

ジャパン・エクセレント

2020年の投資展望と運用方針

2020年1月14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。

2020年の投資展望と当ファンドの運用方針についてお知らせいたします。

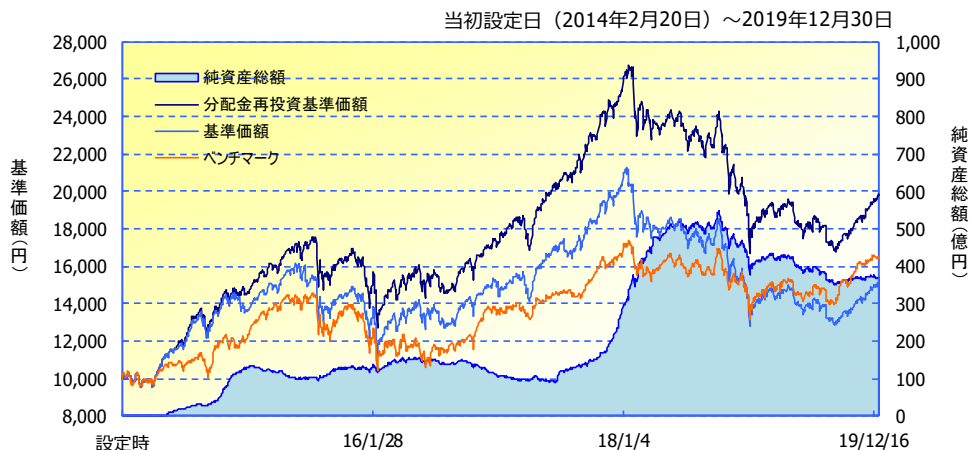
基準価額・純資産・騰落率の推移

2019年12月30日現在

基準価額	15,096 円
純資産総額	368億円
ベンチマーク	2,625.91

期間別騰落率

期間	ファンド	ベンチマーク
1か月間	+4.0 %	+1.4 %
3か月間	+12.2 %	+8.6 %
6か月間	+8.9 %	+12.3 %
1年間	+10.7 %	+18.1 %
3年間	+16.0 %	+21.3 %
5年間	+34.1 %	+36.4 %
年初来	+10.7 %	+18.1 %
設定来	+97.4 %	+63.9 %



※「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。

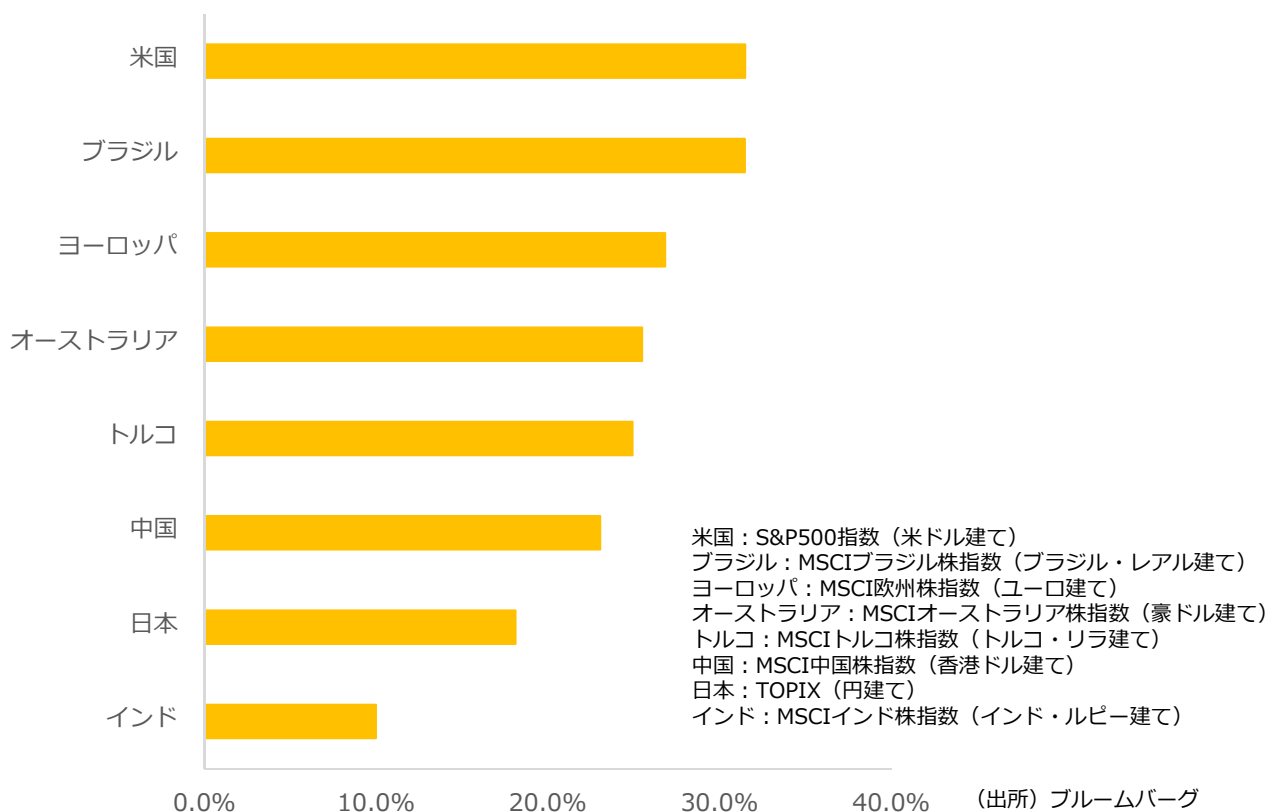
※グラフ上のベンチマークは、グラフの起点時の分配金再投資基準価額に基づき指数化しています。

