

# まるごとひふみ 50

追加型投信／内外／資産複合

交付運用報告書

第2期（決算日：2023年4月17日）

作成対象期間（2022年4月16日～2023年4月17日）

まるごとひふみ50をお持ちのお客様へ

まるごとひふみ50は、おかげさまで4月17日をもちまして、第2期決算を無事に迎えることができました。多くのお客様に信じて託していただいたことに社員一同心より御礼申し上げます。

2021年3月30日にスタートしたまるごとひふみ50は「地球のよいものまるごと投資」をコンセプトとし、レオス・キャピタルワークスの運用チームが世界中から発掘してきた株式および債券に分散して投資をしています。今期は外部環境が変化する中でも収益を上げ、世界中の人々の生活をよくする企業群への投資に加え、国内外の国債および投資適格債等に投資することで「守りながらふやす」運用に挑戦してまいりました。今なおネガティブなニュースが世界を覆っていますが、お客様の長期的な資産形成に貢献するため、これからも全力を尽くしてまいります。

「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、未来は明るいと信じています。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行けたなら、私たちとしてこれほど嬉しいことはありません。

引き続きよろしく願いたします。



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2期末（2023年4月17日）	
基準価額	9,411円
純資産総額	29,323百万円
第2期 （2022年4月16日～2023年4月17日）	
騰落率	△1.7%
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。

○まるごとひふみ50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」→「まるごとひふみ50 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

営業部

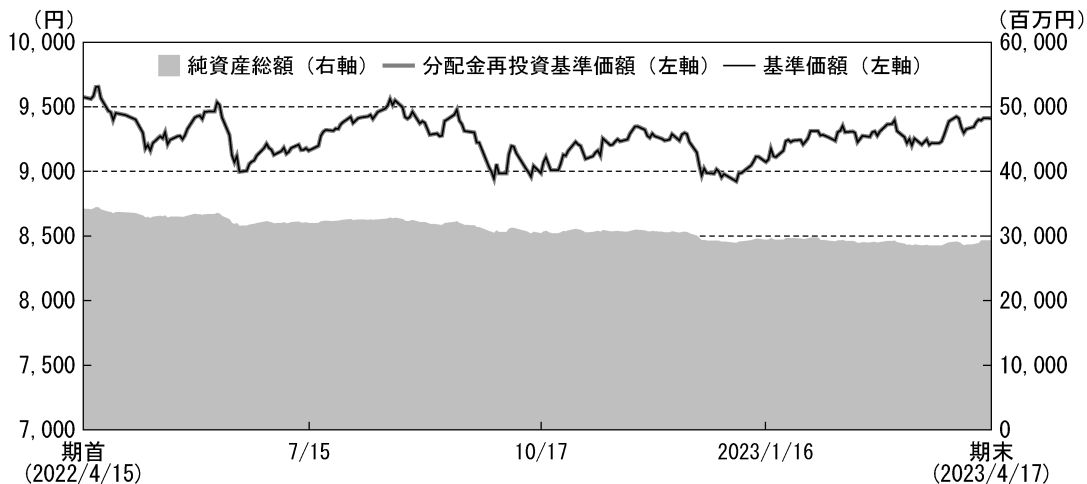
03-6266-0129

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

(2022年4月16日～2023年4月17日)



期首：9,575円

期末：9,411円（既払分配金（税込み）：0円）

騰落率：△1.7%（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) まるごとひふみ50には運用の目標となる適切な指数がないため、ベンチマーク及び参考指数はございません。

### ■基準価額の主な変動要因

当ファンドに組み入れている「ひふみグローバル債券マザーファンド」の下落が基準価額の主な下落要因になりました。

#### <ひふみグローバル債券マザーファンド>（騰落率：△5.0%）

ひふみグローバル債券マザーファンドは国内外の先進国国債を中心に投資しています。先進国国債全般に対するもっとも大きな変動要因である米金利を中心にご説明いたします。

米国短期金利（FF金利下限ベース）は、コロナ禍の2020年3月に0%に利下げされ、未曾有の規模の財政政策と合わせてインフレを加速させる要因となりました。供給制約と言われる人および物の流れが滞ったことに起因するインフレ圧力は時間とともに消失したものの、サービス価格のインフレは高止まりました。2022年3月に利上げが開始され、直近FOMC（連邦公開市場委員会）があった2023年3月まで年間での利上げ幅は4.75%とかつてないスピードでした。通常の利上げペースは3カ月毎に0.25%、1年間で1%程度、FRB（連邦準備制度理事会）も当初はそのペースを想定していました。しかしながら、結果として歴史的に見ても異例な幅、スピードの利上げプロセスになりました。一方、長期金利の上昇幅は比較的穏やかで、米10年金利で2.83%から3.51%への上昇にとどまりました。急速な利上げで金融環境が引き締まったため、社債およびモーゲージ債の対国債スプレッドも拡大しました。

独10年金利は0.84%から2.44%に大きく上昇、ドイツとイタリアのスプレッドは1.64%から1.87%にやや拡大しました。日本10年金利は、12月に長短金利操作（イールドカーブコントロール、YCC）のレンジが修正されたこともあり、0.24%から0.48%へ上昇しました。

相対的なパフォーマンスとしては、国債以外のスプレッド物（社債、モーゲージ債）の保有がマイナスに寄与したものの、米国債および日本国債の保有年限の選択によるプラス分がそれを上回った形になりました。

その結果、ひふみグローバル債券マザーファンドの基準価額は5.0%の下落となりました。

#### <ひふみ投信マザーファンド>（騰落率：3.3%）

2022年は多くの要因が相まって、株式市場に影響を与えました。1～3月は米国の金融引き締め進展に加え、ロシアのウクライナ侵攻が市場の不安を煽りました。しかし、ウクライナ情勢の緊張緩和と円安の進展により、株式市場は落ち着きを取り戻しました。

