

ひふみ年金

追加型投信／内外／株式

交付運用報告書

第2期（決算日：2018年10月1日）

作成対象期間（2017年10月3日～2018年10月1日）

ひふみ年金をお持ちのお客様へ

おかげさまで10月1日をもちまして、第2期決算を迎えることができました。

2016年10月3日にスタートしたひふみ年金は、多くの国民の心を痛める自然災害や、今も世界のどこかで行なわれている紛争、そしてIoT×AIで急激に加速する第四次産業革命など、マーケットの風向きが目まぐるしく変化する経済環境の中、一歩一歩、着実にあゆみを進めてまいりました。

楽観はしていませんが、日本はまだまだ成長できる、という確信があります。なぜならわたしたちが、日々真剣に生きているからです。真剣に生きている限り、真剣に生きている人たちの中から、よい会社は無限に現れます。残念ながら今の日本は閉塞感で溢れていて衰退のイメージが強くなりますが、そんなことはないということをお「ひふみ」を通じて粛々と証明し、伝えていきたいと思っています。

もともと日本は大和時代から様々な困難を乗り越えながら、何度も立ち上がった歴史があります。きっとこれからも困難が訪れることがあるでしょうが、「ひふみ」というロケットに乗って、様々な景色を眺めながら、最終的にはお客様の夢まで到達していただきたいと考えています。

わたしたちも引き続き、全力を尽くしてまいります。
今後ともひふみ年金をご愛顧賜りますようお願い申し上げます。



RHEOS CAPITAL WORKS

レオス・キャピタルワークス株式会社

東京都千代田区丸の内1-11-1

パシフィックセンチュリープレイス丸の内27F

<https://www.rheos.jp/>

■お電話によるお問い合わせ先

パートナー営業部

03-6266-0129

受付時間：営業日の9時～17時

第2期末（2018年10月1日）	
基準価額	15,835円
純資産総額	20,416百万円
第2期 (2017年10月3日～2018年10月1日)	
騰落率	16.5%
分配金合計	0円

(注) 騰落率は収益分配金(税込み)を分配時に再投資したものとみなして計算したものです。

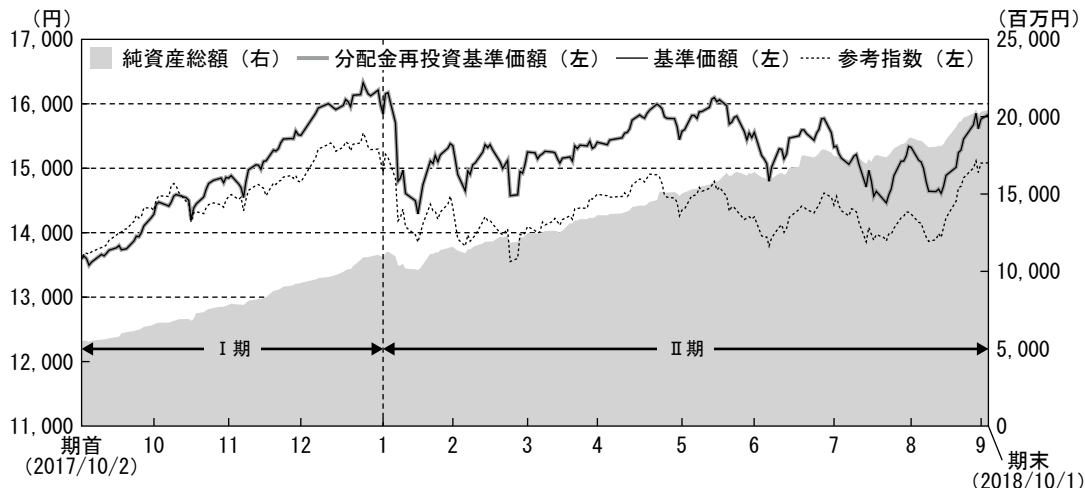
○ひふみ年金は、投資信託約款において運用報告書(全体版)に記載すべき事項を、電磁的方法によりご提供する旨を定めております。右記のURLを開く→「ひふみ年金」→「ひふみ年金情報」→「運用レポート・運用報告書」→「運用報告書」のページにおいて運用報告書(全体版)を閲覧及びダウンロードすることができます。

○運用報告書(全体版)は、受益者の方からのご請求により交付されます。交付をご請求される方は、販売会社までお問い合わせください。

運用経過

■当期中の基準価額等の推移

(2017年10月3日から2018年10月1日まで)



期首 : 13,594円

期末 : 15,835円 (既払分配金 (税込み) : 0円)

騰落率 : 16.5% (分配金再投資ベース)

(注) 分配金再投資基準価額は、税引前の分配金を分配時に再投資したものとみなして計算したもので、ファンド運用の実質的なパフォーマンスを示すものではありません。

(注) ファンドの購入価額により課税条件も異なりますので、お客様の損益の状況を示すものではありません。

(注) 東証株価指数 (配当込み) は、国内株式市場を概観する参考として掲載しております。

(注) 参考指数は、期首の値をファンドの基準価額と同一になるように指数化しています。

■基準価額の主な変動要因

変動要因について、当期の株式市場を便宜的に2期に分けてご説明いたします。

当期のひふみ年金は16.5%上昇しました。

第Ⅰ期 (2017年10月3日～2018年1月)

第Ⅰ期は好景気と低金利が共存する“ゴルディロックス相場 (適温相場)”を背景に好調な滑り出しとなりました。日本の中間決算が概ね堅調だったことに加え、10月22日に投開票が行われた第48回衆議院議員総選挙で与党が大勝したことで政治への安定感が増したことが好感され、11月には日経平均株価が一時23,382円と約25年10ヶ月ぶりにバブル崩壊後の高値を更新しました。このような環境下でひふみ年金は、株式の比率を高位に保ちながら、株価が急騰した銘柄を一部売却し、出遅れた銘柄を買い増しするという基本姿勢を徹底する一方で、成長が見込める有望な企業への組み入れも進め、基準価額は16.6%上昇しました。

