



投資信託商品開発～国内メディカルファンド～

Member

西田 直記

西川 佳宏

春日 敦

若宮 貴子

吉池 絵美

重岡 絵美理

上原 健太郎

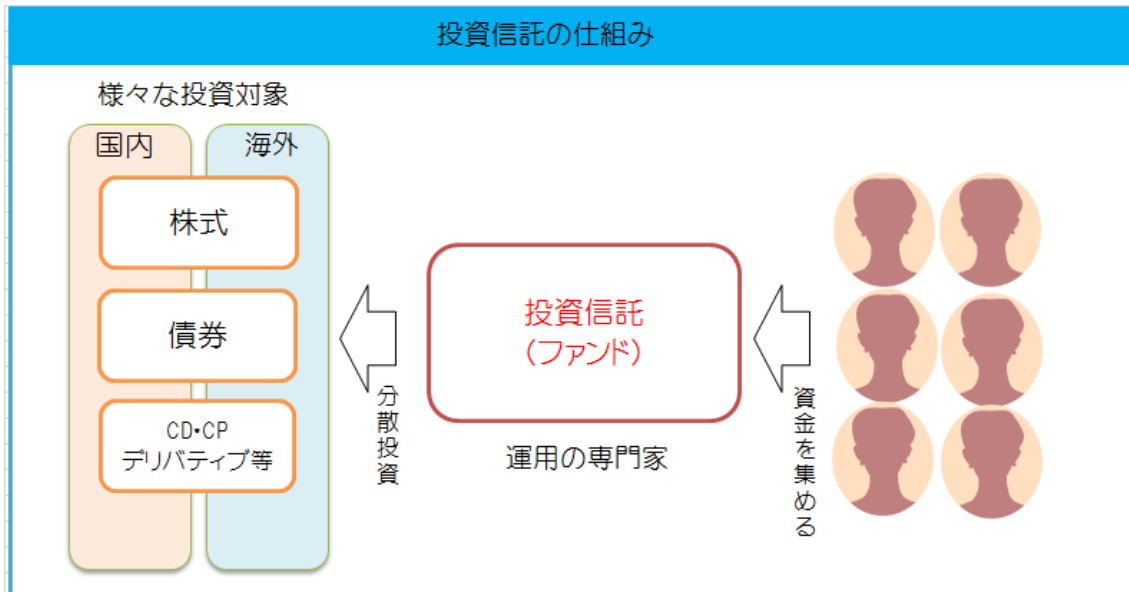
目次

投資信託について	2
投資信託業界	6
業界首位商品 国際投信投資顧問（グローバル・ソブリン・オープン）	
投資信託ユーザー分析	9
医療産業	14
国内	
企業紹介（テルモ、富士フイルム HD、沢井製薬）	
マーケット情報（医薬品、医療機器、病院施設数、	
政治的要因（国内政策）	
社会的要因（社会保障費負担増、診療報酬改定）	
海外	
マーケット（医療機器、医薬品）	
中国医療制度改革	
米国医療制度改革	
新興国の経済成長から	
商品概要	23
投資概要	
スクリーニング	
銘柄選定	
リスク分析またヘッジ法まで	
バックテスト	
代表銘柄 ① テルモ	
代表銘柄 ② 日医工	
バックテスト	
実現性・収益性	

投資信託とは？

投資信託とは、多数の投資家から出してもらったお金を1つにまとめ、資産運用の専門家が複数の株式や債券など様々な金融資産に投資して、その運用成果を投資家に分配するしくみの金融商品である。少ない資金でも、複数の株式、債券などを組み合わせているので分散効果の効果がある。

投資信託の運用成績は市場環境などによって変動する。投資信託の購入後に、投資信託の運用がうまくいって利益が得られることもあれば、運用がうまくいかず投資した額を下回って、損をする場合もある。



投資信託の特徴

- ・小口投資が可能
- ・分散投資が可能
- ・証券投資専門家に資産運用を任せられる

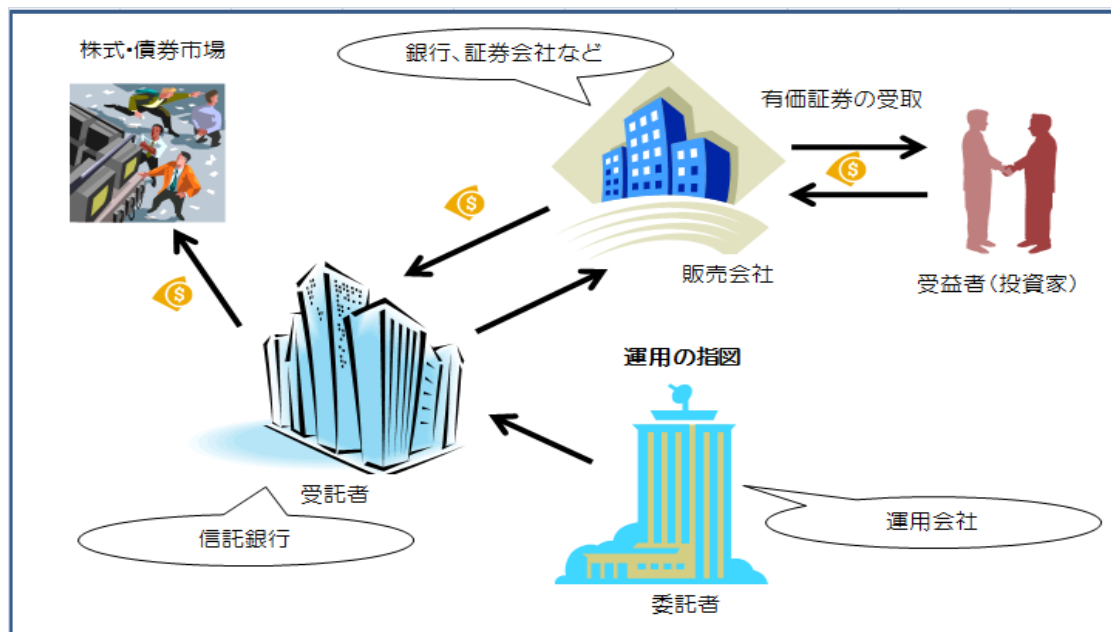
小額のお金でも投資信託を購入することで分散投資の効果が得られる。そしてその運用を証券投資の専門家に委託できる。最近では、商品ラインナップも充実、随時購入できるものが数千本以上揃っていることから、購入者の期待効用やリスク選好度に応じて、購入者自身も目的に合わせた投資が比較的容易になってきている。

一方で、通常の株式投資などと違い、売買手数料だけでなく投資信託を保有維持していくだけで、信託報酬料がかかること、また、ファンドそのものの組み入れ比率など運用体制に一切口出することが出来ない。投資信託を根本から理解するためには多少の数学知識も必要であり、中にはより難解な知識を求められることもある。例えば、近年のリーマンブラザーズ破綻や、当時世界最高の運用体制を誇っているとされた LTCM(ロング・ターム・キャピタル・マネジメント)倒産などは、高度の金融工学に依存しすぎていたことから、リスクの定性面を軽視していたことが挙げられる。

	メリット	デメリット
小口投資	少ない金額から投資信託を購入できる	運用手数料が発生
分散投資	小口資金をまとめることで、多くの資産に分散して投資ができる。リスクの低減につながる	集中投資によるハイリターン の機会費用
専門家による運用委託	自分で投資を行うより、時間・コストがかからない	自分の投資哲学やマーケットに関する見解など、考えが反映されない、できない

投資信託のビジネス概略図

図:投資信託の仕組み



資産運用会社(委託会社)	ファンドを設定し、受託会社に対して信託財産に対する運用の指図を行う意思決定を行う。また、目論見書や運用報告書を作成。
信託銀行(受託会社)	資産運用会社の指図どおりの運用を実行。信託財産や管理を行う。
証券会社、銀行など(販売会社)	個人投資家に販売や収益分配金に支払いなどを行い、販売会社は信託財産の運用には一切関係ない。販売会社を通さずに資産運用会社が直接販売する場合もある。

投資信託は「投資信託運用会社」で作られ、主に証券会社、銀行、などの「販売会社」を通じて販売され、多くの投資家からお金を集めることから成立する。投資家から集めたお金はひとつにまとめられ、資産管理を専門とする、「信託銀行」に保管される。運用会社は、集めたお金をどこにどうやって投資するのか考え、その投資の実行を、資産管理の信託銀行に指図する。このことを運用指図といい、運用会社がその権限を持つ。そして、信託銀行は運用会社の指図を受けて、株や債券の売買を実際に行う。

販売会社（証券会社、銀行など）の役割

投資家ごとの口座を管理し、投資信託の販売や換金、分配金・償還金の支払いなどを行い、投資家が資産運用する際の質問や相談に答えるいわば、投資家と投資信託をつなぐ「窓口」だと言える。

投資信託運用会社の役割

投資信託を作り(設定)、投資家から集めた資金(信託財産)を運用する。

運用会社では、経済・金融情勢などに関するさまざまなデータを収集・分析し、専門家がノウハウを駆使しながら、信託財産をどの資産にどうやって投資するのかを考え、信託銀行に対して運用を指図する。投資信託を作り・運用する運用会社は、投資信託においてメインプレーヤーといえる。運用会社は投資信託の法律上、「委託者」と呼ばれる。

信託銀行の役割

投資家から集めた資産を保管・管理する。

信託銀行は運用会社からの運用の指図に従って、株式や債券などの売買や管理を行う。なお信託銀行では、投資家から集めた信託財産を自社の財産とは区別して保管・管理していて、いわば投資信託の金庫番のような役割を果たしているといえる。信託銀行は投資信託の法律上、「受託者」と呼ばれる。

投資信託の分類

【設立形態】

契約型投資信託（委託者指図型）	委託者と受託者が信託契約を結ぶことで成立。*日本の投資信託はほとんどが契約型投資信託である。
会社型投資信託	投資を目的とする法人（投資法人）を設立し、その投資証券を投資家が購入し、運用利益を配当金として投資家に分配する投資信託。

【募集対象人数による分類】

公募投資信託	不特定多数の投資家を対象として募集。50名以上の投資家を対象とする。
私募投資信託	特定の限られた投資家を対象として募集される。2人から49人までの投資家を対象とする。

投資信託の値段のことを「基準価額」という。

投資信託には、取引を行う際の単位があって、それは「口(くち)」と呼ぶ。例えば、運用を開始する時点で1口1円で購入できた投資信託は、運用を開始すると、1口の値段が運用の成果によって、変動していく仕組みである。

どうやって算出する？

基準価額は、投資信託の一口あたりの値段のことで、投資家が投資信託を購入・換金する際は、基準価額で取引が行われる。

投資信託の資産のうち、投資家に帰属する額を「純資産総額」といい、純資産総額を投資信託の総口数で割ると、一口あたりの価額、すなわち「基準価額」が算出される。

$$\frac{\text{純資産総額}}{\text{総口数}} = \text{基準価額 (一口当たりの価額)}$$

基準価額は1日に1つ

証券取引所に上場している株式は、市場が開いている間、刻々と株価が変動し、その時々で売買が可能。一方、一般的な投資信託の基準価額は、投資信託が組み入れている株式や債券などの時価評価を基に算出され、1日に1つの価額として公表され、この基準価額において、投資信託の購入や換金が行われる。

分配金は、投資信託が株式や債券に対して投資し、運用して得た収益を、保有口数に応じて投資家に分配する。

分配金は、投資信託の信託財産から支払われるので、そのため、分配金が支払われると、「純資産総額」および「基準価額」は下落していく。

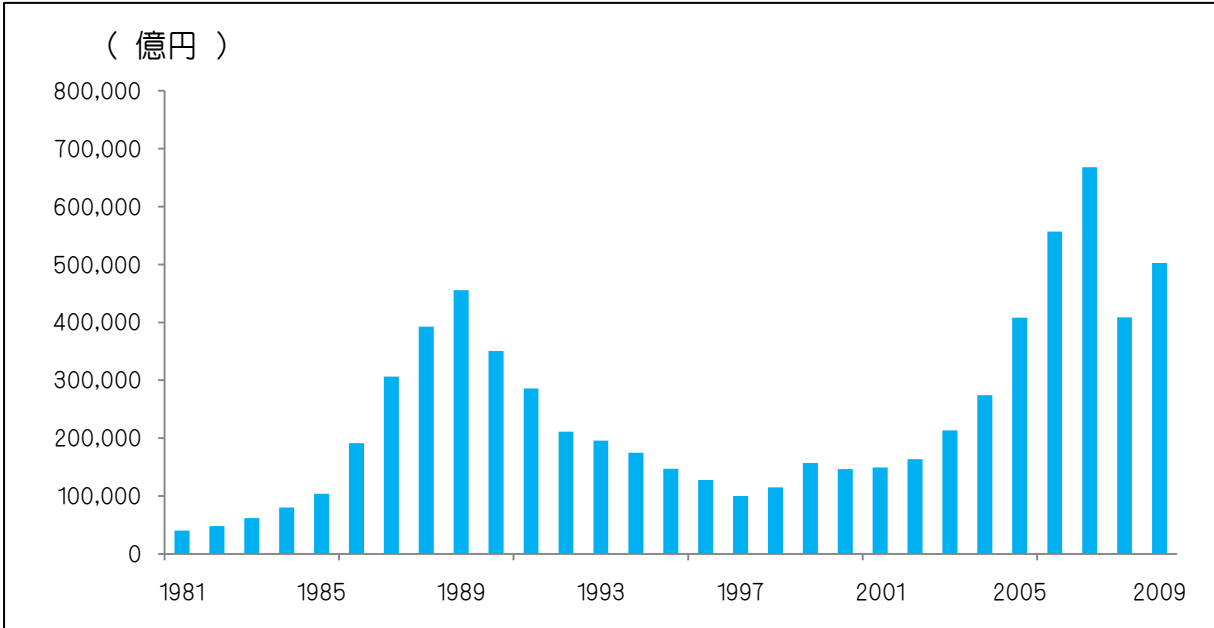
投資対象による分類

国内株式	基本的には、将来の値上がり益を追求する資産。配当や自社株買いによっても株式にリターンを還元する場合はあるが、長期的なリターンの大部分は、株価の値上がり益から発生している。
国内債券	利率と償還期限が確定している為、キャッシュフローを確保できる資産。市場平均との短期動向より、マクロ経済の金利の長期的動向に注目して投資する。
外国株式	国内株式と同様に値上がり益をリターンとする資産であるが、為替レートの変化に影響をうける。それとともに外国株特有の高いリスクを考慮する必要がある。

<p>外国債券</p>	<p>債券は、キャッシュフローが確定しているが、外国債券は為替レートの影響を受ける。キャッシュフローの確実性では国内債券に劣る。</p>
-------------	--