※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。

2019年の株式市場～好調な一年～

2019年の株式市場は世界的に良好な一年となりました（図表1）。米中貿易摩擦の激化懸念、世界景気の減速、地政学リスクなど株式市場を取り巻く政治経済情勢は必ずしも順風とは言えない中でグローバルな金融政策が緩和方向へと回帰したことや、極度の悲観に傾いていた投資家心理が年後半以降に大きく改善したことが株高の原動力となりました。日本株については、為替が2019年9月以降、米ドルに対して円安トレンドとなったことも支援材料となりました。

■ 図表1：世界の主要株価指数の騰落率（2019年、現地通貨ベース配当込みリターン）



2019年は2年ぶりの大幅上昇となった国内株式市場ですが、その足取りは必ずしも軽やかなものではありませんでした（図表2）。

■ 2019年1-4月 米中緊張緩和期待から上昇

2019年は大幅下落で始まりましたが、FRB（米国連邦準備制度理事会）から利上げに慎重な姿勢が示されたことが安心感を誘いました。米中通商問題の進展期待が高まる中、株価は上昇基調となりました。4月に発表された中国の経済指標が改善をみせたことで世界景気好転への期待が膨らんだことも相場を支えました。

■ 5-8月 米中摩擦の激化懸念、円高傾向から下落

米国が中国に追加関税を発表したことや中国大手通信機器メーカーのファーウェイに対する輸出禁止制裁を受けて下落に転じました。その後は欧米金融政策への緩和期待と香港の大規模デモや中東情勢など地政学リスクの綱引きから神経質な値動きとなりました。7月末にFRBは利下げを決めたものの、直後にトランプ米大統領が中国への追加関税第4弾を示唆したことが嫌気され大幅に下落。中国人民元の下落、米国で逆イールド（10年債と2年債利回りの逆転現象）が観測されたこと、対米ドルでの円高基調なども株価の下押し材料となりました。

■9-12月 景気の底打ち期待、米中緊張緩和期待から上昇

9月に入り米中通商協議の再開が報道されると上昇に転じました。サウジの石油施設爆撃による中東情勢の悪化懸念やトランプ大統領への弾劾調査などは相場の重しとなりましたが、米中協議で部分合意に達したこと、FRBが9月に続き10月も利下げを決めたことなどが好感されました。米中関係の緊張緩和ムードが広がる中、景気の底打ち期待や為替の円安傾向なども株高を支えました。

