

# ひふみ投信

追加型投信／内外／株式

## 交付運用報告書

第11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）

### ひふみ投信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11期決算を迎えることができました。

リーマンショック真っ只中の2008年10月1日にスタートしたひふみ投信は、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、11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イス丸の内27F

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

■お電話によるお問い合わせ先  
コミュニケーション・センター 03-6266-0123  
受付時間：営業日の9時～17時

### 第11期末（2019年9月30日）

基準価額	45,304円
純資産総額	128,221百万円
第11期 (2018年10月2日～2019年9月30日)	
騰落率	△14.3%
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。

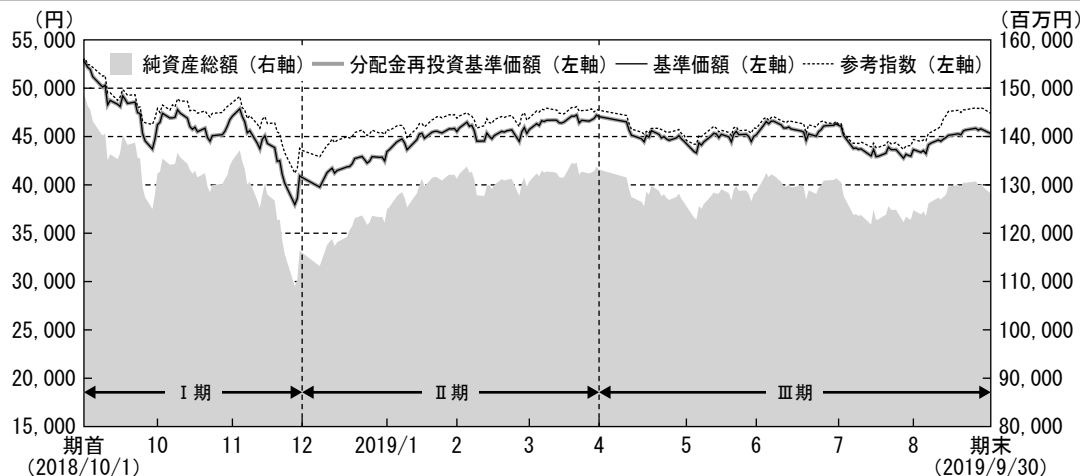
○ひふみ投信は、投資信託約款において運用報告書(全体版)に記載すべき事項を、電磁的方法によりご提供する旨を定めております。右記のURLを開く→「ひふみ投信」→「ひふみ投信 トップ」→「ひふみ投信情報」→「運用レポート・運用報告書」→「運用報告書」のページにおいて運用報告書(全体版)を閲覧及びダウンロードすることができます。

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

## 運用経過

## ■当期中の基準価額等の推移

(2018年10月2日から2019年9月30日まで)



期首：52,893円

期末：45,304円（既払分配金（税込み）：0円）

騰落率：△14.3%（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。

当期のひふみ投信は14.3%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の判断（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、ひふみ投信の基準価額は22.9%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投信の基準価額は15.4%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の基準価額は3.7%の下落となり、東証株価指数を下回る結果になりました。

## ■ 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)	475円 (218) (218) (39)	1.055% (0.485) (0.485) (0.086)	(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45,011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)	42 (42)	0.094 (0.094)	(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 (1)  (0) (0)	0.003 (0.002)  (0.001) (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	518	1.152	

(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。

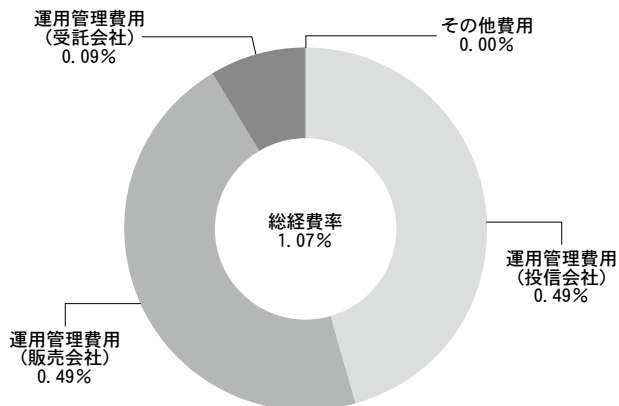
(注) 売買委託手数料、有価証券取引税およびその他費用は、ひふみ投信が組み入れているひふみ投信マザーファンドが支払った金額のうち、ひふみ投信に対応するものを含みます。

