

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	ベビーファンド	ひふみ投信マザーファンド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。
組入制限	ベビーファンド	①株式への実質投資割合には制限を設けません。 ②外貨建資産への実質投資割合には制限を設けません。
	マザーファンド	①株式への投資割合には制限を設けません。 ②外貨建資産への投資割合には制限を設けません。
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わない場合もあります。	

# ひふみ年金

## 運用報告書（全体版）

第3期（決算日：2019年9月30日）

作成対象期間（2018年10月2日～2019年9月30日）

### ひふみ年金をお持ちのお客様へ

おかげさまで9月30日をもって、第3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、お客様の長期的な資産形成に貢献するために、運用部のメンバーが国内外の企業に足を運び、調査を続けています。そして、素晴らしい技術やサービス、経営者と出会い、将来の市場価値に対して割安と考える銘柄や長期的な経済循環や経済構造の変化に左右されにくく、今後の堅い成長が見込まれる地味で地道な企業を選別して投資してまいりました。

今期のマーケットも決して簡単ではなく、困難を極めました。今も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や貿易摩擦など、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、一步一步、着実にあゆみを進めてまいりました。

どのような時も信じて託していただいたお客様に支えられ、3年目を迎えることができたことを改めて社員一同御礼申し上げます。

きっとこれからも簡単な市場環境ではないのですが、「ひふみ」というロケットに乗って、世界にあふれるビックリ！を楽しみながら、最終的にはお客様の夢まで到達していただけるようにサポートしてい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。



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یس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

## ○設定以来の運用実績

決算期	基準価額			東証株価指数 (配当込み)		株式組入率	純資産総額
	(分配落)	税込み 分配金	期 中 騰落率	(参考指数)	期 中 騰落率		
(設定日) 2016年10月3日	円 10,000	円 —	% —	1,883.03	% —	% —	百万円 1
1期(2017年10月2日)	13,594	0	35.9	2,432.53	29.2	91.9	5,486
2期(2018年10月1日)	15,835	0	16.5	2,699.15	11.0	97.8	20,416
3期(2019年9月30日)	13,633	0	△13.9	2,418.29	△10.4	98.1	24,465

(注) 基準価額および分配金は1万円当りです。

(注) 設定日の基準価額および純資産総額は設定当初金額です。

(注) 基準価額の騰落率は分配金込みです。

(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、設定日の値は設定日前日(2016年9月30日)の終値です。

(注) ひふみ年金は親投資信託を組み入れますので、株式組入比率は実質比率を記載しております。

(注) 各比率は、小数点第2位を四捨五入して表記しています。

(注) 純資産総額の単位未満は切捨てです。

## ○当期中の基準価額と市況等の推移

年月日	基準価額		東証株価指数 (配当込み)		株式組入比率
		騰落率	(参考指数)	騰落率	
(期首) 2018年10月1日	円 15,835	% —	2,699.15	% —	% 97.8
10月末	13,853	△12.5	2,444.11	△9.4	96.0
11月末	14,117	△10.8	2,475.92	△8.3	95.9
12月末	12,243	△22.7	2,223.11	△17.6	97.2
2019年1月末	13,047	△17.6	2,332.52	△13.6	97.3
2月末	13,672	△13.7	2,393.08	△11.3	97.2
3月末	13,736	△13.3	2,395.21	△11.3	96.0
4月末	14,139	△10.7	2,434.82	△9.8	97.9
5月末	13,303	△16.0	2,275.96	△15.7	94.6
6月末	13,584	△14.2	2,338.89	△13.3	94.2
7月末	13,888	△12.3	2,360.18	△12.6	95.3
8月末	13,135	△17.1	2,280.58	△15.5	97.6
(期末) 2019年9月30日	13,633	△13.9	2,418.29	△10.4	98.1

(注) 基準価額は1万円当りです。

(注) 騰落率は期首比です。

(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。

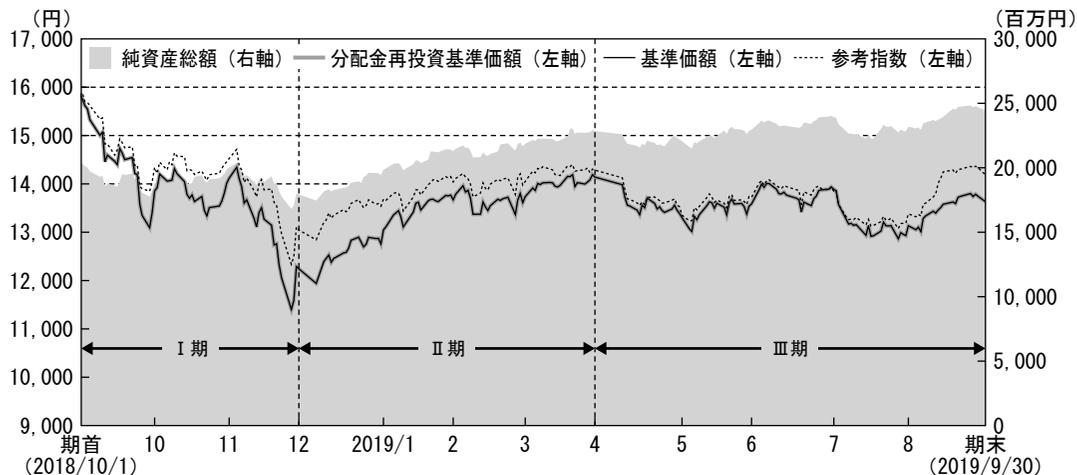
(注) ひふみ年金は親投資信託を組み入れますので、株式組入比率は実質比率を記載しております。

(注) 各比率は、小数点第2位を四捨五入して表記しています。

## 運用経過

## ■当期中の基準価額等の推移

(2018年10月2日から2019年9月30日まで)



期首：15,835円

期末：13,633円（既払分配金（税込み）：0円）

騰落率：△13.9%（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す。

(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) 参考指数である東証株価指数（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、当期の株式市場を当社の判断により便宜的に3期に分けてご説明いたします。

当期のひふみ年金は13.9%下落しました。

## 第Ⅰ期（2018年10月～2018年12月）

第Ⅰ期は米国の強気な金融政策を背景に世界同時株安の様相を呈する軟調な滑り出しとなりました。12月には米中関係の悪化懸念に加えて、米国の短期金利が長期金利より高くなる逆イールド状態が発生しました。逆イールドは景気後退前に発生しやすいという経験則があるため、株式市場は一段と下落しました。ひふみ年金は、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、前期から株価が上昇していた銘柄を一部売却し、外部環境に左右されにくく、地味で地道に成長すると当社が判断（以下同じ）した銘柄群への投資を行ないました。この期の東証株価指数（配当込み）は17.6%下落し、ひふみ年金の基準価額は22.7%下落しました。

## 第Ⅱ期（2019年1月～2019年4月）

第Ⅱ期は米国の利上げ懸念が後退したことに加え、米中貿易摩擦交渉の進展期待などを背景に底堅い動きが続きしました。加えて、中国の政府主導の財政政策の効果もあり中国の製造業PMI（購買担当者景気指数）が

上振れしたことも株式市場に安心感を与え、株式市場は大幅反発しました。このような環境下でひふみ年金は、引き続き地味で地道な銘柄群への投資を続けました。加えて、好調な決算を受けて株価が上昇した銘柄群は売却し、ポートフォリオのリバランスを行ないました。その結果、東証株価指数（配当込み）は9.5%上昇したのに対してひふみ年金の基準価額は15.5%の上昇となり、東証株価指数を上回る結果になりました。

### 第Ⅲ期（2019年5月～2019年9月）

第Ⅲ期は米中貿易摩擦交渉の行方に株式市場が一喜一憂する状況が続きました。このような環境下でもひふみ年金は引き続き地味で地道な銘柄群への投資を続けました。また、長期的に成長が見込まれるASEAN企業への投資もスタートしました。その結果、東証株価指数（配当込み）は0.7%下落したのに対してひふみ年金の基準価額は3.6%の下落となり、東証株価指数を下回る結果になりました。

## ■投資環境について

（2018年10月2日～2019年9月30日）

第3期の投資環境は米中貿易摩擦交渉と米国金融政策の行方に翻弄されて方向感に欠ける展開となり、東証株価指数（配当込み）は10.4%下落、基準価額は13.9%下落しました。

当期の株式市場については前述のとおり3期に分けて、ご説明いたします。

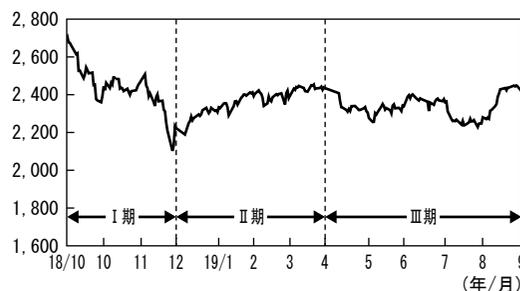
第Ⅰ期は2018年10月～2018年12月までの期間です。

10月は堅調なマクロ指標に加え、FRB（米連邦準備理事会）議長が「適切な金利水準は程遠い」と発言したことで米10年国債利回りが2011年以来の水準まで急騰しました。金利上昇をネガティブと捉えた株式市場には断続的に売りが観測され、史上最高値水準で推移していた米国株には手仕舞い売りが相次いで急落すると、他市場にも売りの勢いが広がり、世界同時株安の様相を呈しました。11月に入ると、FRB高官が2019年春にも利上げを終了させる可能性を示唆したことで、世界的株安の最大要因であった米国の金利急騰懸念が後退し、株式市場は一旦反発の動きを見せます。しかし12月に入ると再び弱い動きとなりました。

