

ひふみ年金

追加型投信／内外／株式

交付運用報告書

第5期（決算日：2021年9月30日）

作成対象期間（2020年10月1日～2021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5期決算を迎えることができました。今期も、お客様の長期的な資産形成に貢献するために、信託財産の長期的な成長を図ることを目的として、実質的に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した。

2016年10月3日にスタートしたひふみ年金は、自然災害や紛争、政治経済の動向や産業・テクノロジーの進化、今もなお多くの方を苦しめる新型コロナウイルスを取り巻く状況など日々刻々と変化する環境の中で、お客様のハラハラ、ドキドキ感をできるだけ軽減し、かつ着実なリターンを目指した「守りながらふやす」運用に挑戦しています。

おかげさまで、今期もひふみ年金は最高値を更新することができました。これもひとえに、お客様がどのような時でも信じて託してくださった結果です。社員一同心より御礼申し上げます。

「次のゆたかさのまんなかへ。」

これは、“お客様のお一人おひとりが夢や希望を持って歩んでいくための、「まんなか」のチカラになれますように。”という願いが込められたひふみのブランドコンセプトです。私たちは日本の未来は明るいと思っています。そのなかでひふみがつくりだすエネルギーが、お客様の糧になっていけたなら、私たちとしてこれほど嬉しいことはありません。

これからも日本を根っこから元気にしながら、複雑な市場環境に柔軟に対応できるよう全力を尽くしてまいります。引き続きよろしく願いいたします。



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/>

第5期末（2021年9月30日）	
基準価額	19,613円
純資産総額	54,501百万円
第5期 （2020年10月1日～2021年9月30日）	
騰落率	16.6%
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→「ひふみ商品サイト」→「商品ラインアップ」→「ひふみ年金 詳しくはこちら」→「運用レポート/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、当社までお問い合わせください。

■お電話によるお問い合わせ先

パートナー営業部

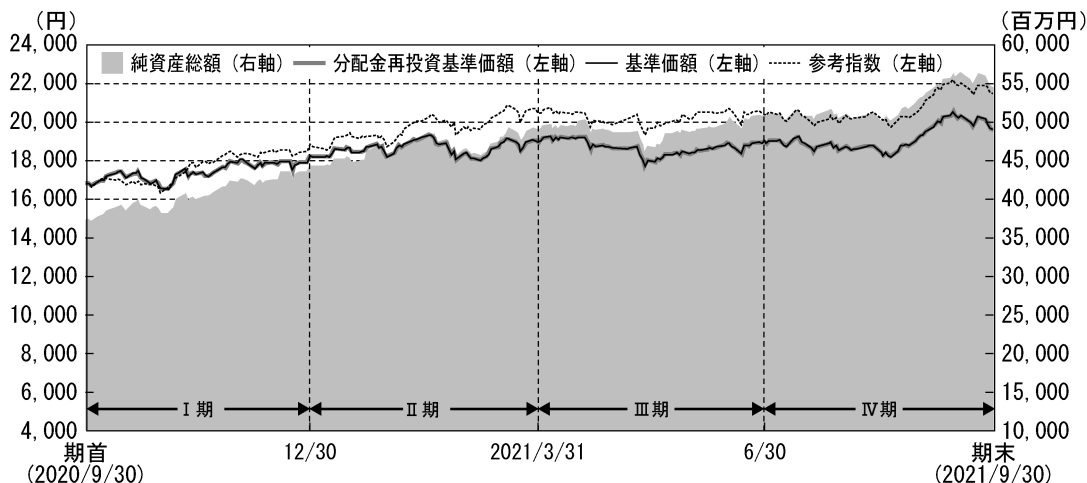
03-6266-0129

受付時間：営業日の9時～17時

運用経過

■当期中の基準価額等の推移

(2020年10月1日～2021年9月30日)



期 首：16,826円

期 末：19,613円（既払分配金（税込み）：0円）

騰落率： 16.6%（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は異なりますので、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、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

第5期のひふみ年金は16.6%上昇しました。以下、当社の判断により便宜的に当該期間を四期間（Ⅰ～Ⅳ）に分けて変動要因をご説明いたします。

Ⅰ期：米国選挙前後の期間（2020年10月～2020年12月）

2020年11月に行なわれた米大統領選は、事前報道と異なり接戦となりました。最後は民主党のバイデン氏が勝利し、4年ぶりに民主党政権に戻りました。時を同じく、米国でワクチンが登場したことが話題となり、経済活動再開の期待感が高まりました。世界的に低金利政策が維持されていたこともあり、成長株（企業の売上や利益の成長率が高く、今後の株価上昇が期待される銘柄）は比較的強い展開でしたが、12月に入ると割高懸念によって資金が向かう先は割安株（会社の利益や資産に対しての評価が株価に反映されておらず、株価が低い状態の銘柄）の方に少しずつ変わる展開となりました。その結果、ひふみ年金は8.1%上昇し、参考指数である東証株価指数（配当込み）は11.2%上昇しました。