4～6月は、欧米のインフレ高止まりによる金融引き締め強化の懸念が高まり、世界的にバリュエーション調整が起こり、株式市場は下落しました。7～9月は、米国のインフレ懸念の後退や利上げが想定内に留まるとの観測から、米国株とともに日本株も一時上昇しました。しかし、ジャクソンホール会議でのパウエルFRB議長の見解や米国長期金利の上昇により、株式市場は再び大幅調整に入りました。10～12月は、米国の金融引き締めが継続するなかでの景気後退懸念の浮上に加え、日銀のYCC修正が株式市場に悪影響を及ぼし、年末には株価が下落しました。2023年に入り、東証のPBR（株価純資産倍率）1倍割れ企業への改善要請や海外著名投資家からのアプローチにより、割安株（会社の利益や資産に対する評価が株価に反映されておらず、株価が低い状態の銘柄）への人気が再燃し、特に大型株への期待が高まりました。その動きは日本企業の通期決算前後まで継続し、今後を考える重要な転換点であるような様相となっています。

結果として、ひふみ投信マザーファンドの基準価額は3.3%の上昇となりました。

#### <ひふみワールドファンドF0Fs用（適格機関投資家専用）>（騰落率：3.0%）

高位に組み入れている「ひふみワールドマザーファンド」の上昇が基準価額の主な上昇要因になりました。

#### <<ひふみワールドマザーファンド>>

ロシアのウクライナ侵攻により安全な経済活動範囲が激変すると同時に、急上昇するインフレへの対応に欧米経済、金融当局は追われました。それまで市場を牽引したDX（デジタルトランスフォーメーション：生産性向上に資するさまざまなツール、ソフトウェア等）関連銘柄群が軟調となる一方、自動車電動化、脱炭素政策の進展で注目度が低かった原油・ガス等エネルギー関連銘柄が堅調となり、物色動向が大きく変化しました。エネルギー関連では保有銘柄に加え、エネルギーの効率利用をコンサルタントする企業等へと範囲を広げ、組み入れを増やした結果、基準価額上昇への貢献がありました。

グローバル経済からブロック経済へと経済圏形態が変化する環境下、新たに物流網を構築し価格決定力を維持しつつお客様の満足度を高め、収益機会を得た企業の収益が特に拡大しました。ウイズコロナ環境を選択した欧米各国は経済再開効果が見られ、物流、原材料価格等上昇するコストを売価に転嫁し、コロナにより変化した消費行動、特に「人生は一度だけ」を実感した新しい購買層を新規に取り込み、ロイヤルティの高い顧客基盤を構築した高級消費財関連企業（ラグジュアリーバッグ、衣料、靴等を製造・販売する企業）や、高価格車両を主に製造・販売する、特に欧州自動車企業等の業績回復は早く、株価が上昇したことも基準価額の上昇要因となりました。

ウクライナが小麦粉等穀物の生産拠点であると同時に電子部品、自動車部品の製造拠点でもあるため、食料、自動車部品・材料調達懸念が広がり、食料・エネルギー安全保障問題への意識も高まりました。財政支援により米国家計が過剰貯蓄状態となり、労働参加率が低下、加えてベビーブーマー層の退職時期も重なり構造的な人手不足などから賃金上昇圧力が継続しました。FRBが金融引き締めを継続したことで金利上昇傾向が強まった結果、貸出先の倒産、保有債券価格の下落などが引き金となり、米国シリコンバレー銀行とシグネチャー銀行が破綻しました。更に、経営難に陥ったクレディ・スイスがスイス老舗銀行のUBSに買収されるなど市場が一時的に混乱しましたが、期末にかけ落ち着きを取り戻しました。

■ 1万口当りの費用明細

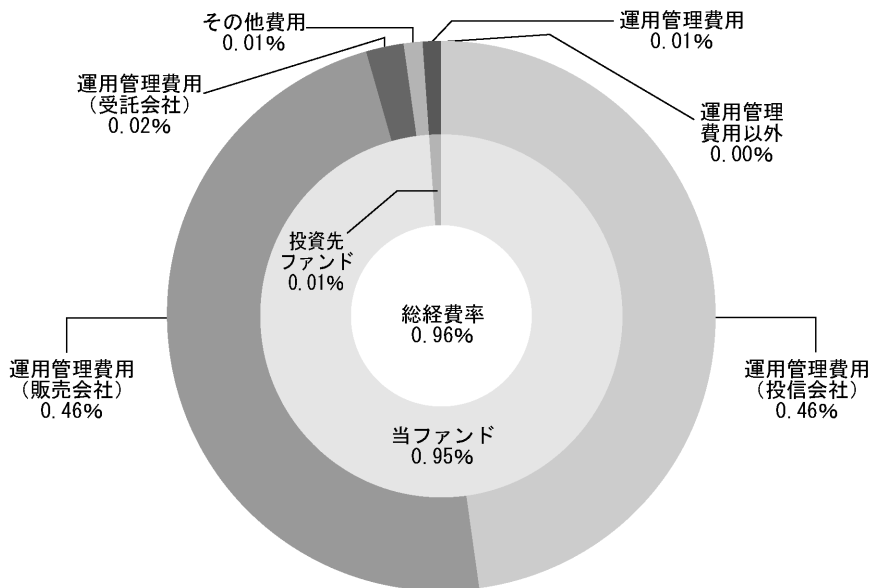
項 目	当期 (2022年4月16日~2023年4月17日)		項 目 の 概 要
	金 額	比 率	
(a) 信託報酬 (投信会社) (販売会社) (受託会社)	87円 (43) (43) ( 2)	0.940% (0.459) (0.459) (0.022)	(a) 信託報酬＝期中の平均基準価額×信託報酬率 ※期中の平均基準価額は9,263円です。 ファンドの運用と調査、受託銀行への運用指図、基準価額の計算、目論見書・運用報告書の作成等の対価 運用報告書等各種書類の送付、口座内でのファンドの管理、購入後の情報提供等の対価 運用財産の保管および管理、投信会社からの指図の実行の対価
(b) 売買委託手数料 (株 式) (先物・オプション)	6 ( 6) ( 0)	0.070 (0.070) (0.000)	(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)	0.011 (0.007)  (0.003) (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	94	1.022	

- (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、解約によって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。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、まるごとひふみ50が組み入れているマザーファンドが支払った金額のうち、まるごとひふみ50に対応するものを含みます。
- (注) 各項目の費用は、まるごとひふみ50が組み入れている投資信託証券(マザーファンドを除く。)が支払った費用を含みません。
- (注) 当該投資信託証券の直近の計算期末時点における「1万口当りの費用明細」が取得できるものについては「組入れ上位ファンドの概要」に表示することとしております。
- (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0.96%です。



