



## 「行き過ぎた」株価変動に投資機会を探る

### ポイント



1. 厳しい環境下にこそ投資機会が存在する
2. 環境悪化時を含めた高ROE継続性を重視
3. 「長期順張り、短期逆張り」

## 1. 厳しい環境下にこそ投資機会が存在する

当ファンドは運用開始から5年弱が経過し、7月末現在で「資産成長型」は+54.2%のリターンを上げ、TOPIXの+4.8%を上回る良好な運用成績です。コロナショックを含む年初来でもTOPIXを上回る運用状況ですので、今回は直近の運用動向と投資方針についてご紹介します。

### 混乱の中に投資機会が存在する

2020年の年初から3月中旬にかけて、新型コロナウイルスの感染拡大と経済活動の停滞が懸念され、世界の株式市場は記録的な暴落に見舞われました。

それから数か月が経過した今振り返ると、この暴落は絶好の買い場であったことがわかります。TOPIXは3月16日を底に7月末までに約21%上昇しました。

しかし、TOPIXは底値から大きく反発したと言っても昨年末の水準に比べると約13%低い水準です。一方、当ファンドの基準価額は同期間に0.1%上昇しました。このようなリターンを上げることが出来た理由としては、①マクロ環境が悪化した時でも高ROE※を継続できる優良銘柄を中心に保有するファンドであること、②暴落時に押し目買いしていた銘柄の株価が大きく反発したこと、の2点を挙げる事が出来ます。

### 基準価額（分配金再投資）とTOPIXの推移



上段期間：2015年9月24日（設定日前日）～2020年7月31日、日次  
下段期間：2019年12月30日～2020年7月31日、日次  
基準価額（分配金再投資）については、6ページをご参照ください。  
TOPIX：東証株価指数。TOPIXは当ファンドのベンチマークではありません。  
※ROE：株主資本利益率

（出所）QUICKデータ等を基に野村アセットマネジメント作成

上記は過去のデータであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。

\*後述の【投資リスク】【当資料について】および【お申込みに際してのご留意事項】を必ずご覧ください。

## 2. 環境悪化時を含めた高ROE継続性を重視

当ファンドは、マクロ環境が悪化した時でも高ROEを継続できる優良銘柄を中心に保有することで高いリターンを獲得してきました。その代表銘柄の一つが、運用開始当初から継続保有するキーエンスです。

### 「競争力」と「成長性」に着目

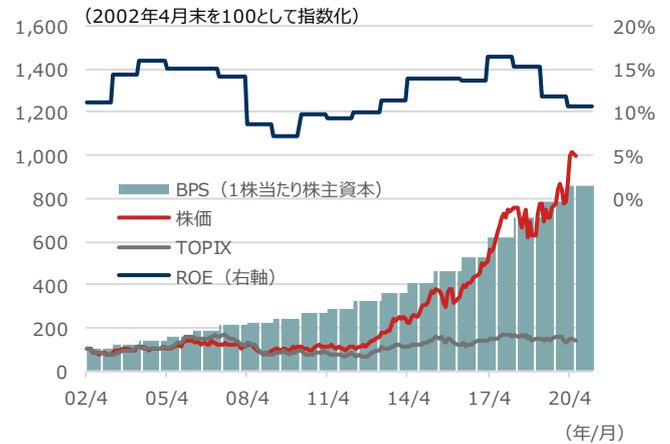
キーエンスは、工場の自動化や品質向上を支えるセンサや制御機器などの開発・製造販売を手掛ける企業です。日本の上場企業で最も社員の給与水準が高い企業の一つとして知られていますが、それだけ高い給料を払っても営業利益率が約50%に達する高収益企業です。この会社は自社工場を持たない、いわゆる「ファブレス」なのですが、顧客企業の工場を効率化する「コンサルティング」という付加価値を付けているためこれほど高い利益率を確保できています。世界的にニーズの高まるFA（ファクトリー・オートメーション、工場の自動化）関連銘柄として、今後も中期的な成長が見込まれます。

キーエンスの株価は2002年4月末から2020年7月末にかけて約10倍になりましたが、同期間の一株あたり株主資本（BPS）も約9倍となっており、株主資本の積み上がりが高いリターンの獲得に繋がっているといえます。

