



政局の変化と日本株の見通し

政策の継続が見込まれる中、日本株の見通しは明るい

2021年11月

サマリー

- 経済再開に向けた動きや支援材料となりうる政治的变化により、日本株の先行きは明るいと考えている。
- 日本株のポジティブな見通しは、コロナ収束に伴う経済正常化と、新政権下での政策継続を前提としている。
- 日本企業の業績が世界経済との連動性が高いことも日本株の見通しにとってのプラス要因である。

日本株は2020年にアウトパフォームした後、2021年は一転して、新型コロナウイルスのワクチン接種の遅れやコロナ禍下での五輪開催への不安などから期待外れの展開となっています。これらの要因が重なり、支持率低迷に悩まされた菅前首相は2021年9月に辞任に追い込まれました。

振り返ってみると、東京五輪は閉幕し、日本のワクチン接種率は今では多くの先進国を上回る水準にまで高まり、政治面でもポジティブな動きが見られ、日本株はアウトパフォームし始めました。

当レポートでは、日本株式運用戦略のポートフォリオ・マネジャー、Archibald Ciganerが最近行われたウェビナーで語った内容を取り上げています。具体的には、日本株の見通し、特に首相交代の投資家への意味合いや、日本が近年進めてきた改革路線の行方について網羅しています。加えて、現在のように不透明感の強い状況下でポートフォリオをどのように運用しているのか、どのような分野に投資機会があると考えているのかについても触れています。

感染状況と経済活動はどのような状況ですか？

最近では徐々に日常が戻り、経済もこれから緩やかに正常化する見込みです。9月末に緊急事態宣言が約半年ぶりに完全に解除され、鉄道、店舗、バー、レストランは混み始めています。

日本はワクチンの承認に手間取り、確保にも苦労したため、当初は接種の遅れが目立ちました。しかし、5月以降は他の先進国に急速に追いつき、完全接種率（全人口に占める接種を完了した人の割合）は現在、米国や欧州を上回っています。これは、新規感染者が再び増えたとしても社会や経済への影響は対処可能な水準に留まることを意味します。

首相交代の影響をどのように見ていますか？

9月末に行われた自民党総裁選では元新型コロナワクチン接種推進担当大臣の河野太郎氏らとの決選投票で、岸田文雄元外相が菅氏の後任総裁に選ばれ、事実上の新首相となりました。



Archibald Ciganer, CFA
日本株式運用戦略
ポートフォリオ・マネジャー

“最近では次第に日常が戻り、経済もこれから緩やかに正常化する見込み”

“…景気回復が早め
に織り込まれ、
バリュエーションも
それを反映する水準
になってきたので、
景気敏感銘柄の
比率を下げた

改革派の河野氏の下で改革の加速を期待していた市場や国民はこの結果に失望しました。岸田氏は、党首脳に好まれる安定感のある継続候補とみなされていました。

10月31日の衆院選では競合政党の支持率が低迷したこともあり、自民党が安定多数を獲得しました。コロナ対応を巡る国民の不満が強かったことで、選挙前は議席数の減少をどれだけ抑えられるかが焦点となりました。2022年夏前までに予定されている参院選までに自民党の支持率がさらに下がる可能性は低いと考えています。

我々は岸田政権の誕生により変革加速の好機が失われたと考えています。安倍元首相を含む自民党内の権力構造は変わっておらず、積極的な金融政策と財政政策並びに構造改革を柱とするアベノミクス路線は健在です。ただし、今後の改革ペースについては目を見張るようなものではなく、着実に進む可能性が高そうです。岸田氏が一時言及した金融所得課税の引き上げなど、報道で伝えられている潜在的な政策については心配していません。

最近の動向を受け、ポートフォリオを大きく変えましたか？

ポートフォリオは大きく変えておらず、これまで通り個別の投資テーマに基づくボトムアップの銘柄選択に注力しています。

ポジショニングの点では、景気回復が早めに織り込まれ、バリュエーションもそれを反映する水準になってきたので、景気敏感銘柄の比率を下げました。我々は世界経済の回復に先駆けて2020年半ばに多くの景気敏感株を組み入れました。想定通り景気が回復し、保有銘柄の大半が大きくアウトパフォームし、一部の銘柄のバリュエーションの魅力度が低下しました。

全体的には、より安定した環境を踏まえると、大半のセクターはファンダメンタルズに見合った水準にあるようです。しかし、サービス部門の一部にはまだ弱さが見られ、国内経済が早急に再開され、早期に外国人観光客が流入するようであれば、これらのセクターは今年まだアウトパフォームする可能性があります。

小型株についてどのような見解を持っていますか？

日本では小型株と大型株の関係は循環的になる傾向があるので、我々は通常、両方に投資します。小型株への投資は大きなリターンが期待できる一方、大型株への投資はビジネスモデルの転換を通じて相対的にリスクを抑制しつつ安定したリターンを提供する可能性があります。