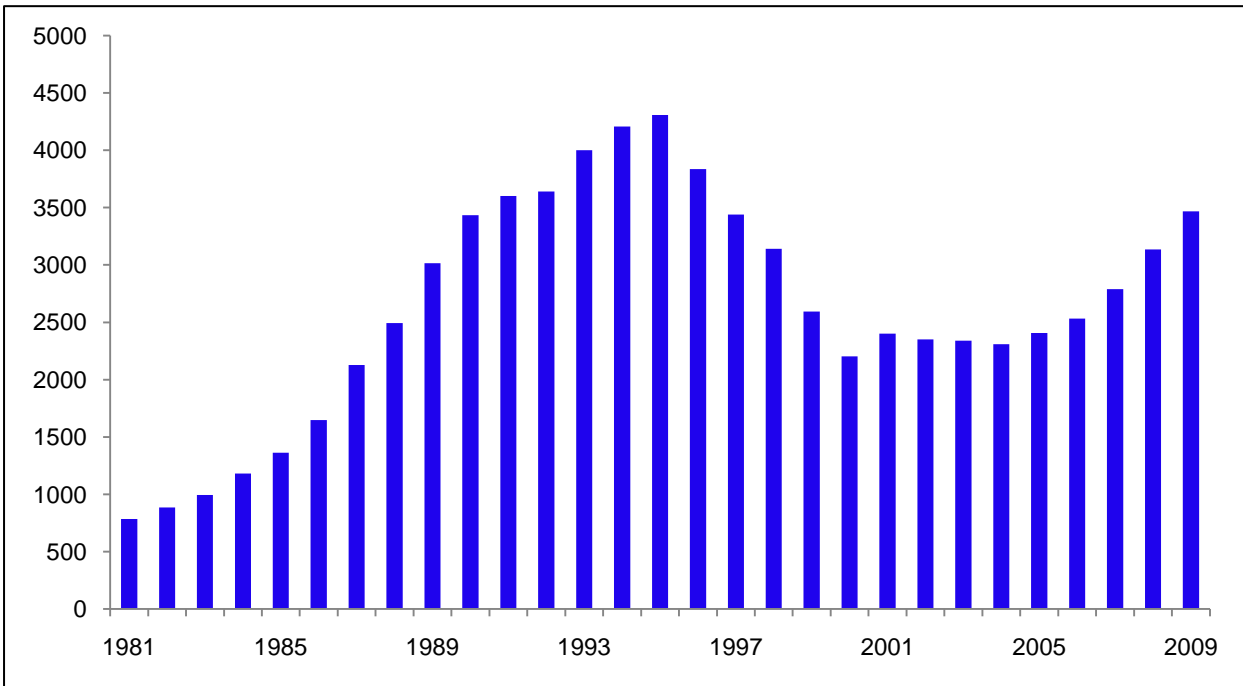
【投資信託業界】

投資信託純資産残高



(投資信託協会)

株式投資信託商品本数



(投資信託協会)

投資信託純資産残高は、年ごとによってばらつきがある。1985年～1989年までは、急激な資産流入増があった。これは、日本のバブル期にあたる。日経平均は当時最高値を更新し、株式市場全体の好状況も伴い、株式投信への投資意欲も高まったと考えられる。しかし、1990年、バブル期が崩壊し、不動産価格も下落、株式市場も大きな打撃を被った。株式投信へ資金を投入していた投資家たちも、資産損失ダメージから、資金を回収し、株式市場ひいては投信への資金流出が起こった。このバブルの生成と崩壊により、金融業界は大打撃を被る。山一証券、北海道拓殖銀行、日本長期信用銀行の破綻などもあいまって、それからの10年は投信の資産高も低迷する。

しかし、2001年になると、ITバブルの崩壊もあったが、世界経済の繁栄、新興国の台頭など、日本経済は活況を取り戻す。特に、トヨタやソニーなどの精密機器、電機会社を中心とする輸出企業が日本経済勃興のモーターとなる。株式市場も実体経済を反映するように、上昇を続けるようになる。株式投信への資産流入も2007年まで続く。

2008年11月にはリーマンショックが起こり、世界金融システムがほぼ停止状況になる。実体経済も冷え込み、資産市場は、ダウ工業株が戦後最安値を更新するなど、世界経済は今なお不況状態にあるといえよう。投信への資産流出も起こったが、2009年には、対前年比で増加し回復基調にある。

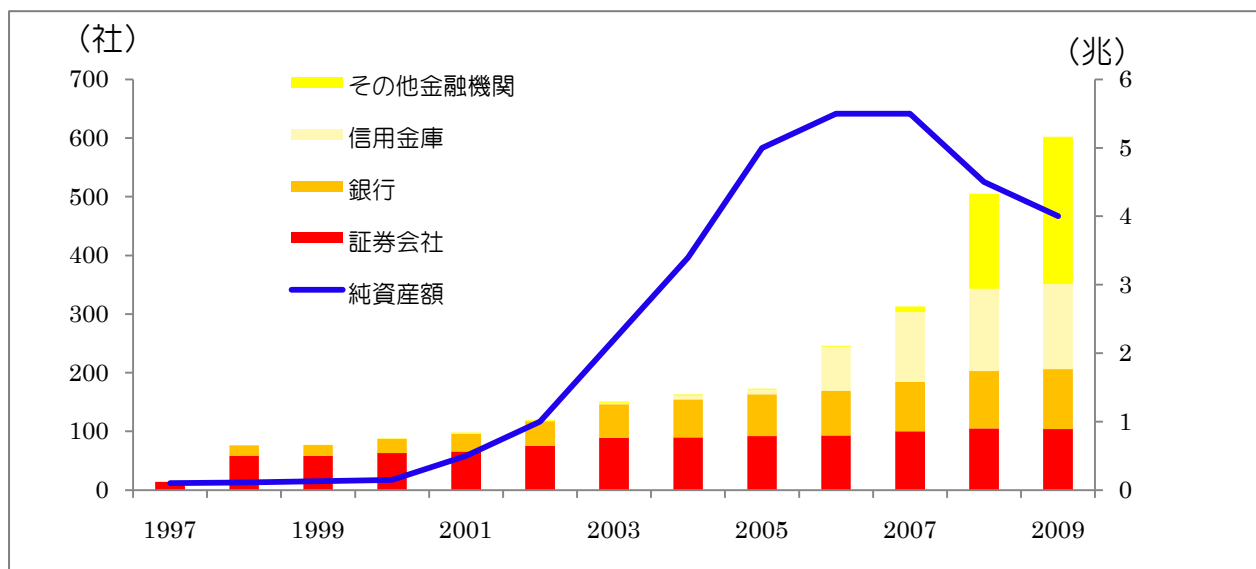
商品ラインナップも、純資産残高の増減に影響を及ぼすが、注目すべきは、2008年のリーマンショックで純資産残高は大幅に減少したものの、商品数は増加していることである。新興国の経済成長、BRICsへの投資商品など、次の経済トレンドに適合した商品が次々と開発されている。

また、リーマンショック後は、世界経済の構造の大きな転換期になるといえる。日本企業は2007年まで、トヨタをはじめとする精密機械、電機などの輸出企業が国内経済のメイン産業プレーヤーであった。しかし、その自動車、電機をみても、韓国勢サムスン、LGなど競合は激しく以前と比べて、厳しい状況に立たされているといえよう。日本の次の経済のトレンド産業の担い手はどのような産業か、またその企業に投資する投信商品の登場も投信業界にとっても大きなインパクトになりうる。

【業界 No.1 ファンド 国際投信投資顧問】

【グローバル・ソブリン・オープン】

世界主要国のうち、信用力の高い国のソブリン債券を主要投資対象にしたファンド。1997年12月18日に設定され、業界第1位の純資産高を誇る。販売会社も、日興コーディアル、みずほ、などの証券会社、銀行、信用金庫など幅広い形態で販売されている。



出所:国際投信投資顧問 HP より作成

世界の主要先進国の債券に投資するファンドは、その後、多く登場してきた。しかし、グロソブは先進的に開発されたこともあり、他ファンドを差し置いて、順調に資産残高を増加し、業界 No.1 資産を誇るファンドとなっている。1997年には、日本経済は金融機関の不良債権問題などバブルの低迷期を引きずっていた。株式市場も低迷し、安全資産とされた債券また世界で低迷していたのは日本だけだったため、先進主要国の債券は投資先として注目されていたのである。

【投資信託ユーザー動向】

投資信託保有種類 (2009年8月)

		N	株式投資信託	外国で作られた投資信託	公社債投資信託	不動産投信	ETF	無回答
	全体	491	71.3	36	31.6	12.6	8.6	5.7
性別	男性	265	75.1	35.8	28.7	12.5	9.8	4.2
	女性	226	66.8	36.3	35	12.8	7.1	7.5
年代別	20代	4	75	25	0	25	0	0
	30代	51	70.6	27.5	15.7	11.8	11.8	2
	40代	78	60.3	35.9	30.8	5.1	7.7	7.7
	50代	99	74.7	35.4	35.4	19.2	14.1	5.1
	60代	173	74	36.4	34.7	9.8	7.5	5.8
	70歳以上	86	72.1	41.9	32.6	17.4	3.5	7
手取り年収	100万未満	74	73	35.1	32.4	10.8	9.5	5.4
	~300万未満	139	69.1	34.5	34.5	12.2	6.5	5.8
	~500万未満	122	70.5	42.6	29.5	16.4	9.8	5.7
	~1000万未満	119	69.7	30.3	27.7	11.8	8.4	5.9
	1000万以上	28	85.7	42.9	46.4	7.1	10.7	3.6

現在保有層が保有している投資信託は、「株式投資信託」が71.3%と最も高い。次いで、「外国で作られた投資信託」36%、「公社債投資信託」31.6%となっている。

性別では、男性「株式投資信託」75.1%と女性のそれを上回っている。年代別、年収別においても、株式投資信託の保有率が高い。

株式投信保有種類(2009年8月)

		N	国内株式	外国債券	外国株式	様々な資産	不動産	その他	無回答
	全体	350	58.6	40.6	31.1	28.9	11.1	5.4	0.6
性別	男性	199	61.8	38.7	32.2	27.1	9.5	8	0
	女性	151	54.3	45.7	29.8	31.1	13.2	2	1.3
年代別	20代	3	66.7	33.3	33.3	0	0	0	0
	30代	36	58.3	27.8	25	33.3	8.3	0	0
	40代	47	68.1	25.5	31.9	27.7	6.4	12.8	0
	50代	74	62.2	48.6	32.4	29.7	16.2	4.1	1.4
	60代	128	56.3	43	31.3	27.3	8.6	5.5	0
	70歳以上	62	51.6	45.2	32.3	30.6	16.1	4.8	1.6
手取り年収	100万未満	54	50	46.3	22.2	33.3	11.1	1.9	0
	~300万未満	96	55.2	41.7	29.2	25	8.3	3.1	0
	~500万未満	86	59.3	39.5	33.7	29.1	15.1	9.3	1.2
	~1000万未満	83	65.1	37.3	34.9	30.1	13.3	3.6	1.2
	1000万以上	24	66.7	33.3	37.5	33.3	4.2	15.7	0

株式投資信託保有層が保有している株式投資信託の種類をみると、「国内株式に投資する株式投資信託」が58.6%と最も多く、次いで「外国債券に投資する株式投資信託」40.6%、「外国株式に投資信託」31.1%となっている。年代別においても、全年代で「国内株式投資信託」の保有率が最も多い。とりわけ、40、50代での保有率が高い。年収別においても、国内株式の保有率が高く、年収に比例して、保有率も高まっている。

投資信託購入の決め手(2009年アンケート)

		N	値上がり期待	分配の頻度・実績	過去の運用実績	安全性の高さ	商品コンセプト
	全体	658	42.1	36.9	32.2	30.1	10.8
性別	男性	354	42.8	31.1	33.9	27.4	13.3
	女性	304	41.1	43.8	30.3	33.2	7.9
年代別	20代	7	28.6	14.3	14.3	28.6	14.3
	30代	64	48.4	28.1	28.1	23.4	9.4
	40代	101	40.6	34.7	29.7	36.6	15.8
	50代	144	42.4	42.4	30.6	28.5	13.9
	60代	217	40.6	36.9	37.8	30.4	10.1
	70歳以上	125	43.2	38.4	29.6	29.6	4.8
手取り年収	100万未満	99	42.4	45.5	30.3	23.2	5.1
	～300万未満	191	39.3	38.7	28.8	34.6	7.9
	～500万未満	160	39.4	37.5	37.5	28.8	13.8
	～1000万未満	157	45.2	30.6	34.4	29.3	13.4
	1000万以上	34	52.9	41.2	32.4	32.4	20.6

換金のしやすさ	会社の評価	商品内容のわかりやすさ	手数料の安さ	純資産額の大きさ	ファンドマネージャ	特に考えない	その他	無回答
10.3	6.7	6.7	6.1	3.3	3	8.4	2	2.3
10.7	7.1	8.2	8.2	3.1	4	6.5	2.3	3.1
9.9	6.3	4.9	3.6	3.6	2	10.5	1.6	1.3
28.6	0	28.6	14.3	0	0	14.3	0	0
10.9	4.7	4.7	15.6	3.1	6.3	14.1	3.1	1.6
5.9	8.9	8.9	9.9	5.9	2	5.9	4	2
5.6	6.3	7.6	6.3	5.6	3.5	8.3	2.1	2.1
9.7	7.4	3.7	4.1	1.8	2.8	7.4	0.9	2.8
19.2	5.6	8.8	0.8	1.6	2.4	8.8	1.6	2.4
9.1	5.1	5.1	4	6.1	2	11.1	2	0
11	5.2	5.8	3.1	2.6	2.1	8.9	1.5	3.7
13.1	8.8	5.6	5	0.5	5	8.1	1.9	1.9
8.9	4.5	10.2	11.5	5.1	3.8	7	2.5	2.5
8.8	17.6	8.8	8.8	2.9	0	2.9	0	2.9

投資信託を購入する決め手となったのは、全体で「値上がり期待」が 42.1%と最も多い。次いで、「分配の頻度・実績」36.9%、「過去の運用実績」32.2%、「安全性の高さ」30.1%となっている。

投資信託購入の決め手② (2009年8月)

		N	値上がり期待	分配の頻度・実績	過去の運用実績	安全性の高さ	商品コンセプト	換金のしやすさ
	全体	658	42.1	36.9	32.2	30.1	10.8	10.3
保有状況別	現在保有層	491	41.1	43.3	32.4	29.5	10.8	8.4
	保有経験層	167	44.9	18	31.7	31.7	10.8	16.2
保有種類別	株式投信保有層	350	44.9	44	34	28.9	12.9	6.9
	公社債投信のみ	23	21.7	21.7	13	60.9	0	8.7
	その他投信	92	35.9	44.6	25	23.9	5.4	12

会社の評価	商品内容のわかりやすさ	手数料の安さ	純資産額の大きさ	ファンドマネージャ	特に考えない	その他	無回答
6.7	6.7	6.1	3.3	3	8.4	2	2.3
7.5	6.5	6.3	3.9	3.5	7.5	2	2.2
4.2	7.2	5.4	1.8	1.8	10.8	1.8	2.4
7.1	6	6	4.3	4	7.7	2	1.7
0	13	4.3	0	0	4.3	0	4.3
9.8	4.3	8.7	3.3	2.2	8.7	2.2	3.3

保有状況別にしても、現在保有層は、「分配の頻度・実績」43.3%、「値上がり期待」41.1%、となっている。また、現在保有していないが、保有経験のある層では、「値上がり期待」44.9%、「過去の運用実績」「安全性の高さ」31.7%となっている。

また、保有商品別にみると、公社債投信保有者は、「安全性の高さ」60.9%と、「値上がり期待」「分配の頻度・実績」21.7%、「過去の運用実績」13%と、運用収益よりも、安全性を重視して商品を購入しているといえる。株式投信保有者は、「値上がり期待」44.9%、「分配の頻度・実績」44%、「過去の運用実績」34%が投信購入理由であり、「安全性の高さ」28.9%と、収益重視が購入理由のファクターだといえる。

【投資信託購入意欲商品①】

		N	国内株式	公社債	様々な資産	外国債券	外国株式
	全体	207	45.4	39.6	36.2	33.3	23.2
性別	男性	136	47.1	43.4	34.6	30.1	25.7
	女性	71	42.3	32.4	39.4	39.4	18.3
年代別	20代	11	63.6	36.4	27.3	18.2	27.3
	30代	28	54.3	21.4	28.6	25	32.1
	40代	42	42.9	45.2	35.7	31	21.4
	50代	41	31.7	41.5	41.5	43.9	26.8
	60代	57	40.4	38.6	35.1	29.8	17.5
	70歳以上	28	53.6	50	42.9	42.9	21.4
手取り年収	100万未満	22	31.8	27.3	63.6	36.4	4.5
	～300万未満	42	40.5	35.7	35.7	38.1	28.6
	～500万未満	59	54.2	39	37.3	16.9	23.7
	～1000万未満	66	47	47	28.8	42.4	22.7
	1000万以上	16	31.3	37.5	31.3	43.8	37.5

