

ユキ・ミズホ・アンブレラ・ファンド
ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・
グロース・ファンド

アイルランド籍／契約型／追加型外国投資信託
円クラス受益証券

償還運用報告書(全体版)

作成対象期間：第16期(2020年1月1日～2020年9月30日)

受益者のみなさまへ

毎々、格別のご愛顧にあずかり厚くお礼申し上げます。
さて、ユキ・ミズホ・アンブレラ・ファンド・ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド(以下「ファンド」といいます。)は、2020年9月30日に償還されました。ここに、最終計算期間である第16期(以下「当期」といいます。)および設定以来の運用状況をご報告申し上げます。ご愛顧を賜り、誠にありがとうございました。

ファンドの仕組みは次のとおりです。

ファンド形態	アイルランド籍／契約型／追加型外国投資信託 円クラス受益証券
信託期間	円クラスは、2005年10月14日から運用を開始し、設立日から100年後に終了します。ただし、繰上償還によりファンドが償還日より前に終了することがあり、また、受益証券クラスのすべての受益証券が強制的に買い戻されることがあります。なお、ファンドは、2020年9月30日に償還されました。また、米ドルクラスは、2006年2月22日から運用を開始し、2015年11月30日に終了しました。
運用方針	ファンドは、長期的な値上がり益の追求を目的としました。
主要投資対象	主として、日本の金融商品取引所に上場している、または日本証券業協会によって規制されている日本の店頭市場に登録されている、大幅な値上がり益を期待できる会社の株式および株式関連証券(例えば、固定利付転換社債、ワラント債、エクイティ・ワラント)
ファンドの運用方法	主要投資対象に投資することにより運用しました。
分配方針	管理会社は、分配の宣言を行いませんでした。

管理会社

カーネ・グローバル・ファンド・マネージャーズ
(アイルランド)リミテッド

代行協会員

みずほ証券株式会社

目次

	頁
I. 運用の経過および運用状況の推移等	1
II. 直近10期の運用実績	65
III. 純資産額計算書	67
IV. ファンドの経理状況	68
V. ファンドの投資信託財産総括表	97
VI. お知らせ	98

(注)アメリカ合衆国ドル(以下「米ドル」といいます。)の円貨換算は、便宜上、2020年9月30日現在の株式会社三菱UFJ銀行の対顧客電信売買相場の仲値(1米ドル=105.80円)によります。

I. 運用の経過および運用状況の推移等

(1) 第15期までの運用の経過

■第1期(2005年10月14日から2005年12月31日まで)

政治

郵政民営化を問う2005年9月の衆議院総選挙において自民党は歴史的勝利をおさめ、構造改革路線を走る小泉政権は再度信任されました。第三次内閣発足後の所信表明演説においては構造改革の方針が示され、政策の継続が確認されました。官から民へのシフトをキーワードに「小さくて効率的な政府」への取組みが継続され、民需主導の経済成長を確実なものにしていく方針が示されました。その他具体的な政策としては、規制緩和、金融システム改革、税制改革、歳出改革、国内の知的財産の保護強化、アジア・南米各国との自由貿易協定(FTA)交渉など、将来の成長に向けた基盤の重点強化を図るための政策が継続して運営されます。

米国ではブッシュ大統領が2期目に入り、所有権社会(オーナーシップ・ソサイエティ)を提唱しました。年金問題、移民法改革、自由貿易協定(FTA)、などへの取組みが示され、国際協調・国際貿易の活性化や自由な資本移動を促進等の政策の継続が確認されました。

中国においては、胡錦涛政権下で初めて5ヵ年計画が策定されます。引き続き高い経済成長を目指すことが継続される他、エネルギー・環境問題への取り組みや国民の全てが豊かになる「共富」の考えが示される見通しです。

経済

(単位；%)

	2003年度 実績	2004年度 実績	2005年度 見通し	2006年度 見通し
実質GDP成長率	+2.3	+1.7	+2.7	+1.9
民間最終消費支出	+2.3	+1.7	+1.9	+1.6
民間住宅投資	+0.0	+1.7	-0.7	+0.4
民間企業設備投資	+7.0	+5.4	+7.7	+5.0
公的需要(寄与度)	-0.1	-0.3	+0.1	-0.2
外需(寄与度)	+0.8	+0.5	+0.2	+0.4
名目GDP成長率	+1.0	+0.5	+1.6	+2.0

企業業績				
売上高成長率	+1.7	+5.1	+5.7	
営業増益率	+24.3	+12.4	+6.1	
当期増益率	+65.2	+29.3	+16.5	

* GDP成長率2005年度および2006年度は政府見通し

* 企業業績は、金融を除く全産業ベース、2005年度は各企業の予想ベース

国内経済は、2005年度の政府見通し実質GDP成長率で+2.7%、2006年度同+1.9%と回復が続く見通しとなっています。引き続き自動車関連企業を代表とした企業の前向きなリスクテイクなどを背景に堅調な設備投資続く他、企業業績の回復が雇用者報酬の増加から消費支出の増加という好循環につながっていくことや資産価格の上昇も支援材料になることが見込まれます。そして、名目GDP成長率は2006年度には+2.0%と実質成長率を上回る見通しとなっています。デフレ脱却が見込まれており、企業業績への好影響が期待されます。

世界経済は、引き続き米中両国を中心に拡大が続いています。中国経済は依然高水準の成長が続いています。7月に人民元の切り上げが行われたものの、小幅なものにとどまり影響はほとんどみられていません。2006年より始まる第11次5ヵ年計画は引き続き高成長を目指すものとなると見込まれます。米国経済は、FRBによる利上げが継続されたものの引き続き順調に拡大しています。

為替・金利の面では、ドル円は100円台半ばの水準から年後半にかけて110円半ばで推移、長期金利（10年国債利回り）は1%台半ばと依然歴史的な低水準での推移を続けています。一方、金融政策は企業のリストラ収束および業績回復、景気の回復、デフレの脱却見通しをうけて、超金融緩和と政策解除に向けての動きが進展しつつあります。

こうした環境下、企業業績は2005年度会社計画で営業増益+6.1%と4期連続の増益となっており、中国をはじめとしたアジアおよび欧米市場における成長機会の恩恵を受けた企業や、生産活発化による操業度上昇などが寄与しました。また、設備投資の増加など企業が将来の成長のためにリスクテイクする姿勢に転じてきており、海外市場拡大および国内消費回復を背景に来期以降も業績拡大が見込まれます。

株式市場

国内株式市場は、8月以降上げ足を速める展開となりました。好調な企業業績ならびに企業のリスクテイクにより将来の利益成長に対する期待が高まったことが根底にあることに加え、8月の政府による景気踊り場脱却宣言や、郵政民営化法案成立をきっかけに構造改革進展に対する期待が高まり外人買いが膨らんだことが要因とみられます。東証一部の1日当り売買代金は12月には約3兆円となり、市場センチメントは大幅に改善しました。

運用結果

ファンドの運用にあたっては、個別企業のリサーチに基づき、ボトム・アップ型のアグレッシブ運用を基本とし

- ① 企業取材をベースに今後3年間のEPSを予測、
- ② 株価のバリュエーションを行った上で、
- ③ 中長期的に値上がり期待の大きなポテンシャルの高い銘柄群への投資を実践しました。

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ ダイナミック・グロース・ ファンド	参考 ; TOPIX
設定日～2005年12月末	+21.6%	+18.0%

ポートフォリオの組成にあたっては、自動車、資源エネルギー、素材、消費、フラットパネルディスプレイ関連の企業群を主な投資対象群としました。

パフォーマンスは設定日から2005年12月末でプラス21.6%となりました。航空機向け需要を背景に炭素繊維事業の成長が見込まれる東レや、銅市況の上昇および自動車生産の拡大をうけ超硬製品などが成長している三菱マテリアル、薄型テレビなどデジタル家電の成長を背景にプリント基板事業の成長が著しいメイコーなどの銘柄がパフォーマンスに貢献する結果となりました。

なお、当ファンドユニバースにおいて639社/877件の企業取材を行いました。

今後の運用戦略

日本経済は、プロフィットセンターである企業の業績回復を基点に雇用者所得の増大から消費の拡大と回復の裾野が広がりつつあります。長らく懸案だった日本企業の高コスト体質が是正されつつあり、また、減損会計対応など企業における不良資産の整理もほぼ一巡し、企業収益はマクロ経済以上の成長が続く局面にはなっています。更に、将来の成長を目指し積極的なリスクテイクが行われ始めたことや、自動車に代表されるように日本企業の優位性が顕著になってきたことなども、企業の収益

成長を息の長いものにしていくものと思われます。昨今の原油価格の高騰は、原燃料価格の上昇などマイナス要因はあるものの、日本ならびに日本企業のエネルギー効率は世界の中でも優位な状況にあり、その中で今後日本企業の活躍する余地も大きく、一概にネガティブにとらえる必要はないと考えています。

2005年の日本株のパフォーマンスは+43.5%(TOPIXベース)と大幅な上昇となりました。ここ3年来の水準訂正は概ね終了し、今後は個々の企業の利益成長力がより重要になりそのための個別企業の選別の重要性が増してきます。企業のリスクテイクならびにゴール設定が実現可能なのか、またそれは将来の社会が必要としているものなのか、その見極めが重要となります。弊社の基本とするボトムアップ手法の有効性をさらに発揮し、引き続きファンドの積極的成長を目指していきます。

■第2期(2006年1月1日から2006年12月31日まで)

政治

国内政治は、2006年9月に安倍新首相が選出され約5年半振りの首相交代となったものの、前政権の主要な政策は継承され改革の続行ならびに経済活性化に向けた取組みが継続しています。

2006年7月に閣議決定された「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2006」において、長期停滞のトンネルを抜け出し、筋肉質の経済構造に変貌した日本経済は、ようやく未来への明るい展望を持てる状況となったとし、現在を「新たな挑戦の10年」の出発点と位置付けました。そしてこの挑戦の10年に向けて、

- ①「成長力・競争力強化」
- ②「財政健全化」
- ③「安全・安心で柔軟かつ多様な社会の実現」

を優先課題とし、新たな日本の創生を目指すとなりました。

その後、2006年9月には安倍新内閣が発足し、その所信表明演説の中では、「美しい国、日本」をテーマに以下の5点が具体的な取組みとして掲げられました。

- ① 活力に満ちたオープンな経済社会の構築
- ② 財政再建と行政改革の断行
- ③ 健全で安心できる社会の実現
- ④ 教育再生
- ⑤ 主張する外交の転換

新政権は、小泉政権の主要政策を踏襲するとともに、前政権のキャッチフレーズである「改革なくして成長なし」から「成長なくして財政再建なし」という、従来よりも積極的に経済成長を志向した理念が打ち出されました。また、「イノベーション25」と題した経済成長戦略を取りまとめ、2025年までを視野に入れた医薬、工学、情報技術等の分野ごとに技術革新を中心とした経済成長を目指す姿勢を打ち出しました。

具体的政策としては、2006年12月に閣議了解された「平成19年度の経済見通しと経済運営の基本的態度」において「EPA(経済連携協定)・WTO等の対外経済政策の展開」、「地方分権改革推進法の実施」、「再チャレンジ支援策の推進」、「歳出改革路線の強化」、「道路特定財源の見直し」、「教育、雇用・労働、医療、福祉・保育分野の規制改革・民間開放」、「減価償却制度の改革」等が掲げられており、今後の動向およびそれらの与える影響に注目していきたいと思えます。

海外

米国では、2006年の一般教書演説において、従来の政策に加えて「脱石油依存」「脱中東」の考え方が示され、今後の代替エネルギー開発を促進する姿勢が鮮明となりました。具体的には、

- ① 太陽光、風力、原子力などのクリーンエネルギー開発
- ② ハイブリッド車、燃料電池車、エタノール燃料車などの自動車動力源の脱石油化
- ③ 2025年までに中東からの石油輸入を25%削減

などです。また、米国の競争力強化への取組みの方向が示され、科学技術基礎研究予算を倍増させる

ことや、企業の研究開発減税を恒久化させることなどが盛り込まれた他、中国ならびにインドが米国の競争相手として示されました。一方、2006年11月に行われた中間選挙において共和党が大敗したことや、イラク情勢の好転が見通せないなど、ブッシュ大統領の政権基盤が弱まっている点にはやや注意が必要です。

中国においては、3月14日に胡錦涛政権下では最初の5ヵ年計画である「第11次5ヵ年長期計画」が採択されました。主な内容としては、2010年には2000年対比で2倍のGDPを目標とし、依然として高い経済成長を目指す一方、一部製品の過剰生産、農村と都市との所得格差の拡大、資源消費の爆発的な拡大、環境問題等、高成長による弊害が国際的にも問題となっている中、従来の成長一辺倒の方針を改め、

- ① 投資から消費主導の成長への転換
- ② 農村重視
- ③ 省エネルギー・環境保全等

の方針が示された他、“先富”（先に豊かになれるものから豊かになる）から“共富”（国民全てが豊かになる）へと考え方の転換が示されました。

また、昨今のエネルギー需要の高まりやその価格高騰によってロシアのプレゼンスが高まっており、資源エネルギー大国として強権的な政治姿勢を強めつつあります。中東情勢と併せて、コスト・環境面のみならず安全保障面からも“脱化石燃料”の流れが強まっています。

経済

(単位；%)

	2004年度 実績	2005年度 実績	2006年度 実績見込	2007年度 見通し
実質GDP成長率	+2.0	+2.4	+1.9	+2.0
民間最終消費支出	+1.3	+1.9	+0.9	+1.6
民間住宅投資	+1.7	-1.0	+0.5	+0.2
民間企業設備投資	+6.2	+5.8	+7.1	+3.6
公的需要（寄与度）	-0.3	+0.1	-0.4	+0.1
外需（寄与度）	+0.5	+0.5	+0.5	+0.3
名目GDP成長率	+0.9	+1.0	+1.5	+2.2
就業者総数	6332万人	6365万人	6385万人	6390万人
消費者物価指数・変化率	-0.1	-0.1	+0.3	+0.5
米国実質GDP成長率	+3.9	+3.2	+3.4	+2.9
中国実質GDP成長率	+10.1	+10.1	+10.0	+10.0

* GDP成長率、就業者数、消費者物価指数の2006年度、2007年度は政府見通し

* 米中GDP成長率はIMF（2006Fall）ベース、暦年

2006年度の実質GDPの見込みは+1.9%と、引き続き民間需要を牽引役とした景気の拡大基調が見込まれていますが、年央に出された+2.1%の成長見通しからは下方修正されました。企業部門では自動車・鉄鋼・電子部品等わが国の得意とする工業分野での世界的な需要拡大により、積極的な設備投資・雇用意欲の拡大がみられ、民間企業設備投資の2006年度見込みは年央の政府見通しの+5.0%から2.1ポイント上方修正されました。

一方、GDPの約6割を占める個人消費については雇用・所得環境に改善がみられたにもかかわらず伸びが鈍化しており、民間最終消費支出は年央予想の+1.6%から0.7ポイント下方修正されました。しかしながら、消費者物価指数はプラスに転じ、需給ギャップが改善し、健全なインフレ状態へ着実に向かっており、また、経済の基点である企業の業績拡大が持続しており、今後生産・所得・支出の好循環の流れが徐々に強まっていくと予想されます。

米国経済は、住宅市場減速の影響への懸念はあるものの、個人消費が底堅く推移していることや企業の設備投資が拡大していることから、引き続き拡大基調が続くものとみられます。

中国経済は、高水準の設備投資を中心に、個人消費の拡大、輸出の増加など依然高水準の成長が続いています。2006年より始まった第11次5ヵ年計画は、エネルギー消費の効率化が掲げられながらも引き続き高成長を目指すものとなっています。また、貿易黒字が急増しており元の切り上げ圧力が高まりやすい状況が続くものの、現段階では大幅なものにはならないと考えられます。

企業業績

	2004年度 実績	2005年度 実績	2006年度 期初予想	2006年度 修正予想
売上高成長率	+5.1%	+8.1%	+5.1%	+5.5%
営業増益率	+12.5%	+11.0%	+3.7%	+6.4%
当期増益率	+29.3%	+29.2%	+5.5%	+8.3%

※金融を除く全産業、2006年度は各企業の予想

2006年度の全産業の企業業績は営業増益率で6.4%と5期連続の増益が計画されています。

2005年度決算発表が出された当初は、石油をはじめとしたエネルギーや、銅・鉄鉱石等の素材価格高騰によるコスト負担の増加や、設備投資負担の増加等により2006年度の業績見通しは保守的ものとなっていました。しかし、引き続き中国を中心としたアジア、欧州、北米等の好調な景気を背景に、グローバルな需要増加を享受した企業や、積極的な設備投資による生産能力拡大によって、単価下落を上回る売上数量の拡大に成功した企業の中には、業績を上方修正するものも多く見られ、その流れは2006年度決算の状況が明らかになっていく中でさらに顕著なものとなっていくと思われま

す。また、更なる成長を志向した企業の積極的な設備投資意欲は衰えておらず、海外市場の更なる拡大、国内消費の回復を伴って、来期以降も引き続き業績の拡大が見込まれます。

株式市場

2006年の株式市場は、TOPIXで+1.9%の上昇となりました。年前半は、世界的な金利引き上げによるグローバルマネーフローの悪化懸念や原油等資源エネルギー市況の高騰、1月に起きた証券取引法違反問題等が市場センチメントに悪影響を及ぼしたことに加えて、2006年度の企業の業績予想がやや保守的なものにとどまったことが投資家の慎重姿勢につながり軟調に推移し6月には1458.30まで下落しました。しかし、年後半からは、グローバルな景気拡大を背景に、企業業績の好調さが確認されるにしたがって値を戻し、12月末には1681.07となりました。

その他の市場の当該期間騰落率は、東証2部指数が-19.3%、日経ジャスダック平均が-21.0%と中小型株が大幅に下落しました。

運用結果

ファンドの運用にあたっては、個別企業のリサーチに基づき、ボトム・アップ型のアグレッシブ運用を基本とし、

- ① 企業取材をベースに今後3年間のEPSを予測、
- ② 株価のバリュエーションを行った上で、
- ③ 中長期的に値上がり期待の大きなポテンシャルの高い銘柄群への投資を実践しました。

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ ダイナミック・グロース・ ファンド (円クラス)	参考 ; TOPIX
2005年12月末～2006年12月末	-1.3%	+1.9%

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ ダイナミック・グロース・ ファンド（ドル・クラス）	参考；TOPIX
2006年2月22日～2006年12月末	+0.8%	+4.4%

ポートフォリオの組成にあたっては、自動車、資源エネルギー、素材、消費・サービスを主要な投資対象群とし、年後半よりそれまでのフラットパネルディスプレイ関連に替えて電子部品・材料を投資対象群に加えました。

円クラスのパフォーマンスは2005年12月末から2006年12月末でマイナス1.3%、ドル・クラスのパフォーマンスは設定日から2006年12月末でプラス0.8%となりました。

主力の事務機事業の拡大やデジタルカメラの成長などにより業績好調なキヤノンや、海外市場での好調な自動車販売が続くトヨタやホンダなどがパフォーマンスに寄与したものの、前年の大幅な上昇の反動の影響を受けたことや、オンワード樫山などの消費関連銘柄、液晶関連銘柄の下落により若干のマイナスとなりました。

なお、当ファンドユニバースにおいて634社/844件の企業取材を行いました。

今後の運用戦略

日本経済は、企業の業績回復を基点に雇用者所得の増大が消費の拡大につながっていくとともに、豊かな団塊世代や新たな購買層である団塊Jr世代の消費も加わり持続的な拡大局面に入りつつあります。企業は収益体質を高めマクロ経済以上の成長が続く局面にあり、更に将来の成長を目指し積極的なリスクテイクが行われていることや、自動車に代表される日本企業の優位性が顕著になってきたことなども、企業業績の拡大を息の長いものにしていくものと考えられます。金利は今後上昇していくものとみられますが、家計への利配収入増加につながるものとなり、資産価格の上昇による効果とも合わせ、消費の後押しとなると予想されます。また、昨今の原油価格高騰は、エネルギー収支の増大による新たなダイナミズムを生み出すとともに、各国の新/代替エネルギー開発・転換の取り組み強化が、エネルギー効率および環境技術において相対優位にある日本ならびに日本企業のビジネスチャンス拡大につながり、新たな成長の糧になっていくと考えられます。

