

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 マザーファンド	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日をもちまして、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、かつ着実なりターンを目指した「守りながらふやす」運用に挑戦しています。

おかげさまで、今期も最高値を更新することができました。これは、お客様にどのような時も信じて託していただいた結果です。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」のチカラになれるように。”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信じています。そのなかでひふみがづ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/>

■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)		株式組入比率	投資信託証券組入比率	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
4期(2020年9月30日)	16,826	0	23.4	2,536.14	4.9	94.2	1.0	37,373
5期(2021年9月30日)	19,613	0	16.6	3,234.08	27.5	93.7	1.0	54,501

(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、株式組入比率および投資信託証券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	投資信託証券組入比率
	騰落率	(参考指数)	騰落率			
(期首) 2020年9月30日	円 16,826	% —	2,536.14	% —	% 94.2	% 1.0
10月末	16,545	△1.7	2,464.21	△2.8	94.7	1.0
11月末	17,858	6.1	2,738.72	8.0	97.7	0.9
12月末	18,197	8.1	2,819.93	11.2	98.3	0.9
2021年1月末	18,205	8.2	2,826.50	11.4	98.4	0.9
2月末	18,049	7.3	2,914.58	14.9	96.1	1.0
3月末	18,962	12.7	3,080.87	21.5	95.4	1.0
4月末	18,638	10.8	2,993.46	18.0	95.7	1.0
5月末	18,354	9.1	3,034.76	19.7	96.2	1.0
6月末	18,995	12.9	3,070.81	21.1	96.9	1.1
7月末	18,520	10.1	3,003.91	18.4	96.0	1.1
8月末	19,197	14.1	3,099.08	22.2	90.8	1.1
(期末) 2021年9月30日	19,613	16.6	3,234.08	27.5	93.7	1.0

(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。

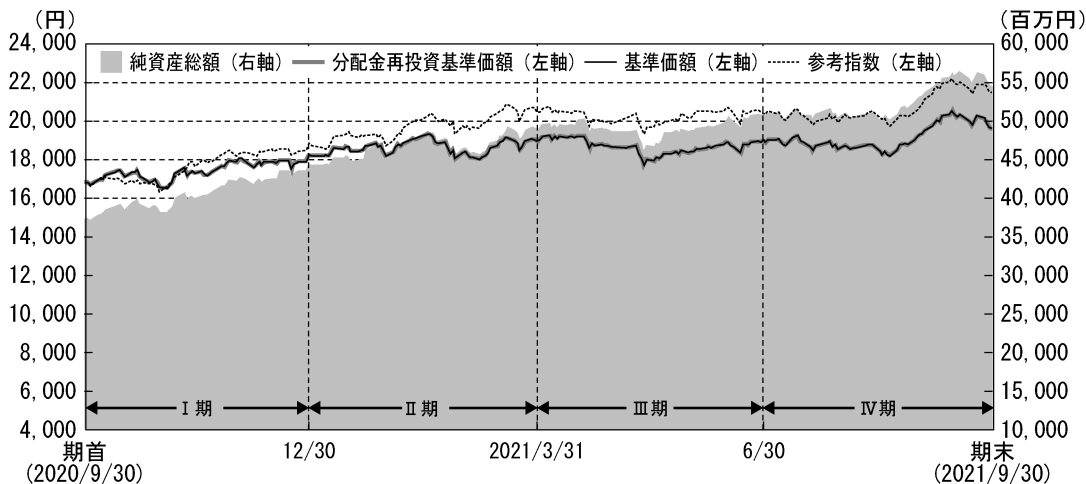
(注) ひふみ年金は親投資信託を組み入れますので、株式組入比率および投資信託証券組入比率は実質比率を記載しております。

(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

(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。

**■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つ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つ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面も大きい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、商品市況高等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TOPIX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HOYA（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いません。

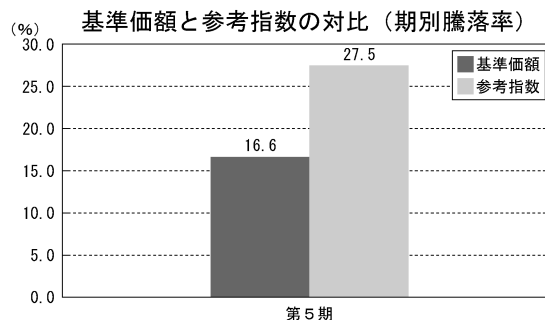
### Ⅳ期：政治リスクとサプライチェーン供給問題の影響を受けた期間（2021年7月～2021年9月）

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ましたと考えています。

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えます。

当期は相場についていき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」とメッセージを發しました。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思えます。



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。一昔前は円安イン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 (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)	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。

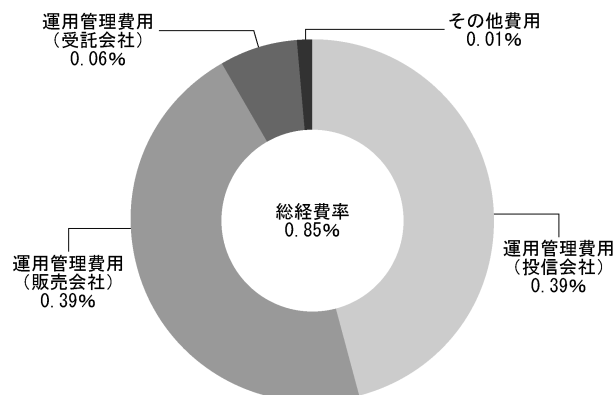
(注) 売買委託手数料、有価証券取引税およびその他費用は、ひふみ年金が組み入れているひふみ投信マザーファンドが支払った金額のうち、ひふみ年金に対応するものを含みます。

(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。

## ○売買及び取引の状況

## 親投資信託受益証券の設定、解約状況

(2020年10月1日～2021年9月30日)

銘柄	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 2,501,812	千円 12,395,000	千口 495,703	千円 2,493,000

