

グローバル・エクイティ・オブザーバー

未来を紐解くーコロナ後の世界

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 | 2020年6月

我々のグローバル戦略はレジリエンスそのものです。我々は自宅からの勤務を円滑に行っており運用チームはレジリエントです。また、運用プロセスもレジリエントであり、資本の恒久的な崩壊を避けられるよう、ポートフォリオに組み入れられた企業がコンパウンド(高い投下資本利益率を維持)できるかを分析しています。そして、おそらく最も重要なのは、ポートフォリオがレジリエントであるという点で、再び、苦しい環境下において、下値抵抗力をもたらしてくれました。

このレジリエンスは、2020年に我々のポートフォリオが何も変わっていないことを意味するものではありません。私たちは、3月のアップデートでCOVID-19についての考察アプローチを示しました。それは影響を3つの項目に分けたものです：

- まず、コロナウイルスによる直接の影響と、拡散を防ぐための努力措置による影響があります。
- 次に、間接的な影響で非常に深刻な景気後退が世界に見られるということです。
- 最後に、危機が完全に過ぎ去った後、世界がどのように変化するか、また、それらがどのような影響をセクターおよび個別企業に与えるかです。

我々の見解は、先進国市場がロックダウン(都市封鎖)を解除するにつれて、焦点は第1項目から第2項目に移行していますが、予想EPS(一株当たり利益)または予想PER(株価収益率)が先行する課題を反映しているとはとても思えません。第3項目にはまだ考えるべきことがたくさんありますが、ハイストリート(またはメインストリート)からデジタルストリートに移行する能力は、明確な差別化領域となるでしょう。

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
運用経験年数28年



BRUNO PAULSON
マネージング・ディレクター
運用経験年数26年

「ハイストリート(または
メインストリート)から
デジタルストリートに
移行する能力は、
明確な差別化領域と
なるでしょう。」



第1項目：直接の影響

我々は、3ヶ月のロックダウン（都市封鎖）と、ソーシャル・ディスタンシングによる、それに続く混乱の期間を仮定していましたが、それは依然として続いています。明らかに、いくつかのセクター、特に旅行、外食を伴う飲食業は重大な影響を受けており、緊急ではない病院における医療行為は先送りされています。潜在的に恩恵を受ける領域は少なく、食品小売、消毒用品、ソフトウェアなどです。前回のアップデートで述べたように、我々はバーとレストランにおける継続的な混乱に対する懸念から、収入の約半分を飲食店での酒類販売に占める、飲料企業へのエクスポージャーを削減しました。しかし、一般的には、先進国市場がロックダウンから抜け出すにつれて、我々の焦点は危機の直接的な影響から、それに伴う景気後退へと移行してきました。

「回復の始まりは
急なものかもしれませんが、
多大な傷跡を残しています。」

第2項目：景気後退

いまや、「V」、「U」、「W」、「スーシェ」（ナイキのロゴマークの形）、「さかさ平方根」など、経済回復の道筋の形状を推測する小規模な業界が存在します。「前例のない」という言葉が大いに使われてきましたが、これは、需要に対する前例のない打撃が、前例のないレベルの政府介入によって補償がなされたからです。ロックダウンが緩和され、店舗の再開に伴って抑えられていた消費が急回復し、経済回復の始まりは急なものかもしれませんが、第二波を心配する以前に、今回の危機では、米国で直近の10週間に4,000万件の失業保険申請があったように、多大な傷跡を残しています。我々はトップダウンのマクロアナリストではなく、クオリティに注目することから、性質的には保守的ですが、MSCIワールド・インデックスの2021年のEPS（一株当たり利益）は2019年の水準に対してわずか2%の下落にとどまるという市場コンセンサスは理解に苦しみます。

仮に我々が慎重すぎるだけで、2021年のEPS（一株当たり利益）が2019年の水準とほぼ一致したとして、それはCOVID-19が2年間の利益成長を失わせたことを意味しますが、MSCIワールド・インデックスは年初来わずか8%の株価下落にとどまっています。この控えめな下落は、MSCIワールド・インデックスが2020年のコンセンサスPER（株価収益率）が17倍であった年初のすでに割高だった市場水準からのものであり、（2019年と同じという）おそらく楽観的な2021年のコンセンサスEPSに基づくPERは、17倍を超えていることを意味します。株価低下の

要因はPER（株価収益率）の低下かEPS（一株当たり利益）の低下の2つだけであり、3月下旬以降MSCIワールド・インデックスの株価は35%上昇した今、我々はこの両方を警戒しています。

