

グローバル・エクイティ・オブザーバー

巨大な歪み

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 | 2025年4月

「予測できないイベントだ、坊や、イベントだよ」— これは、英国の元首相ハロルド・マクミランが、若いジャーナリストから「政治家が最も恐れるものは何か？」と尋ねられた時に答えた言葉です。

私たちは現在、緊迫した予測不可能な状況に置かれています。東西の軍事的な緊張は高まり、中東は爆発寸前の危険な状態が続き、ロシアとウクライナの戦争は依然として緊張の中にあります。一方、ドナルド・トランプ前大統領は、上下両院で過半数を押えた共和党に後押しされ、ホワイトハウスに復帰しました。トランプ新政権が、経済や社会にどのような変化をもたらすか、世界中の注目が集まっています。

規制緩和、法人税減税、「アメリカ・ファースト」政策への期待から、株式市場はトランプ氏の勝利に素早く反応し、米国では「リスク・オン」による上昇とドル高が進みました。「トランプ・アジェンダ」は米国株式市場にとってプラスに働くかもしれませんが、多くの潜在的なマイナス要因もあります。特に、トランプ氏が提案した政策の多くに内在するインフレ・リスクはマイナス要因です。例えば、トランプ関税は消費者物価や企業のコストを押し上げる可能性があり、一方で大規模な移民の排斥は、米国内の労働コストを上昇させる可能性があります。インフレが発生した場合、米国連邦準備制度理事会（FRB）は現在の方針を変更し、金利を長期的に高く維持する必要性に迫られる可能性があり、潜在的に経済成長を抑制し、脆弱な企業のバランスシートを圧迫するかもしれません。さらに減税によって企業収益が増加し、その代償として、米国政府の財政赤字が増加する可能性もあります。そうなると、米国財政の持続可能性に対して、長期的な懸念が高まるでしょう。それらの結果として派生する対応政策とその影響が、どうであろうと、株式市場はさらに大きな不確実性に直面しつつあります。そして、その不確実性は、まだ株価には反映されていないように見えます。

巨大な歪み

現在起きている異常な状況は、政治に限ったことではありません。以前にも取り上げたように、投資家は、選択肢がますます狭くなる市場環境と戦わなければならなくなっています。MSCIワールド株価指数は、先進国の23カ国の大型株と中型株で構成され、世界の株価を代表する株価指数として設計されていますが、時価総額加重平均方式を採用しているため、歪みが大きくなっています。米国のハイテク大手（通称「マグニフィセント・セブン」）主導の株価上昇により、米国株式の構成比率が指数全体の70%を占めるまでに

筆者



BRUNO PAULSON
マネージング・ディレクター

「...株式市場は、さらに大きな不確実性に直面しつつあります。そして、その不確実性は、まだ株価には反映されていないように見えます...」

なっているのです。¹ 株価指数の歪みは、株価のバリュエーションに影響します。MSCIワールド株価指数の時価総額の25%を占め、ほぼ全てがハイテクまたはハイテク関連企業である構成銘柄上位10社の株価は、12ヵ月先の予想企業利益の平均34倍にも達しています。² これをMSCIワールド株価指数全体と比較すると、MSCIワールド株価指数の水準は12ヵ月先の予想利益の19倍となり、歴史的な高値に近い水準で取引されていますが、イコール・ウェイトの株価指数では15倍、米国以外の地域は14倍に過ぎません。このことから、バリュエーションに時価総額規模と地理的要因が大きく寄与していることが、明らかにみてとれます。³ MSCI米国株価指数とMSCIワールド株価指数（米国を除く）のバリュエーション・ギャップは、今世紀で最大の水準まで拡大しており、米国は他の地域に対して、50%以上のプレミアムで取引されていることがわかります。⁴

株価指数に極めて近い運用を行う投資家は要注意

株価指数に連動する運用成果を目指すファンド・マネージャーにとって、最近偏重されるトラッキング・エラー重視の運用アプローチは、見た目ほど絶対的リスクが低いわけではなく、実際には非常にリスクが高い可能性があります。私たちの経験では、企業の堅調な利益成長が続く限り、株式市場は高い予想株価収益率を気にしない傾向があります。しかし、企業利益の低下や減速があれば問題が生じる可能性があり、特に構成上位銘柄で歪んだ株価指数が完璧な利益成長期待を織り込んでいるように見える状況では、なおさらです。

2024年9月の「グローバル・エクイティ・オブザーバー：「独力で考える」（Independent Thinking）」で説明したように、私たちは常に株価指数に対して懐疑的でした。株価指数は分散されているように見えますが、投資家を現在の勝組銘柄に集中投資させる可能性があります。これは、振り子がどこに振れたかを追いかけているだけで、これからどこに振れるかを考えていないことになります。株価指数は企業のクオリティとバリュエーションを無視し、企業に対する確信よりも時価総額の規模を優先しています。これでは全ての銘柄を―“無差別に” 所有することになり、私たちの長期的に絶対的リターンを追求する投資アプローチに合致しません。

アクティブ運用のケース・スタディ

アクティブ運用マネージャーとして、最近の株式市場の歪みは、私たちのポートフォリオに好機をもたらしました。結果として、魅力的なバリュエーションでいくつかの銘柄を新たに購入することができました。これらの企業の予想株価収益率は、株式市場全体と同水準でありながら、投下資本利益率と売上粗利益率は、市場平均の2倍以上もあるのです。（これらは、私たちが重視する高クオリティ企業の特徴です。）例えば、米国の自動車部品の大手小売企業は、卓越した資本配分の実績を示しています。また、ネットワーク効果により、参入障壁が非常に高い米国の大手先物取引所などが挙げられます。⁵ 売上高に目を向けると、今年に入ってバリュエーションが上昇し、企業のファンダメンタルズを注意深く見直した結果、予想株価収益率（PER）や事業のクオリティのいずれかが、保有を続けるには、もはや正当化できないと判断した一部の銘柄は売却しました。

ベンチマークにとらわれない私たちの投資アプローチは、厳格なファンダメンタルズ分析に基づいています。四半世紀以上にわたって高クオリティ投資を行ってきた私たちは、あらゆる事態を乗り越えてきました。― すなわち、不況や戦争から、信用危機、パンデミック、インフレとデフレ、そして現在までの5人の米国外大統領に至るまで。この28年間、私たちは企業のクオリティの不断の追求と割高な投資を避けるというコミットメントを中心に、規律ある投資哲学を貫いてきました。このような異常な時代であっても、私たちは強力な長期的パフォーマンスの原動力となるもの、― すなわち、高クオリティ企業のファンダメンタルズの複利的効果に焦点を当てています。

¹ 出所: FactSet、データは2024年11月29日現在。

² 出所: FactSet、2024年11月29日現在。12ヵ月先の予想企業利益は推定値。

³ 出所: FactSet、2024年11月29日現在。12ヵ月先の予想企業利益は推定値。

⁴ 出所: FactSet、2024年11月29日現在。

⁵ 出所: FactSet、MSIM Research

すべての情報は情報提供のみを目的としており、記載された銘柄の売買を推奨するものではありません。記載された保有銘柄は、投資されたすべての銘柄を表すものではありません。

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12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をご遠慮下さい。

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	0.880% (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