(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1.07%です。



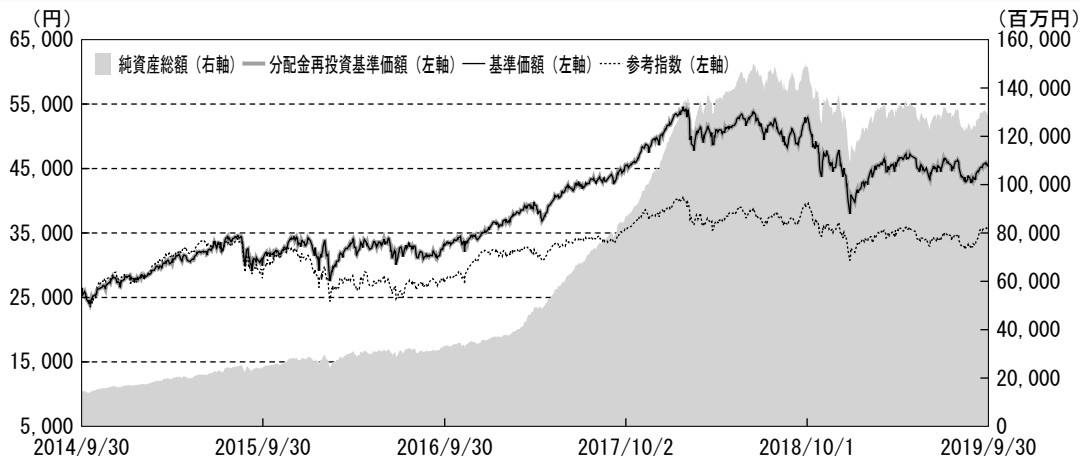
(注) 費用は、1万口当りの費用明細において用いた簡便法により算出したものです。

(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



	2014年9月30日 決算日	2015年9月30日 決算日	2016年9月30日 決算日	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
基準価額 (円)	26,484	30,864	33,072	45,440	52,893	45,304
期間分配金合計 (税込み) (円)	0	0	0	0	0	0
分配金再投資基準価額騰落率 (%)	—	16.5	7.2	37.4	16.4	△14.3
参考指数騰落率 (%)	—	8.4	△4.2	29.2	11.0	△10.4
純資産総額 (百万円)	14,920	24,323	33,135	86,844	148,943	128,221

(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、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。

(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

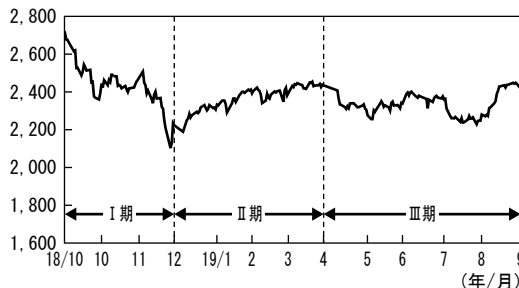
(2018年10月2日～2019年9月30日)

第11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14.3%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年以來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、

東証株価指数 (配当込み)



F R B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F R B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しました。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P M I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F R B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、F O M C（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、F O M C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、F R B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F O M C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、英国では合意無きE U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エ（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エ株の弱さが続き、日本株で見ても東証一部のバリュエ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、バリュエ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)

## &lt;ひふみ投信&gt;

第11期の基準価額は前期末より14.3%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入れ、期末の実質的な株式組入比率は98.3%としました。

## &lt;ひふみ投信マザーファンド&gt;

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。ひふみ投信の「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、困難ではありませんが、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「ひふみ投信を持っていて良かった」と思っていただけのような運用を今後も行なっていきたいと考えています。

「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なってきました。成長企業は日本だけではなく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。