第Ⅱ期 (2018年2月～2018年10月1日)

第Ⅱ期は米国金利上昇と米国の保護主義政策に翻弄され、株式市場は軟調な展開となりました。2月に入り米国のインフレ指標が上振れた事で米国金利が上昇し、株式市場にとってはポジティブなゴルディロックス相場 (適温相場) が終焉するとの懸念が一気に高まり、世界的に株安の動きとなりました。3月にはトランプ米大統領が中国に対して大規模輸入関税の導入を発表、これに対して中国が報復措置を設けたことで、米中貿易摩擦問題が勃発しました。6月に米朝首脳会談が行われ、前期からのリスク

要因となっていた北朝鮮問題に解決の兆しが見え始めたものの、米中貿易摩擦問題は6月以降も株式市場のリスク要因となり値上がりが重く展開となりました。このような環境下でひふみ年金は、わたしたちの得意とする地味で地道な銘柄群への投資にシフトすると同時に、株式市場全体が大きく下がったタイミングをチャンスと考え、海外株の組入れ比率を上昇させました。この期は東証株価指数（配当込み）は0.9%上昇しました。それに対してひふみ年金の基準価額は△0.1%の下落となりました。

■ 1万口当りの費用明細

項 目	第 2 期 2017年10月3日～2018年10月1日		項 目 の 概 要
	金 額	比 率	
(a) 信 託 報 酬 (投 信 会 社) (販 売 会 社) (受 託 会 社)	126円 (59) (59) (8)	0.819% (0.382) (0.382) (0.054)	(a) 信託報酬＝各期中の平均基準価額×信託報酬率 ※期中の平均基準価額は15,336円です。 ファンドの運用と調査、受託銀行への運用指図、基準価額の計算、目論見書・運用報告書の作成等の対価 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 運用財産の保管および管理、投信会社からの指図の実行の対価
(b) 売 買 委 託 手 数 料 (株 式)	28 (28)	0.180 (0.180)	(b) 売買委託手数料＝各期中の売買委託手数料÷各期中の平均受益権口数 売買委託手数料は、有価証券等の売買の際、売買仲介人に支払う手数料
(c) 有 価 証 券 取 引 税 (株 式)	0 (0)	0.000 (0.000)	(c) 有価証券取引税＝各期中の有価証券取引税÷各期中の平均受益権口数 有価証券取引税は、有価証券の取引の都度発生する取引に関する税金
(d) そ の 他 費 用 (保 管 費 用) (監 査 費 用) (そ の 他)	1 (0) (1) (0)	0.005 (0.001) (0.004) (0.000)	(d) その他費用＝各期中のその他費用÷各期中の平均受益権口数 保管費用は、海外における保管銀行等に支払う有価証券等の保管および資金の送金・資産の移転等に要する費用 監査費用は、監査法人等に支払うファンドの監査に係る費用 信託事務の処理に要するその他の諸費用
合 計	155	1.004	

(注) 当期中の費用（消費税等のかかるものは消費税等を含む）は、追加、解約により受益権口数に変動があるため、簡便法により算出した結果です。

(注) 各項目ごとに円未満は四捨五入してあります。

(注) 売買委託手数料、有価証券取引税およびその他費用は、ひふみ年金が組み入れているひふみ投信マザーファンドが支払った金額のうち、ひふみ年金に対応するものを含みます。

(注) 各比率は1万口当りのそれぞれの費用金額（円未満の端数を含む）を期中の平均基準価額で除して100を乗じたもので、項目ごとに小数第3位未満は四捨五入してあります。

■最近5年間の基準価額等の推移



	2016年10月3日 設定日	2017年10月2日 決算日	2018年10月1日 決算日
基準価額 (円)	10,000	13,594	15,835
期間分配金合計 (税込み) (円)	0	0	0
分配金再投資基準価額騰落率 (%)	—	35.9	16.5
参考指数騰落率 (%)	—	29.2	11.0
純資産総額 (百万円)	1	5,486	20,416

- (注) 分配金再投資基準価額は、税引前の分配金を分配時に再投資したものとみなして計算したもので、ファンド運用の実質的なパフォーマンスを示すものではありません。
- (注) ファンドの購入価額により課税条件も異なりますので、お客様の損益の状況を示すものではありません。
- (注) 東証株価指数 (配当込み) は、国内株式市況を概観する参考として掲載しております。
- (注) 参考指数は、設定日の値をファンドの基準価額と同一になるように指数化しています。
- (注) 上記騰落率は、小数点以下第2位を四捨五入して表示しております。
- (注) 純資産総額の単位未満は切捨てです。

■投資環境について

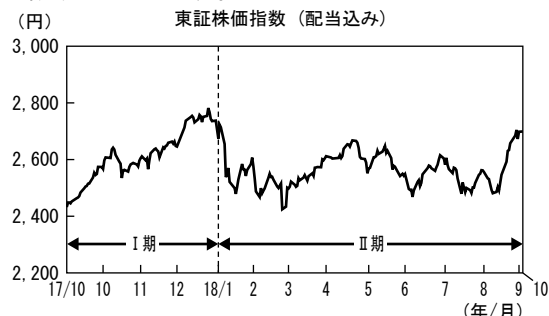
(2017年10月3日～2018年10月1日)

第2期は好景気と低金利が共存する“ゴルディロックス相場 (適温相場)”を背景に非常に強い滑り出しとなったものの、米国金利の上昇や米国の保護主義政策に翻弄され上値の重い軟調な展開となりました。東証株価指数 (配当込み) は11.0%上昇、基準価額は16.5%上昇しました。

当期の株式市場については前述の通り2期に分けて、ご説明いたします。

第I期は2017年10月～2018年1月までの期間です。好調なスタートを切った10月の株式相場は世界的な景気拡大期待や北朝鮮リスクの後退、そして第48回衆議院議員総選挙で与党が大勝したことで政治の安定感が増したことで右肩上がりの展開が続き、月末の東証株価指数 (配当込み) は5.4%上昇しました。

