

## 我々の知る投資環境は根本から 変化したのか？

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7月

MSCIワールド・インデックスは過去半年間に、米ドル・ベースで0.4%、現地通貨ベースで1.3%の上昇となりました。パフォーマンスの面では、サッカーワールドカップのイングランド対ベルギー戦のようにさえませんでした。現実の投資環境においてはこれほどまでに大きな変化を見ることはないでしょう。2009年から2016年にかけて投資環境を形成した多くの状況が、過去1年半の間に根本から変化しています。足元でも市場においてこうした変化が段々と進行しています。

### 現在、バリュエーションではなく利益が重要

2011年から2016年の間にMSCIワールド・インデックス構成銘柄の利益は、減少ではなかったものの、おおむね横ばいに推移しました。どの地域でも一株当たり利益 (EPS) が減少したものの、米国を中心に自社株買いがEPSを下支えました。予想株価収益率 (PER) が2009年9月の10.5倍から2015年4月には17.2倍に上昇する中、株価は上昇しました。2016年以降は利益が株価上昇の牽引役となった一方で、12カ月先予想利益ベースPERは15.1倍に低下しました。

金融緩和が緩やかに縮小され、バリュエーションが過去最高水準にある事を勘案すると、今後、引き続き利益増加が市場パフォーマンスの主な牽引役である可能性が高いでしょう。2018年の予想利益は米国の税制改革の恩恵を受けていますが、一回限りのものであり、足元の数値に織り込まれています。税制改革で手にした資金を企業が設備投資に使うならば、中期的には生産性向上の恩恵を受けるかもしれません。しかし、当面の間、米国のみならず欧州と日本において、個人支出が増益の主な牽引役となる必要があります。家計の借金の増加ではなく、賃金上昇により個人支出が増えるのであれ

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**

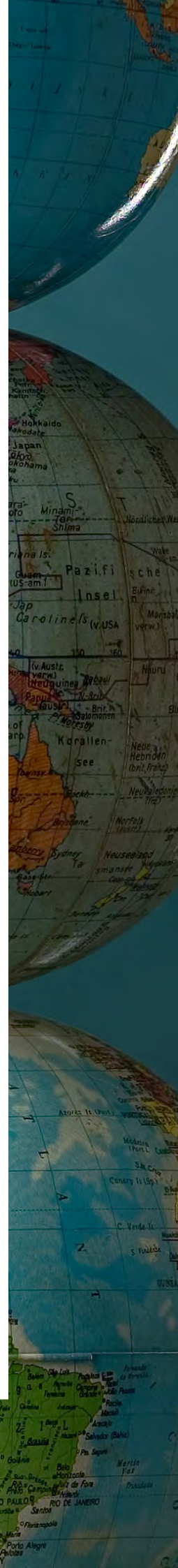
マネージング・ディレクター



**DIRK  
HOFFMANN-BECKING**

エグゼクティブ・ディレクター

「投資環境を形成した多くの  
状況が根本から変化し  
ています」



ば、増益がさらに持続するでしょう。フィリップス曲線が賃金上昇を予想できないことは、賃金のパターンに変化が起きており、それが十分に理解されておらず、利益予想が一段と難しくなっていることを示唆しています。

## 「米国のみならず欧州と日本において、個人支出が増益の主な牽引役となる必要があります」

### 中国における債務削減

過去10年間にクレジット・インパルス（新規貸出の伸び率）が最も上昇したのは、連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、日銀ではなく、中国でした。他の地域では金融緩和により金融システムがたびたび目詰まりを起こしていた一方で、中国では中国人民銀行が銀行と企業に貸出と借入を命じる権限を有しています。資本注入は2009年と2015～2016年に二つのピークを迎えました。これは、輸出需要と個人需要が鈍化する中（国内総生産（GDP）の35%弱まで縮小）、中国政府がGDP成長率目標を維持しようとしたことが背景となっています。2017年には個人消費がGDPの39%を占め、GDP成長に対する寄与度は60%を上回っています。個人消費の高まりと、企業の借入が過剰で、同国経済の一部に非効率に配分されているという認識が重なり、世界経済の成長が予想を下回っても、中国政府が過去と同様な規模の金融緩和に乗り出す可能性は低くなっています。

### 原油減産と中央銀行による金融引き締め の同時進行

過去10年間に原油価格は上昇と下落が交錯しました。こうした上下の動きは各業界のパフォーマンスに相対的に影響を及ぼしましたが、市場全体の方向性に影響を与えた訳ではありません。原油価格上昇が流動性の縮小に及ぼす影響が、中央銀行の金融緩

