

グローバル・エクイティ・オブザーバー

『誰も何も知らない』・・・しかし、 市場はこう考えている

インベストメント・インサイト | インターナショナル・エクイティ運用チーム | 2024年4月

次の有名な言葉は、脚本家のウィリアム・ゴールドマンの映画ビジネスについてのものです：「誰も何も知らない・・・映画業界全体を見渡しても、何が上手くいくかを確実に知っている人間は一人もない。毎回それは推測であり、もし上手くいったなら、それは経験によるものです。」

ゴールドマン氏は、「大統領の陰謀」、「マラソンマン」、「明日に向かって撃て!」、「ステップフォード・ワイフ」など、数々の古い名ヒット作の脚本家です。しかし彼の言葉の賢明さは、彼の最高傑作であり、(著者に言わせれば)間違いなく史上最高の映画である『プリンセス・ブライド・ストーリー』の、想像を絶する失敗が物語っています。『プリンセス・ブライド・ストーリー』は映画の公開時は失敗しましたが、その後カルト的な人気を獲得したのです。

2023年は、当惑させるような一連の社会規範の動きを考えると、「誰も何も知らない」という考え方を裏付ける年でした。景気後退の懸念から始まり、続いて長期的な金利の高止まりの予想となり、2023年末の米国のフェデラル・ファンド・レートの予想水準は4.5%から、3月までに5.5%に上昇しました。春にはシリコンバレー・バンクが破たんし、信用収縮が懸念されましたが、その懸念が和らぐにつれ市場は、人工知能(AI)主導による生産性向上ブームへの期待感に沸きました。秋には、より高い金利が長期化するとの観測が、より強く復活し、2024年末のフェデラル・ファンド・レートの予想水準が5%に近づき、株式市場は低迷しました。その後、米国連邦準備制度理事会(FRB)が突然政策の基調を転換し、2024年に6～7回の利下げを実施するとの見方が強まったため、株式市場は9週連続で上昇して、2023年の年末を迎えました。

物理学者のニールス・ボーアが、「予測、特に未来についての予測は非常に難しい」と断言したのは、確かに正しかったのです。長く続いたパンデミックの影響が、まだ経済情勢に残っているため、現在は、通常よりも予測が更に困難な状況です。供給サイドの大混乱と、需要サイドの政府による大規模な介入は、いまだ大きな波紋を広げています。パンデミックの期間は、物への支出が急増し、経済活動が通常に戻った後はサービスへの支出に切り替わりましたが、結果としてパンデミックの期間には供給問題もあって、製品、特に自動車価格にインフレが発生しました。その後、パンデミック

筆者



BRUNO PAULSON
マネージング・ディレクター

「長期的に見れば、
市場が変動した
時の秘訣は、
—いつもの事ですが—
保有し続けて、
健全な絶対リターン
を長期的に挙げる
ことと言えます。」

期間中に削減した従業員を再雇用するため、企業はより高い賃金を支払わなければならない、今度はサービスにインフレが生じました。製品からサービスへの支出の転換は、景気を予測するために使われてきた製品に関する先行指標が、2023年に景気後退に陥ることを誤って示唆していたことを意味しています。同時に、アナリストたちは、パンデミックの間に米国で積み上げられた「過剰貯蓄」（政府による巨額の景気刺激策のおかげ）が、現在の非常に低い貯蓄率とそれに伴う高い消費水準を、いつまで継続させることができるのかを計算しようとしています。これらに加えて、私たちは、ウクライナ戦争に端を発した欧州のエネルギーショックの影響や、中東の紛争が拡大する可能性などの不確定要素について考える必要があります。