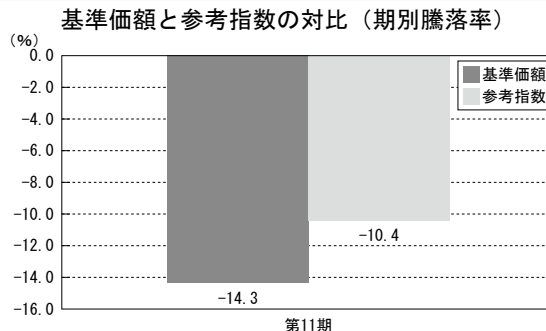
第Ⅱ期は一転して米中関係の悪化懸念が後退し、グローバルな景気後退懸念も最悪期を脱した気配を見せたことから、株式市場は大きく反発しました。第Ⅰ期の方針が功を奏し、東証株価指数（配当込み）を上回ることができました。第Ⅱ期は第Ⅰ期の投資方針に加えて、1) 好決算を受けて株価が大きく上昇した銘柄の一部売却、2) 半導体関連銘柄など業績回復期待が見込まれる企業の割合を上昇させる方針で臨みました。結果として、東京エレクトロン（8035）、HOYA（7741）、Ollie's Bargain Outlet Holdings（OLLI）などに投資しました。

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

ひふみ投信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投信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（516,247,380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（75,904,513,380円）および分配準備積立金（23,497,942,624円）より分配対象収益は99,918,703,384円（10,000口当り35,304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ないます。

## <分配原資の内訳>

(単位：円・%、1万口当り・税引前)

項目	第11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	35,304

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

ひふみ投信の強さはこれまで、市場動向にかかわらず「地味で地道な」企業群への投資を行ない結果がで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」ひふみ投信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。

## スチュワードシップ活動の状況報告

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

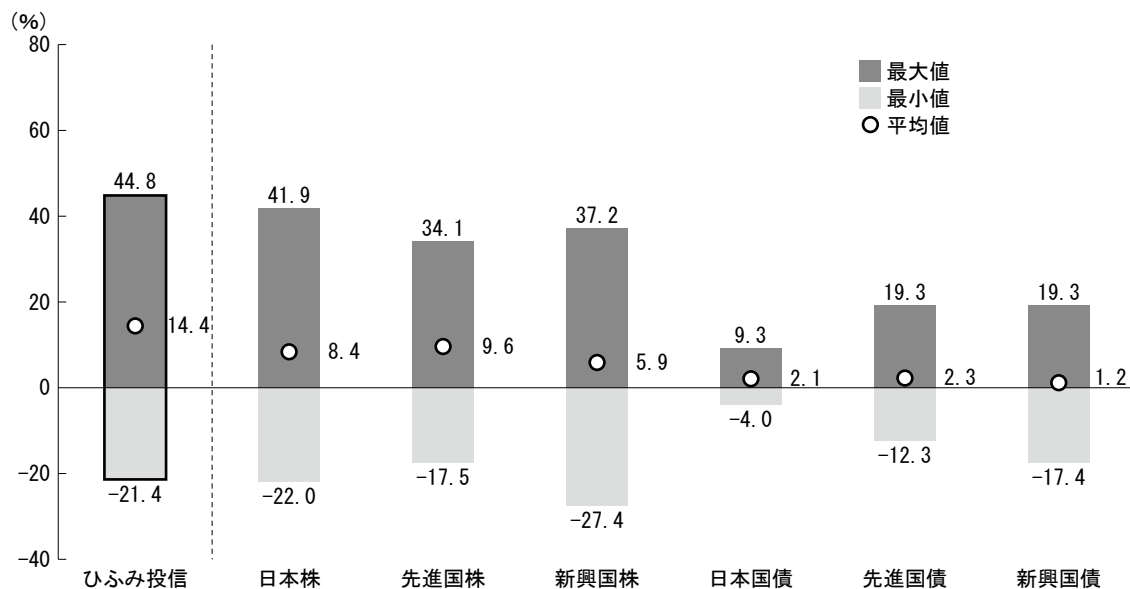
わたしたちの運用本部はさまざまな知識、見識、経験を有するファンドマネージャー、アナリスト、ストラテジスト等で構成され、さまざまな事象について自由、闊達に議論し、情報を交換し、各自の見識を広げ、経験を積み重ね、経営者、マネジメントの方々との対話を適切に行なう実力を備えるため日々の研鑽を常に積んでいます。過去1年間、わたしたちのメンバーは専門性の高いアナリストミーティングや、さまざまな事象を網羅したセミナー等へのべ約1,500回出席しました。しかし、なによりも重要なのは現場を知ることです。わたしたちは経営者の方々との対話を最も重視し、対話を通して自らの知識、見識の向上も図ります。また、顧客・受益者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。

