

ボルティモア・レター 第11号

米国株式市場は割高か？



ティー・ロウ・プライス 米国成長株式ファンド (愛称：アメリカン・ロイヤルロード)

モーニングスターアワード ファンド オブ ザ イヤー 2020

国際株式型（特定地域）部門

優秀ファンド賞受賞

Morningstar Award “Fund of the Year 2020”は過去の情報に基づくものであり、将来のパフォーマンスを保証するものではありません。また、モーニングスター株式会社が信頼できると判断したデータにより評価しましたが、その正確性、完全性等について保証するものではありません。著作権等の知的所有権その他一切の権利はモーニングスター株式会社並びにMorningstar, Inc. に帰属し、許可なく複製、転載、引用することを禁じます。当賞は国内追加型株式投資信託を選考対象として独自の定量分析、定性分析に基づき、2020年において各部門別に総合的に優秀であるとモーニングスターが判断したものです。国際株式型（特定地域）部門は、2020年12月末において当該部門に属するファンド718本の中から最優秀ファンド賞1本、優秀ファンド賞7本が選考されました。

平素は、「ティー・ロウ・プライス 米国成長株式ファンド（愛称：アメリカン・ロイヤルロード）」（以下、当ファンド）をご愛顧賜り、厚く御礼申し上げます。今回のボルティモア・レターでは、上昇相場が続く米国株式市場のバリュエーションについて、PERや米国国債利回り、株式リスクプレミアムの観点からの見方をご紹介します。

今後とも引き続き、当ファンドをご愛顧賜りますよう、よろしくお願い申し上げます。

株価は長期では企業の利益と連動する動きに

ティー・ロウ・プライスでは、例えば新型コロナウイルス感染症流行のような出来事や投資家心理といったものは予測不可能なため、株価を正確に予測することは難しいと考えています。しかし、株価が決まる要素の一部を予測することは可能です。株価は株価収益率（PER）と一株当たり純利益（EPS）に分けて考えることができます。このうち、EPSは、その企業のビジネスモデルや将来性など今後の稼ぐ力を調査・分析することで、ある程度の予測が可能になるのです。下記のグラフを見ると米国株式とEPSが連動した動きになっていることが分かります。また、当ファンドが実質的に用いる運用戦略（以下、当運用戦略）は、ティー・ロウ・プライスの卓越した調査力をもとに行われた企業分析より、企業の稼ぐ力を正確に予測することで、長期で米国株式を上回るパフォーマンスをあげてきました。

株価の
仕組み

株価

=

PER

(株価収益率)

×

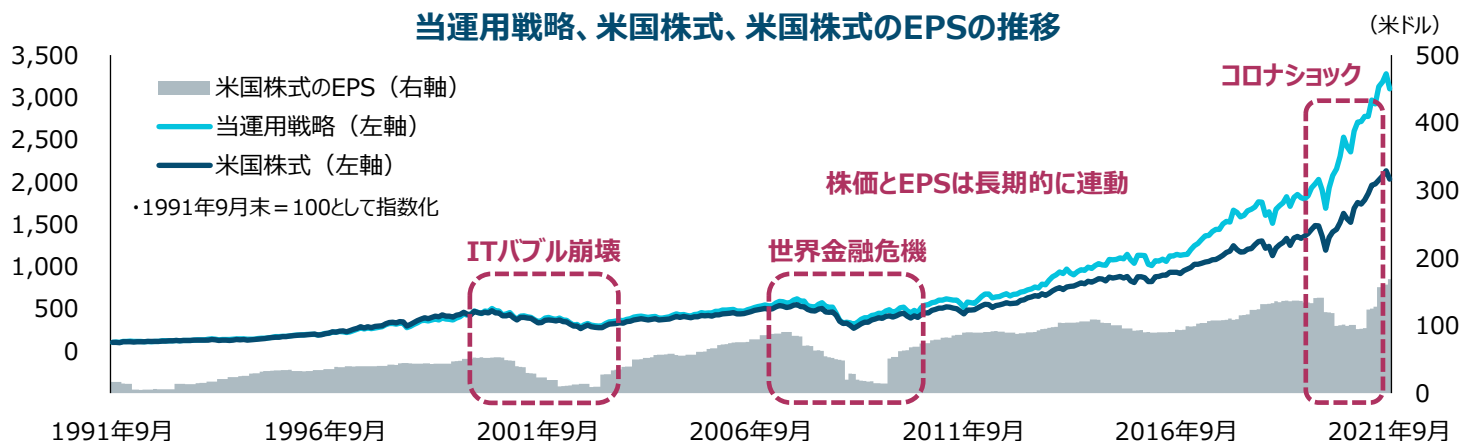
EPS

(一株当たり純利益)

