

ジャパン・エクセレント

ファンドマネージャーからのメッセージ

過去1年間の振り返りと今後の見通しについて

2019年11月11日

平素は当ファンドをご愛顧賜り、厚く御礼申し上げます。

過去1年間の相場環境を振り返りつつ、今後の見通しについてお伝えさせていただきます。

■ 基準価額・純資産・騰落率の推移

2019年10月31日現在

基準価額	14,065 円
純資産総額	368億円
ベンチマーク	2,539.02

期間別騰落率

期間	ファンド	ベンチマーク
1カ月間	+4.5 %	+5.0 %
3カ月間	+1.3 %	+7.6 %
6カ月間	-5.3 %	+4.3 %
1年間	-12.2 %	+3.9 %
3年間	+12.4 %	+28.0 %
5年間	+36.2 %	+39.3 %
年初来	+3.1 %	+14.2 %
設定来	+83.9 %	+58.5 %



※「分配金再投資基準価額」は、分配金（税引前）を分配時にファンドへ再投資したものとみなして計算しています。

※基準価額の計算において、運用管理費用（信託報酬）は控除しています（後述のファンドの費用をご覧ください）。

※「期間別騰落率」の各計算期間は、基準日から過去に遡った期間の月末までとし、当該ファンドの「分配金再投資基準価額」を用いた騰落率を表しています。

※当ファンドはTOPIX（東証株価指数）（配当込み）をベンチマークとしていますが、同指数を上回る運用成果を保証するものではありません。

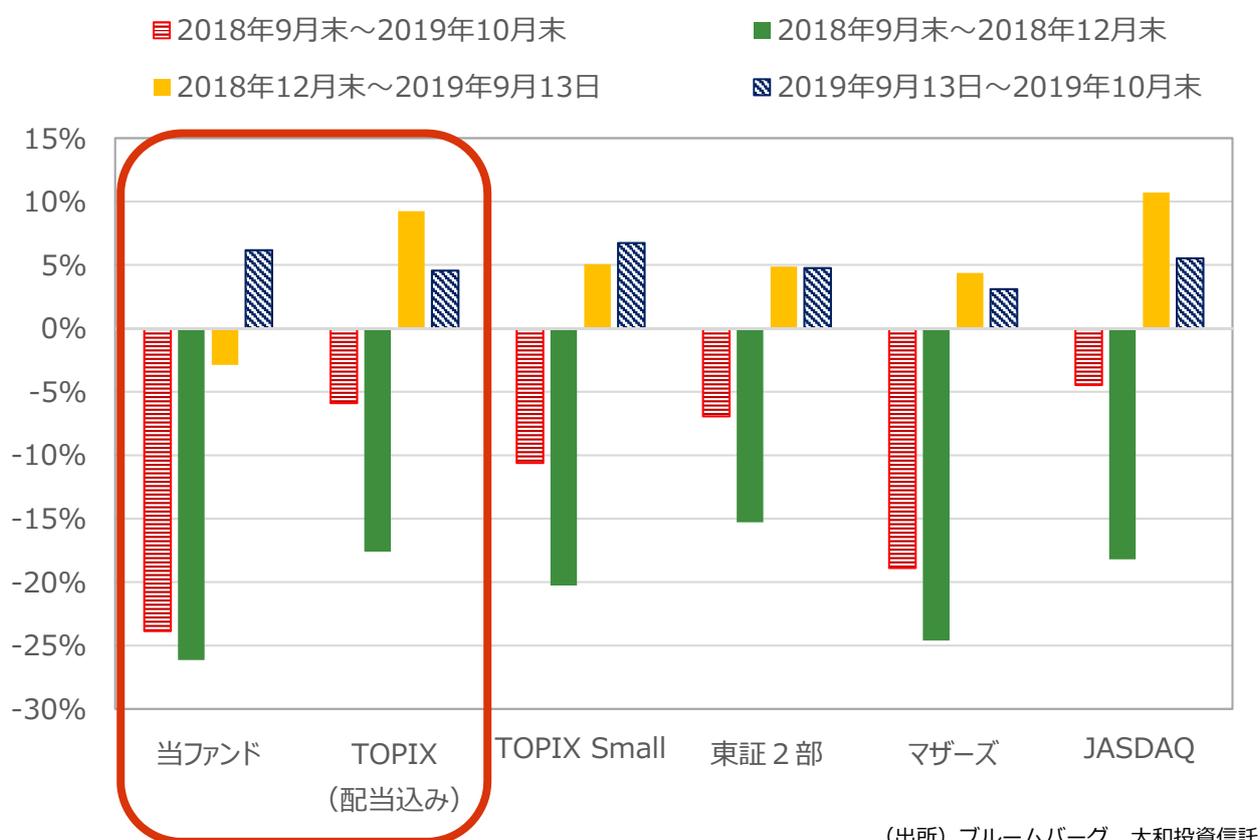
※グラフ上のベンチマークは、グラフの起点時の分配金再投資基準価額に基づき指数化しています。