Ⅱ期：コロナ禍２年目に入る期間（2021年１月～2021年３月）

米国の追加経済対策への期待がある一方、物価が上昇し始め米長期金利が上昇しました。成長株が売られ、景気敏感株（景気動向によって、業績が大きく変動する銘柄）や割安株が買われる展開となりました。２月は米国株式が堅調だったこともあり、一時的に日経平均株価が３万円を超える展開になりました。しかし、米金利が再び上昇したため、上値が重い展開となりました。

第４期は株式市場が新型コロナウイルスの影響を本格的に織り込む前に現金比率を約30%まで引き上げましたが、当期は株式を約95%と高位に組み入れた状態で迎えています。物価上昇の懸念はありましたが、引き続きコロナ禍は継続することを前提に、コロナ禍でも好業績が期待できる成長企業を中心としたポートフォリオを維持しました。その結果、ひふみ年金は4.2%上昇し、参考指数である東証株価指数（配当込み）は9.3%上昇しました。

Ⅲ期：米金利動向に影響を受けた期間（2021年４月～2021年６月）

半導体市場が活況な様相となり、当ファンドの投資先も恩恵を受けていることを確認できましたが、物価上昇と金利上昇により、相場は景気敏感株が選好される展開に変化していきました。物価上昇トレンドは短期ではないと思われましたが、中期間で収束する可能性を踏まえ、当ファンドでは、物価上昇の恩恵を受ける銘柄の組入れは一部にとどめました。また、国内で新型コロナウイルスの新規感染者数が上昇し始めたため、内需銘柄への風当たりが厳しくなりました。

元々守りを意識したポートフォリオになっていたため、参考指数である東証株価指数（配当込み）は0.3%下落した一方、ひふみ年金は0.2%の上昇となりました。

Ⅳ期：政治リスクとサプライチェーン供給問題の影響を受けた期間（2021年７月～2021年９月）

国内では開催が危ぶまれたオリンピックが実施され、久しぶりに明るい話題が世間を賑わせました。ところが、中国が企業統制を強化するなど中国政府が目指す共同富裕政策が徐々に発表されることとなり、中国規制懸念が台頭してきました。さらに、世界的な需要の急回復等を起因とする半導体不足により自動車各社が減産を発表するなど、サプライチェーンの供給問題が意識されるようになりました。国内のワクチン摂取率は勢いよく上昇したものの、先行き不安が重くのしかかる展開となりました。その結果、ひふみ年金は3.3%の上昇、参考指数である東証株価指数（配当込み）は5.3%の上昇となりました。

■ 1 万口当りの費用明細

項 目	当期 (2020年10月1日～2021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)	152円 (71) (71) (10)	0.836% (0.391) (0.390) (0.055)	(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18,195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 運用報告書等各种書類の送付、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)	21 (21)	0.115 (0.115)	(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)	0.001 (0.001)	(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 (1) (0) (0)	0.006 (0.004) (0.002) (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	174	0.958	

(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。

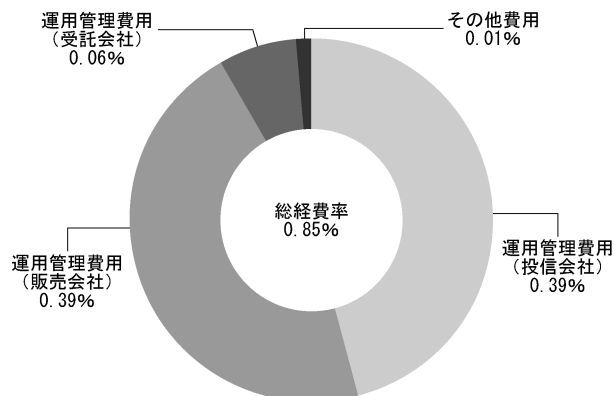
(注) 売買委託手数料、有価証券取引税およびその他費用は、ひふみ年金が組み入れているひふみ投信マザーファンドが支払った金額のうち、ひふみ年金に対応するものを含みます。

(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0.85%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。