(注) 単位未満は切捨てです。

## ○株式売買比率

## 株式売買金額の平均組入株式時価総額に対する割合

(2020年10月1日～2021年9月30日)

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	563,315,607千円
(b) 期中の平均組入株式時価総額	644,280,025千円
(c) 売買高比率 ( a ) / ( b )	0.87

(注) (b)は各月末現在の組入株式時価総額の平均です。

(注) 外貨建資産については、(a)は各月末(決算日の属する月については決算日)のわが国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、(b)は各月末の同仲値で換算した邦貨金額合計の平均です。

(注) 単位未満は切捨てです。

## ○利害関係人との取引状況等

(2020年10月1日～2021年9月30日)

## (1) ひふみ投信マザーファンドにおける期中の利害関係人との取引状況

区 分	当 期					
	買付額等 A	うち利害関係人 との取引状況B	B/A	売付額等 C	うち利害関係人 との取引状況D	D/C
株 式	百万円 271,458	百万円 6,247	% 2.3	百万円 291,857	百万円 8,240	% 2.8
為替直物取引	20,903	—	—	35,552	—	—

(注) 平均保有割合 7.1%

(注) 平均保有割合とは、親投資信託の残存口数の合計に対するひふみ年金の親投資信託所有口数の割合です。

## (2) ひふみ投信マザーファンドにおける利害関係人の発行する有価証券等

種 類	当 期		
	買付額	売付額	期末保有額
株 式	百万円 —	百万円 1,071	百万円 1,432

**(3) 期中の売買委託手数料総額に対する利害関係人への支払比率**

項 目	当 期
売 買 委 託 手 数 料 総 額 (A)	52,983千円
う ち 利 害 関 係 人 へ の 支 払 額 (B)	1,386千円
(B) / (A)	2.6%

(注) 売買委託手数料およびその他費用は、ひふみ年金が組み入れている親投資信託が支払った金額のうち、ひふみ年金に対応するものを含まず。

※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あり、当期における当ファンドに係る利害関係人とは株式会社SBI証券、メディカル・データ・ビジョン株式会社です。

**○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。

**○組入資産の明細****親投資信託残高**

(2021年9月30日現在)

銘 柄	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 8,284,841	千口 10,290,951	千円 54,583,205

(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**

(2021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	千円 54,583,205	% 99.6
コ ー ル ・ ロ ー ン 等 、 そ の 他	214,554	0.4
投 資 信 託 財 産 総 額	54,797,759	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(84,488,042千円)の投資信託財産総額(767,652,302千円)に対する比率は11.0%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=111.92円、1ユーロ=129.86円、1イギリスポンド=150.43円、1ノルウェークローネ=12.78円、1フィリピンペソ=2.2004円、1オフショア人民元=17.2945円です。

## ○資産、負債、元本及び基準価額の状況

(2021年9月30日)現在

項 目	当期末
(A) 資 産	54,797,759,831円
コ ー ル ・ ロ ー ン 等	214,554,142
ひふみ投信マザーファンド(評価額)	54,583,205,689
(B) 負 債	296,616,016
未 払 解 約 金	83,158,207
未 払 信 託 報 酬	212,577,692
未 払 利 息	117
そ の 他 未 払 費 用	880,000
(C) 純 資 産 総 額 ( A - B )	54,501,143,815
元 本	27,788,594,330
次 期 繰 越 損 益 金	26,712,549,485
(D) 受 益 権 総 口 数	27,788,594,330口
1 万 口 当 り 基 準 価 額 ( C / D )	19,613円

(注) 期首元本額 22,212,170,261円

期中追加設定元本額 11,304,545,523円

期中一部解約元本額 5,728,121,454円

(注) 1口当り純資産額は1,9613円です。

## ○損益の状況

自 2020年10月 1 日 至 2021年 9 月 30 日

項 目	当 期
(A) 配 当 等 収 益	△ 32,607円
受 取 利 息	218
支 払 利 息	△ 32,825
(B) 有 価 証 券 売 買 損 益	6,481,346,707
売 買 損 益	7,303,203,981
売 買 損 益	△ 821,857,274
(C) 信 託 報 酬 等	△ 395,205,981
(D) 当 期 損 益 金 ( A + B + C )	6,086,108,119
(E) 前 期 繰 越 損 益 金	4,423,595,530
(F) 追 加 信 託 差 損 益 金	16,202,845,836
( 配 当 等 相 当 額 )	( 7,855,261,304)
( 売 買 損 益 相 当 額 )	( 8,347,584,532)
(G) 計 ( D + E + F )	26,712,549,485
(H) 収 益 分 配 金	0
次 期 繰 越 損 益 金 ( G + H )	26,712,549,485
追 加 信 託 差 損 益 金	16,202,845,836
( 配 当 等 相 当 額 )	( 7,879,491,537)
( 売 買 損 益 相 当 額 )	( 8,323,354,299)
分 配 準 備 積 立 金	10,509,703,649

(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(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口当り9,612円)ですが、当期に分配した金額はありません。

## 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の視点での経営者、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なります。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。

# ひふみ投信マザーファンド

## 運用報告書

第10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）

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環境を勘案して、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對して、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） （参考指数）		資産の内訳			純資産 総額
	円	期中騰落率	期中騰落率	株式組入比率	投資信託証券組入比率	現金比率		
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
9期(2020年9月30日)	45,120	24.6	2,536.14	4.9	94.2	1.0	4.8	656,738
10期(2021年9月30日)	53,040	17.6	3,234.08	27.5	93.6	1.0	5.4	743,365