企業の人気などで決まる
→予測不可能

企業の稼ぐ力で決まる
→予測可能

当運用戦略、米国株式、米国株式のEPSの推移



本ページで示した運用実績は、当ファンドが実質的に採用する運用戦略と同一の戦略で運用されている米国籍代表ファンドのものであり、当ファンドのものではありません。

また、当ファンドの将来の投資成果を示唆または保証するものではありません。

期間：1991年9月末～2021年9月末 出所：ブルームバーグのデータをもとにティー・ロウ・プライスが作成

・当運用戦略は、当ファンドが実質的に用いる戦略と同一の運用戦略で運用されている「ティー・ロウ・プライス・グロース・ストック・ファンド」の実績（信託報酬等費用控除後、米ドルベースを、米国株式は、S&P500インデックス（トータルリターン、米ドルベース）を用いています。

・上記は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。

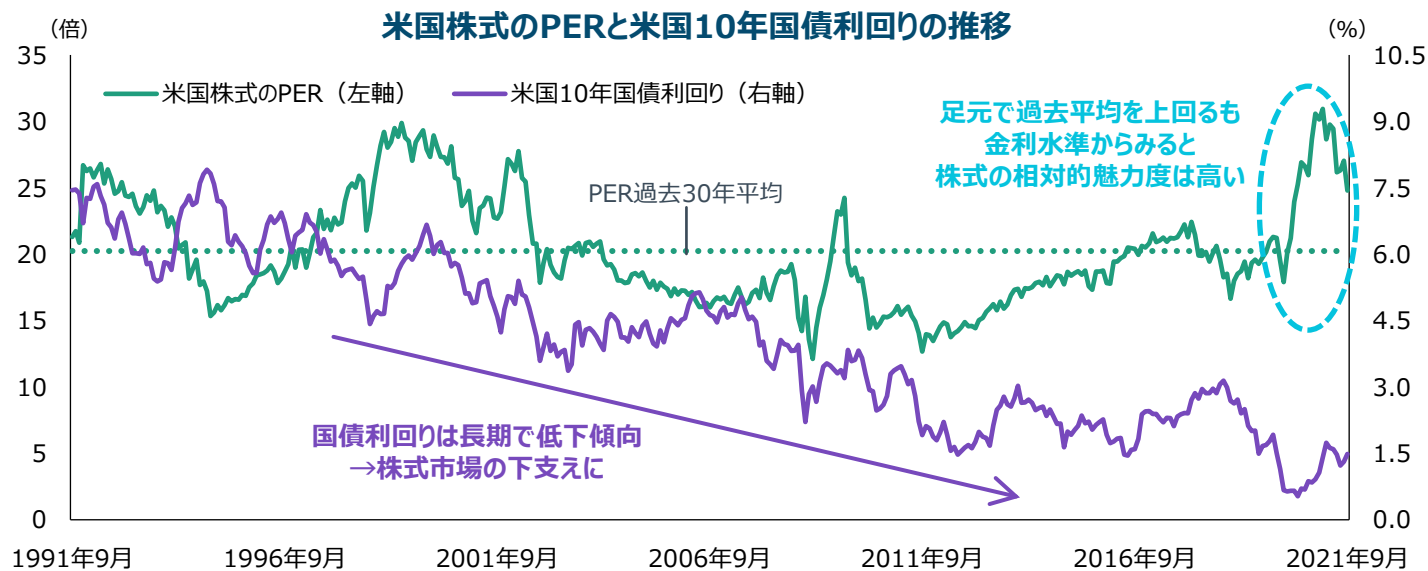
・「当資料のご利用にあたっての注意事項」を必ずお読みください。

ボルティモア・レター 第11号 米国株式市場は割高か？

米国株式市場は割高か？ PERと米国10年国債利回りをみる

PERは、株価が割高か、割安かを判断する指標になります。足元の米国株式のPERは、過去30年平均と比較すると上回っています。しかし、PERだけで割高だと判断することはできません。