■ 図表2：TOPIXと為替の推移



■ 東証株価指数（TOPIX）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。

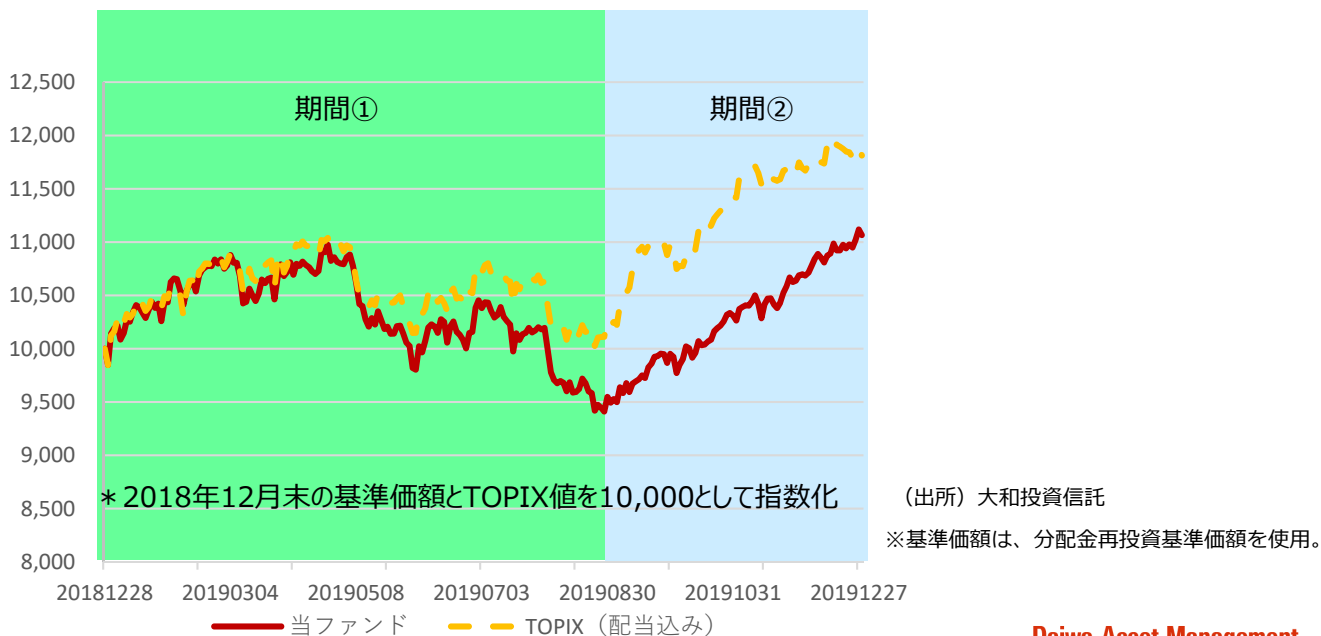
■ 2019年の運用を振り返る～後半巻き返すも及ばず～

2019年の分配金再投資基準価額騰落率は10.7%となり、同期間のTOPIX（配当込み）（騰落率18.1%）の騰落率に対してアンダーパフォームしました。

当ファンドでは、業績モメンタムの良い銘柄を組み入れるという基本方針に沿って、好業績銘柄を中心にポートフォリオを構築いたしました。以下では、2019年の運用経過をご説明いたします（図表3）。

■ 図表3：基準価額の推移

(2018年12月末～2019年12月末)



