



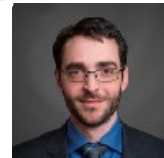
# アクティブなオールキャップ・アプローチは長期で一貫した超過収益を獲得できるか？

そして、追加的なリスク負担なくそれを達成できるか？

2023年11月

## サマリー

- 日々変化する市場環境の中で、多くのアクティブ運用戦略が長期で一貫した超過収益を獲得することに苦戦を強いられっていると批判されることがある。
- 投資対象企業の時価総額に縛られずに柔軟に投資できるアクティブな銘柄選択により、長期で一貫した超過収益を獲得することは可能と考える。
- 重要なことは、大きな追加リスクを負担することなく超過収益を獲得できるかであるが、過度なリスクを取ることもなくそれは達成できると考える。



**Justin White**  
米国オールキャップ・オポチュニティーズ  
株式運用戦略  
ポートフォリオ・マネジャー

金融市場は、新しい情報や急速に進化するダイナミクス（力学）の影響を受け、常に変化しています。そのような環境の中で、多くのアクティブ運用戦略は、長期で一貫した超過収益を獲得できていないと批判されることがあります。このことを念頭に置きながら、それが確信度が高い銘柄に集中投資するアクティブ運用マネジャーにとって何を意味するのかを検討します。加えて、大型株式から小型株式まで幅広い時価総額規模の企業のファンダメンタルズに基づく銘柄選択が、様々な市場・経済環境で一貫した超過収益を獲得できるかを検討します。

## オールキャップ戦略の幅広い投資機会

10年以上続いた強気相場を経て、米国株式市場は足もとの2年間でボラティリティは大幅に上昇し、不透明な環境になっています。しかし、むしろこのような環境こそが、アクティブな米国オールキャップ・オポチュニティーズ株式運用戦略（以下、オールキャップ戦略）にとってはチャンスであると考えています。

それは、幅広い投資機会の中からクオリティの高い優良企業に投資を行うことで、超過収益の獲得が可能と考えるからです。様々な市場環境を巧みに乗り切れることは、オールキャップ戦略が設計された目的そのものです。オールキャップ戦略は、知名度が高く人気化している大型株に限らず小型株まで幅広い時価総額の銘柄を投資対象とし、また高成長銘柄からディープ・バリュー銘柄までスタイルにとらわれずに投資する柔軟性を提供します。新たな景気サイクルや変化する市場ダイナミクスに迅速に適應できる柔軟性は、長期で一貫したパフォーマンスを投資家に提供するために極めて重要となります。

## 様々な市場環境で超過収益を獲得

ティー・ロウ・プライスのオールキャップ戦略は、様々な市場環境で超過収益を獲得することを目指します。

様々な市場環境を巧みに乗り切れることは、オールキャップ戦略が設計された目的そのものです。

## ... 短中期的には、 株価は需要と供給の関数として捉えられる ...

ポートフォリオ・マネジャーは、「企業の質」、「業績予想の乖離」、「トレンド（企業のファンダメンタルズが改善しているか悪化しているか）」、「バリュエーション」の4本の「柱」を軸に銘柄を選別することで、オールキャップ戦略の柔軟性をフル活用します。これらの柱はそれぞれ多面的な尺度として機能し、すべてが良好な方向を指し示すことは稀です。むしろ、幅広いアイデアを導き出す柔軟なフレームワークとして設計されています。

このフレームワークは、潜在的な投資対象ユニバースを絞り込む際のカギであり、「短中期的には、株価は需要と供給の関数として捉えられる」という基本的な考え方を軸とした銘柄選択に集中することに寄与します。つまり、投資家にとって買いたい理由（需要）が多く、売りたい理由（供給）が少ない銘柄は、株価が上昇することになります。

