

2025年の株式市場見通し

2025年1月

インターナショナル・エクイティ運用チーム | モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント

不確実な世界で特定の市場をナビゲートする

2024年にMSCIワールドは19%（米ドルベース）上昇し、市場全体にとっては非常に好調な一年でした。これにより、過去6年間にリターンが年間で15%（米ドルベース）を超えたのは5回目となりました⁽¹⁾。しかし、2024年の19%のパフォーマンスのうち、約2割は「マグニフィセント・ワン（=エヌビディア）」によって創出されており、マグニフィセント・セブン全体では指數全体のパフォーマンスの約半分を牽引していました。つまり、指數を構成する全企業がまんべんなくリターンに貢献したというわけではありませんでした。また、地域別でも大きな差異が見られ、EAFFEが4%のリターンであったのに対し、米国はそれを20ポイント上回る24%のリターンでした。

2024年のリターンの源泉は、いくつかの要素に分解することができますが、その多くの部分は利益によって説明することができます。S&P500の2024年の予想EPSは2023年対比で12%上昇しましたが、これはマグニフィセント・ワン（=エヌビディア）の予想EPSが38%急増したことが大部分を占めており、S&P500のマグニフィセント・セブンを除く残りの493社の予想EPSの上昇はわずか6%でした。しかし、この米国のロングテール（マグニフィセント・セブンを除く493社）でさえ、EAFFEの予想EPSが2%減少した結果と比較すると、はるかに強いものがありました。

米国の経済成長の強さと同じくらい、強い米ドルも米国にとって追い風となりました。2024年の米国のGDP成長率は、ドイツと日本経済のマイナス成長とは対照的に、非常に健全な2.7%成長を達成しました⁽²⁾。

また、PERにおいても市場間で大きな差異が見られました。米国市場は12か月予想EPSに基づくPERが前年比で10%上昇し約22倍となり、マグニフィセント・セブンを除いたとしても19倍となりました。一方で、EAFFEのPERはわずか3%増の13.8倍となり、米国と比較するとEAFFEの株価は36%割安な状態となっており、これは過去最高の数値となっています。

今後の見通しとして、米国経済は他の先進国市場よりもその健全性が持続すると考えています。2025年の米国の予想GDP成長率は2%強と予想されており、住宅ローン契約や製造業PMI（購買担当者景気指数）の低迷など一部の分野で軟調が続いているにもかかわらず、米国の予想GDP成長率はEAFFEの2倍となっています。しかし、米国にとって経済成長の出発地点が既に高い水準にあることを考えると、過去2年に比べ、米国経済が成長するためのポジティブサプライズを見つけることは困難になるでしょう。

楽観主義者は、トランプ大統領が実行する可能性のある、法人税の減税、規制緩和、M&Aの自由化が企業の収益性を加速させる可能性を指摘しています。楽観視できる要素がある一方で、トランプ政策には、関税引き上げによる物価の上昇や、

※本書で言及されている個別銘柄は情報提供のみを目的としており、当該個別銘柄の推奨を目的としたものではありません。
1. 出所：FactSet、2024年12月31日現在。 2. 出所：ブルームバーグ、2024年12月31日現在。

移民の国外追放によって人件費が上昇する可能性があり、なかなか収束の兆しが見えないインフレをさらに悪化させる懸念もあります。足元の米国の政策環境は異常なほど流動的であり、また、次期政権の計画は明確さが欠如しており、実際にそれらを実施する能力が次期政権にあるか否かは次の次であると考えています。

経済的な要因で、本来意識しなければならないがさほど注目されていないのは、米国の財政赤字です。足元の米国の財政赤字額は、経済が完全雇用に近い好況にもかかわらずGDPに対して6~7%という、意外なほど高い水準で推移しています。マクロ経済の純粋主義者たちはカレツキ=レヴィ方程式を引用し、米国の財政的放漫さがいかに企業の利益率を高めているかを指摘しています。より具体的に言えば、米国の財政赤字はDOGE（政府効率化省、トランプ政権が設置）の取組みで大幅に削減される可能性があるものの、減税が遅れる場合には経済での需要が減退し、経済成長と企業利益に大きなマイナス効果が副作用的に表れる可能性があります。あるいは、既に36兆ドルに達する米債務がさらに増加し財政赤字が非常に高水準で維持されることで、長期国債の利回り上昇や、さらにはドル安を引き起こす可能性があります。連邦準備制度が金利を100ベーシスポイント（1%）引き下げるにもかかわらず、10年国債利回りが100ベーシスポイント上昇したことは、不吉な兆候かもしれません。

私たちが本当に懸念しているのは、米国（具体的にはSP500指数）の2025年の予想EPSが2024年対比で+15%が見込まれている中で、それをどのように達成していくのかという点です。マグニフィセント・セブンを除いても+13%の成長が見込まれており、つまり幅広い企業で成長が見込まれているということです。一方で、売上高は名目GDP成長率の予想に沿って5%の成長が見込まれているため、この2桁のEPS成長は、すでにほぼ過去最高水準にある利益率がさらに大幅に改善することを意味しています。これは、マグニフィセント・セブンを除いた場合でも同様です。