## ひふみ投信の概要

ひふみ投信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（2014年10月末～2019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、ひふみ投信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。
- ・ひふみ投信の年間騰落率は、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。

### \*各資産クラスの指数

日本株：東証株価指数（TOPIX）（配当込み）

先進国株：MSCI-KOKUSAIインデックス（配当込み、円ベース）

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

日本国債：NOMURA-BPI国債

先進国債：FTSE世界国債インデックス（除く日本、ヘッジなし円ベース）

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

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

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

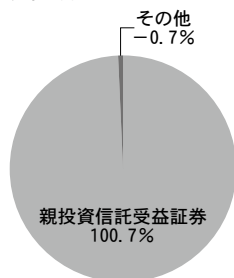
## ファンドデータ

## ■ひふみ投信の組入資産の内容

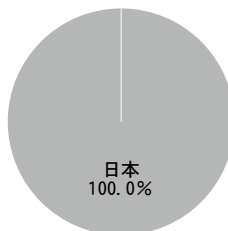
## ○組入ファンド（1銘柄）

銘柄名	第11期末
	2019年9月30日
ひふみ投信マザーファンド	100.7%

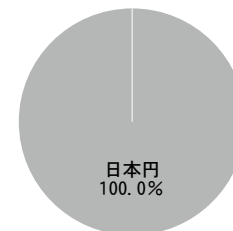
## ○資産別配分



## ○国別配分



## ○通貨別配分



(注) 比率はひふみ投信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11期末
	2019年9月30日
純資産総額	128,221,047,052円
受益権総口数	28,302,343,668口
1万口当り基準価額	45,304円

※当作成期間中における追加設定元本額は、6,331,758,217円、同解約元本額は、6,189,075,736円です。

## ■組入ファンドの概要

### ひふみ投信マザーファンド

2019年9月30日現在

#### ○基準価額の推移 (2018年10月2日～2019年9月30日)



#### ○組入上位10銘柄 (組み入れ銘柄数: 245銘柄)

	銘柄	種類	国	業種/種別	比率
1	協和エクシオ	株式	日本	建設業	2.3%
2	東京センチュリー	株式	日本	その他金融業	2.2%
3	ネットワンシステムズ	株式	日本	情報・通信業	2.0%
4	光通信	株式	日本	情報・通信業	1.9%
5	INTUIT INC	株式	アメリカ	ソフトウェア・サービス	1.7%
6	アマノ	株式	日本	機械	1.7%
7	東京エレクトロン	株式	日本	電気機器	1.7%
8	ショーボンドホールディングス	株式	日本	建設業	1.6%
9	シスメックス	株式	日本	電気機器	1.6%
10	VISA INC-CLASS A	株式	アメリカ	ソフトウェア・サービス	1.5%

(注) 比率は、純資産総額に対する評価額の割合です。

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

#### ○1万口当りの費用明細

(2018年10月2日～2019年9月30日)

項目	当期		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)	(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	35	0.096	