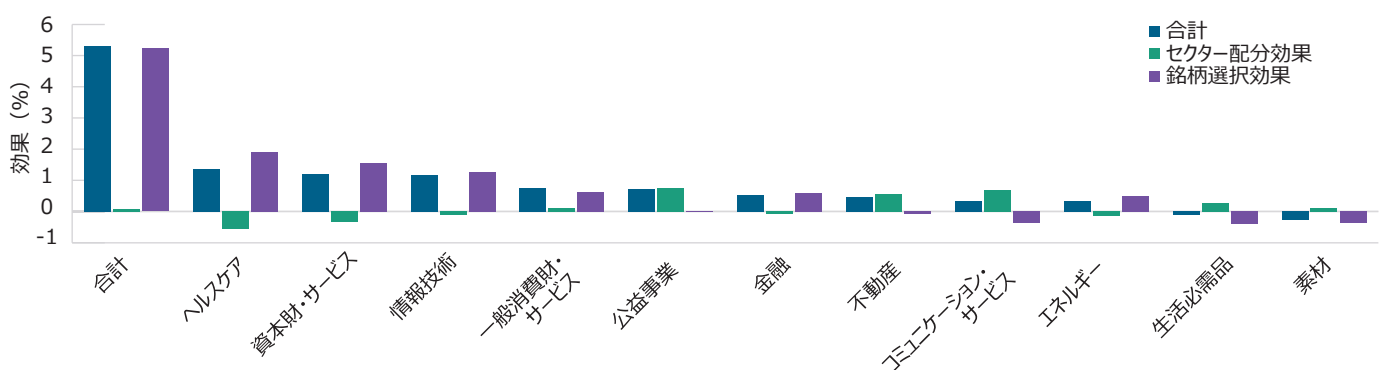
オールキャップ戦略が目指す一貫して良好なパフォーマンスは、結局のところ、この株価形成における需要と供給のフレームワークが、いかなる市場環境においても適用可能であり、グロスやバリューといった特定のスタイルやセクターへの偏りを避けることを可能にしている点に行き着きます。潜在的な暴落を回避するべく特定のスタイルやセクターへの傾斜配分を最小限に保つことで、幅広い時価総額規模を投資対象とする当運用のアクティブな銘柄選択が、持続的かつ長期的なパフォーマンスのメインドライバーとなるよう努めています。

オールキャップ運用戦略の代表口座における1年のパフォーマンス要因分析を見ると（図表1）、データは以下の点を示しています。

- (1) 超過収益は、銘柄選択効果からほぼ100%近く創出されています。
- (2) 11セクターのうち10セクターに幅広く投資しており（公益事業の保有比率はゼロ）、アクティブ・ポジションが著しく大きいセクター（セクターの偏り）はありません。

## 銘柄選択が超過収益の主たる源泉

（図表1）米国オールキャップ・オポチュニティーズ株式運用戦略代表口座のパフォーマンス要因分析 vs. ラッセル3000インデックス



### 過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

2023年9月30日時点。2023年9月30日までの1年間。

要因分析は、ポートフォリオ全体についてファクトセットの要因分析モデルを用いて計算しており、その他の資産を含んでいます。株式以外のポジションは上図から除外されています。配分効果と選択効果は、保有銘柄および示されたベンチマークに対するポートフォリオの超過リターンに影響を与えたファクターに関する洞察を提供します。各銘柄の報酬控除前パフォーマンスは、現地通貨建てで取得しており、必要であれば、独立した第三者が決定した為替レートを用いて米ドルに換算しています。配当再投資後の数値を示しています。