※実際のファンドでは、課税条件によって投資者ごとの騰落率は異なります。また、換金時の費用・税金等は考慮していません。

過去1年間のパフォーマンス

過去1年間（2018年9月末～2019年10月末）における当ファンドの分配金再投資基準価額は下落し、同期間のTOPIX（配当込み）の騰落率に対してアンダーパフォームしました（図表1）。以下では、過去1年間に期間①（2018年9月末～12月末）、期間②（2018年12月末～2019年9月13日）、期間③（2019年9月13日～10月末）の3期間に分けてご説明をさせていただきます。

図表1：当ファンドと主要株価指数の騰落率



- ※ TOPIX以外の株価指数は、プライス・リターンを使用（TOPIX・・・東証株価指数、マザーズ・・・東証マザーズ株価指数、JASDAQ・・・JASDAQ INDEX）。
- ※ TOPIX Small、TOPIX ニューインデックスシリーズの詳細については、6ページ目をご確認ください。
- ※ 当ファンドの基準価額は、分配金再投資基準価額を使用。
- ※ 実際のファンドでは、課税条件によって投資者ごとの騰落率は異なります。また、換金時の費用・税金等は考慮していません。
- ※ 過去の実績を示したものであり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。

期間①：極度な悲観から好業績銘柄も逆風となった

(2018年9月末～12月末)

当該期間における分配金再投資基準価額は下落し、同期間のTOPIX（配当込み）の騰落率に対してアンダーパフォームしました（図表1）。

2018年9月期中間決算発表では、原材料価格や人件費、物流費を価格転嫁できるか否か等で企業業績の格差が広がりつつある状況が散見されたことからコスト上昇を価格転嫁できる競争力のある企業やコスト上昇の影響をあまり受けない企業に注目しました。年末にかけて株式市場が大幅に下落した局面では景気動向にかかわらず中長期での成長が期待される銘柄や、好調な業績の継続が見込まれる企業なども急落したことで売られすぎの状況にあると判断した銘柄への投資も行いました。

当該期間における国内株式市場では米中貿易問題の激化懸念や世界景気の減速に対する警戒感など投資環境の不透明感が一段と強まりました。こうした投資環境の下で始まった2018年9月期中間決算では好業績を発表した銘柄でも発表後の株価上昇が長続きをしなかったり、株価が下落してしまったりという状況が顕著に見られました。例えば、電炉鋼用生産部材を手掛ける炭素製品銘柄は旺盛な需要を追い風に市場予想を上回る好業績を発表。しかし、決算発表後の株価は大きく下落しました。結果として、それまで基準価額に対してプラス要因となった炭素製品やビッグデータ関連、情報システム関連などの好業績銘柄が一転してマイナス要因となりました。

期間②：個別銘柄選別の戦略がふるわず

(2018年12月末～2019年9月13日)