総経費率 (①+②+③)	0.96%
①このファンドの費用の比率	0.95%
②投資先ファンドの運用管理費用の比率	0.01%
③投資先ファンドの運用管理費用以外の比率	0.00%

- (注) ①の費用は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) 投資先ファンドとは、このファンドが組み入れている投資信託証券（マザーファンドを除く。）です。  
 (注) ①の費用は、マザーファンドが支払った費用を含み、投資先ファンドが支払った費用を含みません。  
 (注) ①の費用と②③の費用は、計上された期間が異なる場合があります。  
 (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

(2018年4月15日～2023年4月17日)



	2021年3月30日 設定日	2022年4月15日 決算日	2023年4月17日 決算日
基準価額 (円)	10,000	9,575	9,411
期間分配金合計 (税込み) (円)	—	0	0
分配金再投資基準価額騰落率 (%)	—	△4.3	△1.7
純資産総額 (百万円)	11,152	34,243	29,323

(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) 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) 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) まるごとひふみ50には運用の目標となる適切な指数がないため、ベンチマーク及び参考指数はございません。

(注) 上記騰落率は、小数点以下第2位を四捨五入して表示しております。

(注) 純資産総額の単位未満は切捨てです。

■投資環境について

(2022年4月16日～2023年4月17日)

○株式市場

世界的なインフレ率の大幅上昇、それに伴う世界的な金利の上昇、各国金融当局による金融政策の正常化の動きなどが株価の下押し要因になり、世界の株価は一時大きく下落しました。その後、世界の株価は反転しましたが、大幅な政策金利の引き上げが行なわれた米国の株価は上値が重かった一方で、欧州の株価は大幅に上昇しました。金融緩和策に大きな変更のなかった日本の株価は概ね上昇基調で推移しました。

○債券市場

世界がインフレ圧力にさらされるなかで、米欧の政策金利が急速かつ大幅に引き上げられたほか、日本でも日本銀行による長短金利操作における長期金利の変動幅が拡大されました。こういった状況下で、世界の主要国の債券利回りは大幅に上昇（債券価格は下落）しました。

## ■当該投資信託のポートフォリオについて

(2022年4月16日～2023年4月17日)

主要投資対象である「ひふみグローバル債券マザーファンド」「ひふみ投信マザーファンド」「ひふみワールドファンドFOFs用(適格機関投資家専用)」への基本資産配分比率を概ね維持し、実質的な運用は各投資対象ファンドで行ないました。

### <ひふみグローバル債券マザーファンド>

国内外の先進国国債中心に内外50%ずつ保有することを目安として分散投資を行ないました。為替に関しては原則フルヘッジですが、一部ヘッジなしの部分もあります。

米国債に関しては20年債を中心に保有していますが、デレーションが長くないよう投資額を調整しています。インフレが長期化する中、中短期金利は利上げの織込みを強め、イールドカーブは大きくフラットニング(平坦化)しました。3月に入り利上げ織込みが剥落する局面がありましたが、中短期債が割高であるとの見方を保持し、ポートフォリオの大きな変更は見送りしました。

欧州債は全体的にアンダーウェイトでスペイン、イタリアおよびEU債等を保有しました。政局不安等でイタリア国債の対ドイツ国債スプレッドが拡大する局面もありましたが、年度後半にかけては安定化しキャリア収益(市場の状況に変化がない場合に得られるリターン)を得ることができました。

日本国債に関しては、YCCの修正・撤廃を織込む過程で、保有量を大きく落としました。超長期(10年超)ゾーンがフェアバリュー(適正価格)と思われるゾーンに入ったのちに30年債を中心に購入し、10年以下の保有を極力抑えました。そのため12月のYCC修正(10年金利の上限を0.25%から0.50%に修正)はサプライズでしたが、影響を軽微にとどめることができました。3月に入って円金利も全体に低下しましたが、その局面では先物を用いたヘッジ売りを部分的に行ないました。

中国元建て債では国債と同等の信用力がありながら利回りの高い政策銀行債、豪ドル建て債においては州債を保有しています。中国元は為替ヘッジコストが非常に高いため、この部分はヘッジなしで投資しています。メキシコ国債も同様に為替ヘッジなしで保有を開始しました。また、政府関連機関が利払いを保証しているMBS(米ドル建)への投資は国債に対するスプレッドが縮小した2023年1月以降にはウェイトを減少させました。

また、社会的課題の解決への支援と経済的利益の獲得の両立を目指す観点から投資適格社債への投資を行なっています。余剰キャッシュを大手銀行(G-SIBs)発行の変動利付社債に投資しました。

### <ひふみ投信マザーファンド>

2022年は年始から米国の金融引き締め進展を受け、新興市場を中心に下落しました。ひふみのポートフォリオには成長小型株や新興株が多く組み入れられており、ひふみ投信マザーファンドも1月は二桁を超える下落となって、受益者の皆様にはご心配をおかけしました。金利の上昇局面に強い大型割安株への投資比率を上昇させることで、新興株の下落の緩和を図りましたが、小型株を売って大型株を買うということは、流動性の低いものを売って流動性の高いものを買うことになるため、ポートフォリオの中身の入れ替えに想定以上の時間を要しておりました。

現在は、引き続き中長期的に成長が期待できる中小型株をポートフォリオのコアに据えておりますが、多くの部分を大型株で占めることが出来ております。これにより株式市場の変化に対応しやすいポートフォリオになってきていると考えています。また、現状の割安株が評価される市場においても、昨年より投資を行なっていた大型割安株群がポートフォリオを支えています。