上述の通り企業のファンダメンタルズは持続的な改善、成長に向けた動きが続いており、更に、政府による新たな経済成長に向けた取組みや、アジアを中心とした新興国のダイナミズムが継続していることも後押しする形となり、日本企業の収益（EPS）は持続的な成長局面にあると考えています。

当ファンドとしては、リスクテイクの対象を定め積極的な設備投資などを行っている企業群の中から、将来の社会に貢献し利益成長の見込まれる企業を発掘し、ポートフォリオのポテンシャル拡大を図りファンドの成長を目指して行きます。

■第3期(2007年1月1日から2007年12月31日まで)

政治

2006年9月に発足した安倍内閣は、2007年7月の参議院選挙での自民党大敗による「ねじれ国会」となる中で、テロ対策特別措置法継続が難航するなか首相の突然の辞任に至り、9月に福田新内閣が発足しました。

福田新首相は所信表明演説において「自立と共生」の理念をベースに、社会保障制度の整備、構造改革の継続と安定した経済成長、地球環境問題への取組などを重要課題とし、日本の将来を見据えた改革を継続していく方針を示しました。

2007年6月に策定された「経済財政改革の基本方針2007」においては、新しい成長の姿を確立し新しい国づくりに挑む方策として以下の方針が示されています。①人口減少下でも持続できる新しい成長の実現、②21世紀型行財政システムの構築、③持続的で安心できる社会の実現、などです。具体的には、今後5年間の労働生産性の伸びを5割増しに高めることなどが目標とされ、「アジアゲート

ウェイ構想」や「イノベーション25」など経済のオープン化や経済構造の改革などによりそれを目指すものとしています。

また、地球温暖化問題が世界的かつ緊喫の課題となっている。京都議定書の約束期間入り、今夏に開催予定の北海道洞爺湖サミットの主要議題が地球温暖化問題となるなど、環境・温暖化対策が大きなテーマとなっています。

海外

米国では、2007年の一般教書演説において、対テロ戦略、イラク新戦略、外交、エネルギー問題などへの政策が示された。とりわけ、エネルギーの問題に関する政策については、

- ① エネルギー供給源の多様化（発電、自動車）
- ② ガソリン消費の20%削減（向こう10年、中東からの輸入量の3/4に相当）
- ③ 国内石油生産の拡大、石油戦略備蓄の倍増

などが示されました。具体的には、発電においては風力、太陽光、石炭のクリーン化、原子力の利用拡大であり、自動車においてはクリーンディーゼル、ハイブリッド、廃材利用のエタノール製造であり、乗用車の燃費規制を強化する方針も盛り込まれました。また、地球環境問題に関して現在のブッシュ政権下の米国は消極的なスタンスを取っており、2009年以降の新大統領の方針が注目されます。

中国では、2007年3月の全国人民代表大会において、2006年3月に採択された「第11次5ヵ年長期計画」で示された方針の継続が確認されています。主な内容としては、2010年には2000年対比で2倍のGDPを目標とし、依然として高い経済成長を目指す一方、一部製品の過剰生産、農村と都市との所得格差の拡大、資源消費の爆発的な拡大、環境問題等、高成長による弊害が国際的にも問題となっている中、従来の成長一辺倒の方針を改め、①投資から消費主導の成長への転換、②農村重視、③省エネルギー・環境保全等の方針が示され、格差、効率、環境などに配慮するものとなっています。10月の共産党大会においても同様の方針が確認され、「科学的発展観」が基本方針として党規約に明記されました。

欧州では2005年以降、ドイツ、イタリア、フランス、イギリスで政権交代が続き、新たな政治指導体制を迎えています。地域統合効果により、27か国4億人を超える巨大経済圏となったEUは、米国経済に先行き不透明感が漂う中、失業率低下、資産効果による消費拡大などにより堅調な経済成長を維持しており、国際的な存在感がより一層高まっています。特に環境問題では、従来から先導的役割を担っており、2020年までに再生可能エネルギーを20%に引き上げる目標や、自動車の二酸化炭素排出規制等、欧州委員会が中心となって世界に発信しており、今後の動向が注目されます。

経済

(単位；%)

	2005年度 実績	2006年度 実績	2007年度 実績見通し	2008年度 見通し
実質GDP成長率	+2.4	+2.3	+1.3	+2.0
民間最終消費支出	+1.9	+1.7	+1.3	+1.3
民間住宅投資	-1.2	+0.2	-12.7	+9.0
民間企業設備投資	+6.7	+5.6	+0.9	+3.3
公的需要（寄与度）	-0.1	-0.4	0.0	0.0
外需（寄与度）	+0.5	+0.8	+0.9	+0.4
名目GDP成長率	+1.1	+1.6	+0.8	+2.1
就業者総数・変化率	+0.5	+0.4	+0.3	+0.2
消費者物価指数・変化率	-0.1	+0.2	+0.2	+0.3
米国実質GDP成長率	+3.1	+2.9	+1.9	+1.9
中国実質GDP成長率	+10.4	+11.1	+11.5	+10.0

GDP成長率、就業者総数、消費者物価指数は政府見通しベース

米中GDP成長率はIMF（2007年10月）ベース、暦年

2007年度の実質GDP成長率は+1.3%と企業部門の底堅さが持続し景気の拡大が続いているものの、改正建築基準法施行の影響により住宅部門が大きく落ち込んだことなどから当初の+2.0%からは下振れる見通しとなっています。

2008年度についても、世界経済の拡大が続くなか、引き続き企業部門の底堅さが持続するとともに、家計部門が緩やかに改善し、実質GDP成長率は+2.0%と景気の拡大が続く見通しです。住宅部門については反動増が見込まれ、また、日本経団連が「賃上げ」に積極的な姿勢を示しており、所得面で好影響を与えるとみられます。一方、米国のサブプライムローン問題などを背景とした金融資本市場の変動や、原油価格の高騰の影響については注視する必要があります。

米国経済は、サブプライムローン問題による住宅市場の落ち込みや個人消費への影響などから、GDP成長率は鈍化する見通しです。

中国経済は、高水準の設備投資を中心に、個人消費の拡大、輸出の増加など引き続き高水準の成長が続いています。米国経済の減速の影響には注意を要するものの、世界経済を牽引する役割が続くでしょう。

企業業績

(単位：%)

	2005年度 実績	2006年度 実績	2007年度 見通し
企業業績			
売上高成長率	+7.7	+8.5	+6.0
経常増益率	+11.7	+10.5	+6.3
当期増益率	+32.2	+11.8	+8.8

* 企業業績は東証1部の金融を除く1332社ベース、2007年度は各企業の予想

2007年度の全産業の企業業績は経常増益率で6.3%と6期連続の増益が計画されています。

世界的なインフラ投資の拡大や、アジア等の新興国および欧州の好調な景気が続くなか、資源・重

機関連の企業群や自動車・電子部品など世界的な競争力を有する企業群を中心に企業業績は好調に推移しています。成長機会を見定めた企業のリスクテイクは拡大しており、それが収益拡大に結び付く好循環を形成してきています。サブプライムローン問題を契機とした米国経済の減速や、資源価格高騰にともなう原材料高の影響など、懸念材料はあるものの、日本企業の収益体質は高まっており、中長期的な業績拡大局面が継続しています。

株式市場

2007年1月から12月までの国内株式市場は、TOPIXで-12.2%となった。2月末の中国市場急落から波及した世界同時株安などにより下落した場面はあったものの、4月後半以降各社の決算発表が本格化し、足下の好業績が確認されたことおよび2007年度業績への期待感が高まったことから上昇に転じ、7月9日には1792.23のまで値を上げるなど、前半は概ね堅調な推移となりました。一方後半に入ってから、米国のサブプライムローン問題に端を発した世界同時株安の影響や、急激な円高による輸出企業の業績悪化懸念、原油等資源エネルギー価格の高騰による悪影響などが懸念され、一転軟調な推移となり、12月末のTOPIXは1475.68で終わりました。

その他の市場の同期間騰落率は、東証2部指数は-21.3%、日経ジャスダック指数-18.6%と中小型・新興株は軟調な推移が続きました。

運用結果

ファンドの運用にあたっては、個別企業のリサーチに基づき、ボトム・アップ型のアグレッシブ運用を基本とし、

- ① 企業取材をベースに今後3年間のEPSを予測、
- ② 株価のバリュエーションを行った上で、
- ③ 中長期的に値上がり期待の大きなポテンシャルの高い銘柄群への投資を実践しました。

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ ダイナミック・グロース・ ファンド	参考：TOPIX
2006年12月末～2007年12月末	-19.1%	-12.2%

ポートフォリオの組成にあたっては、資源エネルギー、電子部品・材料、自動車、素材などを主要な投資対象群としました。

パフォーマンスは2006年12月末から2007年12月末で-19.1%となりました。資源価格高騰のメリットを享受する三井物産や、建機市場の拡大が続くコマツなどのプラスに寄与する銘柄はあったものの、2007年度の期初時点での業績予想が市場のコンセンサスを下回ったトクヤマやカシオ計算機などの下落や、トヨタ自動車やキヤノンの下落、年後半にウェイトを引き上げた佐世保重工などの反落がマイナス要因となり大幅なマイナスとなりました。

なお、当ファンドユニバースにおいて571社/780件の企業取材を行いました。

今後の運用戦略

日本企業の収益（EPS（1株当たり利益））は中長期的な拡大局面にあり、株式市場のポテンシャルは大きいと考えています。

日本経済は、企業の業績回復を背景に人手不足とも相俟って雇用者所得の増大が見込まれ、金利や資産価格の上昇による利配収入等の増大も加わり、消費が拡大していくことが期待されます。設備投資は、政府による税制面でのサポートもあり拡大継続が見込まれます。現状高位にある設備年齢は今後漸次低下していくことが見込まれ、新設備導入が生産性の向上や競争力向上につながり、企業業績の持続的拡大につながっていくとみられます。海外に目を向ければ、アジアを中心とした新興国の高成長が継続しており、インフラ需要の増大や自動車など耐久財の普及が広がっています。一方、先進

国も含めた諸国の成長ならびに豊かさの希求の負の側面として、温暖化問題を中心とした地球環境問題が深刻化しており、その解決が世界的な課題となっています。「低炭素社会」あるいは「持続可能社会」の構築に向けて、エネルギー効率や環境技術において優位にある日本企業の果たす役割は大きく、それが中長期的な利益成長につながっていくとみられます。

一方、足下においては、サブプライムローン問題を契機とした米国経済の減速懸念や円高による業績悪化懸念、原燃料高の影響など注視すべき材料が増えています。国内消費も依然力強い拡大には至ってはいないものの、足下で賃金上昇を促す動きもあり、今後の消費拡大に向けて好影響を与えていくとみられます。新興国を中心としたグローバルな経済成長のメリットを享受する状況は継続しており、中長期的な成長トレンドに変化はないと考えられます。

当ファンドとしては、リスクテイクの対象を定め積極的な設備投資などを行っている企業群の中から、将来の社会に貢献し利益成長の見込まれる企業を発掘し、ポートフォリオのポテンシャル拡大を図りファンドの成長を目指していきます。

■第4期(2008年1月1日から2008年12月31日まで)

政治

国内

2008年9月に福田康夫首相が辞任し、麻生太郎政権が誕生しました。所信表明演説において経済の立て直しを緊急の課題とし、当面は景気対策、中期的に財政再建、中長期的には、改革による経済成長の三段階を踏んで臨むとしました。前政権に比べ、明確に経済対策を行うとしており、足元の経済情勢の厳しさを表しています。

2008年12月に閣議了解された「平成21年度の経済財政運営の基本的態度」では、国民生活と日本経済を守る観点から、三段階での経済財政政策を進めるとしました。前政権時に決定していた「安心実現のための緊急総合対策」に追加して、10月に「生活対策」、12月に「生活防衛のための緊急対策」を決定し、合計で75兆円程度の経済対策を示しています。しかしながら、30兆円規模の「中小企業資金繰り対策の更なる拡充」をはじめ、大半の政策の財源が未だ確保されていない等、その実現性・実効性に疑問符が付く状態であり、政局含め今後の動向が注目されます。

海外

米国では、2009年1月20日にオバマ新大統領が就任することとなります。金融危機以降の経済情勢の悪化を受け、新政権の最優先課題を景気対策としており、2年間で300万人の雇用創出を目標とし、道路や橋といったインフラ設備や、減税、中期的な成長力強化のための環境や教育、医療への投資など7,750億ドル規模となる見通しです。これまでCO2排出量削減に後ろ向きであった米国も、新政権では太陽光発電や風力発電など再生可能エネルギーの拡大を図る政策が打ち出される見込みです。経済含め、すべての面で世界全体に大きな影響を与える国のトップの交代であり、今後の各政策におけるスタンスが注目されます。

中国では、2008年11月の国務院常務会議において、「安定した経済成長を維持するため」として、鉄道・道路・空港・都市農村電送網の整備に1.8兆元、四川大地震被災地の復興に1兆元など、2010年までに4兆元規模の景気対策が打ち出されました。これに加え、金融面でも金利の引き下げや貸出総量規制の撤廃など緩和策が相次いで実施・公表されており、経済過熱の防止から、経済成長の維持へとスタンス変更しています。

欧州では、経済情勢の悪化を受けEUが11月に総額2,000億ユーロの経済対策を発表するも、付加価値税率での英と独仏の認識の相違など、主要各国の反応はまちまちです。しかしながら、更なる経済情勢の悪化を受け、ドイツが追加で500億ユーロの追加景気対策を行うなど、主要各国とも景気対策を行っており、今後の動向が注目されます。

経済

(単位：%)

	2006年度 実績	2007年度 実績	2008年度 見込み	2009年度 見通し
実質GDP成長率	+2.3	+1.9	-0.8	0.0
民間最終消費支出	+1.1	+0.9	+0.2	+0.4
民間住宅投資	-0.2	-13.0	-4.1	+4.7
民間企業設備投資	+5.6	+2.3	-4.7	-4.2
政府支出	+1.1	+2.2	-	-
外需寄与度	+0.8	+1.3	+0.2	-0.3
名目GDP成長率	+1.5	+1.0	-1.3	+0.1
完全失業率	4.1	3.8	4.2	4.7
消費者物価指数・変化率	+0.2	+0.4	+1.3	-0.4
米国実質GDP成長率	+2.8	+2.0	+1.4	-0.7
ユーロ圏実質GDP成長率	+2.8	+2.6	+1.2	-0.5
中国実質GDP成長率	+11.6	+11.9	+9.7	+8.5

* 実績値は内閣府、総務省の資料を参照

* 2008年度見込み、2009年度見通しは以下を参照

内閣府「平成21年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」

* 米国・ユーロ圏・中国 実質GDP 成長率はIMF、暦年

2008年度の実質GDPは0.8%のマイナス成長となる見込みです。世界的な景気減速に伴い、日本企業もグローバル展開をしている代表的な企業を中心に、大きな影響を受け業績が悪化。これを受け、労働市場も急速に悪化する等、先行き不安を抱え国内需要も悪化しており、上記見込みとなりました。

2009年度のGDP成長率は、税制改正等による民間住宅投資の増加や景気対策の効果による民間最終消費支出の増加等を見込み0.0%となる見通しです。しかしながら、世界経済の更なる悪化や労働市場の軟化から国内需要の低迷長期化など、リスク要因が考えられます。

米国経済は、住宅投資の縮小に加えて、雇用環境の悪化などから個人消費の伸びが3Q以降マイナスに転じ、景気後退局面入りしました。2009年のGDP成長率は0.7%のマイナスの見通しとなっています。政府による7,750億ドル規模の景気対策や、FRB（米連邦準備制度理事会）による低金利や量的緩和政策により下支えが期待されるものの、金融危機に伴う信用収縮の長期化やデフレなどが経済成長を圧迫し、世界経済の不安要因として継続するとみられます。

欧州経済は、景気後退局面にあり2009年のGDP成長率は0.5%のマイナスの見通しとなっています。2008年11月にはEUで2,000億ユーロの経済対策を発表されたほか、2009年1月にはドイツが追加で500億ユーロ規模の経済対策を発表するなど、各国による景気対策による下支えが期待されます。しかしながら、金融危機の長期・深刻化や世界経済減速による輸出の停滞により、更なる景気悪化が見込まれます。

中国経済は、世界経済減速の影響を受け、2009年のGDP成長率は8.5%の見通しとなっています。経済成長の鈍化に対し、政府は景気過熱抑制から経済成長維持へと舵を切っており、輸出減少による影響は受けるものの、個人消費の拡大や、財政支出拡大に支えられ、昨年比鈍化はするものの、引き続き高い経済成長率で世界経済の成長を牽引することが見込まれます。

企業業績

企業業績	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度予想
売上高成長率	+7.8%	+8.5%	+7.0%	+0.2%
経常利益増益率	+11.8%	+10.5%	+3.8%	-30.6%
当期利益増益率	+32.7%	+11.8%	+2.7%	-34.4%

* 企業業績は、金融を除く1,296社集計、2008年度は会社予想ベース

2008年度の企業業績見通しは、トヨタ自動車の営業損失計上見込みに代表されるように、7期ぶりの大幅な減益が予想されています。足下では原油価格をはじめ資源価格は落ち着きつつありますが、世界的な需要の減退、急激な在庫調整が行われており、2008年度業績は更なる下振れも懸念されます。2009年度についても、製造業において適正在庫への調整後は減産幅が圧縮されると見込まれますが、需要動向は不透明感が強く、企業業績の本格的な回復にはいましばらく時間がかかるものと思われま

株式市場

2008年1月から2008年12月の株式市場は、東証株価指数（TOPIX）は-41.8%、日経平均株価は-42.1%でした。また、中小型株は、東証2部株価指数-40.8%、日経ジャスダック指数-36.9%でした。

1月から3月にかけては、米国のサブプライムローン問題（信用力の低い個人向け住宅融資）を発端にした金融不安が信用市場にも伝播し、国内外の株式市場ではリスク資産を圧縮する動きが顕在化しました。さらに米国経済の減速と一時95円台となる急激な円高の進行を受けて輸出関連企業の業績懸念が高まり、株式市場は大幅に調整いたしました。

これを受けて米国ではFRB（米連邦準備理事会）が連続利下げを行い、さらに米銀大手JPモルガン・チェースが経営難に陥っていた米証券大手ベアスターンズを買収することを発表したで、過度の金融不安が後退し国内外の株式市場は落ち着きを取戻し上昇に転じました。

4月から6月にかけては、国内企業の決算発表が行われ、2008年度の企業業績が、円高、原燃料資材高、及び北米経済の減速により経常減益の見通しとなりました。しかし、日本の経済成長は欧米と比べて相対的に優位にあることで海外から資金流入が見られ、国内株式市場は堅調な展開となりました。

7月から12月にかけては米国経済の一段の減速と金融不安の再燃及び実体経済への波及に伴い、下落に転じました。特に9月に米大手証券リーマン・ブラザーズ証券の経営破綻以降は信用収縮の影響が実体経済にも波及し、世界的な大幅な株安となりました。これを受けて各国政府・中央銀行による景気対策や金融政策が追加的に示されたことで、株式市場は落ち着きを取り戻しつつあります。12月末のTOPIXは859.24で取引を終えました。

運用結果

ファンドの運用にあたっては、個別企業のリサーチに基づき、ボトム・アップ型のアグレッシブ運用を基本とし、

- ① 企業取材をベースに今後3年間のEPSを予測、
- ② 株価のバリュエーションを行った上で、
- ③ 中長期的に値上がり期待の大きなポテンシャルの高い銘柄群への投資を実践しました。