11月は前月の流れを引き継いで力強い動きで始まり、国内では日銀黒田総裁の金融緩和策



継続発言や来期以降の続投報道、企業の好決算等を好感しました。また米国ではやや弱いマクロ指標が続いたものの、それが利上げペースの鈍化期待に繋がり、株高の流れが続きました。

12月に入ると米大統領がエルサレムをイスラエルの首都と認定した事による地政学的リスクの高まり懸念や、アジア株安等を受けて早々に売りが優勢となりましたが、中東情勢がそれほど緊迫化せず、米税制改革法案の可決期待が日に日に高まったことで、グローバルでの株安の流れは短命に終わりました。

年末にかけてはやや利食いと見られる売りが優勢となりましたが、辛うじて前月末比プラス圏に留まり大納会を迎えました。2017年の東証株価指数（配当込み）は22.2%とアベノミクス効果で急騰した2013年以来の上昇率を記録しました。

1月は前年からの株高の流れを受けて非常に強い滑り出しとなりましたが、過剰流動性（金余り）相場の終焉懸念や円高を背景に終盤は上げ幅を縮小して“行って来い”の展開となり、第Ⅰ期の東証株価指数（配当込み）の上昇は9.9%となりました。

第Ⅱ期は2018年2月から2018年10月1日までの期間です。2月は好景気と低金利が共存する“ゴルディロックス相場（適温相場）”の終焉懸念から世界的に株安の動きとなりました。きっかけは米雇用統計で示された賃金の伸びでした。これまでは好景気ながらもインフレ率の伸びが鈍かった事で積極的な利上げが難しく、株式市場にはポジティブなゴルディロックス相場（適温相場）が続いていましたが、2月に入り米国のインフレ指標が上振れた事で遂にゴルディロックス相場（適温相場）が終焉するとの懸念が一気に高まり、世界的に株安の動きとなりました。

3月に入ると、トランプ米大統領が鉄鋼・アルミニウムに対する輸入関税引き上げを表明した事で世界的な貿易摩擦を引き起こすのではないかという懸念が広がりました。さらに月後半にはトランプ米大統領が中国に対して大規模輸入関税の導入を発表、これに対して中国が報復措置の可能性を示唆し、グローバルで株安が進みリスク回避姿勢が強まる局面が目立ちました。

4月は、中国が米国に対する報復関税の詳細を発表した事が嫌気されて軟調なスタートとなりました。更に数日後にはトランプ米大統領が中国に対する追加関税の検討を指示する等、貿易摩擦懸念が高まる場面が見られましたが、長らく続く問題にマーケットにも耐性がついた模様で直ぐに切り返す動きに転じました。そして10日には中国習主席が自動車関税の引き下げや輸入の拡大を表明と、米国側が求めている体制へのシフトを示唆した事で貿易摩擦懸念は大きく後退しました。しかし、化学兵器使用を巡る欧米とシリア・ロシア間の地政学的リスクの高まり、また国内では財務省の文書改ざん問題等の悪材料も残り、月半ばまでは上値の重い展開が続きます。それでもこれまでの株安の主要因であった貿易摩擦懸念の後退、そして海外勢による執拗な日本株売りが一服した環境下で大きく崩れることなく下げ渋ると日本株は円安を追い風にジリ高歩調に終始し、約2カ月ぶりの高値水準で月末を迎えました。

5月は原油高や底堅い景気見通しから米国10年債利回りは3%の大台を突破しましたが、インフレ指標の代表として注目度が高い米国消費者物価指数が下振れたことで早期利上げ懸念が後退、更に米朝首脳会談の実現期待で地政学的リスクも後退したことで株式市場は堅調な動きで始まりましたが、月後半に入ると一転して反落に転じました。イタリアの二大政党の連立政権樹立が暗礁に乗り上げ、再選挙の可能性が浮上しました。再選挙が実施された場合、EU離脱やばらまき政策の姿勢を強めている二大政党の議席数が伸び、EU離脱懸念が高まるとの警戒から、安全資産として米国債やドイツ債が買い進められて金利は急低下、株はグローバルで売り優勢と典型的なリスクオフ商状となりました。更に米国が中国への追加関税を発表した事で米中関係の悪化懸念も再燃するなか、米ドル/円レートは108円水準

まで売り込まれました。

6月EU離脱やばらまき政策の姿勢を強めているイタリア二大政党の議席数が伸びる懸念があった再選挙の可能性が無くなった事で、過度のイタリア政局不安が後退しました。しかしその後、G7首脳会談では「保護貿易と戦う」との首脳宣言を米大統領が承認しないと発言するなど、米国の自国主義姿勢が後退することは無く、中国に対して追加の関税賦課を発表しました。これに対して中国は報復関税の導入を発表すると、米国は更なる追加関税賦課を示唆するなど、正に貿易戦争の様相を呈し、リスク資産である株を手放す動きとなりました。特に当事者である中国株は大きな下落を余儀なくされ、上海総合指数は2年ぶりの安値水準まで売り込まれました。

7月に入ると米国による対中国への追加関税賦課の実施を受け、悪材料出尽くし感から堅調に推移する場面も見られましたが、月後半は日銀の金融政策方針の変更懸念などから円買い、株売りが優勢となりました。

8月はトルコで軟禁中の米国人牧師の解放を巡って米国間との緊張感が高まりトルコリラが急落すると、他の新興国通貨にも売りが波及、新興国不安が高まりましたが、トルコ財務相や中央銀行がリラ安回避に向けた手段を講じたこと、またグローバルへの影響は軽微との見方からリスクオフの動きは長く続きませんでした。