## <ひふみワールドファンドFOFs用（適格機関投資家専用）>

主要投資対象であるひふみワールドマザーファンド受益証券を高位に組み入れ、期末の実質的な株式組入比率は約96%としました。

### 《ひふみワールドマザーファンド》

米国を中心に欧州、アジア企業で構築したそれまでのポートフォリオを維持しました。ロシアによるウクライナ侵攻の継続懸念、世界的なインフレ、エネルギー価格の急騰、金融引き締めによる景気鈍化懸念等が世界市場を覆いました。ゼロコロナ堅持の中国経済の失速と米中対立、ロシア・ウクライナ問題から東西分断、ブロック経済圏化の影響等の不透明要因が株式市場全体の重石となりました。市場の矛先も財政政策支援と経済拡大を基礎としたIT・DX関連企業から資源・エネルギー関連、ヘルスケア関連等に向かいました。ひふみワールドマザーファンドではすでに保有していた石油関連銘柄に加えて資源エネルギー、エンジニアリング関連銘柄を増やしつつポートフォリオの保有比率を引き上げました。例えば、EOG Resources（イーオージーリソーシズ（EOG））、Pioneer Natural Resources（パイオニア・ナチュラル・リソーシズ（PXD））、Schlumberger（シュルンベルジェ（SLB））、Baker Hughes（ベーカー・ヒューズ（BKR））、Diamondback Energy（ダイヤモンドバック・エネルギー（FANG））等を組み入れました。組み入れた銘柄は株価上昇が急速であったことや、インフレ懸念で世界的な景気鈍化懸念も高まったため、夏場以降売却または一部売却しましたが、Schlumberger、Baker Hughes等は保有継続しました。

ウクライナ侵攻が予想以上に長期化する懸念が高まった3月以降、欧米景気の落ち込み、消費関連の回復に時間がかかると考え、消費、レジャー、金融決済関連企業を幅広く売却しました。例えば、Hyatt Hotels（ハイアットホテル（H））、Shangri-la Asia（シャングリラ（69））、Booking Holdings（ブッキング・ホールディングス（BKNG））、Discover Financial Services（ディスカバーファイナンシャル（DFS））、Tesla（テスラ（TSLA））等を売却または一部売却しました。

ロシア・ウクライナ戦争は残念ながら続いてしまったものの、金融市場への影響度は徐々に軽減され、混乱した物流問題も解決しつつあり、本格的なリオープン需要への期待が高まりました。同時に財政政策支援切れとインフレ継続の環境下で防衛的消費行動も継続すると考え、低価格生活必需品、日用品を提供するMurphy（マーフィー（MUSA））、Casey's General Stores（ケーシーズ（CASY））、廉価宿泊施設のChoice Hotels International（チョイスホテルズ（CHH））、Wyndham Hotels & Resorts（ウィンダムホテルズ&リゾート（WH））等を買増し、または組み入れました。

一方、価格決定力があり、インフレ環境下で値上げできる企業に優位性があると考え、欧州ラグジュアリー関連銘柄、例えば、LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton（LVMH モエヘネシー・ルイヴィトン（MC））、Hermes International（エルメス・インターナショナル（RMS））、Ferrari（フェラーリ（RACE））、Dr. Ing. h.c. F. Porsche（ポルシェ（P911））、Remy Cointreau（レミー・コアントロー（RCO））等を買増し、または組み入れました。

2023年に入り、欧州ラグジュアリー関連企業の業績堅調が決算等で明らかになり、株価が急騰したことから、LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton、Hermes International、Watches of Switzerland Group（ウォッチズオブスイツァランド（WOSG））等を売却しました。FerrariやDr. Ing. h.c. F. Porsche等自動車企業は製造期間が長く、代替エネルギー開発・利用対象として注目され、かつ業績拡大可能性が高いと考え保有継続しました。

期末にかけ、業績回復・拡大が期待されるSalesforce（セールスフォース（CRM））、中国リオープン、内需拡大の恩恵を受けるEC（イーコマース）、ネット関連のPDD Holdings（PDDホールディングス（PDD））、Alibaba Group Holding（アリババグループ・ホールディング（BABA））、Tencent Holdings（テンセント（700））等を組み入れました。また、景気の底打ち、経済活動の拡大で原油需要が回復する場面も想定し、EOG Resources、Pioneer Natural Resources、Equinor ASIA（エクイノール（EQNR））等組み入れました。

シリコンバレーバンクショック時には想定外のことも考えられたため、一時的に現金比率を8%程度まで引



き上げました。2米銀行の破綻、UBSによるクレディ・スイスの買収、その後起こったクレディ・スイスが発行したAT1債（エイティーン債券）の無価値化に問題は無いことも徐々に理解されると金融市場は落ち着きを取り戻しました。一連の過程で、欧米景気の停滞状態が継続すると考え、消費防衛関連のOLLIE'S BARGAIN OUTLET HOLDINGS, INC（オリーズバーゲンアウトレット（OLLI US））、売上見通しが比較的容易な準公共事業関連で英国、米国で送電およびガス供給事業を営むNational Grid（ナショナルグリッド（NG/LN））、今後整理統合が進むと考えられる欧州通信事業関連のBT Group（BTグループ（BT/A LN））、Vodafone（ボーダフォン（VOD LN））などを組み入れました。

## ■ベンチマークとの差異について

まるごとひふみ50は運用の目標となるベンチマークを設けておりません。また、運用成果の評価基準となる適切な参考指数もないため、本項目の記載事項はございません。

## ■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(150,966,426円)、費用控除後の有価証券等損益額(0円)、および信託約款に規定する収益調整金(16,678,989円)より分配対象収益は167,645,415円(10,000口当り53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2期 (2022年4月16日～2023年4月17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	53

(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

引き続き、各投資対象ファンドへの基本資産配分比率を維持するように運用を行ないます。

### <ひふみグローバル債券マザーファンド>

2023年度の最大の注目材料はインフレ、特にサービス価格の動向と信用収縮の広がりによる景気の悪化です。以下、米国、欧州、日本、その他に分けてご説明いたします。

#### ■米国

利上げ到達点にまもなく達する情勢になりました。今後は一定期間、到達点の金利をキープした後に利下げプロセスに入ることになるでしょう。全体的に金利低下報告、デュレーションリスク多めのポジショニングを選好しています。イールドカーブに関しては、利下げ局面ではあるもののスティープニング（傾きが急）することを確信できる状況ではなく、為替ヘッジを前提とするとむしろ長めの債券に妙味があると思っています。

また、社債の対国債スプレッドは縮小トレンドに入っているものの水準は依然高く、社債投資の魅力は維持されています。こちらもバランスファンドとしての機能を損なわない（株式に対する逆相関性を狙う）ことを前提にしつつ、オーバーウェイトを継続したいと考えています。

#### ■欧州

ユーロ圏でも利上げ打ち止めが見えつつあります。それに先立ってイタリアやスペインなど周辺国の対ドイツ国債スプレッドも安定的になっています。ユーロ圏の経済ファンダメンタルズは当初警戒されていたほど悪化していないため、キャリー収益を享受しやすい環境が続くと考えています。

