



日本株式運用戦略： 独自のスタイルとプロセスを堅持

2021年9月

市場環境と見通し：割安かつ改善？

9月3日、菅義偉首相は自民党総裁選への不出馬を表明しました。ワクチン接種の遅れや、コロナ禍の下での東京五輪開催などから、菅政権の支持率は低迷し、直近は過去最低まで落ち込んでいました。

9月29日投票の自民党総裁選に向けて事実上の次期首相となる後継者選びが本格化していますが、投資家にとって重要なのは、自民党政権が今後とも続くと思われることです。安倍前首相が推進した「アベノミクス」に対する国民の支持は依然として高く、このニュースを受けて次期政権への期待から日本株は急騰しました。

バリュエーション面では日本株は割安で、ワクチン接種率が欧米並みの水準まで高まるにつれ、日本株に再び注目が集まると考えています。ワクチン接種への拒否反応はそれほど大きな問題ではないことから、日本のワクチン接種率は上昇しており、9月中に米国を追い抜く見通しです。

中期的には、日本は経済の開放度や世界経済との連動性が世界トップクラスです。従って、コロナ収束に伴って世界経済が回復するにつれ、日本企業は他の地域や市場よりも恩恵を受けるでしょう。

長期的には、コーポレートガバナンス改善に対する懐疑的な見方が根強い状況ですが、我々は、コーポレートガバナンスの改善に強い確信を抱いており、その進捗を実感しています。コーポレートガバナンスの改善に伴い日本株のリターンが高まり、現在日本株をアンダーウェイトとしている海外投資家をさらに引き付けると考えています。

ポートフォリオ構築の観点から、日本の「デジタル化」における投資機会は非常に魅力的だと考えています。日本は製造技術には定評がありますが、デジタル化への対応では大きく遅れています。

日本政府はデジタルトランスフォーメーションを優先的に推進しており、我々はこの大きな流れの恩恵を受けると考えられる多くの企業を発掘し、それらに投資しています。

市場パフォーマンス：年初来では軟調

日本株のパフォーマンスに関しては、軟調な推移となっており、年初来の相対パフォーマンスも低調です。その理由として、1) 2020年に日本株が大きくアウトパフォームした反動、2) ワクチン接種が予想より遅れていたこと、3) 新型コロナの感染が広がる中での五輪開催への懸念などが挙げられます。

日本は当初、新型コロナウイルスにうまく対処し、死亡者数は米国や欧州を大きく下回っていました。2020年のうちに国内の経済活動が再開され、アジア地域の感染状況が落ち着きだすと輸出企業は恩恵を受けました。

しかし、2021年は一転して欧米でワクチン接種が大きく進み、日本の遅れが目立つようになりました。さらに、五輪開催に伴い感染者数抑制のため、まん延防止等重点措置や緊急事態宣言の発出といった小規模のロックダウン（都市封鎖）を余儀なくされました。

相対パフォーマンス：強烈なスタイル・リバーサル

2020年の日本株のパフォーマンスは大変好調でしたが、新型コロナワクチンが2020年末に発表されて以降、流れが変わり、バリュー株がグロース株を大きくアウトパフォームしました。この現象は世界中の市場で見られましたが、銀行や自動車などバリュー株のインデックスに占めるウェイトが大きい日本では、この傾向が顕著に表れました。主にグロース寄りのスタンスを取る当運用には逆風となりましたが、我々はこれを一時的な動きと考え、ポートフォリオのポジショニングは大きく変えず、短期的な逆風下でも保有銘柄に対する確信に変わりはありません。



Daniel Hurley, CFA
日本株式運用戦略
ポートフォリオ・スペシャリスト

日本株式運用戦略では、持続的成長が期待でき、低成長環境でも市場シェアを伸ばせる銘柄を引き続き保有しています。例えば、銀行銘柄の非保有や、介護・医療人材銘柄の保有が過去12か月のパフォーマンスを圧迫しました。しかし、3年から10年先のファンダメンタルズを分析すると、高齢化による貸出の伸び悩み、低金利、フィンテック企業による創造的破壊や過酷な競争に直面する銀行に比べて、医療人材会社は高齢化の恩恵を受ける好位置にあると考えています。