そして月終盤に入ると、米中次官レベルでの貿易協議が開催されたほか、今年後半には首脳会談の可能性も浮上し、米中関係の改善期待が高まりました。更に米国とメキシコ、カナダ間のNAFTA（北米自由貿易協定）を巡る交渉も進展と米国発の貿易摩擦懸念が後退しましたが、月末にかけてはトランプ大統領が中国に対する2,000億ドル分の追加関税の発動を示唆するなど悪材料も浮上しました。

9月の株式市場は軟調な動きで始まります。8月末に発表された米国による対中国への2,000億ドル分の追加関税導入を受けて貿易摩擦懸念が再燃していた環境下、トランプ大統領がカナダや欧州、更には日本に対しても関税圧力発言を繰り返し、投資家センチメントを冷やしました。極めつけは米国が中国に対して更に2,670億ドル分にも及ぶ追加関税引き上げを示唆したことで、東証株価指数（配当込み）は大きく下落しました。しかしその後、地合いは好転します。米国による執拗な関税圧力の動きは米中間選挙に向けた政治戦略であり、これ以上泥沼化することは無いとの楽観的な見方が浮上、米国が中国に対して通商交渉協議を提案したことも過度の貿易摩擦懸念を後退させました。加えてトルコ中銀による予想以上の利上げを受けてトルコ発の新興国通貨安懸念が後退したほか、米国消費者物価指数の伸び悩みを背景に米国のインフレ、利上げペース加速懸念も後退と好材料が続き、世界的に株高の動きに転じました。結果としては、第Ⅱ期の東証株価指数（配当込み）は0.9%上昇しました。

■当該投資信託のポートフォリオについて

(2017年10月3日～2018年10月1日)

<ひふみ年金>

第2期の基準価額の上昇率は前期末より16.5%上昇し、東証株価指数（配当込み）の11.0%の上昇と比べても好調な推移となりました。主要投資対象であるひふみ投信マザーファンド受益証券を組入れ、期末の実質的な組入比率97.8%としました。

<ひふみ投信マザーファンド>

今期の運用状況について解説をする前に、わたしたちの運用についての考え方を改めて記します。

ひふみ年金の「守りながらふやす」という運用方針は、常に一貫しています。基準価額の激しい上下

動でお客様がドキドキしないような運用を行ないながら、きちんとリターンを出していこうという考え方です。

相場の先行きを常に予想しながら投資をしていますが、残念ながら相場の上昇や下落がはじまることを予想するのは非常に困難です。さらに今日から下落がはじまるなど特定の日時を予想することは不可能に近いと考えています。ただ、できることは相場の変化が起きた時にそれが継続するものなのか一時的なものなのかを見定めて、素早く行動することです。その予想も外れることもしばしばですし、困難ではありますが、出来ることだと考えています。

ある程度の能力と経験のある人達が力を合わせて一生懸命努力を続ければ、失敗や成功を重ねながらも、長い期間の中で見ると概ねよい結果が出るはずだというのが、わたしたちの考えです。「守りながらふやす」運用を続けながら、お客様に「ひふみ年金を持っていて良かった」と思っていただけのような運用を今後も行なっていきたいと考えております。

「守りながらふやす」とは具体的にいうとシャープレシオが高い運用です。シャープレシオとはリターンをリスクで割ったものですが、この数値が高いほど運用能力が高いとされています。リターンが高く、リスクが低ければ、この値が高く出てきます。

そのような中で当期のⅠ期とⅡ期は以下のような運用方針で臨みました。

第Ⅰ期は、1) 大型株を中心に上昇する株式市場への対応 2) 株価が急騰した銘柄を一部売却し、出遅れた銘柄を買い増しするというファンドの運用における基本姿勢を徹底する方針で臨みました。

10月22日に投開票が行われた第48回衆議院議員総選挙で与党が大勝したことで政治の安定感が増したことが好感され、11月には日経平均株価が一時23,382円と約25年10ヶ月ぶりにバブル崩壊後の高値を更新しました。

この選挙により少なくとも日本株は短期的な暴落リスクが減ったということと、今までの小型株優位の展開から大型株への巻き返しがある可能性があるということで、大型株を組み入れて株式市場上昇の可能性および大型株巻き返しの可能性に備えました。結果的に、三菱UFJフィナンシャル・グループ(8306)、NTTドコモ(9437)、トヨタ自動車(7203)、新日鐵住金(5401)などを組み入れました。

また、10月から11月にかけて発表された日本企業の間接決算は非常に好調で、特にハイテク産業が目を引きました。IoTの進展やクラウド化に伴うサーバー需要の増大、液晶画面の普及などによって半導体需要が加速し、関連企業の業績が大きく上振れをしています。

ひふみで保有する企業の多くが、事前の見込みの業績を上回りました。業績を上方修正する銘柄については、株価も強い傾向があり、このような銘柄に関しては部分的に売却することでポートフォリオ中の割合を減らしました。また、相対的に株価が出遅れていて、景気の拡大に伴い恩恵を受ける通信工事関連、高成長消費関連企業、建設土木関連企業、人材系企業を組入れました。具体的には協和エクシオ(1951)、コスモス薬品(3349)、ショーボンドホールディングス(1414)、LITALICO(6187)などです。

1月に入ると黒田日銀総裁の金融緩和政策に対するやや消極的なコメントが、米国、欧州に続き日本においても金融緩和政策の終わりの始まりが意識され、日本株の好需給の投資環境が終了するかもしれないという懸念が広がり始めました。米国の長期金利は、強い景気回復を意識して上昇し、米国の株式市場に先行き警戒感が広がり始めています。景気が予想以上に強くなったことで、低金利かつ好景気のゴールドロック相場(適温相場)が、適温から高温になり始めたことと投資家に不安が広がりました。そ

んな中ひふみは、過熱感がある中小型株の比率を大幅に落とし、相対的に割安になっているソニー（6758）や三井物産（8031）、三菱商事（8058）などの大型株の比率を引き上げました。