ETF	不動産投信に掛	外国商品	不動産	その他	無回答
9.2	6.3	5.8	4.3	1.4	1.9
11.8	6.6	5.9	5.9	0.7	1.5
4.2	5.6	5.6	1.4	2.8	2.8
45.5	0	18.2	0	0	0
17.9	17.9	0	7.1	3.6	3.6
7.1	7.1	9.5	9.5	2.4	0
2.4	4.9	2.4	2.4	2.4	0
7	3.5	5.3	3.5	0	5.3
3.6	3.6	7.1	0	0	0
4.5	4.5	4.5	4.5	0	4.5
11.9	11.9	4.8	0	2.4	2.4
8.5	6.8	6.8	3.4	3.4	3.4
7.6	3	7.6	7.6	0	0
18.8	6.3	0	6.3	0	0

【投資信託購入意欲商品②】

		N	国内株式	公社債	様々な資産	外国債券	外国株式
	全体	207	45.4	39.6	36.2	33.3	23.2
保有状況別	現在保有層	156	41	35.9	39.1	38.5	25.6
	保有経験層	15	53.3	73.3	26.7	20	26.7
	保有未経験	29	58.6	41.4	34.5	13.8	6.9
	非購入意欲・認知	7	71.4	42.9	0	28.6	28.6
保有種類別	株式投信保有層	127	43.3	34.6	43.3	34.6	29.1
	公社債投信のみ	3	66.7	66.7	0	33.3	0
	その他投信	17	17.6	35.3	29.4	29.4	17.6

ETF	不動産投信に投資する商品	外国商品	不動産	その他	無回答
9.2	6.3	5.8	4.3	1.4	1.9
6.4	7.1	7.1	3.2	1.3	1.9
13.3	0	0	13.3	0	0
17.2	6.9	3.4	3.4	3.4	3.4
28.6	0	0	14.3	0	0
5.5	7.1	4.7	3.1	0.8	1.6
33.3	0	0	33.3	0	0
11.8	5.9	23.5	0	5.9	5.9

【投資信託保有期間①】

		N	1年未満	1年以上2年未満	2年以上3年未満	3年以上5年未満	5年以上	特に期間は決めない	無回答
	全体	207	1	7.7	17.9	23.2	13.5	35.7	1
性別	男性	136	0.7	5.9	16.9	28.7	13.2	33.8	0.7
	女性	71	1.4	11.3	19.7	12.7	14.1	39.4	1.4
年代別	20代	11	0	9.1	27.3	27.3	18.2	18.2	0
	30代	28	0	0	14.3	25	21.4	39.3	0
	40代	42	0	7.1	16.7	11.9	9.5	54.8	0
	50代	41	0	2.4	12.2	24.4	19.5	41.5	0
	60代	57	1.8	12.3	17.5	26.3	14	26.3	0
	70歳以上	28	3.6	14.3	28.6	28.6	0	21.4	3.6
手取り年収	100万未満	22	0	18.2	13.6	4.5	9.1	54.5	0
	～300万未満	42	0	4.8	16.7	23.8	14.3	35.7	4.8
	～500万未満	59	3.4	6.8	15.3	28.8	10.2	35.6	0
	～1000万未満	66	0	7.6	19.7	27.3	15.2	30.3	0
	1000万以上	16	0	5.3	25	12.5	18.8	37.5	0

【投資信託保有期間②】

		N	1年未満	1年以上2年未満	2年以上3年未満	3年以上5年未満	5年以上	特に期間は決めない	無回答
全体		207	1	7.7	17.9	23.2	13.5	35.7	1
保有状況別	現在保有層	156	1.3	6.4	16	21.8	15.4	37.8	1.3
	保有経験層	15	0	5.7	26.7	40	0	26.7	0
	保有未経験層	29	0	13.8	24.1	20.7	10.3	31	0
	非購入意欲・認知	7	0	14.3	14.3	28.6	14.3	28.6	0
保有種類別	株式投信保有層	127	0.8	5.5	17.3	22	15.7	37	1.6
	公社債投信のみ	3	0	0	0	33.3	0	66.7	0
	その他投信	17	0	5.9	11.8	11.8	17.6	52.9	0

今後購入する商品として国内株式投信が多い。既存の株式投信保有層でも、国内株式型が多く、値上がり>安全性面で購入する目的が強い。

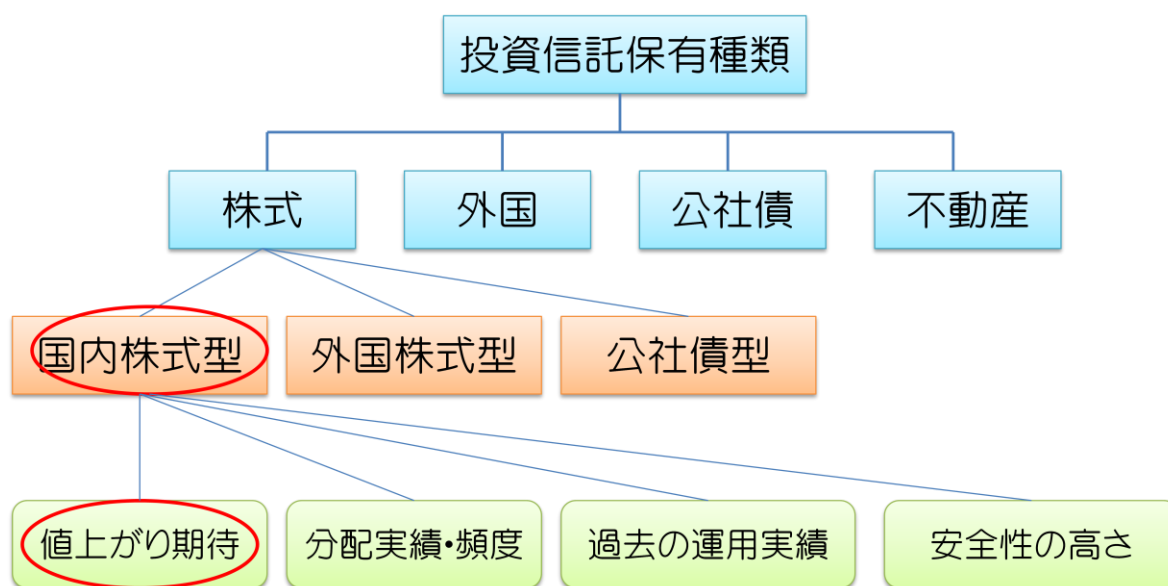
また、保有する期間として、3~5年が多い。投資信託は、分散化した資産に投資する商品なので、資産運用面が強い金融商品だといえる。短期的に、収益を獲得するトレーディング対象には向いていない商品である。

【ターゲティング】

ユーザー動向を踏まえた上で、ターゲティングをしていきたい。

既存の投資信託保有者の中でも公社債や不動産などに比べて株式投信の保有率が高い。市場規模においても50兆円あることからメイン資産であることが想像される。その中でも、外国株式、債券、国内公社債を差し置いて、国内株式型商品の保有率が高いことがアンケートからわかる。

株式投信保有層は、今後購入する商品で、国内株式を一番多く候補として挙げている。その目的としては、値上がり期待であり、安全性より重要視していることから、ハイリスクハイリターン>ローリスクローリターンを選好していることがわかる。



ターゲットを市場のメインユーザーである株式投信保有層とする。

- ① 株式投信保有層
- ② 期待リターン>安全性を重視する投資家

【提案内容】

国内メディカルファンドの開発の推進

国内メディカルファンドは、文字通り、医療事業を展開する企業に投資する目的で、設立されたファンドです。海外・国内においても、医療分野の事業開拓余地は広く、医療は、人々に恒常的に需要される産業です。医療産業に投資し、私たちの健康に貢献していく企業に投資致します。

【投資哲学】

企業産業の成長とともに、生活も豊かに

【投資概要】

国内株式市場に上場する医療関連事業(医療機器・医薬品・医療サービス)を展開する企業に投資。将来的な安定収益を獲得できる企業を組入銘柄とし、長期的なリターンを実現。

【運用目標】

長期的に TOPIX をアウトパフォーム

【組入銘柄数・運用額】

25 銘柄

10 億円程度

【医療産業】

- ① 製品の最終需要者が患者
→患者の数だけ需要がある
- ② 福祉的
→保険制度、薬価制度など行政面での影響を受ける
- ③ ハイリスクハイリターン
→医薬品など、研究開発による時間・費用コスト。原価率は低いので粗利益率は高い。
- ④ ディフェンシブ
→金利、為替など、マクロ経済環境が変わっても、需要感応度の変化は小さい。
→健康や病の需要は恒常的であり、振れ幅は少ない。

医療産業を取り巻く日本経済情勢の概要

昨今の日本の経済情勢はリーマンショックとギリシャ財政危機問題により長期の低迷を強いられている。日経平均株価は2010年11月現在でもリーマンショック以前の水準にまで回復しておらず、過度の円高水準も改善の気配なく、慢性的なデフレからも脱しきれていないという三重苦に陥っている。

この三重苦に加えて

①国債費の圧迫による財政出動の限界やといった政治的要因

②少子高齢化社会による人口減少で国内需要が減少していくと予測され、機械産業を中心

とした従来の主要産業牽引型経済成長は困難となりつつあるといった社会的要因

③技術革新の高速化及び高度化といった技術的要因

の主に3つの要因が複雑に絡み合うことで、現在の経済情勢をより複雑化させている。

以降では上記の要因を踏まえたPEST分析を行うことで、医療産業における外部環境の概観を明らかにしていく。

2.0 PEST分析～Political～

(a)国内政治情勢

日本政府は国債による慢性的な累積赤字を膨らませてきた結果、国・地方の長期債務残高は平成22年度末には862兆円に達し、国債費が平成22年度の予算額のうち約22.4%を占めるという財政圧迫の一要因となっており、巨額の財政出動が難しい状態となっている。さらに経済不況による税収不足も発生しており、日本の財政事情は短期的に見ても、中・長期的に見ても厳しい状態が続くと予測される。

このため、日本政府にはコスト・パフォーマンスの高い新経済成長戦略、つまり経済の成長性を基準とした財政出動の選択と集中が不可欠な状態となっている。この状況を踏まえて、管内閣では新成長戦略の1つとして医療産業を『成長牽引産業』に位置付け、医療産業基盤の強化や規制緩和を行うとしている(図1)。

新成長戦略～「元気な日本」復活のシナリオ～

・2020年までの目標

- ①医療・介護・健康関連サービスの需要に見合った産業育成と雇用の創出
⇒新規市場約50兆円、新規雇用284万人
- ②革新的新薬・医療機器・再生医療の開発・実用化
- ③ドラッグ・ラグ、デバイス・ラグの解消
- ④日本の高度医療及び健診に対するアジアトップ水準の評価・地位の獲得

・戦略

- ①医療・介護サービスの基盤強化、高齢者の安心な暮らしの実現
- ②医療・介護と連携した健康関連サービス産業の成長促進と雇用の創出
- ③日本発の革新的な医薬品、医療・介護技術の研究開発推進
⇒新薬及び先端医療技術の実用化・治験環境の整備・承認審査の迅速化・
研究支援人材配置・研究費の重点配分・先進医療等の規制緩和etc
- ④ドラッグ・ラグ、デバイス・ラグの解消
⇒先進医療の評価・確認手続の簡素化etc
- ⑤アジア等海外市場に向けた医療国際化の促進
⇒医薬品等の海外販売やアジアの富裕層等を対象とした医療・関連サービスの
観光サービスとの連携化・国際医療交流（外国人患者受入れ）のための
規制緩和の検討・実施・推進体制・認証制度創設の検討etc

図1:管内閣の掲げる新経済成長戦略

出典:http://www.npu.go.jp/policy/policy04/pdf/04/06/20100618_shinseityousenryaku_honbun.pdf

上記の新成長戦略とは別の動きとして、2008年から始まった『医療特区』も医療産業に関わる国内政治情勢の一つとしてあげられる。

医療特区——最先端研究の加速期待

▽…地域限定で医薬品、医師、医療機器などに関する規制を緩和し、医療産業の競争力を高める取り組みである。日本では新規の医薬品は欧米から発売が約4年遅れるなど規制が厳しいことが問題視されている。この問題に対応すべく特区では未認可の最先端治療・検査技術の利用、海外からの患者や研究者のビザ延長、外国人医師の診察などの規制緩和が想定されている。

▽…研究開発面では減税や補助金に加え、研究費の重点的な配分で再生医療や新型万能細胞(iPS細胞)など最先端の取り組みが加速するとの期待が大きい。神奈川県「かながわバイオ医療産業特区」や神戸市の「医療産業都市構想」が成功例として知られる。

(b) 国際政治情勢

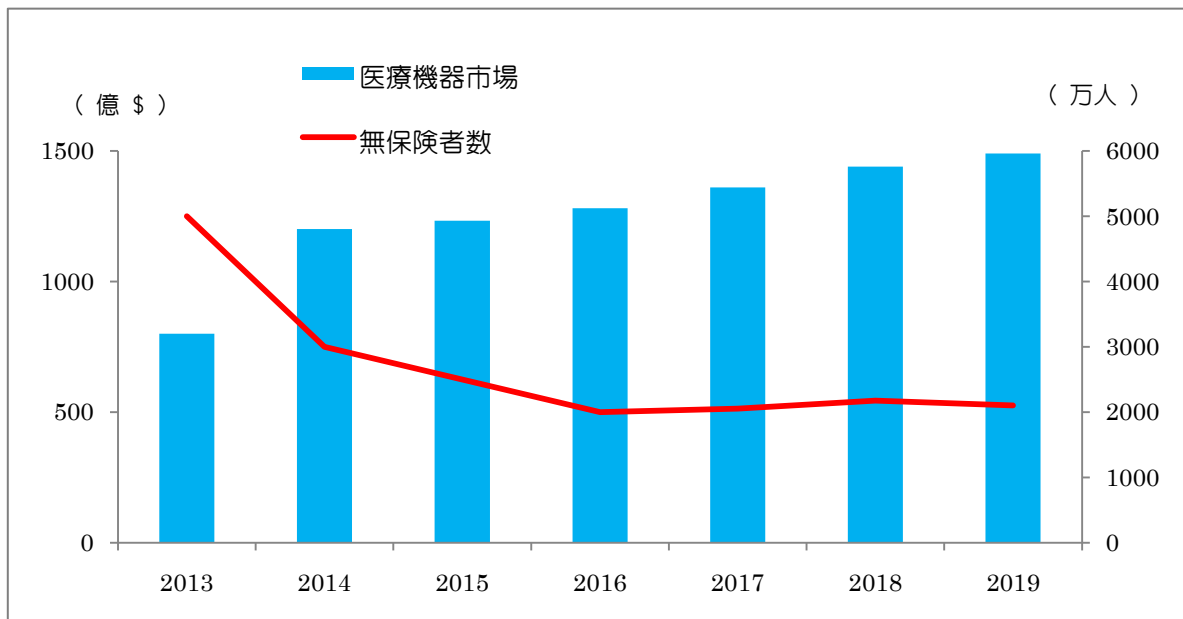
ここでは医療大国であるアメリカと、経済成長が著しく世界有数の人口を誇る中国の2カ国を中心にとりあげる。

【米国の医療制度改革】

国民皆保険を目指す米オバマ政権の改革により、2014年から保険加入の義務化が始まる。米国では65歳以下の無保険者の割合は15%前後といわれており、保険加入者の増加で医療関連市場の拡大が見込まれる。特に予防医療は医療保険の支払い対象となるため、検査・診断機器などを手掛ける医療機器関連市場に期待が集まっている。

現在、日本と異なり、アメリカでは、高齢者や低所得者向けの公的健康保険制度しか存在していない。多くの国民は民間保険のみに加入し、保険が下りなかった場合、多額の医療費を自己負担することになっていて、医療に対する敷居が高くなっている。国民皆保険政策が進むにつれ、医療費負担の構造が確立し、国民が高度な医療を受ける際のリスクが軽減されるため、医療産業が活発化すると考えられる。