市場全体との相対パフォーマンスの観点では、安定した高クオリティのコンパウンダー企業に投資する投資家にとっては非常に苦難な時期でした。

なぜなら、コロナ禍後のインフレ環境下において低クオリティ企業も値上げがしやすい環境にあつたことで、これら企業の収益性が向上した事と、生成AIの興奮という2つの要素が、市場の堅調なパフォーマンスを後押ししていたからです。通常、ポートフォリオ企業の利益率は、それら企業の優れた価格決定力によって、株式指数よりも一貫して高く、安定していますが、足元の特異な環境下においては、非常に珍しいことではありますが、低クオリティ企業とポートフォリオ保有企業との利益率の差が縮小しています。

また、2024年の株式市場全体（MSCIワールド指数）との相対パフォーマンスという観点での難題はPERに関するものでした。ポートフォリオの予想EPSは強い米ドルの逆風にもかかわらず、株式指数全体と同水準で、7%成長を達成しました。ただ、バリュエーション面ではポートフォリオは1%のPER上昇に留まった一方で、株式指数は9%もPERが上昇したことと、ポートフォリオはアンダーパフォームしました。今後は、ポートフォリオはバリュエーション面で比較的優位な立場にあると考え、なぜなら、ポートフォリオ企業のはるかに高いクオリティと優れた売上成長見通しにもかかわらず、PERで見た市場対比のポートフォリオの割高度合いは22%（MSCIワールドのPER19.1倍に対して、ポートフォリオのPER23.2倍）と、過去10年間の範囲内で下限に近づいているからです。さらに、株価をフリーキャッシュフローで除した倍率で比較した場合、ポートフォリオの対株価指数の割高度合いはほぼ消失しており、足元ではわずか1%になっています。

健全な売上を背景にした信頼性ある利益成長

前述の通り、ポートフォリオのバリュエーション面における優位性をお話しさせて頂きましたが、ポートフォリオは利益の面でも優位な立場にあると言えるでしょう。保有銘柄の強力な価格決定力と継続的な売上を考慮すると、景気後退期においてもインデックスよりはるかに利益の耐久性があり、過去15年間で唯一の景気後退局面であったコロナ危機においてもその耐久性は示されました。

下落局面の到来の有無にかかわらず、絶対的および相対的、両方の側面においてパフォーマンス見込みが魅力的であるということです。コンセンサスでは、今後2年間でポートフォリオのEPS成長率を年間11%と予想しています。これは、年間7%の売上成長率の推定に基づいており、加えて、営業レバレッジ、買収、そして自社株買いによる4%のEPS成長が上乗せされることで達成可能と考えています。これは、株式指数で予想されている、利益率上昇期待に依存する年間12%のEPS成長よりも、はるかに信頼性が高いと考えています。株式指数は、売上成長がわずか5%に留まるとされている一方で、利益率が既にピークに近い状態では、7%の差分を埋めることは難しいと考えられるからです。

ノーベル賞を受賞した物理学者ニールス・ボーアおよび、野球殿堂入りを果たしたヨギ・ベラの両者は「予測は非常に難しい、特に未来については」と述べています。両者がこの主張をした背景は異なるものの、ニールス・ボーアとヨギ・ベラともに、2025年における予測が特に難しいという点では同意するでしょう。これは、地政学的リスクの高まりや米国の政策の不確実性に加えて、生成AIに対する予測が大きく異なるためです。しかし、市場がそのような疑念に悩まされている様子は見られず、株式市場の高いバリュエーションやVIX指数の値の低さ、そして最も顕著なのは、BBB格付けの社債スプレッドが今世紀で最も低い

水準にあることがその証拠であると考えます。このように、市場が世界の不安定さに無関心である中、堅実な売上成長と安定した利益を通じて、資産を着実に複利的に増やし、なおかつ適正なバリュエーションで取引されている当戦略は、お客様のポートフォリオにおいて、重要な役割をご提供できると考えています。

重要事項

当資料は、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モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの運用戦略に関し、情報提供を目的として作成した資料です。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示した記述内容、数値、図表等は、特に断りのない限り作成時点のものであり、事前の通知なしに変更、削除等されることがあります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆、保証するものではありません。当資料に記載されている個別銘柄・企業についてはあくまで説明の為に例示したものであり、特定の有価証券等の推奨又は勧誘を目的とするものではありません。当運用チームによる運用戦略のポートフォリオは日々運用されているため、資料内で保有または未保有との記載がある銘柄について現時点においても同様の状況であるとは限りません。当資料の投資対象が、お客様の投資目的や金融ポジション等からみて、適当でないことがあります。投資の決定は、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。お客様のご判断に基づき、必要に応じて専門家にご相談ください。弊社の事前の許可無く、当資料を第三者へ交付することはご遠慮ください。

お客様の判断に影響を及ぼす事となる特に重要な事項

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、金融商品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。

受託資産の運用に係る費用について

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

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。

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

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す）

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。

上記は、弊社の投資一任契約に関する業務に関連する情報提供であり、特定の投資信託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投資信託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。