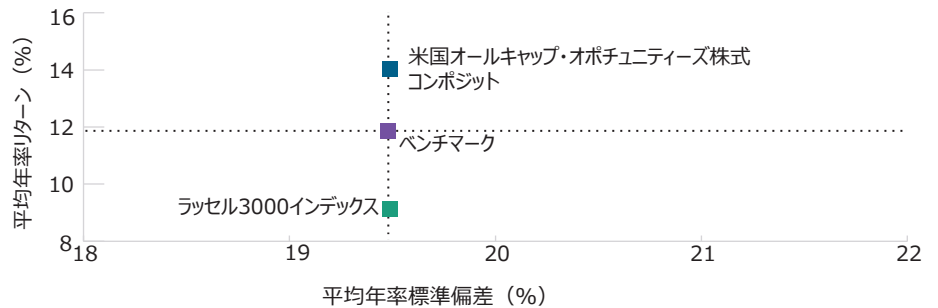
ティール・ロウ・プライスは、セクターおよび産業の報告において、現在のMSCI/S&P世界産業分類基準（GICS）を使用しています。世界産業分類基準（GICS）に関する情報については、追加ディスクロージャーをご参照ください。

出所：ファクトセットよりティール・ロウ・プライス作成。金融データと分析の提供はファクトセット。Copyright 2023 FactSet. すべての権利はファクトセットに帰属します。代表口座は当戦略の現在のポートフォリオ運用スタイルを最も厳密に反映していると考えているコンポジットの口座です。代表口座の選定に際してパフォーマンスは考慮していません。示された代表口座の特性は、当戦略の他の口座の特性とは異なる場合があります。コンポジットに関する追加情報については、GIPSコンポジット・レポートをご参照ください。

ラッセル・インデックス・データの出所：ロンドン証券取引所グループplcおよび関連企業（総称して「LSEグループ」）。FTSEラッセルに関する情報については、追加ディスクロージャーをご参照ください。

## アウトパフォーマンスは必ずしもリスクの増加を意味しない

(図表2) リスク・リターン分析：米国オールキャップ・オポチュニティーズ株式コンポジット vs. ベンチマーク



過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

2023年9月30日時点のコンポジットの1年、5年、10年およびマネジャー設定来の報酬控除後年率リターンについては、後述の「パフォーマンス」セクションをご参照ください。

上記は、2023年9月30日までの5年間で、2023年9月30日時点のコンポジットの5年平均年率リターンは、報酬控除後で13.40%でした。

数値は月次データを用いて計算しており、報酬控除前です。適用される報酬控除後のリターンは低下します。2021年3月1日付けで、米国オールキャップ・オポチュニティーズ株式コンポジットのベンチマークは、ラッセル3000インデックスに変更されました。それ以前のベンチマークは、ラッセル1000グロス・インデックスでした。ベンチマークのヒストリカル・データは修正していません。

インデックスのリターンは配当再投資後の数値を示しています。

ラッセル・インデックス・データの出处：ロンドン証券取引所グループplcおよび関連企業（総称して「LSEグループ」）。FTSEラッセルに関する情報については、追加ディスクロージャーをご参照ください。

(3) 保有していた10セクターのうち6セクター、具体的には、グロス・セクター（情報技術）、シクリカル・セクター（資本財・サービス、金融、エネルギー）、ディフェンシブ・セクター（ヘルスケア）等にて幅広く銘柄選択効果はプラスとなっています。より長期のパフォーマンスについても概ね同様の傾向です。

オールキャップ戦略の有効性に関する説得力を高める事実として、当戦略はベンチマークに対して過度なリスクを取ることなく、健全な超過収益を獲得している点が挙げられます。例えば、ポートフォリオのリスクを測定する一般的な方法として標準偏差がありますが、これはインデックスと比較する際にリターンの変動性や散らばり度合いを計測します。一般的に、インデックスをアウトパフォーマンスするために、リスクを追加的にとる必要があり、標準偏差が上昇すると考えるのは合理的です。しかし、図表2が示すように、当運用では、これは必ずしも当てはまりません。2023年9月30日までの5年間にわた

り、当運用コンポジットは、平均年率2.15%の超過収益を獲得しており、リスクはベンチマークと比べてもわずかな増加(0.01%)に留まっています。

どのような市場環境であっても、投資家にアルファをもたらすためにダイナミックなエクスポージャーを取るアプローチで最近の変動する市場環境をうまく乗り切ってきたことは、まさにオールキャップ戦略が目指してきたものであり、特に勇気づけられます。

