いでしょう。2018年第4四半期に市場が低迷したことから、我々のポートフォリオのバリュエーションは若干低下し、2019年の予想フリーキャッシュフロー利回りは現在5%を上回り、絶対ベースで下振れるリスクが低下しています<sup>11</sup>。

<sup>9</sup> 出所：ファクトセット、2018年12月31日現在

<sup>10</sup> 出所：ファクトセット、2018年12月31日現在

<sup>11</sup> 出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、2018年12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)