米中関係の悪化懸念や景気のピーク感の台頭から米国中長期金利が大きく低下した一方、足元の景気は根強いことで短期金利が比較的下げ渋った結果、5年物の米国債利回りよりも2年物の米国債利回りが高くなる、逆イールド現象が発生しました。逆イールドは景気後退前に発生しやすいという経験則もあり、世界的に株売りの動きが進みました。加えて中国通信機器大手ファーウェイの副会長逮捕によって米中関係の悪化懸念が一段と高まるなど悪材料が続きました。欧米、中国のマクロ指標が軒並み予測を下回って景気のピークアウトが意識されたほか、中国習主席が米国の貿易摩擦姿勢をけん制したことで米中関係の改善期待も剥落するなど、悪材料は枚挙に暇が無く、株式市場は右肩下がり、金利は急低下、商品市況も急落とまさにリスクオフの様相を呈しました。その結果、第Ⅰ期の東証株価指数（配当込み）は17.6%の下落となりました。

第Ⅱ期は2019年1月から2019年4月までの期間です。1月には、これまで利上げに積極的な姿勢を示してきたFRB議長が経済状況次第で金融政策を柔軟に見直す趣旨の発言をしたことで米国の利上げ懸念が後退し、株式市場は反発の動きに転じると、2月に入っても米中貿易協議の進展期待などを背景に底堅い動きが続きました。3月の株式市場は、米中貿易協議が早期に合意に至るのではとの観測報道もあって幸先の良いスタートを切りましたが、米中貿易協議の具体的な報道が出たことが材料出尽くし売りを誘ったのか、その後は上値の重い展開となりました。4月は中国の製造業PMIの上振れをきっかけとして大幅高でスタートしました。これまでは中国のマクロ指標は弱い数字が続いており、景気後退懸念が高まっていたましたが、政府主導の積極的

東証株価指数（配当込み）



な財政政策により、改善の兆しが見られるのではとのマーケットの期待に応える結果となり、安心感を与えました。その結果、第Ⅱ期の東証株価指数（配当込み）は9.5%の上昇となりました。

第Ⅲ期は2019年5月から2019年9月までの期間です。5月にはトランプ米大統領が2,000億ドル相当の中国からの輸入品への追加関税引き上げを示唆しました。この報道を受けて株式市場は中国株を筆頭に全面安となり、連休明けの日本の株式市場は売り一色となりました。米中協議は予定どおり実施されましたが、米国政府が中国への追加関税を発動し、中国が米国からの輸入品に対する関税引き上げを発表したことで米中合意への期待は薄まり株安が進みました。さらに米国政府は中国通信機器最大手のファーウェイへの米国製ハイテク部品などの事実上の禁輸措置を発表、中国側は協議継続に否定的な姿勢を示すなど貿易摩擦が激化するなか、マーケットはリスクオフ基調を強めました。それでも6月に入るとFRB議長が利下げの可能性に言及したことで投資家心理が改善されました。月半ば以降は中東海域でのタンカー爆破をきっかけに米国とイランの緊張が高まったほか、香港ではデモが激化するなど、地政学リスクが台頭しましたが、米中懸念の後退が下支えとなりました。また、G20大阪サミットでトランプ米大統領と習近平国家主席の会談が実現しました。注目された米中首脳会談の結果は「貿易戦争で休戦を宣言、交渉再開で合意」とおおむね予想どおりでしたが、トランプ米大統領が中国通信機器大手ファーウェイへの制裁緩和を示唆したことが市場に安心感を与えました。7月に入ると、FOMC（米連邦公開市場委員会）にて10年ぶりの利下げが決定されました。利下げ自体は予想どおりで、マーケットの反応は限定的でしたが、FOMC翌日にトランプ大統領が第4弾となる中国からの輸入品に対する関税賦課を発表したことを受け、マーケットは再び弱含む場面が見られました。8月には米中貿易摩擦懸念が一段と高まったことで世界的に株の手仕舞い売りが進みましたが、FRBメンバーが「更なる追加緩和が正当化される」などと発言したこともあって、次回のFOMCで追加利下げが行なわれるとの期待が株式市場のサポート材料となりました。9月に入っても米中問題は楽観視出来ない状態が続きましたが、香港ではデモの発端となっていた逃亡犯条例を政府が撤回、英国では合意なきEU離脱を阻止する法案が可決するなど好材料が相次ぎ、5日の日経平均株価は2.1%高と約2ヶ月ぶりの上昇率を記録しました。その後、株式市場で起きた大きな変化は金利の反発とバリュウ（割安）株の大幅高でした。これまで、米国を中心とした各国中央銀行の積極的な金融緩和効果もあって世界的に金利低下基調が続き、株式市場では低金利が有利となりやすいグロース（成長）株が強くなる一方、低金利デメリットとなりやすいバリュウ株の弱さが続き、日本株で見ても東証一部のバリュウ指数とグロース指数の乖離幅は過去最大まで拡大していました。しかし欧州の財政政策期待（通常、財政政策は景気・物価の上昇期待と政府支出拡大懸念から金利上昇要因となる）や、前述の好材料を受けて世界的に金利が反発し、バリュウ株が買い戻されました。その結果、第Ⅲ期の東証株価指数（配当込み）は0.7%の下落となりました。

## ■当該投資信託のポートフォリオについて

（2018年10月2日～2019年9月30日）

### <ひふみ年金>

第3期の基準価額は前期末より13.9%下落し、東証株価指数（配当込み）の10.4%の下落と比べても軟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み入れ、期末の実質的な株式組入比率は98.1%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、努力すればできると考えてい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っていきたくて考えています。

「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は以下のような運用方針で臨みました。

第Ⅰ期は米中関係の悪化懸念やグローバルな景気後退懸念を受けて世界的な株安となった環境下で、1) 外部環境に左右されにくく地味で地道に成長を続ける銘柄群、2) 株価が急落した新興成長銘柄群への投資を行ないました。

株式市場が大きく下落した背景には、長期金利の上昇や米中関係の悪化などの影響もありましたが、ここ数年の株式のパフォーマンスが好調であり、市場全体で利益を確定したかったというような心理要因が一番大きかったと考えています。その結果、過去株価が上昇した企業ほど売り込まれるということになりました。ひふみは成長企業の組み入れ比率が高く、結果として東証株価指数（配当込み）と比べても下落することとなりました。しかしながら、過去の経験からも、株式市場が大きく下落したときには、諦めずに成長が見込める企業に投資することが長期的な成功につながると考えています。また、ひふみは厳しい時期でも継続して成長企業への投資を行ってきました。成長企業は日本だけにはとどまりません。海外にも地味で地道に成長を続ける企業はたくさんあります。株式市場の大きな下落をチャンスと捕らえ、積極的に投資を行ないました。結果的に、シスメックス（6869）、SONY（6758）、アマノ（6436）、PKSHA Technology（3993）、INTUIT（INTU）などに投資しました。

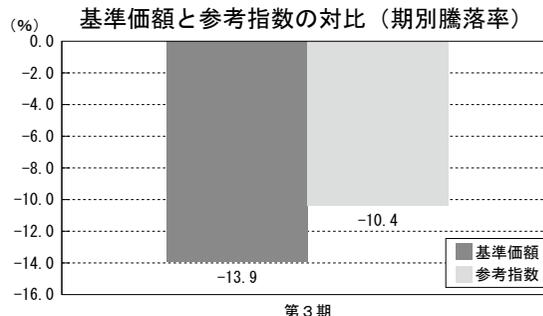
第Ⅱ期は一転して米中関係の悪化懸念が後退し、グローバルな景気後退懸念も最悪期を脱した気配を見せたことから、株式市場は大きく反発しました。第Ⅰ期の方針が功を奏し、東証株価指数（配当込み）を上回ることができました。第Ⅱ期は第Ⅰ期の投資方針に加えて、1) 好決算を受けて株価が大きく上昇した銘柄の一部売却、2) 半導体関連銘柄など業績回復期待が見込まれる企業の割合を上昇させる方針で臨みました。結果として、東京エレクトロン（8035）、HOYA（7741）、Ollie's Bargain Outlet Holdings（OLLI）などに投資しました。

第Ⅲ期は米中貿易摩擦交渉の行方に株式市場が一喜一憂する状況が続きました。世界的な金融緩和姿勢を評価する動きが下値を支える一方で、ここ数年の好景気が終焉するのではという不安が重石となりました。また、国内では10月に控えた消費増税が国内景気に与える悪影響懸念がさらなる重石となりました。このような環境下で第Ⅲ期は第Ⅰ期と同じく1) 外部環境に左右されにくく地味で地道に成長を続ける銘柄群、2) 株価が急落した新興成長銘柄群への投資を行ないました。また、6月には運用チーム全員でASEANの企業調査を行ない、長期での成長が期待できる銘柄に投資しました。今後もひふみの中に世界の成長力を組み入れていこうと考えています。結果としてSHIFT（3697）、エレコム（6750）、カチタス（8919）、トリドールホールディングス（3397）、Jollibee Foods Corporation（JFC）などに投資しました。

I～Ⅱ期を通じて、組み入れ銘柄群の中心的な役割を果たすコア銘柄として、Amazon（AMZN）、Visa（V）、Microsoft（MSFT）、東京センチュリー（8439）、ネットワンシステムズ（7518）、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245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（152,368,780円）、費用控除後の有価証券等損益額（0円）、信託約款に規定する収益調整金（5,093,279,383円）および分配準備積立金（1,274,632,945円）より分配対象収益は6,520,281,108円（10,000口当り3,633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、当期は分配を見合わせました。