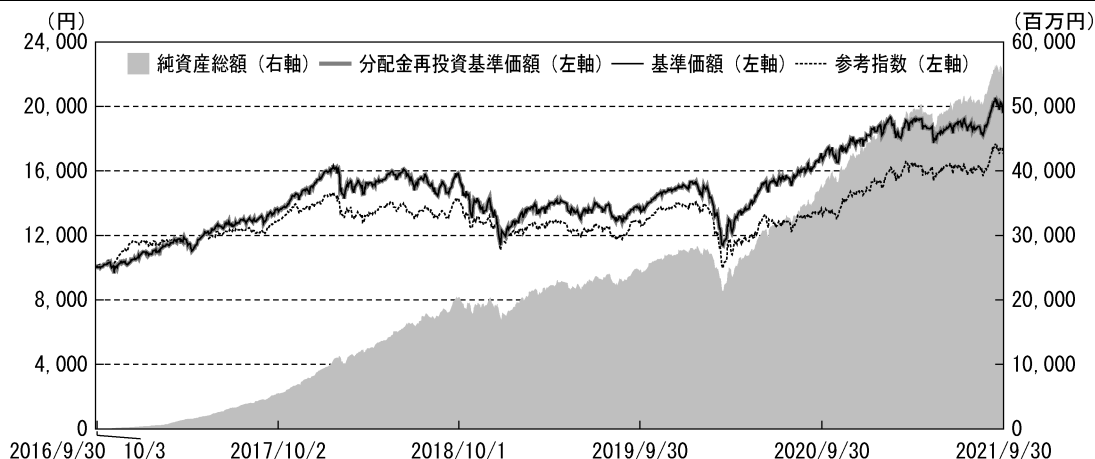
(注) 各費用は、原則として、募集手数料、売買委託手数料及び有価証券取引税を含みません。

(注) 各比率は、年率換算した値です。

(注) 上記の前提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。

■最近5年間の基準価額等の推移

(2016年9月30日～2021年9月30日)



	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	2019年9月30日 決算日	2020年9月30日 決算日	2021年9月30日 決算日
基準価額 (円)	10,000	13,594	15,835	13,633	16,826	19,613
期間分配金合計 (税込み) (円)	—	0	0	0	0	0
分配金再投資基準価額騰落率 (%)	—	35.9	16.5	△13.9	23.4	16.6
参考指数騰落率 (%)	—	28.4	11.0	△10.4	4.9	27.5
純資産総額 (百万円)	1	5,486	20,416	24,465	37,373	54,501

(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。

参考指数は、東証株価指数（配当込み）です。詳細は最後のページの「指数に関して」をご参照ください。

■投資環境について

(2020年10月1日～2021年9月30日)

第5期の投資環境は、新型コロナウイルスのパンデミックからの脱却期待から、株式市場全般、前半はほぼ右肩上がりとなりました。3月以降の日本株は、ワクチン供給の遅れや欧米を中心とした海外の中央銀行との政策の違いから停滞する場面が続きましたが、これらの懸念材料は徐々に後退し、9月には菅前首相が自民党総裁選への不出馬を表明し、新首相への期待も加わって反発の動きに転じ、当期の東証株価指数（配当込み）は27.5%上昇、基準価額は16.6%上昇しました。



当期の日本株式市場は、米国の追加景気刺激策を巡る与野党協議や大統領選を睨み、動意薄で始まりましたが、11月に入ると強い動きに転じ、日経平均株価は実に29年半ぶりの高値を付けました。大統領選では、増税策を掲げたことでマーケットにはネガティブと見られていたバイデン氏が勝利したものの、ねじれ議会継続の可能性が高まったことで、大規模な増税策は実行に移しづらいとポジティブに捉えられました。またファイザーらが手掛ける新型コロナウイルス向けワクチンの高い予防効果が確認されるなどワクチンの早期供給期待が高まるなか、日経平均株価はわずか1カ月で最大3,840円の急上昇を演じました。12月に入ると新型コロナウイルスの感染拡大から上値が重くなる場面が見られましたが、英国で世界初となる新型コロナウイルス向けワクチンの接種が開始され、米国でも緊急使用許可がおりるなどワクチン普及期待が一段と高まりました。加えて長らく平行線を辿っていた米国の追加景気刺激策に関しても、年末に差し掛かったタイミングでトランプ大統領が署名を完了するなど好材料が続き、日経平均株価は27,444円で年末を迎えたほか、米国ではNASDAQ指数が年間で43.6%と急騰し、実にリーマンショック翌年の2009年以来の上昇率を記録しました。

2021年に入っても株高基調は継続しました。米国では大統領、上院、下院をすべて民主党が握る予想外のトリプルブルーとなりましたが、上院の議席数が与野党で拮抗したことで極端な民主党寄りの政策は通しづらいとの見方が強まったほか、トリプルブルーによって追加の大型財政政策への期待も高まり、最終的に選挙結果は株式市場にポジティブに捉えられ、日経平均株価は2月15日に1990年以来の3万円回復を達成しました。