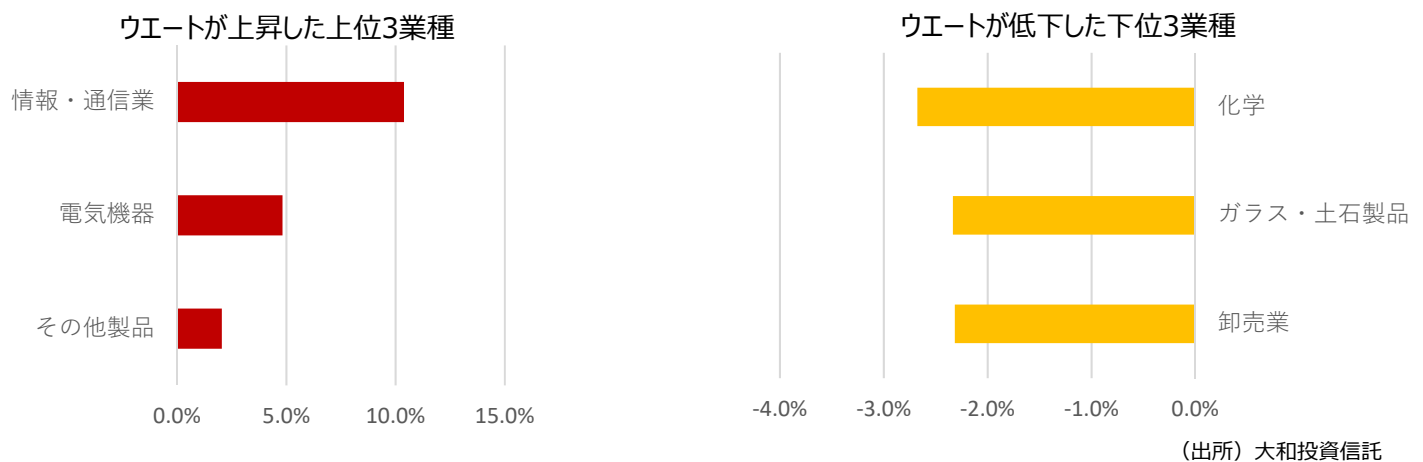
期間①：個別銘柄選別の戦略が振るわず

(2018年12月末～2019年8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。

FRBの政策スタンス変化にみられるように金融緩和的な環境への回帰は株式市場にとってポジティブ材料ですが、米中通商協議への警戒感、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めるIT関連銘柄などです。次世代通信規格「5G」関連も有望な投資テーマと捉え、基地局投資などから恩恵を受けやすい銘柄を中心に投資しました。一方で、世界経済の減速による悪影響を受けやすい化学やガラス・土石製品関連など市況関連銘柄を中心に売却を行いました。結果として、業種では情報・通信業や電気機器などのウエートが上昇し、化学やガラス・土石製品などのウエートが低下しました（図表4）。

■ 図表4：ポートフォリオにおける業種変化 (2018年12月末～2019年8月末)
(マザーファンドベース)



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など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関連銘柄などプラス寄与した銘柄もありましたが、米中貿易摩擦への警戒や世界経済の減速懸念など投資環境を取り巻く不確実性が高まる中、機械など景気敏感関連銘柄の不振がマイナス要因となりました。さらに、米中関係を巡る緊張が高まるにつれて業績見通しへの慎重な見方から、クラウド関連など情報・通信関連銘柄やサービス関連銘柄などが不調に転じたこともマイナス要因として響きました。

期間②：外需関連銘柄への選別投資が奏功

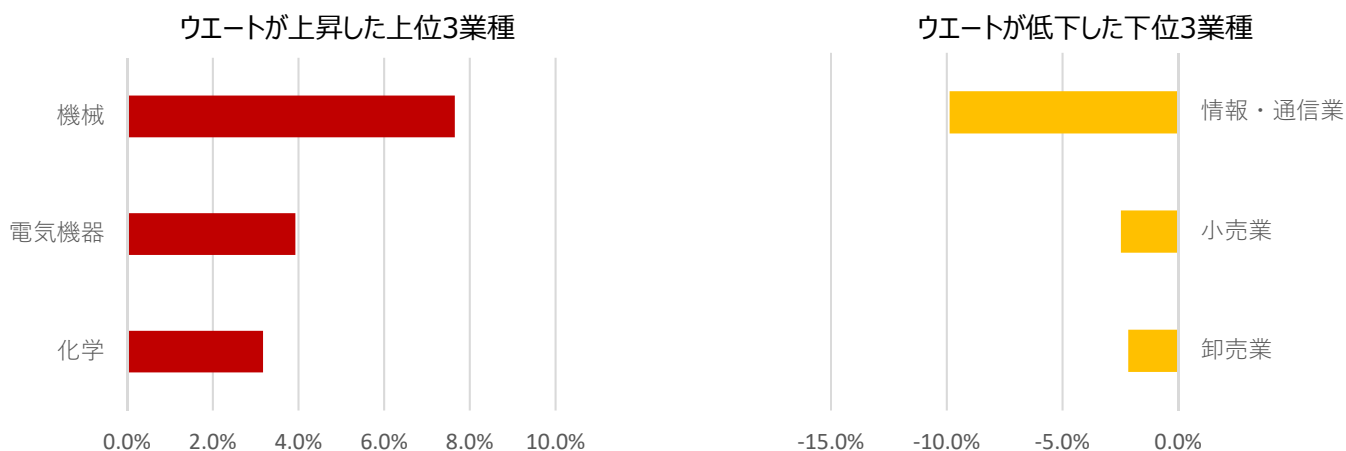
(2019年8月末～12月末)