なお、留保益につきましては、引き続き、運用の基本方針に基づき元本部分と同一の運用を行いません。

## <分配原資の内訳>

(単位：円・%、1万口当り・税引前)

項目	第3期 (2018年10月2日～2019年9月30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	3,633

(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

昨年の運用報告書で指摘していたとおり、米中貿易戦争は拡大をする一方でなかなか収束の目処がついていません。米国は大統領選挙が近づいてきており、トランプ大統領は実績を作りたいところであるにもかかわらず、合意を求めたい事情があります。一方で、中国の言いなりになった形での妥結は避けたいところです。中国は習近平体制が盤石であり、少なくとも来年選挙を迎えるとトランプ大統領よりは有利な立ち位置ですが、一方で香港情勢の悪化が来年の台湾選挙に影響を与えるのを懸念しており、中国も米国との合意から香港情勢への影響を最小化し、台湾に親中政権ができることを望んでいます。よって2019年内になんらかのミニ合意が成立する可能性もあり、そうなると世界の株式市場にはよい材料になります。

しかしながら、米中貿易戦争は中国の経済覇権に対する米国の対抗心の発現であるのが本質であり、その点では短期的に解消する問題ではなく、今後も長く続く可能性があります。この米中の拮抗関係が長期間に続くことを前提に今後の政治状況や経済状況を判断していく可能性があると考えています。

そのような国際政治環境の中での今期の投資環境上のポイントは、以下の3つとわたしたちは考えています。

- 1) 世界的な経済のスローダウンを背景に欧米諸国が積極的な金利の引き下げを行なっています。特に米国は来年度に選挙が近づいているために、トランプ大統領の金利引下げに対する強い意思の中では少なくとも金利を引き上げることは難しい状況です。その意味では金利に下方圧力があり、その点においては株式市場に対するプラスの要因であります。よって、金利低下を前提とした銘柄選択を想定して追うべきであると考えています。
- 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きます。一方で半導体関連株は半導体市況の底入れの兆しがあるので、機動的に投資をすることで今後の電機産業のグローバルなリカバリーにも備えます。
- 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こうと考えています。

日韓関係の悪化によりおもに韓国からのインバウンド需要が激減しています。一方でラグビーのワールドカップなどのイベント効果や過去の日本政府のインバウンドのキャンペーンの影響から韓国のインバウンド需要の減少を相殺して、インバウンド需要はプラスに推移しています。来年のオリンピックをきっかけとして日本の観光資源の豊かさを世界的に再認識すればインバウンド需要はさらに拡大する可能性は高いと考えています。インバウンド需要の盛り上がりとその関連銘柄は今後も期待できる可能性が高いでしょう。

今年には台風19号により関東地方、東北地方などを中心に大きな被害がでました。被災された皆様にはお見舞い申し上げます。気候変動の影響からか大型な台風が日本を襲うことが常態化しており、それにより気候変動に対応した街づくり（インフラ関係の整備）、それからSDGsなどやESGなどの地球環境やよりよい社会を作るための経営主体の意識改革が必要になっていきます。

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」銘柄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これまで、市場動向にかかわらず「地味で地道な」銘柄群への投資を行ない結果がで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なってきましたが、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。

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お願いいたします。引き続き全力で運用をいたします。

○ 1万口当りの費用明細

項 目	当期 (2018年10月2日～2019年9月30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)	111円 ( 52) ( 52) ( 7)	0.819% (0.382) (0.382) (0.054)	(a) 信託報酬＝期中の平均基準価額×信託報酬率 ※期中の平均基準価額は13,519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)	12 ( 12)	0.092 (0.092)	(b) 売買委託手数料＝期中の売買委託手数料÷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＝期中の有価証券取引税÷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)	0.006 (0.002) (0.004) (0.000)	(d) その他費用＝期中のその他費用÷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	124	0.917	

(注) 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。

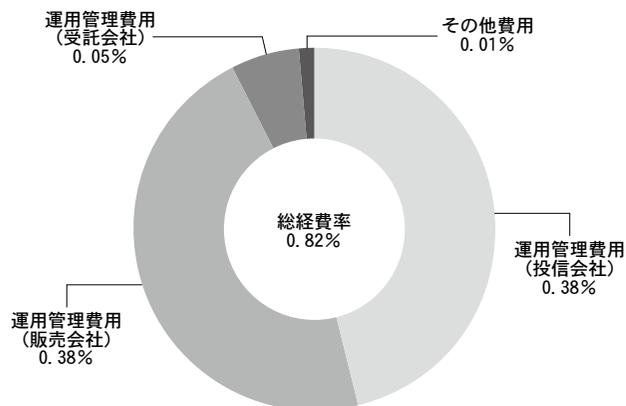
(注) 売買委託手数料、有価証券取引税およびその他費用は、ひふみ年金が組み入れているひふみ投信マザーファンドが支払った金額のうち、ひふみ年金に対応するものを含みます。

(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。

(参考情報)

■ 総経費率

当期中の運用・管理にかかった費用の総額（原則として、募集手数料、売買委託手数料、及び有価証券取引税を除く。）を期中の平均受益権口数に期中の平均基準価額（1口当り）を乗じた数で除した総経費率（年率）は0.82%です。



(注) 費用は、1万口当りの費用明細において用いた簡便法により算出したものです。

(注) 各費用は、原則として、募集手数料、売買委託手数料及び有価証券取引税を含みません。

(注) 各比率は、年率換算した値です。

(注) 上記の前条件で算出したものです。このため、これらの値はあくまでも参考であり、実際に発生した費用の比率とは異なります。

## ○親投資信託受益証券の設定、解約状況

(2018年10月2日から2019年9月30日まで)

ファンド名称	設 定		解 約	
	口 数	金 額	口 数	金 額
ひふみ投信マザーファンド	千口 2,247,659	千円 8,045,000	千口 365,782	千円 1,328,000

(注) 単位未満は切捨てです。

## ○株式売買金額の平均組入株式時価総額に対する割合

(2018年10月2日から2019年9月30日まで)

項 目	当 期
	ひふみ投信マザーファンド
(a) 期中の株式売買金額	494,496,439千円
(b) 期中の平均組入株式時価総額	709,522,332千円
(c) 売買高比率 (a) / (b)	0.69

(注) (b)は各月末現在の組入株式時価総額の平均です。

(注) 単位未満は切捨てです。

## ○利害関係人との取引状況

期中における、ひふみ年金に係る利害関係人との取引はありません。

(注) 利害関係人とは、投資信託及び投資法人に関する法律第11条第1項に規定される利害関係人です。

## ○第二種金融商品取引業を兼業している委託会社の自己取引状況

該当事項はありません。

○組入資産明細表  
親投資信託残高

(2019年9月30日現在)

項 目	前 期 末	当 期 末	
	口 数	口 数	評価額
ひふみ投信マザーファンド	千口 4,900,773	千口 6,782,651	千円 24,568,797

(注) 口数・評価額の単位未満は切捨てです。

## ○投資信託財産の構成

(2019年9月30日現在)

項 目	当 期 末	
	評 価 額	比 率
ひふみ投信マザーファンド	24,568,797	99.7
コール・ローン等、その他	65,366	0.3
投資信託財産総額	24,634,163	100.0

(注) 評価額の単位未満は切捨てです。

(注) 「コール・ローン等、その他」については投資信託財産総額から他の資産を差し引いた額を記載しています。

(注) ひふみ投信マザーファンドにおいて、期末における外貨建純資産(102,441,199千円)の投資信託財産総額(737,174,663千円)に対する比率は13.9%です。

(注) 外貨建資産は、期末の時価をわが国の対顧客電信売買相場の仲値により邦貨換算したものです。なお、期末における邦貨換算レートは1米ドル=107.92円、1香港ドル=13.76円、1フィリピンペソ=2.08円です。

## ○資産、負債、元本及び基準価額の状況

(2019年9月30日)現在

項 目	当期末
(A) 資 産	24,634,163,132円
コール・ローン等	65,365,187
ひふみ投信マザーファンド(評価額)	24,568,797,945
(B) 負 債	168,505,601
未 払 解 約 金	73,789,444
未 払 信 託 報 酬	93,852,077
未 払 利 息	80
そ の 他 未 払 費 用	864,000
(C) 純 資 産 総 額(A-B)	24,465,657,531
元 本	17,945,376,423
次 期 繰 越 損 益 金	6,520,281,108
(D) 受 益 権 総 口 数	17,945,376,423口
1万口当り基準価額(C/D)	13,633円

(注) 期首元本額 12,893,507,780円

期中追加設定元本額 9,072,419,074円

期中一部解約元本額 4,020,550,431円

(注) 1口当り純資産額は1.3633円です。

## ○損益の状況

自2018年10月2日 至2019年9月30日

項 目	当 期
(A) 配 当 等 収 益	△ 28,231円
受 取 利 息	366
支 払 利 息	△ 28,597
(B) 有 価 証 券 売 買 損 益	△1,988,795,987
売 買 益	635,643,023
売 買 損	△2,624,439,010
(C) 信 託 報 酬 等	△ 174,969,107
(D) 当 期 損 益 金(A+B+C)	△2,163,793,325
(E) 前 期 繰 越 損 益 金	1,274,632,945
(F) 追 加 信 託 差 損 益 金	7,409,441,488
(配 当 等 相 当 額)	( 2,877,863,653)
(売 買 損 益 相 当 額)	( 4,531,577,835)
(G) 計 (D+E+F)	6,520,281,108
(H) 収 益 分 配 金	0
次 期 繰 越 損 益 金(G+H)	6,520,281,108
追 加 信 託 差 損 益 金	7,409,441,488
(配 当 等 相 当 額)	( 2,891,649,094)
(売 買 損 益 相 当 額)	( 4,517,792,394)
分 配 準 備 積 立 金	1,427,001,725
繰 越 損 益 金	△2,316,162,105