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド	参考：TOPIX	差異
2007年12月末～2008年12月末	-53.8%	-41.8%	-12.0

パフォーマンスは2007年12月末から2008年12月末で-53.8%となりました。販売手法変更による経

費コントロールにより業績の拡大が見込まれるNTTドコモや、コンビニエンスストア事業が堅調に推移するセブン&アイなどのプラスに寄与する銘柄はあったものの、建機向け油圧機器の拡大が見込まれたなか生産コストの上昇により業績下方修正をしたKYBや、主要販売先である自動車や電機業界の減産の影響を受けた日立金属、トヨタ自動車の販売減速の影響が懸念された豊田通商などの下落がマイナス要因となりました。

ポートフォリオの組成にあたっては、資源エネルギー、電子部品・材料、自動車、素材などを主要な投資対象群としました。投資行動としましては、需要の安定拡大が見込まれるなか経費の効率化により収益拡大が見込まれるKDDIやNTTドコモの新規組入れおよびウェイト引上げを行った他、独自のビジネスモデルや商品により成長が期待できるファーストリテイリングやニトリなどや、大手銀行株などの新規組入れおよびウェイト引き上げを行った。一方、急激な円高や先進国市場の消費低迷などにより業績の悪化が見込まれた自動車関連銘柄やエレクトロニクス銘柄のウェイトを引き下げた他、資源価格の下落を受け資源エネルギー関連銘柄についてもウェイトを引き下げました。

なお、期中577社/777件の企業取材を行いました。

今後の運用戦略

2007年夏の米国のサブプライムローン（信用力の低い個人向け住宅融資）問題を発端にした金融不安は、2008年9月の米国リーマン・ブラザーズ証券の破綻を受けて信用収縮が加速し実体経済に大きく影響しております。いわゆる“トヨタショック”に象徴されるように日本企業を取り巻く環境は急速に悪化しております。

こうした状況を受けて、現在世界各国において大規模な経済対策が計画されております。米国においては、オバマ新政権により“グリーンニューディール”と呼ばれる環境・エネルギー分野での需要喚起と雇用の創出を狙いとした政策が行われる見通しであり、その他世界の各国においても同様の政策が大規模に計画されております。太陽光発電などの代替エネルギーやハイブリッド車などの環境対応車の分野において日本企業は優位な位置にあり今後の事業機会は大きいとみられます。その他社会インフラなどの分野においても大規模な需要創出が図られる見通しであり、インフラ関連企業などメリットが期待できます。また、昨年半ばまで高騰を続けた資源価格は大幅に下落しており、今後の企業収益の下支え要因になるとともに、家計に対しても実質的な所得効果は大きいとみられます。低迷を続ける国内経済においては、消費・サービスなどの分野において独自のビジネスモデルや商品開発などにより成長が期待できる企業もあります。

世界経済は混乱した状況が続いておりますが、上述の企業群に加えて、M&Aなどによりこの混乱を成長の機会として利用できる企業や、混乱の後に再成長をはかるべく準備を整えている企業の発掘および投資を通じて、ファンドの成長を図っていききたいと思います。

■第5期(2009年1月1日から2009年12月31日まで)

政治

国内

2009年8月衆議院選で民主党が圧勝し歴史的な政権交代が行われました。2009年10月に行われた鳩山首相の所信表明演説では、戦後行政の大掃除と題して行政の無駄を改め、官僚依存の仕組みを廃し、政治主導・国民主導の新しい政治への転換を掲げました。また環境面では温室効果ガスを2020年までに1990年比で25%削減するとの目標を示し、先進国と途上国の懸け橋としての役割を積極的に果たし、世界規模での「環境と経済の両立」の実現と「低炭素型社会」への転換に貢献することを示しました。外交面では緊密かつ対等な日米同盟、東アジア地域の相互の信頼関係の深化を進めた東アジア共同体構想の推進を掲げています。

鳩山政権は発足後、子供手当の支給や高校授業料の実質無料化などの家計支援や、農家に対する戸別所得補償制度の創設など分配に重点を置いた政策を進めています。産業面では、自動車購入支援策や家電製品のエコポイント制度の継続、住宅エコポイント制度の創設などが政府として決定されてい

ます。財政面では、2010年度一般会計予算案の総額は約92兆円と過去最大規模となり、税収低迷下、国債発行額（新規財源）は約44兆円となることを見込まれています。

経済戦略面では、2009年12月に持続的な経済成長を目指した新成長戦略を決定しました。名目成長の実現を最重要課題として位置付け、2020年度までに年平均名目成長率3%の経済成長により名目GDPで650兆円の達成を目標として掲げています。戦略分野としては、①環境・エネルギー、②医療、③アジア、④観光・地域活性化、⑤科学・技術、⑥雇用・人材、の6点が掲げられました。具体策のとりまとめは2010年6月となる予定が、今後関連企業への好影響が期待されます。

海外

米国では、2009年2月成立のアメリカ再生・再投資法に基づき過去最大規模で2年間総額7,870億米ドルの景気刺激策が決定されました。減税、公共事業、失業保険と生活補助の増額などを軸とした大型景気対策により、今後2年間で350万人の雇用創出が期待されています。2009年2月大統領施政方針演説では、金融危機に対し短期的な対応策をとるだけでなく、エネルギー・医療・教育の3分野への投資を進めて長期的な繁栄の基盤を築き、米国の再生を誓う内容となりました。

オバマ政権の最重要課題ともいえる医療保険制度改革は、2009年内に上下両院でそれぞれ法案が可決されましたが、2010年初に本格化する一本化調整において依然難航することも予想されます。また、失業率は12月も10%とここ26年半で最悪の水準が続いております。オバマ政権は、2010年秋に中間選挙を控えていることもあり、2009年12月に雇用対策を中心とする追加景気対策を発表、中小企業支援やインフラ投資促進、省エネ分野への投資拡大にも重点配分する見込みです。

中国では、世界的な金融危機に対処すべく、2年間で総額約4兆元の景気刺激策が決定されました。鉄道・道路・空港・電力網整備など巨大インフラ建設の促進、低所得者向け住宅建設の拡大、農業用水路の整備など農村地域の発展などが盛り込まれています。さらに、「家電下郷」、「汽車下郷」といった家電、自動車の農村部での普及策や、都市部での買替え促進政策も取り入れられています。また、2009年12月の中央経済工作会议では、10年マクロ経済政策について、積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策を継続して実施すると表明し、特に①経済成長の質・効率の向上、②経済発展方式の転換と経済構造の調整、③改革開放と自主イノベーションの推進、などに注力する方針です。一方、2010年1月から預金準備率を0.5%引き上げる措置を公表、資産バブルへの警戒を強める姿勢も示しており、金利引き上げを含む金融引き締め政策に転じるかが当面の焦点と考えます。

欧州では、過度に積極的な財政政策によりギリシャなど一部の国で財政危機が高まっており、EUの今後の対応が注目されます。一方、2009年12月に「リスボン条約」が発効し、経済面だけでなく政治面でも加盟国間の統合が深まる見通しです。また、新大統領のもと2020年に向けた新成長戦略「EU2020」がEU首脳会議で討議されております。

経済

国内経済見通し（内閣府）

（単位：％）

	2008年度 実績	2009年度 実績見込み	2010年度 見通し
実質GDP成長率	-3.7	-2.6	+1.4
民間最終消費支出	-1.8	+0.6	+1.0
民間住宅投資	-3.7	-16.9	+4.4
民間企業設備投資	-6.8	-16.5	+3.1
外需寄与度	-1.1	-0.5	+0.4
名目GDP成長率	-4.2	-4.3	+0.4
完全失業率	4.1	5.4	5.3
消費者物価指数・変化率	+1.1	-1.6	-0.8

* 内閣府「平成22年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」

世界経済見通し（IMF）

（単位：％）

	2008年	2009年	2010年
日本実質GDP成長率	-0.7	-5.4	+1.7
米国実質GDP成長率	+0.4	-2.7	+1.5
ユーロ圏実質GDP成長率	+0.7	-4.2	+0.3
中国実質GDP成長率	+9.0	+8.5	+9.0

* IMF「World Economic Outlook」2009年10月発表

2009年度の日本の実質GDP成長率は-2.6%と2年連続のマイナス成長となる見込みです。リーマンショック後の経済収縮により、民間企業の設備投資が大幅に圧縮されたことや住宅投資の大幅な減少などがマイナス要因となりました。2010年度につきましては、アジアを中心とした世界経済の回復を背景に輸出が増加することや、設備投資や消費などの国内民間需要も底固く推移することから、実質GDP成長率は+1.4%と3年振りのプラス成長が見込まれています。また、急速な減少が続いていた名目GDP成長率についても+0.4%とプラスに転じることが見込まれています。

米国では、オバマ政権による大規模な景気刺激策と金融安定化策の実施などにより経済は底入れし、2010年は2年振りのプラス成長に転じることが見込まれています。しかしながら、失業率は10%と依然高水準であり、民間需要主導の自律的な回復に移行できるのか、不透明感は払拭できない状況です。

中国では、政府による大規模な需要刺激策が原動力となりインフラ投資や消費が拡大し、高成長が続いています。自動車販売においては、2009年の新車販売台数が1,300万台を超え、米国を抜き世界最大の自動車市場となることを見込まれています。一方、景気の過熱に対する警戒感もあり、金融政策の動向などには留意が必要と思われます。

ユーロ圏では、自動車買換え支援策等の政策が奏功し最悪期は脱していますが、回復度合いは他地域に比べ緩やかなものになる見通しです。

企業業績

企業業績	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度予想
売上高成長率	+8.6%	+6.9%	-6.6%	-12.5%
経常増益率	+10.1%	+3.8%	-59.1%	-5.2%
純増益率	+10.5%	+2.9%	-92.6%	+286.5%

* 企業業績は、金融を除く1,367社集計、2009年度予想は会社予想ベース（2009年12月末現在）

2009年度の企業業績は、年前半を中心とした生産・在庫調整により売上高は-12.5%と大幅な減少となる見込みですが、固定費の削減等コストの圧縮により経常利益の減少率は-5.2%と小幅なものにとどまる見通しです。また、当期純利益は2008年度に巨額の特別損失を計上した反動により大幅な増益となる見通しであり、企業業績の底入れ傾向は製造業を中心に鮮明になっています。

株式市場

2009年1月から12月までの株式市場は、TOPIXは+5.6%、日経平均は+19.0%でした。また、中小型株は、日経ジャスダック指数+7.8%、東証2部指数+6.6%でした。

2009年1月から3月半ばにかけては、米国政府の金融安定化策に失望感が広がり米国株式市場が急落したことから、国内株式市場も軟調に推移しました。

しかし、2009年3月後半から8月にかけては、米国政府の官民合同投資プログラムの発表や、金融機関に対するストレステストの結果が発表され投資家心理が好転、G20金融サミットの首脳宣言が世界景気回復へ協調する姿勢を示したこと、さらに景気底入れ感を示唆するような経済指標がグローバルベースで発表され、国内においても事業規模56.8兆円の追加景気対策が打ち出され、株式市場は上昇しました。一方で、米国自動車大手GM及びクライスラーが連邦破産法11条の適用を申請しましたが、市場への影響は限定的でした。

2009年9月からの国内株式市場は、民主党政権の誕生を受けて円高が進み、さらに商品市況および米国株式市場の下落の影響で調整となりました。特に金融関連株に関しては、①亀井金融相による中小企業向け融資の金返済を猶予する構想、②G20の共同声明に国際的な金融規制の強化が盛り込まれ、野村證券の再度の増資発表により金融機関の増資リスクが懸念されたこと、と悪材料が重なり下落しました。

2009年10月から年末にかけては、米国企業の7-9月期決算発表でポジティブサプライズが続き米国株式市場が堅調に推移した上、原油や商品市況も上昇、さらに円高も一服したことにより、国内株式市場も堅調に推移しました。2009年12月30日のTOPIXは、907.59で取引を終えました。

運用結果

ファンドの運用にあたっては、個別企業のリサーチに基づき、ボトム・アップ型の積極運用を基本とし、

- ① 企業取材をベースに今後3年間のEPSを予測し、
- ② 株価の評価を行った上で、
- ③ 中長期的に値上がり期待の高い銘柄群への投資を実践しました。

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド	TOPIX	差異
2008年12月末～2009年12月末	+3.9%	+5.6%	-1.7%

*再投資ベース

パフォーマンスは2008年12月末から2009年12月末までで+3.9%となりました。

ポートフォリオの組成にあたっては、資源・エネルギー、電子部品・材料、自動車、素材などを主

要な投資対象群とし、信用収縮の影響から全体的に大きく売り込まれた企業を中心としたリバウンドに注目いたしました。期中の投資行動としましては、来期業績見通しおよびポテンシャル・市場センチメントの観点から銘柄入替を行いました。

具体的には、自然エネルギー向け蓄電池事業の成長が期待できる日本碍子や、各国の補助金政策により自動車生産台数の増加が見込まれるトヨタ自動車、本田技研工業などの完成車メーカーおよび関連部品メーカー、また、各種商品市況の上昇により収益拡大が期待される三菱商事および三井物産、さらに中国の内需拡大が寄与するユニチャームおよび小松製作所のウェイトを高位に保ちました。

その結果、日本碍子、トヨタ紡織、フォスター電機などが期中を通してパフォーマンスにプラスの貢献をした一方、ファーストリテイリング、三菱重工業、日本風力開発などがマイナス要因となりました。

今後の運用戦略

今後の国内株式相場に関しましては、緩やかに上昇基調に入るものと考えております。理由としましては、(1) 日銀の金融緩和策により円高が修正されてきていること、(2) 予算の策定作業も終わり、ようやく民主党から来年度に向けた成長戦略が見え始めること、(3) 経済データ面でもとりわけ、輸出で改善が見え始めていること、(4) 米国のクリスマス商戦が好調であったこと、(5) 今後、企業の業績上方修正が株価に織り込まれていくこと、などがあげられます。

こうした環境下で現在、以下のような戦略でポートフォリオを構築しております。

- ① 業績回復局面において、回復が相対的に早い銘柄群のオーバーウェイト、具体的には、財務体質が健全で、構造改革意識が高く、在庫調整が順調に進み、グローバル市場で高い競争力を有する企業群（本田技研工業、キャノンなど）
- ② 各国の財政政策の後押しが期待できるインフラ関連や、エネルギー効率化や温暖化ガス削減など環境問題の解決が期待される環境関連の企業群、具体的には、中国の旺盛な鉄鋼需要により原料炭部門の収益拡大が見込まれる三菱商事、積極的に電気自動車事業を推進する日産自動車などの銘柄群
- ③ 金融不安により、著しく割安に放置されており、今後の景気回復、財政政策による売上増、原材料のコスト安、リストラ策などによるコスト削減策などにより、利益幅の拡大や業績の改善が期待できる銘柄群

2010年3月期第2四半期の決算発表により、企業業績が順調に回復していることが確認できました。また、米国においても2009年10-12月期に10四半期ぶりの最終増益になるなど、世界経済の底打ち基調が見受けられます。しかしながら、価格下落が続いている物価動向や、為替への警戒感も根強く、日本経済の本格的な回復期は慎重に見極める必要があると考えています。引き続き、取材を通じ、中国など新興国市場の成長を取り込む企業群、先進的な環境技術を有し中長期的な収益拡大が見込まれる企業群に着目し、持続的成長が期待できる企業に投資することで、ファンドの成長を目指します。

■第6期(2010年1月1日から2010年12月31日まで)

政治

国内

2009年秋に民主党の鳩山内閣が発足し、子供手当の支給や高校授業料の実質無料化などの家計支援や、農家に対する戸別所得補償制度の創設など分配に重点を置いた政策を進めました。産業面では、自動車購入支援策や家電製品のエコポイント制度の継続、住宅エコポイント制度を創設しました。

また、持続的な経済成長を目指した新成長戦略の基本方針を策定しました。名目成長の実現を最重要課題として位置付け、2020年度まで年平均で名目3%の経済成長を目標として掲げています。戦略分野としては、①環境・エネルギー、②健康、③アジア、④観光・地域活性化、⑤科学・技術、⑥雇用・人材、の6点が掲げられました。

2010年6月に菅内閣が発足し、新成長戦略は具体策が決定され、今後の関連企業への好影響が期待されます。一方、夏の参議院選では民主党が議席数を減らしねじれ国会入りとなりました。この状況

は、政策または法案の決定を遅延させるかもしれず、将来的にリスク要因のひとつになると考えられます。

海外

米国オバマ政権では、大規模財政刺激策が継続され、米国経済の下支えとなりました。また、年末商戦では個人消費の回復が確認された上、ブッシュ減税の延長も決まり消費に対する不安も払拭されました。優先課題である雇用問題では非農業者雇用者数がプラスに転じましたが、失業率は高い水準で推移しており厳しい環境は続きます。

金融政策ではF R B（連邦準備制度理事会）は2010年前半に国債やリスク資産の買取りによる非伝統的金融政策を終了しましたが、年後半にかけて、経済見通しの不確実性から国債への再投資を発表し、再度金融緩和を行いました。

中国の2010年マクロ経済政策は、「積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策の実施」でした。財政刺激策は継続されましたが、金融政策では新規銀行貸出目標を引下げ、預金準備率を段階的に引上げ、政策金利も上げました。また、不動産価格の抑制策、為替レートの柔軟化等の景気抑制策も続きました。好調な経済成長を受け、物価上昇率が目標を上回ってきたためです。

一方、「家電下郷」、「汽車下郷」といった消費刺激策も継続され、消費は堅調に推移しました。

2010年12月の中央経済工作会議では、2011年マクロ経済政策について、「積極的な財政政策と穏健な金融政策の実施」に切り替えられました。「インフレ抑制」が優先課題として認識されています。

欧州ではギリシャで財政危機が発生し、財政不安のある欧州諸国に信用不安が広がりました。IMF、EU等関係者はギリシャの追加財政再建策と引換えに支援合意し、「欧州金融安定化メカニズム」（基金規模7,500億ユーロ）の創設を決定しました。更に、EUの金融機関ではストレステストが実施され銀行システムの健全性が確認されました。その後、一部の国では財政が懸念される局面がありますが、EU全体では落ち着きつつあります。

一方、金融政策では、ECBは政策金利1.0%を続け、流動性供給策は6月までに終了しました。また、ギリシャ危機を受け、国債及び社債市場に介入するとともに資金供給オペなどの措置を講じました。

経済

国内経済見通し（内閣府）

（単位：％）

	2009年度 実績	2010年度 実績見込み	2011年度 見通し
実質GDP成長率	-2.4	+3.1	+1.5
民間最終消費支出	0.0	+1.5	+0.6
民間住宅投資	-18.2	+0.1	+5.4
民間企業設備投資	-13.6	+4.9	+4.2
外需寄与度	+0.3	+1.2	+0.5
名目GDP成長率	-3.7	+1.1	+1.0
完全失業率	5.2	5.0	4.7
消費者物価指数・変化率	-1.7	-0.6	0.0

* 内閣府「平成23年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」

世界経済見通し (IMF)

(単位：%)

	2009年	2010年	2011年
日本実質GDP成長率	-5.2	+2.8	+1.5
米国実質GDP成長率	-2.6	+2.6	+2.3
ユーロ圏実質GDP成長率	-4.1	+1.7	+1.5
中国実質GDP成長率	+9.1	+10.5	+9.6

* IMF「世界経済見通し」2010年10月発表

2010年度の日本の実質GDP成長率は+3.1%と大幅な回復が見込まれます。リーマン・ショック後に大幅圧縮された民間企業の設備投資の回復や堅調な消費支出がプラス要因となります。2011年度につきましては、実質GDP成長率は、住宅投資の回復が見込めることや引続き堅調な消費支出に支えられ、+1.5%と2年連続でプラス成長が見込まれています。また、名目GDP成長率についても+1.0%で2年連続のプラスが見込まれています。