### 過度なリスクを取ることなく超過収益を獲得

米国株式市場および当面の経済の見直しに対するリスクは依然として高く、特に米国株式市場の足もとのリスク・リターン特性を踏まえると、現時点でリスクを追加するインセンティブも限定的と見ており、より慎重な姿勢を維持することが望ましいと考えています。

株価のバリュエーションや企業のファンダメンタルズの健全性が再び注目されていることから、優れた銘柄選択は、短期的に超過収益を獲得するためのカギとなります。このような環境だからこそ、アクティブな銘柄選択の重要性は、ますます高まります。さらに、米国株式市場は規模が大きく、オールキャップ戦略を採用する投資家は、投資対象企業の時価総額に縛られずに、

あらゆる投資スタイル、セクターにわたり幅広い投資機会を活用することで恩恵を受けることができると考えます。

結論として、短期的に過度に相対リスクを高めることなく一貫した超過収益を獲得することは可能であると考えます。しかし、そのためには、大型株や小型株といった時価総額区分に縛られずに投資する柔軟性と企業の本源的価値を理解し、確信度の高い銘柄選択が求められます。

## パフォーマンス

### 米国オールキャップ・オポチュニティーズ株式コンボジット

2023年9月30日時点 ドルベース

	年率リターン (%)			
	1年	5年	10年	マネジャー設定来*
米国オールキャップ・オポチュニティーズ株式コンボジット (報酬控除前)	25.91	14.02	15.67	17.41
米国オールキャップ・オポチュニティーズ株式コンボジット (報酬控除後)	25.23	13.40	15.04	16.77
ベンチマーク†	20.46	11.87	14.20	14.93
<b>超過収益 (報酬控除後) ‡</b>	<b>4.77</b>	<b>1.53</b>	<b>0.84</b>	<b>1.84</b>
ラッセル3000インデックス§	20.46	9.14	11.28	11.85
<b>超過収益 (報酬控除後) ‡</b>	<b>4.77</b>	<b>4.26</b>	<b>3.76</b>	<b>4.92</b>

#### 過去の実績は将来の成果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、運用報酬および適用されるその他すべての報酬控除前ですが、取引費用控除後のリターンを示しています。報酬控除後パフォーマンスは、当資料に含まれる報酬体系に基づいて請求される運用報酬について、低減料率を考慮せず、最高料率を適用した運用報酬を控除したものです。報酬控除前および報酬控除後のリターンは、配当再投資を反映しており、配当、金利収入およびキャピタルゲインに係るすべての返還不能源泉徴収税の控除後です。ラッセル・インデックス・データの出所：ロンドン証券取引所グループplcおよび関連企業（総称して「LSEグループ」）。FTSEラッセルに関する情報については、追加ディスクロージャーをご参照ください。

\* 2016年3月31日は、ポートフォリオ・マネジャーがポートフォリオの主たる運用責任を引き継いだ日です。

† 2021年3月1日付けで、米国オールキャップ・オポチュニティーズ株式コンボジットのベンチマークは、ラッセル3000インデックスに変更されました。それ以前のベンチマークは、ラッセル1000グロス・インデックスでした。ベンチマークのヒストリカル・データは修正していません。

‡ 超過収益は、米国オールキャップ・オポチュニティーズ株式コンボジットのリターン（報酬控除後）から前段のベンチマークのリターンを差し引いた数値です。

§ インデックスのリターンは配当再投資後の数値を示しています。

## リスク-当ポートフォリオに大きく関連するリスクは次のとおりです：

- **通貨リスク** - 為替レートの変動によって投資利益の縮小又は投資損失の拡大の可能性があります。
- **発行体集中リスク** - ファンドの資産が特定の発行体に集中する場合、その発行体に影響を及ぼす事業、産業、経済、金融、市場情勢により、運用実績がより大きな影響を受ける場合があります。
- **セクター集中リスク** - ファンドの資産が集中する特定のセクターに影響を及ぼす事業、産業、経済、金融、市場情勢により、運用実績がより大きな影響を受ける場合があります。
- **中小型株リスク** - 中小企業の株価は、大規模企業の株価よりも変動が大きくなる場合があります。