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。

8月下旬から9月上旬にかけて米中間の緊張緩和ムードが高まったことや、英国の合意なきEU（欧州連合）離脱リスクが後退したことなど投資環境に対する不透明感は低減しました。

そのような状況変化を受けて投資家の関心がビジネス環境の改善に向かうと考えました。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。さらに、投資環境の好転から出遅れ銘柄へと物色が広がっていく中、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銘柄への選別投資を行いました。一方で、銘柄入れ替えの観点からIT関連銘柄をはじめとした内需銘柄を売却しました。結果として、業種では機械や電気機器などのウエートが上昇し、情報・通信業や小売業などのウエートが低下しました（図表5）。

図表5：ポートフォリオにおける業種変化 (2019年8月末～12月末)
(マザーファンドベース)



(出所) 大和投資信託

対TOPIXパフォーマンスにつきましては、業種別では情報・通信業やサービス業などをTOPIXに比べてオーバーウエートとしていたことなどがマイナス要因となった一方で、個別銘柄選別において先行して投資を行っていた半導体関連銘柄や電子部品・電子材料関連銘柄、鉄鋼や電線など出遅れ割安銘柄の株価が大きく上昇したことがプラス寄与しました。また、全体的な動きとして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

2020年の国内株式市場は堅調推移を想定しています。前半は緩和的な金融環境を下支えに米中緊張緩和、在庫調整の進展による循環的な景気回復の動きなどから上昇基調を見込んでいます。11月の米大統領選挙に向けて選挙情勢に関する材料に振らされる場面も想定されますが下値リスクは限定的で、選挙後はアノマリー通りに年末にかけて上昇トレンドに向かうとみています。

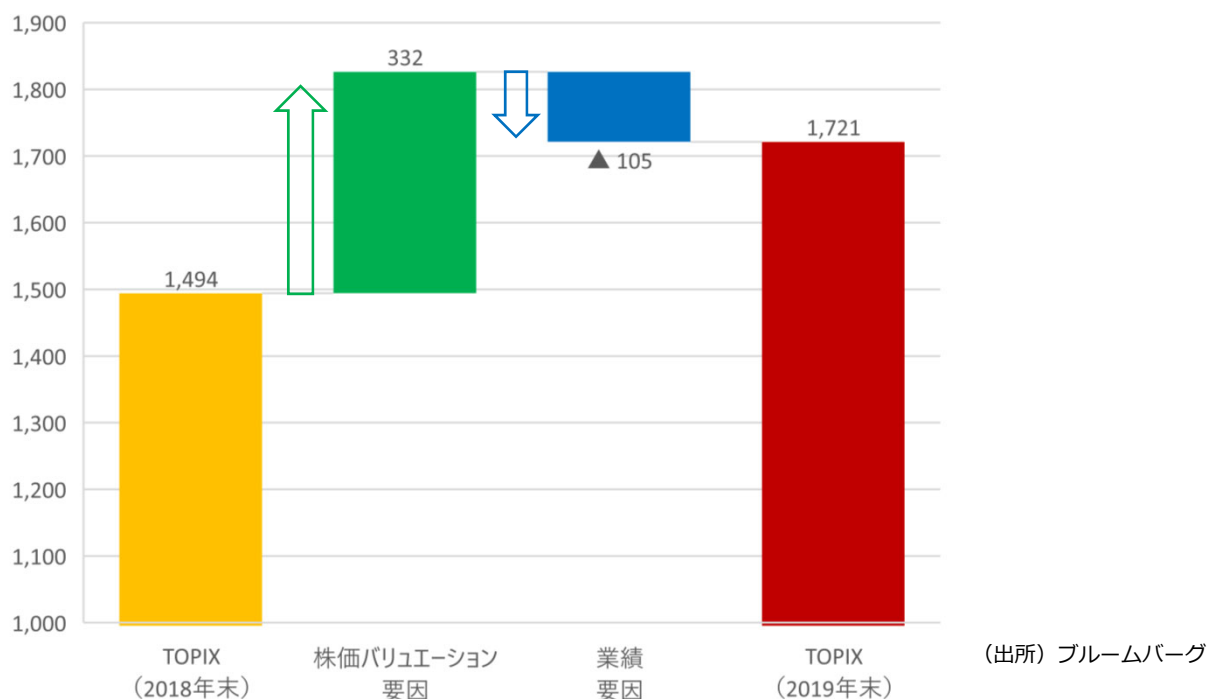
足元の株価バリュエーションの水準を指摘する向きもありますが、日本株の株価バリュエーションは欧米株に比べて依然として割安感があります。株価パフォーマンス面でも出遅れ感は強く、世界経済の持ち直し期待が高まる中、世界の景気敏感株として位置づけられる日本株の魅力は高いと考えています。日本企業のガバナンス強化等を評価した海外投資家による資金流入期待も大きいとみています。