#### ■日本

日銀はYCCを修正することに伴って長期金利がフェアな水準に戻り、イールドカーブ全般に円債投資の魅力が復活するでしょう。超長期ゾーンはYCC修正に先んじて利回りが上昇したため、すでにフェアなレンジに到達していると判断しています。日銀は1%台後半にCPI（消費者物価指数）が定着する見通しを示していますが、短期金利に関しても、マイナス金利の解除および小幅なプラス金利への利上げが今後テーマになると予想しています。円債は長短スプレッドが他国対比広いこともあり超長期ゾーン中心の保有を当面継続する方針です。

#### ■その他

ひふみグローバル債券マザーファンドの銘柄選択の基準として為替ヘッジコストが挙げられます。通貨毎にヘッジコストは異なり、キャリー収益に大きなインパクトが生じる可能性があります。各国の利上げによりヘッジコストが高まっているため、細心の注意を払ってポートフォリオを組んでいます。

また、各々の市場の構造的な問題を理解し、それに応じたポートフォリオを組むことがまず前提としてあり、その上で金利上昇、下落など一般的な意味での相場観を加味していくのが我々のアプローチです。

相場観の形成においてはレオスの株式アナリストの協力を得ています。個々の企業の信用分析のサポートのみならず、企業調査から得られた鮮度の高いアイデアを生かすことは我々のコアな戦略のひとつです。

それに加えて、2022年度は外債および社債投資の専門家2名を運用チームに迎えました。より質の高い運用を行なうことで皆様のご期待に応えたいと考えています。

### <ひふみ投信マザーファンド>

日経平均株価も2023年5月に入り、バブル経済崩壊後高値の3万円を超えてきています。私たちは日本経済の長期的な安定成長、コロナ禍からの企業の業績回復、東京証券取引所の資産効率改善支援を基盤に、投資環境が改善していると考えています。また、アメリカのバークシャー・ハザウェイのウォーレン・バフェット氏の日本企業への肯定的評価は、日本株への注目を高めるきっかけとなりました。

しかし、米国の景気後退の可能性も注視しています。これは、グローバルな投資環境に影響を与え、日本株にも影響を及ぼす可能性があります。

日本の企業は、グローバルなビジネス環境に対応するために、自身のビジネスモデルを進化させています。特に、AI技術の進化は社会全体に影響を及ぼし、ChatGPTのようなツールは情報アクセシビリティの向上と意思決定の支援を可能にしています。

引き続き、今後も最善の運用結果を出すために全力を尽くします。

### <ひふみワールドファンドFOFs用（適格機関投資家専用）>

引き続き「ひふみワールドマザーファンド」を原則として高位に組み入れて運用を行いません。

### 《ひふみワールドマザーファンド》

米国金融引き締め継続から米国2行、欧州1行の経営破綻が起こり、欧米で中小企業への貸出態度が厳しくなることが予想されます。ロシアによるウクライナ侵攻は残念ながら続いており、株式・金融市場にとって不透明要因です。ロシアは欧州のロシア産原油の禁輸措置や、西側諸国のプライスキップ制度対象が石油製品まで拡大されたことなどに対抗し原油の減産をしています。OPECプラスも減産を継続していることから夏場にかけて再びエネルギー価格の上昇も考えられます。タイトな労働市場と働き方の変化など粘着性が高い労働賃金環境に原油価格の上昇可能性を加味するとインフレ要因は簡単に解消しそうにありません。代替エネルギーだけではなく、効率的な発電、送電、蓄電設備、エネルギーマネジメントの整備も必要です。80億人を突破した世界人口はますます増加の一途をたどることから、食料安全保障問題も喫緊の課題でもあり投資機会です。食物収穫量の向上、代替タンパク質、エネルギー・水の確保は投資テーマのひとつです。企業はより効率的経営が求められ、あらゆる面で生産性向上が必要です。価格転嫁力、ロイヤルティの高い顧客層の育成と維持、魅力あるブランド力の向上と本質的価値の浸透も事業拡大のために重要です。

引き続き私たちレオス・キャピタルワークスは外部環境の変化に迅速に対応し、収益を上げ、世界の人々の生活環境を良くする企業を選別・保有し、皆様からお預かりした大切なご資産を守りながら増やす投資・運用を行いません。私たち株式戦略部は12名のファンドマネージャー・アナリスト、2名の経済調査室、3名のアシスタント、それに4名の債券戦略部も加えると総勢21名のベテランから若者までのメンバーで世界中の企業をあらゆる面から調査し、政治、経済情勢等を分析しています。優秀でガッツのある経営者に率いられ勢いのある企業、価格決定力があり、唯一無二な価値観を提供する企業はどのような環境下でも成長します。世界の多くの人に支持され、楽しみ、生きがい、未来への希望をいろいろな形で提供してくれる企業に投資し、応援することが結果的に長期的な投資成果につながり、世界をよくしていくと考えます。これからもよろしくお願ひいたします。

## 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(2022年4月～2023年3月)のべ約2,500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8,500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。