米国の2010年の実質GDP成長率は、オバマ政権による景気刺激策の継続と再度の金融緩和で2年振りにプラスに転じ、+2.6%成長の見込みです。2011年につきましても個人消費、設備投資が牽引し、+2.3%成長が見込まれます。ただし、失業率は9%台と依然高水準であり、雇用改善が優先課題となります。

中国では大規模な財政政策が原動力となりインフラ投資や消費が拡大し、高成長が続いています。自動車販売においては、2010年の新車販売台数が1,800万台を超え、米国を抜き世界最大の自動車市場となりました。ただし、足元の物価上昇率が目標を超えきたため、金融政策の動向などには留意が必要です。

ユーロ圏につきましては、2010年+1.7%、2011年+1.5%とプラス成長が見込まれますが、緊縮財政を背景に他地域に比べ緩やかなものになる見通しです。

企業業績

企業業績	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度予想
売上高成長率	+7.1%	-6.5%	-12.8%	+6.3%
経常増益率	+3.5%	-56.1%	+9.7%	+47.0%
当期増益率	+2.0%	-89.2%	+229.3%	+94.9%

* 企業業績は、金融を除く1,439社集計、2010年度は会社予想ベース（2010年12月末日現在）

2010年度の企業業績は、世界経済の回復を背景に売上高は+6.3%と増収が見込まれ、固定費の削減等コストの圧縮で経常利益+47.0%、当期利益+94.9%と大幅な増益の見通しです。また、企業業績の改善は、製造業、非製造業ともに鮮明になっています。

株式市場

2010年1月から12月までの株式市場は、TOPIXは-1.0%、日経平均は-3.0%でした。また、中小型株は、日経ジャスダック指数+6.6%、東証2部指数+6.8%でした。

2010年1月から4月にかけては上場企業の2010年3月期の業績上方修正や、2011年3月期に対する業績への期待感を背景として上昇しました。一方で、中国の金融引締め懸念やオバマ大統領の金融機関に対する規制強化策で、世界的に株価が調整される局面がありましたが、影響は一時的に留まりました。

しかし、2010年5月から8月にかけては、欧州諸国のソブリンリスク問題から世界経済の成長鈍化懸念が台頭し世界的に株安が進んだことと、円高が進行したことで下落しました。リスク・マネーが株式から債券へ、高金利通貨からドル・円へのシフトで株式市場の下落と大幅な円高につながりました。

た。国内の企業業績は好調でしたが、結果的に無視される格好になりました。

2010年9月から12月にかけては上昇しました。財務省による為替介入及び日銀の追加金融緩和で株式市場は底打ちし、米国経済指標の改善で海外株式市場の上昇と共に日本の株式市場も上昇しました。その後、米国の大幅な金融緩和の思惑から円高が進む局面で調整もありましたが、米国長期金利上昇による為替の落ち着きや、米クリスマス商戦が好調に進んだことなどを背景に株式市場は更に上昇しました。一方、北朝鮮による韓国砲撃事件もありましたが、影響は一時的に留まりました。

2010年12月30日のTOPIXは898.80で取引を終えました。

運用結果

ファンドの運用にあたっては、個別企業のリサーチに基づき、ボトム・アップ型のアグレッシブ運用を基本とし、

- ① 企業取材をベースに今後3年間のEPS（1株当たり利益）を予測し、
- ② 株価のバリュエーションを行った上で、
- ③ 中長期的に値上がり期待の大きなポテンシャルの高い銘柄群への投資を実践しました。

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ ダイナミック・グロース・ ファンド	TOPIX	差異
2009年12月末日～2010年12月末日	-6.4%	-1.0%	-5.4%

*再投資ベース

パフォーマンスは2009年12月末日から2010年12月末日において-6.4%となり、TOPIX対比で-5.4%となりました。

ポートフォリオの組成にあたっては、海外成長、団塊及び団塊ジュニア消費、新市場関連などを主要な投資対象群とし、リーマン・ショック後の売上数量回復と固定費削減等による利益の改善に注目しました。期中の投資行動としましては、新年度業績見通し、ポテンシャルおよび市場センチメントの観点から銘柄入替を行いました。

具体的には、量産品の好調が業績を引っ張った総合電機の日立、ファクトリー・オートメーションが中国で好調の三菱電機を新たに組み入れました。また、中国で建機需要が旺盛で今後鉱山機械も期待できる小松製作所、自動車メーカーおよび関連部品メーカー、また、各種商品市況の上昇により収益拡大が期待される三菱商事などのウェイトを高位に保ちました。

その結果、アルプス電気、小松製作所およびシンプレクスなどが期間を通じてファンドのパフォーマンスにプラスに寄与した一方、トヨタ紡織、メイコーおよびフォスター電機などがマイナス要因となりました。

今後の運用戦略

現在の日本の株式市場は日米双方の金融緩和、米国経済資料の改善、日本企業の好業績、日本株の出遅れなどを受け、堅調に推移しています。欧州のカントリーリスク、為替動向、菅政権の迷走などの不安材料は多々あるものの、企業業績は好調で、現在の株価水準は引き続き割安な水準です。中長期的には引き続き投資の絶好の機会であり、緩やかに上昇すると考えております。

こうした環境下で現在、以下のような戦略でポートフォリオを構築しております。

- ① アジアを中心とした新興国の経済成長を取込んだ収益の伸びや改善が期待でき、営業利益率を拡大できる企業（小松製作所、三菱電機、東陶など）
- ② 企業のキャッシュフロー改善による情報設備の更新投資などの投資資本の増加からの恩恵が期待できる企業（キャノンなど）
- ③ 団塊及び団塊ジュニア世代の消費行動や新たな消費傾向を捉えられる企業（三井不動産、ファーストリテイリングなど）

■第7期(2011年1月1日から2011年12月31日まで)

政治状況

国内

民主党政権は、子ども手当の支給等福祉を優先した政権運営を図りましたが、2010年7月の参議院議員選挙で大敗し与党が過半数割れしたことで、マニフェストの主な政策は修正を迫られました。かかる政治状況の中で発生した2011年3月の東日本大震災を受け、政府は、「政策推進指針」に基づき、大震災がもたらした困難を克服するとともに、日本経済の潜在的な成長力を回復させるよう取り組んでいます。

2011年8月30日には、民主党の野田代表が菅氏の後継となる第95代内閣総理大臣に選出されました。新内閣のもと、東日本大震災からの復興および原発事故への対応、ならびに経済成長戦略および財政再建に向けた政策の実行が進捗しつつあります。

海外

米国では、民主党が中間選挙で大敗したことを受け、オバマ政権の政策の修正が注目されています。2011年1月一般教書演説において、オバマ大統領は、企業の支援に軸足を置き、技術革新による競争力強化やインフラ整備に取り組み、雇用創出を促進する提案を揃えました。また、予算教書において、交通インフラやクリーンエネルギー関連への投資によって米経済の競争力を向上させる歳出に重点を置く姿勢を打ち出しました。しかし、重点政策として取り組んだ医療保険改革や金融規制改革に対して反企業の政策との批判が高まり、雇用情勢の改善も遅れていることから、政権への支持率は低迷しています。2012年の大統領選をにらみ、オバマ政権は経済成長と雇用拡大を最優先とする政策を打ち出すことが予想されます。

中国では、2011年の実質GDP成長率が+8%超で推移し、2012年目標は+7%から+8%に設定されています。インフレ抑制に向けての金融引締めと積極財政の組合せで安定成長を目指す姿勢は維持されており、政府は、最低賃金水準を年平均13%引き上げることで消費を喚起し、外需主導から内需主導の経済へとシフトさせる意向です。また、政府は、労働争議問題を受け、公正な所得分配や大幅な社会保障拡充等の社会福祉に配慮した安定成長路線を推進する予定です。2012年秋に開催される共産党大会では、習近平国家副主席が最高指導者の地位に就くと見られており、雇用拡大や社会安定を目指すための追加的な経済対策も期待されます。

欧州では、財政不安が再燃し統一通貨ユーロにとって困難な局面が依然続いています。2011年7月には、欧州連合(EU)が総額1,600億ユーロのギリシャ向け第二次金融支援を決定しました。民間投資家が参加するギリシャ債務削減策およびユーロ圏における金融安全網の強化によって、足元の危機はひとまず回避されました。今後もユーロ圏における債務削減計画の実行と、財政懸念のある他の主要国への波及を注意深く見守る必要があります。

経済状況

国内経済見通し

	2010年度 実績 (単位：%)	2011年度 実績見込み (単位：%程度)	2012年度 見通し (単位：%程度)
実質GDP成長率	+3.1	-0.1	+2.2
民間最終消費支出	+1.6	+0.3	+1.1
民間住宅	+2.3	+2.9	+6.3
民間企業設備	+3.5	-1.1	+5.1
外需寄与度	+0.8	-0.7	+0.4
名目GDP成長率	+1.1	-1.9	+2.0
完全失業率	5.0	4.5	4.3
消費者物価指数・変化率	-0.4	-0.2	+0.1

* 内閣府「平成24年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」より抜粋

世界経済見通し

(単位：%)

	2010年	2011年	2012年
世界実質GDP成長率	+5.1	+4.0	+4.0
日本実質GDP成長率	+4.0	-0.5	+2.3
米国実質GDP成長率	+3.0	+1.5	+1.8
ユーロ圏実質GDP成長率	+1.8	+1.6	+1.1
中国実質GDP成長率	+10.3	+9.5	+9.0

* IMF「World Economic Outlook」(2011年10月発表)より抜粋

2010年度の日本の実質GDP成長率は+3.1%とプラス成長でした。政府支援策等が民間需要を牽引し、生産の回復へとつながりました。また、民間企業の設備投資も改善を見せました。3月に東日本大震災が起きましたが、2010年度への影響は限定的でした。

2011年度見通しについては、実質GDP成長率は-0.1%程度が見込まれます。東日本大震災により部品供給網が寸断されたことや、マインド悪化による消費低迷に由来する需要減から、生産活動が大きく減少したことがマイナス要因です。ただし、部品供給網は当初想定を上回る早さで回復し、消費マインドも持ち直しつつあり、年度後半には比較的高めの成長率が見込まれます。

米国の2010年の実質GDP成長率は、オバマ政権による景気刺激策の継続と再度の金融緩和で2年ぶりにプラスに転じ、+3.0%でした。堅調なクリスマス商戦をふまえ、2011年につきましても、個人消費、設備投資が牽引し、+1.5%の成長が見込まれます。ただし、失業率は9%と依然高水準であり、雇用改善が優先課題となっています。

中国では大規模な財政政策が原動力となりインフラ投資や消費が拡大し、高成長が続いています。自動車販売においては、2010年の新車販売台数が1,800万台を超え、米国を抜き世界最大の自動車市場となりました。しかしながら、足元の物価上昇率は目標値を上回っており、金融引締め政策によるマイナスの影響および金融機関の不動産融資の不良債権化の増大は、注意深く見守る必要があります。

ユーロ圏につきましても、IMF予想では2011年+1.6%、2012年+1.1%とプラス成長が見込まれていますが、景気後退への懸念は払拭されておらず、緊縮財政と金融引締めから今後も厳しい経済状況が続くと思われます。

企業業績

企業業績	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度予想
売上高成長率	-6.6%	-11.4%	+5.7%	+8.0%
経常増益率	-55.3%	+7.6%	+55.6%	-11.3%
当期増益率	-87.3%	+184.0%	+72.5%	-1.7%

* 企業業績は、金融を除く1,415社集計、2011年度は会社予想・日経予想ベース（2011年12月末現在）

2010年度企業業績は、中国等の新興工業国の高い経済成長や日米欧の景気回復の恩恵を受け、純利益が大幅に増加しました。東日本大震災の影響は限定的なものに留まりました。

2011年度は、震災による供給網の寸断を主たる要因として上期業績が鈍化し、通期では経常利益が減少して当期利益も微減の見通しです。生産活動の正常化は当初想定に比べ前倒しで進んでおり、2012年度は震災やタイ洪水の影響が少なくなることで、自動車生産の回復やコスト削減効果により、増収増益の見通しとなっております。

株式市場

2011年1月から2011年12月までの国内株式市場は、東証株価指数（TOPIX）で-18.9%、日経平均株価で-17.3%と大幅に下落しました。また中小型株は、東証第二部株価指数で-4.4%、日経ジャスダック平均で-6.0%となりました。

2011年1月から3月にかけては、中東・北アフリカ情勢の緊張から原油先物価格が上昇したものの、米国の景気回復期待や欧州政府債務問題の収束期待に加え国内企業の好決算発表を受けて、高値水準でもみ合う展開となりました。

しかし3月11日の東日本大震災発生を受け、株式市場はリスク回避の売りが膨らみ急落しました。福島第一原発の被害拡大や夏場の電力不足に対する懸念が高まり、企業業績への影響を見極めようと軟調な展開が続きました。さらに欧州政府の債務問題の再燃から世界的にリスク回避の流れが一段と強まりました。

その後、ギリシャ問題の危機回避と震災後の回復に対する期待で一時戻り歩調となりましたが、米国内閣価格下げを機に、欧米の財政問題や世界的な景気減速を背景として世界同時株安となり、国内株式市場も輸出関連株を中心に下落となりました。更に、欧州政府債務問題について具体的な解決策が見出だせない状況の下、株式市場は年末まで下げが続き、TOPIXは11月25日に年初来安値をつけました。12月30日のTOPIXは、728.61で取引を終えました。

運用結果

ファンドの運用にあたっては、個別企業のリサーチに基づき、ボトム・アップ型のアグレッシブ運用を基本とし、

- ① 企業取材をベースに今後3年間のEPSを予測し、
- ② 株価のバリュエーションを行った上で、
- ③ 中長期的に値上がり期待の大きなポテンシャルの高い銘柄群への投資を実践しました。

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド	参考：TOPIX	差異
2010年12月30日～2011年12月30日	-23.6%	-18.9%	-4.7%

パフォーマンスは2010年12月末から2011年12月末において-23.6%となり、TOPIX対比で-4.7%となりました。ファーストリテイリング、グリー、楽天、伊藤忠商事、ユニ・チャームおよびシンプレクス・ホールディングスが期間を通じてパフォーマンスにプラスに寄与した一方、三井住友フィナン

シャルグループ、みずほフィナンシャルグループ、トヨタ自動車および東芝がマイナス要因となりました。

個別の銘柄選択にあたっては、成長する世界市場をターゲットとして業績拡大が期待される企業、世界的なインフレを背景にした商品市場の上昇や素材の希少性および特性により業績拡大が期待される企業、品質の向上、新技術、新たな市場創造や既存市場の置換え等を背景に利益拡大が期待される企業、ならびに東日本大震災後の早期の生産活動回復が見込まれる企業を主要な投資対象群として着目いたしました。

期中の投資行動としましては、2011年度の業績見通しでEPS成長の大きい企業に着目して銘柄入替を行いました。震災の影響や国内政局混乱、欧州財政問題の長期化および米国景気の鈍化懸念等の市場センチメントに注意を払いました。

具体的には、ソーシャルネットワークゲームの増加が業績急拡大に寄与し、今後は海外展開も期待されるグリー、中国での生産自動化や米国自動車産業の製造ロボット需要拡大が寄与するファナック、およびインターネット通販が業績を牽引しているスタートトゥデイについて、新規組入れおよびウェイト引上げを行いました。また、国内の売上増に加え、海外出店の加速により高い成長が期待されるローソンにも着目しました。

今後の運用戦略

世界経済の将来に関する不透明感は続いておりますが、米国においてクリスマス商戦が好調にスタートしたことや中国における金融緩和の可能性等明るい兆しも見受けられ、投資家の極端なリスク回避姿勢には変化が期待されます。2012年度の国内の企業業績は自動車生産の回復やコスト削減効果により増益が見込まれ、既に割安水準にある日本株の下値不安は後退すると考えております。

こうした環境下で、ファンドは、以下のような戦略でポートフォリオを構築しております。

- ① 各国の経済措置により投資拡大が見込まれる代替エネルギー関連銘柄群やエマージング市場の回復によるメリットを受ける天然資源関連銘柄群（伊藤忠商事、コマツ等）
- ② 先進国の政策および新興国での市場拡大により業績拡大が期待されるインフラ、環境およびロボット関連銘柄群（不二越、ファナック等）
- ③ 既存市場において、新たなサービスやビジネスモデルにより、高い成長が期待される銘柄群（楽天、スタートトゥデイ、グリー、コナミ等）

運用方針としましては、引続き成長性の高い企業や、中期事業計画や増配等前向きなメッセージを株主に発信している企業、および来年度以降の業績モメンタムの改善が大きく見込まれる企業に着目した銘柄選択を行ってまいります。

■第8期(2012年1月1日から2012年12月31日まで)

投資環境レポート

政治

国内

民主党政権は、震災復興費を含めた総額96兆円の2012年度予算の承認等、経済成長や財政再建に向けた取組みを行い、また社会保障と税の一体改革関連法案の成立で消費税増税への道筋をつけました。しかし、衆参議院がねじれ状態にあること、消費税増税法案の議論の過程で民主党が分裂したこと、野田内閣の支持率低迷などにより、2012年11月に衆議院が解散されました。

これを受けた12月の衆議院議員選挙では、自由民主党が圧勝し安倍政権が発足しました。相対的に強い政権基盤を背景に、2%の物価上昇率の目標導入や公共投資の拡大などを中身としたデフレ脱却、経済成長のための金融・経済政策の実行が期待されています。

海外

米国では、2012年11月の大統領選でオバマ大統領が再選され、財政赤字削減策、製造業を中心とした雇用拡大策などが示されました。しかし、年末の連邦予算の削減とブッシュ減税の失効が重なる「財政の崖」回避に向けた協議は、民主・共和党間の対立により難航しています。

欧州では、ギリシャの再選挙、スペイン信用不安などにより欧州債務問題懸念の再燃や、欧州安定メカニズム（ESM）へのドイツ負担額に対する独憲法裁判所への提訴もありました。しかしながら、ECBによる金額無制限の南欧国債買入の決定、欧州安定メカニズム（ESM）が財政支援体制として確立され、危機の安定化に向けた前進がみられました。

経済

国内経済見通し

(単位：%)

	2011年度 実績	2012年度 見通し	2013年度 見通し
実質GDP成長率	-0.0	+2.2	+1.7
民間最終消費支出	+1.2	+1.7	+1.6
民間住宅投資	+3.8	+2.8	+5.1
民間企業設備投資	+1.1	+3.5	+3.8
外需寄与度	-1.0	-0.0	+0.3
名目GDP成長率	-2.0	+1.9	+1.9
完全失業率	4.5	4.3	4.1
消費者物価指数・変化率	-0.1	+0.2	+0.5

* 内閣府「平成24年度の経済動向について（内閣府年央試算）」
2012年8月発表

世界経済見通し

(単位：%)

	2011年	2012年	2013年
世界実質GDP成長率	+3.8	+3.3	+3.6
日本実質GDP成長率	-0.8	+2.2	+1.2
米国実質GDP成長率	+1.8	+2.2	+2.1
ユーロ圏実質GDP成長率	+1.4	-0.4	+0.2
中国実質GDP成長率	+9.2	+7.8	+8.2

* IMF「世界経済見通し速報」2012年10月発表

国内

東日本大震災、タイの洪水被害の影響があり、2011年度の日本の実質GDP成長率は0.0%近傍となりました。2012年度の成長率は+2.2%、2013年度は+1.7%との見通しです。震災からの着実な復興・成長が期待されています。12月の衆議院選での自由民主党の圧勝により、緊急経済対策の実施、円高対策、デフレ脱却に向けたインフレーション・ターゲットの設定を含めた経済成長・企業業績への政策面の後押しが、期待できます。

海外

米国の2012年の実質経済成長率は+2.2%、2013年は+2.1%が予想され、着実な成長が見込まれています。雇用情勢に関しては、12月に発表された失業率が7.7%と、4年ぶりの水準に低下していますが、依然として高い水準にあり今後も雇用の回復状況を注視する必要があります。