当該期間における分配金再投資基準価額は下落し、同期間のTOPIX（配当込み）の騰落率に対してアンダーパフォームしました（図表1）。

欧米の金融緩和スタンスへのシフトをはじめ世界的に緩和的な金融環境への回帰が見込まれる一方で、米中通商協議への警戒感、イランなどの地政学リスク、世界経済の減速懸念など不透明な投資環境は継続するとの見通しのもと、当初は景気変動による影響を受けにくい銘柄への投資を行いました。具体的には人手不足や働き方改革などで業務効率化や生産性向上を求める社会的なニーズが強まる中、クラウド・サービスやビッグデータ解析などを武器にビジネスチャンスをつかめるIT関連銘柄などを買い付けました。その後、8月下旬から9月上旬にかけて10月に予定された米中閣僚級会合に向けた米中間の協議進展期待が高まったことや、英国のEU（欧州連合）離脱に対する過度な懸念が後退したことなどから投資環境に対する不透明感は低減しました。そのような状況を受けて、ビジネス環境の改善に投資家の目が向かうと考え、在庫調整の進展から業績モメンタムの底入れが予想された半導体関連や電子部品関連銘柄などへの投資を行いました。

対TOPIXのパフォーマンスを業種選択効果／個別銘柄選択効果でみると、業種別では電気機器などをTOPIXに比べてアンダーウエートとしていたことがマイナス要因となりました。個別銘柄ではビッグデータ関連銘柄や5G関連銘柄などはプラス要因となりましたが、米中貿易摩擦の激化など投資環境を取り巻く不確実性が高まる中、機械関連銘柄や業績見通しへの慎重な見方からクラウド関連などの情報・通信関連銘柄、サービス関連銘柄などのマイナス要因が大きく響きました。

期間③：外需関連銘柄への選別投資が奏功

(2019年9月13日～10月末)

当該期間における分配金再投資基準価額は上昇し、同期間のTOPIX（配当込み）の騰落率に対してアウトパフォームしました（図表1）。

米中貿易問題への警戒から2018年以降、大きく売り込まれてきた外需／景気敏感関連銘柄の中から業績モメンタムの改善が予想される割安な銘柄を選別して投資を行いました。

国内株式市場は米中通商協議の進展期待やそれによる両国間の緊張緩和を好感し上昇基調となりました。投資環境の改善に向けた動きが強まる中、想定通りに投資家の関心は業績モメンタムの底入れ期待に向かいました。先行して投資を行っていた半導体関連や電子部品・電子材料関連などの銘柄が上昇しました。中小型割安株が見直されたことも追い風となりました。

今後のマーケット見通しと運用方針

引き続き、米中関係や英国のEU離脱問題などリスク要因が多数あり警戒が必要な状況ですが、世界各国が政策金利の引き下げを行い、財政政策も検討し始めていること、中国の景気対策の効果が一部では現れつつあること、半導体など一部の製品に底打ち感が出てきたこと、来年の米国大統領選挙を前にこれ以上景気に悪影響のある政策は回避される可能性が高いと想定されることなどから、過度に悲観が織り込まれている銘柄は再評価される余地が大きいと思われま

投資環境の改善などから外需／景気敏感関連銘柄の巻き返しを見込む

今後の運用方針といたしましては、外需関連や景気敏感銘柄のウエートを引き上げ、内需関連やディフェンシブ銘柄のウエートを引き下げる方針です。その理由として、①投資環境の改善、②ファンダメンタルズ面での底打ち感、③内需外需関連銘柄のパフォーマンス格差を考えています。

ポイント①投資環境の改善

9月以降、米中間の緊張緩和期待が高まっています。2018年から続くトランプ政権の対中強硬策にグローバルな株式市場は大きく揺さぶられてきました。米中通商協議に関してはなお流動的な面もありますが、ここにきて部分合意に向けた動きが強まっていることなどは両国間の緊張緩和を象徴するものとして投資環境の好転に大きなインパクトを与えています。英国のEU離脱をめぐる動きも目先、最悪シナリオが回避される状況となりました。FRB（米国連邦準備制度理事会）をはじめとした中央銀行が金融緩和姿勢を世界的に強めていることもポジティブです。恐怖指数とされるVIX指数は大きく低下しています。こうした投資環境の変化は投資家のスタンスにも大きな影響を与えることでしょう。