また、キーエンスは「ファブレス」で固定費の水準が低いこともあって需要の減少局面にも利益を維持しやすく、コロナショックが直撃し赤字に陥る企業が続出した2020年1～6月期も年換算で約10%の高ROEを確保しました。環境悪化局面における強さが、コロナショック時の良好な株価リターンに反映されたといえます。

記載されている個別の銘柄については、参考情報を提供することを目的としており、特定銘柄の売買などの推奨、また価格の上昇や下落を示唆するものではありません。上記は過去のデータであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。

### キーエンスのBPSと株価の推移



期間（株価、TOPIX）：2002年4月末～2020年7月末、月次  
期間（BPS、ROE）：2003年3月期～2021年3月期、年度

※2021年3月期はIFISコンセンサス予想

（出所）ブルームバーグおよびQUICKデータ等を基に野村アセットマネジメント作成

### キーエンスの株価とTOPIXの期間騰落率

	2019年末～ 2020年7月末	2020年3月16日 ～7月末
キーエンス	14.9%	47.7%
TOPIX	-13.1%	21.0%

期間：2019年12月30日～2020年7月31日、日次

（出所）QUICKデータを基に野村アセットマネジメント作成

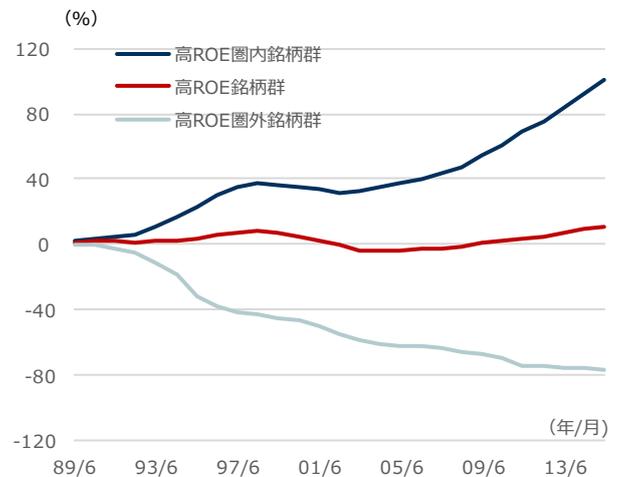
## 長期の株価形成 = 株主資本の積み上がり

当ファンドでは、キーエンスの事例で見たように、長期的な株価形成は株主資本の積み上がりによってなされると考えます。株主資本は主に企業の利益の蓄積によって積み上がりますが、ROE（利益÷株主資本）が高い企業ほど利益の蓄積は進みやすくなります。したがって、長期で高いROEを継続出来る企業ほど株主資本が大きく積み上がり、株価も上昇すると考えています。

長期で高ROEを継続出来る銘柄を選別する際には、マクロ環境が変化した場合の検証が欠かせません。日本企業には海外の景況感が悪化したり円高が進行したりするとROEが大きく低下して株価も大きく下落する銘柄が多いためです。逆に、マクロ環境悪化時でも高ROEを継続出来る企業は株主資本が大きく積み上がり続けるので高いリターンを獲得し易くなります。右図「3つの銘柄群の累積相対パフォーマンス」の通り、ある時点から過去の5年間とその後の5年間でいずれも高ROEを継続した銘柄群（高ROE圏内銘柄群）のリターンは、過去5年間のみ高ROEだった銘柄群（高ROE銘柄群）を大きく上回ると試算しています。

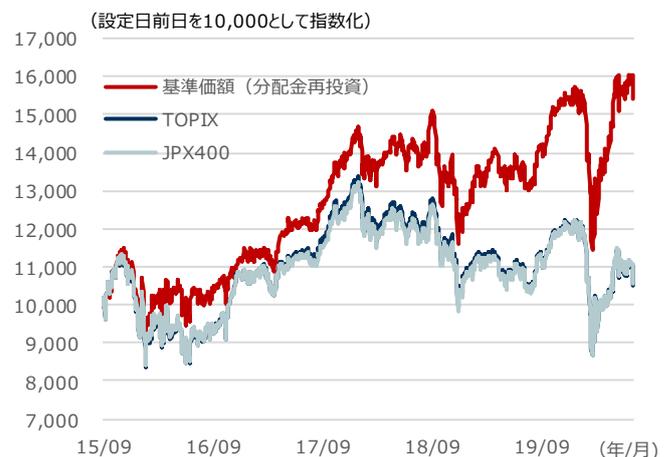
近年、日本株市場でもROE重視の傾向が強まり、2014年1月には高ROEの400銘柄で構成される「JPX日経インデックス400」（以下、JPX400）も登場しました。しかし、JPX400は過去のROE実績のみを基準にしていることもありTOPIXとのリターン格差は限定的です。当ファンドは環境悪化時を含めた中長期の高ROE継続性を重視することで、TOPIX、JPX400と比較して高いリターンを実現しています。