当運用では小型株を数銘柄組み入れており、小型株人気が高まると、パフォーマンスの押し上げが期待できます。

ポートフォリオのパフォーマンスを左右した要因は？

ティー・ロウ・プライス 日本株式運用戦略の2021年のパフォーマンスは低調で、2013年12月にCiganerが運用を引き継いでから、ベンチマークを下回ったのは今年で2度目となります。今年のアンダーパフォームは、2020年にグロース株がバリュー株を大きくアウトパフォームし、大幅な超過リターンを記録した反動であると考えています。

現在は、資本財と金融が逆相関になる極めて珍しい状況にあります。我々はマクロ・サイクルの影響を過度に受けないポートフォリオの構築を目指します。従って、マクロ経済上振れの影響からポートフォリオを守るために、金融株がアウトパフォームする時は資本財株も同様にアウトパフォームすることを期待し、資本財のオーバーウェイトとそれを相殺する金融のアンダーウェイト・ポジションを維持しました。

このアプローチはポートフォリオのパフォーマンスに寄与してきましたが、2021年は世界的なリフレ見通しを背景に金利先高観が強まり、金融株がアウトパフォームする一方で、変異株の感染拡大の影響でサプライチェーンに混乱が生じ、多くの国で鉱工業生産にブレーキが掛かりました。我々に変異株の感染が下火になれば、金融株と資本財株の正の相関が復活すると考えています。

“デジタル庁は日本におけるイノベーションの基準を設定する巨大プロジェクトであり、企業の近代化を加速すると考えている

日本のデジタル革命の潜在性はまだあると思いますか？

我々は引き続き日本のデジタル革命の恩恵を受ける投資機会を探しています。日本はデジタル化後進国であるという事実に目覚め、政府も経済再生にはデジタル化が不可欠と認識し、早急に追い付くことを優先課題としています。日本は働き手が減っているため、経済成長にはデジタル技術のより広範な活用を含む生産性の向上が必要です。

2021年9月のデジタル庁の発足は、大半の地方自治体や公共団体が使っている旧来型システムの更新に向けた大きな一歩です。デジタル庁は日本におけるイノベーションの基準を設定する巨大プロジェクトであり、企業の近代化を加速すると考えています。

同庁は官僚主導ではなく、民間セクターから人材を登用しており、これは従来と違う点として評価できます。こうした措置は他の分野にも好影響を及ぼし、デジタル革命のペースを加速し、複数年にわたり投資機会を生み出すと考えています。首相が変わってもこうした流れは変わらないと考えています。

コロナ禍で日本のコーポレートガバナンス革命は頓挫したのでしょうか？

日本のコーポレートガバナンス改革は順調に進んでおり、基準は引き続き改善しています。

企業の資本配分にも変化が見られ、サイクルの次のステージでは株価の強力な押し上げ要因になるでしょう。2020年はコロナ禍による資金不足の影響で自社株買いが減りましたが、減少幅は想定を下回り、従来の危機時に比べると減少幅は格段に小さい水準に留まりました。2021年は史上最高だった2019年の水準には届かない可能性はありますが、コロナの影響が薄れるにつれ、企業はかつてと同様のペースで自社株買いを再開すると予想しています。

一方、減配企業数は2008-2009年の金融危機時より減少しています。自己資本利益率（ROE）に関して、日本企業の業績は欧州企業と比べ、世界経済との連動性が高いのが特徴です。日本のROEは欧州を下回っていますが、いずれ追い付くと予想しています。ただ、株主リターンへの関心が高く、株主からの圧力が強いことに加えてグローバルに活躍する企業が多い米国のROEに肩を並べるのは難しいと考えています。

日本株のバリュエーションと見通しについてどのように見えていますか？

市場コンセンサスは景気回復の業績への影響や、世界経済に対する日本企業の感応度を過小評価していると思います。今後は業績が上振れし、市場がこれに反応するにつれ、コンセンサスの収益予想も引き上げられるでしょう。

日本はワクチン接種の加速が今後も株式市場を下支えしそうな一方、新政権による追加の経済対策が景気に一段の追い風となる可能性があります。長期的にはコーポレートガバナンスの改善もプラス材料です。

世界経済の回復は2022年以降も続き、すそ野が広がると考えており、緩やかなペースながらも表面的には正常な状態にある程度戻すと思います。日本は景気の循環性や市場の開放度が世界有数で、世界経済との連動性が高いことから、今後予想される世界経済の回復から大きな恩恵を受けると考えています。

