

グローバル・エクイティ・オブザーバー

独力で考える

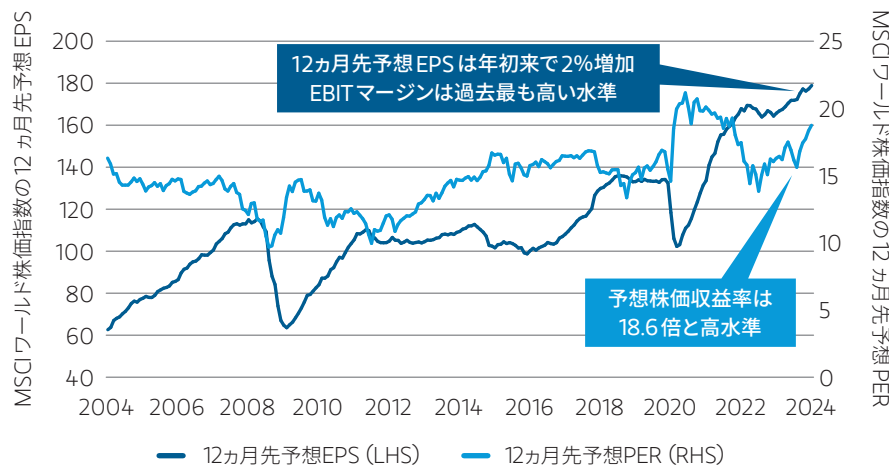
インベストメント・インサイト | インターナショナル・エクイティ運用チーム | 2024年8月

株価指数に投資するインデックス投資の場合には、投資するタイミングが重要です。株式市場は、企業の高い成長期待を織り込んでいて、MSCIワールド株価指数では、今後2年間で2桁の利益成長率を見込まれており、その予想利益に基づく予想PERは高く、その上、利益率はピークに達しています。私たちの見方では、この状況は、パッシブ投資家にとってリスクとなっています。現在、3つのコンセンサスに基づく投資家行動が、世界の株式市場を席捲しています：すなわち、米国経済への投資、明確なAI関連銘柄の保有、米国経済のソフトランディング又はノーランディング（景気が減速しない）を想定したポジショニングです。もしこれら3つのコンセンサス以外の予想が優勢になった場合、インデックス投資家は相対的に困難な状況に陥るかもしれません。

DISPLAY 1

株式市場は、高い成長期待に回帰

MSCIワールド株価指数の12ヵ月先予想一株当たり利益と12ヵ月先予想株価収益率



欲張りすぎる利益予想と利益率がピークに達した状況下では、目先の主なリスクは、景気後退。

出所：FactSet データは2024年3月31日現在。



筆者



WILLIAM LOCK

マネージング・ディレクター

「超巨大企業が、株価指数の大きな構成比率を占める状況では、株主利益の増加が着実に回復力が高い企業に焦点を当てたボトムアップの高クオリティ戦略は、有効な補完手段となります。」

多くの株式投資家にとって、インデックス投資はこの数年間、容易に利益を得られる選択肢でした。歴史的な低金利の状況と、金融当局が緩和政策を取った時代において、米国10年債利回りは、2010年の4%から2020年には、わずか0.5%に低下しました。一方でS&P500株価指数の予想株価収益率（PER）は14倍から18倍に上昇しました¹。2022年の株式市場の下落以降、S&P500株価指数の構成銘柄の予想PERは上昇を続け、2022年の最低水準から40%近く高い21倍に戻っています。海の満ち潮が全てのボートを陸に引き上げるのに役立つように、インデックス投資は大きなリターンを計上しています：S&Pグローバル社のSPIVA調査によると、米国では過去1年間、3年間、5年間、10年間、15年間のどの投資期間においても、パッシブ投資は、ほとんどの大型株式のアクティブ投資ファンドの成績を凌駕しています²。一般投資家にとって、インデックス投資の透明性や流動性、そして低い運用コストなども魅力的なポイントになっています。