### （試算）3つの銘柄群の累積相対パフォーマンス



期間：1989年6月末～2015年6月末、年次  
TOPIX時価総額上位200銘柄との相対比較  
5年間のリターンを年率化、累積したパフォーマンスを使用  
高ROE銘柄群：TOPIX構成銘柄のうち、基準日において、「時価総額が上位200位以内、かつ、過去5年間の平均ROEが上位100位以内」の銘柄群  
高ROE圏内銘柄群：高ROE銘柄群のうち、基準日からの今後5年間の平均ROEが上位100位以内に含まれる銘柄群  
高ROE圏外銘柄群：高ROE銘柄群のうち、基準日からの今後5年間の平均ROEが上位100位以内に含まれない銘柄群  
（出所）FactSetデータを基に野村アセットマネジメント作成

### 基準価額、TOPIX、JPX400の推移



期間：2015年9月24日（設定日前日）～2020年7月31日、日次  
基準価額は、ジャパン・アクティブ・グロース（資産成長型）  
基準価額（分配金再投資）については、6ページをご参照ください。  
TOPIX：東証株価指数（TOPIX）  
JPX400：JPX日経インデックス400

（出所）QUICKデータ等を基に野村アセットマネジメント作成

記載されている個別の銘柄については、参考情報を提供することを目的としており、特定銘柄の売買などの推奨、また価格の上昇や下落を示唆するものではありません。上記は過去のデータであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。

### 3. 「長期順張り、短期逆張り」

#### 優良銘柄への投資機会を探る

当ファンドの運用スタイルについて私共は「長期順張り、短期逆張り」という表現をすることがあります。長期順張りというのは中長期で高ROEを継続し株主資本を積み上げ続ける優良銘柄を中心とした長期投資を行なうことを指していますが、その一方で短期的に行き過ぎた株価変動に対してはその逆、つまり買われ過ぎた銘柄は売り、下がり過ぎた銘柄は買いで対応します。

今回のコロナショックでは株主資本が積み上がり続けるにも関わらず株価が暴落した銘柄が散見され、そうした銘柄は積極的に押し目買いを行いました。例えば主要な保有銘柄のファーストリテイリングは、長期で見ると「ユニクロ」が安価で高機能な衣料品を武器に国内外で成長し、株主資本の積み上がりに伴って株価上昇してきました。一方、短期では新型コロナウイルス感染拡大による一時的な業績悪化が懸念され株価急落しましたが、同社の魅力的な競争力や成長性は不変であると判断し、押し目買いしました。押し目買い後は相場全体以上に株価反発し大きなリターンを獲得出来ました。

#### みんなが恐れている時こそ「買い」

著名投資家ウォーレン・バフェットの言葉の一つに「みんなが恐れている時期は友だち、世界が楽観的な時期は敵」というのがあります。悪いニュースが出て株価が大きく下落している時は投資家心理が冷え込みますが、こんな時こそ、環境が悪化しても高ROEを継続出来る銘柄を買うことができれば、結果的に大きなリターンを得られる可能性が高いというのがバフェット氏の教えなのです。

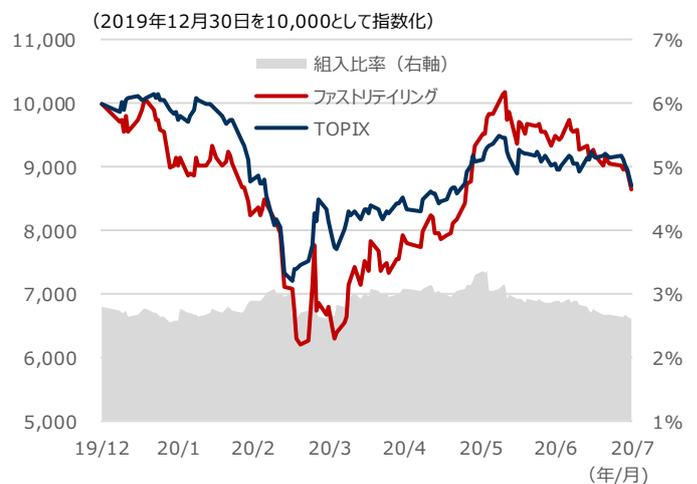
#### ファーストリテイリングのBPSと株価の推移



期間（株価、TOPIX）：2004年9月末～2020年7月末、月次  
 期間（BPS、ROE）：2005年8月期～2020年8月期、年度  
 ※2020年8月期はIFISコンセンサス予想