ユーロ圏の2012年実質経済成長率は-0.4%のマイナス成長が予想されています。欧州財政問題の解決が見込まれ、高い失業率は改善しつつありますが、2013年の成長率は+0.2%と若干の回復と予想されます。

中国政府は、2012年の経済成長率+7.8%を目標とし、高成長から安定成長への移行が図られています。年央には中国経済の減速懸念もありましたが、2013年度の経済成長は+8.2%と予想されており、今後も堅調な成長が見込まれます。

企業業績

企業業績	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度予想
売上高成長率	-12.1%	+6.0%	+1.7%	+2.1%
経常増益率	+10.9%	+55.9%	-15.4%	+2.5%
当期増益率	+229.5%	+72.4%	-27.3%	+30.6%

* 企業業績は、金融セクターを除く1,402社集計、2012年度は会社予想・日経予想ベース（2012年12月末現在）

2011年度企業業績は、東日本大震災、タイの洪水被害、円高の影響により、当期純利益で27.3%の減益となりました。

2012年度は、自動車生産の回復、復興関連需要の本格化、コスト削減効果などにより経常利益で2.5%増が見込まれます。震災やタイ洪水の影響が減少し特別損失が縮小することにより、当期利益は30.6%増と大幅な増益が見込まれています。

株式市場

2012年1月から2012年12月までの株式市場は、TOPIXで+18.0%、日経平均で+22.9%上昇しました。中小型株については、日経ジャスダック平均+19.8%、東証2部指数+17.3%上昇しました。

2012年1月から3月にかけての株式市場は大きく上昇しました。欧州ではECBの大量資金供給や、IMFによる融資枠拡大の発表などにより信用不安に対する過度な警戒感が後退しました。米国ではFRBが低金利の更なる長期化を明示し、雇用環境の改善が確認されました。これらの要因により、世界的に投資マネーがリスク資産に戻り始めました。国内では、日銀が追加の金融緩和策を発表し、株式市場も売買代金を伴い急反発し、震災後の戻り高値水準にまで上昇しました。

2012年4月から5月にかけては、欧州信用不安が再燃し、株価は下落しました。ギリシャの総選挙で与党が過半数を割込み、連立協議も折り合わず、再選挙が決定したことで、EUとの財政再建策合意撤回やユーロ離脱可能性が懸念され信用不安が再燃しました。スペインでは大手銀行の実質国有化が決まり、公的資金注入による財政悪化が懸念されました。

2012年6月から10月にかけてはもみ合いの展開となりました。ギリシャの再選挙で財政緊縮派が勝利し連立政権が成立したこと、欧州首脳会議で銀行への直接資本注入等の合意がみられたことで欧州債務問題は一段落しました。日銀の追加緩和、ECBによる南欧国債購入、米国のQE3導入で株式市場は底打ちしました。一方、尖閣諸島をめぐる日中の経済摩擦、欧州・アジア地域での経済成長の減速、米国雇用環境の改善も一巡となったことがマイナス要因となり、もみ合いの展開となりました。

11月から12月にかけて日本株式市場は、大きく上昇しました。野田首相が衆議院解散を表明したことを機に次期政権が日銀に追加金融緩和を求める圧力を強めるとの見方から円安が進行しました。衆議院選挙では自民党が圧勝し、金融緩和・公共投資期待が膨らみ国内株式市場は大きく上昇しました。安倍新政権発足後は、外国人投資家からの資金流入も見られ、売買代金も膨らみました。

米国では「財政の崖」問題への警戒感も高まりましたが、国内株式市場への影響は限定的でした。2012年12月28日のTOPIXは、859.80で取引を終えました。

運用結果

ファンドは、1株当りの利益（EPS）成長が市場平均を上回ると予想される企業を主な投資対象とし、個別企業リサーチに基づくボトム・アップ型のアグレッシブ運用を採用しています。具体的には、以下のような規律ある運用を行っています。

- 1) 企業取材をベースに今後3年間のEPSを予測
- 2) 株価のバリュエーション
- 3) 中長期的な値上がりのポテンシャルが高い企業への投資

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド	TOPIX	差異
2011年12月30日～2012年12月28日	12.5%*	18.0%	-5.5%

* ファンドの運用実績は、財務書類上の純資産価額ではなく、最終公表純資産価額を基に算出されています。

ファンドのパフォーマンスは、2011年12月30日から2012年12月28日までの期間で12.5%となり、TOPIX対比5.5%のアンダーパフォームとなりました。リスク回避の動き、欧州債務問題の懸念によるリスク資産からの資金流出と、中央銀行の積極的な金融政策による株価下支えが交錯し、年間通して株価が変動しました。また、大幅な株価の水準の修正も生じました。

ジェイアイエヌ、トヨタ自動車、富士重工業などがプラスに寄与しました。ジェイアイエヌは、出店数上乘せに加え、PC用などの機能性眼鏡の市場創造により利益成長を予想しています。富士重工業は、北米市場に注力し、車体の大型化や販路拡大に取り組んだため、2013年度は過去最高の販売台数および過去最高の純利益を達成する会社見通しです。取材を基に2014年度も増益基調は継続すると予想します。

一方、グリー、新電元工業、大同メタル工業が、マイナスに寄与しました。グリーは、ソーシャルゲーム市場拡大による利益成長を予想しましたが、消費者庁の景品表示法抵触判断の影響が懸念され、株価が大幅下落しました。新電元工業の株価は、従前、タイ洪水後の需要増による業績回復が期待されていましたが、二輪市場の減速で会社業績見通しを下方修正したことにより下落しました。

個別銘柄の選択にあたっては、①自動車生産の回復で成長が見込まれる企業群、②新興国の工業近代化により事業拡大が見込まれる企業群、③新しい市場や新製品で成長が見込まれる企業群、④環境・エネルギー関連で成長が見込まれる企業群をポートフォリオの主要な投資対象として着目しました。

期中の投資行動としては、EPS成長の大きい企業を絞り込み、銘柄入替を行いました。また、欧州債務問題や米国景気の鈍化懸念などに影響された市場センチメントにも留意しました。具体的には、タイ洪水の影響が解消され自動車販売の増加が見込まれる本田技研工業のウェイト引上げや、金融会社買収により資産規模を拡大し、利益成長が見込まれるJトラストなどの新規組入れを行いました。一方、HDD市場の回復遅れが業績に影響した日本電産や、消費者庁の判断により市場センチメントが悪化したグリーの売却を行いました。

12月末時点のポートフォリオの上位10社には、トヨタ自動車、富士重工業、日野自動車などを組み入れております。トヨタ自動車は、北米を中心とした世界販売台数の回復と新興国での収益性向上による利益成長が期待されます。日野自動車は、東南アジアの経済成長に伴うトラック需要の取込みで成功し、取材によると2013年度は過去最高利益と配当の見込みです。

今後の運用戦略

欧州財政問題は小康状態となりリスク資産への回帰が開始されました。衆議院選挙で大胆な金融緩和と公共工事の拡大を掲げた自民党が勝利したことで為替相場が円安方向に反転し、株式市場は期待先

行により大型株中心に低PBR銘柄の水準修正が起っています。

今後は好業績銘柄を中心とした株式市場の上昇を予想しています。企業業績は、2012年度見通しが第2四半期終了時点で下方修正されているものの、2013年度は米国経済の底堅い成長や中国経済の底打ちから最終利益で30%程度の増益が見込まれます。また、安倍新政権は、目標名目成長率3%の経済成長、円安、デフレからの脱却による富の創出を掲げています。これらは、企業業績には追い風となり、海外投資家の関心が高まることも株式市場にとってプラスと考えます。

このような状況下、ファンドは以下の点に留意しつつポートフォリオを構築します。

- ①ドル箱の米国市場の回復や新興国の市場拡大により利益成長が見込まれる自動車関連の企業群
- ②アジアの工業化により事業拡大が期待される、FA、省エネ、環境関連の企業群
- ③新製品や新市場で成長が見込まれる電機・精密関連の企業群
- ④新たなサービスやビジネスモデルにより、高い利益成長が期待される中小型の企業群

個別企業リサーチをとおして、社会にとって望ましい商品・サービスを提供することで売上げを伸ばし、EPS成長が見込まれる企業を絞り込み、期待リターンの高いポテンシャルを有する銘柄を中心にポートフォリオを構築します。また、積極的な配当や自社株買いにより投資家に利益を還元し、海外投資家も継続的に保有し得る銘柄を組入れます。これらにより、将来のEPS成長に基づく株式市場の上昇に対応し、ファンドの成長を図っていきます。

■第9期(2013年1月1日から2013年12月31日まで)

投資環境レポート

政治

国内

2012年12月の衆議院選挙では、自民党が圧勝し安倍政権が発足しました。新政権では日本経済の再生に向け、①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略の「3本の矢」によるアベノミクスが打ち出されました。金融政策では、政府・日銀の共同声明が発表され、日銀による量的・質的金融緩和の導入が行われました。財政政策では約10兆円規模の緊急経済対策が策定され、裏付けとなる補正予算も編成され進捗が確認されています。成長戦略では、政府は第三弾まで発表し、更なる追加の成長戦略が期待されています。2013年7月の参議院選で自民党が勝利し、ねじれ国会が解消されることにより、迅速な意思決定が期待できます。また、環太平洋経済連携協定(TPP)交渉に参加することを表明し、アジア太平洋の新しい経済圏の創設に意欲を示しました。

海外

米国では、2013年2月に行われたオバマ大統領による一般教書演説で、米国経済中心の原動力は、中産階級であり、中産階級の再建が米国の繁栄を復活させることになることになりました。製造業の雇用拡大や気候変動、エネルギー問題、教育やインフラ整備事業といった幅広いアジェンダで20余の野心的な計画や目標を打ち出されました。財政協議は、歳出削減の2か月先送りや減税恒久化などの法案成立後、一段落しました。3月からの強制歳出削減措置は実施されましたが、経済への影響は限定的でした。その後、9月末までに2014年度暫定予算が成立しなかったため、10月から18年ぶりの政府機関一部閉鎖が行われました。10月半ばの暫定予算および2014年債務上限引上げ法案成立で解除されました。12月に2年間の予算で合意し、政府機関閉鎖懸念は解消されました。しかしながら、上下両院で多数派が異なる「ねじれ」状態により難局が続く展開となりました。

欧州では、信用不安は、欧州中央銀行(ECB)の金額無制限の南欧国債買入が決定され、欧州安定メカニズム(ESM)設立による支援体制の確立で落ち着きを見せました。その後、欧州連合(EU)では、ECBによる銀行監督一元化の2014年後半実施を決定し、銀行救済や破綻処理の際の共通ルールが合意され、安定に向けた前進がみられました。2013年3月にユーロ圏財務相会合で、キプロスへの金融支援

の条件に銀行預金からの課徴金徴収が発表され、一時的な混乱が起きましたが、影響は限定的でした。

中国では2012年の共産党大会で習近平政権が発足し、汚職問題の取組みと民生を重視する方針を発表しました。2013年3月の全人代終了後、習近平政府が活動を開始し、「中華民族の偉大な復興」を掲げた演説も行いました。全人代では「持続的で健全な経済発展」を念頭にした投資主導型から消費主導型経済への転換、積極的かつ着実な都市化の推進、所得格差の縮小といった目標が掲げられました。6月には米中首脳会談が行われ、「新しいタイプの大国関係」の構築を意識していることを示しました。

経済

国内経済見通し（内閣府）

（単位：％）

	2012年度 実績	2013年度 実績見込み	2014年度 見通し
実質GDP成長率	+0.7	+2.6	+1.4
民間最終消費支出	+1.5	+2.5	+0.4
民間住宅投資	+5.3	+7.3	-3.2
民間企業設備投資	+0.7	+0.4	+4.4
外需寄与度	-0.8	-0.1	0.2
名目GDP成長率	-0.2	+2.5	+3.3
完全失業率	4.3	3.9	3.7
消費者物価指数・変化率	-0.3	0.7	3.2

* 内閣府「平成26年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」

* 総務省「労働力調査」および「消費者物価指数」

世界経済見通し（IMF）

（単位：％）

	2012年	2013年	2014年
世界実質GDP成長率	+3.2	+2.9	+3.6
日本実質GDP成長率	+2.0	+2.0	+1.2
米国実質GDP成長率	+2.8	+1.6	+2.6
ユーロ圏実質GDP成長率	-0.6	-0.4	0.9
中国実質GDP成長率	+7.7	+7.6	+7.3

* IMF「世界経済見通し」2013年10月発表

国内

日本の2012年度の実質経済成長率は+0.7%で、2013年度の成長率は+2.6%の見通しです。消費税増税前で需要が旺盛な民間住宅投資、成長戦略をサポートにした民間設備投資、高額品需要が好調で堅調な推移が予想される個人消費を牽引役とした経済成長が見込まれています。

海外

米国の2013年の成長率は+1.6%の見通しです。堅調な個人消費に加え、好調な民間住宅投資・民間設備投資が牽引し着実な成長が期待されます。

ユーロ圏の2013年の成長率は-0.4%が見込まれており、2年連続のマイナス成長となる見込みです。欧州財政問題、高い失業率の問題を抱え、厳しい経済状況が続くと見込まれています。

中国の2013年の成長率は+7.6%が見込まれ、高成長から安定成長への移行が図られています。一方、影の銀行システム、住宅価格の高騰、重厚長大産業の過剰設備などの構造問題の進展が懸念材料です。

企業業績

企業業績	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度予想
売上高成長率	+5.9%	+1.6%	+3.0%	+5.9%
経常増益率	+54.7%	-9.2%	+7.4%	+19.7%
当期増益率	+95.9%	-22.4%	+17.5%	+48.9%

* 企業業績は、金融を除く1,462社集計、2013年度は会社予想・日経予想ベース（2013年12月末現在）

2013年度は、円高時に生産性改善による収益性向上努力などに取り組んだ企業は、円高修正の影響と相まって最高益を見込んでいます。日本企業を取巻く収益環境は大きく好転しています。特に中小企業の中には、新規市場の開拓や独自のビジネスモデルの確立、積極的な海外展開などにより最高益を更新する計画の企業の増加が見られます。今後、原材料の値上がりによる悪影響には、留意が必要ですが、輸出企業の想定為替レートも堅めの企業も多いことから、企業業績は更なる伸長が見込まれるものと考えます。

株式市場

2013年1月から2013年12月までの国内株式市場は、東証株価指数（TOPIX）が51.5%、日経平均株価が56.7%上昇しました。また、中小型株は、東証第2部総合指数が45.3%、日経ジャスダック平均が44.2%上昇しました。

2013年1月から5月半ばまでの株式市場は上昇しました。安倍新政権のアベノミクスへの期待感を背景に円安株高が進行しました。黒田日銀新総裁による初の金融政策決定会合で大胆な金融緩和が決定されたことで円はさらに下落しました。

5月に入り国内企業の業績見通しの発表が続き、業績改善見込みが確認されたことなどを受け、株式市場は大幅に上昇しました。中小型好業績銘柄の上昇も顕著でした。昨年末から海外資金の流入が継続し、信用取引の規制緩和に伴い個人の売買も活発で出来高は高水準で推移しました。海外市場も米国の量的金融緩和第3弾（QE3）を背景に上昇し、ダウ工業平均及びS&P500指数は史上最高値の更新を見せました。欧州で一時キプロスの信用不安が再燃したものの、株式市場への影響は限定的でした。

2013年5月半ばから6月にかけての日本株式市場は、調整となりました。5月半ばに新興市場株式が過熱感から調整に入りました。5月23日には10年国内債利回りが一時1%に上昇し、中国の経済指標も悪化しました。これらをきっかけに株式市場全体は、大幅に調整しました。その後、日本政府が発表した成長戦略第3弾が期待以上のものではなかったこと、米国のQE3の縮小懸念からアジア金融市場で海外資金の流出が見られ通貨安・株安が進んだこと、中国の短期金融市場で金利が急騰し、銀行の資金逼迫懸念を背景に中国株式市場が大きく下落したことなどを受け国内株式市場も軟調に推移しました。

2013年7月から2013年12月の株式市場は、参議院選挙で自民党が勝利し、その結果「ねじれ国会」が解消され、迅速な意思決定が期待できること、2020年夏季五輪の東京開催が決定したことなどの要因により上昇しました。国内企業の間接決算では好調な決算が確認されました。個別銘柄では、トヨタ自動車が今期の営業利益見通しを上方修正し、円安と生産性改善による収益性の向上が報告されました。

11月、12月には海外投資家の資金流入が膨らみ、春先の勢いを取り戻しました。この資金流入は、国内の個人投資家の証券税制変更に伴う投資資金流出を吸収し、株式市場の上昇を牽引しました。

米国では堅調な企業業績からNYダウ及びS&P500指数が史上最高値の更新を続ける展開となりました。強い雇用統計からQE3縮小が何度も懸念材料とされましたが、FRBと市場の対話が功を奏し、12月の縮小決定後も株式市場は堅調でした。また、米国で財政協議が難航し、政府機関の一部閉鎖もありましたが、国内株式市場への影響は限定的でした。2013年12月30日のTOPIXは、1,302.29で取引を終えました。

運用結果

ファンドは、1株当りの利益（EPS）成長が市場平均を上回ると予想される企業を主な投資対象とし、個別企業リサーチに基づくボトム・アップ型のアグレッシブ運用を採用しています。具体的には、以下のような規律ある運用を行っています。

- ① 企業取材をベースに今後3年間のEPSを予測
- ② 株価のバリュエーション
- ③ 中長期的な値上がりのポテンシャルが高い企業への投資

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ ダイナミック・グロース・ ファンド	TOPIX	差異
2012年12月28日～2013年12月30日	64.1%	51.5%	12.6%

ファンドのパフォーマンスは、2012年12月28日から2013年12月30日までの期間で64.1%となり、TOPIX対比12.6%のアウトパフォームとなりました。2012年末の衆議院選挙以降、日本株式市場は、自民党政権のアベノミクスや日銀の異次元緩和に対する期待が先行し、海外投資家や個人などが株式市場に戻り、大きな価格変動を伴いながら中小型株中心に上昇しました。

トヨタ自動車や富士重工、Jトラストなどの株価の上昇がファンドのパフォーマンスにプラスに寄与しました。Jトラストは、破綻した金融事業会社の買収により資産規模を拡大し、独自の債権回収ノウハウにより大幅に利益成長しました。富士重工は、車体の大型化など北米市場向けに特化した戦略が成功しました。主力車種の好調な販売と円安効果で、過去最高利益の更新が見込まれます。一方、日立建機、OBARA GROUP、オーデリックなどがファンドにマイナスに寄与しました。オーデリックは、LED照明器具の普及拡大により過去最高益を更新する見通しですが、単価下落の懸念が強く、上期業績が会社計画をやや下回ったことから株価は反落しました。OBARA GROUPについては、アジアのモーターライゼーションにより溶接機器事業が好調で過去最高利益を更新しましたが、第3四半期決算が市場予想を下回ったことから期中の株価は軟調推移しました。

ポートフォリオの構築にあたっては、以下の企業群を主要な投資対象として着目しました。

- ①収益性の高い米国市場の回復や新興国の市場拡大により利益成長が見込まれる自動車関連の企業群、
- ②アジアの工業化により成長が期待される、FAや省エネ、環境関連の企業群、
- ③新製品や新市場の開発で成長が見込まれる電機・精密機械産業の企業群、
- ④新たなサービスやビジネスモデルにより、高い利益成長が期待される中小型の企業群などです。

期中の投資行動としましては、EPS成長の大きい企業を絞り込み、市場センチメントに留意しつつ銘柄入れ替えを行いました。具体的には、空調事業の国内・海外需要増の取込みと米国企業の買収効果により過去最高利益更新見込みのダイキン工業や、米国やその他の国で、ガス・オイル掘削機械が好調なタダノの新規組入れなどを行いました。

新車立上げの遅れと計画を下回る販売台数が業績にマイナス影響となった日産自動車や、LEDパッケージ事業が、顧客の販売不調により業績へのマイナス影響が懸念された豊田合成の売却を行いました。