アクティブ投資か、パッシブ投資かという議論がしばしば話題になりますが、どちらか一方に決める必要はありません。実際、ポートフォリオの運用管理において、インデックス投資とアクティブ投資の両方を両立させることが効果的である場合があります。両方の投資手法を、どのようにバランスさせるかは、投資家の投資目的、選好する投資の時間軸、リスク選好度（リスクの定義がトラッキング・エラーであれ、損失金額であれ）によって決めることが可能です。

アクティブか、パッシブかという難問

パッシブ投資を選択したとしても、それは依然としてアクティブ投資としての意思決定といえます。インデックス・インダストリー・アソシエーション⁴によると、世界中には300万を超える株価指数が存在し、その数は上場株式銘柄の何と50倍以上なのです！⁵ 指数を追跡することを選択すること自体、もしくは指数の組み合わせを選択すること自体が、投資家にとってはアクティブ投資としての意思決定なのです。

次にリスクに関する点です。インデックス・ファンドを通じて多くの株式銘柄を保有することで、投資家は分散投資のプラス効果を期待しているのかもしれませんが、しかし、企業のクオリティやバリュエーションに関係なく全ての銘柄を保有することが、果たして投資家にとってポートフォリオを分散する最善の方法なのでしょうか？ 同様に、多くの運用会社や投資家は、投資対象の相対的リスクに着目しているため、現在の株式市場は居心地の良い避難場所となっています。しかし、世界に広く認知され投資対象となっている

株価指数は、一般的に時価総額加重で構成されています。株価指数において、銘柄を時価総額に基づいて加重することは、果たして賢明なことなのでしょうか？投資家は「群衆の叡智」を期待するかもしれませんが、しかし代わりに、「クラウドディッド・トレード」（資金が集中した熱狂状態）に投資することになります。上昇相場では、特に時価総額加重で構成された株価指数は、構成銘柄が偏っていきます。なぜならば、「勝者」とみなされる銘柄の株価のバリュエーションが、ファンダメンタルズの合理的水準を超えて上昇し、そしてパッシブ投資の株価指数の「勝者」の構成比率が、機械的にさらに拡大するためです。モルガン・スタンレーの最近の調査⁶によると、S&P500株価指数の上位銘柄への集中度が歴史的な極限レベルまで高まっており、「今日の投資テーマ」などのサイクルが変わる際の急速な下落に対する脆弱性が高まっています。

このようなリスクは、他のいくつかの株価指数を構成する最大構成銘柄との連動性によって、さらに増幅されています。例えばS&P500株価指数では、最大構成銘柄の最近の動向は、生成AI（人工知能）への期待に満ちた業績予想によって牽引されています。もちろん、投資家はグローバル株価指数に連動することで、このようなテーマ・リスクの分散を試みることもできますが、グローバル株価指数における米国のウェイトが過去最大⁷になっているため、投資家が期待するリスク分散の効果を達成できない可能性があります。代わりに、銘柄を均等構成した株価指数を使うことによって、この問題を回避しようとすると、最近の歪みがもたらした投資機会を逃すという犠牲を伴うかもしれません。

自分で選択できることのメリット

パッシブ・ファンドは、広範囲のエクスポージャーを提供するため、戦術的な投資テーマへ迅速に低コストでアクセスできますが、特に株価指数の構成銘柄に偏りがある場合、投資家は自分で選択できる投資機会が他にもあります。株価がファンダメンタルズから乖離した場合、熟練した投資家は、優位に立つことができます。一もちろん、予想株価収益率の力による上昇相場に勢いが残っている場合は、長い投資時間を持つ余裕があればですが。

パッシブ投資の場合と同様、アクティブ投資の運用会社を選定する際にも、投資家は多くの選択に直面することになります。アクティブ投資の運用会社によっては、投資方針にトラッキング・エラーの制限があるため、投資家が目標としているアクティブとパッシブの「バランス」が崩れてしまう可能性があるからです。

¹ 出所：FactSet データは2024年3月31日現在。

² 出所：FactSet データは2024年3月31日現在。

³ S&Pグローバル社 SPIVA調査：<https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva>