景気回復基調が鮮明となったことで、株だけでなく金利も上昇しました。これまでFRB（米連邦準備制度理事会）を中心とした未曾有の緩和策による超低金利が株高をもたらしただけに金利高を警戒する声も増えましたが、FRB当局者からは緩和的な発言が続き、欧米の株高基調は崩れませんでした。

一方、アジアでは新型コロナウイルス感染が再拡大し、3月以降の日本株式市場は上値の重い動きとなりました。米国の金利は春先から落ち着いた動きにシフトしたものの、経済活動再開の進展、強いマクロ指標、商品市況高などから期待インフレは上昇の一途を辿るなどインフレ懸念から金利の先高観は高まり、これまでの低金利環境下で大きく上昇してきた成長株売りが目立ち始めました。そのタイミングで発表された物価指標の代表格である米国CPI（消費者物価指数）は12年7カ月ぶりの高水準を記録、インフレ懸念が一段と高まってグローバルで株売りの動きとなり、日経平均株価は5月13日に27,385円と3カ月ぶりの安値まで下落しました。CPIの上昇に関しては、経済活動再開による一時的な現象との見方が広がり、欧米の株式市場は再び高値を更新する展開に戻りました。一方、日経平均株価はアジアでの新型コロナウイルスの感染拡大やワクチン供給の遅れから反発のきっかけをつかめず、夏に入っても上値の重い展開が続きました。

その後、ようやく動きが見られたのは9月でした。欧米では夏以降、マクロ指標の下振れが目立ち始めたほか、中銀メンバーからテーパリングへの言及が続くなど、景気のピークアウトと緩和策の終焉懸念が高まり、欧米株は下落基調を辿りました。そうした中で強い動きを見せたのは日本、中国、香港といった年初来パフォーマンスが冴えなかった市場でした。特に日本はワクチン供給の遅れや中央銀行の緩和策の違いから欧米株から大きく出遅れていましたが、ワクチン供給は急速に進展し、欧米のテーパリングが現実味を帯びたことで緩和政策の違いも徐々に解消する見込みが強まりました。更に菅首相の総裁選への不出馬発表を受けた政治刷新期待も加わり、9月の日経平均株価は月半ばまでほぼ一本調子で上昇したことで4月以来の3万円回復を達成し、9月14日には30,795.78円とバブル崩壊後の戻り高値を更新しました。しかし、その後突如としてリスクオフ材料となったのが中国の不動産開発企業、恒大集団のデフォルト懸念でした。世界の株式市場への影響は軽微とは見られていたものの、過去最高値を長らく更新してきた欧米株には格好の利食い売り材料となりました。更に米国では政府が国債発行などによって借り入れできる上限額まで債務が膨れ上がる、いわゆる債務上限問題も嫌気されました。これらの悪材料を背景に9月下旬に米国株は久しぶりに大きく下落し、日本株も終盤は反落して最終的に日経平均株価は29,452.66円まで失速し、9月末を迎えました。

■当該投資信託のポートフォリオについて

(2020年10月1日～2021年9月30日)

<ひふみ年金>

第5期の基準価額は前期末より16.6%上昇しました。参考指数である東証株価指数（配当込み）は27.5%の上昇でした。

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93.7%（292銘柄）となりました。

<ひふみ投信マザーファンド>

基準価額の変動要因として、当期は「経済活動再開期待」「物価の上昇」「米金利の上昇」「サプライチェーン供給問題」「中国の企業統治強化」等がありました。コロナ禍の影響を懸念する前期と比較すると、当期は想定すべきことが乱立した1年だったと言えます。

いつも申し上げていることですが、私たちの運用方針は一貫して「守りながらふやす」です。常に先々を見据え、その未来に向かって株主価値が最大化する可能性の高い銘柄群に投資しています。短期的には相場は上にも下にも激しく変動します。その動きが中長期的な動きに変化していくのか、短期で終わるのかを予想し、先回りをして投資をします。では、様々な問題が同時多発的に登場したとき、どのようにして中長期トレンドを見つけるのでしょうか。それは「様々なバックグラウンドを持ったチームメンバーと日々一緒に調査活動を共にして、調べた内容について議論し、中長期的に世の中がどのようになっていくかをイメージする」ことが基盤となっています。上記にあげた懸念点では、メンバーによっては中国の規制問題を一番にリスクだと思う人もいますし、物価を一番に意識する人もいます。そうしたメンバー達の考えを銘柄アイディアに昇華させ分散されたポートフォリオを組む、これがあらゆる問題から資産を防衛し成長させる「守りながらふやす」の最適な方法だと信じています。