(注) (B)有価証券売買損益は期末の評価換えによるものを含みます。

(注) (C)信託報酬等には信託報酬に対する消費税等相当額を含めて表示しています。

(注) (F)追加信託差損益金とあるのは、信託の追加設定の際、追加設定をした価額から元本を差し引いた差額分をいいます。

(注) 計算期間末における費用控除後の配当等収益(152,368,780円)、費用控除後の有価証券等損益額(0円)、信託約款に規定する収益調整金(5,093,279,383円)および分配準備積立金(1,274,632,945円)より分配対象収益は6,520,281,108円(10,000口当り3,633円)ですが、当期に分配した金額はありません。

## ステeward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《日本版ステeward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/corporate/stewardship.html>)。

わたしたちは過去1年間（2018年10月～2019年9月）のべ約2,300回にわたり調査・投資対象となる企業の経営者、マネジメントはじめ様々な方々とお会いしました。昨年来、調査・運用のメンバーを大幅に増強しており、海外経済・企業の調査力を大幅に高めることが出来ました。

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2,800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/policy/resolution/>)。

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テeward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、そして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。

わたしたちの運用本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、ストラテジスト等で構成され、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、わたしたちのメンバー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1,500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ないよう、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。

# ひふみ投信マザーファンド

## 運用報告書

第8期（決算日：2019年9月30日）

（作成対象期間：2018年10月2日～2019年9月30日）

受益者のみなさまへ

平素は格別のご愛顧を賜り厚く御礼申し上げます。  
 当作成対象期間の運用状況等についてご報告申し上げます。  
 今後とも一層のご愛顧を賜りますようお願い申し上げます。

ひふみ投信マザーファンドの仕組みは次の通りです。

主要運用対象	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。
運用方針	信託財産の成長をめざして運用を行いません。 国内外の長期的な経済循環を勘案して、適切な国内外の株式市場を選びその中で長期的な企業の将来価値に対して、その時点での市場価値が割安であると考えられる銘柄を選別し、長期的に分散投資します。
組入制限	①株式への投資割合には制限を設けません。 ②外貨建資産への投資割合には制限を設けません。

## ○最近5期の運用実績

決算期	基準価額		東証株価指数（配当込み）		資産の内訳		純資産 総額
	円	%	（参考指数）	%	株式組入 率	現金比率	
4期（2015年9月30日）	23,616	18.1	1,964.62	8.4	92.8	7.2	百万円 78,215
5期（2016年9月30日）	25,598	8.4	1,883.03	△4.2	97.3	2.7	126,876
6期（2017年10月2日）	35,569	39.0	2,432.53	29.2	92.0	8.0	388,895
7期（2018年10月1日）	41,857	17.7	2,699.15	11.0	97.3	2.7	842,519
8期（2019年9月30日）	36,223	△13.5	2,418.29	△10.4	97.7	2.3	737,174

（注）基準価額は1万円当りです。

（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）現金比率とは、純資産総額より株式時価総額を差し引いたコール・その他資産の合計を純資産総額で除したものです。

（注）各比率は、小数点第2位を四捨五入して表記しています。

## ○当期中の基準価額と市況等の推移

年月日	基準価額		東証株価指数 (配当込み) (参考指数)		資産の内訳	
	円	騰落率 %	(参考指数)	騰落率 %	株式組入比率 %	現金比率 %
(期首) 2018年10月1日	41,857	—	2,699.15	—	97.3	2.7
10月末	36,626	△12.5	2,444.11	△9.4	95.9	4.1
11月末	37,340	△10.8	2,475.92	△8.3	95.9	4.1
12月末	32,347	△22.7	2,223.11	△17.6	96.8	3.2
2019年1月末	34,491	△17.6	2,332.52	△13.6	97.1	2.9
2月末	36,163	△13.6	2,393.08	△11.3	96.9	3.1
3月末	36,354	△13.1	2,395.21	△11.3	95.7	4.3
4月末	37,441	△10.6	2,434.82	△9.8	98.0	2.0
5月末	35,259	△15.8	2,275.96	△15.7	94.7	5.3
6月末	36,021	△13.9	2,338.89	△13.3	94.0	6.0
7月末	36,838	△12.0	2,360.18	△12.6	95.0	5.0
8月末	34,875	△16.7	2,280.58	△15.5	97.4	2.6
(期末) 2019年9月30日	36,223	△13.5	2,418.29	△10.4	97.7	2.3

(注) 基準価額は1万口当りです。

(注) 騰落率は期首比です。

(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。

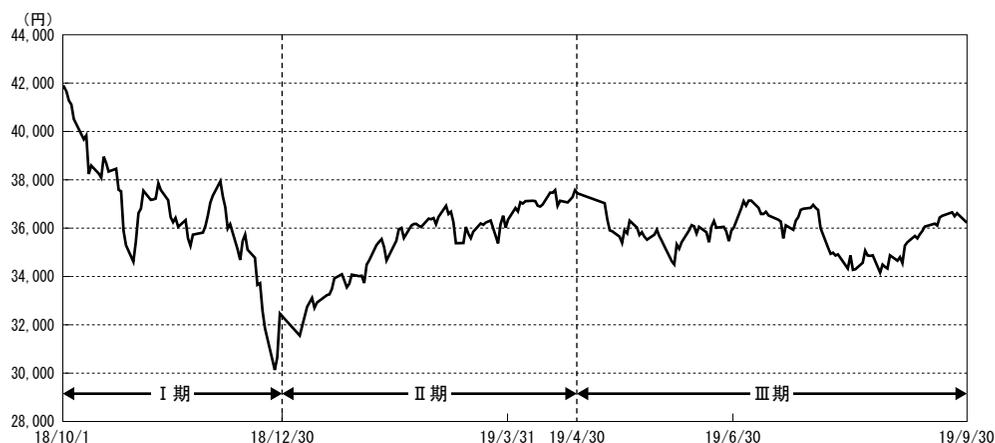
(注) 現金比率とは、純資産総額より株式時価総額を差し引いたコール・その他資産の合計を純資産総額で除したものです。

(注) 各比率は、小数点第2位を四捨五入して表記しています。

## ○運用経過

## ＜当期中の基準価額等の推移＞

## ○基準価額の推移 (2018年10月2日～2019年9月30日)



## ＜基準価額の主な変動要因＞

変動要因について、当期の株式市場を当社の判断により便宜的に3期に分けてご説明いたします。

当期のひふみ投信マザーファンドは13.5%下落しました。

### 第Ⅰ期（2018年10月～2018年12月）

第Ⅰ期は米国の強気な金融政策を背景に世界同時株安の様相を呈する軟調な滑り出しとなりました。12月には米中関係の悪化懸念に加えて、米国の短期金利が長期金利より高くなる逆イールド状態が発生しました。逆イールドは景気後退前に発生しやすいという経験則があるため、株式市場は一段と下落しました。ひふみ投信マザーファンドは、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、前期から株価が上昇していた銘柄を一部売却し、外部環境に左右されにくく、地味で地道に成長すると当社が判断（以下同じ）した銘柄群への投資を行いました。この期の東証株価指数（配当込み）は17.6%下落し、ひふみ投信マザーファンドの基準価額は22.7%下落しました。

### 第Ⅱ期（2019年1月～2019年4月）

第Ⅱ期は米国の利上げ懸念が後退したことに加え、米中貿易摩擦交渉の進展期待などを背景に底堅い動きが続きました。加えて、中国の政府主導の財政政策の効果もあり中国の製造業PMI（購買担当者景気指数）が上振れたことも株式市場に安心感を与え、株式市場は大幅反発しました。このような環境下でひふみ投信マザーファンドは、引続き地味で地道な銘柄群への投資を続けました。加えて、好調な決算を受けて株価が上昇した銘柄群は売却し、ポートフォリオのリバランスを行いました。その結果、東証株価指数（配当込み）は9.5%上昇したのに対してひふみ投信マザーファンドの基準価額は15.7%の上昇となり、東証株価指数を上回る結果になりました。

### 第Ⅲ期（2019年5月～2019年9月）

第Ⅲ期は米中貿易摩擦交渉の行方に株式市場が一喜一憂する状況が続きました。このような環境下でもひふみ投信マザーファンドは引続き地味で地道な銘柄群への投資を続けました。また、長期的に成長が見込まれるASEAN企業への投資もスタートしました。その結果、東証株価指数（配当込み）は0.7%下落したのに対してひふみ投信マザーファンドの基準価額は3.3%の下落となり、東証株価指数を下回る結果になりました。

## ＜投資環境について＞

第8期の投資環境は米中貿易摩擦交渉と米国金融政策の行方に翻弄されて方向感に欠ける展開となり、東証株価指数（配当込み）は10.4%下落、基準価額は13.5%下落しました。

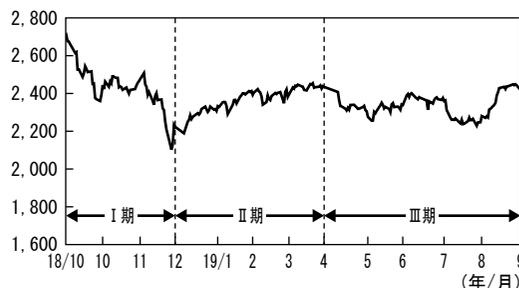
当期の株式市場については前述のとおり3期に分けて、ご説明いたします。

第Ⅰ期は2018年10月～2018年12月までの期間です。

10月は堅調なマクロ指標に加え、FRB（米連邦準備理事会）議長が「適切な金利水準は程遠い」と発言したことで米10年国債利回りが2011年以来の水準まで急騰しました。金利上昇をネガティブと捉えた株式市場には断続的に売りが観測され、史上最高水準で推移していた米国株には手仕舞い売りが相次いで急落すると、他市場にも売りの勢いが広がり、世界同時株安の様相を呈しました。11月に入ると、FRB高官が2019年春にも利上げを終了させる可能性を示唆したことで、世界的株安の最大要因であった米国の金利急騰懸念が後退し、株式市場は一旦反発の動きを見せます。しかし12月に入ると再び弱い動きとなりました。