結果として第Ⅰ期のひふみ年金は16.6%、東証株価指数（配当込み）は9.9%とアウトパフォームする結果となりました。

第Ⅱ期は1）地味に地道に成長する企業群への投資 2）海外株式比率を上昇させる方針で臨みました。

第Ⅱ期に入ると株式市場にとってはポジティブなゴルディロックス相場（適温相場）が終焉するとの懸念が一気に高まり、世界的に株安の動きとなったことに加え、3月にはトランプ米大統領が中国に対して大規模輸入関税の導入を発表、これに対して中国が報復措置を設けたことで、米中貿易摩擦問題が勃発しました。これらは米国の金利上昇や外国の政治的な要因による株式市場の下落という側面が強く、必要以上の下落が続いた場合には的確に投資するチャンスだと考えました。また、相場全体がリスクオフになったことで円高が進行しました。このような環境下でひふみは外部環境に左右されにくく地味に地道に成長する企業群への組入れ比率を上昇させるとともに、ビザ（V）、セールスフォース・ドットコム（CRM）などの外国株を組入れました。

今まで日本の成長企業に投資をしてきたひふみ年金ですが、昨期から海外企業への投資を始め、今期末時点では米国企業や中国企業など12社に投資しています。

今後の株式相場のポイントは1）米中貿易摩擦 2）日本の景気動向 3）消費税増税の3つです。

1つ目の米中貿易摩擦については、すでに中国においては先行き不安や景気の失速という形で表れ始めています。また、米国と中国の問題は関税問題だけでなく、技術覇権問題、通貨覇権問題にまで発展していくと長期化する可能性もあると考えています。

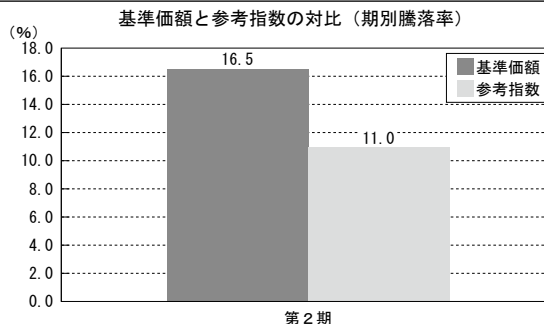
2つ目の日本の景気動向については、日本の景気は端境期に入っていると言ってもよいでしょう。半導体関連企業は高原状態で安定をしており、伸び率の低下を嫌気されて、株式市場では売られています。しかし年後半にかけて再度復活していく可能性もあります。力強く伸びが見込める業種は数少なくなっており、3つめの議論ともかぶりますが、消費税の増税が決まったら、日本の消費には大打撃を食らう可能性があります。

3つ目の消費税増税ですが、現状では2019年10月に引き上げが予定されています。現状では延長の可能性は少なく、予定通り実施されるでしょう。その場合は軽減税率の対象商品が売れる可能性が高いと考えています。

I～Ⅱ期を通じて、組み入れ企業群の中心的な役割を果たすコア銘柄として、アマゾン（AMZN）、ビザ（V）、マイクロソフト（MSFT）、東京センチュリー（8439）、アウトソーシング（2427）、光通信（9435）などを前期に引き続き保有をしています。これらの企業はそれぞれ業種は違いますが、安定的に成長を続けており、業績の変動率が比較的小さい安定成長企業であると位置づけています。組み入れ企業数は期末で238銘柄になりました。

■ベンチマークとの差異について

ひふみ年金は運用の目標となるベンチマークを設けておりません。右記のグラフはひふみ年金の基準価額と参考指数の騰落率との対比です。



(注) 参考指数は東証株価指数（配当込み）です。

(注) 基準価額の騰落率は、分配金込みです。

■収益分配金について

計算期間末における費用控除後の配当等収益（168,167,420円）、費用控除後の有価証券等損益額（1,100,091,785円）、信託約款に規定する収益調整金（5,872,673,928円）および分配準備積立金（382,551,354円）より分配対象収益は7,523,484,487円（10,000口当り5,835円）ですが、市況動向等を勘案し、また複利効果を最大限に享受していただくため当期は分配金を見合わせました。

なお、留保益につきましては、今後の運用方針に基づき運用させていただきます。

<分配原資の内訳>

（単位：円、1万口当り、税引前）

項目	第2期 (2017年10月3日～2018年10月1日)
当期分配金	—
（対基準価額比率）	—
当期の収益	—
当期の収益以外	—
翌期繰越分配対象額	5,835

(注) 当期の収益、当期の収益以外は小数点以下切捨てで算出しているため合計が当期分配金と一致しない場合があります。

(注) 当期分配金の対基準価額比率は当期分配金（税込み）の期末基準価額（分配金込み）に対する比率であり、ファンドの収益率とは異なります。

今後の運用方針

2018年に入り、米中貿易戦争という新たな冷戦がスタートしたと捉えて、新たな経済体制の構築が始まりました。米中貿易戦争が始まった前後で経済体制の枠組みが変化したことにより、恩恵を受ける国や企業、業種が変わってきたと考えられます。これはイデオロギーの戦いというよりも、米国に対する重大な挑戦者になった中国を米国が押し返していく流れになることが想定されるため、関税の枠組みだけでなく、さまざまに形を変えて紛争が続くと考えたほうがよいでしょう。短期的な流れではないので、じっくりと見極めて、その流れに逆風の業種や会社の比率は引き下げて、恩恵を受ける業種や企業の比

率を引き上げていくことが重要になります。

そのような中でのポイントは3つです。

- 1) 世界的な金利上昇局面、かつ株式市場の変動率が上昇する中で、競争力のある企業に的確に投資をしていくこと
- 2) 米中貿易戦争の拡大に伴い、内需企業で米中貿易戦争にまったく関係のない、当社の得意としている地味で地道な企業にしっかり投資をしつつ、一方で米中貿易戦争により漁夫の利をとれる企業をしっかりと発掘していくこと
- 3) 第4次産業革命といわれるIoTや自動化などの恩恵を受ける企業を見出して、しっかり投資をし続けていくこと