米医療機器の予想市場規模（日経新聞 HP より作成）

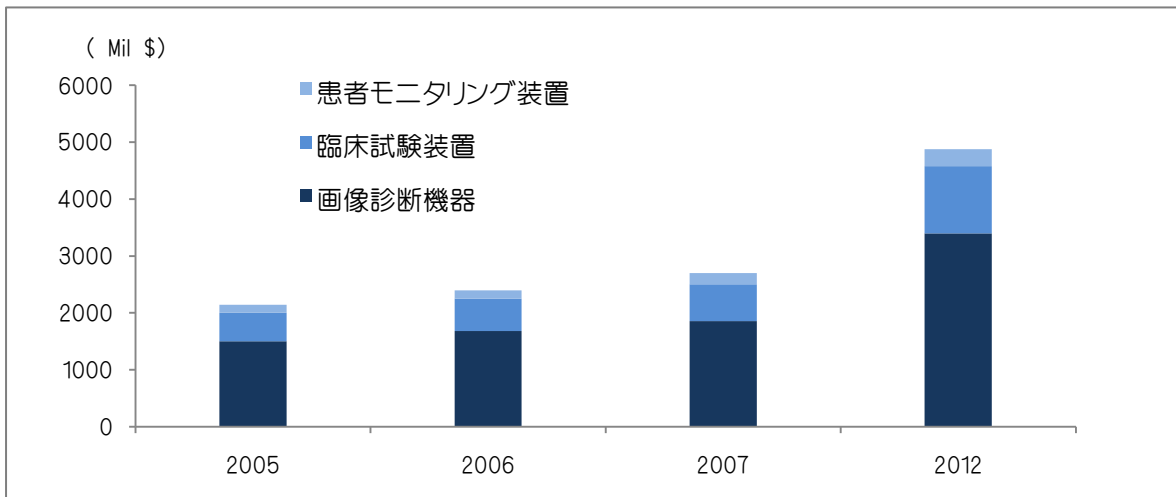


（日経新聞 HP より作成）

【中国の医療制度改革】

2011年度までに、国民の医療保険加入率を90%以上に引き上げる計画があり、中国医薬市場は成長が見込まれる。中国では日本で既に販売されている医薬品は比較的簡単な臨床試験（治験）で販売が承認されるケースが多く、1~2年という短期間で販売にこぎ着けることができる。このため、膨大にかかる研究開発費を中国市場で早期的に回収できる期待が大きい。

中国の医療機器市場推移



(出所:BCC Research)

3.0 PEST 分析～Economical～

(a)国内経済情勢

日本経済はリーマンショック、ギリシャ財政危機問題、極度の円高水準、不十分な財政政策・金融政策、慢性化したデフレなどが原因で経済成長率は低水準に留まる状況が続いている(図2)一方で、医療産業の市場規模成長率は経済成長率よりも高い水準で成長を続けている(図3・図4)。

医療産業が経済成長率よりも高い水準で成長できる理由として考えられる経済的要因は、①輸出依存型である他の産業と違って内需依存型であり、円高の影響を受けにくいから

⇒2007年度 医薬品市場規模:約 8 兆円 輸出額:約 3700 億円

②疾病に罹るリスクは誰もが抱えているため、安定的な需要が見込まれるから

③医療産業では生命を扱うという特殊な性質を持ち常に一定以上の品質が要求されるため、

デフレによる価格競争が発生しにくいから

などが考えられる。

7 経済成長率



図 2:経済成長率の推移

出典:<http://www.stat.go.jp/data/nihon/graph.htm>

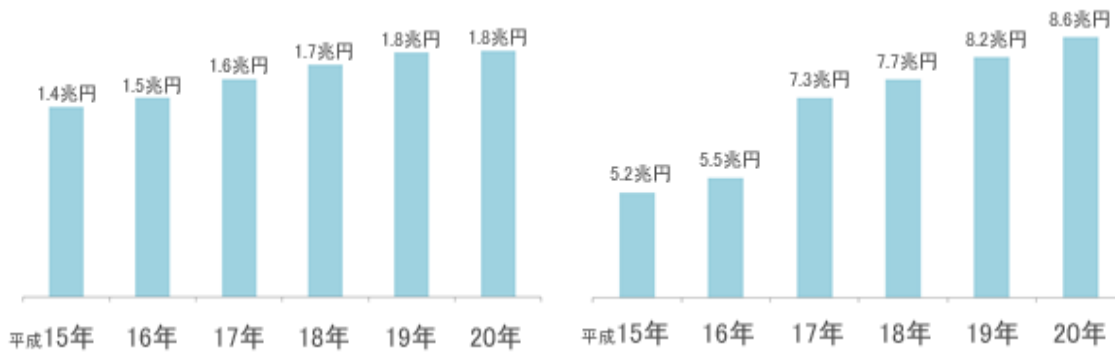


図3:医療機器産業の市場規模推移

図4:製薬産業の市場規模推移

出典:<http://gyokai-search.com/>

(b)海外経済情勢

リーマンショック、ギリシャ財政危機問題などにより、OECD 諸国も日本と同様に逆境に立たされている一方で、BRICs 諸国や ASEAN 諸国では豊富な地下資源や安価な労働費などを武器に、着実に成長を遂げている。特に中国では経済成長率の伸びが著しく、2010年には日本のGDPを上回り、GDPにおいて世界第二位の経済大国にまでなった。

このように先進国と新興国との間で明暗が出てきている中で、OECD 諸国間には経済面である特徴が見られる。その特徴とは、OECD 諸国においてGDPにおける医療産業の割合が高まっていることであり、OECD 諸国間では医療産業の躍進がトレンドとなっていることを示す(図5)。この現象が生じる経済的要因として考えられるものは、

『経済成長の著しいアジア諸国での国民の富裕化による、医療費支出の拡大化』

である。このため日本の医療産業では、医療産業の盛んな欧米諸国よりも地理的に近いという利点を活かしてアジア経済急成長の潮流にのり、医薬品・医療機器の輸出拡大を有利に推進できる。

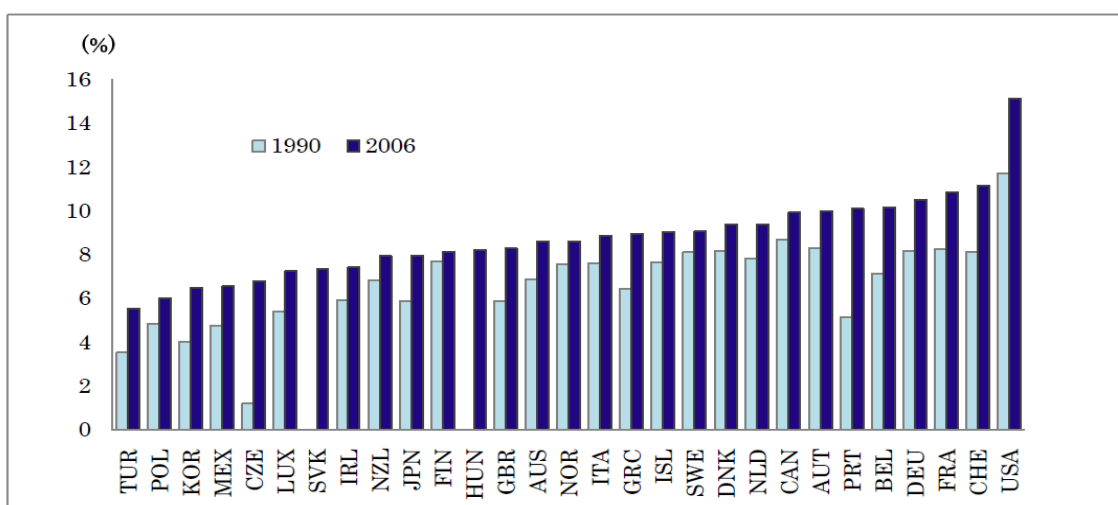


図5:OECD 諸国での GDP に占める医療産業の割合の推移

出典:OECD Health Database (2008)より作成

4.0 PEST 分析～Social～

(a)国内社会情勢

日本社会では、主要労働者世代として貢献してきた団塊世代が60歳代に突入して退職していくという、団塊世代の高齢者層への移動現象が社会問題となっている。このため日本社会では今後社会保障費が急増すると予測されており、これについての対応が急務となっている(図5)。社会保障費の内訳を見ると、医療費は年金の次に大きな割合を占め、2025年には48兆円にもなると予測されている。これは医療産業の市場規模も同様に拡大していくことを示しており、医療産業の将来的な成長は確実視できる。

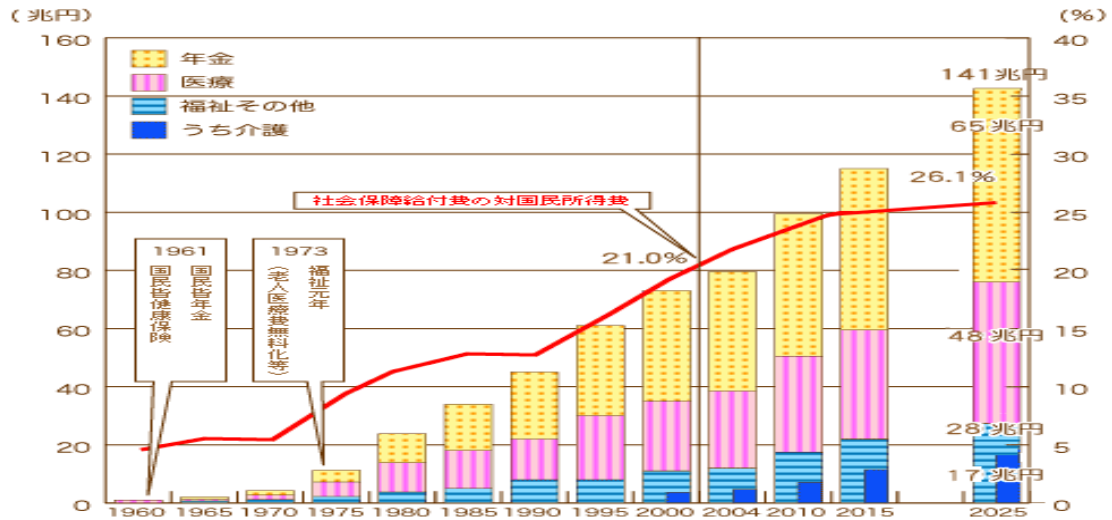
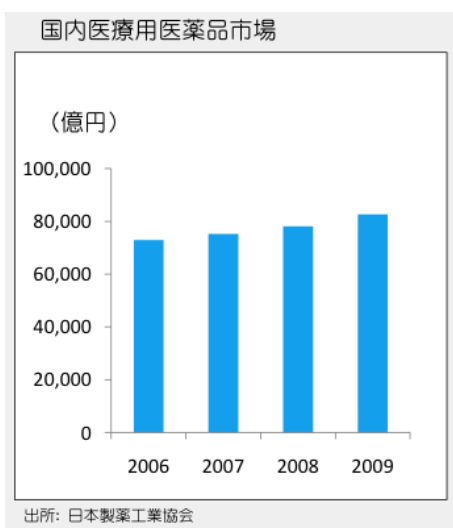


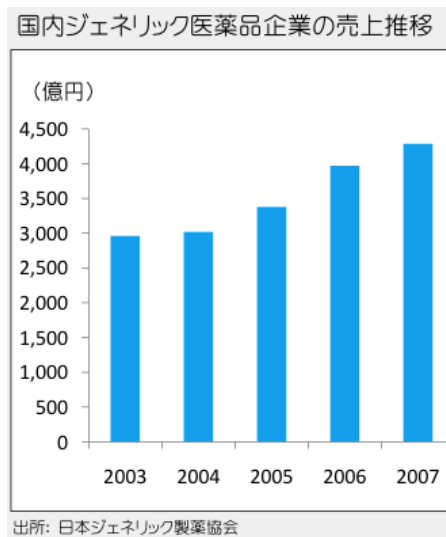
図5: 社会保障費の推移

出典: <http://www.stat.go.jp/data/nihon/g0302.htm>

国内の医療用医薬品市場は年々微増しており安定しているといえる。これは医薬品は生きるために必要な物であり景気の波に左右され無く需要があるためだと考えられる。(図1)



(図1)

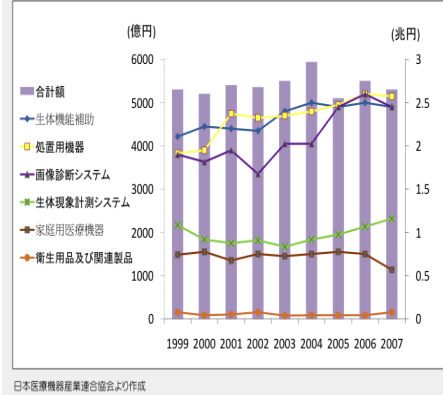


(図2)

また特許権が切れた医薬品であるジェネリック医薬品企業の売上推移においても同様に増えており、知名度の上昇、薬事法改正などの追い風により今後ますます発展が予想される。(図2)

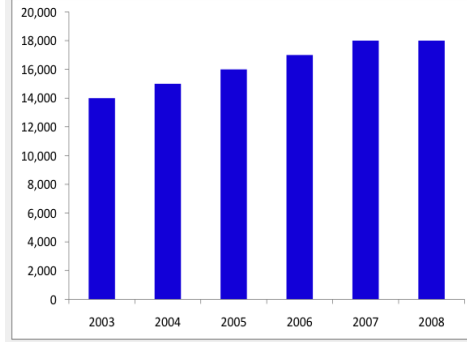
医療機器は家庭用機器など一部の機器をのぞき順調に生産金額は増加している。(図3)市場全体を見てみても年々着実に成長している。

図: 主要医療機器の生産金額の推移



(図3)

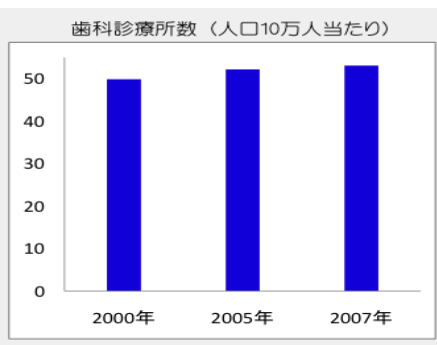
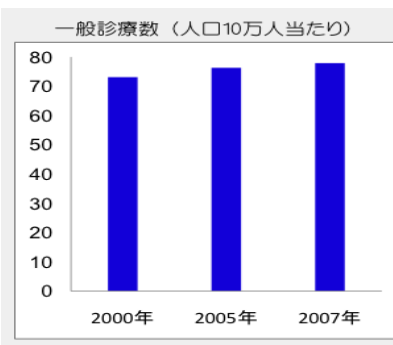
国内医療機器市場推移



(図4)

・診療所

一般診療所、歯科診療所とも微増しており医療業界の絶え間ない勢いが垣間見える。(図5)また医療施設に働く医師、歯科医師や看護婦、准看護士も年々上昇傾向にある。



(図5)

・国内政策

政府は

【新成長戦略「元気な日本」復活のシナリオ】

として2020年までの目標として4つの計画を打ち出した。

1つ目は医療・介護を強化、そして健康関連サービス成長の促進をし、そして需要に見合った産業育成と雇用の創出であり新規市場の規模を約50兆円、新規雇用を284万人にするというもの。