米中関係の悪化懸念や景気のピーク感の台頭から米国中長期金利が大きく低下した一方、足元の景気は根強いことで短期金利が比較的下げ渋った結果、5年物の米国債利回りよりも2年物の米国債利回りが高くなる、逆イールド現象が発生しました。逆イールドは景気後退前に発生しやすいという経験則もあり、世界的に株売りの動きが進みました。加えて中国通信機器大手ファーウェイの副会長逮捕によって米中関

東証株価指数（配当込み）



係の悪化懸念が一段と高まるなど悪材料が続きました。欧米、中国のマクロ指標が軒並み予測を下回って景気のピークアウトが意識されたほか、中国習主席が米国の貿易摩擦姿勢をけん制したことで米中関係の改善期待も剥落するなど、悪材料は枚挙に暇が無く、株式市場は右肩下がり、金利は急低下、商品市況も急落とまさにリスクオフの様相を呈しました。その結果、第Ⅰ期の東証株価指数（配当込み）は17.6%の下落となりました。

第Ⅱ期は2019年1月から2019年4月までの期間です。1月には、これまで利上げに積極的な姿勢を示してきたFRB議長が経済状況次第で金融政策を柔軟に見直す趣旨の発言をしたことで米国の利上げ懸念が後退し、株式市場は反発の動きに転じると、2月に入っても米中貿易協議の進展期待などを背景に底堅い動きが続きました。3月の株式市場は、米中貿易協議が早期に合意に至るのではとの観測報道もあって幸先の良いスタートを切りましたが、米中貿易協議の具体的な報道が出たことが材料出尽くし売りを誘ったのか、その後は上値の重い展開となりました。4月は中国の製造業PMIの上振れをきっかけとして大幅高でスタートしました。これまでは中国のマクロ指標は弱い数字が続いており、景気後退懸念が高まっていたましたが、政府主導の積極的な財政政策により、改善の兆しが見られるのではとのマーケットの期待に応える結果となり、安心感を与えました。その結果、第Ⅱ期の東証株価指数（配当込み）は9.5%の上昇となりました。

第Ⅲ期は2019年5月から2019年9月までの期間です。5月にはトランプ米大統領が2,000億ドル相当の中国からの輸入品への追加関税引き上げを示唆しました。この報道を受けて株式市場は中国株を筆頭に全面安となり、連休明けの日本の株式市場は売り一色となりました。米中協議は予定どおり実施されましたが、米国政府が中国への追加関税を発動し、中国が米国からの輸入品に対する関税引き上げを発表したことで米中合意への期待は薄まり株安が進みました。さらに米国政府は中国通信機器最大手のファーウェイへの米国製ハイテク部品などの事実上の禁輸措置を発表、中国側は協議継続に否定的な姿勢を示すなど貿易摩擦が激化するなか、マーケットはリスクオフ基調を強めました。それでも6月に入るとFRB議長が利下げの可能性に言及したことで投資家心理が改善されました。月半ば以降は中東海域でのタンカー爆破をきっかけに米国とイランの緊張が高まったほか、香港ではデモが激化するなど、地政学リスクが台頭しましたが、米中懸念の後退が下支えとなりました。また、G20大阪サミットでトランプ米大統領と習近平国家主席の会談が実現しました。注目された米中首脳会談の結果は「貿易戦争で休戦を宣言、交渉再開で合意」とおおむね予想どおりでしたが、トランプ米大統領が中国通信機器大手ファーウェイへの制裁緩和を示唆したことが市場に安心感を与えました。7月に入ると、FOMC（米連邦公開市場委員会）にて10年ぶりの利下げが決定されました。利下げ自体は予想どおりで、マーケットの反応は限定的でしたが、FOMC翌日にトランプ大統領が第4弾となる中国からの輸入品に対する関税賦課を発表したことを受け、マーケットは再び弱含む場面が見られました。8月には米中貿易摩擦懸念が一段と高まったことで世界的に株の手仕舞い売りが進みましたが、FRBメンバーが「更なる追加緩和が正当化される」などと発言したこともあって、次回のFOMCで追加利下げが行なわれるとの期待が株式市場のサポート材料となりました。9月に入っても米中問題は楽観視出来ない状態が続きましたが、香港ではデモの発端となっていた逃亡犯条例を政府が撤回、英国では合意なきEU離脱を阻止する法案が可決するなど好材料が相次ぎ、5日の日経平均株価は2.1%高と約2ヶ月ぶりの上昇率を記録しました。その後、株式市場で起きた大きな変化は金利の反発とバリュウ（割安）株の大幅高でした。これまで、米国を中心とした各国中央銀行の積極的な金融緩和効果もあって世界的に金利低下基調が続き、株式市場では低金利が有利となりやすいグロース（成長）株が強くなる一方、低金利デメリットとなりやすいバリュウ株の弱さが続き、日本株で見ても東証一部のバリュウ指数とグロース指数の乖離幅は過去最大まで拡大していました。しかし欧州の財政政策期待（通常、財政政策は景気・物価の上昇期待と政府支出拡大懸念から金利上昇要因となる）や、前述の好材料を受けて世界的に金利が反発し、バリュウ株が買い戻されました。その結果、第Ⅲ期の東証株価指数（配当込み）は0.7%の下落となりました。

## <当該投資信託のポートフォリオについて>

当期は以下のような運用方針で臨みました。

第Ⅰ期は米中関係の悪化懸念やグローバルな景気後退懸念を受けて世界的な株安となった環境下で、1) 外部環境に左右されにくく地味で地道に成長を続ける銘柄群、2) 株価が急落した新興成長銘柄群への投資を行ないました。

株式市場が大きく下落した背景には、長期金利の上昇や米中関係の悪化などの影響もありましたが、ここ数年の株式のパフォーマンスが好調であり、市場全体で利益を確定したかったというような心理要因が一番大きかったと考えています。その結果、過去株価が上昇した企業ほど売り込まれるということになりました。ひふみは成長企業の組み入れ比率が高く、結果として東証株価指数（配当込み）と比べても下落することとなりました。しかしながら、過去の経験からも、株式市場が大きく下落したときには、諦めずに成長が見込める企業に投資することが長期的な成功につながると考えています。また、ひふみは厳しい時期でも継続して成長企業への投資を行ってきました。成長企業は日本だけにはとどまりません。海外にも地味で地道に成長を続ける企業はたくさんあります。株式市場の大きな下落をチャンスと捕らえ、積極的に投資を行ないました。結果的に、シスメックス（6869）、SONY（6758）、アマノ（6436）、PKSHA Technology（3993）、INTUIT（INTU）などに投資しました。

第Ⅱ期は一転して米中関係の悪化懸念が後退し、グローバルな景気後退懸念も最悪期を脱した気配を見せたことから、株式市場は大きく反発しました。第Ⅰ期の方針が功を奏し、東証株価指数（配当込み）を上回ることができました。第Ⅱ期は第Ⅰ期の投資方針に加えて、1) 好決算を受けて株価が大きく上昇した銘柄の一部売却、2) 半導体関連銘柄など業績回復期待が見込まれる企業の割合を上昇させる方針で臨みました。結果として、東京エレクトロン（8035）、HOYA（7741）、Ollie's Bargain Outlet Holdings（OLLI）などに投資しました。

第Ⅲ期は米中貿易摩擦交渉の行方に株式市場が一喜一憂する状況が続きました。世界的な金融緩和姿勢を評価する動きが下値を支える一方で、ここ数年の好景気が終焉するのではという不安が重石となりました。また、国内では10月に控えた消費増税が国内景気に与える悪影響懸念がさらなる重石となりました。このような環境下で第Ⅲ期は第Ⅰ期と同じく1) 外部環境に左右されにくく地味で地道に成長を続ける銘柄群、2) 株価が急落した新興成長銘柄群への投資を行ないました。また、6月には運用チーム全員でASEANの企業調査を行ない、長期での成長が期待できる銘柄に投資しました。今後もひふみの中に世界の成長力を組み入れていこうと考えています。結果としてSHIFT（3697）、エレコム（6750）、カチタス（8919）、トリドールホールディングス（3397）、Jollibee Foods Corporation（JFC）などに投資しました。

I～Ⅱ期を通じて、組み入れ銘柄群の中心的な役割を果たすコア銘柄として、Amazon（AMZN）、Visa（V）、Microsoft（MSFT）、東京センチュリー（8439）、ネットワンシステムズ（7518）、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245銘柄になりました。

## <今後の運用方針>

昨年の運用報告書で指摘していたとおり、米中貿易戦争は拡大をする一方でなかなか収束の目処がついていません。米国は大統領選挙が近づいてきており、トランプ大統領は実績を作りたいところでなんらかの合意を求めたい事情があります。一方で、中国の言いなりになった形での妥結は避けたいところです。中国は習近平体制が盤石であり、少なくとも来年選挙を迎えるとトランプ大統領よりは有利な立ち位置ですが、一方で香港情勢の悪化が来年の台湾選挙に影響を与えるのを懸念しており、中国も米国との合意から香港情勢への影響を最小化し、台湾に親中政権ができることを望んでいます。よって2019年内になんらかのミニ合意が成立する可能性もあり、そうになると世界の株式市場にはよい材料になります。