2018年の夏から秋にかけて、豪雨、台風、地震など心を痛める大規模な天災が相次ぎました。それによる実際の被害以上に今まで堅調だった中国をはじめアジア各国を中心とした海外からの観光需要、いわゆるインバウンド需要が大きく落ち込みました。これは時間をかけて戻ってくるものと思われそうですが、しばらくはマイナスの影響が続きます。そのような環境下で株価が下落した銘柄があれば積極的に投資をしていこうと考えています。なぜならば、しばらくはインバウンド需要は増えていく可能性が高く、災害によるイメージ悪化は多少長引いても必ず戻ると考えているからです。

また、毎年ご報告をしていることですが、ひふみ年金の大きな特徴は、過去の業績が安定成長しており、外部環境に左右されにくく、今後の堅い成長が見込まれる「地味で地道な」企業群に投資することであり、世界の相場環境が大きく変動することになっても、中長期的に堅調な基準価額の上昇を狙っていくことにあります。日本にはそのような企業が数多く存在しており、わたしたちはまだまだそのような有望企業を発掘し続けることができると考えています。

ひふみ年金の強さは過去、市場動向にかかわらず「地味で地道な」企業群への投資を行ない結果ができたからであると自負しています。来期の景気は安定的な経済成長が続くと考えておりますが、目論見が外れて景気後退期が続いたとしても、そのような企業の業績への影響は軽微であると考えています。どのような市場状況でもしっかりとよい成果を出すことを目指してまいります。

投資においてはタイミングも重要ですが、それ以上に経営者の質と株式のバリュエーション（企業業績に対する株価の割安度）の見極めが重要です。わたしたちのチームは10名のファンドマネージャーとアナリストがいます。ベテランから若者まで幅広い世代のメンバーが日本中を走り回り、今後成長が見込める会社を探していきます。調査対象はアメリカや中国や欧州企業にもおよび、アナリストは世界中で調査を進めております。そのような地道な努力は今までも行ってきましたが、これからもこのような会社への訪問を中心に、成長企業を発掘してまいります。

また2018年の10月には大手の証券会社から長年チーフストラテジストをつとめてきたメンバーが加わり、国内およびグローバルなマクロ経済の調査体制が強化されました。

マクロ経済などの外部環境がどのようになろうとも、優秀な経営者に率いられた勢いのある企業はその影響を最小限に抑え、伸びていきます。そして、成長企業に投資をすることが、良い成果を出す直接的な方法だと考えています。

今後も「守りながらふやす」ひふみ年金をよろしく願いいたします。引き続き全力で運用をいたします。

お知らせ

＜約款変更のお知らせ＞

ファンドへの投資機会を継続的に提供することが受益者の利益に資すると判断し、信託金限度額を1兆円から2兆円に引き上げるため、投資信託約款に所要の変更を行ないました。（実施日：平成29年12月23日）

スチュワードシップ活動の状況報告

わたしたちは「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》を受け入れること、ならびにわたしたちが考え、行動するための方針を2014年より公表し、2017年9月13日に改定しております（<https://www.rheos.jp/about/stewardship.jsp>）。

わたしたちは過去1年間（2017年10月～2018年9月）のべ約2,000社の経営者、マネジメントはじめ様々な方々とお会いしました。とくに海外企業への調査は大幅に増加・強化しています。

経営者の方々に弊社へお越しいただく事もありますが、出来る限り投資先企業へ直接出向き、本社、工場、研究所や店舗などで現場の方々とお話するようにしています。貴重な機会を有効活用し、五感を通して現場を感じ、企業の現状を的確に把握すると共に、投資先企業や投資候補先企業と建設的な「目的を持った対話」を実行しました。また、同期間中、約2,200議案の議決権行使を行ないました。株主総会が集中する5～6月に開催された当社投資先企業の議決権行使結果は当社ホームページ上で開示しています（<https://www.rheos.jp/basic/resolution.jsp>）。

わたしたちのミッションは「資本市場を通じて社会に貢献します」です。ミッション達成とスチュワードシップ・コード責任を果たすためにわたしたちが投資先企業に対して求めることは、実効性のあるコーポレート・ガバナンス、株主利益の確保、および社会に対する好影響です。わたしたちは、アクティブオーナーシップ的視点での経営者、マネジメントとの建設的かつ継続的な目的を持った対話が、受益者および投資家の方々の株主権利を守ると同時に社会全体への好影響を与えると確信しています。わたしたちが投資先企業との対話する内容は個々の企業によってさまざまです。たとえば配当や自社株買いなどの株主還元の拡充を求める場合もあれば、株主以外の利害関係者（顧客、従業員、取引先など）との良好な関係構築を通じた持続的成長力の向上に重点をおいて対話する場合も多くあります。また、対話の成果を得るには相応の時間を要するものと考えており、継続的な対話を通じて投資先企業の自己変革を促しつつけることがわたしたちの果たすべき役割であると考えています。