当期は基準価額に影響を及ぼす懸念点が多かった1年でしたが、簡単に表すと「成長株選好市場から割安株選好市場に変わった年」だったと考えています。上記の運用方針のもとでの投資状況を、当社の判断により便宜的に四期間に分けてご説明いたします。

I 期：米国選挙前後の期間（2020年10月～2020年12月）

この期間はほぼ選挙の話題で持ちきりでした。両候補者が舌戦を繰り広げる選挙戦となりましたが、両陣営の追加経済対策の話題も併せて大きな論争の材料でした。選挙の結果が出てバイデン氏の勝利が確定した頃には、全体的に上がりました。しかし、11月以降は成長株市場から割安株選好市場へ遷移していきます。

第4期に、私たちは新型コロナウイルスの広がりに対して、守りの姿勢から現金比率を上げました。そこから米国株式を中心に成長株を組み入れることで、基準価額の上昇を狙ってきました。しかし、大規模な金融緩和とワクチンの普及が経済活動の再開を予見させたため、物価上昇で恩恵を受ける川上産業や、物量の急回復の影響で陸海空の運輸業などの割安株が急激に再評価されました。もともとポートフォリオにそのような銘柄を組み入れています。長期に割安株の再評価が続くのかは疑問が残ったため、大きなポートフォリオの変更は行ないませんでした。

II 期：コロナ禍2年目に入る期間（2021年1月～2021年3月）

国内で新型コロナウイルスの感染拡大が始まってから約1年が経過し、経済活動再開期待がさらに強まった期間だったと思います。成長株も上昇していましたが、I期の時の勢いをそのままに加速していったのがこの期間でした。企業業績は全般的に堅調になりつつあり、米国の長期金利の上昇も伴い、割安株選好市場が継続していきました。国内では、3月に日銀が株の購買スタンスをT O P I Xのみに変更したため、日経平均株価に採用される値がさ株（1単元あたりの株価の水準が高い銘柄）などが売られました。

私たちは物価上昇で恩恵を受けることが期待される三菱商事（8058）、経済活動再開の恩恵を受けるだろうと考えられる、内需に分類するサンリオ（8136）や飲食企業群、活況な状況が継続すると判断する半導体企業のH O Y A（7741）などに投資を行ないました。

Ⅲ期：米金利動向に影響を受けた期間（2021年4月～2021年6月）

この期間は日本企業の通期決算であり、株式市場は、例年、新年度の見通しに注目するのですが、今期は米国の金利動向に大きく注目が集まりました。金利が上昇すると割安株が評価される定石のようなものが相場にはありますが、そのパターンが頻繁に現れるようになりました。一方で、少しでも金利が下がると米国株式も日本株式も成長株が勢いを取り戻し、さらには新規感染者数が増え始めたゴールデンウィーク前後では経済活動再開期待の銘柄群よりもITセクターなどの銘柄に再評価が入りました。この相場の上下運動が割安株に振り切る意思決定を難しくする相場付きとなりました。

この期間、私たちはワクチン普及の期待も再燃するだろうという予想から、経済活動再開期待の銘柄群へ引き続き投資しましたが、大きなポートフォリオの変更は行なっておりません。

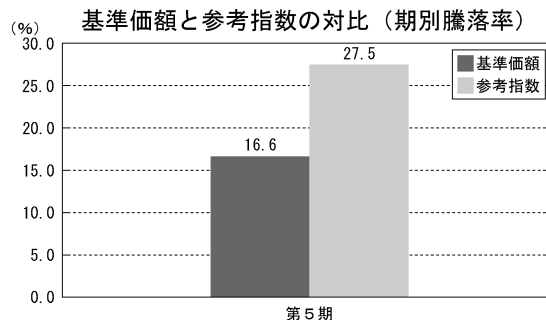
Ⅳ期：政治リスクとサプライチェーン供給問題の影響を受けた期間（2021年7月～2021年9月）

この期間は、現金比率を約10%弱まで引き上げる運用を行ない、先行き不安からの回避行動を行なっていました。菅首相の自民党総裁選不出馬のニュースが出てきた際は、選挙相場になったと判断し、選挙関連銘柄と思われる銘柄群に投資しました。現金比率を上げていたため素早く動くことができたと考えています。

Ⅳ期で投資した銘柄以外は、ひふみ年金が得意とする「地味で地道な企業」への投資を中心に行なっております。成長速度はそれぞれ異なりますが、時間経過とともに成長をしていく銘柄群だと考えています。組み入れ銘柄数は期末時点で292銘柄となっています。