## 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** - 株式は様々な理由で急速にその価値を失い、無期限に低位に留まる場合があります。
- **ESG及びサステナビリティ・リスク** - ポートフォリオの投資価値や運用実績に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。
- **地理的集中リスク** - ポートフォリオの資産が集中する国や地域に影響を及ぼす社会、政治、経済、環境、市場情勢により、運用実績がより大きな影響を受ける場合があります。
- **ヘッジ・リスク** - ヘッジにはコストがかかり、その効果が不完全、不適切、又は完全に失敗する可能性があります。
- **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** - 運用マネジャーの義務に関連し、利益が相反する可能性があります。
- **市場リスク** - 市場に関する様々な要素の予期せぬ変更により、ポートフォリオが損失を被る場合があります。
- **オペレーション・リスク** - 担当者、システム、プロセスなどによって生じるオペレーション上の事象により、損失が生じる場合があります。

## GIPS® コンボジット・レポート

### 米国オールキャップ・オポチュニティーズ株式コンボジット

2022年12月31日時点 米ドルベース

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
報酬控除前リターン(%)	38.83	10.33	9.65	2.21	35.56	2.07	36.04	45.79	21.69	-20.66
報酬控除後リターン(%)	37.36	9.15	8.47	1.10	34.13	0.97	34.60	44.25	20.39	-21.54
ベンチマーク(%) <sup>†</sup>	33.48	13.05	5.67	7.08	30.21	-1.51	36.39	38.49	21.46	-19.21
ラッセル3000インデックス(%) <sup>†</sup>	33.55	12.56	0.48	12.74	21.13	-5.24	31.02	20.89	25.66	-19.21
コンボジット3年標準偏差	13.01	10.54	12.33	13.42	12.85	13.43	13.44	19.90	18.02	21.61
ベンチマーク3年標準偏差	12.18	9.59	10.70	11.15	10.54	12.13	13.07	19.64	17.62	21.42
ラッセル3000インデックス3年標準偏差	12.53	9.29	10.58	10.88	10.09	11.18	12.21	19.41	17.94	21.48
コンボジットの散らばり	該当なし	該当なし	該当なし	該当なし	該当なし	該当なし	該当なし	該当なし	該当なし	該当なし
運用資産残高 (百万ドル)	4,674.6	4,477.1	4,555.1	3,679.2	4,617.9	4,590.9	5,967.8	8,069.6	9,654.7	9,216.7
# アカウント数	2	2	2	2	2	2	2	2	3	6
企業の総運用資産残高 (億ドル)	696.3	749.6	772.4	817.2	1,000.2	972.7	1,218.2	1,482.5	1,653.6	1237.4 <sup>‡</sup>

\* 報酬控除後リターンは、報酬料率を1.09%として計算しています。これは、全コンボジットに適用される最も高い料率です。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

† 2021年3月1日より、コンボジットのベンチマークはRussell3000インデックスに変更されました。この以前のベンチマークは、Russell1000グロス・インデックスでした。この変更は、新しいベンチマークがコンボジットの投資戦略をよりよく表していると判断したためです。ベンチマークのヒストリカル・データは修正していません。