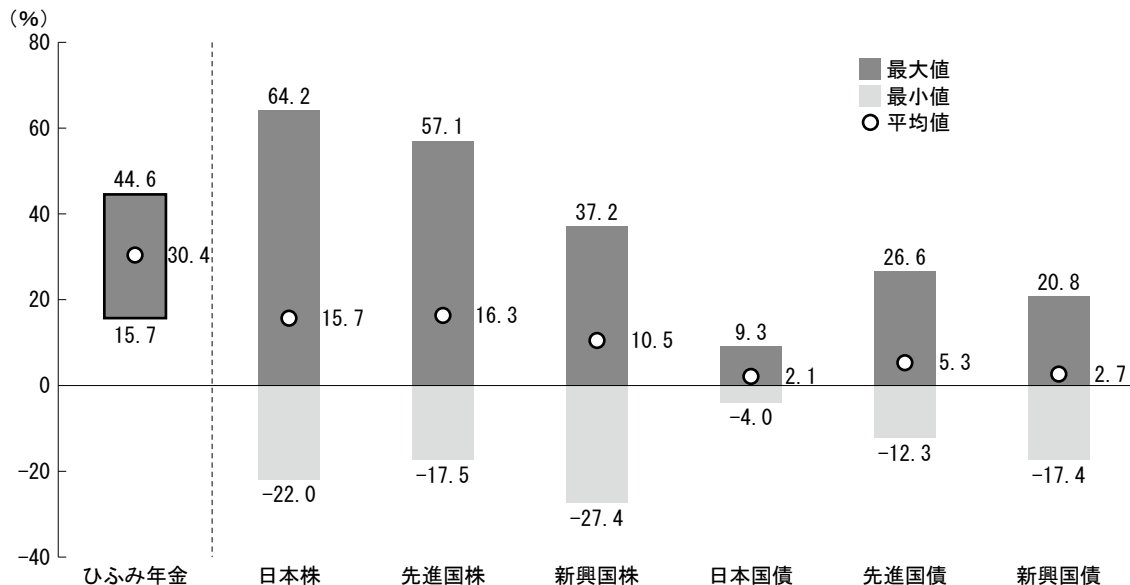
わたしたちの運用部はさまざまな知識、見識、経験を有するファンドマネージャー、アナリストらで構成され、さまざまな事象について自由、闊達に議論し、情報を交換し、各自の見識を広げ、経験を積み重ね、経営者、マネジメントの方々との対話を適切に行なう実力を備えるため日々の研鑽を常に積んでいます。過去1年間、ファンドマネージャー、アナリストは専門性の高いアナリストミーティングや、さまざまな事象を網羅したセミナー等にのべ約300回出席しました。しかし、なによりも重要なのは現場を知ることです。わたしたちは経営者の方々との対話を最も重視し、対話を通して自らの知識、見識の向上も図ります。また、顧客・受益者のみなさまの利益が害されることがないように、利益相反のおそれのある取引は当社「利益相反管理方針」に基づき管理しています。今後も適切に受託者責任を果たせるよう一同邁進して参ります。

ひふみ年金の概要

ひふみ年金の仕組みは次の通りです。

商品分類	追加型投信／内外／株式	
信託期間	原則として、無期限です。	
運用方針	円貨での信託財産の長期的な成長を図ることを目的として、国内外の株式に投資することにより、積極運用を行ないます。	
主要運用対象	ベビーフンド	ひふみ投信マザーファンド（以下「マザーファンド」といいます。）受益証券を主要投資対象とします。
	マザーファンド	国内外の金融商品取引所上場株式および店頭登録株式（上場予定および店頭登録予定を含みます。）を主要投資対象とします。
運用方法	受益者の長期的な資産形成に貢献するために、円貨での信託財産の長期的な成長を図ることを目的として、マザーファンドの受益証券を通じて国内外の株式に投資することにより積極運用を行ないます。	
分配方針	基準価額水準・市況動向等を勘案して、委託会社が決定します。ただし、委託会社の判断により分配を行なわない場合もあります。	

代表的な資産クラスとの騰落率の比較（2013年10月末～2018年9月末）



- ・上記5年間の「各月末における直近1年間の騰落率」の平均値・最大値・最小値を表示し、ひふみ年金と代表的な資産クラスを定量的に比較できるように作成したものです。各資産クラスは、ファンドの投資対象を表しているものではありません。
- ・ひふみ年金の年間騰落率は、税引前の分配金を再投資したものとみなして計算したものであり、実際の基準価額に基づいて計算した年間騰落率とは異なる場合があります。
- ・ひふみ年金は、設定日（2016年10月3日）から2018年9月で算出した年間騰落率の数値を表示しています。

*各資産クラスの指数

日本株：東証株価指数（TOPIX）（配当込み）

先進国株：MSCI-KOKUSAIインデックス（配当込み、円ベース）

新興国株：MSCIエマージング・マーケット・インデックス（配当込み、円ベース）

日本国債：NOMURA-BPI国債

先進国債：FTSE世界国債インデックス（除く日本、ヘッジなし円ベース）

新興国債：JPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ディバーシファイド（円ベース）

※各指数についての説明は後掲の「代表的な資産クラスとの騰落率の比較に用いた指数について」をご参照ください。

（注）海外の指数は、為替ヘッジなしによる投資を想定して、円換算しております。

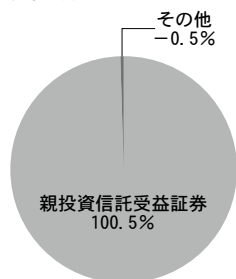
ファンドデータ

■ひふみ年金の組入資産の内容

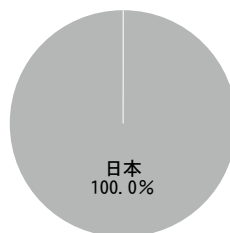
○組入ファンド（1銘柄）

銘 柄 名	第2期末	
	2018年10月1日	
ひふみ投信マザーファンド		100.5%
その他の		-0.5%

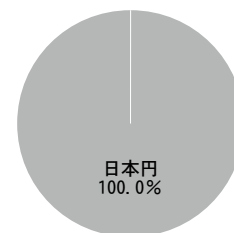
○資産別配分



○国別配分



○通貨別配分



(注) 比率はひふみ年金の純資産総額に対する割合です。資産の状況等によっては合計が100%とならない場合があります。

(注) 国別配分につきましては投資しているファンドの発行国を表示しております。

■純資産等

項 目	第2期末	
	2018年10月1日	
純資産総額	20,416,992,267円	
受益権総口数	12,893,507,780口	
1万口当り基準価額	15,835円	

※当作成期間中における追加設定元本額は、11,304,601,867円、同解約元本額は、2,447,281,314円です。

■組入ファンドの概要

ひふみ投信マザーファンド

○基準価額の推移 (2017年10月3日～2018年10月1日)