⁴ 出所：インデックス・インダストリー・アソシエーション（2018年11月4日）

⁵ 出所：FactSetおよびMSIMアナリシス（2024年3月27日）

⁶ 出所：モルガン・スタンレー・ウェルス・マネジメント、グローバル投資委員会、「Consequences of Concentration（集中の結果）」（2024年1月19日）

⁷ 出所：ファクトセット。MSCIワールド株価指数の米国のウェイトの最大値は2024年3月29日の70.9%、最小値は2008年3月31日の46.7%。20年平均57%。

ベンチマークにとらわれない私たちの投資チームの集中投資型の投資戦略は、インデックス投資に対する有効な釣合いを提供できると考えています。それは何故でしょうか？

- 私たちは、世界中で最もクオリティの高いと思われる企業を所有することを目指しています。すでに高い投下資本利益率を維持し、長期にわたって着実に利益とキャッシュ・フローを増加させ、厳しい時代にも回復力を発揮する経営能力を持つと考えられる、リーズナブルな価格の高クオリティ企業に、私たちはフォーカスしています。
- つまり、長期的投資で確信度が高く、アクティブ度の高い株式ポートフォリオを選択することによって、高く買って安く売るという行動バイアスに抵抗して継続投資を行うコミットメント・デバイスを提供できるのです。私たちは、株式の短期的な戦術的賃借人ではなく、長期的な企業の所有者として行動することを目指します。
- 私たちは、所有していない企業の現在の株価やパフォーマンスよりも、所有している企業のファンダメンタルズに注意を払っています。私たちは、現在も過去においても、絶対的なものに対してフォーカスしています：すなわち、絶対的な評価額、絶対的なパフォーマンス、絶対的なクオリティのことです。
- 企業のファンダメンタルズを重視する私たちは、最近の株式市場が「ハイテク」銘柄に偏っていることを利用しています。ディフェンシブ・セクター、特に生活必需品セクターとヘルスケア・セクターの出遅れと、それに伴う株価のばらつきは、2024年1-3月期のグローバル株式ポートフォリオにおいて、ヘルスケア銘柄と生活必需品銘柄の双方について、魅力的な株価で購入するエントリー・ポイントとなりました。
- トラッキング・エラーを最小限に抑えようとする投資家は、株式市場の上昇局面に全面的に参加しますが、重要な点は、株式市場の下落局面においても同様に、全面的に市場に参加しているのです。利益が長期にわたって安定的に増加する高クオリティ企業のアクティブ・ポートフォリオに投資することで、投資資金が永続的に失われるリスクを軽減することができます。
- 長い投資期間をかけて、高クオリティ企業に集中投資するポートフォリオを運用することにより、私たちはお客様を代表して、株主としての効果的なエンゲージメントを企業に対して実行し、資金配分から報酬やインセンティブ、戦略、リスク、投資機会まで、財務上の重要事項について企業に関与し、企業の複利的利益増幅能力が損なわれていないことを確認することができます。

独力で考える

2016年の『ニューヨーカー』誌の記事⁸には、パッシブ投資の台頭により、株価やボラティリティ、企業のファンダメンタルズに対する確信度といった伝統的な投資の検討事項とは関係なく、投資資金が超巨大企業に注ぎ込まれ、投資判断が「益々自動操縦になる」可能性があるという懸念が掲載されていました。超巨大企業が株価指数の大きな構成比率を占める状況では、着実に回復力が高い、複利的利益増加に焦点を当てたボトムアップ式の高クオリティ戦略は、一特に株式市場が下落した場合に一有効な補完手段となり、投資家にとっては群衆から差別化する一つの方法であると思います。ベンジャミン・グレアムが語ったように、「ウォール街で成功するためには2つの要件があります。ひとつは、あなたは正しく考えなければならないということです。そして、もうひとつは、あなたは独力で考えなければならないということです。」

⁸ 出所：ニューヨーカー誌「パッシブ投資は経済に悪影響を及ぼしているのか？ (Is passive investment actively hurting the economy?)」ジェームズ・レッドベター、(2016年3月9日)

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6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の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