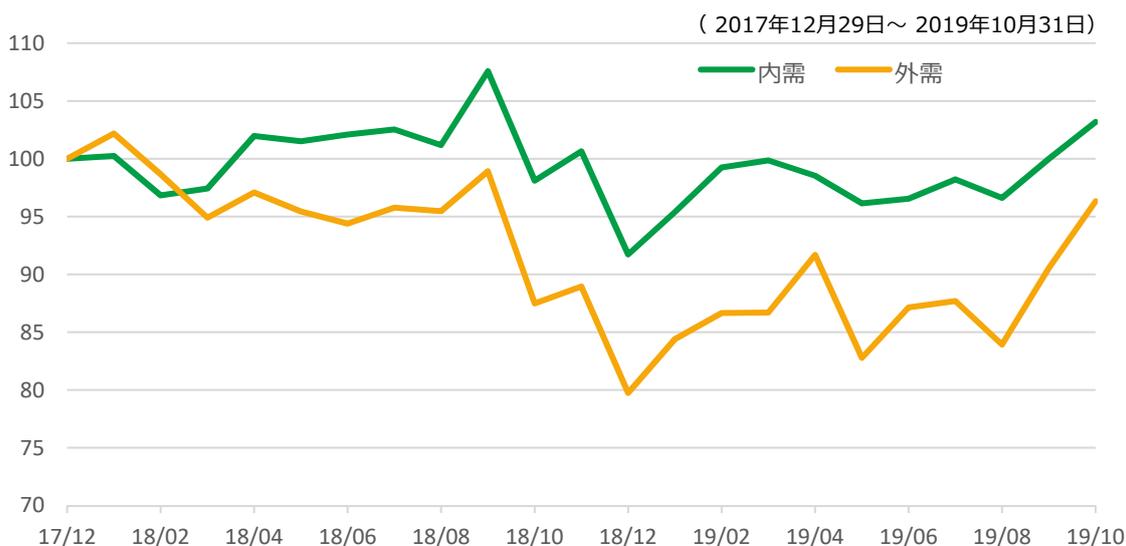
ポイント②ファンダメンタルズ面での底打ち感

足元ではファンダメンタルズ面での底打ち感を期待させる動きが外需関連を中心にみられ始めています。その一例としてエレクトロニクス産業の状況です。米中貿易摩擦や世界景気への警戒感などから半導体メーカーは在庫調整を余儀なくされてきました。しかしながら、ここにきて中国を中心とした次世代通信規格「5G」への活発な投資や季節的なスマートフォンの生産によって在庫の削減が進展しており、半導体市況も下落ペースが和らぎつつあります。こうしたエレクトロニクス産業を取り巻く環境の変化は国内においても電子部品・デバイス工業の出荷在庫バランス改善という形でみられます。また、ものづくりに不可欠な工作機械の受注も最悪期を越えつつあるように見受けられます。足元における工作機械受注は前年と比較すると▲30%台後半と依然として厳しい状況が続いていますが、このマイナス幅が今後、低下していくことが期待されます。サイクル的にこうした変化はまず、半導体をはじめとしたエレクトロニクス産業から出始め次第に変化の裾野が広がっていく傾向があります。投資環境の改善を背景に投資家心理が上向けば、投資家の目はこうした変化の動きに向いてくると考えています。