■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（634,205,828円）、費用控除後の有価証券等損益額（5,451,902,291円）、信託約款に規定する収益調整金（16,202,845,836円）および分配準備積立金（4,423,595,530円）より分配対象収益は26,712,549,485円（10,000口当たり9,612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・％、1万口当たり・税引前）

項目	第5期 (2020年10月1日～2021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	9,612

（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

この一年は、グローバルで経済活動再開への期待が高まる中、日本が非常に保守的な対コロナ禍政策をとったことや、物価上昇の影響で交易条件が悪化し、日本市場のパフォーマンスが相対的に各国より劣る展開となりました。以下、いくつかの論点を整理しながら今後の運用方針を記していきたいと思います。

当期は相場についていながら次の大きなチャンスを探った期だったと考えています。

■米国

当期前半は米大統領選が終わり、バイデン大統領が誕生するタイミングでした。その時に想定したことを振り返ると、グリーン政策、富裕層増税、法人税増税、インフラ投資は継続的に議論されています。2022年は米国の中間選挙でもあります。バイデン大統領の支持率は下がる一方ですので、楽観視はできないでしょう。

また金融政策も転換点を迎えています。物価上昇が急速に進んできたため、大規模緩和策を止め金利を上昇させる可能性が出てきました。

■日本

日本国内に目を向けると、新規感染者数はデルタ株の影響で一時期は心配されましたが、先にデルタ株の影響を受けた各国と同様に約1カ月で収束となりました。ワクチン摂取率も当期末時点で2度目を終えた率は60%を超えましたし、このまま重症化リスクが低減された状態であることを願っています。一方で、10月14日に衆議院が解散しました。10月末には解散総選挙の投票を迎え、菅前首相からバトンを受ける岸田首相がどのように初戦を戦うかが注目されます。所信表明演説では「分配なくして成長なし」とメッセージを発しましたが、その後のメッセージは「成長なくして分配なし」に変わっていました。長期政権になるためには、多くの利害関係者の支持を取り込む必要があります。今回の選挙の結果で岸田首相の真の支持率が分かるでしょう。その時に、彼が目指す世界がどこまで達成できるかが見えてくると 생각합니다。

日本の金融政策も変化してきました。まず、日銀がETFの購入をTOPIXのみに変更しましたが、変更後は積極的に買付を行っていません。米金利が上昇すると、日米金利差が拡大し、円安になります。一昔前は円安イコール外需企業の業績向上と捉えられていましたが、現状では物価上昇が意識されていますので、輸入物価が円安によってさらに上昇することになります。政府や日銀がこの課題にどのように取り組むのかに注目しています。

■中国

中国政府の政策も変わってきました。「共同富裕」という富を中間層以下へも広げる政策のもと、様々な産業が新たな規制の網に引っかかりました。日系企業も無視できない動向だけに、中国で事業を行なっている企業の評価が変わる可能性があります。また、アフターコロナになったときに、中国からのインバウンドが日本国内で減少する可能性も出てきています。こうした中国の状況は全て未だ不透明であり、日々調査で理解を深め、ポートフォリオにリスクを反映していきたいと考えています。

■日本市場

当期の日本市場のパフォーマンスは、最後の選挙相場があったこともありますが、健闘しています。グローバルでの物価上昇で恩恵を受ける割安株（景気敏感株）が日本市場には多くあり、そうした銘柄が大きく上がったことや、金融引き締めが意識されて金融セクターが久しぶりに上昇したことが大きな要因だと考えています。

■運用方針

スタグフレーション（物価上昇はするが、需要が下がり景気が悪化すること）が意識されている局面ですが、これが長期化するかはまだ分かりません。物価動向を見るにはCPI（消費者物価指数）というインデックスがありますが、PPI（生産者物価指数）というインデックスもあります。前者は消費者向けの物価ですが、後者は企業間での物価です。北米や中国のPPIは低下傾向にあり、物価が下がる可能性も示唆されています。この物価下落が需要減に起因するものであれば、私たちはポートフォリオを非常にディフェンシブにする必要があります。

一方、半導体不足などの物資不足が解消し、年末の商戦に商品が並ぶようになったら需要増となる可能性も否めません。この環境下であれば私たちのポートフォリオは、内需の経済活動再開期待のある銘柄をコアにしながら、値上げ影響を回避するために川下に向かって値上げができる銘柄群に投資をしていくということになります。また材料調達が解消する時期を読んだうえで、製造業の経済活動再開期待のある銘柄に投資する方法もあります。今まで中心としてきた、成長株と考える銘柄への投資を行なわないという話ではありません。成長株は中長期的に「地味で地道に」成長をしていく銘柄群であり、時間軸が異なる投資戦略の中心となります。これはひふみ年金の強みであると引き続き考えています。