○組入上位銘柄 (組み入れ銘柄数: 238銘柄)

順位	銘柄	種類	国	業種/種別	比率
1	協和エクシオ	株式	日本	建設業	2.0%
2	東京センチュリー	株式	日本	その他金融業	2.0%
3	コスモス薬品	株式	日本	小売業	1.9%
4	光通信	株式	日本	情報・通信業	1.9%
5	ショーボンドホールディングス	株式	日本	建設業	1.7%
6	AMAZON.COM INC	株式	米国	小売	1.7%
7	ネットワンシステムズ	株式	日本	情報・通信業	1.7%
8	リクルートホールディングス	株式	日本	サービス業	1.7%
9	ダイフク	株式	日本	機械	1.5%
10	MICROSOFT CORP	株式	米国	ソフトウェア・サービス	1.5%

(注) 比率は、純資産総額に対する評価額の割合です。

(注) 全銘柄に関する詳細な情報等については、運用報告書(全体版)でご覧いただけます。

○1万口当りの費用明細

(2017年10月3日～2018年10月1日)

項目	当期		項目の概要
	金額	比率	
(a) 売買委託手数料 (株式)	76円 (76)	0.187% (0.187)	(a) 売買委託手数料＝各期中の売買委託手数料÷各期中の平均受益権口数 売買委託手数料は、有価証券等の売買の際、売買仲介人に支払う手数料
(b) 有価証券取引税 (株式)	0 (0)	0.000 (0.000)	(b) 有価証券取引税＝各期中の有価証券取引税÷各期中の平均受益権口数 有価証券取引税は、有価証券の取引の都度発生する取引に関する税金
(c) その他費用 (保管費用)	0 (0)	0.001 (0.001)	(b) その他費用＝各期中のその他費用÷各期中の平均受益権口数 保管費用は、海外における保管銀行等に支払う有価証券等の保管および 資金の送金・資産の移転等に要する費用
(その他)	(0)	(0.000)	信託事務の処理に要するその他の諸費用
合計	76	0.188	

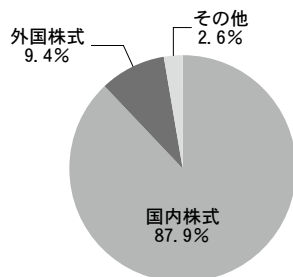
期中の平均基準価額は、40,367円です。

(注) 1万口当りの費用明細は、組入れファンドの直近の決算期のものです。

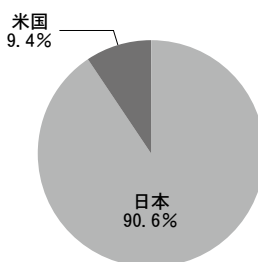
(注) 各項目ごとに円未満は四捨五入してあります。

(注) 各比率は1万口当りのそれぞれの費用金額(円未満の端数を含む)を期中の平均基準価額で除して100を乗じたもので、項目ごとに小数点第3位未満は四捨五入してあります。

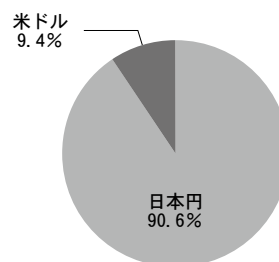
○資産別配分



○国別配分



○通貨別配分



(注) 比率は、純資産総額に対する評価額の割合です。資産の状況等によっては合計が100%とならない場合があります。

(注) その他にはコール・ローン等を含む場合があります。

(注) 国別配分は、発行国(地域)もしくは投資国(地域)を表示しております。

指数に関して

■「代表的な資産クラスとの騰落率の比較」に用いた指数について

○東証株価指数（TOPIX）（配当込み）

東京証券取引所第一部に上場している国内普通株式全銘柄を対象として算出した指数で、配当を考慮したものです。なお、TOPIXに関する著作権、知的財産権その他一切の権利は東京証券取引所に帰属します。

○MSCI-KOKUSA I インデックス（配当込み、円ベース）

MSCI Inc. が開発した、日本を除く世界の先進国の株式を対象として算出した指数で、配当を考慮したものです。なお、MSCI Indexに関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、MSCI Inc. に帰属します。

○MSCI エマージング・マーケット・インデックス（配当込み、円ベース）

MSCI Inc. が開発した、世界の新興国の株式を対象として算出した指数で、配当を考慮したものです。なお、MSCI Indexに関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、MSCI Inc. に帰属します。

○NOMURA-BPI 国債

野村證券株式会社が発表している国内で発行された公募利付国債の市場全体の動向を表す投資収益指数で、ポートフォリオの投資収益率・利回り・クーポン・デュレーション等の指標が日々公表されています。

なお、NOMURA-BPIに関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、野村證券株式会社に帰属します。

○FTSE世界国債インデックス（除く日本、ヘッジなし円ベース）

FTSE Fixed Income LLCが開発した、日本を除く世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した指数です。なお、FTSE世界国債インデックスに関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、FTSE Fixed Income LLCに帰属します。

○JPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス-エマージング・マーケット・グローバル・ディバーシファイド（円ベース）

J.P. Morgan Securities LLCが算出、公表している、新興国が発行する現地通貨建て国債を対象にした指数です。なお、JPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス-エマージング・マーケット・グローバル・ディバーシファイドに関する著作権、知的財産権その他一切の権利は、J.P. Morgan Securities LLCに帰属します。

各資産クラスの指数の騰落率は、データソースが提供する各指数をもとに、株式会社野村総合研究所が計算しております。株式会社野村総合研究所及び各指数のデータソースは、その内容について、信憑性、正確性、完全性、最新性、網羅性、適時性を含む一切の保証を行いません。また、株式会社野村総合研究所及び各指数のデータソースは、当該騰落率に関連して資産運用または投資判断をした結果生じた損害等、当該騰落率の利用に起因する損害及び一切の問題について、何らの責任も負いません。