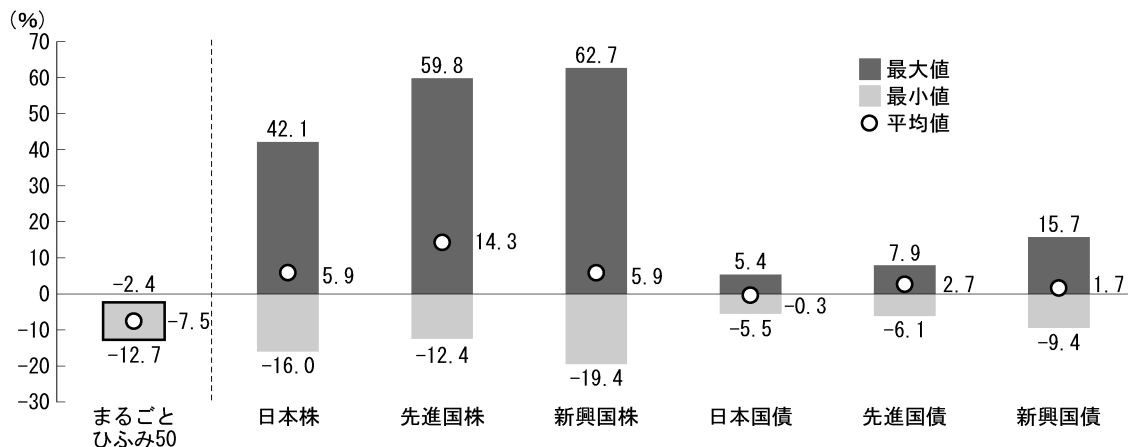
わたしたちの運用本部はさまざまな知識、見識、経験を有するファンドマネージャー、アナリスト、ストラテジスト等で構成され、さまざまな事象について自由、闊達に議論し、情報を交換し、各自の見識を広げ、経験を積み重ね、経営者、マネジメントの方々との対話を適切に行なう実力を備えるため日々の研鑽を常に積んでいます。過去1年間、わたしたちのメンバーは専門性の高いアナリストミーティングや、さまざまな事象を網羅したセミナー等へのべ約4,400回出席しました。しかし、なによりも重要なのは現場を知ることです。わたしたちは経営者の方々との対話を最も重視し、対話を通して自らの知識、見識の向上も図ります。また、顧客・受益者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。

## まるごとひふみ50の概要

まるごとひふみ50の仕組みは次の通りです。

商品分類	追加型投信／内外／資産複合	
信託期間	原則として、無期限です。(2021年3月30日設定)	
運用方針	投資信託証券への投資を通じて、主として内外の株式および内外の債券に実質的に投資し、信託財産の中長期的な成長を図ることを目的として運用を行いません。	
主要運用対象	投資信託証券を主要投資対象とします。	
	〔投資対象ファンド〕	
	ひふみ投信マザーファンド	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。
	ひふみワールドファンド FOFs用（適格機関投資家専用）	主として、日本を除く世界各国の株式等に投資するひふみワールドマザーファンドの受益証券を主要投資対象とします。
	ひふみグローバル債券マザーファンド	世界各国のさまざまな種類の公社債を主要投資対象とします。
運用方法	<p>運用はファンド・オブ・ファンズ方式により行ない、実質的な運用は投資対象ファンドへの投資を通じて行ないます。</p> <p>投資対象ファンドの配分比率は、概ね「ひふみ投信マザーファンド」30%、「ひふみワールドファンドFOFs用（適格機関投資家専用）」20%、「ひふみグローバル債券マザーファンド」50%とします。</p> <p>投資対象ファンドにおいて投資する外貨建資産については、「ひふみ投信マザーファンド」「ひふみワールドファンドFOFs用（適格機関投資家専用）」は為替ヘッジを行わず、「ひふみグローバル債券マザーファンド」は為替ヘッジを行なうことを基本としますが、市況動向等により為替ヘッジ比率を調整する場合があります。</p> <p>投資対象ファンドは、各投資対象ファンドに係る定性・定量評価等により見直しを行なうことがあります。また、各投資対象ファンドへの投資割合は、市場環境等に応じて調整を行なうことがあります。</p>	
分配方針	<p>分配対象額の範囲は、経費控除の繰越分を含めた配当等収益と売買益（評価益を含みます。）の全額とします。分配金額は、委託会社が基準価額水準・市況動向等を勘案して決定します。ただし、委託会社の判断により分配を行わないことがあります。</p>	

## 代表的な資産クラスとの騰落率の比較 (2018年4月末～2023年3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、まるごとひふみ50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。
- ・まるごとひふみ50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。
- ・まるごとひふみ50は設定日が2021年3月30日であるため、2022年3月～2023年3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。

### ○東証株価指数 (TOPIX) (配当込み)

株式会社J.P.X総研が算出、公表する株価指数で、配当を考慮したものです。TOPIXは、日本の株式市場を広範に網羅するとともに、投資対象としての機能性を有するマーケット・ベンチマークで、浮動株ベースの時価総額加重方式により算出されます。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J.P.X総研または株式会社J.P.X総研の関連会社に帰属します。

### ○MSCI-KOKUSA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

野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング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、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング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。

### ○J.P.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、J.P.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。

(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。

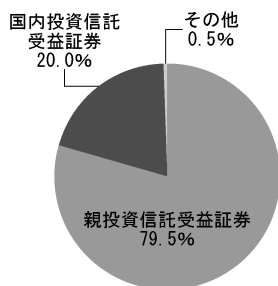
## ファンドデータ

### ■まるごとひふみ50の組入資産の内容

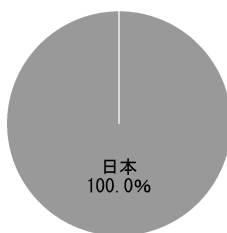
#### ○組入ファンド（3銘柄）

銘	柄	名	第2期末
			2023年4月17日
ひふみ	グローバル債券	マザーファンド	49.4%
ひふみ	投信	マザーファンド	30.1%
ひふみ	ワールドファンド	F O F s 用（適格機関投資家専用）	20.0%

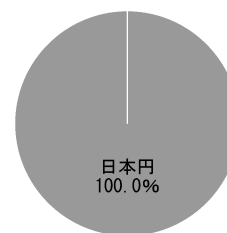
#### ○資産別配分



#### ○国別配分



#### ○通貨別配分



(注) 比率はまるごとひふみ50の純資産総額に対する割合です。資産の状況等によっては合計が100%とならない場合があります。

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

### ■純資産等

項 目	第2期末
	2023年4月15日
純資産総額	29,323,110,120円
受益権総口数	31,157,257,406口
1万口当り基準価額	9,411円

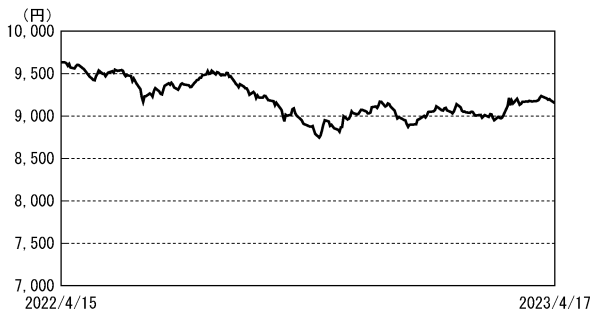
※当作成期間中における追加設定元本額は、3,303,753,799円、同解約元本額は、7,908,992,238円です。