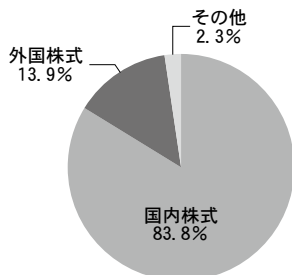
期中の平均基準価額は、35,795円です。

(注) 1万口当りの費用明細は、組入れファンドの直近の決算期のものです。

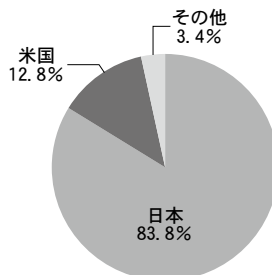
(注) 各項目ごとに円未満は四捨五入してあります。

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

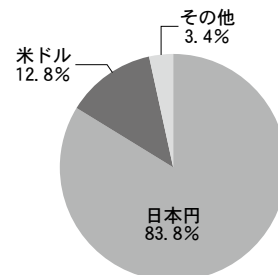
#### ○資産別配分



#### ○国別配分



#### ○通貨別配分



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

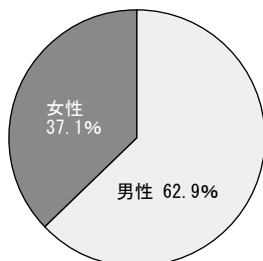
(注) その他にはコール・ローン等を含む場合があります。

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

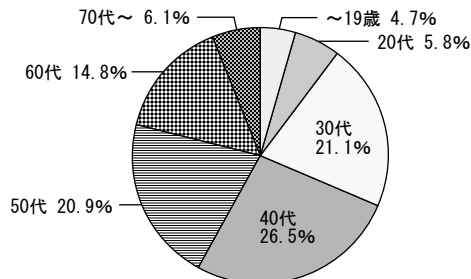
## ○ひふみ投信の販売状況

当社に口座をご開設いただいたお客様は9月末時点で78,995口座となり、昨年末比+5.7%となりました。

性別顧客数

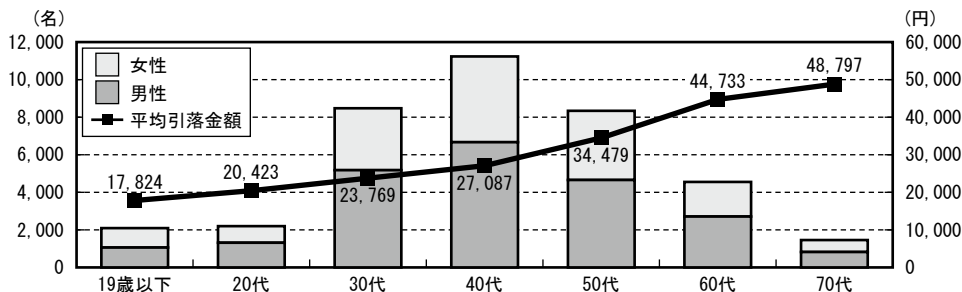


年代別顧客数



## つみたて購入のご利用状況

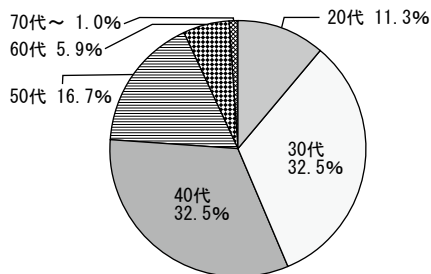
お客様の資産形成をサポートするための手段のひとつとして、毎月のつみたて金額や引落とし月の設定が可能な「つみたて購入」サービスを提供しており、全体の48.5%のお客様にご利用いただいています。お客様のひと月のつみたて平均額は29,996円です。



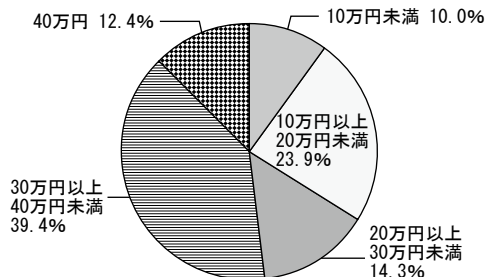
## つみたてNISAのご利用状況

ひふみ投信は2018年1月より開始した、積立型の少額非課税制度「つみたてNISA」の対象商品です。現在、40代以下の資産形成世代を中心に6,290名のお客様につみたてNISAをご利用いただいています。

つみたてNISA ご契約のお客様の世代別分布



つみたてNISA 年間のご契約金額



(注) つみたてNISAの年間のご契約金額の上限は40万円です

## 指数に関して

### ■「代表的な資産クラスとの騰落率の比較」に用いた指数について

#### ○東証株価指数（TOPIX）（配当込み）

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

#### ○MSCI-KOKUSA I インデックス（配当込み、円ベース）

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

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

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

#### ○NOMURA-BPI 国債

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

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

#### ○FTSE 世界国債インデックス（除く日本、ヘッジなし円ベース）

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

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

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

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