（出所）ブルームバーグおよびQUICKデータを基に野村アセットマネジメント作成

#### ファーストリテイリングの株価と組入比率の推移



当ファンドにおけるファーストリテイリングの組入比率推移

	19年12月末	20年3月16日	20年7月末
株価（円）	65,000	46,000	56,050
組入比率	2.8%	3.0%	2.6%

期間：2019年12月30日～2020年7月31日、日次  
 組入比率（右軸）はジャパン・アクティブ・グロース マザーファンドにおけるファーストリテイリング保有額の純資産比率

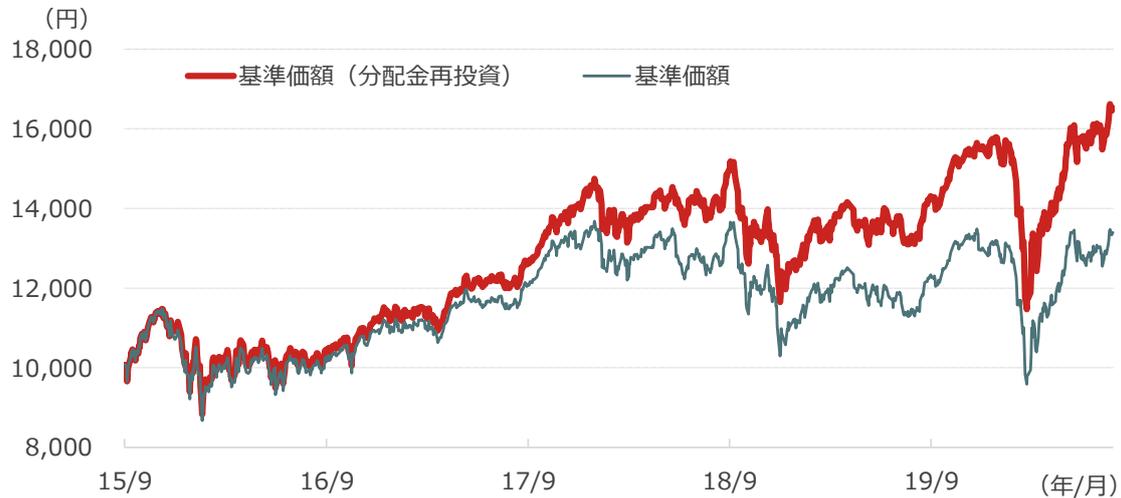
（出所）QUICKデータ等を基に野村アセットマネジメント作成

記載されている個別の銘柄については、参考情報を提供することを目的としており、特定銘柄の売買などの推奨、また価格などの上昇や下落を示唆するものではありません。上記は過去のデータであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。

## ファンドの運用状況

### 「分配型」の基準価額の推移

期間：2015年9月25日（設定日）～2020年8月19日、日次



### 「資産成長型」の基準価額の推移

期間：2015年9月25日（設定日）～2020年8月19日、日次



基準価額（分配金再投資）とは、当初設定時より課税前分配金を再投資したものと計算した価額であり、ファンドの収益率を測るためのものです。したがって、課税条件等によって受益者ごとに収益率は異なります。また、換金時の費用・税金等は考慮しておりません。