2008年のリーマンショック以降、米連邦準備理事会（FRB）は前例のない規模での量的金融緩和政策を行ってきました。その影響から、米国10年国債利回りは長期的に低下傾向にあり、相対的に債券投資の魅力度が低下したことで、株式市場への資金が流入する一因になってきました。過去平均を上回る足元のPERの水準は、長期にわたる国債利回りの低下が株式市場を下支えしてきた結果でもあるのです。



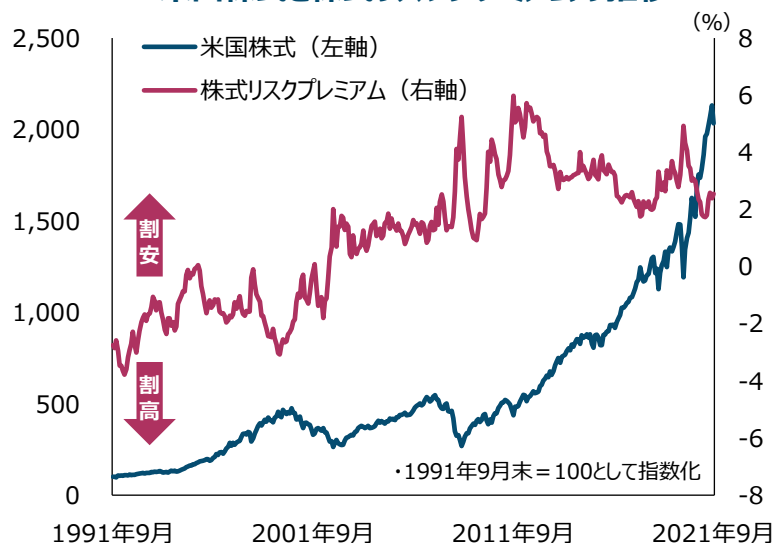
期間：1991年9月末～2021年9月末 出所：ブルームバーグのデータをもとにティー・ロウ・プライスが作成
・米国株式は、S&P500インデックスを用いています。

米国株式市場は割高か？ 株式リスクプレミアム*1からみる

PERの逆数である「株式益利回り」と米国10年国債利回りの差を株式リスクプレミアムとし、その相対的な高低で国債と比較して株式が割高なのか割安なのかを分析してみます。株式リスクプレミアムは値が高いほど「株式が国債と比較して割安」、低いほど「割高」とされます。

足元、過去最高値を更新している米国株式市場の過熱感を指摘する声もあります。しかし、過去の危機前のピーク時と比較すると、現在のPERの絶対水準は高めであるものの、株式リスクプレミアムは危機前と比べて依然高い水準にあり、市場の過熱感は低いと思われます。

米国株式と株式リスクプレミアムの推移



過去の危機時との過熱感の比較

危機名	米国株式騰落率*2	危機前株式リスクプレミアム	危機前PER
第一次オイルショック	-46%	-1.1%	19.2倍
ブラックマンデー	-30%	-3.9%	20.9倍
ITバブル崩壊	-46%	-2.3%	26.8倍
世界金融危機	-53%	1.3%	17.1倍
2021年9月末	—	2.5%	24.8倍

過去の危機前のピーク時と比較しても過熱感は低い（数値が高い）

株式リスクプレミアムとは・・・投資家が、国債と比較して、株式の見返りがどのくらい大きければ投資する気になるのか、その程度を表す。低い数値は投資家が低いリスクプレミアムでもリスクのある株式に投資することを意味し、市場が過熱していると考えられることができる。

期間：1991年9月末～2021年9月末 出所：ブルームバーグのデータをもとにティー・ロウ・プライスが作成

*1 株式リスクプレミアムは、株式益利回り（PERの逆数）－米国10年国債利回りから算出

*2 騰落率はS&P500インデックス（米ドルベース）を用いています。計算期間は危機発生年における高値（月次ベース）から底打ちするまでの期間にて算出しています。

・米国株式は、S&P500インデックス（トータルリターン、米ドルベース）を用いています。

・上記は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。

・「当資料のご利用にあたっての注意事項」を必ずお読みください。

ボルティモア・レター 第11号 米国株式市場は割高か？

ファンドの特色

1

ティー・ロウ・プライス 米国成長株式マザーファンド(以下「マザーファンド」といいます。)への投資を通じて、主として米国の株式の中で、成長性が高いと判断される企業を中心に投資を行います。なお、米国以外の企業にも投資する場合があります。