しかしながら、米中貿易戦争は中国の経済覇権に対する米国の対抗心の発現であるのが本質であり、その点では短期的に解消する問題ではなく、今後も長く続く可能性があります。この米中の拮抗関係が長期間に続くことを前提に今後の政治状況や経済状況を判断していく可能性があると考えています。

そのような国際政治環境の中での今期の投資環境上のポイントは、以下の3つとわたしたちは考えています。

- 1) 世界的な経済のスローダウンを背景に欧米諸国が積極的な金利の引き下げを行なっています。特に米国は来年度に選挙が近づいているために、トランプ大統領の金利引下げに対する強い意思の中では少なくとも金利を引き上げることは難しい状況です。その意味では金利に下方圧力があり、その点においては株式市場に対するプラスの要因であります。よって、金利低下を前提とした銘柄選択を想定して追うべきであると考えています。
- 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きます。一方で半導体関連株は半導体市況の底入れの兆しがあるので、機動的に投資をすることで今後の電機産業のグローバルなリカバリーにも備えます。
- 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こうと考えています。

日韓関係の悪化によりおもに韓国からのインバウンド需要が激減しています。一方でラグビーのワールドカップなどのイベント効果や過去の日本政府のインバウンドのキャンペーンの影響から韓国のインバウンド需要の減少を相殺して、インバウンド需要はプラスに推移しています。来年のオリンピックをきっかけとして日本の観光資源の豊かさを世界的に再認識すればインバウンド需要はさらに拡大する可能性は高いと考えています。インバウンド需要の盛り上がりとその関連銘柄は今後も期待できる可能性が高いでしょう。

今年は台風19号により関東地方、東北地方などを中心に大きな被害がでました。被災された皆様にはお見舞い申し上げます。気候変動の影響からか大型な台風が日本を襲うことが常態化しており、それにより気候変動に対応した街づくり（インフラ関係の整備）、それからSDGsなどやESGなどの地球環境やよりよい社会を作るための経営主体の意識改革が必要になっていきます。

また、毎年ご報告をしていることですが、ひふみ投信マザーファンドの大きな特徴は、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」銘柄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。

ひふみ投信マザーファンドの強さはこれまで、市場動向にかかわらず「地味で地道な」銘柄群への投資を行ない結果がで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なってきましたが、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。

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。

## ○ 1 万口当りの費用明細

項 目	当期 (2018年10月2日~2019年9月30日)		項 目 の 概 要
	金 額	比 率	
(a) 売 買 委 託 手 数 料 (株 式)	34円 (34)	0.094% (0.094)	(a) 売買委託手数料＝期中の売買委託手数料÷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＝期中の有価証券取引税÷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)	1 (1)	0.002 (0.002)	(b) その他費用＝期中のその他費用÷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	35	0.096	

期中の平均基準価額は、35,795円です。

(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。

## ○ 売 買 及 び 取 引 の 状 況

(2018年10月2日から2019年9月30日まで)

	買 付		売 付	
	株 数	金 額	株 数	金 額
国内		千株		千株
上場	53,240 (△ 14,007)	千円 176,039,505 ( )	125,580	千円 183,569,686
外国		百株		百株
米国	52,100	千米ドル 647,193	35,560	千米ドル 472,613
香港	1,280,000	千香港ドル 469,322	—	千香港ドル —
フィリピン	268,341	千フィリピンペソ 2,011,427	—	千フィリピンペソ —

(注) 金額は受渡代金です。

(注) 単位未満は切捨てです。

(注) ( ) 内は株式分割、予約権行使、合併等による増減分で、上段の数字には含まれておりません。

## ○株式売買金額の平均組入株式時価総額に対する割合

(2018年10月2日から2019年9月30日まで)

項 目	当 期
(a) 期 中 の 株 式 売 買 金 額	494,496,439千円
(b) 期 中 の 平 均 組 入 株 式 時 価 総 額	709,522,332千円
(c) 売 買 高 比 率 (a) / (b)	0.69

(注) (b)は各月末現在の組入株式時価総額の平均です。

(注) (b)は各月末の国内の対顧客電信売買相場の仲値で換算した邦貨金額の合計です。

(注) 単位未満は切捨てです。

## ○主要な売買銘柄（上位10銘柄）

(2018年10月2日から2019年9月30日まで)

買 付				売 付			
銘 柄	株 数	金 額	平均単価	銘 柄	株 数	金 額	平均単価
	千株	千円	円		千株	千円	円
INTUIT INC	550	14,064,901	25,572	リクルートホールディングス	3,525.5	11,869,944	3,366
シスメックス	1,668	12,830,761	7,692	FACEBOOK INC-A	600	11,082,124	18,470
OLLIE'S BARGAIN OUTLET HOLDINGS	1,400	12,688,908	9,063	AMAZON.COM INC	56	11,054,679	197,404
SUMCO	7,700	11,921,321	1,548	任天堂	270	10,401,987	38,525
東京エレクトロン	610	10,758,206	17,636	ガンホー・オンライン・エンターテイメント	23,197.64	9,459,535	407
ソニー	1,685	10,279,020	6,100	MICROSOFT CORP	720	9,064,940	12,590
FACEBOOK INC-A	510	10,034,678	19,675	SBIホールディングス	3,000	8,374,915	2,791
ALPHABET INC-CL C	70	8,724,911	124,641	GMOペイメントゲートウェイ	1,031.1	7,776,814	7,542
富士通	1,038.1	7,890,356	7,600	共立メンテナンス	1,340.4	6,965,881	5,196
Gunosy	2,790.9	6,721,676	2,408	アンリツ	3,432.5	6,952,606	2,025

(注) 金額は受渡代金です。

(注) 単位未満は切捨てです。

## ○利害関係人との取引状況

期中における、ひふみ投信マザーファンドに係る利害関係人との取引はありません。

(注) 利害関係人とは、投資信託及び投資法人に関する法律第11条第1項に規定される利害関係人です。

## ○第二種金融商品取引業を兼業している委託会社の自己取引状況

該当事項はありません。

## ○組入資産明細表(2019年9月30日現在)

(1) 国内株式  
上場株式

銘柄	期首(前期末)		当期末	
	株数	株数	株数	評価額
		千株	千株	千円
<b>水産・農林業(0.1%)</b>				
極洋	538.7	177.8	493,928	
<b>建設業(8.9%)</b>				
ショーボンドホールディングス	1,590.6	3,148.4	11,932,436	
ミライト・ホールディングス	3,172.4	5,682	9,255,978	
スペースバリューホールディングス	2,271.9	—	—	
大成建設	—	300	1,255,500	
熊谷組	561.2	555.1	1,706,932	
ピーエス三菱	346.1	341.7	246,707	
五洋建設	3,675	4,295	2,568,410	
協和エクシオ	5,043.4	6,362.6	16,670,012	
九電工	2,279.1	2,713.3	9,767,880	
OSJBホールディングス	6,078.9	6,169.4	1,517,672	
<b>食料品(2.3%)</b>				
岩塚製菓	33.6	32.6	127,466	
宝ホールディングス	5,624.2	5,544.2	5,926,749	
プレミアムウォーターホールディングス	50.5	1,719.3	2,883,266	
エスピー食品	85.6	178	715,560	
やまみ	250.2	249.7	503,894	
ヨシムラ・フード・ホールディングス	1,156.6	1,161.8	1,068,856	
ケンコーマヨネーズ	1,083.1	1,113.1	2,695,928	
<b>繊維製品(1.4%)</b>				
グンゼ	1,197.4	1,560.9	7,039,659	
ワコールホールディングス	254	245.4	681,475	
T S Iホールディングス	1,987	1,977	1,184,223	
<b>パルプ・紙(0.8%)</b>				
レンゴー	6,133.8	4,705.1	3,660,567	
朝日印刷	1,151.2	1,204.8	1,222,872	
<b>化学(5.3%)</b>				
クレハ	1,009.1	995.3	6,399,779	
エア・ウォーター	1,240	1,240	2,395,680	
大陽日酸	2,310.1	2,896.9	6,323,932	
東京応化工業	1,113.4	1,203.4	4,825,634	
KHネオケム	540	—	—	
住友ベークライト	664	529.1	2,232,802	
ミライアル	285.4	255.4	346,322	
カーリットホールディングス	153.5	148.5	84,496	
トリケミカル研究所	780.9	830.9	5,508,867	
T & K T O K A	155.6	152.6	142,223	
上村工業	161.8	161.8	925,496	
メック	1,155.5	1,155.5	1,794,491	
有沢製作所	1,117.8	—	—	
レック	1,338.6	1,318.6	1,289,590	
信越ポリマー	1,014.9	1,014.9	761,175	
<b>医薬品(0.7%)</b>				
富士製薬工業	441.2	459.8	605,556	
大塚ホールディングス	—	983.1	3,971,724	
<b>石油・石炭製品(0.0%)</b>				
J X T Gホールディングス	7,500	570	280,668	

