

グローバル・エクイティ・オブザーバー

高クオリティ銘柄で防衛する時？

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11月

6月末に、私たちは株式市場が高い利益成長を前提とした、高PER（株価収益率）の株価で取引されていることに懸念を表明しました。株式市場が「米国経済の無敵の強さと、生成AI（GenAI）がもたらす巨大なインパクトという2つの確信に支配されていた」ためです。6月末には、MSCIワールド指数は1株当たり予想利益（12ヶ月先）の18.5倍で取引されていて、予想利益が2025年に13%増加、2026年には10%増加すると見込まれていました。¹

ボラティリティの急上昇から2ヶ月が経過し、株式市場はほぼ元の状態に戻っています。予想PERは18.7倍まで上昇し、年2桁の利益成長が依然として予想され、株式市場は急落前よりも小幅に上昇しています。しかしながら、7月から8月にかけての騒動は、株式市場の急落局面における、私たちのグローバル・ポートフォリオのディフェンシブ（防衛的）な特性について、安心感を与えてくれました。

7-9月期の株式市場は、数週間に亘り、まるで私たちと同じ懸念を持っているかのような展開が続きました。つまり、4-6月期の決算発表シーズンでは、急速に加速している生成AI（GenAI）への設備投資によって稼いできた「ハイパースケーラー企業」の投下資本利益率について疑問が生じ、7月には生成AIのバブルから空気が抜けたのです。また8月初頭には、米国の雇用統計が低調だったことや、サービス業PMI指数（購買担当者景気指数）が製造業PMI指数に続いて景気縮小を示す水準に低下したことで、経済全体の成長率についても不安が生じました。その上、円キャリー・トレードの解消を背景に、日本の株式市場が1日で12%も下落し、VIX指数²は、取引時間中に高値60まで急上昇したことも、全般的な不況感に拍車をかけました。米国ニューヨーク・タイムズ紙によると、「リセッション（景気後退）」という単語のグーグル検索数が、リーマンショックの時と同じ水準まで上昇したそうです。株式市場のヒステリックな投げ売りは、もっとひどい暴落を示唆していたのかもしれませんが、¹ MSCIワールド指数は7月のピークから8月5日の底値まで8%強下落し、これまで強力だったエヌビディア株式は25%以上下落しました。¹

¹ 出所：FactSet

² 出所：Bloomberg L.P. VIX指数は、一般に「恐怖指数」として知られる指数で、市場の不安レベルであり、つまりボラティリティの予測値です。



筆者



BRUNO PAULSON
マネージング・ディレクター

「良いニュースは、生成AIと経済情勢全般に対する懸念が表面化し、株式市場が売り込まれる期間中、私たちのグローバルポートフォリオは期待通りにレジリエンス（抵抗力）を発揮したことです。」

市場は、その後落ち着きを取り戻しました。MSCIワールド指数は史上最高値まで反発し、VIX指数は15と落ち着いた通常レベルの水準に戻りました。³ 傷ついた日本市場でさえ、8月初めの水準近くまで回復しました。しかし「ハイテク」セクターは、本レポートの執筆時点においてそれほど回復していません。例えば、エヌビディア株式の2024年の上昇率は、現在のところ（高い成長が期待される割には）“わずか”14%しかないのです。¹

このリバウンドは、私たちが6月末に表明した懸念材料が、まだ残っていることを意味しています。前述したように、特にS&P500株価指数が予想利益の21倍以上に引き伸ばされているように、予想利益に対するPERが高いため、株式市場は依然として割高です。そしてこれらの企業の利益が2桁で成長するには、すでに記録的な水準にある売上利益率が、さらに上昇する必要があります。¹ 差し迫った景気後退の可能性は低そうですが、ブルームバークの経済指標によれば、世界各国の経済は、ネガティブ・サプライズに直面しています。³ また、2025年末までに9~10回の利下げが予定されているなど、最近噴出している利下げに対する楽観論が、本当にインフレや賃金のデータによって完全に裏付けられているかどうか、あるいは2桁の利益成長を促進するような経済情勢に基づいているのかどうかははっきりしていません。全体として、まるで恐怖が起こらなかったかのような、穏やかなシナリオが、再び市場に織り込まれています。

さらに、7-9月期には、「マグニフィセント・セブン」銘柄がMSCIワールド指数を多少アンダーパフォームしたにもかかわらず、9月末にはS&P500株価指数の構成割合の27%を、わずか5社が占め、米国市場がグローバル株価指数の構成割合の70%以上を占めるなど、株式市場は依然として、極めて集中した状態にあります。¹ 株価指数ファンドを保有しても、多くの人が思い描くような分散投資は困難です。また、FTSEラッセルとS&Pダウ・ジョーンズと

いう大手指数プロバイダー2社は、株価指数を構成する個別銘柄のウェイトについて、上限を設けることを検討し始める状況に至りました。これは、自動的に、実質的に彼らがアクティブ・マネージャーになるということです。

一方で、良いニュースは、生成AIと経済情勢全般に対する懸念が表面化し、株式市場が売り込まれる期間中、私たちのグローバル・ポートフォリオは、期待通りにレジリエンス（抵抗力）を発揮したことです。ハイテク銘柄がピークをつけた7月10日から8月5日の底値までのパフォーマンスを要約すると、次のようになります。日本円のキャリー・トレードの巻き戻しによるパニックで、MSCIワールド指数は7%下落しました。この期間中、私たちのグローバル・ポートフォリオは、逆に1%程度上昇し、株式市場下落へ連動することを抑制するポートフォリオ特性を実証したのです。

ポートフォリオの超過リターンは多くは、8月の残りの期間に株式市場が反発したため「リターン返上」となりましたが、7-9月期のパフォーマンスでは、ポートフォリオはまだ株価指数を上回っています。今後を展望すると、もし強気派の見方が本当に正しく生成AIブームが継続して、市場が想定しているような大幅な利益成長が見込まれる場合には、私たちのポートフォリオの相対パフォーマンスは、平凡なものになる可能性が高いといえます。しかしながら、生成AIの熱狂が冷めるか、株式市場の急速な利益成長が実現しない場合のどちらかのケースであれば（両方である可能性も疑い無くありますが）、利益の回復力があって妥当なバリユエーションのポートフォリオは、最近の暴落時のように、質の高いディフェンス（防衛力）を提供するでしょう。株式投資で損をする方法は2つしかありません。利益が無くなるか、PERの倍率が下がるかです。現在のところ、株式市場にとって、どちらのリスクも高まっているように見えますが、防衛力のある私たちのポートフォリオの方がリスクは低いといえるでしょう。

³ 出所：Bloomberg L.P.

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10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