## ■組入ファンドの概要

### ひふみグローバル債券マザーファンド

2023年4月17日現在

#### ○基準価額の推移 (2022年4月16日～2023年4月17日)



#### ○1万口当りの費用明細 (2022年4月16日～2023年4月17日)

項目	当期	
	金額	比率
(a) 売買委託手数料 (先物・オプション)	0円 (0)	0.000% (0.000)
(b) その他費用 (保管費用) (その他)	1 (1) (0)	0.014 (0.014) (0.001)
合計	1	0.014

期中の平均基準価額は、9,195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

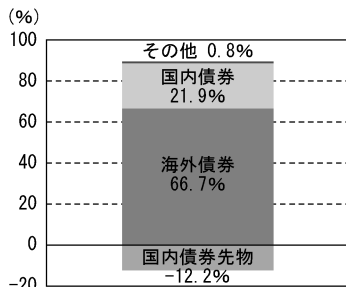
(組み入れ銘柄数：36銘柄)

順位	銘柄	種別	国	通貨	比率(%)
1	第77回利付国債(30年)	国債	日本	日本円	11.5
2	US TREASURY N/B 1.875 02/15/41	国債	アメリカ	米ドル	7.9
3	ITALY BUONI POLIENNALI DEL TESORO 4.4 05/01/33	国債	イタリア	ユーロ	6.6
4	SPAIN GOVERNMENT BOND 3.15 04/30/33	国債	スペイン	ユーロ	6.5
5	FNCL 3.5 5/23 Mtge	住宅ローン担保証券	アメリカ	米ドル	4.1
6	第183回利付国債(20年)	国債	日本	日本円	3.9
7	BANK OF AMERICA CORPORATION 09/22/26	社債	アメリカ	ユーロ	3.6
8	US TREASURY N/B 1.75 08/15/41	国債	アメリカ	米ドル	3.4
9	三井住友フィナンシャルグループ 01/14/27	社債	日本	米ドル	3.3
10	US TREASURY N/B 2.25 05/15/41	国債	アメリカ	米ドル	3.1

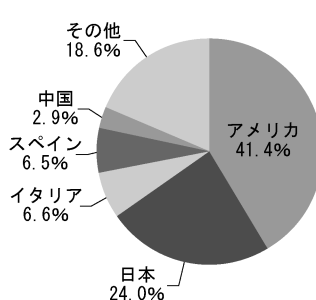
(注) 比率は、純資産総額に対する評価額の割合です。現物資産について表示しております。

(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。

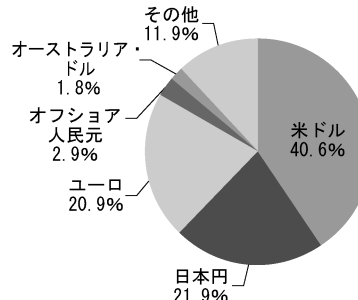
#### ○資産別配分



#### ○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。

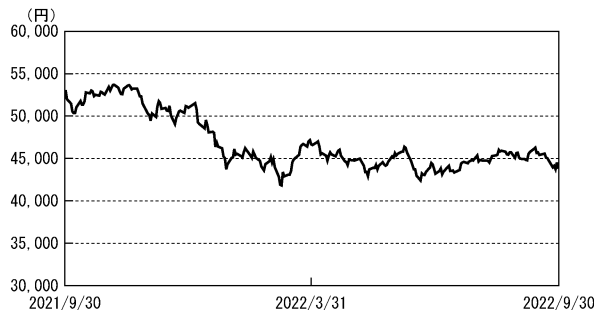
(注) 国別配分は、発行国(地域)もしくは投資国(地域)を表示しております。



## ひふみ投信マザーファンド

2022年9月30日現在

### ○基準価額の推移 (2021年10月1日～2022年9月30日)



### ○1万口当りの費用明細 (2021年10月1日～2022年9月30日)

項目	当期	
	金額	比率
(a) 売買委託手数料 (株 式) (投 資 信 託 証 券)	156円 (155) ( 1)	0.329% (0.328) (0.001)
(b) 有価証券取引税 (株 式) (投 資 信 託 証 券)	2 ( 2) ( 0)	0.004 (0.004) (0.000)
(c) その他費用 (保 管 費 用) (そ の 他)	2 ( 2) ( 0)	0.003 (0.003) (0.000)
合 計	160	0.336

期中の平均基準価額は、47,285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

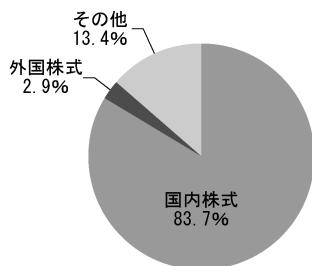
(組み入れ銘柄数：265銘柄)

順位	銘柄	種類	国	業種/種別	比率(%)
1	東京海上ホールディングス	株式	日本	保険業	2.3
2	日本電信電話	株式	日本	情報・通信業	1.9
3	味の素	株式	日本	食料品	1.8
4	オリエンタルランド	株式	日本	サービス業	1.7
5	インターネットイニシアティブ	株式	日本	情報・通信業	1.5
6	GMOペイメントゲートウェイ	株式	日本	情報・通信業	1.3
7	任天堂	株式	日本	その他製品	1.3
8	T I S	株式	日本	情報・通信業	1.2
9	東海旅客鉄道	株式	日本	陸運業	1.2
10	第一生命ホールディングス	株式	日本	保険業	1.2