銘柄	期首(前期末)		当期末	
	株数	株数	株数	評価額
		千株	千株	千円
<b>ガラス・土石製品(0.2%)</b>				
日東紡績	—	315.1	1,047,707	
<b>非鉄金属(0.4%)</b>				
三井金属鉱業	620	—	—	
東邦亜鉛	246.4	140.3	280,459	
住友金属鉱山	1,950	—	—	
古河電気工業	870	—	—	
フジクラ	7,218.5	4,818.5	1,994,859	
<b>金属製品(1.1%)</b>				
SUMCO	—	3,700	5,365,000	
RS Technologies	88.2	—	—	
日東精工	955	952.9	541,247	
三益半導体工業	502.9	436	756,024	
<b>機械(5.6%)</b>				
三浦工業	925.3	1,543.3	4,645,333	
高松機械工業	199.8	—	—	
自律制御システム研究所	—	358	1,165,290	
ヤマシンフィルタ	3,099	3,099	2,584,566	
三井海洋開発	50	—	—	
ユニオンツール	80.7	61.7	194,046	
サトーホールディングス	614.8	589.8	1,721,036	
小松製作所	1,000	—	—	
井関農機	425.7	422.7	620,100	
T O W A	1,729	739	631,106	
ダイフク	2,220	1,810	10,081,700	
アマノ	3,651.4	3,854.6	12,681,634	
不二越	148	—	—	
T H K	800	—	—	
<b>電気機器(15.5%)</b>				
イビデン	1,840	1,812.9	3,943,057	
ブラザー工業	363.2	—	—	
安川電機	400	—	—	
日本電産	650	630	9,147,600	
日東工業	852.4	1,029.6	2,106,561	
I D E C	463.8	281.8	552,609	
エスケーエレクトロニクス	268.4	105.4	199,416	
富士通	—	1,038.1	8,984,755	
電気興業	161.4	105.1	320,555	
ルネサスエレクトロニクス	7,758	—	—	
アルバック	91.8	241.8	1,049,412	
ジャパンディスプレイ	17,225.5	—	—	
エレコム	—	387.7	1,643,848	
パナソニック	6,000	1,800	1,576,080	
アンリツ	6,271.4	3,538.9	7,498,929	
ソニー	—	1,185	7,521,195	
T D K	761.7	841.7	8,139,239	
ヨコエ	707.8	696.7	2,056,658	
ヒロセ電機	—	117.9	1,560,996	
スミダコーポレーション	3,213.6	3,213.6	3,213,600	

銘柄	期首(前期末)		当期末	
	株数	千株	株数	評価額
		千株		千円
アイコム	—	45.8	—	101,630
堀場製作所	47.5	—	—	—
シスメックス	—	1,628	11,773	696
日本マイクロニクス	1,460.5	1,460.5	1,261	872
OBARA GROUP	231.8	221.8	809	570
ツインバード工業	287.7	287.7	130	040
山一電機	1,888.2	1,506.6	1,838	052
芝浦電子	486.3	476.3	1,281	723
ローム	380	380	3,135	000
村田製作所	250	543	2,815	455
ニチコン	372.5	48.7	47	920
日本ケミコン	423.1	138.7	220	255
東京エレクトロン	—	610	12,544	650
<b>輸送用機器(1.%)</b>				
極東開発工業	34.6	—	—	—
KYB	168.7	—	—	—
ヤマハ発動機	1,700	—	—	—
<b>精密機器(2.9%)</b>				
テルモ	—	480	1,670	400
東京精密	240.9	360.6	1,144	905
マニー	524.8	1,544.4	4,387	640
トプコン	2,222.2	2,472.2	3,542	662
HOYA	—	713.2	6,289	710
シード	997.2	1,035.2	929	609
<b>その他製品(1.2%)</b>				
スノーピーク	439.1	517.6	670	809
前田工織	325.3	370.3	565	077
フジシールインターナショナル	1,091.2	1,106.2	3,018	819
NISSHA	1,405.1	—	—	—
ビジョン	280	650	2,895	750
任天堂	270	—	—	—
<b>電気・ガス業(0.1%)</b>				
北海道瓦斯	329.4	343.4	517	847
<b>陸運業(1.7%)</b>				
SBSホールディングス	—	211.7	331	522
鴻池運輸	150	145.5	232	072
丸和運輸機関	1,205.1	2,112.6	5,663	880
C&Fロジホールディングス	300.2	300.2	370	747
SGホールディングス	2,186.1	1,382.5	3,656	712
<b>倉庫・運輸関連業(0.2%)</b>				
トランコム	235	234	1,462	500
<b>情報・通信業(16.8%)</b>				
カイカ	53,474.2	53,474.2	1,283	380
デジタルアーツ	615.5	529.1	3,777	774
アイスタディ	417.8	428.5	285	381
コーエーテクモホールディングス	714.96	764.9	1,795	220
ヒト・コミュニケーションズ	1,507.9	—	—	—
デジタルハーツホールディングス	1,703.6	1,700.6	1,573	055
いげん	7,058.6	6,742.2	3,856	538

銘柄	期首(前期末)		当期末	
	株数	千株	株数	評価額
		千株		千円
ブイキューブ	1,710	1,710	704	520
フィックスターズ	2,023	2,054.8	2,956	857
SHIFT	—	563	3,006	420
テクマトリックス	1,059.8	977.5	2,272	687
カンホー・オンライン・エンターテイメント	51,652	2,315.4	5,672	730
GMOペイメントゲートウェイ	1,307	778.8	5,630	724
GMOクラウド	590.6	494.2	1,319	019
フィスコ	977.2	977.2	168	078
クラウドワークス	30	—	—	—
マークライNZ	808.3	832.9	1,504	217
メディカル・データ・ビジョン	1,593	1,575.8	1,739	683
ネオジャパン	270.6	337.1	345	864
ラクス	466.3	1,032.6	1,731	670
オーブントピア	—	429.3	933	727
ユーザベース	—	769.3	1,615	530
セグエグループ	519.2	516	718	788
マクロミル	4,046.4	4,051	3,589	186
シェアリングテクノロジー	398.1	—	—	—
UUUM	450	261	1,375	470
PKSHA Technology	—	190.5	891	540
マネーフワード	—	1,173.2	4,200	056
インフォコム	390.3	1,407.3	3,549	210
HEROZ	—	215.7	2,827	827
IPS	—	149	181	482
ヒト・コミュニケーションズ・ホールディング	—	1,506.3	2,530	584
Welby	—	14.2	183	890
電通国際情報サービス	513.1	523.1	1,765	462
デジタルガレージ	452.9	526.1	1,807	153
ネットワンシステムズ	5,246.2	5,176.2	15,078	270
光通信	716.8	586.7	13,717	046
アイネット	1,296.7	1,302.1	1,733	095
スクウェア・エニックス・ホールディングス	—	280	1,470	000
シーイーシー	746.8	736.8	1,486	862
富士ソフト	—	714.4	3,261	236
コナミホールディングス	—	250	1,305	000
<b>卸売業(5.6%)</b>				
あいホールディングス	3,927.1	4,055.1	7,481	659
クロスプラス	306.1	245.4	150	430
シップヘルスケアホールディングス	850.4	890.4	4,091	388
デリカフーズホールディングス	318.6	673.8	481	093
小野建	344.7	340.7	447	679
松田産業	281.9	280.1	399	142
メディバルホールディングス	—	200	481	200
ドウシシャ	1,932	1,940.1	3,305	930
IDOM	630.4	—	—	—
日本エム・ディ・エム	929	870	1,470	300
伊藤忠商事	1,500	—	—	—
兼松	5,308.7	5,464	6,633	296
三井物産	1,000	—	—	—

銘柄	期首(前期末)		当期末	
	株数	千株	株数	評価額 千円
三菱商事	400	—	—	—
PALTAC	274.7	364.7	1,925,616	
SOU	361.8	726.4	1,281,369	
トラスコ中山	2,013.4	2,008.4	5,065,184	
ミスミグループ本社	798.4	628.4	1,598,021	
<b>小売業(8.3%)</b>				
アスクル	780	—	—	
エディオン	946.5	—	—	
セリア	1,289.6	1,374.7	3,605,838	
ジンスホールディングス	675.6	655.6	4,202,396	
MonotaRO	1,200	1,000	2,826,000	
鳥貴族	860	856.7	2,077,497	
BEENOS	746	758.1	945,350	
コスモス薬品	641.9	402.3	8,508,645	
薬王堂	1,213	—	—	
トリドールホールディングス	—	490	1,191,680	
ベガコーポレーション	773.1	765.6	397,346	
アレンザホールディングス	510.3	534.5	407,289	
クスリのアオキホールディングス	581.2	576.2	4,240,832	
ほぼ日	135.8	139.9	762,455	
良品計画	—	2,490	5,024,820	
アルビス	247.3	221.8	518,790	
G-7ホールディングス	180	177	538,965	
パン・パシフィック・インターナショナル	822.4	339.6	612,978	
幸楽苑ホールディングス	386.5	226.4	530,681	
VTホールディングス	2,073.5	2,073.5	920,634	
ポブラ	390.6	398.1	199,448	
薬王堂ホールディングス	—	1,185.3	3,207,421	
日本瓦斯	1,446.5	1,572	4,786,740	
ロイヤルホールディングス	209.4	263.6	719,891	
コメリ	765.6	768	1,675,776	
丸井グループ	1,100	1,070	2,441,740	
総合メディカルホールディングス	564.8	564.8	999,696	
<b>証券・商品先物取引業(1.7%)</b>				
ジャパンインベストメントアドバイザー	512	761.1	1,401,185	
SBIホールディングス	3,000	—	—	
ジャフコ	2,251.4	2,261.4	9,226,512	
<b>その他金融業(3.8%)</b>				
ジェイリース	838.7	411.1	130,318	
アルヒ	1,665.8	2,955.8	7,114,610	
東京センチュリー	2,384.3	3,265.4	16,310,673	
<b>不動産業(0.9%)</b>				
スター・マイカ・ホールディングス	—	755.2	1,416,000	
スター・マイカ	746.8	—	—	
イーグランド	317.1	165.9	115,798	
ジェイ・エス・ビー	391.5	388.8	1,823,472	
毎日コムネット	418.9	425.1	327,752	
カチダ	—	413.7	1,836,828	