（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、純資産総額より有価証券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)		資産の内訳		
		騰落率	(参考指数)	騰落率	株式組入比率	投資信託証券組入比率	現金比率
(期首) 2020年9月30日	円 45,120	% —	2,536.14	% —	% 94.2	% 1.0	% 4.8
10月末	44,404	△ 1.6	2,464.21	△ 2.8	94.9	1.0	4.1
11月末	47,956	6.3	2,738.72	8.0	97.7	0.9	1.4
12月末	48,910	8.4	2,819.93	11.2	98.3	0.9	0.8
2021年1月末	48,973	8.5	2,826.50	11.4	98.3	0.9	0.8
2月末	48,583	7.7	2,914.58	14.9	96.0	1.0	3.0
3月末	51,079	13.2	3,080.87	21.5	95.3	1.0	3.7
4月末	50,240	11.3	2,993.46	18.0	95.9	1.0	3.1
5月末	49,520	9.8	3,034.76	19.7	96.2	1.0	2.8
6月末	51,285	13.7	3,070.81	21.1	96.9	1.1	2.0
7月末	50,030	10.9	3,003.91	18.4	95.9	1.1	3.0
8月末	51,885	15.0	3,099.08	22.2	90.7	1.1	8.3
(期末) 2021年9月30日	53,040	17.6	3,234.08	27.5	93.6	1.0	5.4

(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。

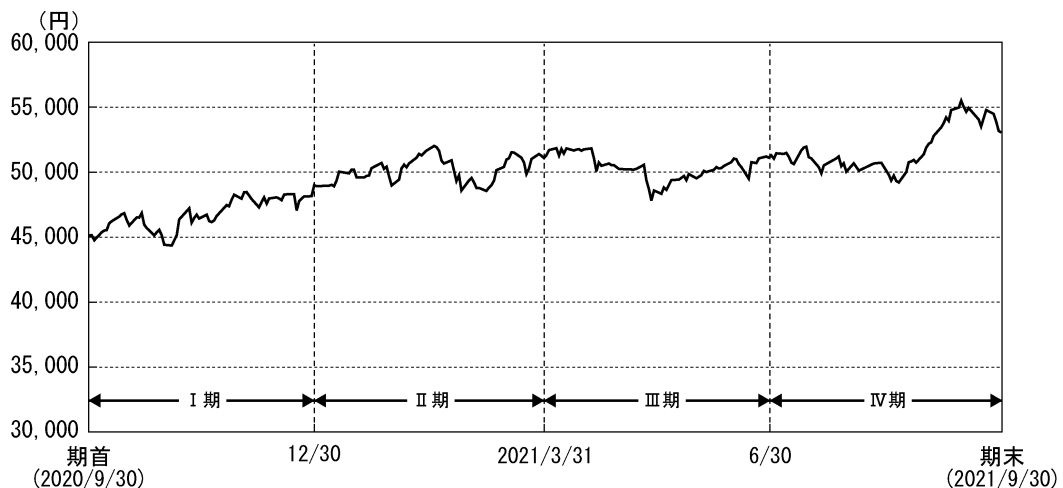
(注) 現金比率とは、純資産総額より株式時価総額を差し引いたコール・その他資産の合計を純資産総額で除したものです。

(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 (2020年10月1日～2021年9月30日)





## ■基準価額の主な変動要因

第10期のひふみ投信マザーファンドは17.6%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、ひふみ投信マザーファンドは8.4%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9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、ひふみ投信マザーファンドは4.4%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増え始めたため、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、ひふみ投信マザーファンドは0.4%の上昇となりました。

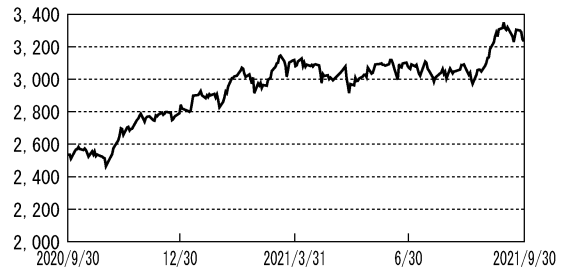
### Ⅳ期：政治リスクとサプライチェーン供給問題の影響を受けた期間（2021年7月～2021年9月）

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、ひふみ投信マザーファンドは3.4%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。

## ■投資環境について

第10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17.6%上昇しました。

東証株価指数（配当込み）



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面も大きい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迎え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

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9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行きました。国内では、3月に日銀が株の購買スタンスをTOPIX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いません。

### 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ましたと考えています。

Ⅳ期で投資した銘柄以外は、ひふみ投信マザーファンドが得意とする「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。

## ○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えます。

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」とメッセージを發しましたが、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思えます。

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なっていません。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。これはひふみ投信マザーファンド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。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 (2020年10月1日~2021年9月30日)		項 目 の 概 要
	金 額	比 率	
(a) 売買委託手数料 (株 式)	54円 (54)	0.111% (0.111)	(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)	1 (1)	0.001 (0.001)	(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)	2 (2)	0.004 (0.004)	(c) 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	57	0.116	

期中の平均基準価額は、48,998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 (2020年10月1日~2021年9月30日)

## (1) 株式

		買 付		売 付	
		株 数	金 額	株 数	金 額
国内	上場	千株 93,398 (△35,692)	千円 247,113,669 (99,662)	千株 147,869 (230)	千円 234,914,851 (-)
	アメリカ	百株 15,300 (18,000)	千米ドル 197,203 (-)	百株 50,000	千米ドル 476,310
外国	ユーロ		千ユーロ		千ユーロ
	オランダ	790	14,167	-	-
	イギリス	7,410	千イギリスポンド 2,088	-	千イギリスポンド -
	ノルウェー	2,769	千ノルウェークローネ 68,317	-	千ノルウェークローネ -
	香港	-	千香港ドル -	1,279,000	千香港ドル 221,936
	フィリピン	-	千フィリピンペソ -	39,191	千フィリピンペソ 133,227
	中国	-	千オフショア人民元 -	24,000	千オフショア人民元 130,235

(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。

## (2) 新株予約権証券

	買 付		売 付	
	証 券 数	金 額	証 券 数	金 額
国内	証 券 -	千円 -	証 券 -	千円 -
	(230,700)	(-)	(230,700)	(-)

(注) ( )内は、権利行使及び権利行使期間満了等による増減分です。

## ○株式売買比率

## 株式売買金額の平均組入株式時価総額に対する割合

(2020年10月1日～2021年9月30日)