ポイント③内需外需関連銘柄のパフォーマンス格差

内需外需関連銘柄のパフォーマンス格差につきましては、米中貿易摩擦や世界景気への警戒感など外部環境の悪化による影響を受けやすい外需／景気敏感銘柄が回避され、相対的に堅調な国内景気への依存度が高い内需関連銘柄が選好される傾向が続いた結果、両者間のパフォーマンス格差は一時、大きく拡大しました（図表2）。投資環境の改善や外需関連を中心としたファンダメンタルズ面の底打ち感などを追い風に外需／景気敏感銘柄への見直しが進めば、こうしたパフォーマンスの格差縮小は続くものとみています。

■ 図表2：内需外需パフォーマンス格差



(出所) ブルームバーグ 大和投資信託

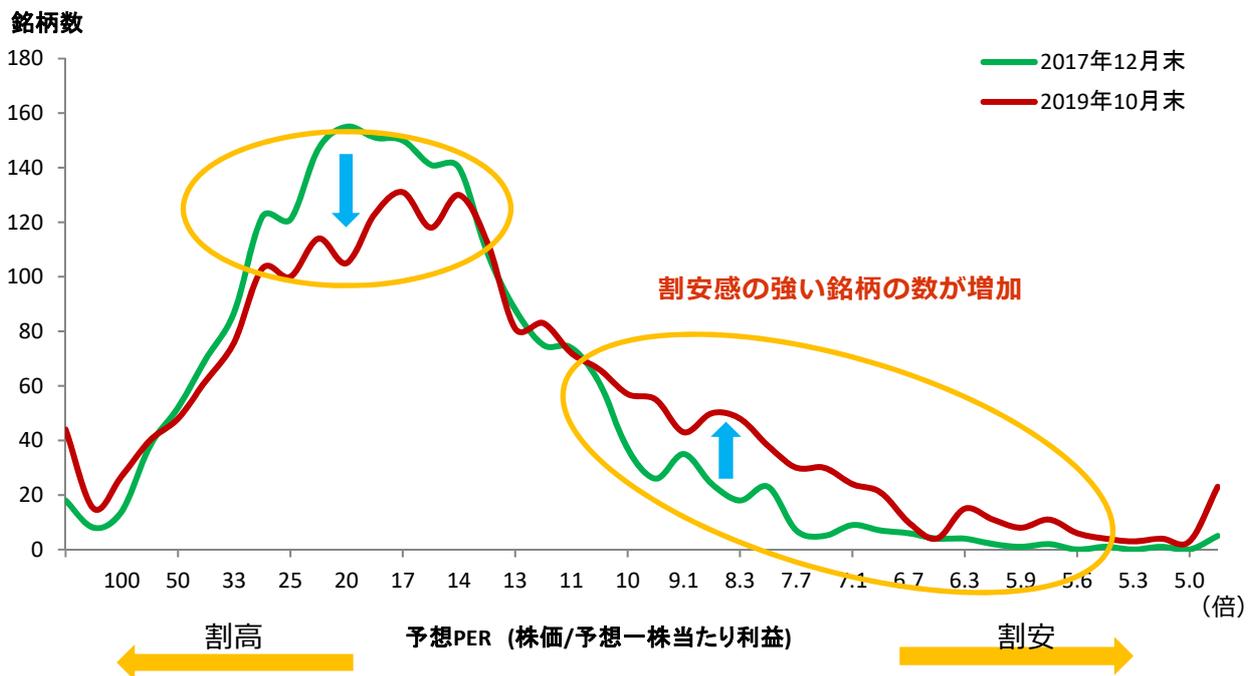
※内需、外需の指数は2017年12月29日を100として指数化しています。

※内需は東証33業種分類の中から建設業、電気・ガス業、陸運業、倉庫・運輸関連業、情報・通信業、小売業、不動産業、サービス業に時価総額加重ウェイトで投資したと仮定し、月次累積リターンを計算しています。