和により相殺されたことが一因であると我々は考えています。2018年には、原油価格が上昇する一方で、中央銀行は量的緩和を徐々に縮小する状況になっています。

## 「『自国優先』政策を掲げる政府を選択する国が増えています」

### 反グローバリゼーションを掲げる政治

金融危機後、世界各国は今まで、世界経済の拡大を後押しするグローバルサプライチェーンの維持に懸命に取り組んできました。G7およびG20加盟国は、1929年の世界恐慌後のような保護貿易主義に陥るのを回避しようという認識を共有していました。こうした共通認識は徐々に失われつつあります。ドナルド・トランプ大統領は米国のために保護貿易主義政策を実施するという負託を国民から受けています。「自国優先」政策を掲げる政府を選択する国が増えており、最近の例としてイタリアとメキシコが挙げられます。同時に、欧州連合（EU）、世界貿易機関（WTO）などの多国参加型政治組織は、自らの主張の理解を得ることがますます困難になっています。新たな関税が米国および世界のGDP成長に及ぼす直接の影響は、規模の点から当分の間あまり大きくないものの、問題は、効率的なグローバルサプライチェーンが国または地域のサプライチェーンに置き換わる中で、企業がこうした大きな影響を乗り越え、利益を維持できるのかという事です。タイムラー、ハーレーダビッドソン、ブラウン・フォーマンの最近の発表は、このような問題が予想よりも早く起きる可能性があることを示唆しています。

### データの機密性に対する消費者の反発

我々の“重大シフトのリスト”は網羅的とは言えないものの、最後に挙げられるのはデータ保護に対する消費者の態度の変化です。データ保有への注目がますます高まっていますが、最も重要なのは、こうしたデータを

利用する側の能力が格段に高まっていることです。テクノロジー産業がどのようにデータを運用するのかだけではなく、消費者に最も近い産業がどのように消費者と交流していくのか、という事にも変化を及ぼす可能性が最も高い、新たな一連のルールが最終的に義務付けられるでしょう。EUの“一般データ保護規則（GDPR）”は、こうした移行における第一段階に過ぎないでしょう。

### 「ゼロ金利近辺での普通株式投資」の終焉

過去10年間に、実質リターンがゼロまたは一部マイナスのキャッシュ保有は優れた投資戦略でなかったため、市場は前述の多くの変化を軽視してきました。現在はこうした状況にないため、「ゼロ金利近辺での普通株式投資：There Is No Alternative（これ以外に選択肢はない）の頭文字をとってTINAと呼ばれる」はもはや通用しません。現在、米国10年債利回りは、2015年9月のゼロから2.3%に上昇しています。今後1年間の期待インフレ率が2.1%である中、キャッシュ保有で実質的にリターンを得られるのは2007年以降で初めてとなります<sup>3</sup>。これにより投資環境は根本的に変わり、リターンがリスクを上回る可能性が低いと考えるならば、投資家は投資を続ける必要がありません。

### クオリティと変化

市場環境は常に変化し、その変化が一段と激しくなる場合があります。長期的にリターンを維持するという観点から重要なのは、各トレンドの影響を予想できるかどうかではなく、投資先企業が一段と厳しい影響においても乗り切ることができる十分な態勢にあるかどうか見極めることです。

## 「優れた経営陣は市場環境の変化に対応するにはどのような変革が必要かをほぼ把握しています」

<sup>1</sup> 出所：UBS 2018年

<sup>2</sup> 出所：ブルームバーグ 2018年6月30日

<sup>3</sup> 出所：ブルームバーグ 2018年6月30日

我々のクオリティ基準で選好する企業は、優れた価格決定力と資本集約度の低さを背景に、高い投下資本利益率を維持できる企業です。このことは、販売量が減少したとしても、キャッシュフローが十分に潤沢であることを意味します。キャッシュフローが潤沢であれば、新たな環境に対して戦略と事業ポートフォリオを調整する選択肢を持つことができます。特定されたテールリスクに

さらされる可能性が高い企業を避けるよう我々は取り組んでいます。

優れた経営陣は市場環境の変化に対してどのような変革が必要かをほぼ把握していると我々は考えています。危機時に、過剰な借入に対して返済を迫られるか、根本的な再配置または再編に必要な資金を調達することができず、先に進めないことが多くあります。バランスシートが健全で、キャッ

シュ創出力の高い企業に投資することで、これらのまさに困難な状況を避けることができると考えています。経営陣を的確に審査するという難しい任務が残されますが、投資プロセスおよびESG（環境、社会およびガバナンス）の枠組みの重要な柱として、我々は20年以上にわたりこうした任務に取り組んできました。

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
- 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 (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](http://www.morganstanley.com/im/jp)