項 目	当 期
(a) 期 中 の 株 式 売 買 金 額	563,315,607千円
(b) 期 中 の 平 均 組 入 株 式 時 価 総 額	644,280,025千円
(c) 売 買 高 比 率 ( a ) / ( b )	0.87

(注) (b)は各月末現在の組入株式時価総額の平均です。

(注) 外貨建資産については、(a)は各月末(決算日の属する月については決算日)のわが国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、(b)は各月末の同仲値で換算した邦貨金額合計の平均です。

(注) 金額の単位未満は切捨てです。

## ○主要な売買銘柄(2020年10月1日～2021年9月30日)

## 株式(上位10銘柄)

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
HOYA	630	9,152,157	14,527	BILIBILI INC.(アメリカ)	1,400	16,595,086	11,853
エイチ・アイ・エス	3,821.9	9,122,823	2,386	富士通	538.1	8,265,624	15,360
三菱商事	2,859.1	8,855,208	3,097	ダイキン工業	337.8	7,462,070	22,090
川崎重工業	3,067.7	7,830,943	2,552	花王	1,050	7,039,886	6,704
花王	1,050	7,489,760	7,133	東京センチュリー	1,023.6	7,010,128	6,848
三菱UFJフィナンシャル・グループ	11,532.9	7,257,718	629	シスメックス	650.1	6,899,762	10,613
味の素	2,199.1	6,708,747	3,050	ジャフコ グループ	1,127.6	6,850,242	6,075
第一生命ホールディングス	2,513.8	5,986,969	2,381	DOMINO'S PIZZA, INC.(アメリカ)	150	6,697,350	44,649
IHI	2,773	5,935,498	2,140	ファナック	250.1	6,030,997	24,114
エーザイ	561.7	5,850,926	10,416	ZOOM VIDEO COMMUNICATIONS, INC.(アメリカ)	130	5,672,532	43,634

(注) 金額は受渡代金です。

(注) 金額・平均単価の単位未満は切捨てです。

## ○利害関係人との取引状況等(2020年10月1日～2021年9月30日)

## (1) 期中の利害関係人との取引状況

区 分	当 期					
	買付額等 A	うち利害関係人 との取引状況B	B/A	売付額等 C	うち利害関係人 との取引状況D	D/C
	百万円	百万円	%	百万円	百万円	%
株 式	271,458	6,247	2.3	291,857	8,240	2.8
為 替 直 物 取 引	20,903	—	—	35,552	—	—

## (2) 利害関係人の発行する有価証券等

種 類	当 期		
	買 付 額	売 付 額	期末保有額
	百万円	百万円	百万円
株 式	—	1,071	1,432

### (3) 期中の売買委託手数料総額に対する利害関係人への支払比率

項 目	当 期
売 買 委 託 手 数 料 総 額 (A)	738,091千円
う ち 利 害 関 係 人 へ の 支 払 額 (B)	19,126千円
(B) / (A)	2.6%

※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あり、当期における当ファンドに係る利害関係人とは株式会社SBI証券、メディカル・データ・ビジョン株式会社です。

### ○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。

### ○組入資産の明細 (2021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	千株	千円
水産・農林業 (一%)				
極 洋	166.8	-	-	-
建設業 (5.5%)				
ショーボンドホールディングス	2,370.8	1,619.2	8,031,232	
ミライト・ホールディングス	4,693.7	4,443.7	9,882,788	
オリエンタル白石	-	5,807.7	1,550,655	
熊 谷 組	581.2	300.8	873,222	
ビーエス三菱	341.7	99.4	63,516	
五 洋 建 設	4,195	2,661.2	2,030,495	
住 友 電 設	50	-	-	
協和エクシオ	3,001.5	2,613.5	7,184,511	
九 電 工	2,203.3	1,464.7	5,434,037	
OSJBホールディングス	6,369.4	-	-	
食 料 品 (4.7%)				
岩 塚 製 菓	32.6	19.9	79,500	
寿 ス ビ リ ッ ツ	-	575.7	4,415,619	
森 永 乳 業	300	321.5	2,250,500	
宝 ホールディングス	4,374.2	2,898.3	4,692,347	
プレミアムウォーターホールディングス	2,047.6	2,364.5	7,329,950	
味 の 素	-	2,199.1	7,270,224	
エ ス ビ ー 食 品	178	174.1	801,730	
や ま み	249.7	249.7	516,629	
ニ チ レ イ	150	-	-	
ヨシムラ・フード・ホールディングス	1,031.8	1,031.8	782,104	
ケンコーマヨネーズ	1,087.1	1,035.5	1,692,007	
織 維 製 品 (0.9%)				
グ ン ゼ	1,316.8	1,286.2	5,620,694	
ワコールホールディングス	145.4	-	-	
ホギメディカル	72.5	52.5	167,737	

銘 柄	期首(前期末)		当 期 末	
	株 数	株 数	株 数	評 価 額
	千株	千株	千株	千円
T S I ホールディングス	1,967	-	-	
パルプ・紙 (0.5%)				
レ ン ゴ ー	2,355.1	2,355.1	2,065,422	
朝 日 印 刷	1,222	1,222	1,071,694	
化 学 (6.5%)				
ク レ ハ	731.8	681.8	5,188,498	
日本酸素ホールディングス	2,126.9	2,619.2	7,373,048	
J S R	-	-	797.3	3,233,051
東 京 応 化 工 業	1,133.4	1,070.7	7,377,123	
日 本 ゼ オ ン	600	363.7	574,646	
ミ ラ イ ア ル	255.4	210.3	339,213	
カーリットホールディングス	148.5	97.3	86,986	
トリケミカル研究所	555.4	1,569.6	5,320,944	
T & K T O K A	152.6	131.1	109,992	
富士フィルムホールディングス	25.2	364.3	3,511,487	
資 生 堂	334.7	-	-	
ミ ル ボ ン	-	21.7	148,645	
コ ー セ ー	-	15.4	206,052	
上 村 工 業	161.8	313.2	1,417,230	
メ ッ ク	725.5	633.2	2,029,406	
タ カ ラ バ イ オ	-	262.9	832,078	
レ ッ ク	579.2	-	-	
信 越 ポ リ マ ー	964.9	724.5	762,174	
ニ フ コ	-	930	3,241,050	
医 薬 品 (0.8%)				
エ ー ザ イ	-	288.7	2,423,925	
富 士 製 薬 工 業	459.8	325.9	381,303	
ヘ リ オ ス	162.6	162.6	317,720	
ソレイジア・ファーマ	-	3,467.7	423,059	