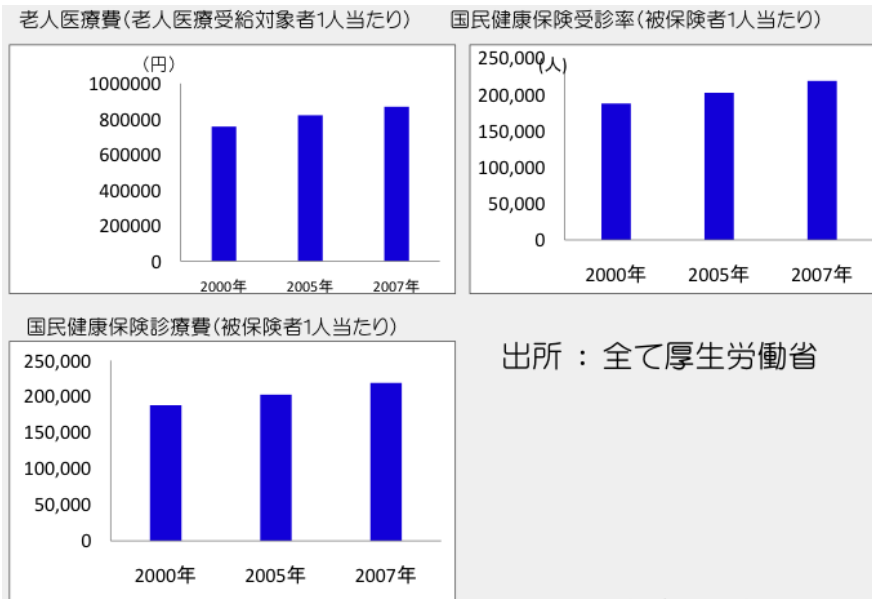
2つ目は日本初の革新的新薬や医療機器、そして再生医療の開発・実用化をするというもの。これは制度の認証の迅速化が求められる。

3つ目はドラッグ・ラグ、デバイス・ラグいわゆる、先進医療の評価・確認手続きの簡素化を勧め、研究開発費の補助金や減税などのバックアップも考えている。

4つ目は日本の高度医療及び健診に対すアジアトップ水準の評価・地位の獲得を目指した物としている、特に医療品の海外販売やアジアの富裕層を対象とした医療サービスの構築、アジアの観光サービスとの関係化などがあげられている。

・医療費

医療費は年々増えており国民の大きな負担になっている。(図6)

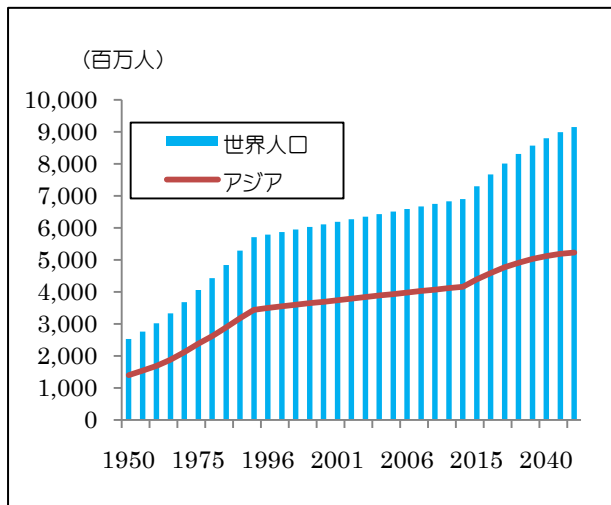


(b)海外社会情勢

OECD 諸国においても緩やかに少子高齢社会の波が押し寄せており、医療費の増大化と人口減少社会が深刻化する一方で、新興国を含む発展途上国では人口の増加を続けているという先進国と発展途上国の社会的二極化が発生している。また新興国においては、急速な経済成長に伴い、医療体制の整備が加速化していくことが予測される。

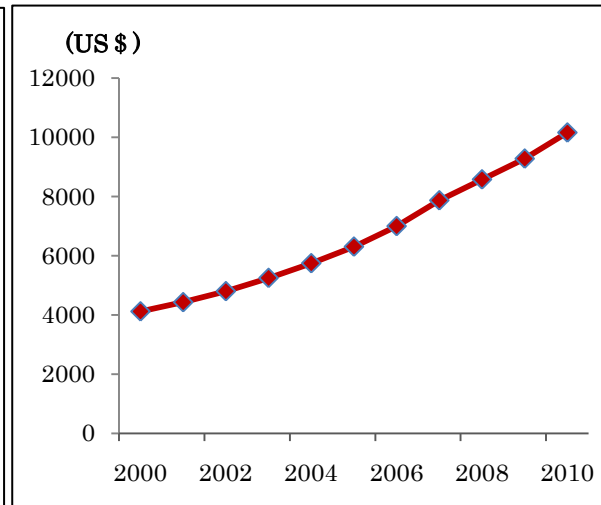
このため医療産業では、先進国で深刻化する高齢社会と、新興国における人口の増加や医療体制の整備という社会的恩恵を今後享受できることが予測される。

世界人口推移とアジアの割合

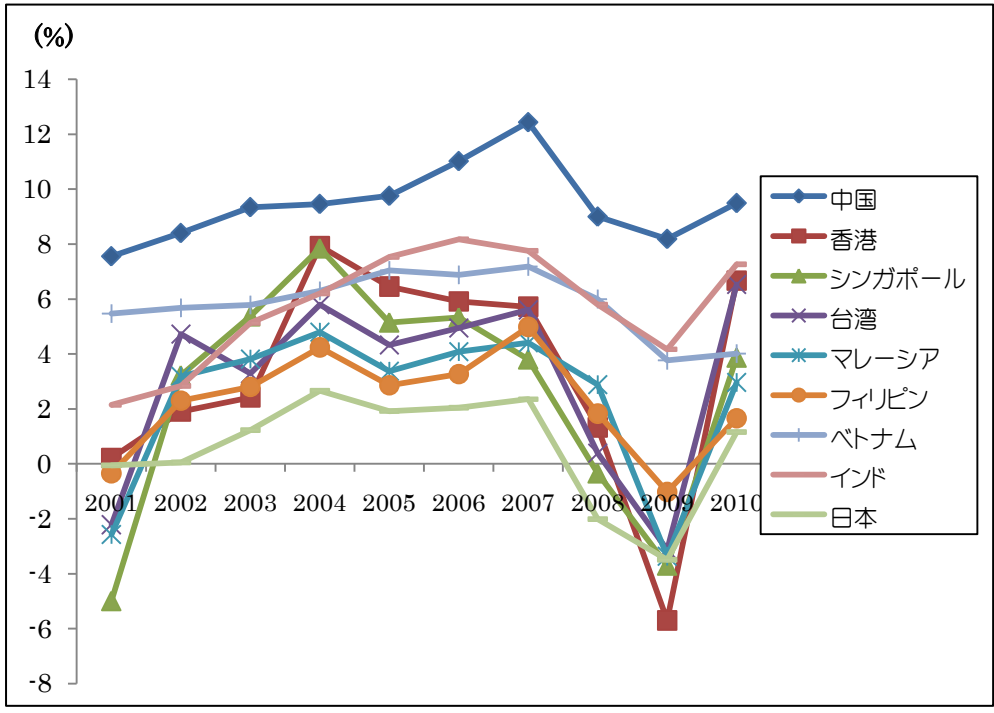


統計局より作成

中国の1人あたり実質 GDP 推移



IMF より作成



5.0 PEST 分析～Technological～

近年の IT 技術の急速な発展に伴い、各産業分野においても技術発展の高度化・高速化が進んでいる。医療産業も例外ではなく、近年では iPS 細胞(人工多能性幹細胞)技術へ注目が集まっている。iPS 細胞とは様々な組織や臓器の細胞に分化する能力とほぼ無限に増殖する能力をもつ細胞のことで、京都大学の山中伸弥教授によって初めて作成された細胞である。日本では iPS 細胞技術の研究が盛んで、世界有数の iPS 細胞大国となっている。

iPS 細胞技術を応用することで、人体ではできないような薬剤の有効性や副作用を評価する検査や毒性のテストが可能になり、新しい薬の開発が大いに進むことや、患者由来の iPS 細胞から分化誘導した組織や臓器の細胞を移植する細胞移植治療のような再生医療への応用が期待されている。

このように iPS 細胞技術が発展していくことで、医療産業においても技術革新が進み、医療産業のさらなる成長が予測される。

6.0 まとめ

以上の PEST 分析をマトリックス表でまとめると、以下の通りになる。



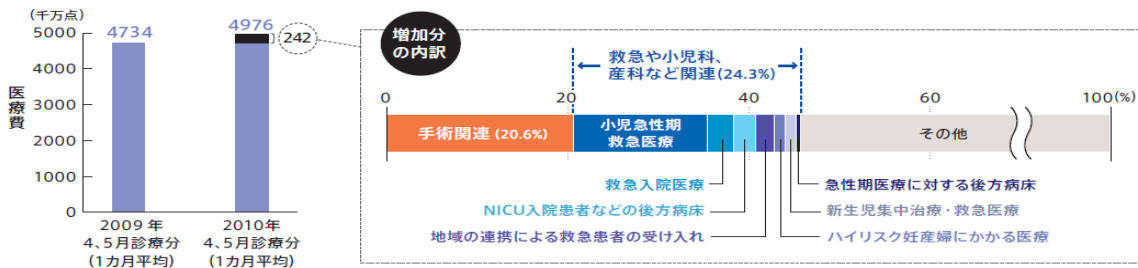
ちなみに

* 医療産業分類について

・ 医療業(中分類83)とは、医師又は歯科医師などが患者に対して医業又は医業類似行為を行う事業所及びこれに直接関連するサービスを提供する事業所が含まれており、病院や診療所はここに分類されている。保健衛生(中分類84)には、保健所や健康相談施設、検疫所(動物検疫所、植物防疫所を除く)など保健衛生に関するサービスを提供する事業所が入る。社会保険・社会福祉・介護事業(中分類85)には、公的年金や公的医療保険、公的介護保険、労働災害補償などの社会保険事業を行う事業所や児童、老人、障害者などに対して社会福祉、介護などに関するサービスを提供する事業所が入っており、特別養護老人ホームや介護老人保健施設などは、ここに分類される。

・また、薬局などは、大分類「J-卸売業、小売業」に分類され、社会保険以外の民間保険会社は、大分類「J-金融業、保険業」に分類される。製薬企業や医療機器製造業は、「E-製造業」に分類されている。

図1 改定前後の医療費の動向(電子レセプトのみ対象)



http://bizboard.nikkeibp.co.jp/houjin/cgi-bin/nsearch/md_pdf.pl/0000294092.pdf?NEWS_ID=0000294092&CONTENTS=1&bt=NM&SYSTEM_ID=H0

まとめシナリオ

国内→政策などのバックアップ、医療の高度化、高齢化社会

海外→医療産業マーケットの量・質の拡大向上、医療制度改革

医療には、恒常的な需要→患者の需要の変動は少ない



医療産業は成長的・安定的産業であり、投資対象として魅力的である。

商品概要

【銘柄選定】

組入銘柄選定において、以下の軸を考えた。

- ① 将来への収益獲得のための投資活動をしているか
- ② 景気後退を受けての回復力、耐久性
- ③ 収益力があるか
- ④ マーケットに過大に評価されていないか
- ⑤ 財務安定性は十分か

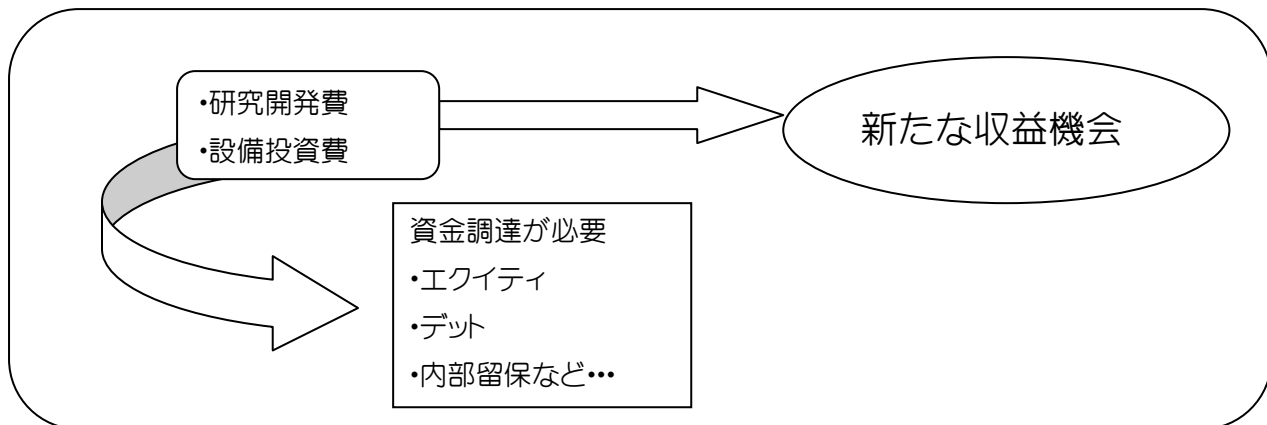
長期的投資に必要不可欠なファクター

1. 【将来への収益獲得のための投資活動を行っている企業に投資します】

具体的には、

- ◇研究開発費
 - ◇設備投資費
- を2期以上連続して投入している企業

医薬品では、新薬分野において、がん・アルツハイマー向けなど、イノベーション薬の開発が待ち望まれている。つまり、将来の収益向上を獲得するためには、研究開発・設備投資などの投資は不可欠である。



研究開発費・設備投資費を必ず、F09～F10 までに通期 2 期連続で投入している企業を選出。08 年 9 月にリーマンショックが起こり、多くの企業が、コスト削減、投資手控えに走った。リーマンショックを境に 07～08 年の 2 年間と比べ、09 年～10 年の 2 年間は、投資環境が悪化したといえる。そうした環境の中でも、将来の収益獲得のために、リーマンショック後 2 年間、持続的に投資した企業は以下の理由から評価できる。

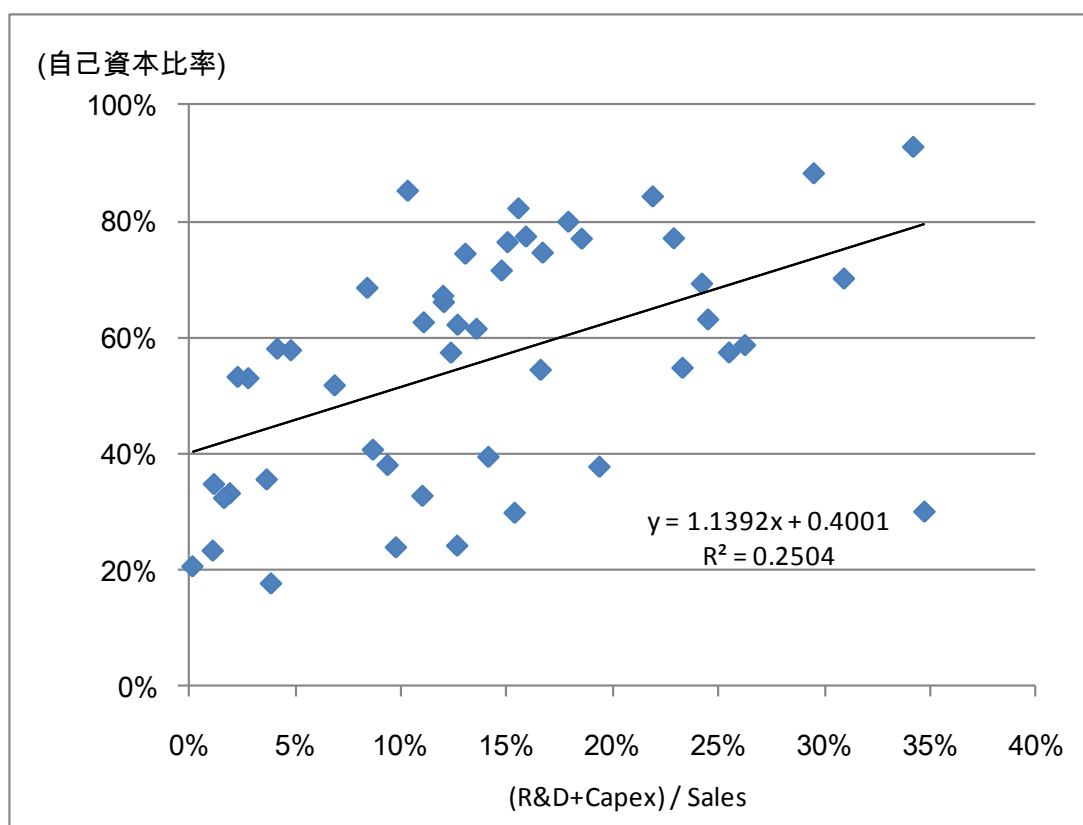
- ① 投資なくして、成長なし
- ② 動的安全性

①については、将来の収益獲得は、不確実であり、利益が実現するには、ロングタームかもしれないし、あるいは費用が回収できずに終わる場合も考えられる。しかし、企業は、新製品を投入し、既存製品を改良したりなど、既存よりも、収益強化のためには、投資が必要である。そのため、研究開発や設備投資に資金投入している企業は、新たな収益獲得のための成長意欲があるということで、評価したい。