昨年はバイデン大統領になったら世界はどうなるのかという疑問が中心でしたが、今後1年は米国の中間選挙の動向と日本の政治動向の変化が良い方向に向かうかに注目しています。政策面ではグリーン政策が各国で走り始めていますが、同時に燃料不足を起こして発電コストが上昇しています。各国が原発の開発に力を入れる政策に注力し始めています。水素、カーボンキャプチャー、アンモニア利用などが注目されていますが、日本のエネルギーミックスの政策変化に期待していますし、日本企業は多くの場面で活躍できると考えています。

様々なことを述べてきましたが、時代が転換する時は投資機会が多くなるのが常です。日本国内にいて、日本企業は衰退しているように錯覚しますが、相対的に見れば世界の中でも成長している会社が多く存在しています。北米があまりにも煌びやかであるため、その良さがあまり輝いて見えないことがあるのです。地味で地道な企業のなかには、いかなる時代にもスター銘柄になるものが登場します。

在宅勤務が私たちの調査活動の日常となり長らく経過しました。ビデオ会議にも慣れ、多くの成長企業と出会う方法もチーム内で理解が進んできたと考えています。次世代のスター銘柄だろうと思える会社にも出会い始めています。

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。

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、2020年9月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（2020年10月～2021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6,000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、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。

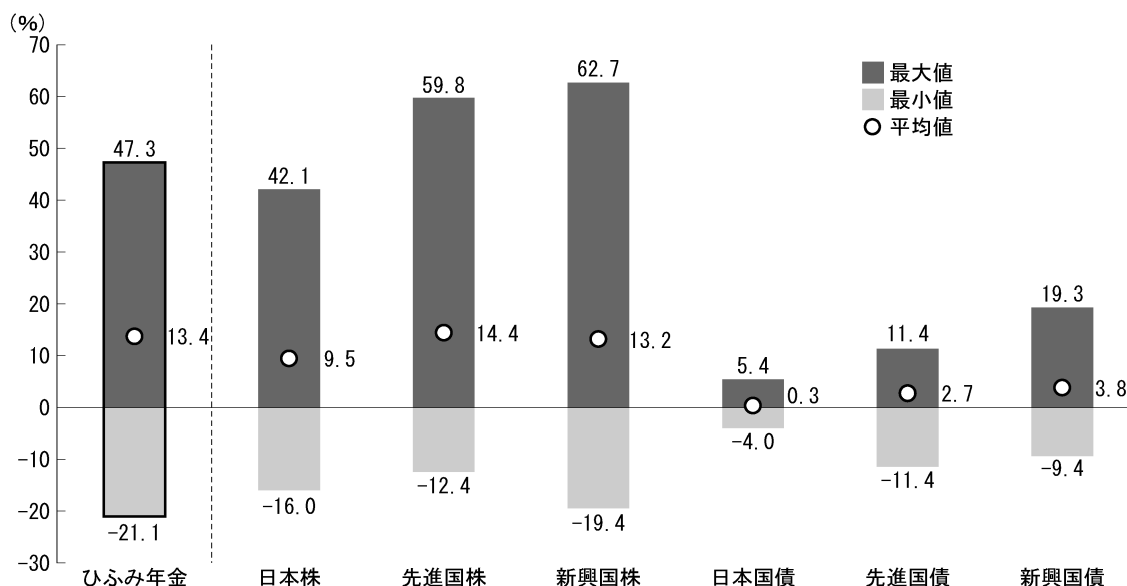
わたしたちの運用本部はさまざまな知識、見識、経験を有するファンドマネージャー、アナリスト、ストラテジスト等で構成され、さまざまな事象について自由、闊達に議論し、情報を交換し、各自の見識を広げ、経験を積み重ね、経営者、マネジメントの方々との対話を適切に行なう実力を備えるため日々の研鑽を常に積んでいます。過去1年間、わたしたちのメンバーは専門性の高いアナリストミーティングや、さまざまな事象を網羅したセミナー等へのべ約3,800回出席しました。しかし、なによりも重要なのは現場を知ることです。わたしたちは経営者の方々との対話を最も重視し、対話を通して自らの知識、見識の向上も図ります。また、顧客・受益者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 ファンド	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（2016年10月末～2021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が2016年10月3日であるため2017年10月～2021年9月の各月末における直近1年間の騰落率の平均値・最大値・最小値を表示しております。

*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・デベロップメント（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。