GIPS® コンポジット・レポート

日本株式運用戦略コンポジット

2020年12月31日時点

米ドルベース

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|--------------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|---------------------|
| 年間リターン報酬控除前 (%) | -7.52 | 11.69 | 31.91 | -6.59 | 16.16 | 11.25 | 33.43 | -11.64 | 27.37 | 34.31 |
| 年間リターン報酬控除後 (%) ¹ | -8.03 | 8.00 | 31.20 | -7.10 | 15.53 | 10.64 | 32.71 | -12.13 | 26.68 | 33.59 |
| TOPIX (ネット、%) ² | -12.65 | 7.36 | 26.85 | -3.63 | 6.00 | 3.12 | 26.15 | -14.02 | 18.79 | 12.62 |
| MSCIジャパン・インデックス (ネット、%) ² | -14.33 | 8.18 | 27.16 | -4.02 | 9.57 | 2.38 | 23.99 | -12.88 | 19.61 | 14.48 |
| TOPIX (%) ² | -12.50 | 7.54 | 27.03 | -3.33 | 9.00 | 3.46 | 26.55 | -13.73 | 19.25 | 13.04 |
| MSCIジャパン・インデックス (%) ² | 14.19 | 8.36 | 27.35 | -3.72 | 9.90 | 2.73 | 24.39 | -12.58 | 20.07 | 14.91 |
| コンポジットの過去3年の標準偏差 | 17.22 | 13.37 | 14.19 | 12.66 | 12.81 | 11.89 | 11.33 | 13.45 | 12.15 | 17.46 |
| TOPIX (ネット) の過去3年の標準偏差 | 16.64 | 14.05 | 14.44 | 12.82 | 12.97 | 12.56 | 11.95 | 11.75 | 10.49 | 15.23 |
| MSCIジャパン・インデックス (ネット) の過去3年の標準偏差 | 16.97 | 14.45 | 14.70 | 12.88 | 13.26 | 12.89 | 12.31 | 11.57 | 10.33 | 15.29 |
| TOPIXの過去3年の標準偏差 | 16.64 | 14.05 | 14.44 | 12.83 | 12.96 | 12.56 | 11.94 | 11.78 | 10.49 | 15.22 |
| MSCIジャパン・インデックスの過去3年の標準偏差 | 16.97 | 14.45 | 14.70 | 12.89 | 13.25 | 12.89 | 12.31 | 11.59 | 10.34 | 15.27 |
| コンポジットの分散 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 0.74 |
| コンポジット総資産 (100万) | 247.4 | 195.6 | 361.3 | 302.9 | 372.8 | 453.1 | 1031.5 | 1615.1 | 3435.8 | 5843.7 |
| コンポジット内口座数 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 6 | 8 | 8 |
| 会社全体の総運用資産 (10億) | 493.1 | 579.8 | 696.3 | 749.6 | 772.4 | 817.2 | 1000.2 | 972.7 | 1218.2 | 1482.5 ³ |

1 報酬控除後のパフォーマンスは当戦略に投資いただく際に適用される最も高い運用報酬率を控除して計算しており、段階料率のメリットを考慮していません。運用リターンと元本は変動します。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。月次のコンポジット・パフォーマンスについては、ご要望に応じてご提供致します。報酬控除計算に関する詳細情報は下記をご覧ください。

2 主要ベンチマークはTOPIX（東証株価指数）（ネット）で、補助的ベンチマークはMSCIジャパン・インデックスです。2019年6月1日付でコンポジットのベンチマークが源泉税控除前のグロス表示から源泉税控除後のネット表示に変更しました。ネット表示のほうが当コンポジットのポートフォリオに対する税効果をより一貫して表しているとの判断によるものです。過去のベンチマーク分は変更済みです。

3 暫定値であり、変更される可能性があります。

ディー・ロウ・プライス（以下「TRP」）は、グローバル投資パフォーマンス基準（GIPS®）を順守しており、同GIPS基準に準拠してこの報告書を作成しました。TRPは2020年6月30日までの24ヶ月についてKPMG LLPによる検証を受けています。この検証に関する資料はご要望に応じてご提供致します。GIPS基準を順守する企業は、適用されるGIPS基準のすべての要件を順守するための方針および手続を定める必要があります。検証は、コンポジットおよび合同運用ファンドの維持に関連した企業の方針および手続、ならびに運用実績の計算、表示および配分がGIPS基準に準拠して立案されており、企業全体に導入されていることを保証するものです。検証は特定のコンポジット資料の正確性を保証するものではありません。TRPは米国登録の資産運用会社であり、米証券取引委員会、英国金融サービス機構と他の国々におけるその他規制機関に対し、様々な投資アドバイザーとして登録を行っており、見込み顧客に対してもGIPS目的で情報の提供を行っています。また、TRPは米国、インターナショナル、グローバル運用戦略などを含む様々な運用戦略（プライベート・アセット・マネジメント・グループを除く）に関し、主に機関投資家にサービスを行っている、GIPSで投資一任会社と定義される運用会社です。株式ポートフォリオのコンポジットに含まれる最低投資金額は500万米ドルです。2002年1月以前にはコンポジットに含まれる最低投資金額は100万米ドルでした。コンポジットに含まれる債券ポートフォリオの最低投資金額は1,000万米ドルです。2004年10月以前はコンポジットに含まれるポートフォリオの最低投資金額は500万米ドル、そして2002年1月以前はコンポジットに含まれるポートフォリオの最低投資金額は100万米ドルでした。バリエーションとパフォーマンスは米ドルで計算されています。

