

生活必需品企業の価格決定力

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5月

生活必需品セクターの年初来リターンは-7.2%となり、MSCIワールド・インデックスが-0.1%と横ばいであったのに対して大きくアンダーパフォームしました。生活必需品企業の価格決定力が低下しているのか、市場は疑問を抱き始めています。その原因となったのは、生活必需品セクター1-3月期決算発表で、食品・HPC（家庭用品・パーソナルケア用品）のグローバル企業の価格変化が横ばいから-1%であったと大きく報じられたことでした。しかし、我々は価格決定力に重大な変化があったとは思っていません。

価格決定力が低下しているかどうかを判断するには、正確な定義が必要です。企業がコスト・インフレを回収できる価格を設定できる場合、その企業は基本的に価格決定力を有していると我々は考えています。我々が保有する生活必需品銘柄の商品の価格は、過去10年間にわたり、農産物バスケットの価格変動を反映し続けていることを我々は発見しました。すなわちユニリーバとレキットベンキーズは、生産性向上と製品構成の改善によって粗利益率を上昇させました。両社の粗利益率は、3年前、5年前、10年前よりも上昇しています。

米国の電子商取引とハードディスカунター（超安売り業者）が価格決定の動向に影響を及ぼしていることは、欧州での20年間にわたる経験から明白です。価格決定の動向には価格の透明性の向上が影響しており、具体的には、価格戦略が特売からエブリデー・ロー・プライス（毎日低価格で販売）に移行しています。この移行

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

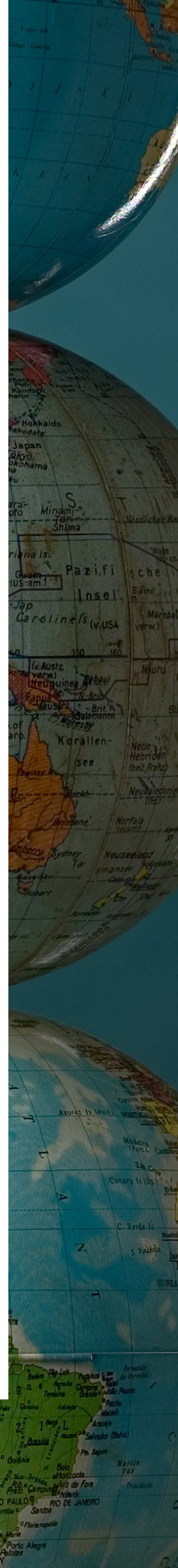
マネージング・ディレクター



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**

エグゼクティブ・ディレクター

「生産性向上と製品構成の
改善が粗利益率上昇に
寄与」



の過程において価格決定力が弱まることから、我々は米国の食品・HPC製品の比重の高い銘柄をポートフォリオに組み入れていません。しかし、我々の主要保有銘柄であるレキットベンキーザーとユニリーバは、ハードディスカウンターの影響を受けているにもかかわらず、過去20年間にわたり売上と利益を複利のように増幅させることができました。第一に、両社は各商品カテゴリーにおいて1位または2位のブランドを有しています。第二に、新興国市場でプレゼンスを高めてきました（ユニリーバの売上高の59%、レキットベンキーザーの39%を新興国市場が占めています）。

新興国市場に対するエクスポージャーの高い企業の価格決定力は、事実上、米ドル安の影響を受けました。ここ数四半期にわた

り、米ドルが新興国通貨に対して下落したため、新興国市場における売上高は米ドル建てでは急増しました。主要な原材料が米ドル建てであることから、新興国市場通貨の上昇によるコスト・インフレは生じていません。そのため、米国の生活必需品企業は、粗利益率を維持するために値上げする必要がなく、現地通貨ベースでは新興国における販売価格が下落した場合であっても、足元の販売量が過去4年間で最高水準に達した事もあって、粗利益は上昇しました。以上は米国企業に当てはまるもので、一方でレキットベンキーザー、ユニリーバといった欧州企業の決算は英ポンドやユーロ建てなので事態は一段と複雑になり、上述した米ドル安による“米ドル建て売上高の増加”は為替動向の関係で不明瞭になり、価格決定力には貢献していません。

「自社ブランドの価格決定力を維持するための重要な施策として、十分な投資と多額の広告支出が挙げられます」

以上を踏まえて言えるのは、レキットベンキーザーとユニリーバは、重要施策である十分な投資と多額の広告支出を行っており、それによってハードディスカウンターと電子商取引が台頭する中でも自社ブランドの価格決定力を維持しているという事です。両社は複利のように利益を増幅し続けることができると考えています。

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

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

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