リスク要因といたしましては、米中緊張の再燃、北朝鮮・中東情勢など地政学リスクの高まり及び、これら不透明材料に起因する円高などを考えています。

ポイント 株価上昇の原動力が業績へとバトンタッチするか

2019年、特に年後半から年末にかけての株価上昇は投資家心理の好転によってもたらされました。きっかけは米中の緊張緩和です。それまで緊迫した状態にあった投資家心理が一気に弛緩に向かいました。FRBが3度にわたる利下げを行ったことやECB（欧州中央銀行）が金融緩和へと再び踏み出したことも心理の改善を後押ししました。理論的に株価は将来の予想利益と投資家心理から算出されます。図式で表すと、 $\text{株価} = \text{業績（予想利益）} \times \text{投資家心理（株価バリュエーション）}$ です。企業業績の悪化見通しが強まる中、2019年の株価上昇は投資家心理の改善、すなわち株価バリュエーションの拡大が原動力となりました（図表6）。

図表6：TOPIXの上昇要因分解



株価バリュエーションとして予想PER（株価収益率）、業績要因として予想EPS（一株当たり利益）を採用。

2020年の株式市場を展望する上で、特に注目しているのは株価上昇の原動力が2019年の株価バリュエーション要因から業績要因へとバトンタッチされるか、ということです。世界経済が循環的な回復局面に転じる中で外需/景気敏感関連企業を中心に業績モメンタムの好転が期待されます。米中間の緊張緩和が継続し、企業マインドの改善を通じた設備投資需要の動きが強まれば、景気再加速のシナリオの芽もみえてきます。