報酬控除前パフォーマンスは、運用報酬およびその他のフィーの控除前ですが、取引コスト控除後で提示しています。報酬控除後のパフォーマンスは本資料に記載される運用報酬率率に基づいて適用される最も高い運用報酬率（モデル・ネット・フィー）を控除して計算しており、段階料率のメリットを考慮していません。報酬控除前・控除後パフォーマンスには配当金の再投資が考慮され、還付されない源泉税を控除して算出しています。2013年6月30日より、保有する有価証券の各市場での終値に基づきポートフォリオの時価総額と会社全体の運用資産総額を計算しています。それ以前の外国証券を含むポートフォリオの時価総額については、市場の取引時間終了後の動きが反映されている場合があります。パフォーマンス結果の算出方法と報告に関する会社の方針とプロセスについての追加情報はご要望に応じてご提供致します。分散は通常のコンポジットの資産額加重リターンの標準偏差で計測されます。コンポジット内のポートフォリオ数が5本以下の場合には分散は計算されません。

先物・オプション取引は顧客ガイドラインに則り行い、通常、ポートフォリオの10%以下となっています。

ベンチマークは公表されているデータを使用していますが、コンポジットによって使用データとの計算手法、ライジング・タイム、為替データソースが違うことがあります。

コンポジット組成ポリシーにより、口座において時価総額の15%以上の資金流入が見られた場合には、当該口座を一時的にコンポジットより除いています。この一時的な取り扱いには資金流入がみられた計測期間の初日に行われ、資金流入がみられた月の最終日に再度コンポジットへ組み込まれています。資金流入にかかる詳細な情報が必要な場合はお問い合わせ下さい。

全コンポジットの一覧表および内容記述、私募合同運用ファンドの一覧表および内容記述、ならびに公募合同運用ファンドの一覧表および内容記述はご要望に応じて提供致します。「GIPS®」は、CFA Instituteの登録商標です。CFA Instituteは当運用を承認または販売促進するものではなく、また本稿に記載される内容の正確性または品質を保証するものでもありません。

2013年12月27日付でポートフォリオ・マネジャーの変更がありました。当該変更による運用プロセスおよび戦略の変更はございません。

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

troweprice.co.jp

T.RowePrice®

リスク

当ポートフォリオに大きく関連するリスクは以下の通りです。

- **通貨リスク** - 為替レートの変動によって投資利益の縮小、または投資損失の拡大の可能性があります。
- **中小型株リスク** - 時価総額が小さい企業の株式は、大規模企業の株式よりも価格の変動が大きくなる場合があります。
- **運用スタイル・リスク** - 市場環境や投資家心理によっては、運用スタイルの人気、不人気変動する場合があります。

一般的なポートフォリオ・リスク

- **キャピタル・リスク** - 投資金額は変動し、元本は保証されません。ポートフォリオの基準通貨と申し込み通貨が異なる場合、投資金額は為替レートの変動による影響を受けます。
- **株式リスク** - 株式は一般に債券やマネー・マーケット商品よりもリスクが高くなります。
- **ESG及びサステナビリティ・リスク** - 投資対象の価値やポートフォリオのパフォーマンスに重大な悪影響が出る場合があります。
- **地理的集中リスク** - ポートフォリオが特定の地域にその資産の大部分を投資する場合、そのパフォーマンスはその地域で生じる事象の影響をより大きく受けることになります。
- **ヘッジ・リスク** - ヘッジを通して特定のリスクを軽減または排除しようとする試みが、意図したとおりに機能しない場合があります。
- **投資ポートフォリオ・リスク** - ポートフォリオに投資する場合は、市場に直接投資する場合とは異なる特定のリスクが生じます。
- **運用リスク** - 運用会社または運用会社が指名する者にとって、あるポートフォリオに対する義務と他の運用ポートフォリオに対する義務とが時として相反する場合があります（ただし、このような場合はすべてのポートフォリオが公正に取り扱われます）。
- **オペレーショナル・リスク** - オペレーション上の失敗によって、ポートフォリオ運営における混乱や金銭的損失が生じる可能性があります。

重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じる場合があります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第3043号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会/一般社団法人 投資信託協会