上記は過去の運用実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

<当資料で使用した指数の著作権等について>

- 「東証株価指数（TOPIX）」は、株式会社東京証券取引所（以下「（株）東京証券取引所」という。）の知的財産であり、この指数の算出、数値の公表、利用など株価指数に関するすべての権利は（株）東京証券取引所が有しています。（株）東京証券取引所は、TOPIXの算出もしくは公表の方法の変更、TOPIXの算出もしくは公表の停止、またはTOPIXの商標の変更もしくは私用の停止を行う権利を有しています。
- 「JPX日経インデックス400」は、株式会社日本取引所グループ及び株式会社東京証券取引所（以下、総称して「JPXグループ」といいます。）並びに株式会社日本経済新聞社（以下、「日経」といいます。）によって独自に開発された手法によって算出される著作物であり、「JPXグループ」及び「日経」は、「JPX日経インデックス400」自体及び「JPX日経インデックス400」を算定する手法に対して、著作権その他一切の知的財産権を有しています。「JPX日経インデックス400」を示す標章に関する商標権その他の知的財産権は、全て「JPXグループ」及び「日経」に帰属しています。「JPXグループ」及び「日経」は、「JPX日経インデックス400」を継続的に公表する義務を負うものではなく、公表の誤謬、遅延又は中断に関して、責任を負いません。「JPXグループ」及び「日経」は、「JPX日経インデックス400」の構成銘柄、計算方法、その他「JPX日経インデックス400」の内容を変える権利及び公表を停止する権利を有しています。

## ジャパン・アクティブ・グロース（分配型） / （資産成長型）

### 【ファンドの特色】

- 信託財産の成長を目標に積極的な運用を行なうことを基本とします。
- わが国の株式を実質的な主要投資対象<sup>\*</sup>とします。  
※「実質的な主要投資対象」とは、「ジャパン・アクティブ・グロース マザーファンド」を通じて投資する、主要な投資対象という意味です。
- 「ジャパン・アクティブ・グロース」は、分配方針の異なる「分配型」と「資産成長型」の2本のファンドから構成されています。
- わが国の株式の中から、個別企業の調査・分析等に基づいたボトムアップアプローチにより、企業の経営戦略や財務戦略などを通じて長期的な株主資本成長や利益成長が期待できる銘柄を選定します。
- ポートフォリオの構築にあたっては、株主資本や利益等の成長率の高さ及びその継続性等に関する評価に基づき組入銘柄を決定し、バリュエーション評価(株価の割高・割安の度合い)等を勘案して組入比率を決定します。
- 株式の実質組入比率は、原則として高位を基本とします。
- ファンドは「ジャパン・アクティブ・グロース マザーファンド」を通じて投資するファミリーファンド方式で運用します。
- 分配の方針

原則、毎年6月および12月の20日(休業日の場合は翌営業日)に分配を行ないます。

#### ◆ 分配型

分配金額は、分配対象額の範囲内で、配当等収益等の水準及び基準価額水準等を勘案して委託会社が決定します。なお、決算期末の前営業日の基準価額(1万口あたり。支払済みの分配金累計額は加算しません。)が11,000円以上の場合、分配対象額の範囲内で、別に定める金額の分配<sup>(注)</sup>を行なうことを目指します。

(注)決算期末の前営業日の基準価額に応じて、下記の金額の分配を行なうことを目指します。

決算期末の前営業日の基準価額	分配金額(1万口あたり、課税前)
11,000円未満	配当等収益等の水準及び基準価額水準等を勘案して決定します。
11,000円以上12,000円未満	200円
12,000円以上13,000円未満	300円
13,000円以上14,000円未満	400円
14,000円以上	500円

\* 基準価額に応じて、分配金額は変動します。基準価額が上記表に記載された基準価額の水準に一度でも到達すれば、その水準に応じた分配を継続するというものではありません。

\* 分配金を支払うことにより基準価額は下落します。このため、基準価額に影響を与え、次期以降の分配金額は変動する場合があります。また、あらかじめ一定の分配金額を保証するものではありません。

\* 決算期末にかけて基準価額が急激に変動した場合等には、委託会社の判断で上記表とは異なる分配金額となる場合や分配金が支払われない場合があります。

\* 上記表に記載された基準価額および分配金額は、将来の運用の成果を保証または示唆するものではありません。

#### ◆ 資産成長型

分配金額は、分配対象額の範囲内で、基準価額水準等を勘案して委託会社が決定します。

\* 委託会社の判断により分配を行わない場合もあります。また、将来の分配金の支払いおよびその金額について示唆、保証するものではありません。

資金動向、市況動向等によっては上記のような運用ができない場合があります。

## ジャパン・アクティブ・グロース（分配型） / （資産成長型）

### 【投資リスク】

各ファンドは、株式等を実質的な投資対象としますので、組入株式の価格下落や、組入株式の発行会社の倒産や財務状況の悪化等の影響により、基準価額が下落することがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により基準価額が下落することがあります。したがって、投資家の皆様の投資元金は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。