良いニュースとしては、我々のポートフォリオはインデックスに投資をしていないということです。その代わり、高クオリティ企業、つまり長期的に高い投下資本利益率を維持できる企業、すなわち、我々が好み、「コンパウンダー」と呼んでいる企業に投資をしています。それらの企業は再び相対的な強さを示しています。ロックダウン環境下においてもロックアウトされていません。コンパウンダーが通常どこで見つかるかを考えると、それは主に株式市場のいくつかの明確な分野であり、それはすなわち生活必需品、ソフトウェア&ITサービス、ヘルスケアです。我々のポートフォリオの80%以上はこれらの分野に集中しており、ブランド、ネットワーク、特許、ライセンスなどの無形資産を所有しているため、高い粗利益率に裏付けられた価格決定力を有しています。このようなレジリエント（回復力ある）特性が、今年に入ってから広範な市場に対する、相対的なアウトパフォームに寄与しています。

コンパウンダーが有するもう一つの利点は、現在のような困難な状況においても、その反復性ある収入のおかげで、引き続き、それら企業は求められているということです。患者は継続的に生理食塩水または透析を必要としていますし、人々は引き続きクリーニング用品からおむつに至るまで、日々の必需品を購入しています。そして、企業はITシステムに依存して業務と通信を行っています。コンパウンダーも急激な景気後退局面では利益の伸びは鈍化するかもしれませんが、主力製品の完全な注文のキャンセル、多額の貸し倒れ損失、もしくは商品価格の下落に直面した企業ほど劇的なものではありません。これら企業は営業レバレッジ（固定費が多い）の上に財務レバレッジをかけている（負債が多い）場合、すべての問題は深刻なものとなります。

「COVID-19では、顧客にとって
重要であること、市場への適切な
ルートを持つこと、ダイナミックで
柔軟性のあることの重要性が
明らかになりました。」

第3項目：コロナ後の世界

これまでのチームの主な焦点は、項目1と2の取り扱い、すなわち、健康危機と起こりうる経済危機の複合的な影響をモデル化し、それ以上に困難なシナリオ下でのストレステストをすること

でした。しかし、思考はより長期的な項目3へと向かって進んでいます。COVID-19とそれを抑制する努力は、顧客にとって重要であること、市場への適切なルートを持つこと、ダイナミックで柔軟性のあることの重要性を明白にしました。4月のアップデートで述べたように、ウィルスは特に経済のデジタル化に、アクセラレーター（加速装置）の役割を果たしています。「バーチャルストリート」に投資し、ビジネスをハイストリート（従来の実在の大通り）からオンライン化するというビジョンを持っていた人々は、その恩恵を得られています。今日では、誰もが自分オリジナルのランニングシューズを製作注文でき、世界中の商品を自宅から注文することができ、携帯電話のカメラを使って肌の調子を判別し自分に合った化粧品を注文することができ、自宅から仕事ができ、TeamsやZoomを使って協業でき、投資と貯蓄、支払いなどーすべてオンラインで行うことができます。仕事のやり方、買い物の仕方、学習方法、出会い方、楽しみ方や、身体を鍛えることですら、今まで想像もしなかったくらい短期間に、デジタル化はこれら全てにおいて何百万人もの人々が慣れ親しむ、新しい経路の習慣を生み出しました。

「デジタルな濠を構築できることは、
高クオリティのコンパウンダーに
とってますます不可欠な特性と
なっています。」

もし他の誰かができていることが、新技術に投資をしなかったことで、製品やサービスが顧客や消費者に到達されず、見られず、買われず、配送されることさえなかったものがあったならば、B2BであろうとB2Cであろうと、その会社は顧客や消費者にとって重要であり続けられません。投資家として、また、長期的なリスクと機会を理解しようとするポートフォリオ・マネジャーとして、我々にとっては常に、リターンを維持するために企業が顧客や消費者との関係を保つための投資をしなければならない、ということは明らかでした。我々は、25年以上にわたる我々の哲学として、常に高クオリティのコンパウンダーに投資をしてきましたが、我々がそれらの企業を見つけ出すセクターと、またそのために何に注意を払わなければいけなかったかが、四半世紀の間に変化しました。今日、フランチャイズを守り、強化し、拡張するために、場合によってはデジタルな濠を構築できることは、高クオリティのコンパウンダーにとってますます不可欠な特性となっています。

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	0.880% (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0.75% (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0.055% (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

ー 組入る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