

## グローバル・エクイティ・オブザーバー 複利効果

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 | 2024年5月

2024年1-3月期の株式市場は非常に好調でした。MSCIワールド指数は、前四半期（2023年10-12月期）の11%上昇に続き、9%上昇しました。株式市場の上昇は、予想利益の増加というよりは、株価収益率（PER）の上昇によるものです。MSCIワールド指数の今後12ヶ月間の予想株価収益率は、2022年9月の13.7倍に対して、3月末には18.6倍となっています。この水準は、コロナ禍の業績低迷期に（分母である予想利益が低下したために）達したピークに近く、また、2003年から2019年までの最高倍率である17倍を10%も上回っています<sup>1</sup>。

確かに予想利益は増加傾向にあり、年初来では2%、昨年1年間では8%増加しました<sup>2</sup>。しかし、2024年から2025年の経済予測が横ばいであることから、景気見通しの改善によるものではありません。時間の経過によって、高い利益予想が年の遅い時期に移ったためです。これらの「より高い後年」の予想利益は、すでに高水準にある売上利益率のさらなる上昇を前提としているため、私たちは懸念を抱いています。例えば、わずか年5%以下の売上増加で、年10%の利益増加が見込まれてしまうからです。MSCIワールド指数のEBIT（利払い前・税引き前利益）マージンは、すでにピークに達した2023年の15.7%から、2025年には17.2%になると予想されています。これまで通り、株式投資において損失を被る状況は2つしかありません。すなわち、利益が低下する状況か、株価収益率が低下する状況です。— 現在、私たちはその両方について懸念を抱いています<sup>3</sup>。

2023年は「マグニフィセント・セブン」が市場を席巻しました。2024年に入ると、「ファビュラス・フォー（素晴らしい4社）」が話題となり、「マグニフィセント・セブン」は分化しています。しかしながら実態は、2023年のプラス239%の株価上昇に引き続き2024年1-3月期には89%上昇して3月末に時価総額が2.3兆米ドルに達した、米国の画像処理・集積回路システム企業（オムニバス・ワンと揶揄される）がけん引

<sup>1</sup> FactSet, 2024年4月

<sup>2</sup> FactSet, 2024年4月

<sup>3</sup> FactSet, 2024年4月

筆者



BRUNO PAULSON  
マネージング・ディレクター

「私たちの対応策は、絶対リターンを重視し続け、長期的な複利効果を目指すことです。」

しました。MSCIワールド指数をベンチマークとする運用会社にとってこの銘柄を保有していないことは、2023年には155ベースのアンダーパフォーム要因、2024年1-3月期には151ベースのアンダーパフォーム要因となり、15ヶ月間で300ベース以上の影響を受けたこととなります。現在、MSCIワールド指数の時価総額上位5銘柄で同指数の17%を占めているため、同指数は変動率が高く、これら上位銘柄と相関性が高い傾向にあります<sup>4</sup>。

このような、一部の銘柄への集中による株式市場の活況は、特に対ベンチマークでは、運用者にとって厳しい投資環境を形成します。私たちの対応策は、絶対リターンを重視し続け、長期的な複利効果を目指すことです。

私たちは、グローバル・ポートフォリオに含まれる企業が将来的に、株主価値を年率で約10%増やし続けることを、目指しています。そのためには、投資先企業の売上が、景気サイクル期間の平均で、年率プラス5%～6%で確実に成長しなければなりません。更にEBITマージンが年に1%改善し、フリー・キャッシュフロー・コンバージョン（EBITがフリーキャッシュフローになる割合）がほぼ100%で、フリーキャッシュフローの増加率が4%であれば、私たちの描いたリターンが実現します。仮にフリー・キャッシュフローの増加分の半分を配当金に充て、残りを自社株買いか、買収によって1株当たり利益（EPS）を押し上げた場合、配当利回りは2%、ポートフォリオのEPS成長率は約8%となり、株主価値の全体の増加は10%になります。私たちは、現在の株式市場が、このような株主価値の増加を実現出来とは思えません。株式市場全体としては、好況の時は持ちこたえることができますが、不況の時には恐らく大きな打撃を受けることでしょう。米国の差し迫った景気後退の兆候は薄れつつありますが、心配なことは、コロナ禍の一時的な停滞を除けば15年間不況に陥っていないため、今後、不況がやってくるかもしれないということです。

将来のポートフォリオのリターンは、株主価値の増加だけではなく、株価収益率も要因の一つであり、現在の高いバリュエーションを考慮すると、株価収益率は、追い風よりも、逆風となる可能性が高いでしょう。短期的には、2022年の下落とその後の上昇に見られるように、株価収益率の変化によって、株式市場は変動するでしょう。私たちのフラッグシップ・ストラテジーもMSCIワールド指数も、株価収益率は過去と比較して高い水準にあります。私たちは、優れたキャッシュ・コンバージョンと、バリュエーションとクオリティの両面に重点を置いています。そのため、フリー・キャッシュフロー・ベースでは、私たちの戦略はMSCIワールド指数に対して約10%のプレミアムに過ぎません。投資企業のクオリティ

がMSCIワールド指数よりも遥かに高い事を勘案すれば、この割高性は全く問題無いと思われ<sup>5</sup>。

良いニュースは、ポートフォリオの株主価値が複利的に増加する場合は、長期的には複利効果が運用成果を高めるといことです。例えば、株価収益率が20%下がった場合、年率プラス10%で株主価値が増加しているポートフォリオの5年リターンは、（単純に計算して）年率6%に低下しますが、10年リターンは依然として賞賛に値する年率8%のままです。（株価が20%下落してから5年で50%増加、つまり5年で差し引き30%増加ならば年率+6%）（20%下落してから10年で100%増加、つまり10年で差し引き80%増加ならば年率+8%）対照的に、MSCIワールド指数は二重の脅威に直面しています。少なくとも株価収益率は低下し易く、予想利益はさらに脆弱といえます。この二重の脅威に対処するためには、企業のクオリティとバリュエーションの両方に「二重のこだわり」を持つことが、私たちには最善のアプローチであるように思えます。結局のところ、MSCIワールド指数が過去5ヶ月間で25%、過去1年半で50%のリターンを記録した後では、ポートフォリオを変更するよりも、従来の優良企業のポートフォリオを堅持の方が優先されるべきことでしょう<sup>6</sup>。

<sup>4</sup> FactSet, 2024年4月

<sup>5</sup> モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント及びFactSet, 2024年4月

<sup>6</sup> FactSet, 2024年4月

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4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0.825% (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 (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](http://www.morganstanley.com/im/jp)