※詳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。

### 【お申込メモ】

- 信託期間 2025年12月22日まで(2015年9月25日設定)
- 決算日および収益分配 年2回の決算時(原則、毎年6月および12月の20日。休業日の場合は翌営業日)に分配の方針に基づき分配します。
- ご購入価額 ご購入申込日の基準価額
- ご購入単位 1万口以上1口単位(当初元本1口=1円)  
または1万円以上1円単位  
※ご購入単位は販売会社によって異なる場合があります。
- ご換金価額 ご換金申込日の基準価額から信託財産留保額を差し引いた価額
- 課税関係 個人の場合、原則として分配時の普通分配金ならびに換金時および償還時の譲渡益に対して課税されます。ただし、少額投資非課税制度などを利用した場合には課税されません。なお、税法が改正された場合などには、内容が変更になる場合があります。詳しくは販売会社にお問い合わせください。

### 【当ファンドに係る費用】

(2020年8月現在)

◆ご購入時手数料	ご購入価額に3.3%(税抜3.00%)以内で販売会社が独自に定める率を乗じて得た額 *詳しくは販売会社にご確認ください。
◆運用管理費用(信託報酬)	ファンドの純資産総額に年1.595%(税抜年1.45%)の率を乗じて得た額が、お客様の保有期間に応じてかかります。
◆その他の費用・手数料	組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料、外貨建資産の保管等に要する費用、監査法人等に支払うファンドの監査に係る費用、ファンドに関する租税等がお客様の保有期間中、その都度かかります。 ※これらの費用等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。
◆信託財産留保額(ご換金時)	1万口につき基準価額に0.3%の率を乗じて得た額

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される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。

※詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）の「ファンドの費用・税金」をご覧ください。

### 《分配金に関する留意点》

ファンドは、計算期間中に発生した運用収益(経費控除後の配当等収益および評価益を含む売買益)を超えて分配を行なう場合があります。したがって、ファンドの分配金の水準は必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示唆するものではありません。

投資者の個別元本(追加型投資信託を保有する投資者毎の取得元本)の状況によっては、分配金額の一部または全部が、実質的に元本の一部払戻しに相当する場合があります。

分配金は、預貯金の利息とは異なりファンドの純資産から支払われますので、分配金支払い後の純資産はその相当額が減少することとなり、基準価額が下落する要因となります。計算期間中に運用収益があった場合においても、当該運用収益を超えて分配を行なった場合、当期決算日の基準価額は前期決算日の基準価額と比べて下落することになります。

### ◆設定・運用は

## 野村アセットマネジメント

商号：野村アセットマネジメント株式会社  
 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第373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 /  
 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ファンドの基準価額等についてのお問い合わせ先：野村アセットマネジメント株式会社

●サポートダイヤル ☎0120-753104 <受付時間> 営業日の午前9時～午後5時

●ホームページ

<http://www.nomura-am.co.jp/>



**【当資料について】**

- 当資料は、ファンドに関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したものです。
- 当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料中の記載事項は、全て当資料作成時以前のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。
- 当資料中のいかなる内容も将来の運用成果または投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

**【お申込みに際してのご留意事項】**

- ファンドは、元金が保証されているものではありません。
- ファンドに生じた利益および損失は、すべて受益者に帰属します。
- 投資信託は金融機関の預金と異なり、元本は保証されていません。
- 投資信託は預金保険の対象ではありません。また、登録金融機関が取り扱う投資信託は、投資者保護基金制度が適用されません。
- 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のうえ、ご自身でご判断ください。

# ジャパン・アクティブ・グロース(分配型／資産成長型)

## お申込みは

金融商品取引業者等の名称		登録番号	加入協会			
			日本証券業協会	一般社団法人日本投資顧問業協会	一般社団法人金融先物取引業協会	一般社団法人第二種金融商品取引業協会
株式会社りそな銀行	登録金融機関	近畿財務局長(登金)第3号	○	○	○	
株式会社埼玉りそな銀行	登録金融機関	関東財務局長(登金)第593号	○		○	
株式会社関西みらい銀行	登録金融機関	近畿財務局長(登金)第7号	○		○	

※上記販売会社情報は、作成時点の情報に基づいて作成しております。

※販売会社によっては取扱いを中止している場合がございます。