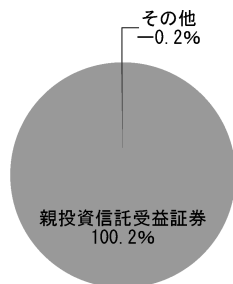
ファンドデータ

■ひふみ年金の組入資産の内容

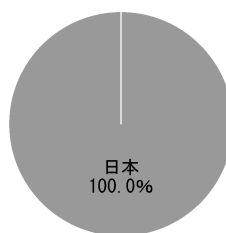
○組入ファンド（1銘柄）

銘 柄 名	第 5 期 末
	2021年 9 月 30 日
ひ ふ み 投 信 マ ザ ー フ ァ ン ド	100.2%

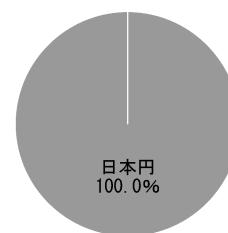
○資産別配分



○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 5 期 末
	2021年 9 月 30 日
純資産総額	54,501,143,815円
受益権総口数	27,788,594,330口
1万口当り基準価額	19,613円

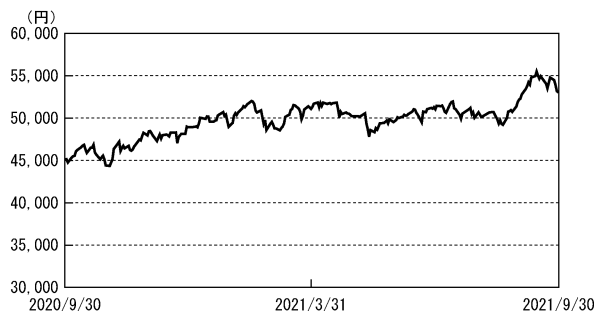
※当作成期間中における追加設定元本額は、11,304,545,523円、同解約元本額は、5,728,121,454円です。

■組入ファンドの概要

ひふみ投信マザーファンド

2021年9月30日現在

○基準価額の推移 (2020年10月1日～2021年9月30日)



○1万口当りの費用明細 (2020年10月1日～2021年9月30日)

項 目	当 期	
	金 額	比 率
(a) 売 買 委 託 手 数 料 (株 式)	54円 (54)	0.111% (0.111)
(b) 有 価 証 券 取 引 税 式 (株 式)	1 (1)	0.001 (0.001)
(c) そ の 他 費 用 (保 管 費 用 他)	2 (2)	0.004 (0.004)
合 計	57 (57)	0.116 (0.116)

期中の平均基準価額は、48,998円です。

(注) 費用の項目の概要につきましては、運用報告書（全体版）をご参照ください。

○組入上位10銘柄

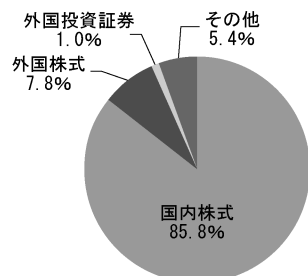
(組み入れ銘柄数：292銘柄)

	銘柄	種類	国	業種／種別	比率(%)
1	MICROSOFT CORPORATION	株式	アメリカ	ソフトウェア・サービス	1.4
2	HOYA	株式	日本	精密機器	1.4
3	インターネットイニシアティブ	株式	日本	情報・通信業	1.4
4	SHIFT	株式	日本	情報・通信業	1.4
5	ミライト・ホールディングス	株式	日本	建設業	1.3
6	三菱商事	株式	日本	卸売業	1.2
7	村田製作所	株式	日本	電気機器	1.1
8	あい ホールディングス	株式	日本	卸売業	1.1
9	ショーボンドホールディングス	株式	日本	建設業	1.1
10	川崎重工業	株式	日本	輸送用機器	1.1

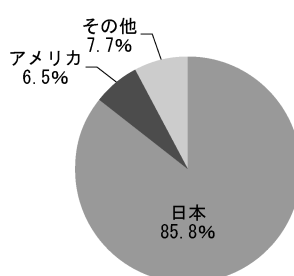
(注) 比率は、純資産総額に対する評価額の割合です。

(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）をご覧ください。

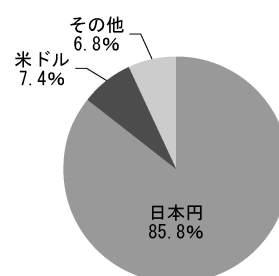
○資産別配分



○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）

株式会社東京証券取引所が算出、公表する国内普通株式銘柄を対象とした株価指数で、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株式会社東京証券取引所に帰属します。

○MSCI-KOKUSAI 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。

○JPMorgan・ガバメント・ボンド・インデックスーエマージング・マーケット・グローバル・ディバースィファイド（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、JPMorgan・ガバメント・ボンド・インデックスーエマージング・マーケット・グローバル・ディバースィ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。