前向きな性格の方なら、2024年に向けて多くのプラス材料を挙げることができるでしょう。現在、インフレ率は急速に低下しているようですが、米国では失業率が大幅に上昇することなく4%を下回っています¹。米国の2023年の実質国内総生産（GDP）は+2.5%でしたが、2022年後半時点ではほぼゼロに近い予想値でした²。2024年のGDP予想値は+1.3%に上昇し、夏に予想されたGDP予想値の2倍になりました。また、実質賃金の上昇に支えられたためか、消費者信頼感指数はついに、改善しています。インフレ議論に関して、「過度的派（歳出継続・利下げを推奨）」が勝利しているようですが、FRBが最近ハト派的なトーンを示しているのもそのためでしょう。生成AIは、生産性向上ブーム（インフレの抑制につながる）の到来を予感させます。そして短期的には、ハイパー・スケーラー（100万台規模のサーバーリソースを保有する企業）が、需要に対応するためデータセンターを必死で拡張し、米国の「CHIPS and Science Act（通称：CHIPS法）」、及びそれらに相当する米国外の法律が半導体工場の増設を奨励したため、設備投資ブームが起きました。「マグニフィセント・セブン³」又は少なくとも2023年に収益を伸ばした5社は、今後も利益増加の原動力となるはずで

もっと懸念を持った見方をすれば、飛行機が滑走路の手前に着陸したり、滑走路を越えたりする可能性があるため、米国は渴望するソフトランディングをまだ完了していない状態です。ソフトランディングの実例は少なく、第二次世界大戦以降、米国の金融引き締め期間の4分の3は景気後退に終わっています。労働市場は依然としてタイトで、失業率は4%を下回り、アトランタ連邦準備銀行が示す賃金上昇率は5%を超えています。そのため、すでにインフレがゼロ

に近づいている製品の部門と比べると、サービス部門のインフレを克服するのは困難でしょう。

会計帳簿の反対側（負債側）では、最近の525ベースの利上げの悪影響は、まだ顕在化する可能性があります。歴史的に1年から2年のタイムラグがあるため、「フリーマネー」の世界から離れたところで、金融システム上でまだ何か事件が発生するかもしれません。米国以外の国も、状況は楽観的ではありません。欧州経済は失速寸前で、2024年のGDP成長率が-1%を下回る事が織り込まれ始めています。そして、購買担当者景気指数はマイナス圏にあります。中国は、数十年にわたる不動産ブームの大きな後遺症と、長期化する可能性がある消費者心理の悪化（住宅価格と株価の下落が相まって、最近のパンデミックの打撃の後、さらに家計の財産に悪影響を与えるため）と格闘し続けています。さらに、インフレ率の低下が続けば、景気後退が回避されたとしても企業は値上げに苦戦し、特に賃上げが続いていることが明確になると、企業の利益率を圧迫する可能性があります。これに加えて、地政学的に不安定な環境を考慮する必要があり、特に今年は64カ国で選挙があり、20億人が投票します。

世界経済が最終的に「晴れ」か「曇り」のどちらに位置づけられるか、私たちは明確な見解を持っていません。しかし、株式市場は明らかに、「晴れ」を織り込んでおり我々は考えます。MSCIワールド指数の予想EPSは、2024年に10%近く、2025年には11%以上上昇すると予想されています⁴。しかし、先進国の2024年の名目GDPの成長率の予想値が+3%~4%であることを考えると、この予想EPSの達成は難しいと思われ、また企業の利益率は、現在のピークに近い水準から、さらに上昇が必要であることを示唆しています。マイナス面では、第二次世界大戦以降の米国の景気後退の11回すべてにおいて、S&P500株価指数は2桁の下落率を記録し、平均すると30%下落しています⁵。またこれらの潜在的に楽観的な予想EPSに基づいてさえ、予想PER（株価収益率）は高く見えます。2023年末時点でMSCIワールド指数は、12ヶ月先の予想EPSに対するPERが17.3倍で、S&P500は、実績EPSに対するPERが20倍でした。話題の多い「マグニフィセント・セブン」の銘柄を除いても、MSCIワールド指数の予想PERは15.9倍で、成長著しい7銘柄を含めると、予想PERは2003年から2019年の平均を10%以上上回っていました（12月末時点）⁶。野心的な予想EPSと、高い水準の予想PERのため、株価の上昇余地は限定的であり、一方で、景気後退に陥れば下振れする可能性は十分にある