銘柄	期首(前期末)	当 期 末	
	株数	株数	評価額
	千株	千株	千円
モダリス	1,395	1,395	1,881,855
ゴム製品 (0.3%)	—	935.5	1,875,677
TOYO TIRE	—	935.5	1,875,677
ガラス・土石製品 (0.1%)	265.1	191.2	717,000
日東紡績	265.1	191.2	717,000
非鉄金属 (0.1%)	90.3	—	—
東邦亜鉛	90.3	—	—
フジクラ	3,218.5	668.8	443,414
金属製品 (0.5%)	190	214.3	2,627,318
リンナイ	190	214.3	2,627,318
日東精工工業	952.9	589.6	392,084
三益半導体工業	406	—	—
機械 (6.8%)	1,243.3	969.2	4,351,708
三浦工業	1,243.3	969.2	4,351,708
NITTO K U	78.8	168.8	743,564
A C S	328	220.4	509,344
オプトラ	150	150	350,850
ヤマシンフィルタ	2,699.9	2,358.6	1,556,676
やまびこ	—	100	124,100
S M C	106.1	83	5,816,640
ユニオンツール	56.7	53.4	210,663
日精エー・エス・ビー機械	—	180.8	696,080
サトーホールディングス	579.8	579.8	1,581,694
小松製作所	—	537.7	1,449,101
井関農機	402.7	174.8	292,090
T O W A	135.6	52.4	134,353
ダイキン工業	337.8	—	—
キト	—	74	133,792
竹内製作所	—	104.6	272,901
アマノ	3,455.5	2,617	7,526,492
セガサミーホールディングス	—	2,685.2	4,277,523
マキタ	—	841	5,172,150
I H I	—	2,773	7,961,283
電気機器 (13.1%)	1,836.7	1,019	6,317,800
イビデン	1,836.7	1,019	6,317,800
富士電機	—	80	408,800
安川電機	1,000	674.2	3,640,680
日本電産	200	294.9	3,662,658
ダイヘン	—	78.6	387,891
オムロン	—	170	1,887,000
日東工業	1,136.9	913.9	1,604,808
I D E C	301.8	301.8	668,185
エスケーエレクトロニクス	63.4	—	—
日本電通	794.2	797.8	4,842,646
富士気興	538.1	225.6	4,581,936
電気興業	102.1	46.3	117,972
アルパック	91.8	402	2,576,820
エレクトラム	729	1,035	1,855,755

銘柄	期首(前期末)	当 期 末	
	株数	株数	評価額
	千株	千株	千円
アンリツ	3,188.9	2,588.9	5,177,800
ソニーグループ	1,000	600	7,473,000
タムラ製作所	200	100	73,100
ヨコオ	439	439	1,104,963
ヒロセ電機	97.9	137.9	2,569,077
スミダコーポレーション	3,123.6	3,043.2	3,807,043
アイコム	55.8	—	—
掘場製作所	50	299.2	2,345,728
キーエンス	103.7	35.1	2,351,700
シスメックス	650.1	93.4	1,301,062
日本マイクロニクス	1,310.5	919.9	1,332,935
O B A R A G R O U P	214.8	208.3	812,370
山一電機	1,426.6	1,383	2,295,780
日本電子	—	485.6	3,986,776
ファナック	250.1	—	—
芝浦電機	476.3	257.2	1,589,496
村田製作所	970	820.8	8,175,168
小糸製作所	—	563.6	3,798,664
東京エレクトロン	7.7	58.1	2,885,827
輸送用機器 (2.2%)	—	3,067.7	7,997,493
川崎重工業	—	3,067.7	7,997,493
トヨタ自動車	—	3,180	6,360,000
精密機器 (4.5%)	991.2	1,134.5	5,995,832
テルモ	991.2	1,134.5	5,995,832
日本エム・ディ・エム	890.4	890.4	2,008,742
東京精密	110.6	—	—
マニ	1,114.4	1,114.4	2,378,129
トプコン	2,072.2	2,341.7	4,556,948
タムロン	—	32.2	85,909
H O Y A	—	583.5	10,196,662
シード	1,035.2	935.2	672,408
朝日インテック	1,436.3	838.7	2,574,809
その他製品 (0.8%)	547.1	281.6	1,382,656
スノーピーク	547.1	281.6	1,382,656
前田工業	340.3	357.8	1,186,107
フジシルインターナショナル	1,006.2	1,006.2	2,441,041
N I S S H A	—	238	426,258
ピジョン	50	12	31,200
電気・ガス業 (0.1%)	350.9	290.1	448,494
北海道瓦斯	350.9	290.1	448,494
陸運業 (1.9%)	211.7	347.5	1,468,187
S B S ホールディングス	211.7	347.5	1,468,187
富士急行	—	100.1	480,980
丸池運輸	145.5	33	42,306
鴻和運輸機関	1,612.6	3,045.2	4,890,591
C & F ロジホールディングス	300.2	282.5	477,707
S G ホールディングス	1,182.5	1,567.9	4,985,922