②については、研究開発費・設備投資費を捻出させている企業は、財務状況が逼迫していないという仮説である。

次の図は、医療関連企業 52 社の直近の自己資本比率と、 $(\text{研究開発費} + \text{設備投資費}) / \text{売上高}$ の相関関係を示したグラフである。

図:自己資本比率と投資の相関図



(出所:各企業の HP の IR ページを基に作成)

※設備投資費・研究開発費・売上高は、1Q の決算時の値を使用

上記の図に示した通り、自己資本比率と(研究開発費+設備投資費)/売上高には、正の相関があることがわかる。つまり、定性的にみると、研究開発費・設備投資費を積極的に捻出している企業には、基となる資金があり、財務的にも安定性があるといえる。逆に、財務的に健全性が欠乏している企業は、研究費・設備投資費に充てる資金が不足していると考えられる。

研究開発費・設備投資費が示すものとして①投資なくして成長なし、②動的安全性つまり、長期的に持続性・成長可能性がある企業に投資をする。

2. 【リーマンショックを経て回復しているか】

リーマンショックを経て、全産業の売上高・営業利益は回復基調であるが、その程度はどのものなのか？

危機前の水準を下回っているが、確実に回復しているのか？ 危機前を上回っているか？

→こうした、住宅バブルの生成～崩壊の危機は、今後とも生じる可能性があり、企業が長期的に持続していくためには、危機からの底上げ力、回復力がある企業が投資対象として、魅力があるといえる。特に、医療業界は、製品開発の長期化や、恒常的需要があるため、危機からの存続力も考慮する必要がある。

上場企業4～6月、経常益5倍新興国効果、危機前の9割。

2010/08/01, 日本経済新聞 朝刊

上場企業の収益が急回復している。2010年4～6月期決算は全産業の経常利益が前年同期の5倍に増加。新興国需要とコスト削減を支えに自動車や電機など製造業の回復が鮮明となった。経常利益は08年のリーマン・ショック前の9割の水準で、最初の四半期を終えた時点での通期予想に対する進捗率は29%に達した。だが円高や先進国の景気動向など懸念材料は多く、下期業績については慎重に見る企業が目立つ。

30日までに決算を発表した3月期決算企業（金融・新興3市場を除く）559社を対象に日本経済新聞社が集計した。社数で全体の36%、株式の時価総額で62%を占める。

全産業の売上高は14%増えた。リーマン以降の世界不況に直面し、企業はコスト削減を推進。収益構造がスリム化したところに新興国需要の拡大などで売上高が増え、事業や財務活動で稼いだ利益を示す経常利益は3兆8300億円と1年前の5倍に膨らんだ。1～3月期と比べると46%増。リーマン前の08年4～6月期との比較では、売上高が86%、経常利益が93%の水準まで回復した。

危機後は、新興国の需要や、コスト削減などで、企業の業績は、回復している。売上高は危機前の9割まで、経常利益は、5割まで、回復している。

そこで、

売上高・営業利益が、リーマンショック前の水準まで回復、または上回る業績を計上している企業に投資する。
具体的には、F09・F10年の売上高・営業利益が、F06～08期の同等または、上回る企業。9割以上が原則とする。

→景気後退局面はこれからも十分起こりえる事象である。企業が長期的に持続・成長していく上で危機的状況への耐久性、業績の底上げ力を測る。

3. 【現時点における収益性】

収益性を測る指標として、ROIを取り上げたい。

$$ROI = \frac{\text{EBIT(事業利益)}}{\text{借入金 + 社債発行額 + 株主資本}}$$

である。

ここで、事業利益=経常利益+支払利息で算出する。

上記の①研究開発・設備投資を2期以上行っている②売上高・営業利益がリーマン危機前まで回復している条件を満たしている医療関連銘柄91社の平均値14%を上回るROIの企業を選出する。

財務が変える経営(下)投資効率、細かに点検——モデルごとにムダ省く。

2010/09/09, 日本経済新聞 朝刊

そこで導入したのがROICの考え方を開発投資に反映させる手法だ。経常利益と減価償却費の合計を、人や金型といったモノなどの投入資源と研究開発費の合計で割り、効率性をみる。

指標は二、四輪車すべてに導入する。モデル別投資リターンがわかり、瞬時に「開発効率の良しあしを判断できる」(北條取締役)。現在、四輪車の平均リターンは10%超とみられるが、今後、「フィット」や「シビック」などグローバル車種では2~3割に高める。

この取り組みにより「無駄な資産を減らしながら利益を上積みできる」(北條取締役)。自己資本比率の向上や手元資金の拡充など財務改善にもつながるといふ。

ROICなど経営効率を測る指標を導入する動きは、小売りなど内需企業にも広がっている。背景には、金融危機を経て限られた資金を有効に使う考え方がより強まったためだ。徹底した採算管理も不可欠になる。

市場でも海外機関投資家などがROICを中心とした効率性指標を重視している。ある米系投資会社の運用担当部長は「自動車ではROIC10%以上を銘柄評価の基準とする」と話す。

このように、ROIは、投下資本によって、いかに効率的に事業利益を挙げているかを示す。ROIを経営指標として導入する企業も増加傾向にあり、市場においても、海外投資家などの関心も高まってきている。ROEやROAからROICに経営指標がシフトしていくと考え、スクリーニング指標として取り入れる。

4. マーケットの評価が過大ではないか

上記の3つの条件の①研究投資・設備投資の持続②売上高・営業利益の底上げ③現時点における収益の効率性が満たす企業の中で、実際の利益と比べて過大評価されている企業を選出銘柄から外す。

PERの平均から、10倍以上値が大きい銘柄を対象とする。

医薬品 PER 平均 27

医療機器 PER 平均 24

(平均算出の際、9月3日時点の値を使用)

株式投資する際に、重視する指標についてアンケート

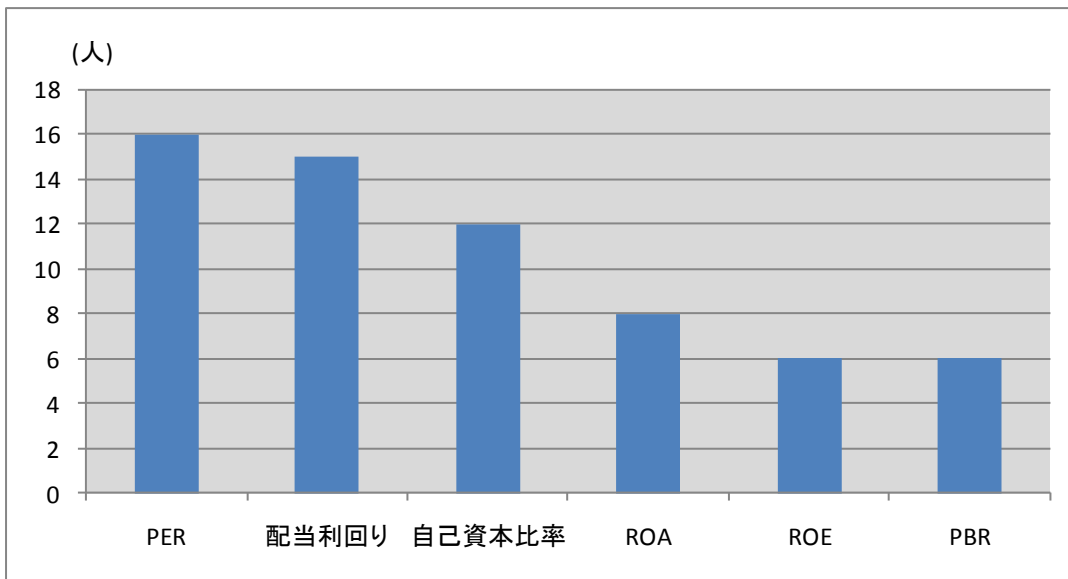
実施日:2009年8月23日

場所:慶應大学三田キャンパス

対象:30~60代の社会人

アンケート回答数:100

図:株式投資する際に重視する指標は？



一般的にも、株式投資する(または、もしたら)場合において、PER を重視する傾向がある。市場においても PER についての関心は高い。

5. 財務安定性があるか

最後に、財務的に健全性が欠乏している企業を選出から外す。

以下の水準を定める

① 株主資本比率	極端に低数値の場合 30%以下
② 営業 CF	マイナスの数値
③ 営業 CF - 財務 CF	マイナスの場合

3つの水準によって、財務安定性を測る。①については、返却義務のない安全資産の割合、財務の持続的安定性、企業本来のCF生成能力、③については、短期的な資金繰りをみることにより、財務問題のある企業を省く

【リスク分析】

考えられるリスク

- ① 米国での新薬の特許切れ
- ② 法制度
- ③ 開発パイプラインでのサンクコスト
- ④ グローバル競争

1. 新薬の特許切れ

図 1-1:米国での特許切れ製品各社

企業	製品	特許終了日
武田薬品工業	糖尿病治療薬アクトス	11年1月17日
	降圧剤アタカンド	12年6月4日
エーザイ	アルツハイマー病治療薬アリセプト	10年11月25日
	PPI 製剤アシフェックス	13年5月18日
	MDS 治療薬ダコジェン	13年5月2日
第一三共	合成抗菌剤レバキン	10年12月20日

世界の製薬メーカー大手各社は、2010 年前後に主力の大型医薬品が特許切れを迎え、安価な後発医薬品にシェアを奪われて大幅に売上げが落ち込む可能性が高い。1990 年代後半に発売された医薬品は、最大マーケットの米国を中心に世界の製薬メーカーにとって大型主力品となっているものが多く、その中には国内メーカーの開発品も複数含まれている。1990 年代後半は新薬黄金期と呼ばれ、生活習慣病の世界的な増加(高脂血症、糖尿病、高血圧など)に合わせて多数の新薬が開発された。これらの新薬は、処方数の増加と米国での薬価引上げによって売上規模を拡大し、数多くのブロックバスター品(売上10 億ドル規模の医薬品)を生み出した。しかし、2010~2011 年には世界のトップ3製品が相次ぎ米国で特許切れを迎える。

2. 各国の医療制度

アジアや米国・欧州などに進出する日本の医薬品・医療機器メーカーは多いが、各国の法制度・商習慣も十分考慮していかなければならない。

そこで、エマージング諸国でも、全産業分野においてもマーケットの規模・質の成長著しい中国の法制度また進出する際に考慮しなければならないリスクについて示したい。

中国の医療改革について

- 医薬、医療衛生に充てる財政支出を09年実績は、08年度比49.5%増の1277億元
- 都市部住民の医療保険加入者を4億1000万人、農民住民の医療保険加入者を8億3000万人に
- 基本医薬品制度を導入した医療衛生機構数を全体の30%へ
- 財政支援のもと県および鎮クラスの医療機関、コミュニティ衛生サービスセンターの整備を実施
- 新型インフルエンザについて、科学的対処法にしたがい、社会安定を維持

- 国家基本薬品の認定
- 医療機関の民営化、公正化
- 医療サービスの水準の向上(医療従事者の技能底上げなど)
- 医療インフラの整備
- 公衆衛生サービスの強化

リスク要因として

- ① 国家食品薬品监督管理局(SFDA)の医薬品・医療機器の認可
 - ② 不透明な商習慣と入札制度
 - ③ 中国の医師の専門性の低さ
-

①について(認可は一般的に1~2年)

- ・ 医療機器については、当局の指定する「分類リスト」にしたがい、分類を確定させなければならない。
- ・ 技術資料を再三要求されたりして、上市や事業スケジュールに遅れが生じる可能性
- ・ 現品検査が行われ、技術流出のおそれあり

②について

- ・ 医療機関の製品入札は、入札前のプロモーションで決まってしまう場合がほとんど。
- 医療機関の経営者や院長などとうまく入り込む必要

③について

- ・ 中国の医師のほとんどが内科医となっており、専門性が低い
- つまり、専門的な医療機器などの使用ノウハウが低いので、販売に影響
-

開発パイプラインでのコスト

医薬品は、全産業の中で、開発～製品化～上市するサイクルが最も困難な製品といえる。もちろん製品化される前に、重大な欠陥や副作用を及ぼす要因が判明したり、開発に投じたコストが回収できないまま、製品開発が終了するケースも非常に多い。

図3-1 :新薬開発費用

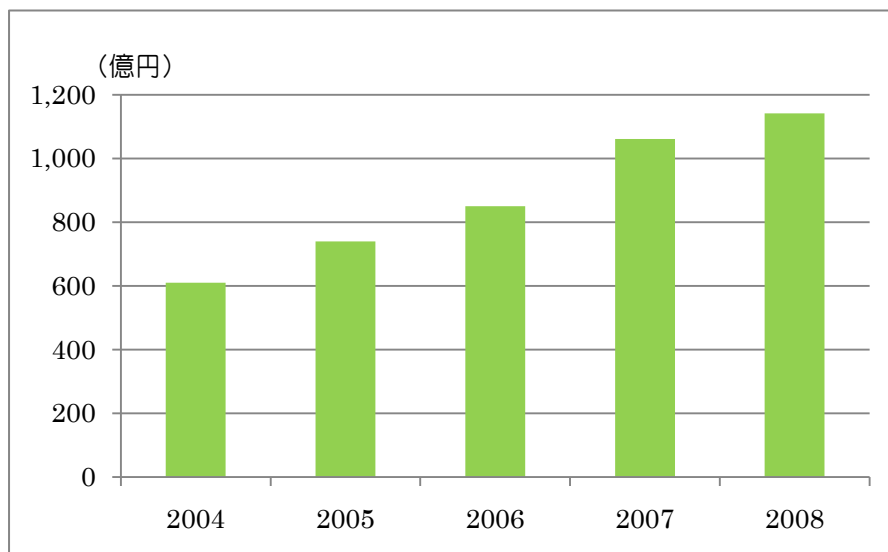
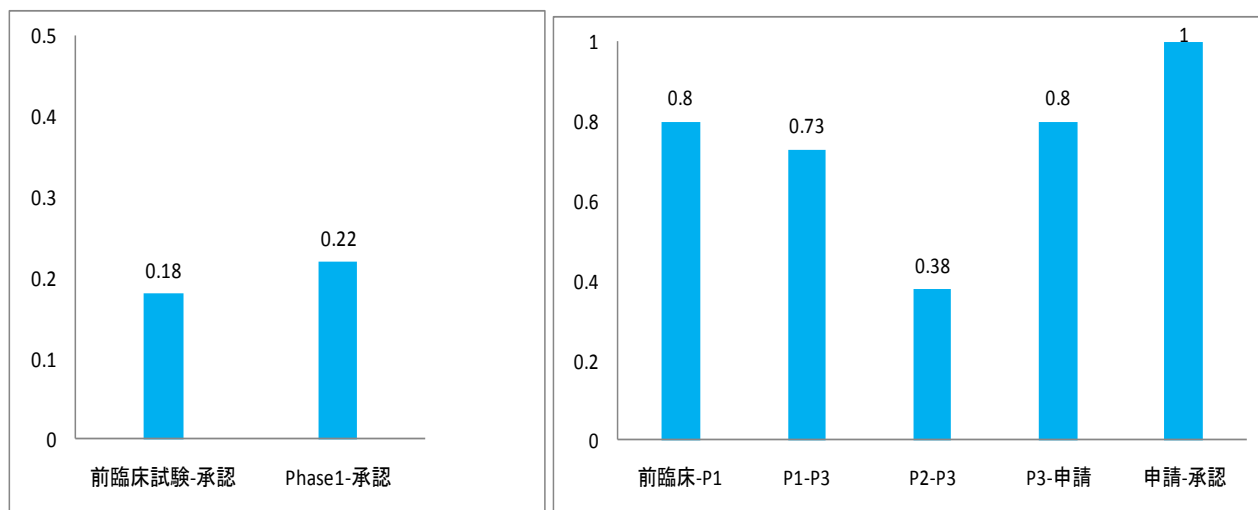