なお、期末時点のポートフォリオの上位10社には、トヨタ自動車や日立製作所、ダイキン、TOTOなどを組み入れております。トヨタ自動車は、北米を中心とした世界自動車販売台数の回復と新興国の収益向上による利益成長を予想します。日立製作所については、事業ポートフォリオ見直し後、社

会インフラ事業への集中と継続的な事業構造改革により、世界的な顧客開拓やサービス売上高を増やす施策により過去最高利益の更新を狙えると予想します。

今後の運用戦略

安倍政権は、金融政策・財政政策・成長戦略により、日本経済を停滞から再生、成長へ転じ、名目成長率3%以上など国富を増大する目標を設定しました。企業は、六重苦の下で構造改革に取り組んでおり、この1年の円高修正などの環境改善により競争力を取り戻しつつあります。2013年度企業業績は、円高修正、復興需要、消費税増税前消費などの堅調な国内需要、米国経済の回復やアセアン諸国の経済成長などをうけて、前年度比5割強の大幅な最終増益が見込まれます。2014年度については、堅調な国内経済と米国の景気回復の進展に円高は正効果が加わり、当期純利益が2桁の利益成長を遂げリーマンショック前の水準超えが予想されます。

一方、国内株式市場は、アベノミクスや日銀の異次元緩和に対する期待先行の高取引高を伴った大幅な上昇は一巡しました。米国の金融政策転換や中国の景気減速懸念から取引高が一時的に減少するなか、世界的な過剰流動性相場の影響をうけて円安と連動する局面が増えています。今後の日本株市場は、足元の企業業績と2014年度業績に基づいた反発が予想され、銘柄間で選別が進むと考えます。また、米国の超金融緩和策の転換により債券投資から株式投資へ回帰が進んでいます。日本は、他の先進国に比較して高い経済成長と利益成長を有しています。この状況下、日銀のデフレ脱却を目的とした異次元緩和策と安倍政権による追加的な成長戦略は、海外投資家の日本株投資に追い風となると考えています。

ポートフォリオは以下のような戦略で構築します。

- ①政府による成長戦略や規制緩和、復興政策によりビジネス機会の拡大が見込まれる企業群、
- ②米国市場の回復や新興国市場の拡大により利益成長が見込まれる自動車関連の企業群、
- ③アジアの工業化により成長が期待される、FAや省エネ、環境関連の企業群、
- ④新たなサービスやビジネスモデルにより、高い利益成長が期待される中小の企業群、

などを投資対象とします。

個別取材をとおして、社会のニーズを満たしながら過去最高記録を超えるEPS成長が見込まれる企業を絞り込み、期待リターンの高い銘柄を中心にポートフォリオを構築します。また、海外投資家の継続的な投資が見込まれる高配当、自社株買・消却などにより株主に利益還元する企業を選別します。これらの戦略により、今後のEPS成長に基づく株式市場の上昇に対応し、ファンドの成長を図っていきます。

■第10期(2014年1月1日から2014年12月31日まで)

■投資環境について

政治

国内

2014年上半年は、日本経済の好調、デフレの進行、雇用情勢の改善および賃金上昇の波及により、アベノミクスが効果的であることが証明されました。また、4月からの消費税増税の影響は、想定範囲内に留まりました。6月には、政府による「経済財政運営と改革の基本方針2014」および「日本再興戦略」改訂2014が、法人税改革、収益力を向上させるコーポレート・ガバナンスの強化、女性の経済活動の更なる推進、ならびに農業、雇用および健康産業等の領域の大胆な改革等の分野に関連する経済成長を重点として閣議決定されました。

しかしながら、同年下半期に入ると、増税後の国内消費の回復が遅れ、7月から9月にかけての実質GDP成長率が予想外にもマイナスであったことで、安倍政権は、次の消費税増税の引上げを延期し、衆議院を解散させることを決定しました。その後の衆議院議員解散総選挙において圧勝した自民党には、経済政策の強化が期待されています。また、中間名目GDP成長率が目標数値である3%を記録して

いることから、約2%の実質GDP成長率が達成される見通しです。一方、日本銀行は、2013年に設定された2%のCPI目標数値を安定的に達成することを目的とした量的・質的金融緩和が継続される中、2014年10月に更なる金融緩和を敢行しました。

海外

2014年1月に行われた一般教書演説で、米国のオバマ大統領は、雇用創出および経済格差に取り組むために、法人税の引下げ、長期失業者の再雇用支援、国産エネルギーの発展および環太平洋経済連携協定（TPP）交渉の終結等の政策を打ち出しました。しかしながら、11月に行われた中間選挙で共和党が勝利し、上院および下院において議席の過半数を獲得したことから、政府による政策の実行が懸案事項になりました。一方、金融政策に関して、連邦準備制度理事会（FRB）は、2013年12月に開始した追加の金融緩和の縮小を開始することを決定し、2014年10月、資産購入の終結を迎えました。今後、いつ金利が上昇するかが注目されることになると考えられます。

欧州では、5年に1度の欧州議会議員選挙がEUの28か国で行われました。英国等の国では反EU派の政党が出現し、EUの統一促進は停滞の色を見せています。また、ドイツの政府活動の動向は、2013年末にかけてのメルケル首相を中心とした新大連立政権の誕生を受けて、安定しています。欧州経済は、財政規律を伴った経済政策を均衡を伴って継続実施することが原動力になると見込まれています。一方、財政政策については、2014年6月、ECB（欧州中央銀行）は、不活性なインフレを受けて主要金利を0.15%という過去最低の数値まで引き下げ、銀行預金の金利は、-0.1%まで下落しました（マイナス金利）。また、ECBのドラギ総裁は、2015年に向けて量的緩和を準備しています。

中国では、新政権が持続的な経済成長を目指しており、国の経済構造の転換に尽力しています。2013年11月の三中全会では、最重要な事項として、市場に資産配分の決定を任せる改革方針が成立しました。2014年3月の全人代では、金融システム改革を掲げると同時に、雇用確保から始まる安定した経済への尽力を強調し、官僚制度の簡素化（大量のお役所仕事の削減）、財政・税制改革および金融改革が主要な政策課題として掲げられました。金融政策に関しては、2014年11月、中央銀行が金利を引き下げました。

経済

国内

2014年度の実質GDP成長率は、0.8%の見通しです。実質GDP成長率の減速の原因は、消費税増税の影響による個人消費および民間住宅投資の成長率の低下であると考えられます。

海外

米国の2014年度の実質GDP成長率は、+2.2%の見通しです。堅調な個人消費に加え、設備稼働率の上昇が民間設備投資を牽引することが期待されています。また、財政政策に関しては、金融緩和が押し下げられることが見込まれています。

ユーロ圏の2014年度の実質GDP成長率は、+0.8%の見通しです。個人消費は緩やかながら回復したと見込まれており、緊縮財政は減少すると考えられます。しかしながら、南欧の不良債権率は、緩やかに改善してはいるものの、依然として高い数値のままです。加えて、ロシア・ウクライナ情勢がリスクとなっています。これは、EU地域全体が、原油の消費の30%および天然ガス輸入の20%をロシアに依存しているためです。

中国の2014年度の実質GDP成長率は、+7.4%の見通しです。同国は、高成長からより緩やかな安定成長へと移行しました。一方、住宅価格の下落、影の銀行システム、および重厚長大産業の過剰設備がリスク要因と考えられます。

国内経済見通し（内閣府）

（単位：％）

	2012年度 実績	2013年度 実績見込み	2014年度 見通し
実質GDP成長率	+0.7	+2.3	+1.2
民間最終消費支出	+1.5	+2.6	+0.3
民間住宅投資	+5.3	+9.5	-3.4
民間企業設備投資	+0.7	+2.6	+4.9
外需寄与度	-0.8	-0.5	0.1
名目GDP成長率	-0.2	+1.9	+3.3
完全失業率	4.3	3.9	3.5
消費者物価指数・変化率	-0.3	0.9	3.2

* 内閣府「平成26年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」

* 総務省「労働力調査」および「消費者物価指数」

世界経済見通し（IMF）

（単位：％）

	2013年	2014年	2015年
世界実質GDP成長率	+3.3	+3.3	+3.8
日本実質GDP成長率	+1.5	+0.9	+0.8
米国実質GDP成長率	+2.2	+2.2	+3.1
ユーロ圏実質GDP成長率	-0.4	+0.8	+1.3
中国実質GDP成長率	+7.7	+7.4	+7.1

* IMF「世界経済見通し」2013年10月発表

企業業績

企業業績	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度予想
売上高成長率	+0.9%	+3.0%	+11.2%	+0.8%
経常増益率	-14.1%	+9.6%	+37.4%	+0.7%
当期増益率	-25.9%	+23.5%	+91.0%	+4.0%

* 企業業績は、金融を除く1,462社集計、2013年度は会社予想・日経予想ベース（2013年12月末現在）

2014年度の企業業績は、米国経済の持続的拡大ならびに原油価格下落による原料および石油コストの低下の影響により、同年度期首の予想を上回っています。消費税増税および円安によるコスト上昇の国内消費傾向への影響は続いています。インバウンド消費の回復、原料および石油コストの低下ならびに国内需要を拡大する政府施策により消費傾向が回復しつつあるため、2014年度（2015年3月31日に終了します。）の収益増が見込まれています。

株式市場

2014年1月1日から12月31日までの間、TOPIXは8.1%、日経平均株価は7.1%上昇しました。中小型株は、日経ジャスダック平均が15.1%、TSIⅡ指標が23.0%上昇しました。

2014年1月から5月半ばにかけての株式市場は国内外ともに下落しました。かかる著しい下落は、

米国の経済指標の不振見通し、中国の経済指標の悪化、および大幅な経常赤字を抱えるアルゼンチンやトルコなどの巨大な新興経済国の通貨危機などに起因しました。また、ウクライナがロシア編入の決定をしたことによりロシア軍がウクライナ南端のクリミア半島に侵攻し、欧州および米国がロシアをG8から除外するに至り、制裁を強化したという2月下旬に激化した地政学的リスクが、株価の低迷に影響を与え続けました。国内株価は、米国のハイテク株および小型株が大幅に下落したことで3月から4月にかけて調整が続いており、4月の消費税増税の国内の影響に関する不安が続いています。

市場は、5月半ばから9月にかけて上昇しました。ウクライナにおいて大統領選挙が行われ、新しい西側の派閥が新政権を立上げ、同地域に当面の間の静謐をもたらしたこと、米国のハイテク株および小型株が回復し始めたこと、ならびに消費税増税の高級品消費への影響が一般的に想定されていた範囲内に留まったことから、株価は回復しました。

また、政府の成長戦略の一環として、長年の間20%であった法人税の実効税率が2015年度から引き下げられる予定であり、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は国内株式の保有比率を再検討しており、4月から6月にかけての企業業績は、概ね好調でした。これらの要因が、株価の継続的な上昇に貢献しました。

市場は、10月に一時的な危機を迎えましたが、株価は迅速に回復し、11月および12月と上昇を続けました。国内外における10月の市場危機は、欧州の経済指標の悪化およびIMFの世界経済見通しの下方修正により引き起こされたものでした。エボラウイルスの米国およびスペインにおける拡大への懸念もマイナスの影響を与えました。しかしながら、米国および日本国内企業における7月から9月にかけての業績が好調を保ったため、株価は回復しました。また、GPIFによる国内株式の保有比率の増加の動向に加えて、10月下旬に日本銀行が更なる金融緩和の取行を決定したことも、株価上昇の原因となりました。

実質GDPの数値から、7月から9月にかけての消費回復の遅れが明らかになったことを受け、消費税の10%への引上げは延期され、衆議院が解散され、株式市場はさらに上昇することとなりました。12月には、原油価格の大幅な下落およびロシアルーブルの著しい切下げにより、市場が一時的に下落しましたが、FRBのイエレン議長が、FOMCは金利の標準化に関して耐性があると強調し、米国に対するロシア情勢の影響について限定的との見通しを立てたため、市場は、迅速に回復しました。国内株式市場は何よりも、2015年度においては国内企業の業績に貢献している円安ドル高とともに原油価格もさらに下落するという期待感によって回復しました。

2014年12月30日のTOPIXは、1,407.51で取引を終えました。年間を通して小型株の業績の好調が顕著であり、部門別では、航空運輸、化学、漁業、農業および林業が上昇したものの、不動産、商品先物および紙パルプについては下落となりました。

■ポートフォリオについて

ファンドは、1株当りの利益（EPS）成長が市場平均を上回ると予想される企業を主な投資対象とし、個別企業リサーチに基づくボトム・アップ型のアグレッシブ運用を採用しています。具体的には、以下のような規律ある運用を行っています。

- ① 企業取材をベースに今後3年間のEPSを予測
- ② 株価のバリュエーション
- ③ 中長期的な値上がりのポテンシャルが高い企業への投資

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド	TOPIX	差異
2014年1月31日～2014年12月31日	9.8%	8.1%	1.7%

当期末までの12か月間のパフォーマンスは+9.8%であり、TOPIX対比1.7%のアウトパフォームとなりました。投資運用会社によるファンドの新年度に関する見込みは、市場の見方を下回り、2014年度の上半期はマイナスからのスタートとなり、また、日本銀行の追加的緩和への期待は弱まり、その他

の要素と相俟って2013年度における株価の顕著な上昇から得た利益とオーバーラップすることとなりました。その後、消費増税等を背景としてGDPのマイナス成長が2四半期連続したにもかかわらず、アメリカ経済の持続的改善、円安ドル高、日本銀行による追加の金融緩和およびGPIFによる資産配分の見直し等の結果、ファンドは、3年連続のプラス成長を達成することができました。

個々のポジションに関しては、ミネベアおよびヤマハ発動機等の株式が、ファンドのパフォーマンスにプラスに寄与しました。自動車産業および航空機産業等から支持されているミニチュア・ベアリングを生産するミネベアは、中国のスマートフォンの現地メーカー向けの液晶ディスプレイのバックライトの生産をさらに拡大し、高い収益獲得が期待されています。ヤマハ発動機は、マリッジジェットおよびバイク/スクーターについて南北アメリカにおいて好調に推移し、また、二輪車について先進国において収益向上が見られることから、高い利益獲得が期待されています。

一方、住友精化およびTOTO等の株式は、ファンドにマイナスに寄与しました。住友精化は、主要製品であるポリマー製品からの収益の見通しを過去最高のレベルに修正したにもかかわらず、生産量の増加により営業利益の見通しが低下し、株価が下落したことにより、減価償却が増加し、収益が下落しました。TOTOは、2013会計年度の過去最高の収益達成にもかかわらず、消費増税に伴い、ビジネスのリモデリングからの収益の見通しが予想以上に甚大な打撃を被り、株価は著しく下落しました。

ポートフォリオ構築にあたり、ファンドは主に、以下の投資対象企業に着目しました。

- ①政府による成長戦略、規制撤廃および再興政策によりビジネスチャンス拡大が期待される企業
- ②要であるアメリカ市場の回復および新興国市場の拡大により収益の成長が見込まれる自動車関連企業
- ③アジアの工業化により成長の可能性がある省燃料、省エネおよび環境関連企業
- ④新たなサービスやビジネスモデルにより高い利益成長が期待される中小企業

当期中、ファンドの経営陣は、市場センチメントに留意しつつ、EPS成長の大きい企業を絞込みました。特に、ファンドは、アウトパフォームしていた電子機器の打切りによる収益性の高い中価格帯から最高級の腕時計への重視等により、中期的よりも長期的な利益獲得が期待されているセイコーホールディングス、ならびに資産運用およびサードパーティーロジスティクスの領域拡大においてクライアントを増加させているサービス提供会社として、また、REITおよびプライベート・ファンドによる資産売却の増加を背景とした不動産および開発事業の成長により直近で過去最高の収益が見込まれるSBSホールディングス等の銘柄に追加投資しました。一方、ファンドは、中国およびタイにおける透明性のある農業補助金政策が欠如しているクボタ、ならびに主要商品である太陽電池のためのダイヤモンドワイヤへの投資負担が増大した旭ダイヤモンド工業等のポジションを売却しました。

当期末現在のポートフォリオの上位10社には、ミネベア、マツダおよび日医工が組み入れられています。マツダは、新モデルに標準装備されている「SKYACTIVE」の燃料効率の高いプラットフォームや北米における純売上の増大を通じた利幅の好転により、公表数値を上回る過去最高の利益を達成することが期待されています。日医工は、大量の主要な新医薬品の特許の満了を受けて政府による推進政策の下、ジェネリック医薬品市場の拡大が見込まれるため、次なる成長機会に向けてのバイオシミラーの研究を増幅し、開発費を消化しつつ、過去最高の収益を達成することが期待されています。

■今後の運用方針

安倍政権は、名目GDP成長率を3%以上引上げること等により日本経済を低迷から成長へと転換する金融/財政政策および成長戦略を通して国益/国富を増進させる目標を設定しました。2014年6月には、安倍政権は、日本再興戦略を再び発表し、その間の財界においても、2015年1月に、日本経団連が、「豊かで活力ある日本」の新しいビジョンを発表しましたが、当該ビジョンは、既存の産業の競争力を強化し、新しい産業を生み出すことにより、付加価値のあるスケールの促進を目指すものです。円高等の厳しい状況の中で構造改革を施行した個々の企業は現在、とりわけ円高是正により競争環境が改善されたことで、競争力を取戻しつつあるところです。今後、ファンドは、中期的成長戦略および増配計画等、株主本位の方針を有する企業に重点を置いていきます。

各企業は、2013会計年度と比較して1桁台の増加により、2014会計年度の最終的な利益の数値を過去最高レベルに更新し、2015会計年度の主要利益の数値の見通しもまた、過去最高のレベルに達していま

す。しかしながら、強力なアメリカ経済および円安が有利に働いている企業があるものの、国内消費の回復の遅れ、円安および新興市場の低迷によりパフォーマンスの不振を招いている企業もあり、両極に分かれる傾向が続いています。

中小型株ならびにJPX日経インデックス400の銘柄は、投資家からの流入ならびに内国株式に偏って保有株式を増加させるGPIF等の公的年金およびNISA口座によって購入活動の幅を拡大している個人に起因する良好なパフォーマンスにより利益を受けることが期待されています。

このような背景の中、ポートフォリオは、以下のような戦略により構築されます。

- ①安全性および環境に配慮した特性ならびに新市場の拡大に伴った売上げの成長が期待される電子部品メーカーおよび自動車部品メーカー
- ②先進国が高い業績を上げ、人的資本への投資を行い、新興国がインフラに投資することに起因する拡大が期待される市場における、工場自動化ならびに制御装置、エネルギーおよび航空機に関連する企業
- ③政府による成長戦略、規制撤廃および再興政策によってビジネスチャンスを増大することが期待される企業
- ④新たなサービスおよび非従来型のビジネスモデルにより高い利益成長が期待される中小企業

個別取材をとおして、ファンドの管理会社は、社会のニーズを満たしながらこれまでの市場を上回るEPS成長が見込まれる企業を見極め、選択し、高いリターンが見込まれる株式ポートフォリオを構築していきます。ファンドはまた、配当を増加させ、ROEを向上させている企業をポートフォリオに追加していきます。これらの評価基準を通じて、ファンドは、個々の企業のEPS成長に対応して、日本の市場の上昇と共に成長を遂げるために尽力していきます。

■第11期(2015年1月1日から2015年12月31日まで)

■投資環境について

政治

国内

日本政府の経済政策であるアベノミクスの開始から3年が経過しました。当初から、日本政府は、日本銀行による大規模な金融緩和を背景として経済をデフレから成長へと移行させることを目指していました。これにより、円安が発生し、雇用が拡大し、日本企業による設備投資が増加しました。しかし、非正規労働者割合の増加により賃金上昇は伸び悩んでおり、また、企業収益の大部分が円安ならびに原材料および石油価格の下落に帰するものであるため、資本支出は僅かながら落ち込みました。一方、従前不安定感のあった環太平洋パートナーシップ協定（「TPP」）が10月に大筋合意に至ったことにより、日本企業の収益増加に好影響が及ぶ見通しです。また、日本政府は、50年後も人口1億人を維持し、1億人すべての人が活躍できる社会を目指して、名目GDPを471兆円から600兆円に引き上げることを目的として「アベノミクス新3本の矢」を発表したこともあり、さらに、外国人ビザ要件緩和、法人税率の引下げおよび電力小売全面自由化等の政策を進めていくこととなります。