※外需は東証33業種分類の中から化学、機械、電気機器、輸送用機器、精密機器、海運業に時価総額加重ウェイトで投資したと仮定し、月次累積リターンを計算しています。

2018年に入りトランプ政権が対中強硬策へと踏み込んで以降、世界景気への警戒感もあって外需／景気敏感銘柄は投資家の物色対象として敬遠される傾向を強めました。こうした2極化相場の結果として、株式市場では株価バリュエーションや株価水準などから見て依然として割安感が強く売られすぎと判断される銘柄が増加することとなりました（図表3）。米中間の緊張緩和から景況感の改善が進み業績見通しへの手応え感が強まってくれば、割安銘柄への注目が高まってくることが想定されます。こうした将来パフォーマンスを生み出すことが期待される「原石」銘柄の発掘に全力を尽くしてまいりたいと考えております。

図表3：東証1部銘柄予想PER別銘柄数分布



(出所) ブルームバーグ 大和投資信託

新たなサポートを得て引き続き銘柄発掘に注力

このたび、当ファンドをサポートするチームメンバーが新たに2名加わりました。チームの増強は昨年頃から段階的に行っておりまして、私をサポートするファンドマネージャーは総勢5名となりました（2019年10月末時点）。若手からリサーチ経験が豊富なベテランまで強力なサポート陣容です。それぞれの得意分野もテクノロジー、素材、ヘルスケアなど多岐にわたります。

上記シナリオの下、調査部アナリストとの協業とともに強化されたチーム・リサーチ力を活用して有望銘柄の発掘に努めてまいります。

当資料で使用した指数について

- 東証株価指数（TOPIX）、東証マザーズ株価指数、JASDAQ INDEX、TOPIXニューインデックスシリーズは株式会社東京証券取引所が算出公表などの権利を有する指数です。
- TOPIXニューインデックスは、時価総額、流動性の特に高い30銘柄を「TOPIX Core30」、Core30に次いで、時価総額、流動性の高い70銘柄を「TOPIX Large70」、Large70に次いで時価総額、流動性の高い400銘柄を「TOPIX Mid400」、Core30、Large70、Mid400以外のTOPIX構成銘柄を「TOPIX Small」としています。

Ⅰ ファンドの目的・特色

ファンドの目的

- わが国の株式に投資し、信託財産の中長期的な成長をめざします。

ファンドの特色

- わが国の株式に投資します。
 - ◆銘柄の選定においては、主に業績動向、株価のバリュエーション等に着目します。
 - ◆個別銘柄の流動性、株価水準等を考慮し、ポートフォリオを構築します。
 - 中長期的にベンチマーク（東証株価指数（TOPIX）：配当込み）を上回る投資成果をめざします。
 - 当ファンドは、ファミリーファンド方式で運用を行ないます。
 - ・マザーファンドは、「ジャパン・エクセレント・マザーファンド」です。
- ※くわしくは「投資信託説明書（交付目論見書）」の「ファンドの目的・特色」をご覧ください。

Ⅰ 投資リスク

- 当ファンドは、値動きのある有価証券等に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、投資元本が保証されているものではなく、これを割込むことがあります。信託財産に生じた利益および損失は、すべて投資者に帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。基準価額の主な変動要因は、以下のとおりです。

「株価の変動（価格変動リスク・信用リスク）」、「中小型株式への投資リスク」、「その他（解約申込みに伴うリスク等）」※基準価額の変動要因は、上記に限定されるものではありません。

※くわしくは「投資信託説明書（交付目論見書）」の「投資リスク」をご覧ください。

Ⅰ ファンドの費用

投資者が直接的に負担する費用		
	料率等	費用の内容
購入時手数料	販売会社が別に定める率 (上限) 3.3% (税抜 3.0%)	購入時の商品説明または商品情報の提供、投資情報の提供、取引執行等の対価です。
信託財産留保額	ありません。	—
投資者が信託財産で間接的に負担する費用		
	料率等	費用の内容
運用管理費用 (信託報酬)	年率 1.595% (税抜 1.45%)	運用管理費用の総額は、日々の信託財産の純資産総額に対して左記の率を乗じて得た額とします。
その他の費用・ 手数料	(注)	監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、先物取引・オプション取引等に要する費用、資産を外国で保管する場合の費用等を信託財産でご負担いただきます。