銘柄	期首(前期末)		当期末	
	株数	千株	株数	評価額 千円
<b>サービス業(14.5%)</b>				
日本M&Aセンター	1,050	540	1,641,600	
UTグループ	360.6	560.6	1,294,425	
エス・エム・エス	701.2	689.3	1,811,480	
パーソルホールディングス	1,674.4	1,644.4	3,357,864	
テラ	2,449.8	2,449.8	453,213	
学情	1,404.8	1,394.8	1,994,564	
オプトホールディング	975.9	738.5	1,211,140	
ベネフィット・ワン	—	819.2	1,672,806	
エムスリー	1,373.4	1,233.4	3,209,306	
アウトソーシング	4,928.6	4,915.7	5,053,339	
ワールドホールディングス	1,442.1	1,432.7	2,246,473	
タカミヤ	1,841.2	1,780	1,144,540	
ライク	2,393.8	2,400.5	3,838,399	
エスプール	591.8	2,784	1,862,496	
ティア	1,571.1	1,600.2	982,522	
プレステージ・インターナショナル	701.7	2,148.8	1,843,670	
セブテニ・ホールディングス	6,590.5	—	—	
ドリームインキュベータ	604.8	599.8	885,904	
シーティーエス	1,067.2	1,047.2	748,748	
ラウンドワン	942.5	420.3	678,784	
サイバーエージェント	600	620	2,573,000	
エン・ジャパン	130	70	289,450	
Gunosy	—	2,790.9	3,898,887	
デザインワン・ジャパン	487.7	2.8	862	
ジャパンマテリアル	3,985.2	3,937.1	5,236,343	
ベクトル	881.6	834.8	751,320	
チャーム・ケア・コーポレーション	—	789.7	1,698,644	
M&Aキャピタルパートナーズ	167.9	103.3	669,384	
リクルートホールディングス	3,700	1,074.5	3,530,807	
メタックス	40.6	254	257,302	
LITALICO	680	640	1,305,600	
グレイステクノロジー	899.7	445.6	1,311,400	
Fringe81	867.1	990.6	798,423	
ツナグループ・ホールディングス	510.2	390.2	222,804	
ソウルドアウト	437.4	455.3	596,898	
キュービーネットホールディングス	—	242.7	546,075	
RPAホールディングス	60	965	1,637,605	
リログループ	2,481.9	2,589.3	6,856,466	
共立メンテナンス	2,566.9	1,306.5	6,042,562	
カナモト	1,997.1	1,982.9	5,320,120	
トランス・コスモス	1,755.2	1,806	4,704,630	
船井総研ホールディングス	1,613.7	1,640.5	4,032,349	
ナック	120.8	57.3	55,294	
ダイセキ	490.2	496.7	1,370,395	
合計	株数・金額	412,041	325,693	617,491,087
	銘柄数<比率>	226	228	<83.8%>

- (注) 銘柄欄の( )内は、国内株式の評価総額に対する各業種の比率です。  
(注) 評価額欄の< >内は、純資産総額に対する評価額の比率です。  
(注) 評価額の単位未満は切捨てです。  
(注) 一印は組み入れなしを表します。

## (2) 外国株式

### 上場、登録株式

銘柄	期首(前期末)		当 期 末		業 種 等	
	株 数	株 数	評 価 額			
			外貨建金額	邦貨換算金額		
(米国…ニューヨーク市場)	百株	百株	千米ドル	千円		
VISA INC-CLASS A	7,000	6,000	104,400	11,266,848	ソフトウェア・サービス	
SALESFORCE.COM INC	3,800	3,800	56,338	6,080,083	ソフトウェア・サービス	
ALIBABA GROUP HD ADR	2,800	—	—	—	小売	
SKECHERS USA	2,000	10,000	36,530	3,942,317	耐久消費財・アパレル	
NEW ORIENTAL ADR	2,000	5,000	53,105	5,731,091	消費者サービス	
FIRST REPUBLIC BANK	—	5,000	48,785	5,264,877	銀行	
(米国…アメリカン市場)						
TENCENT HD ADR	12,000	—	—	—	メディア・娯楽	
(米国…米国店頭市場)						
FACEBOOK INC-A	6,000	5,100	90,321	9,747,442	メディア・娯楽	
ALPHABET INC-CL C	—	700	85,756	9,254,819	メディア・娯楽	
MICROSOFT CORP	9,600	5,900	81,260	8,769,654	ソフトウェア・サービス	
AMAZON.COM INC	630	270	46,587	5,027,685	小売	
NETFLIX INC	1,700	1,700	44,723	4,826,570	メディア・娯楽	
NATIONAL VISION HD	500	3,500	8,375	903,883	小売	
TAKE-TWO INT SOFTWARE	1,000	2,600	32,232	3,478,499	メディア・娯楽	
INTUIT INC	—	4,500	118,435	12,781,559	ソフトウェア・サービス	
OLLIE'S BARGAIN OUTLET HOLDINGS	—	11,500	68,839	7,429,104	小売	
小 計	株 数 ・ 金 額	49,030	65,570	875,689	94,504,437	
	銘柄 数 <比率>	12	14	—	<12.8%>	
(香港…香港市場)						
Shenwan Hongyuan Group Co., Ltd.	—	1,280,000	千香港ドル	276,480	3,804,364	各種金融
小 計	株 数 ・ 金 額	—	1,280,000	276,480	3,804,364	
	銘柄 数 <比率>	—	1	—	<0.5%>	
(フィリピン…フィリピン証券市場)						
AYALA LAND INC	—	229,500	千フィリピンペソ	1,131,435	2,353,384	不動産
JOLLIBEE FOODS CORP	—	38,841	855,294	1,779,012	消費者サービス	
小 計	株 数 ・ 金 額	—	268,341	1,986,729	4,132,396	
	銘柄 数 <比率>	—	2	—	<0.6%>	
合 計	株 数 ・ 金 額	49,030	1,613,911	—	102,441,199	
	銘柄 数 <比率>	12	17	—	<13.9%>	

(注) 邦貨換算金額は、期末の時価をわが国の対顧客電信売買相場の仲値により邦貨換算したものです。

(注) 邦貨換算金額欄の< >内は、純資産総額に対する各国別株式評価額の比率です。

(注) 株数・評価額の単位未満は切り捨てです。

(注) 一印は組み入れなしを表します。

## ○投資信託財産の構成

(2019年9月30日現在)

項 目	当 期 末	
	評 価 額	比 率
株 式	千円 719,932,287	% 97.7
コ ー ル ・ ロ ー ン 等 、 そ の 他	17,242,376	2.3
投 資 信 託 財 産 総 額	737,174,663	100.0

(注) 評価額の単位未満は切捨てです。

(注) 「コール・ローン等、その他」については投資信託財産総額から他の資産を差し引いた額を記載しています。

(注) 期末における外貨建純資産(102,441,199千円)の投資信託財産総額(737,174,663千円)に対する比率は13.9%です。

(注) 外貨建資産は、期末の時価をわが国の対顧客電信売買相場の仲値により邦貨換算したものです。なお、期末における邦貨換算レートは1米ドル=107.92円、1香港ドル=13.76円、1フィリピンペソ=2.08円です。

## ○資産、負債、元本及び基準価額の状況

(2019年9月30日)現在

項 目	当期末
(A) 資 産	737,174,663,482円
コ ー ル ・ ロ ー ン 等	13,871,617,612
株 式(評価額)	719,932,287,326
未 収 配 当 金	3,370,758,544
(B) 負 債	17,101
未 払 利 息	17,101
(C) 純 資 産 総 額(A-B)	737,174,646,381
元 本	203,511,145,682
次 期 繰 越 損 益 金	533,663,500,699
(D) 受 益 権 総 口 数	203,511,145,682口
1万口当り基準価額(C/D)	36,223円

(注) 期首元本額 201,283,948,874円

期中追加設定元本額 19,704,640,017円

期中一部解約元本額 17,477,443,209円

(注) 1口当り純資産額は3,6223円です。

(注) ひふみ投信マザーファンドを投資対象とする投資信託の当期末元本額は、【元本の内訳】の通りです。

## 【元本の内訳】

ひふみ投信 35,647,578,182円

ひふみプラス 161,080,916,161円

ひふみ年金 6,782,651,339円

## ○損益の状況

自2018年10月2日 至2019年9月30日

項 目	当 期
(A) 配 当 等 収 益	10,856,831,877円
受 取 配 当 金	10,865,633,905
受 取 利 息	4,193,983
そ の 他 収 益 金	98,525
支 払 利 息	△ 13,094,536
(B) 有 価 証 券 売 買 損 益	△121,802,220,289
売 買 益 損	45,231,662,733
売 買 損 益	△167,033,883,022
(C) 保 管 費 用 等	△ 16,650,228
(D) 当 期 損 益 金(A+B+C)	△110,962,038,640
(E) 前 期 繰 越 損 益 金	641,235,736,147
(F) 追 加 信 託 差 損 益 金	51,490,359,983
(G) 解 約 差 損 益 金	△ 48,100,556,791
(H) 計 (D+E+F+G)	533,663,500,699
次 期 繰 越 損 益 金(H)	533,663,500,699

(注) (B)有価証券売買損益は期末の評価換えによるものを含みます。

(注) (F)追加信託差損益金とあるのは、信託の追加設定の際、追加設定をした価額から元本を差し引いた差額分をいいます。

(注) (G)解約差損益金とあるのは、中途解約の際、元本から解約価額を差し引いた差額分をいいます。