2

銘柄選択に関しては、個別企業分析に基づく「ボトム・アップ・アプローチ^{*1}」を重視した運用を行います。個別企業分析にあたっては、ティー・ロウ・プライス^{*2}のアナリストによる独自の企業調査情報を活用します。

^{*1} ボトム・アップ・アプローチとは、アナリストの個別企業に対する調査や分析等に基づきその企業の投資価値を判断し、個別銘柄を選択する運用手法です。

^{*2} 委託会社およびその関連会社をいいます。

3

実質外貨建資産について、原則として対円での為替ヘッジを行いません。

※市場動向、資金動向、信託財産の規模等により、上記のような運用ができない場合があります。

※上記は当ファンドの主たる投資対象であるマザーファンドの特色を含みます。

投資リスク

基準価額の変動要因

投資信託は預貯金と異なります。

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、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者のみなさまに帰属します。したがって、投資者のみなさまの投資元本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。当ファンドが有する主なリスク(ファンドの主たる投資対象であるマザーファンドが有するリスクを含みます。)は以下の通りです。

株価変動リスク

当ファンドは、実質的に米国の株式を主要な投資対象としますので、その基準価額は、株式(米国預託証券(ADR)等を含みます。)の値動きにより、大きく変動することがあります。株価は、発行企業の業績、市場での需給関係、政治・経済・社会情勢等の影響を受けて、ときには大きく変動します。発行企業が経営不安や倒産等に陥った場合には、投資資金が回収できなくなることもあります。

為替変動リスク

当ファンドは、原則として為替ヘッジを行わないため、為替変動の影響を直接受けます。したがって、為替相場が円高方向に進んだ場合は、ファンドの基準価額が下落する要因となります。また、為替相場は大きく変動する場合があります。

※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。

※詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

投資信託は、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、お客さま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。詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

ティー・ロウ・プライス 米国成長株式ファンド

(愛称：アメリカン・ロイヤルロード)

お客さま向け資料
2021年11月

ボルティモア・レター 第11号 米国株式市場は割高か？

お申込みメモ

購入時	購入単位	販売会社が定める単位とします。	その他	信託期間	原則として無期限(設定日：2019年12月27日)
	購入価額	購入申込受付日の翌営業日の基準価額とします。		繰上償還	受益権口数が30億口を下回った場合等は、償還となる場合があります。
	購入代金	販売会社の定める期日までにお支払いください。		決算日	毎年11月15日(休業日の場合は翌営業日)
換金時	換金価額	換金申込受付日の翌営業日の基準価額とします。		収益分配	年1回の決算時に、分配方針に基づいて分配を行います。ただし、委託会社の判断により分配を行わない場合もあります。 ※販売会社によっては、分配金の再投資が可能です。
	換金代金	原則として、換金申込受付日から起算して5営業日目からお申込みの販売会社でお支払いします。		信託金の限度額	1兆円を上限とします。
申込について	申込締切時間	午後3時までに販売会社が受付けた分を当日のお申込み分とします。		公告	公告を行う場合は日本経済新聞に掲載します。
	換金制限	ファンドの資金管理を円滑に行うため、委託会社の判断により、別途制限を設ける場合があります。		運用報告書	年1回(11月)の決算時および償還時に、期中の運用経過などを記載した交付運用報告書を作成し、販売会社を通じて知れている受益者に対して交付します。
	購入・換金申込不可日	ニューヨーク証券取引所の休業日またはニューヨークの銀行の休業日には、お申込みの受付は行いません。		課税関係	課税上は株式投資信託として取扱われます。 公募株式投資信託は少額投資非課税制度「NISA(ニーサ)」および未成年者少額投資非課税制度「ジュニアNISA」の適用対象です。 配当控除の適用はありません。
	購入・換金申込受付の中止および取消し	金融商品取引所等における取引の停止、その他やむを得ない事情等があるときは、購入・換金のお申込みの受付を中止すること、およびすでに受付けた購入・換金のお申込みの受付を取消することがあります。 なお、主要投資対象市場の規模・流動性等を勘案し、購入のお申込みの受付を制限することがあります。			

※詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)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		投資者が信託財産で間接的に負担する費用												
購入時 手数料	購入価額に 3.3%(税抜3.0%)を上限 として、販売会社が独自に定める率を乗じて得た額です。 購入時手数料は、商品および関連する投資環境の説明・情報提供、ならびに購入に関する事務コストの対価として、購入時に販売会社にお支払いいただきます。	運用管理 費用 (信託報酬)	ファンドの純資産総額に対し、 年1.463%(税抜1.33%) の率を乗じた額が運用管理費用(信託報酬)として毎日計上され、ファンドの基準価額に反映されます。なお、毎計算期の最初の6ヵ月終了日(休業日の場合は翌営業日とします。)および毎計算期末または信託終了のときにファンドから支払われます。 信託報酬(1万口当たり)=運用期間中の基準価額×信託報酬率 <運用管理費用(信託報酬)の配分>											
			<table><tr><th>支払先</th><th>料率</th><th>役務の内容</th></tr><tr><td>委託会社</td><td>年0.715% (税抜0.65%)</td><td>ファンド運用の指図、基準価額の算出等の対価</td></tr><tr><td>販売会社</td><td>年0.715% (税抜0.65%)</td><td>運用報告書等各種書類の送付、口座内でのファンドの管理、購入後の情報提供等の対価</td></tr><tr><td>受託会社</td><td>年0.033% (税抜0.03%)</td><td>運用財産の管理、委託会社からの指図の実行等の対価</td></tr></table>	支払先	料率	役務の内容	委託会社	年0.715% (税抜0.65%)	ファンド運用の指図、基準価額の算出等の対価	販売会社	年0.715% (税抜0.65%)	運用報告書等各種書類の送付、口座内でのファンドの管理、購入後の情報提供等の対価	受託会社	年0.033% (税抜0.03%)
支払先	料率		役務の内容											
委託会社	年0.715% (税抜0.65%)	ファンド運用の指図、基準価額の算出等の対価												
販売会社	年0.715% (税抜0.65%)	運用報告書等各種書類の送付、口座内でのファンドの管理、購入後の情報提供等の対価												
受託会社	年0.033% (税抜0.03%)	運用財産の管理、委託会社からの指図の実行等の対価												
信託財産 留保額	ありません。	その他の 費用・ 手数料	信託事務の諸費用等											
			売買委託手数料等											

※上記の手数料・費用等の合計額等については、投資者のみなさま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)をご覧ください。

投資信託は、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、お客さま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。詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

ボルティモア・レター 第11号 米国株式市場は割高か？

当資料のご利用にあたっての注意事項

- 当資料は、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が作成したお客さま向け資料であり、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。また、当資料で示したデータ等は、情報提供を目的として掲載したものであり、将来の投資成果を示唆または保証するものではありません。
- 投資信託は、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、お客さま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。
- ご購入の際は投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめまたは同時にお渡ししますので、必ずお受け取りのうえ、内容をよく読み、ご自身でご判断ください。
- 投資信託は、預金または保険契約ではないため、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。また、元本および利回りの保証はありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただく投資信託は、投資者保護基金の支払対象ではありません。
- ファンドのお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリング・オフ）の適用はありません。
- 「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。当資料はティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社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。

分配金の留意事項について

- 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。
- 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。
- 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った場合、当期決算期末の基準価額は前期決算期末の基準価額と比べて下落することになります。
- 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、分配金の一部または全部が、実質的に元本の一部払い戻しに相当する場合があります。

当資料で使用している指数について

- S&P500インデックスはS&P Dow Jones Indices LLCまたはその関連会社（「SPDJ」）の商品であり、これを利用するライセンスがティー・ロウ・プライスに付与されています。Standard & Poor's®およびS&P®は、Standard & Poor's Financial Services LLC（「S&P」）の登録商標で、Dow Jones®は、Dow Jones Trademark Holdings LLC（「Dow Jones」）の登録商標です。ティー・ロウ・プライスの商品は、SPDJ、Dow Jones、S&P、それらの各関連会社によってスポンサー、保証、販売、または販売促進されているものではなく、これらのいずれの関係者も、かかる商品への投資の妥当性に関するいかなる表明も行わず、S&P500インデックスのいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。

「アメリカン・ロイヤルロード」は、ティー・ロウ・プライスの登録商標です。

委託会社、その他関係法人

委託会社

T. Rowe Price



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

受託会社

三菱UFJ信託銀行株式会社

販売会社

販売会社一覧をご覧ください。

販売会社一覧

お申込み、投資信託説明書（交付目論見書）のご請求は、以下の販売会社へお申し出ください。

商号	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
株式会社みずほ銀行	登録金融機関	関東財務局長（登金）第6号	○	○	○
みずほ証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第94号	○	○	○

※○印は加入を意味します。