海外

米国連邦準備制度理事会（FRB）は、リーマン破綻後、2008年12月に利下げを行い、ゼロ金利政策を導入しました。この期間、経済は回復を遂げ、NYダウ平均株価は18,312米ドルという史上最高値を記録しました。政治的には、テロの脅威の拡大その他の要因により極右派が台頭し、おおよそ政治経験のないドナルド・トランプ氏が大統領選において共和党第一候補となりました。FRBの金融政策に目を転じると、2015年12月、連邦公開市場委員会（FOMC）が9年ぶりに利上げを行いました。

欧州では、内戦が続くシリアの難民をめぐる問題やパリにおけるテロ攻撃等により、欧州連合（EU）の結束が揺さぶられることとなりました。英国およびスペインがEUを離脱する可能性があるため、ドイツが欧州全体の中心かつ代表的存在となることが予想されています。一方、財務政策に関し

て、2015年12月、欧州中央銀行は資産購入プログラムの期限延長等の追加緩和政策を発表し、預金金利の引下げを行いました。

中国においては、指導者層が経済の持続的成長を目指していることもあり、経済構造の転換に注目が集まっています。2015年10月に行われた第18期中央委員会第5回総会では、一人っ子政策の廃止の是非等、経済面・社会面における今後の計画について議論されました。さらに、11月末に人民元（RMB）がIMFの補完的外国為替準備金バスケットである特別引出権（SDR）の構成通貨となることが決定され、またアジアインフラ投資銀行が中国主導で設立されたことは、RMBの国際化の中重大な事象となりました。

経済

国内

日本における2015年度の実質GDP成長率は0.6%と予想されています。直近では、GDPの1.2兆円の下方修正、また2014年度の遡及下方修正に加えた住宅建設等の数値の下方修正が発表されました。

海外

米国における2015年度の実質GDP成長率は+2.6%の見通しです。雇用状況の改善により個人消費が増加し、民間部門の資本支出等が内需を引き上げています。また、財政政策について、FRBは将来、経済への影響を見据えつつ徐々に金利を引き上げていくことが予想されています。

ユーロ圏における2015年度の実質GDP成長率は+1.5%の見通しです。上半期には、ギリシャ債務危機の再発が問題になりました。しかし、個人消費の回復に加え、輸出が増加する見込みであるため、EUにおいては経済全般の緩やかな回復が予想されています。ただ、フォルクスワーゲンの排ガス不正問題の副次的影響が不明確であることから、設備投資の縮小の可能性もあると考えられます。

中国における2015年度の実質GDP成長率は+6.8%の見通しです。中国は、消費中心の経済モデルへ移行中であり、また高成長からより緩やかな安定成長へと移行していくところです。一方で、インフレの低迷、住宅価格の下落および雇用環境の悪化が、着目しておくべきリスク要因として取り残されています。

国内経済見通し（内閣府）

（単位：％）

	2014年度 実績	2015年度 実績	2016年度 見通し
実質GDP成長率	-1.0	+1.2	+1.7
民間最終消費支出	-2.9	+1.0	+2.0
民間住宅投資	-11.7	+2.8	+3.8
民間企業設備投資	+0.1	+2.8	+4.5
外需寄与度	+0.6	+0.1	-0.1
名目GDP成長率	+1.5	+2.7	+3.1
完全失業率	3.5	3.3	3.2
消費者物価指数・変化率	2.9	0.4	1.2

* 内閣府「平成27年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」

* 総務省「労働力調査」および「消費者物価指数」

世界経済見通し (IMF)

(単位：%)

	2014年	2015年	2016年
世界実質GDP成長率	+3.4	+3.1	+3.6
日本実質GDP成長率	-0.1	+0.6	+1.0
米国実質GDP成長率	+2.4	+2.6	+2.8
ユーロ圏実質GDP成長率	+0.9	+1.5	+1.6
中国実質GDP成長率	+7.3	+6.8	+6.3

* IMF「世界経済見通し」2015年10月発表

企業業績

企業業績	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度予想
売上高成長率	+2.9%	+11.0%	+4.2%	+0.4%
経常増益率	+9.1%	+39.9%	+7.2%	+6.0%
当期増益率	+29.7%	+101.1%	+7.4%	+8.3%

* 企業業績は、金融を除く1,536社集計、2015年度は会社予想・日経予想ベース (2015年12月末現在)

日本企業の収益安定の継続や、中国の経済状況の減速および米国の好調な景気動向により、日経平均株価は一時的に20,000円台にまで回復しました。その後、FRBは、効果が控えめであったものの利上げを行い、原油、鉄鋼等の商品価格の低迷が続きました。今後、投資運用会社は、金利の段階的な上昇に起因する米国経済の進展に伴って収益を拡大することが見込まれる日本企業、2016年に開始する中国の第13次五か年計画により予想される中国経済回復、ならびに名目GDP600兆円という日本政府の成長戦略や補正予算から目を離さないようにします。

株式市場

2015年1月1日から12月31日までの間、TOPIXは9.9%、日経平均株価は9.1%上昇しました。中小型株は、日経ジャスダック平均が12.0%、TSEⅡ指標が7.7%上昇しました。

消費税増税の影響が長引いているものの、円安、安価な原油価格および好調な米国経済を背景に、企業収益は好調を維持しました。また、日本企業が記録的な収益計上を続けたため、2016年3月31日終了年度の企業業績の動向の見通しが確認されました。

加えて、需給の側面においては、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が資金を投入し、日本銀行がETFを購入し、海外投資家が投資を継続したため、資金流入が続きました。個人の売買動向さえも、一時的に購入価の純額に変化をもたらしました。これらの要因等が出来高を上昇させ、日本の株式市場が上昇し、日経平均株価は18年ぶりの高水準に達しました。

海外では、欧州においてギリシャの債務交渉が長期的に難航している一方、経済面では、インフレがボトムアウトしたとみなされ、欧州中央銀行が量的緩和により改善を遂げたことから、かかる影響は抑制されました。さらに、米国における利上げが懸念事項となっていましたが、FRBのイエレン議長が利上げに関して慎重な対応を行ったため、影響は僅かなものに止まりました。

2015年8月から12月までは、中国人民銀行による元レートの引下げに端を発し、中国経済の急速な停滞の懸念、物価のさらなる下落、および、米国の利上げが新興市場通貨危機をもたらすとの懸念の再発等の要因により、世界的な株式市場の売却処分が引き起こされ、日本の株式市場も急速に下落しました。その後、欧州中央銀行による追加金融緩和と政策、中国における利下げおよび環太平洋パートナーシップ協定 (TPP) の大筋合意等の要因により、市場は回復しました。

海外では、パリにおけるテロ事件の余波もあり緊張感が蔓延していましたが、株式市場への影響は

極めて迅速に抑制されました。12月にはFRBのFOMCによる約10年ぶりの利上げが予想されていたこともあり、影響は抑制されました。一方、OPECは、生産目標を設定することができなかつたため、原油価格が急落し、2016年の見通しについて不明確なままです。

一方、円安、北米の好調さおよび外国人観光客から流入する個人消費により、日本企業の収入および収益の成長が達成されましたが、中国内の企業への悪影響ならびにスマートフォン価格や物価のエクスポージャーによって相殺されました。それにもかかわらず、企業収益は全般的に改善を続けています。

8月および9月には、海外投資家が市場において大幅な売りに出ました。日本銀行がETFを購入し、個人投資家による購入も行われたものの、それだけでは売りを相殺するのに十分ではありませんでした。2015年12月30日現在、TOPIXの終値は1547.30円でした。漁業、農業および林業、製菓ならびに小売部門は急上昇し、水運業および鉄鋼業部門は下落しました。

■ポートフォリオについて

ファンドは、1株当りの利益（EPS）成長が市場平均を上回る国内企業を主な投資対象とし、個別企業リサーチに基づくボトム・アップ型のアグレッシブ運用を採用しています。具体的には、以下のような規律ある運用を行っています。

- ① 企業取材をベースに今後3年間のEPSを予測
- ② 株価のバリュエーション
- ③ 中長期的な値上がりのポテンシャルが高い企業への投資

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド	TOPIX	差異
2015年1月1日～2015年12月31日	1.8%	9.9%	-8.1%

2015年12月末日現在、TOPIXを構成する1,847の企業は、2015年度について、764.3兆円の売上高、54.6兆円の経常利益、33.4兆円の純利益、そして9.9兆円の支払済総配当を計上することが予想されています。これは、2014年度と比較して、売上高が2.3%、経常利益が8.3%、純利益が9.7%成長し、支払済配当が7.5%増加したことを示しています。

ファンドのポートフォリオを構成する42の企業は、2014年度と比較して、売上高が9.2%、経常利益が21.2%、純利益が44.7%成長し、支払済配当が37.7%増加しました（2015年度の配当方針を宣言していない企業を除きます。）。ポートフォリオは、経常利益率が平均8.2%、純利益率が平均5.2%の企業群で構成されており、かかる経常利益率および純利益率は、全TOPIX構成企業の平均利益率を上回っています。また、ファンドのポートフォリオ構成企業の配当性向は20.9%です（2015年度の配当方針を宣言していない企業を除きます。）。

ポートフォリオ構築に際し、ファンドは、主に、以下の投資テーマに重点を置きました。

- ①スマートカーの改良競争においてエネルギー効率を大幅に改善している、マツダのような自動車メーカーおよび部品メーカー
- ②新興国の発展段階に合わせて戦略的に商品を販売することにより中長期的に成長する可能性のあるインフラ関連株式、ならびにアジアにおける成長中の投資テクノロジー（IT）および物流ニーズに沿った高品質の商品を創出する重要な技術を有する企業（例：サトーホールディングス）
- ③日本トリムのように、日本において、グローバルな拡大を通じてさらなる成長が見込まれる新たな市場を創出することに成功した商品、サービスおよびビジネスモデルを有する企業
- ④デサントのように、最先端技術またはブランド知名度により価格決定力を維持することができ、売上量を増加させることができる企業

個々のポジションに関しては、以下の株式がファンドの業績にプラスに寄与しました。

富士重工業株式会社は、主要な米国自動車市場において自動車売上台数を伸ばし続けています。同社の衝突防止システムである「アイサイト」を含む安全技術のニーズは、米国のすべての製造元およ

びモデルにおいて高まっています。同社の戦略は、販売奨励金を通じた成熟市場での売上台数の追求の代わりに利益率に重点を置くことであり、それに加えて、中古車市場において自社の自動車の価格を高く維持することができるような供給管理に重点を置くことです。これにより同社は、新車の需要と再注文を獲得しました。同社は、想定以上に生産能力を向上させているため、生産能力利用水準を高く維持することにより自動車売上台数を増加させることが期待されます。中長期間にわたり期待される収益成長および財政構造の改善により、同社は、配当支払の増加等、株主向けの方針を積極的に遂行することができます。

株式会社日本トリムは、日本の整水器市場のシェア第1位を誇っています。研究機関による研究成果を利用した同社の整水器の優位性と認知度が上昇しつつある水素水の効能との組合せが、同社の商品の市場を拡大し続けています。直販部門の販売効率の改善ならびにホールセールおよび相手先商標製品の製造会社（OEM）のニーズの増加により、2015年度の売上個数は記録的なものとなることが期待されます。近年発売された新たな整水器商品専用の利益率の高いカートリッジが90%という高いリピート売上率を実現していることにより、整水器の6年から7年のライフサイクルが同社の安定した年間売上および収益に貢献することが見込まれます。OEM増加による売上個数向上の予想から、同社は、来年度以降も生産能力の向上を計画しており、売上および収益は中長期間にわたり成長することが見込まれます。また、同社が株主向けの方針を積極的に遂行していることから、配当率の増加も期待できます。

株式会社オープンハウスは、メジャーな業者が取り扱わない、都心に位置する狭く細長い土地を廉価で購入し、新築一戸建て住宅として販売することにより、販売取引数を増加させています。同社の強みは、他の不動産販売会社と比較して多くの接触を有する積極的な営業チームを通じて、地域の不動産会社からタイムリーに都心の土地および顧客情報を入手する能力です。営業チームは、都心に一戸建て住宅を所有することを希望する30歳から40歳の顧客層を最優先してそのニーズを利用することにより、一等地の物件を続々と提供することができます。現在、東京の新築アパートの価格は上昇しており、同社は、一戸建て住宅の価格優位性を上昇させています。同社の商品ラインは、アパート、一戸建ておよび改築物件に分かれています。2016年度以降も、現在利益率の高い一戸建て住宅に重点を置き、売上戸数を増加させることを計画しています。また、建設能力が不足している同社自身が建設請負契約を通じて外注することにより、同社は、かかる連携により建設能力を2.5倍増加させ、外部請負業者を利用して利益率を向上させることに成功しています。

■今後の運用方針

12月、株式市場は、新たな年次決算報告において好調な業績を発表した企業に比較的率直に反応しました。しかし、過剰買株式の間では、市場は、大型株の売却と小型株のさらなる上昇とに二分されました。また、年始以来上昇を続けている食品および製薬部門においても、上昇する株式と下落する株式が明確に分かれています。2015年とは対照的に、2016年において商品相場状況はより落ち着くべきであり、その場合には、急な円安に起因したマクロ経済の事象よりもミクロ経済に注目することが重要となります。その場合、企業業績の評価および株価関連の公正価値の認識に基づいた銘柄選択が最重要となります。

アベノミクスが目指すGDP600兆円の目標の一環として賃金が3%上昇する予定であることから、中長期的な売上および利益の成長を見込んで内需関連企業の株価が上昇する可能性が高まっており、国内株式市場に混乱が発生した場合であっても、かかる企業への影響は最小限であると思われます。投資運用会社は、3年間のEPSの予測を利用し、各株式の目標価格に沿ってポートフォリオのポジションの比重を調整していきます。投資運用会社は、企業業績を分析・評価することで、中長期的な利益の向上が期待でき、売上個数の成長に基づくEPSの高い伸び率が期待できる企業への投資に注力します。

■第12期(2016年1月1日から2016年12月31日まで)

■投資環境について

政治

国内

2016年6月、安倍首相は、中国の経済成長の減速、急速な円高および4月の熊本地震の影響に起因する企業収益の低下の懸念等の要因により、2017年4月までの消費税の10%への引上げ計画を延期しました。また、内閣は、少子高齢化社会における経済成長を目指して「ニッポン一億総活躍プラン」および「日本再興戦略2016」を定め、労働生産性の改善に向けた具体的な政策を展開しました。選挙権保有年齢を初めて18歳まで引き下げた7月の参議院選挙では、自民党および公明党が過半数の70議席を獲得し、自民党勢力の現状を維持しました。安倍首相は、9月の所信表明演説において憲法改正に言及し、憲法改正の審議は翌年に繰り越されています。また、米国がトランプ大統領の就任により、成長戦略として掲げられている、環太平洋パートナーシップ協定(TPP)として知られる環太平洋戦略的経済連携協定から離脱することが予想され、かかる地域における成長戦略の再検討が求められています。

一方、日本銀行は、2016年1月末日にマイナス金利政策を導入し、8月にはETFの買入額を倍増させ、9月に至り長短金利操作付き量的・質的金融緩和を導入し、デフレ脱却を推進しています。

海外

米国では、選挙前のほとんどの予想に反して、共和党候補のトランプ氏が大統領に選任されました。トランプ氏は、大規模な減税およびインフラ投資の拡大と併せて「アメリカ・ファースト(アメリカ第一主義)」を全面に押し出しています。また、TPP離脱および北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉に関する動向如何に応じて、投資運用会社は、今後の外交政策の決定について注意深く関心を払う必要があります。一方、連邦公開市場委員会(FOMC)が25ベース・ポイントの利上げを行った際、連邦準備制度理事会は、2008年から2015年12月まで行われていたゼロ金利政策を再検討しました。2016年初頭の原油価格の急激な下落および中国経済の減速により、2016年12月には、更に25ベース・ポイントの利上げが行われました。

欧州では、6月の英国のEU離脱の決定が非常に大きな影響を及ぼし、英国に加えてフランスやドイツなどの国々における今後の選挙においても移民排斥を掲げる政治勢力が優勢となる可能性があります。また、トルコにおけるクーデター未遂などの政治不安も為替および自国内経済に影響する要因となる場合があります。

中国においては、第13次五か年計画に天然資源、環境、森林および大気質など、多くの環境関連指標が含まれました。しかしながら、過剰設備の削減および国有企業の見直しによる失業率の急上昇等に起因して、中国内需要の成長の停滞が長引く可能性があります。

経済

国内

日本政府は、2016年度の実質GDP成長率について1.3%との見通しを立てています。2017年度の予測は1.3%前後と横ばいですが、収益拡大を実現している企業からの設備投資の増加により経済成長が促進され、住宅投資率および個人消費が回復する見込みです。

海外

国際通貨基金(IMF)の「世界経済見通し」によると、米国における2016年度の実質GDP成長率は1.6%と予測されています。雇用が順調に拡大し、インフラ投資の拡大などの歳出の大幅増加が見

込まれることから、成長が維持されるとの見込みです。一方、投資運用会社は、北米自由貿易協定の見直しや輸入関税の引上げ等の保護主義政策が採用された場合、経済成長が抑制されるリスクがあると考えています。

ユーロ圏における2016年度の実質GDP成長率の見通しは1.5%です。個人消費は緩やかに回復していますが、英国のEU離脱決定により今後について不明確な状況が続いていることに加え、各国の重要な選挙の結果次第で、消費および投資が減速する可能性があります。

中国における2016年度の実質GDP成長率は6.5%の見通しです。政府機関および国有企業を中心としたインフラ投資の増加が顕著ですが、これは部分的には減税により推し進められたものです。また、民間投資の減少や不動産価格の上昇等の問題が今後の成長維持のリスク要因とみられています。

国内経済見通し（内閣府）

（単位：％）

	2015年度 実績	2016年度 予想	2017年度 見通し
実質GDP成長率	+1.3	+1.3	+1.5
民間最終消費支出	+0.5	+0.7	+0.8
民間住宅投資	+2.7	+5.4	+0.1
民間企業設備投資	+0.6	+2.1	+3.4
外需寄与度	+0.2	+0.1	+0.3
名目GDP成長率	+2.8	+1.5	+2.5
完全失業率	3.3	3.1	2.9
消費者物価指数・変化率	0.2	0.0	1.1

* 内閣府「平成28年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」

* 総務省「労働力調査」および「消費者物価指数」

世界経済見通し（IMF）

（単位：％）

	2015年	2016年	2017年
世界実質GDP成長率	+3.2	+3.1	+3.4
日本実質GDP成長率	+0.5	+0.5	+0.6
米国実質GDP成長率	+2.6	+1.6	+2.2
ユーロ圏実質GDP成長率	+2.0	+1.7	+1.5
中国実質GDP成長率	+6.9	+6.6	+6.2

* IMF「世界経済見通し」2016年10月発表

企業業績

企業業績	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度予想
売上高成長率	+10.6%	+4.1%	+0.5%	-3.6%
経常増益率	+35.2%	+7.5%	+6.3%	-6.4%
当期増益率	+81.7%	+6.6%	+3.4%	+0.4%

* 企業業績は、金融を除く1,572社集計、2016年度は会社予想・日経予想ベース（2016年12月末日現在）

日本の株式市場は、11月の米国大統領選挙以来の円安ドル高を背景に上昇を続けています。米国の

長期金利は引き上げられ、米国のインフラ投資の予測により銀行株および資源関連株が急激に値上がりしました。

10月までの円高が特に輸出関連企業において営業利益の下落を引き起こしたものの、内需関連企業の見通しは堅調です。12月の日本銀行短観において日本経済の拡大が確認されたものの、多くの企業が個人消費の今後に関して懸念を抱いており、投資運用会社は、今後の賃上げおよび原油価格の上昇による物価上昇の影響に注意を払っています。投資運用会社は、EPS成長の達成が期待できる企業を選択するために企業訪問およびデュー・デリジェンスを行うことが引き続き重要になると考えます。