¹ 出所：FactSet

² 出所：Bloomberg

³ Alphabet、Amazon、Apple、Meta、Microsoft、Nvidia及びTesla

⁴ 出所：FactSet

⁵ 全米経済研究所

⁶ 出所：FactSet

ため、好ましく無い偏った状況にあると言えます。2023年の株式市場の活況は、未来のリターンを前倒して拝借しただけなのかもしれない。

ギリシャの哲学者のプラトンによれば、彼の師のソクラテスは「私が知っていることは唯一つ。それは私が何も知らないということであり、自分の無知を知っているという点で、私は最も賢い人間であるといえる」と主張しました。もし彼がアテナで処刑されることなく（奇跡的に）21世紀まで生きていたとしたら、ソクラテスはコンパウンダー企業に投資したことでしょう。ソクラテスは、自分以外の誰よりも賢いと主張するほど傲慢でしたが、向上するマクロ環境に賭けるのではなく、「価格決定力」と「継続的な売上」を持つ企業に投資する謙虚さは、持ち合わせていたことでしょう。そのような企業は、2020年のような景気後退期においても堅実な収益を稼ぎ、そして2022年のような予想PERが低下する局面においては、予想PERの低下は限定的でした（元より妥当な水準であったため）。このような投資手法は、市場の熱狂に一致するとは限らず、2023年においては正に、一致していませんでした。なお2023年のパフォーマンスの「10%台後半の絶対リターン」は、私たちが従来から意識する水準で、完全に健全でした。私たちの投資手法を考えると、短期的な対ベンチマークリターンをコントロールすることはできません。長期的に見れば、市場が変動した時の秘訣は、一いつもの事ですが一保有し続けて、健全な絶対リターンを長期的に挙げることと言えます。

私たちのグローバル・ポートフォリオにおいては、ディフェンシブな生活必需品セクターと、ヘルスケア・セクターのコンパウンダー企業を保有し、この2セクターは対MSCIワールド指数でオーバーウェイトであり、一方で2023年には2セクターともにMSCIワールド指数を20%以上アンダーパフォームしたため、オーバーウェイトは足を引っ張ることとなりました。これらのディフェンシブ・セクターのオーバーウェイトは、裏を返せば、60%以上のリターンを上げた「マグニフィセント・セブン」銘柄をアンダーウェイトしたということです。私たちのポートフォリオでは、7つの銘柄のうち1つか2つしか保有していないため、MSCIワールド指数をアンダーパフォームしました。しかし、私たちの投資哲学では、「マグニフィセント・セブン」銘柄のいくつかに投資することはできません。eコマースとクラウド・コンピューティング（他にベンチャー事業も進めている）に注力する米国の多国籍テクノロジー企業は、株式報酬を差し引くと、大きなフリー・キャッシュ・

フローを継続的に生み出しているとは言えず、投下資本利益率も低水準です。米国のソーシャルメディア企業は、予想EPSが2021年後半には16ドル、2022年末には8ドルへ下落、そして昨年には上昇し、上下しました。更に長期的なビジネスモデルやガバナンスに対する疑念があります。一方、アメリカの多国籍自動車・クリーンエネルギー企業は、2023年に株価が2倍になりましたが、その年の予想EPSはピーク時から半減しました。その他では、バリュエーションに関する懸念がより大きいといえます。米国のグラフィック・プロセッシング・ユニットと集積回路システムの会社の株価は、売上の27倍に達しています。また、旨味のありそうな多国籍テクノロジー企業の30倍の予想PERは、定期的なサービス収入の増加は評価されるものの、利益成長に苦勞し、単一製品に依存している事を勘案すれば、割高に思えます。これらの企業が、今後、素晴らしいリターンを生み出さないという意味ではなく、EPSとPERの両方の持続性という二重の懸念点から、私たちの高クオリティなポートフォリオの運用手法に、これらの企業は適していないということです。この投資哲学と運用手法を厳格に守ることが、四半世紀以上にわたって資産の増幅に成功してきた基本であり、私たちはこれからも守り続けるつもりです。皆様も是非そうしてください・・・『プリンセス・ブライド・ストーリー』を観ながら。

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2024年1月に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の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0.825% (税抜0.75%) 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 (税込0.825%) と上記投資信託の信託報酬 (税込0.055%) の合計は、0.88% (年率、税込) 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