銘柄	期首(前期末)	当 期 末	
	株数	株数	評価額
	千株	千株	千円
海 運 業 (0.3%)			
日 本 郵 船	—	230	1,943,500
空 運 業 (0.6%)			
日 本 航 空	—	1,500	3,997,500
倉庫・運輸関連業 (0.3%)			
ト ラ ン コ ム	224.4	221.8	1,818,760
情 報 ・ 通 信 業 (18.5%)			
C A I C A	106,948.4	—	—
デ ジ タ ル ア ー ツ	449.1	449.1	4,068,846
ク シ ム	230.7	115.8	42,267
コーエーテックホールディングス	204.9	—	—
デジタルハーツホールディングス	1,700.6	1,751	3,512,506
じ げ ん	6,342.2	2,614.3	1,077,091
フ ィ ッ ク ス タ ー ズ	1,914.8	1,908.3	1,509,465
S H I F T	643.4	424.1	10,089,339
テ ク マ ト リ ッ ク ス	1,635	1,572.2	3,174,271
GMOペイメントゲートウェイ	468.5	523.3	7,420,394
インターネットイニシアティブ	617.3	2,605.8	10,149,591
フ ィ ス コ	977.2	—	—
コ ム チ ュ ア	60	79.2	246,312
マ ー ク ラ イ ン ズ	822.9	790.1	2,465,112
メディカル・データ・ビジョン	1,575.8	917.8	1,432,685
ネ オ ジ ャ パ ン	347.1	318.1	522,956
ラ ク ス	2,065.2	969.4	3,833,977
オ ー ブ ン ド ア	199.3	271	779,125
チ ェ ン ジ	—	61.1	142,729
ユ ー ザ ベ ース	744.1	677.3	1,655,321
セ グ エ グ ル ー プ	1,032	793	643,123
マ ク ロ ミ ル	3,027	2,456.5	2,036,438
PKSHA Technology	190.5	138.1	264,737
マネーフォワード	745	793.1	6,336,869
Sun Asterisk	690.1	690.1	1,568,597
コ コ ペ リ	—	40	141,600
W A C U L	—	169.9	365,624
イ ン フ オ コ ム	1,711.5	1,315.8	3,142,130
H E R O Z	311.4	311.4	611,589
I P S	588.1	631	1,309,325
ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス	1,407.6	1,386	2,672,208
W e l b y	56.8	46.8	44,460
マ ク ア ケ	179.8	—	—
J M D C	260	296.9	2,286,130
J T O W E R	946.4	816.4	7,143,500
ロ コ ガ イ ド	119.1	119.1	322,761
オ ー ビ ッ ク	118.2	149.4	3,192,678
Z ホールディングス	11,500	9,912.9	7,114,488
大 塚 商 会	700	700	4,018,000
電通国際情報サービス	483.1	945.7	3,986,125
デジタルガレージ	466.1	408.2	2,094,066

銘柄	期首(前期末)	当 期 末	
	株数	株数	評価額
	千株	千株	千円
ネットワンシステムズ	765.5	69.2	254,656
日 本 電 信 電 話	165.9	1,400	4,319,000
光 通 信	293.5	123.2	2,327,248
ア イ ネ ッ ト	1,312.5	1,271.1	1,743,949
エヌ・ティ・ティ・データ	—	858.4	1,858,436
シ ー イ ー シ ー	706.8	331.9	438,439
S C S K	—	585.5	1,385,293
富士ソフト	594.4	594.4	3,489,128
コナミホールディングス	—	95.2	669,256
卸 売 業 (7.0%)			
あい ホールディングス	3,935.1	3,422.8	8,122,304
ク ロ ス プ ラ ス	243.4	—	—
シップヘルスケアホールディングス	741.2	1,296.7	3,739,682
デリカフーズホールディングス	673.8	629.6	410,499
小 野 建	340.7	211.1	352,325
松 田 産 業	280.1	222.5	647,920
ド ウ シ ヤ	1,870.6	1,620.4	2,847,042
BuySell Technologies	39.8	79.6	354,618
カクヤスグループ	435.9	435.9	941,979
兼 菱 商 事	4,641.2	3,361.4	4,675,707
三 菱 商 事	—	2,626.7	9,288,011
サ ン リ オ	—	596.5	1,541,952
P A L T A C	324.7	254.3	1,284,215
バリュエンスホールディングス	634.7	572.8	1,824,368
ト ラ ス コ 中 山	1,802.5	1,802.5	5,238,065
ミスミグループ本社	278.4	656.6	3,122,133
小 売 業 (5.7%)			
セ リ ア	1,604.7	1,380.6	5,398,146
ジンズホールディングス	505.9	482.3	3,940,391
M o n o t a R O	400	1,865.3	4,708,017
物語コーポレーション	—	167.9	1,316,336
ジョイフル本田	140	—	—
鳥貴族ホールディングス	756.7	671.4	1,493,865
B E E N O S	758.1	758.1	2,403,177
トリドールホールディングス	1,017.6	913.3	2,569,112
ベガコーポレーション	115.6	66.9	80,413
アレンザホールディングス	534.5	458.9	652,096
クスリのアオキホールディングス	266.2	63.3	486,777
ほ ぼ 日	143.4	143.4	572,166
ア ル ビ ス	176.8	174.1	415,228
G ー フ ホールディングス	344	492.4	1,010,897
幸楽苑ホールディングス	226.4	196.4	302,063
V T ホールディングス	2,349.7	2,349.7	1,297,034
ポ ブ ラ	398.1	175.6	39,685
NEW ART HOLDINGS	—	5	6,080
薬王堂ホールディングス	1,137.3	964.7	2,344,221
日 本 瓦 斯	1,262	2,717	4,181,463
ロイヤルホールディングス	263.6	163.6	368,754