(注)「その他の費用・手数料」については、運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

※購入時手数料について、くわしくは販売会社にお問合わせください。

※手数料等の合計額については、保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

※くわしくは「投資信託説明書（交付目論見書）」の「手続・手数料等」をご覧ください。

設定・運用：

大和投資信託

Daiwa Asset Management

商号等 大和証券投資信託委託株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第352号
加入協会 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

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は、ファンドの状況や関連する情報等をお知らせするために大和投資信託が作成したものです。
- 当ファンドのお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書（交付目論見書）」の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- 投資信託は値動きのある有価証券等に投資しますので、基準価額は大きく変動します。したがって、投資元本が保証されているものではありません。信託財産に生じた利益および損失はすべて投資者に帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。
- 投資信託は預金や保険契約とは異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。証券会社以外でご購入いただいた投資信託は投資者保護基金の対象ではありません。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆さまの実質的な投資成果を示すものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。記載する投資判断は現時点のものであり、将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 当資料中で個別企業名が記載されている場合、あくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。
- 分配金は収益分配方針に基づいて委託会社が決定します。あらかじめ一定の額の分配をお約束するものではありません。分配金が支払われない場合もあります。

ジャパン・エクセレント 取扱い販売会社

販売会社名 (業態別、50音順) (金融商品取引業者名)		登録番号	加入協会			
			日本証券業協会	一般社団法人 金融先物 取引業協会	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
株式会社愛知銀行	登録金融機関	東海財務局長(登金)第12号	○			
株式会社あおぞら銀行	登録金融機関	関東財務局長(登金)第8号	○	○		
株式会社愛媛銀行	登録金融機関	四国財務局長(登金)第6号	○			
株式会社紀陽銀行	登録金融機関	近畿財務局長(登金)第8号	○			
株式会社高知銀行	登録金融機関	四国財務局長(登金)第8号	○			
株式会社滋賀銀行	登録金融機関	近畿財務局長(登金)第11号	○	○		
株式会社第四銀行	登録金融機関	関東財務局長(登金)第47号	○	○		
株式会社筑邦銀行	登録金融機関	福岡財務支局長(登金)第5号	○			
株式会社千葉銀行	登録金融機関	関東財務局長(登金)第39号	○	○		
株式会社東和銀行	登録金融機関	関東財務局長(登金)第60号	○			
株式会社富山銀行	登録金融機関	北陸財務局長(登金)第1号	○			
株式会社富山第一銀行	登録金融機関	北陸財務局長(登金)第7号	○			
株式会社長崎銀行	登録金融機関	福岡財務支局長(登金)第11号	○			
株式会社南都銀行	登録金融機関	近畿財務局長(登金)第15号	○			
株式会社東日本銀行	登録金融機関	関東財務局長(登金)第52号	○			
株式会社福島銀行	登録金融機関	東北財務局長(登金)第18号	○			
株式会社三重銀行	登録金融機関	東海財務局長(登金)第11号	○			
株式会社宮崎太陽銀行	登録金融機関	九州財務局長(登金)第10号	○			
株式会社SBI証券	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第44号	○	○		○
岡三オンライン証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第52号	○	○	○	
おきぎん証券株式会社	金融商品取引業者	沖縄総合事務局長(金商)第1号	○			
カブドットコム証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第61号	○	○		
大和証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第108号	○	○	○	○
東海東京証券株式会社	金融商品取引業者	東海財務局長(金商)第140号	○	○		○
内藤証券株式会社	金融商品取引業者	近畿財務局長(金商)第24号	○			○
松井証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第164号	○	○		
楽天証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第195号	○	○	○	○
リテラ・クリア証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第199号	○			

上記の販売会社については今後変更となる場合があります。また、新規のご購入の取り扱いを行っていない場合がありますので、各販売会社にご確認ください。