図 3-2: 医薬品の開発期間及びコスト

(:年)

	前臨床試験	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Phase 3-申請	申請-承認	前臨床-承認	Phase1・2
評価期間(カ月)	29	15	15	25	6	20	110 (9.2)	55 (4.6)
開発コスト(百万円)	1,310.6	1,086.0	2,110.0	4,018.2	349.2		8,874.1	5,518.5

図 3-3: 医薬品開発成功確率



出所: 全て医薬産業政策研究所

ポートフォリオ組み入れ医薬企業	開発中医薬品の数
参天製薬	9
日医工	1
科研製薬	5
小野薬品工業	12
久光製薬	7
持田製薬	8
協和発酵キリン	21
アステラス製薬	35
塩野義製薬	10
田辺三菱製薬	46
大正製薬	5
第一三共	20

医薬開発費は例年増加傾向にある。しかし、図 3-2、3-3 にもあるように、医薬品の開発成功確率は前臨床試験-承認が 0.18(1 が確実) など非常に困難であることがわかる。また、Phase ごとにコストがかかり、途中段階で開発が頓挫してしまったら、サンクコストとして、企業収益や資金繰りに悪影響を及ぼす可能性もある。

組入比率

医療機器セクター（75%）

医薬品セクター（24%）

4543	テルモ	18%	4555	沢井製薬	10%
4901	富士フイルム	15%	4541	日医工	3%
6502	東芝	13%	4568	第一三共	3%
6752	パナソニック	11%	4151	協和発酵キリン	1%
6869	シスメックス	6%	4503	アステラス製薬	1%
4088	エアウォーター	3%	4507	塩野義製薬	1%
3593	ホギメディカル	3%	4508	田辺三菱製薬	1%
8086	ニプロ	2%	4519	中外製薬	1%
4204	積水化学	2%	4521	ロート製薬	1%
7033	オリンパス	1%	4540	ツムラ	1%
3407	旭化成	1%	4553	東和薬品	1%

その他医療（1%）

9735	セコム	1%
------	-----	----

銘柄数: 25 銘柄

運用額: 10 億円

銘柄投資比率選定

- ① セクター、事業種類分け
- ② スクリーニング要素の点数化
- ③ リスク分析

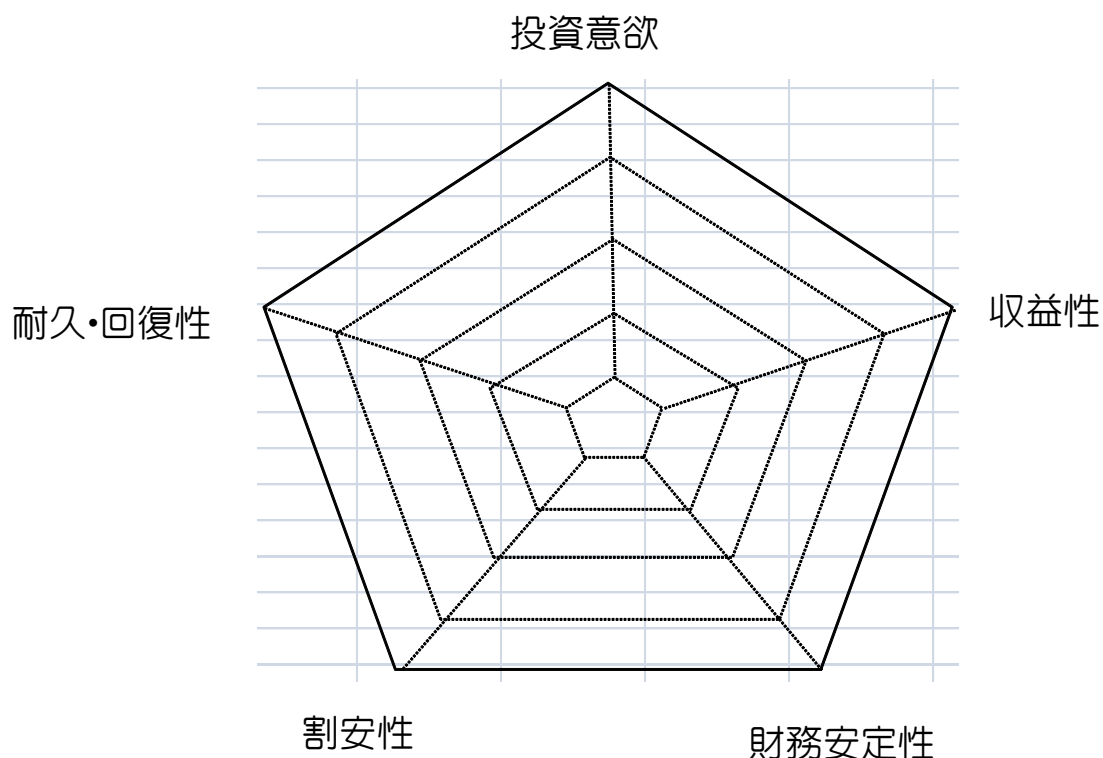
1. セクター、事業種類分け

医療産業→医療機器 75%
 医薬品 24%
 医療サービス 1%

医療機器→循環機器・消化機器系・手術用・治療用・消耗品などに分類

医薬品→新薬、ジェネリック医薬品、OTC薬、漢方薬に分類

スクリーニング要素の点数化



組入比率は、上記の図にしたがい、各項目

- ①投資意欲(設備投資・研究開発に意欲的であるか)
- ②リーマン前後においての売上高・営業利益の耐久・回復性
- ③投下資本に対して効率的に収益をあげているか
- ④市場での割安性
- ⑤財務安定か

を各5点ずつにし、平均値を求め、点数が高いほど組入れ率を大きく設定する。 点数は1~5の五段階で、投資比率も1~5%に設定する。

平均値として、

投資意欲	(研究費 + 設備投資費) / 売上高=4% を平均 →民主党政権が掲げる研究費を GDP 比率 4%の政策をベンチマーク
回復・耐久性	リーマンショック前後で、同水準まで回復、若干上回る、大幅に上回るかで判定
収益性	ROIC 平均値 12.43%を基準
割安性	PER 医療機器 24 倍 医薬品 27 倍を平均とする
財務安定性	50%を平均値

リスク分析

リスク分析にもあるように、

- ① 米国での新薬の特許切れ
- ② 法制度
- ③ 開発パイプラインでのサンクコスト
- ④ グローバル競争

が要素としてあげられる。

リスク対策

- ①→新薬大手などの比率を下げ、ジェネリック医薬品関連企業を多く比率に入れる。
- ②→アジア展開、米国中心、国内中心など、国ごとに事業展開が強い企業を分ける。
(東南アジア、中国、米国、日本)を主要分類国とする。
- ③→開発中薬品を大きく抱える企業と、あまり抱えていない企業のバランスを考える。
- ④→海外大手と資本提携を行っている企業の比率を高める
(日医工:仏製薬大手サノフィと後発薬品開発・販売提携
(中外製薬:世界製薬4位ロシュの傘下)

4. 個別銘柄分析

ポートフォリオを代表する銘柄として、医薬品セクター、医療機器セクターから、各1銘柄を紹介する。

【 4541 日医工 】

会社説明

【特色】

業界2位の後発医薬品大手。

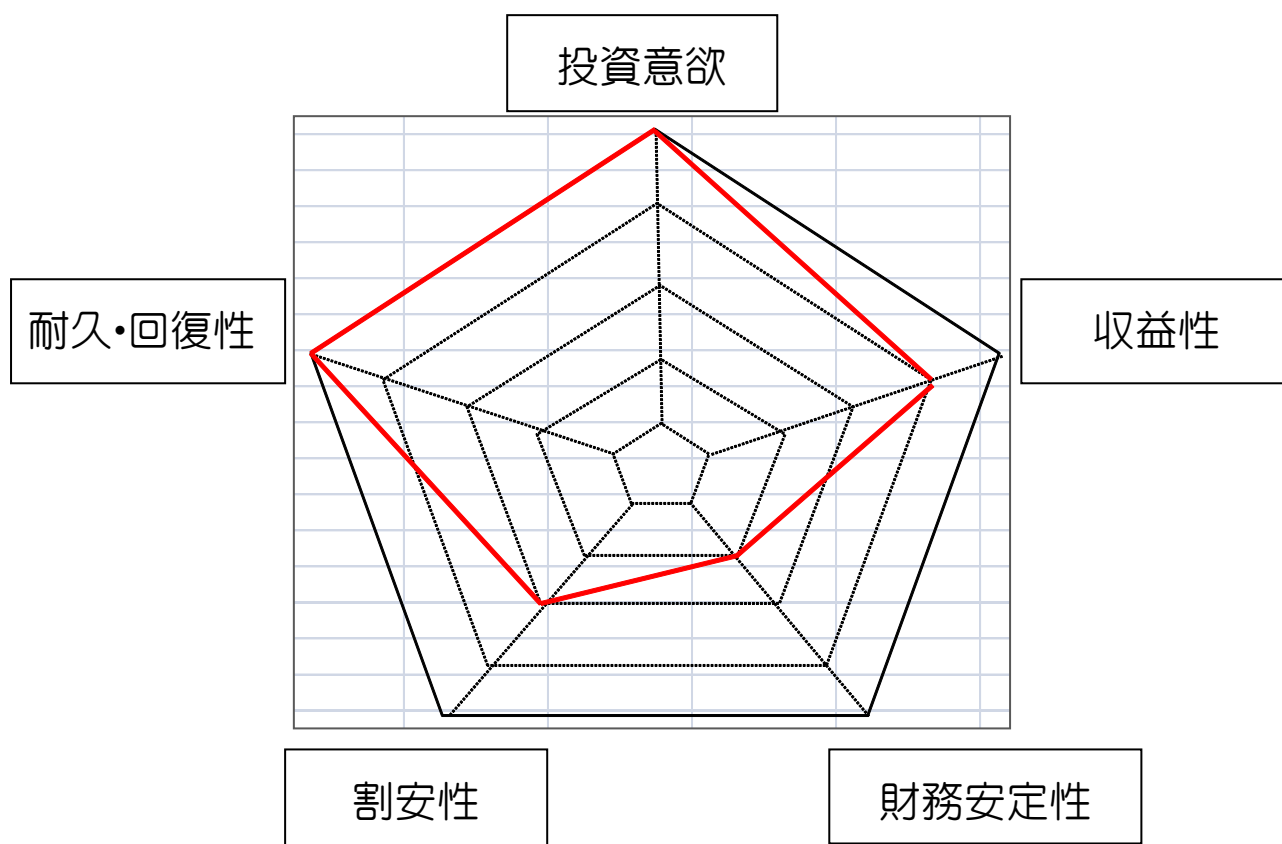
医薬品、医薬部外品、その他各種薬品の製造販売輸出入等を行っている。

なかでも後発医薬品(ジェネリック医薬品)の製造販売が主たる事業である。「(1)高品質」で「(2)高い利便性」を持つ薬品を「(3)タイムリー・スピーディーな開発」で提供することを目標として掲げており、実際に服用する患者にとって服用しやすく、取り扱いやすいような製品作りを目指している。今春には新工場を稼働させるなど、大型医薬品の特許が相次いで切れる2010年問題を契機にジェネリック医薬品の販売増に向け積極的に取り組んでいる。また、現在、販売のほとんどは国内でされているが、中期経営計画で「世界への挑戦」を掲げるなど国外進出に対しても意欲的である。特に、高い経済成長を誇り、日本の医薬品の品質に対して好意的な購買層が存在する東南アジアへの進出をもくろんでおり、アジアを中心とするサービスに強いDKSHとの業務提携を7月に発表している。今後はタイ・マレーシア・香港をターゲット市場として業務を展開していく模様である。

* 現在日本でのジェネリック医薬品のシェアは20%未満であり、欧米先進国の多くが50%を超えるのと比較すると格段に低い。ゆえにジェネリック医薬品の需要は国内でも伸びると予測される。ここから、本企業の国

内での販売も伸びることが推定される

投資比率の決定に関して。本企業が東南アジア進出に意欲的である点と、企業自体の高い成長が見込める点が当ファンドの方針に合致しており、強気の買いをすることとした。投資比率は全体の5%である。



投資意欲性	研究開発費/売上高	30.1%	平均 4%
耐久・回復性	リーマン前後 売上	08/11 42,841→	09/11 63,500
収益性	ROIC	17.61%	平均 12.43%
割安性	PER	25.53	平均 27
財務安定性	自己資本比率	32.73%	最低ライン 30%

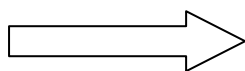
平均を3点とする。

投資意欲として、研究開発費が売上高に対して、多い。また、2007年～2010年にかけて成長してきており、リーマン前後の売上高の変化も、減少になるどころか、約1.5倍の増加がみられる。収益性においても、ROICは、医療産業の平均を上回っており、PERも適正水準だといえる。

しかし、自己資本比率が最低ラインといわれる30%に肉薄しているが、これは、研究開発など投下資本におけるデットの割合が高いものと思われる。

【代表銘柄選出理由】

- ジェネリック薬品、業界 2 位であり、ここ数年間での成長も著しい。
- ジェネリック医薬品市場の成長見込み
- 新薬の特許切れのエクスポージャーが少ない
- 米国、東南アジア進出強化に取り組む
- 仏製薬大手サノフィと後発薬の開発・販売で提携している



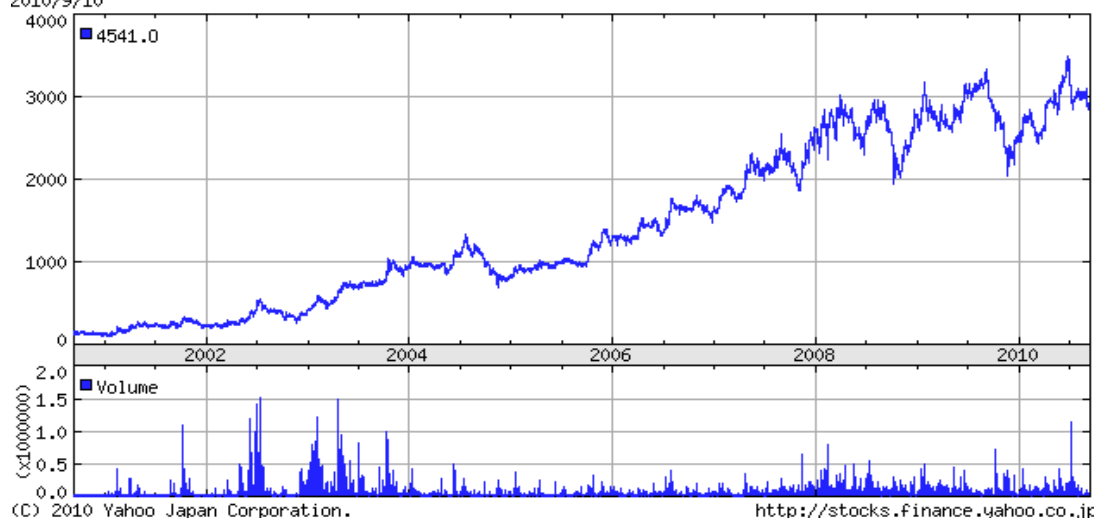
ジェネリック医薬品は成長分野であり、アジア・米国の海外展開も同時に行う。
長期投資に適している!!