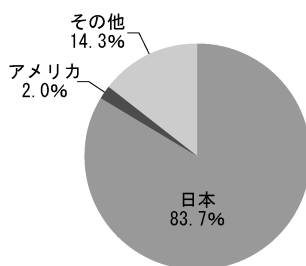
(注) 比率は、純資産総額に対する評価額の割合です。

(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。

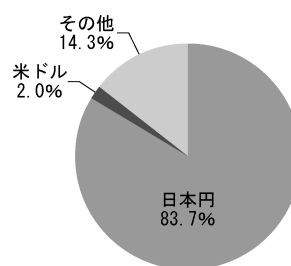
### ○資産別配分



### ○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。

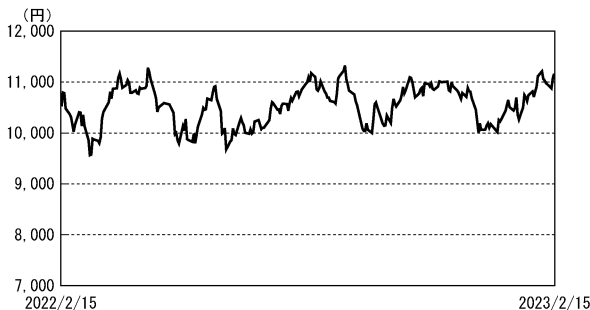
(注) その他にはコール・ローン等を含む場合があります。

(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。

ひふみワールドファンドFOfs用（適格機関投資家専用）

2023年2月15日現在

○基準価額の推移（2022年2月16日～2023年2月15日）



○1万口当りの費用明細（2022年2月16日～2023年2月15日）

項目	当期	
	金額	比率
(a) 信託報酬 (投信会社) (販売会社) (受託会社)	5円 (1) (1) (2)	0.044% (0.011) (0.011) (0.022)
(b) 売買委託手数料 (株式) (投資信託証券)	20 (20) (0)	0.191 (0.190) (0.001)
(c) 有価証券取引税 (株式) (投資信託証券)	3 (3) (0)	0.026 (0.026) (0.000)
(d) その他費用 (保管費用) (その他)	2 (2) (0)	0.017 (0.017) (0.000)
合計	30	0.278

期中の平均基準価額は、10,561円です。

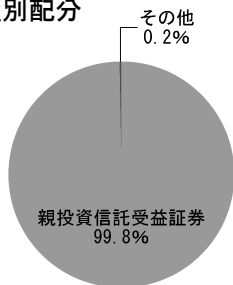
(注) 費用の項目の概要につきましては、運用報告書（全体版）をご参照ください。

○組入ファンド（1銘柄）

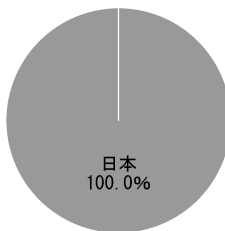
銘柄名	第2期末
	2023年2月15日
ひふみワールドマザーファンド	99.8%

(注) 比率は、純資産総額に対する評価額の割合です。

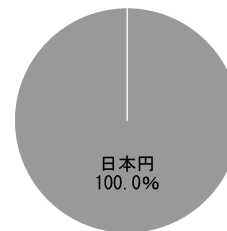
○資産別配分



○国別配分



○通貨別配分



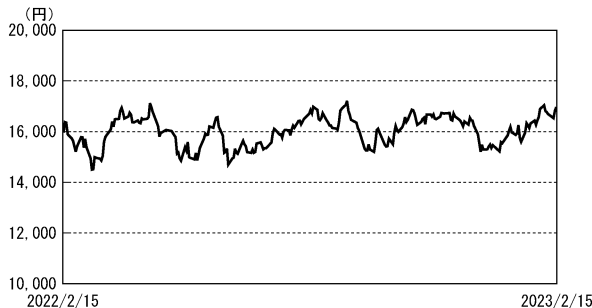
(注) 比率は、ひふみワールドファンドFOfs用（適格機関投資家専用）の純資産総額に対する割合です。資産の状況等によっては合計が100%とまらない場合があります。

(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。

## ひふみワールドマザーファンド

2023年2月15日現在

### ○基準価額の推移 (2022年2月16日～2023年2月15日)



### ○1万口当りの費用明細 (2022年2月16日～2023年2月15日)

項目	当期	
	金額	比率
(a) 売買委託手数料 (株 式) (投 資 信 託 証 券)	32円 (32) (0)	0.202% (0.200) (0.001)
(b) 有価証券取引税 (株 式) (投 資 信 託 証 券)	4 (4) (0)	0.027 (0.027) (0.000)
(c) その他費用 (保 管 費 用) (そ の 他)	3 (3) (0)	0.017 (0.017) (0.000)
合 計	39	0.246

期中の平均基準価額は、16,040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

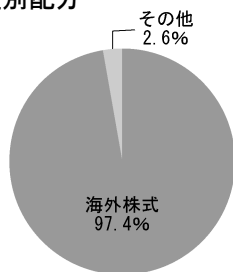
(組み入れ銘柄数：145銘柄)

	銘柄	種類	国	通貨	業種/種別	比率(%)
1	COMPAGNIE FINANCIERE RICHEMONT SA	株式	スイス	スイス・フラン	耐久消費財・アパレル	2.6
2	MICROSOFT CORPORATION	株式	アメリカ	米ドル	ソフトウェア・サービス	2.5
3	MOTOROLA SOLUTIONS, INC	株式	アメリカ	米ドル	テクノロジー・ハードウェアおよび機器	2.5
4	TETRA TECH, INC	株式	アメリカ	米ドル	商業・専門サービス	2.4
5	FERRARI NV	株式	イタリア	米ドル	自動車・自動車部品	2.4
6	PALO ALTO NETWORKS, INC.	株式	アメリカ	米ドル	ソフトウェア・サービス	2.2
7	INTUIT INC	株式	アメリカ	米ドル	ソフトウェア・サービス	2.1
8	DR. ING. H.C. F. PORSCHE AG	株式	ドイツ	ユーロ	自動車・自動車部品	2.0
9	ORACLE CORPORATION	株式	アメリカ	米ドル	ソフトウェア・サービス	1.9
10	WOLFSPEED, INC	株式	アメリカ	米ドル	半導体・半導体製造装置	1.9

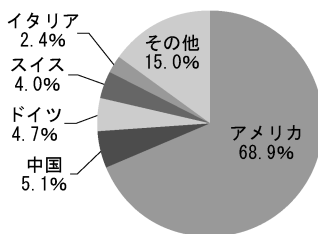
(注) 比率は、純資産総額に対する評価額の割合です。

(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。

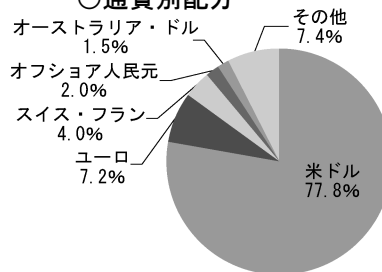
### ○資産別配分



### ○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。



RHEOS CAPITAL WORKS