銘柄	期首(前期末)		
	株数	株数	評価額
	千株	千株	千円
コメリ	1,038	526.4	1,422,859
丸井グループ	470	470	1,020,840
シルバライフ	-	154.9	256,359
王将フードサービス	28.4	7.8	47,736
銀行業 (0.6%)			
三菱UFJフィナンシャル・グループ	-	5,532.9	3,640,094
証券、商品先物取引業 (0.7%)			
ジャフコグループ	1,733.9	606.3	4,353,234
野村ホールディングス	-	518	286,764
保険業 (1.0%)			
第一生命ホールディングス	-	1,513.8	3,743,627
東京海上ホールディングス	-	411.6	2,478,243
その他金融業 (1.1%)			
全国保証	-	147.9	807,534
アルヒ	1,570.2	-	-
プレミアグループ	-	224.4	783,156
東京センチュリー	1,642.8	719.2	4,552,536
オリックス	-	334.6	706,006
不動産業 (1.6%)			
スター・マイカ・ホールディングス	755.2	755.2	1,165,273
イーグランド	156.6	116.9	189,494
ケイアイスター不動産	-	60	341,400
ティーケービー	522.1	522.1	987,813
ジェイ・エス・ビー	769.6	759.7	2,374,062
毎日コムネット	425.1	415.1	323,362
カチタス	1,265.6	1,265.6	5,018,104
サービス業 (13.3%)			
エス・エム・エス	689.3	904.1	3,693,248
パーソルホールディングス	46.6	-	-
学情	1,334.8	1,220.1	1,556,847
デジタルホールディングス	975	643.6	1,196,452
ベネフィット・ワン	849.2	705.9	3,727,152
エムスリー	395.2	400	3,196,800
アウトソーシング	196.4	1,058	2,142,450
ワールドホールディングス	986.2	646.4	1,868,096
タカミヤ	1,795	1,746.7	852,389
ジャパンベストレスキューシステム	-	186.4	235,236
ライク	2,310.6	2,042.8	3,907,876
エスピーール	2,484	2,358	2,468,826

銘柄	期首(前期末)			
	株数	株数	評価額	
	千株	千株	千円	
テイア	1,620.2	1,620.2	808,479	
プレステージ・インターナショナル	2,178.8	1,894.2	1,449,063	
ドリームインキュベータ	569.8	373.3	322,157	
シーティエス	1,047.2	964.6	777,467	
リソエ教育	-	1,147.4	504,856	
サイバーエージェント	20	1,377.6	2,983,881	
G u n o s y	2,872.6	2,637.5	1,949,112	
ジャパンマテリアル	3,567.1	3,567.1	4,655,065	
ベクトル	1,421	920.2	1,069,272	
チャーム・ケア・コーポレーション	1,940	1,974.1	3,549,431	
I B J	-	956.7	1,085,854	
M&Aキャピタルパートナーズ	156.6	-	-	
エラエン	60	48.9	63,570	
メタックス	225.6	-	-	
L I T A L I C O	557.5	-	-	
インソース	-	133.7	291,332	
ジャパンエレベーターサービスホールディングス	300	824.4	2,123,654	
F r i n g e 8 1	990.6	990.6	318,973	
ツナググループ・ホールディングス	157	-	-	
ソウルドアウト	446.8	440.3	721,211	
キュービーネットホールディングス	252.7	242.9	487,500	
R P A ホールディングス	865	109	63,220	
日本ホスピスホールディングス	35.2	55.6	116,482	
アンビスホールディングス	134.2	114.8	924,140	
フォースタートアップス	124.2	90.3	383,775	
グッドパッチ	-	209.6	565,920	
L I T A L I C O	-	1,115	3,919,225	
アйдマ・ホールディングス	-	310.3	1,722,165	
リログループ	1,389.3	-	-	
エイチ・アイ・エス	-	1,880.7	5,553,707	
共立メンテナンス	89.2	758.8	3,312,162	
カナモト	1,910.2	1,513.6	3,971,686	
トランス・コスモス	1,756.7	1,742.1	6,384,796	
日本管財	-	98	252,448	
船井総研ホールディングス	1,470.5	1,396.5	4,245,360	
ダイセキ	487.9	1,097.7	5,362,264	
合計	株数・金額	333,739	243,346	637,844,915
	銘柄数<比率>	234	266	<85.8%>

(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) -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.	1,000	1,000	22,668	2,537,002	ソフトウェア・サービス	
SALESFORCE.COM, INC.	2,000	2,000	54,100	6,054,872	ソフトウェア・サービス	
SKECHERS U.S.A., INC.	4,000	2,000	8,576	959,825	耐久消費財・アパレル	
NEW ORIENTAL EDUCATION & TECHNOLOGY GROUP	4,000	—	—	—	消費者サービス	
VEEVA SYSTEMS INC.	1,500	1,000	28,294	3,166,664	ヘルスケア機器・サービス	
DOMINO'S PIZZA, INC.	1,500	—	—	—	消費者サービス	
ACCENTURE PLC	1,900	1,900	61,470	6,879,800	ソフトウェア・サービス	
MASTEC, INC.	—	1,000	8,848	990,268	資本財	
OAK STREET HEALTH INC	—	2,000	8,916	997,878	ヘルスケア機器・サービス	
YETI HOLDINGS, INC.	—	1,200	10,533	1,178,920	耐久消費財・アパレル	
(米国・・・米国店頭市場)						
MICROSOFT CORPORATION	2,500	3,300	93,720	10,489,142	ソフトウェア・サービス	
NETFLIX, INC.	1,000	—	—	—	メディア・娯楽	
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE, INC.	—	500	7,580	848,353	メディア・娯楽	
OLLIE'S BARGAIN OUTLET HOLDINGS, INC.	5,500	—	—	—	小売	
BILIBILI INC.	14,000	—	—	—	メディア・娯楽	
QUALCOMM INCORPORATED	3,000	3,000	38,784	4,340,705	半導体・半導体製造装置	
ZOOM VIDEO COMMUNICATIONS, INC.	1,300	—	—	—	ソフトウェア・サービス	
FIVE BELOW, INC.	—	2,000	37,200	4,163,424	小売	
UPWORK INC.	—	2,200	9,684	1,083,878	商業・専門サービス	
SURGERY PARTNERS INC	—	2,400	10,161	1,137,286	ヘルスケア機器・サービス	
COINBASE GLOBAL INC -CLASS A	—	1,000	22,528	2,521,333	各種金融	
小 計	株 数 ・ 金 額	43,200	26,500	423,064	47,349,356	
	銘柄数 < 比率 >	13	15	—	< 6.4% >	
(ユーロ・・・オランダ)				千ユーロ		
KONINKLIJKE DSM N.V.	—	790	13,615	1,768,128	素材	
ユーロ計	株 数 ・ 金 額	—	790	13,615	1,768,128	
	銘柄数 < 比率 >	—	1	—	< 0.2% >	
(イギリス・・・英国市場)				千イギリスポンド		
BOOHOO GROUP PLC	—	7,410	1,897	285,382	小売	
小 計	株 数 ・ 金 額	—	7,410	1,897	285,382	
	銘柄数 < 比率 >	—	1	—	< 0.0% >	
(ノルウェー・・・オスロ市場)				千ノルウェークローネ		
SALMAR ASA	—	900	52,488	670,796	食品・飲料・タバコ	
ATLANTIC SAPPHIRE ASA	—	1,869	6,711	85,767	食品・飲料・タバコ	
小 計	株 数 ・ 金 額	—	2,769	59,199	756,564	
	銘柄数 < 比率 >	—	2	—	< 0.1% >	
(香港・・・香港市場)				千香港ドル		
SHENWAN HONGYUAN GROUP CO., LTD.	1,275,000	—	—	—	各種金融	
WH GROUP LIMITED	4,000	—	—	—	食品・飲料・タバコ	
小 計	株 数 ・ 金 額	1,279,000	—	—	—	
	銘柄数 < 比率 >	2	—	—	< -% >	
(フィリピン・・・フィリピン証券市場)				千フィリピンペソ		
AYALA LAND, INC.	312,897	273,706	904,598	1,990,478	不動産	
JOLLIBEE FOODS CORPORATION	57,554	57,554	1,128,070	2,482,205	消費者サービス	
小 計	株 数 ・ 金 額	370,451	331,260	2,032,668	4,472,683	
	銘柄数 < 比率 >	2	2	—	< 0.6% >	

