

グローバル・エクイティ・オブザーバー

# まだ危機を脱したわけではない

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2月

1月に市場は反発し、MSCIワールド・インデックスは8%近く上昇しました。公正に見て、市場回復の背景には好材料がいくつかあることは確かです。2018年第4四半期、市場に忍び寄った3匹の狼が貿易戦争、中国および米連邦準備制度理事会（FRB）であったことに疑いはなく、これらすべてが1月の反発の要因となりました。米中間の貿易交渉は改善傾向に転じ、中国は成長の回復を目指して景気刺激策の本格導入を始動しました。最も劇的だったのは、米雇用統計が非常に好調な内容であり、雇用者数が30万人を上回ったにもかかわらず、狼から赤頭巾を救う木こりの如くパウエルFRB議長が1月にハト派姿勢を示し、市場だけでなく経験豊富なFEDウォッチャーさえも驚かせたことです<sup>1</sup>。

これら3要因には改善が見られるものの、狼は未だ退治されず、赤頭巾は危機の只中であるとの我々の慎重な見方は変わっていません。この2年間で我々は米国の貿易政策の進展を予想することは不可能であるとの教訓を得ました。また、3月1日が発動期限である対中国追加関税の「爆弾」を処理するための道のりは長いと言えます。さらに、貿易の長期的かつ主要な脅威は、工業製品や農産物の関税よりもテクノロジー分野を巡るものになると予想されます。関税に関する交渉は間違いなく可能ですが、テクノロジー分野で交渉を成功させるのは格段に困難です。昨今の米国の政治的傾向として、覇者米国と挑戦者中国の主戦場はテクノロジーに移行しています。ファーウェイのCFOがカナダで逮捕されたことは、この緊張の高まりの一つの兆候であり、世界的なテクノロジーのバリューチェーンが二つの別のシステムに分断されるかもしれず、テクノロジーのハードウェア・セクターに非常に大きな影響を及ぼします。

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

「10–12月期に  
市場に忍び寄った  
3匹の狼（貿易戦争、  
中国およびFRB）が  
1月の反発の要因」

<sup>1</sup> 出所：アメリカ合衆国労働省労働統計局、2019年2月1日

同様に、中国の景気刺激策が効果を上げるのか定かではありません。中国政府は、これまでリフレ策を成功させつつ世界経済をけん引してきましたが（世界金融危機後が最も顕著）、中国経済の規模が拡大し、複雑化し、債務が膨張するにつれ、それも一段と困難になるでしょう。また、中国は今年国内消費重視を打ち出しており、中国以外の国はさほど恩恵を受けない可能性があります。

FRBのハト派姿勢は資産市場に当然プラスに作用します。一方で、自動的な金融引き締めが起こる懸念が後退する中、労働力が不足すれば、FRBは大幅な引き締めに踏み切るのを余儀なくされるでしょう。足元で失業率は4%に低下し、賃金は低賃金層を中心に徐々に上昇しています<sup>2</sup>。

1月の反発および赤頭巾の安全に関する我々の警戒は、前述の3つの懸念、すなわち3匹の狼を巡るものだけではありません。新たな狼は、世界経済の同時減速だと考えられます。米国の減税効果は薄れ、欧州の成長率は非常に低水準にとどまり（予想指標である購買担当者景況指数（PMI）は2013年7月以来の最低水準<sup>3</sup>）、中国では景気刺激策導入の効果がまだ現れていません。足元の景気減速が企業収益に及ぼす影響が心配されます。米国では利益率に低下圧力がかかっており、第1四半期にはコスト上昇圧力を受けて前年同期比で減益が見込まれ、状況に追い打ちをかけています。2019年

にMSCIワールド・インデックスが6%の増益、米国が第4四半期までに10%超の増益になるという今年の好調な成長予想は、多分達成されないでしょう。

## 「世界経済の同時減速が 企業収益に及ぼす影響を懸念」

1月に利益予想が特に米国で引き下げられたことを踏まえると、1月の市場の反発は完全にバリュエーションの上昇によるものです。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13.4倍から14.5倍に上昇しました。利益が実際に達成されるならば、PERは過去の水準よりも特に高いわけではありませんが、鈍化している世界経済を鑑みるにその達成は不確実です。市場は緩やかな景気減速しか織り込んでおらず、自己資本比率の低い企業はより深刻な景気後退に対し備えができていません。我々は利益見通しに関して懸念を抱いており、複利のように利益を増幅できるコンパウンダーを評価し続けます。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、利益を確保することができます。また、社債市場の流動性が逼迫しても、財務的に困難な状況に比較的耐性があるでしょう。

<sup>2</sup> 出所：アメリカ合衆国労働省労働統計局、2019年2月1日

<sup>3</sup> 出所：IHSマークイット社、2019年1月31日

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、投資信託財産に間接的にご負担いただきます

ー 組入有価証券を売買する際に生じる取引費用

ー 外貨建資産の保管費用

ー 信託事務の処理に要する諸費用

ー 受託会社の立替えた立替金の利息

ー 投資信託財産に関する租税

ー 投資信託財産に係る監査報酬

ー 法律顧問に対する報酬

ー 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

ー 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

ー 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)