目先の逆風は強いものの、新型コロナウイルスの悪影響やワクチンの効果はほぼ織り込まれたと考えています。ポートフォリオやポジショニングに対する確信は全く揺らいでおらず、良好な中長期のパフォーマンスを維持できるものと考えています。幸い、2021年5月末以降は想定通りの展開となり、6月と8月のパフォーマンスは特に好調でした。

まとめ

2021年はバリュー株のパフォーマンスが好調で、グロース株に投資する我々の運用スタイルには大変厳しい環境です。2020年7-9月期の力強いアウトパフォームを受けて、ローテーションとポジション調整を行ったことが奏功し、アンダーパフォームは一部相殺されました。

しかし、長期投資家として我々は、ポートフォリオにおける資本財やデジタル銘柄（構造的勝ち組）のオーバーウェイトと、銀行や鉄鋼（構造的負け組）のアンダーウェイトに対して強い確信を持っています。2021年はこのようなポジションの効果はまだ表れていませんが、1年から3年、そして5年、10年先を見据えた場合、現在のポジションに対して強い確信を抱いています。実際、こうした逆風が弱まるにつれ、2021年5月末以降はパフォーマンスが着実に改善しています。

日本ではワクチン接種の開始が遅れ、2021年年初来で市場の重しとなってきましたが、最近は接種率の伸びが加速しており、ワクチンの普及に比例して市場のパフォーマンスも改善すると考えています。

総選挙に起因するヘッドライン・リスクもありますが、日本が進めてきた構造改革を脅かすものではないと考えています。

日本は経済の開放度や世界経済との連動性において世界トップクラスであり、コロナ収束に伴う世界経済回復の恩恵を受ける可能性が最も高いため、日本株についてポジティブな見方を継続しています。コーポレートガバナンス改革も着実に進んでおり、これも大きな投資機会を提供すると考えています。

日本株式運用戦略コンポジット

年間リターン、2021年6月30日時点、米ドルベース

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021年初来
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	-5.51
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	-5.77
TOPIX (ネット、%) ^{2,3}	-12.65	7.36	26.85	-3.63	6.00	3.12	26.15	-14.02	18.79	12.62	1.13
超過収益 (報酬控除前) ⁴	5.13	4.33	5.06	-2.96	4.80	8.13	7.28	2.38	8.58	21.69	-6.64
MSCIジャパン・インデックス (ネット、%) ³	-14.33	8.18	27.16	-4.02	9.57	2.38	23.99	-12.88	19.61	14.48	1.28
超過収益 (報酬控除前) ⁴	6.81	3.51	4.75	-2.57	6.59	8.87	9.44	1.24	7.76	19.83	-6.79

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。

報酬控除前パフォーマンスは、運用報酬およびその他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。

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料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。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、配当、利息収入、キャピタルゲインに対する還付されない源泉税を控除して算出しています。

2 パフォーマンスは日本円ベースで計測し、第三者機関が決定した為替レートを表し通貨ベースに換算しています。

3 インデックスのリターンには、源泉税控除後の配当金の再投資が考慮されています。

4 ベンチマークに対する日本株式運用戦略コンポジット（報酬控除前）の超過収益です。

MSCIデータの出所：MSCI。本資料に記載されるMSCIのデータに関しては追加ディスクロージャーをご参照ください。

TOPIXの出所：東京証券取引所

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 ⁴

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、段階利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。

ティール・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年間について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月以前に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月以前に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。バリュ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、段階利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提供致します。分散は通年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、プライシング・タイム、為替データソースが違ふことがあります。

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、不人気の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となります。
- **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。

追加ディスクロージャー

MSCI：MSCIとその関連会社、第三者ソース及びプロバイダー（MSCIと総称）は当資料に記載されるMSCIデータについて明示または黙示を問わず保証もしくは表明するものではなく、一切責任を負いません。MSCIデータは再配布、または他のインデックス、証券、金融商品の基礎としての使用は認められません。当レポートはMSCIにより承認、審査、作成されたものではありません。過去のMSCIのデータや分析は将来のパフォーマンスの分析や予測を示唆もしくは保証するものとみなしてはなりません。MSCIデータは投資決定を行う（または決定を回避する）ための投資の助言や推奨を目的としたものではなく、そのようなものとして頼ってははいけません。

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ことがあります。

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）の逓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