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	
(中国)	百株	百株	千オフショア人民元	千円	
DONG-E-E-JIAOCO LTD-A	19,999	19,999	68,518	1,184,990	医薬品・バイオテクノロジー・ライフサイエンス
CHONGQING FULING ZHACAI-A	19,998	19,998	61,735	1,067,685	食品・飲料・タバコ
JIANGSU HENGSHUN VINEGAR-INDUSTRY CO-A	5,699	5,699	8,395	145,198	食品・飲料・タバコ
PING AN INSURANCE GROUP CO-A	24,000	—	—	—	保険
GREE ELECTRIC APPLIANCES I-A	10,000	10,000	39,300	679,673	耐久消費財・アパレル
小計	株数・金額	79,697	55,697	177,949	3,077,547
	銘柄数<比率>	5	4	—	<0.4%>
合計	株数・金額	1,772,349	424,428	—	57,709,662
	銘柄数<比率>	22	25	—	<7.8%>

(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捨てです。

(注) 一印は組み入れなしを表します。

### (3) 外国投資証券

銘柄	期首(前期末)		当期末		
	口数	口数	外貨建金額	邦貨換算金額	
(米国)	口	口	千米ドル	千円	
AMERICAN TOWER CORPORATION	250,000	250,000	67,502	7,554,879	
合計	口数・金額	250,000	250,000	67,502	7,554,879
	銘柄数<比率>	1	1	—	<1.0%>

(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評価額の比率です。

(注) 金額の単位未満は切捨てです。

### ○投資信託財産の構成

(2021年9月30日現在)

項目	当期末	
	評価額	比率
株	千円	%
式	695,554,577	90.6
投資証券	7,554,879	1.0
コール・ローン等、その他	64,542,846	8.4
投資信託財産総額	767,652,302	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(84,488,042千円)の投資信託財産総額(767,652,302千円)に対する比率は11.0%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=111.92円、1ユーロ=129.86円、1イギリスポンド=150.43円、1ノルウェークローネ=12.78円、1フィリピンペソ=2.2004円、1オフショア人民元=17.2945円です。

## ○資産、負債、元本及び基準価額の状況

(2021年9月30日)現在

項 目	当期末
(A) 資 産	767,652,302,402円
コ ー ル ・ ロ ー ン 等	43,895,032,920
株 式 ( 評 価 額 )	695,554,577,712
投 資 証 券 ( 評 価 額 )	7,554,879,800
未 収 入 金	17,627,267,997
未 収 配 当 金	3,020,543,973
(B) 負 債	24,286,419,964
未 払 金	23,973,234,023
未 払 解 約 金	313,172,000
未 払 利 息	13,941
(C) 純 資 産 総 額 ( A - B )	743,365,882,438
元 本	140,152,103,798
次 期 繰 越 損 益 金	603,213,778,640
(D) 受 益 権 総 口 数	140,152,103,798口
1 万 口 当 り 基 準 価 額 ( C / D )	53,040円

(注) 期首元本額 145,552,753,704円  
 期中追加設定元本額 20,459,884,785円  
 期中一部解約元本額 25,860,534,691円

(注) 1口当り純資産額は5,3040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	29,626,573,041円
ひふみプラス	92,069,115,853円
ひふみ年金	10,290,951,299円
ひふみらいと	31,499,762円
まるごとひふみ15	219,033,169円
まるごとひふみ50	1,906,257,246円
まるごとひふみ100	6,008,673,428円

## ○損益の状況

自 2020年10月1日 至 2021年9月30日

項 目	当 期
(A) 配 当 等 収 益	9,368,512,851円
受 取 配 当 金	9,371,439,848
受 取 利 息	34,862
そ の 他 収 益 金	80,610
支 払 利 息	△ 3,042,469
(B) 有 価 証 券 売 買 損 益	98,850,119,031
売 益	149,879,712,431
買 損	△ 51,029,593,400
(C) 保 管 費 用 等	△ 25,596,240
(D) 当 期 損 益 金 ( A + B + C )	108,193,035,642
(E) 前 期 繰 越 損 益 金	511,185,709,092
(F) 追 加 信 託 差 損 益 金	82,591,366,215
(G) 解 約 差 損 益 金	△ 98,756,332,309
(H) 計 ( D + E + F + G )	603,213,778,640
次 期 繰 越 損 益 金 ( H )	603,213,778,640

(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。