‡ 暫定値であり、変更される可能性があります。

ティー・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2022年6月30日までの26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及び手続を定める必要があります。検証は、コンボジット及び合同運用ファンドの維持に関連した企業の方針及び手続、並びに運用実績の計算、表示及び配分が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。検証は特定のコンボ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。2022年10月1日現在、コンボジットに含まれる最低投資金額はありません。2022年10月以前はコンボジットに含まれる株式ポートフォリオの最低投資金額は500万米ドルでした。2002年1月以前はコンボジットに含まれる最低投資金額は100万米ドルでした。コンボジットに含まれる債券ポートフォリオおよびアセット・アロケーション・ポートフォリオの最低投資金額は1,000万米ドルでした。2004年10月以前はコンボ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月以前はコンボ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。評価額とパフォーマンスは米ドルで報告されています。報酬控除前リターンは、運用報酬及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。報酬控除後リターンは、全コンボジットに適用される最も高い報酬料率控除後で提示しています。報酬控除前リターン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。報酬控除前リターンは提示されているリスク（標準偏差）測定の計算に用いています。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。コンボジットの散らばりは通常のコンボ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。コンボジット内のポートフォリオ数が5本以下の場合にはコンボジットの散らばりは計算されません。一部のポートフォリオは、先物、オプション、およびレバレッジを生じさせる可能性のあるその他の潜在的にリスクの高いデリバティブを取引している可能性があります。それらは通常、ポートフォリオ全体の10%未満です。ベンチマークは、公表されている情報源から入手したものであり、コンボジットとは計算方法、プライシング時間、および為替情報源が異なる可能性があります。コンボ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ボジットより除いています。この一時的な取り扱いが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ボ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。

全コンボジットの一覧表及び内容記述、私募合同運用ファンドの一覧表及び内容記述、並びに公募合同運用ファンドの一覧表及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5月10日および2016年4月1日付でポートフォリオの運用を変更しました。このコンボジットに関連する運用方針や戦略の変更はありませんでした。

## US オールキャップ・オポチュニティーズ株式コンボジット

米国オールキャップ・オポチュニティーズ株式コンボジットは、主として米国で成長性が高い企業の株式に投資することにより、運用資産の長期的な成長を目指します。（2006年6月コンボジット設定。1995年12月31日計測開始）（旧称：米国マルチキャップ・グロス株式コンボジット）

## 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](http://troweprice.co.jp)

## T.RowePrice

### 追加ディスクロージャー

ロンドン証券取引所グループ・ピーエルシーおよびそのグループ企業（以下「ロンドン証券取引所グループ」または「LSE Group」）。©LSE Group 2023. Russell 2000（ラッセル2000）、Russell 2000 Growth（ラッセル2000グロス）は、ロンドン証券取引所グループのメンバー企業の登録商標であり、使用許諾ライセンスのもと使用を許諾された者が使用しています。各指数に関するすべての権利は、各指数を保有するロンドン証券取引所グループのメンバー企業に帰属します。ロンドン証券取引所グループおよびその使用許諾者のいずれも、各指数の誤記・脱漏について一切責任を負わず、いかなる当事者も当資料に含まれる各指数に依拠することはできません。各指数を保有するロンドン証券取引所グループのメンバー企業の書面による同意なく、ロンドン証券取引所グループから得られたデータの再配布は認められません。ロンドン証券取引所グループは、当資料の内容を宣伝、後援または推奨するものではありません。

世界産業分類基準（「GICS」）は、モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル（「MSCI」）およびマグロウヒル・カンパニー傘下のスタンダード&プアーズ（「S&P」）が開発した独占的財産およびサービスマークであり、ティー・ロウ・プライスにライセンス供与されています。MSCI、S&PまたはGICSの作成、編集もしくはGICS分類に関与する第三者はいずれも、当該基準や分類（またはその利用から得られた結果）について明示的にも暗示的にもいかなる保証や表明もしません。また、すべての関係当事者は、当該基準や分類のいずれについても、その独創性、正確性、網羅性、商品性または特定の目的適合性について、いかなる保証からも明示的に免責されます。前述の内容を制限することなく、MSCI、S&P、その関連会社またはGICSの作成、編集もしくはGICS分類に関与する第三者はいずれの場合も、直接的、間接的、特別、懲罰的、結果的またはその他のいかなる損害（逸失利益を含む）について、その発生可能性が通知されていたとしても、いかなる責任も負いません。

### 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み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）の逡減的報酬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

202311-3241743