業績概要

	05/11	06/11	07/11	08/11	09/11
売上高	24,299	29,254	32,328	42,841	54,806
前期比%		20.4	10.5	32.5	27.9
売上原価	12,860	15,473	16,726	22,766	30,052
売上原価率%	52.9	52.9	51.7	53.1	54.8
売上総利益	11,430	13,782	15,603	20,075	24,754
売上総利益率%	47.0	47.1	48.3	46.9	45.2
販管費	8,769	10,083	11,423	14,908	18,525
販管比率%	36.1	34.5	35.3	34.8	33.8
営業利益	2,660	3,687	4,169	5,176	6,246
営業利益率%	10.9	12.6	12.9	12.1	11.4
前期比%		38.6	13.1	24.2	20.7
経常利益	2,508	3,473	4,474	5,442	6,122
経常利益率%	10.3	11.9	13.8	12.7	11.2
前期比%		38.5	28.8	21.6	12.5
当期利益	1,257	2,406	2,617	3,442	3,763
当期利益率%	5.2	8.2	8.1	8.0	6.9
前期比%		91.4	8.8	31.5	9.3

Nichi-Iko Pharmaceutical Co.Ltd.
2010/9/10

Splits: ▼



(Yahoo Finance より)

【 4543 テルモ】

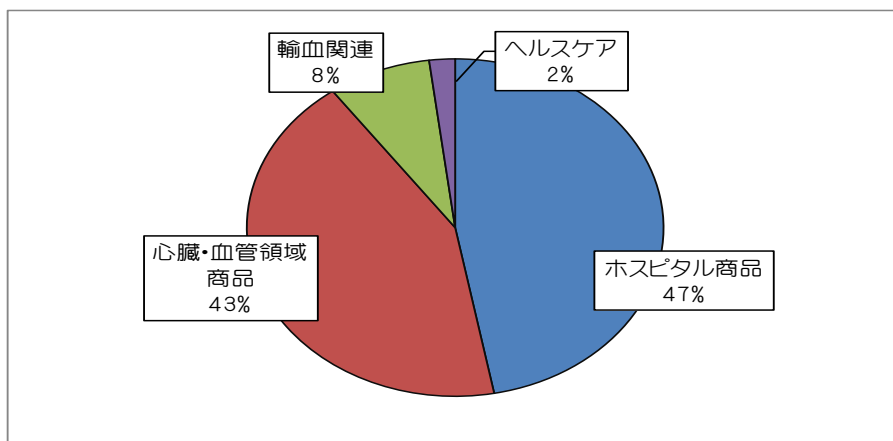
会社概要

国内 2 位の医療機器メーカー。

【特色】

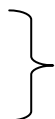
カテーテルなど心臓・血管領域分野に強みを持つ。海外比率高くアジア等で生産拡大。

【連結事業】



<今後の戦略>

- ① 医療経済性を高めるカテーテル戦略
- ② 国内慢性期市場の開拓

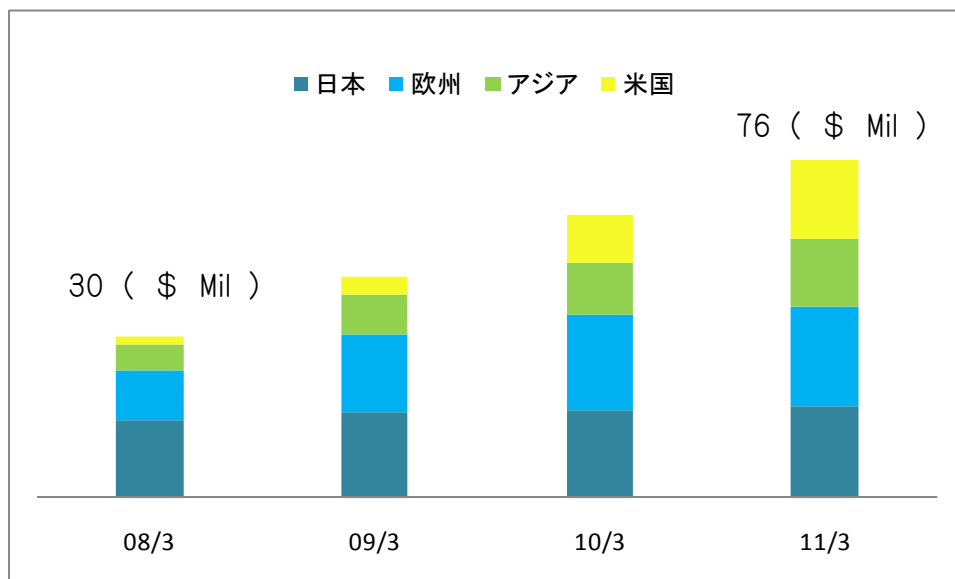


海外・国内に確固たる戦略

① TRI 商品販売の拡大

TRI: 手首の動脈からカテーテル治療を行う

TRI 関連商品売り上げ推移



TRI 普及三要素

- ①製品改良
→細さ、しなやかさ
- ②トレーニング
→医師の利用
- ③医療制度
→医療経済性

～TRI 関連商品の追い風～

医療制度改革→効率的・経済的な医療の高まり

米国や、日本においても、医療費用に経済性を求められている。医療負担の軽減化、医薬品においても、医療産業では、安価で良質な製品が求められてきている。

カテーテル治療とりわけ TRI は、手の動脈から治療を行うことで、治療の効率化・時間コストも節約され、従来よりも安価な治療サービスを受けられる。病院・患者の双方の負担が軽減されることから、今後の普及によって、マーケットは拡大していくと考えられる。

既存の TRI 商品

既存商品	-
止血バンド	米国シェア 72%
シースイントロデューサー	米国シェア 54%

TRI の普及活動

→学会においての教育講座に導入されるなど、医療現場でも注目の産業だといえる。

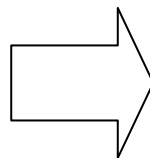
② 国内慢性期市場開拓

診療報酬改定により、慢性期病院に重症度の高い患者がうつり、慢性期病院においての医療の高度化課題として、

- ①看護師の技術→復職者が多い
- ②人材育成制度→重症患者を抱えているので、時間・費用の余裕がない
- ③医療処置→点滴、吸引、血糖測定、導入など

【テルモの事業余地】

栄養	半固形栄養食品
輸液	ダブルバック製剤 輸液セット(感染防止機能付) 輸液ポンプ
糖尿病	血糖測定器 インスリン注入用針
透析	腹膜透析システム



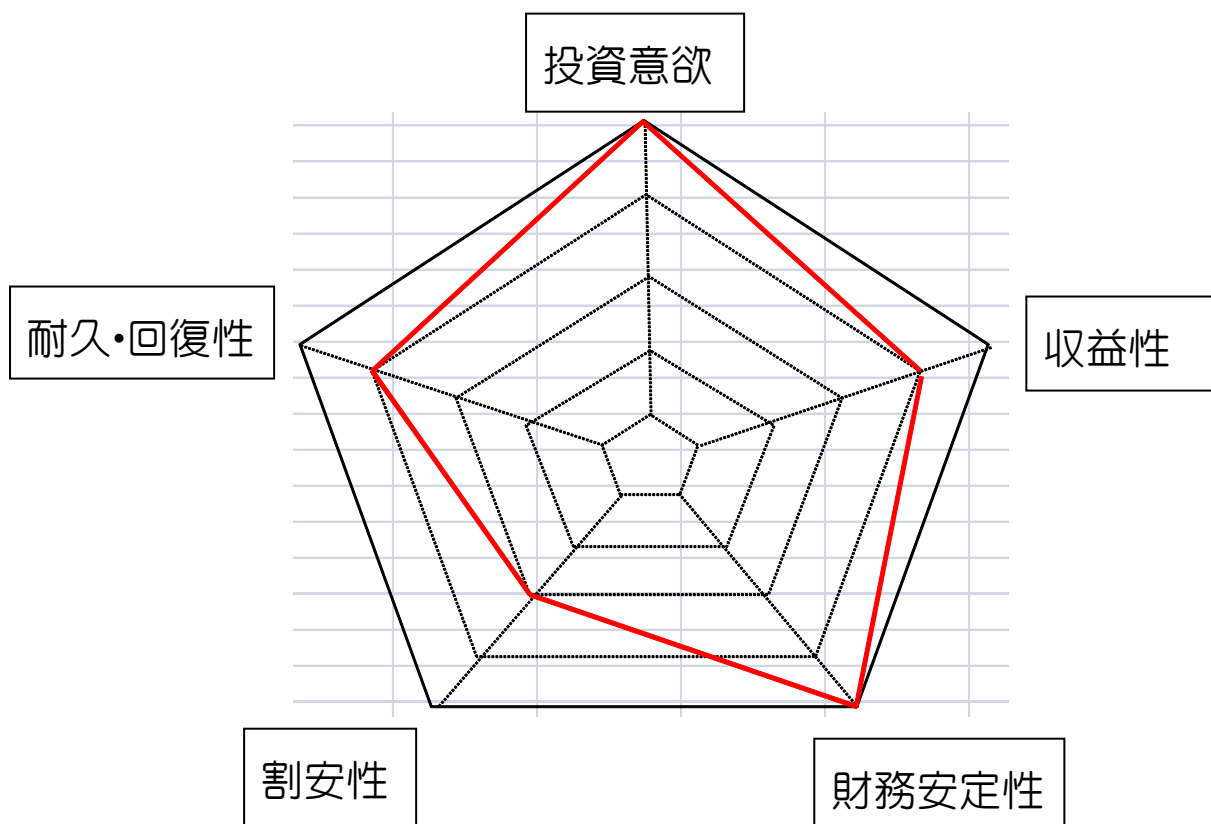
- 患者 QOL
- 合併症予防
- 医療事故対策
- 業務負担軽減

を実現

業績概要

	07/3	08/3	09/3	10/3	11/3
売上高	276,439	306,381	302,746	316,009	333,000
前期比%	11.9	10.8	-1.2	4.4	5.4
売上原価	123,112	138,179	144,506	149,659	-
売上原価率%	44.5	45.1	47.7	47.4	-
売上総利益	153,326	168,201	158,240	166,350	-
売上総利益率%	55.5	54.9	52.3	52.6	-
販管費	94,871	101,259	104,200	103,067	-
販管比率%	34.3	33.1	34.5	32.6	-
営業利益	58,455	66,942	54,039	63,282	65,200
営業利益率%	21.2	21.8	17.8	20	19.6
前期比%	-	14.5	-19.3	17.1	3.0
経常利益	58,025	64,198	52,580	63,611	65,000
経常利益率%	21	21	17.4	20.1	19.5
前期比%	-	10.6	-18.1	21.0	2.2
当期利益	37,232	43,382	36,878	40,721	41,500
当期利益率%	13.5	14.2	12.2	12.9	12.5
前期比%	-	16.5	-15.0	10.4	1.9

出所:テルモ HP から作成



投資意欲	(研究費+開発費)/売上高	10/3 月期 5.5%	平均 4%
耐久・回復力	リーマン前後 売上高	09/3 302,746 (百万円)	10/3 316,009 (百万円)
収益力	ROIC	17.83%	平均 12.43%
割安性	PER	23.12 倍	平均 24 倍
財務安定性	自己資本比率	74.48%	最低 30%

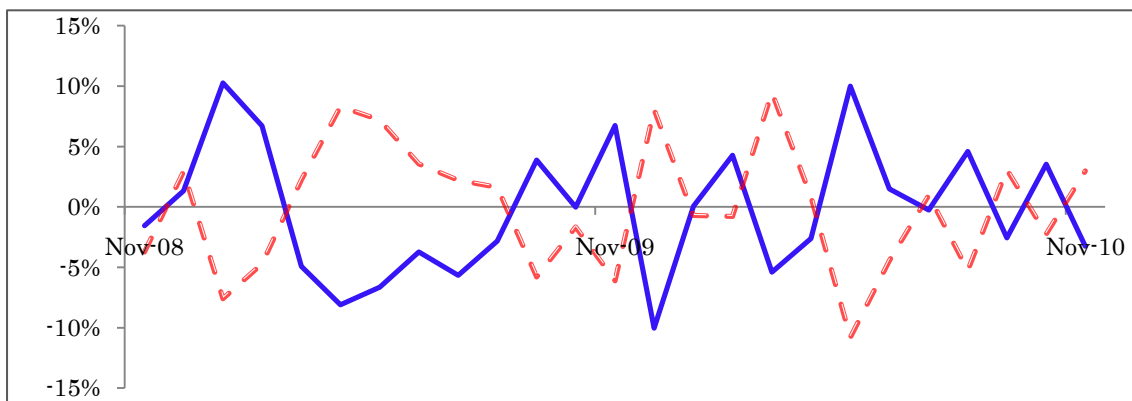
【代表銘柄選出理由】

- ・ カテーテルなど心臓、血管領域分野では、国内業界1位(医療機器全体では、2位)
- ・ TRI などの技術、また現時点で米国でのシェアも高い。
- ・ 国内の慢性病院での事業,高度医療のための医療機器の需要
- ・ アジア、米国、欧州など海外売上高が 45%を占める。
- ・ バイオ医薬品向け器具、糖尿病事業展開、補助人工心臓の普及などで、10年以内に売上高 1兆円の医療メーカーを目指す。

→ 長期投資に適している!!



【過去の運用実績】



運用リターン

	当ファンド	TOPIX (市場平均)
2年ベース	0.03%	△0.02%
1年ベース	0.46%	△0.47%
6か月ベース	1.9%	△2.2%
3か月ベース	0.6%	△0.4%

標準偏差(リスク)

当ファンド	TOPIX
5.4373%	5.2677%

【他の商品の運用益】

ノムラ・レインボーファンド(公共株)		5.9 億
1年リターン		△6.5%
2年リターン		△5.6%
ノムラ・レインボーファンド(情報エレクトロニクス)		75.3 億
1年リターン		△3.82%
2年リターン		+3.7%
ノムラ・レインボーファンド(ファイナンシャル・情報)		12.8 億
1年リターン		△10.5%
2年リターン		△10.3%
ノムラ日本株戦略ファンド		961.3 億
1年リターン		△6.5%
2年リターン		+0.4%
ノムラ・インデックスファンド(自動車)		5.72 億
1年リターン		△3.53%

既存の産業型と比べても、過去の運用リターンでは上回っており、医療産業は収益魅力のある産業であると同時に、商品化も十分考慮されるべきである。

【実現性・収益性】

【実現性】

→運用金額10億円が集まるか

① 国内株式投信純資産 = 2兆7178億円
商品ラインナップ数 = 622本

1本あたり、平均 = 43.7億円集まることになる。

【収益性】(運用金額10億円を過程)

購入時手数料 = 10億円 × 2.1% = 2100万円

運用管理手数料(1年ごと) = 10億円 × 1.491% = 1491万円

実現性においては、運用金額 10 億円が集まることで、このファンド開発ははじめて成立する。現在の市場規模、商品数を考慮しても、運用金額は1商品あたり、43.7 億円であり、10 億円の資金が集まる実現性も十分に可能性を秘めている。

収益性においても、商品設定時には 2100 万円、定期的に管理料として、1491 億円が見込まれる。

【参考文献】

統計局

IMF データベース

OECD データベース

日本製薬工業協会

日本医療機器協会

医薬産業政策研究所

投資信託協会

日経新聞

[アセットマネジメントの世界] (宇野淳監修、日本証券投資顧問業協会・投資信託協会編、東洋経済)

野村アセットマネジメント <http://www.nomura-am.co.jp>

ブルームバーグ

Yahoo Finance