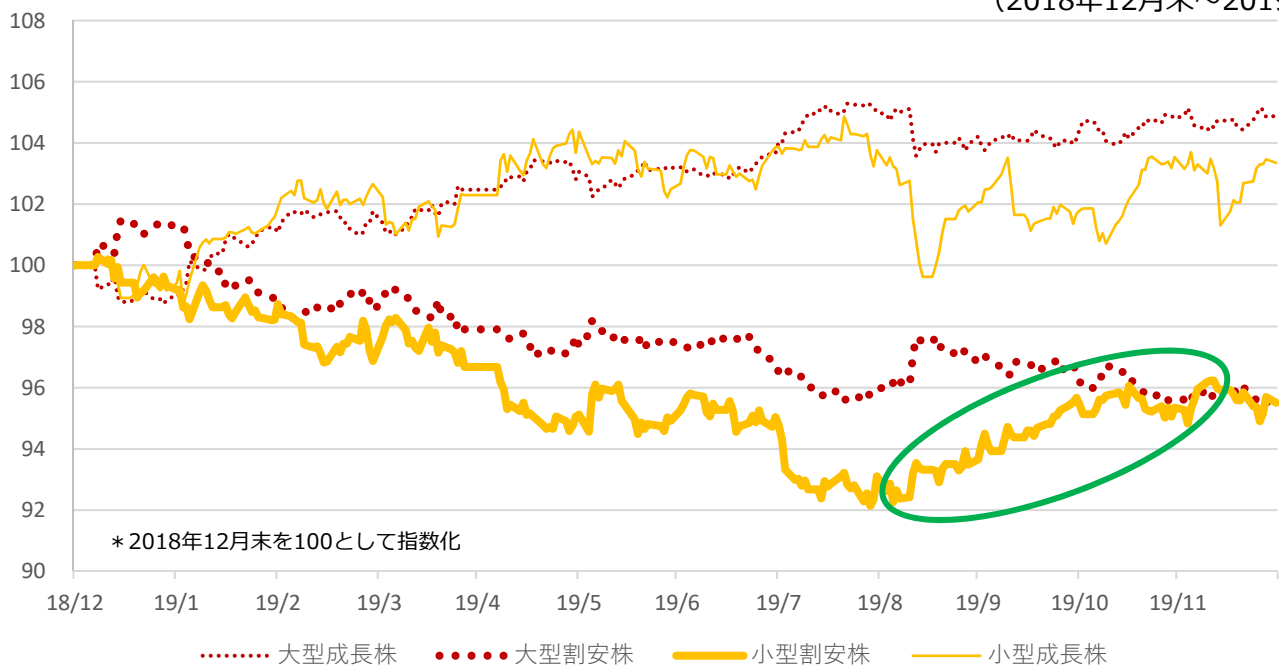
ポイント 業績モメンタムの改善・加速が予想される割安銘柄を発掘

景況感の改善は株式、特に中小型割安株にとってポジティブです。例えば、2019年9月以降の小型割安株が市場全体に比べて戻りペースが速かったことの底流には景況感の改善期待があると考えています（図表7）。

上述のように景気サイクルが底打ちから持ち直しへ転じていくにつれて出遅れ割安株、特に業績モメンタムの好転インパクトが相対的に大きい中小型株への魅力は高まるとみています。

図表7：規模・スタイル別相対株価パフォーマンスの推移

(2018年12月末～2019年12月末)



(出所) ブルームバーグ

大型割安株：ラッセル野村大型バリュエーション株指数、大型成長株：ラッセル野村大型グロース株指数

小型割安株：ラッセル野村小型バリュエーション株指数、小型成長株：ラッセル野村小型グロース株指数

* 各指数の対ラッセル野村総合指数相対パフォーマンス

2020年に着目する投資テーマからも銘柄の発掘を行う方針です（図表8）。具体例として、自然災害に対する防災・減災対策や老朽化した道路・橋などの補修・修復等インフラ投資関連、慢性化する人手不足問題の解決や業務効率化による生産性向上などに貢献する関連銘柄、株主還元強化が期待される銘柄などが挙げられます。

チームのリサーチ力と調査部アナリストを結集して有望銘柄の発掘に努めてまいります。

図表8：2020年 着目する主な投資テーマ/銘柄

ポジティブ	ネガティブ
・景気サイクルのボトムアウト ・景気敏感株、シクリカル銘柄 ・出遅れバリュー株	・ディフェンシブ関連銘柄 ・低ボラティリティ株、債券代替投資銘柄 ・大幅上昇グロース株
・インフラ投資関連（5G、防災/減災、発送電分離、水道民営化、老朽化対策、リニア工事本格化等）	・東京五輪特需剥落銘柄 ・消費増税駆け込み、Windows駆け込み反動銘柄
・人手不足慢性化や働き方改革、同一労働同一賃金により恩恵を受ける銘柄 ・RPA、コンサル、ギグワーク、アウトソーシング等	・働き方改革や同一労働同一賃金等によりコストアップが見込まれる銘柄
・自己株取得等還元強化銘柄 ・IR改善銘柄	・持ち合い解消売り等需給悪銘柄 ・公募増資懸念のある銘柄
・ESG関連銘柄 E(環境)：水素関連、EV・HV、蓄電池関連 S(社会)：女性活躍、シェアエコノミー、学校ICT化 G(ガバナンス)：親子上場解消、社外取締役登用 等	・ダイベストメント銘柄 (環境に悪影響を及ぼす可能性のある銘柄)

(出所) 大和投資信託

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

1. 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。
 2. 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。

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。

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。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	○			
auカブコム証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第61号	○	○		
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	○			
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	○	○		
水戸証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第181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。