株式市場

2016年1月から12月までの間、TOPIXは1.9%下落し、日経平均株価は0.4%上昇しました。中小型株は急激に値上がりし、日経ジャスダック平均が3.5%、東証二部指数が10.6%の上昇となりました。

2016年1月から2月にかけて、中国の資本流出の懸念および原油価格の下落に起因して市場全体が急激に下落しました。同年初頭に中国人民銀行が人民元の基準相場を引き下げたことから、資本流出の懸念が発生し、上海株式市場は急激に下落しました。この混乱は、株式に対する世界的な「リスクオフ」の状況を招きました。日本においても、甚だしい円高と株式市場の下落が発生しました。加えて、原油価格も、需給状況に改善がみられなかったため大幅に下落しました。エネルギー産業に対する信用の懸念、資源の豊富な新興国からの資本逃避の危惧、中東諸国による資産売却およびその他の要因が、世界および日本の株式市場の下落に拍車を掛けました。その後、日本銀行がマイナス金利を導入したこと、ならびにサウジアラビア、ロシアその他の国々が原油増産凍結および原油価格の変動要因に関する合意に反対したことにより、株式市場は底入れとなりました。日本においては、スマートフォン関連企業および中国関連企業が決算発表を下方修正した一方、小売、繊維および建設部門の企業は堅調でした。

2016年3月から10月までの間、原油価格は回復しましたが、円高傾向によりその影響は抑制されました。消費税増税は再び延期され、参議院選挙においては与党が勝利しました。また、日本銀行はETFの買入額を倍増させ、長短金利操作付き量的・質的金融緩和を導入しました。個々の企業に関しては、輸出関連企業は円高のため下落しましたが、内需関連企業その他は堅調でした。ブレイグジット投票後、世界市場は急落しました。投資家が「リスクオフ」の姿勢を取ることによる現象です。投資家は自己のポジションを売却し、持分に対するリスクを軽減します。同時に円高も発生しました。投資家が、実際の離脱条件について来年のある時点までは最終的に決定されないということに気付いたため、市場は落ち着きを取り戻しました。

11月から12月までは、市場は劇的に上昇しました。11月にトランプ氏が米国大統領選挙に勝利した際、長期金利は財政拡大の予想を上回り、円安が発生し、米国の株価はインフラ投資への期待が増加したため上昇し、日本市場の急上昇をも引き起こしました。

特に顕著な点は、銀行株、輸出関連株および資源関連株の値上がりでした。12月、米国連邦準備制度理事会は、本年において初めて0.25%の利上げを行い、2017年の金利見通しを引き上げましたが、市場への影響は僅かなものでした。需給に関しては、海外投資家は、11月および12月に買い越しを行いました。

2016年12月30日現在、TOPIXの終値は1,518.61円でした。セクター別では、その他製造、石油および石炭、ならびに機械部門が上昇しましたが、空輸、電気およびガス、ならびに製薬部門は下落しました。

■ポートフォリオについて

ファンドは、1株当りの利益（EPS）成長が市場平均を上回る国内企業を主な投資対象とし、個別企業リサーチに基づくボトム・アップ型のアグレッシブ運用を採用しています。具体的には、以下のような規律ある運用を行っています。

- ① 企業取材をベースに今後3年間のEPSを予測
- ② 株価のバリュエーション

③ 中長期的な値上がりのポテンシャルが高い企業への投資

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ ダイナミック・グロース・ ファンド	TOPIX	差異
2016年1月1日～2016年12月31日	+4.0%	-1.9%	+5.9%

2016年12月30日現在、TOPIXを構成する企業は、2016年度（2017年3月31日に終了する12か月間）について、50.4兆円の経常利益（前年度から5.0%下落）、32.3兆円の純利益（前年度から5.0%上昇）、そして10.8兆円の支払済総配当（前年度から4.5%上昇）を計上することが予想されています。

ファンドのポートフォリオを構成する60の企業については、売上高が21.1%、経常利益が30.5%、そして純利益が31.2%の成長を遂げました。ポートフォリオは、経常利益率が平均8.4%、純利益率が平均5.3%の企業群で構成されており、かかる経常利益率および純利益率は、全TOPIX構成企業の平均利益率を上回っています。また、ファンドのポートフォリオ構成企業の配当性向は22.2%です（2016年度の配当方針を宣言していない企業を除きます。）。

ポートフォリオ構築に際し、ファンドは、主に以下の投資テーマに重点を置きました。

- ① 高齢化により需要の増加が見込まれる医療や医療機器等のヘルスケア業界において中長期的な成長が見込まれる企業
- ② 物流業界や人材供給業界等、eコマースの新業体および独自のビジネスモデルを提供する企業
- ③ 最先端の技術を有し、付加価値の高い製品およびソリューションを創出する、ハードウェアおよびソフトウェア開発企業
- ④ 超低金利の結果事業が好転していることから事務所スペースの需給が逼迫しているため回復を続けている不動産関連企業

個々のポジションに関しては、以下の株式がファンドの業績にプラスに寄与しました。

日本ライフライン株式会社は、心臓循環器を専門とする医療機器輸入貿易企業であり、全身および胸腔のMRI撮影を可能にする独自の新しいEPカテーテル製品を生産していますが、この製品が同社の業績を引き上げました。株式会社ブイ・テクノロジーは、フラットパネルディスプレイ（FPD）の製造システム、検査システム、測定システム、マクロ検査システムおよびその他のシステムの開発、製造、販売および修理を行っています。中国において液晶への投資が拡大しているため、同社のフラットパネルディスプレイの製造システムおよび検査システムの注文が増加しています。フロイント産業株式会社は、医薬品の生産および医薬品プラントエンジニアリングに使用する機械を製造しています。同社の製品には、錠剤コーティング装置、錠剤試験機器、自動洗浄機および測定機器が含まれ、それらの売上高は過去最高を記録しました。

これらの企業は、当年度中ファンドの業績にプラスに寄与しました。また、ポジションには期中に追加されたものがあり、業績にプラスに寄与しました。株式会社リンクアンドモチベーションは、企業変革のためのコンサルティングサービスおよび各種モチベーションマネジメントプログラムを提供しており、これらは政府の改革政策の後押しを受けて幅広く採用されました。株式会社Gunosyは、インターネットコンテンツ情報サービスを提供する企業であり、顧客の要求に沿って情報およびニュースを収集、分類および配信するサイトを運営しています。

■今後の運用方針

12月前半の株式市場は、円安によって収益の改善が見込まれていた大手輸出企業、資源関連企業および銀行に資本が集中するとの推測により誘導されました。しかし、同月中旬以降、当会計年度収益に基づくファンダメンタルズベースの評価に重点が移りました。しかしながら、トランプ氏の為替レートに関する不明確な姿勢にもかかわらず、また現在の為替レートの水準においても、出来高が増加していない輸出関連株は、収益成長の予測を示す推測レベルにて取引を行っており、投資運用会社は、これらのレベルにリスクがあると考えています。投資運用会社は、市場が来会計年度も引き続き株式を公正に評価す

ると考えています。したがって、投資運用会社は、割高であるものの収益の少ない大型株から、割安であるものの収益の高い中小型株への資本の推移が顕著になると考えます。すでに、成長株には資金が再流入されたものがありました。急激な為替変動が発生した場合であっても、出来高の成長を達成している内需志向企業は中長期的な収益の成長が期待でき、外的要因により株式市場に混乱が発生した場合であっても、かかる企業への影響は最小限であると思われます。投資運用会社は、自社の差別化、出来高の増加および新市場の創出が可能な企業を見極め、投資していきます。投資運用会社は、3年間のEPSの予測を利用し、各株式の目標価格に沿ってポートフォリオのポジションの比重を調整していきます。投資運用会社は、企業業績を分析・評価することで、中長期的な利益の向上が期待でき、出来高の成長に基づくEPSの高い伸び率が期待できる企業および、配当性向、ひいては自己資本利益率(ROE)を改善すると思われる企業への投資に注力します。

■第13期(2017年1月1日から2017年12月31日まで)

■投資環境について

政治

国内

2017年上半年期に発生した学校法人への国有地売却問題に加えて、獣医学部新設問題に関する説明困難により、内閣支持率は下落し、2017年7月に行われた東京都議会議員選挙において与党・自由民主党(自民党)は惨敗し、8月には内閣改造が行われました。さらに、9月末の臨時国会における衆議院解散の決定および10月の衆議院議員総選挙の結果、野党が小池党首の揺さぶりによって分裂したこともあり、自民党は再び議席の3分の2超を獲得し、野党が政権に影響を及ぼすことなく、安倍連立政権の継続が確保されました。しかしながら、5年目を迎えたアベノミクスの経済政策における2%の物価上昇目標の達成の延期や長引く北朝鮮との緊張状態により、有権者の首相に対する不満はくすぶっています。米国、中国、北朝鮮その他に向けた外交政策、および日本の高齢化に対応しうる社会保障制度等、安倍首相が目指す2020年の新憲法施行のためには解決すべき問題が山積しています。投資運用会社は、今後の政府の取組みを注視する必要があります。

海外

米国において、2017年1月に発足したトランプ新政権は、税制改革およびインフラ整備よりもオバマケアの撤廃を主要な政策課題として優先しましたが、共和党内の支持を固めることができず失敗に終わりました。一方、連邦法人税率を35%から21%に引き下げる大規模減税法案は年末に最終決定され、2018年に施行される予定です。減税の規模は10年間で1.5兆米ドルと予測されており、トランプ氏が選挙中に語っていた4兆乃至4.5兆米ドルよりも小規模ではあるものの、過去最大の減税であり、民間の予測によれば、かかる減税によってGDP成長率が約3%上昇する可能性があります。外交政策については、政権内の柔軟性の欠如および国務長官の解任が聞こえている中、政府の方針が明確にされることがないとの懸念があります。

欧州では、2017年に主要なEU加盟国で行われた選挙において、各国の多数派はEU残留を選択しました。一方、英国のEU離脱交渉において、未払金額等の離脱条件は大筋合意に至ったものの、穏便な離脱を求める英国側の内部でFTA等の問題に関して意見の対立が発生しているため、今後の動向は不透明です。

中国において、2期目に突入した習近平政権は、10月の共産党大会で発表された政治報告において、「国は高度成長段階から質の高い発展の段階へと移行した」と述べました。発展の原動力である供給、革新および消費需要に関して、中国は質的改善を通じた持続可能な発展政策を導入し、同時に過剰生産の解消に取り組みました。

経済

国内

2017年7月から9月期までの日本の実質GDPは、7四半期連続で前四半期を上回りました。これは日本銀行による量的・質的金融緩和政策の成果と考えられており、デフレ防止を目指した現行の金融緩和政策の継続を維持する決め手となりました。株式市場においては、衆議院解散による総選挙の結果が明らかになると、成長株の堅調な収益状況にもかかわらず資本は割安株に投入されました。年末までに、日経平均株価は26年ぶりの高値を更新し、23,000円台にまで達しました。

海外

米国における2017年度の成長率は+2.2%と予測されています。連邦準備制度理事会が安定した個人消費および設備投資にもかかわらず段階的な利上げを行っているものの、目標金利は低いままとなっています。利上げは、雇用状況の改善および失業率の低下に伴って行われます。投資運用会社は、減税による税制改革が行われた場合、さらなる経済成長を予測しています。銀行による融資基準の厳格化および建設労働者の不足により、住宅販売が減少する懸念があります。

ユーロ圏における2017年度の成長率は+2.1%の見通しです。2017年10月、欧州金融政策審議会は、債券購入の月額を600億ユーロから300億ユーロに半減させることを発表しました。安定した経済動向については、当年度下半期に失業率が8%台から下落しましたが、最新の最低値である7.3%（2008年3月値）までは依然遠く、金融緩和の縮小に至るにはその延長が予測されます。

中国における2017年度の成長率の見通しは+6.8%です。同国は輸出増加を背景に継続的に安定しており、投資運用会社はこの状況が続くと予測しています。インターネット通信販売およびメールサービスならびに固定資産への投資を中心に、個人消費の成長は続く見込まれます。設備投資の形態による資本支出は引き続き拡大すると見込まれます。不動産バブルおよび過剰生産の可能性がリスク要因となっています。しかしながら、投資運用会社は、成長が著しく減速する可能性が低いものと考えています。

国内経済見通し（内閣府）

（単位：％）

	2016年度 実績	2017年度 予想	2018年度 見通し
実質GDP成長率	+1.2	+1.9	+1.8
民間最終消費支出	+0.3	+1.2	+1.4
民間住宅投資	+6.2	+1.1	+0.6
民間企業設備投資	+1.2	+3.4	+3.9
外需寄与度	+0.8	+0.3	+0.1
名目GDP成長率	+1.0	+2.0	+2.5
完全失業率	3.0	2.8	2.7
消費者物価指数・変化率	-0.1	0.7	1.1

* 内閣府「平成29年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」

* 総務省「労働力調査」および「消費者物価指数」

	2016年	2017年	2018年
世界実質GDP成長率	+3.2	+3.6	+3.7
日本実質GDP成長率	+1.0	+1.5	+0.7
米国実質GDP成長率	+1.5	+2.2	+2.3
ユーロ圏実質GDP成長率	+1.8	+2.1	+1.9
中国実質GDP成長率	+6.7	+6.8	+6.5

* IMF「世界経済見通し」2017年10月発表

株式市場

2017年1月から12月までの間、TOPIXは19.7%上昇し、日経平均株価は19.1%上昇しました。中小型株は急激に値上がりし、日経ジャスダック平均が44.2%、東証二部指数が39.1%の上昇となりました。

2017年1月から4月中旬にかけて、市場全体が下落しました。トランプ政権の初期には、期待から実際の政策に重点が移りましたが、経済政策の具体性の欠如や貿易政策における保護主義傾向は好意的に受け止められず、円安ドル高を招きました。日米首脳会談において蜜月関係がアピールされたにもかかわらず、市場は下落しました。一方、日本の企業収益は2016年10～12月期において良好でした。内需の動向は堅調であり、米国および中国の経済は安定を保ち、引き続き円安により収益が改善しました。

2017年4月中旬から8月にかけて、市場は上昇しました。2017年3月31日終了会計年度の収益は前年度の水準に比べ売上高が増加し、純利益は昨年度とは対照的に上昇を続けました。メーカー、特に電子機器セクターおよび鉄鋼セクターは高い利益率を達成しました。これに伴い、株式市場は上昇しました。

米国では、失業率が16年ぶりの低水準となり、賃金が徐々に上昇し、引き続き株式市場にとり有利な環境が整備されています。利上げが予想されるものの、これは国債発行の縮小計画を伴っており、予想可能な方法で進行しているため重大とは考えられていません。一方、緊張状態と地政学的リスクの高まりにもかかわらず、株式市場への影響は限定的でした。

2017年9月から12月にかけて、市場は急激に上昇しました。10月に行われた衆議院議員総選挙では与党が勝利し、国際的な経済成長とそれに伴う日本企業の堅調な収益成長、および世界各地から日本の株式市場への資本流入とそれによる日本市場の継続的な上昇への強い期待がありました。日経平均株価は16期連続で最高値を更新し、過去最長期間にわたり達成を遂げました。多くの日本企業が、通期の一年度についての中間収益予測を修正しました。加えて、国連安全保障理事会決議および米韓合同軍事演習の終了により、北朝鮮の核実験および軍事的挑発の状況は沈静化しました。米国の税制改革法案は可決され、米国株式市場も上昇を続けました。資本流入については、10月の総選挙の際、海外投資家が日本株を大量購入しました。2017年12月29日現在、TOPIXの終値は1,817.56円でした。セクター別では、石油および石炭製品部門、空輸部門ならびに非鉄金属部門が大幅に上昇し、電気部門およびガス部門は僅かに下落し、不動産および商品先物は僅かな上昇で一年を終えました。

■ポートフォリオについて

ファンドは、1株当りの利益（EPS）成長が市場平均を上回る国内企業を主な投資対象とし、個別企業リサーチに基づくボトム・アップ型のアグレッシブ運用を採用しています。具体的には、以下のような規律ある運用を行っています。

- ① 企業取材をベースに今後3年間のEPSを予測
- ② 株価のバリュエーション
- ③ 中長期的な値上がりのポテンシャルが高い企業への投資

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ ダイナミック・グロース・ ファンド	TOPIX	差異
2017年1月1日～2017年12月31日	43.2%	19.7%	23.5%

12月29日現在、投資運用会社は、TOPIXに含まれる企業の2018年3月末日までの企業業績について、58.1兆円の経常利益（前年度から7.7%上昇）、38.5兆円の純利益（前年度から13.4%上昇）、そして12.0兆円の総配当（前年度から7.8%上昇）の各予想を立てています。12月初頭、市場は中東の緊張状態の悪化により下落しましたが、その後、米国の長期金利の上げが予想された際に市場（特に金融）が上昇しました。加えて、7～9月期の実質GDP成長率が+2.5%に上方修正されたこと、および予想を上回る円安における為替レートの安定も有利な要因となりました。さらに、米国税制改革法案の可決の確定および前年度比4.9%の成長を示した好調な年末商戦により、12月末にかけて市場は安定を保ちました。2018年には、米国で慎重な利上げが続くことが予想され、投資運用会社は、雇用情勢等に大きな混乱がなければ日本株への影響は限定的なものに止まらざるを得ないと考えています。投資運用会社は、EPS成長の達成が期待できる企業を選択するためにデュー・デリジェンスおよび企業訪問を引き続き行うことが重要になると考えます。

この環境下において、ポートフォリオは、1株当たり収益の成長が市場平均を上回る企業に重点を置いて、以下の戦略により構築されます。

- ①医療や医療機器等のヘルスケア事業において中長期的な成長が見込まれる企業、および高齢化により需要の増加が見込まれる類似の株式
- ②新業態および独自のビジネスモデルの導入によって生産性の改善および拡大が見込まれる、電子商取引領域等における物流および人事関連株
- ③最先端の技術を有し、付加価値の高い製品およびソリューションを創出する、ハードウェアおよびソフトウェア開発関連株
- ④超低金利、再開発に向けたインフラ開発およびオリンピックに向けた建設のため回復を続けている不動産関連企業からの需要が増加している、建設および設備関連株

ファンドの業績に大きく貢献した個々のポジションに関しては、以下のとおりです。

株式会社ダイフクは、世界最大のマテリアルハンドリング企業です。自動車生産ラインのコンベヤー、半導体およびFPD（フラットパネル・ディスプレイ）のパネル製造におけるクリーン搬送システム、小売物流の統合システム等において世界最大のシェアを有する同社は、アジアの半導体および液晶パネルセクターならびに世界的に拡大している電子商取引関連の流通センターへの意欲的な設備投資を計画しています。同社は、空港の手荷物コンベヤーシステムおよび自動車工場向けの受注の増加を見込んでいます。

株式会社安川電機は、世界最大のACサーボモーターおよびインバータのメーカーです。また、産業用ロボット製品においても世界第4位に付けています。ACサーボモーターおよびインバータは、半導体製造設備や電子部品取付機など、優れたスピードと精密さが求められる設備に搭載されており、主に中国における生産施設および製造業界における先進的な生産施設の自動化を加速的に進めています。自動化の需要の増加により、同社は、2018年2月終了会計年度に関する初期計画を大幅に上回る業績を達成する見込みです。産業用ロボットについては、半導体／液晶、また食品や製薬など、自動車組立以外の幅広い分野からの受注が拡大しています。

株式会社オープンハウスの主な事業は、都心（東京23区、横浜市、川崎市）の戸建て住宅販売であり、そのキャッチフレーズは「東京に、家を持とう。」というものです。世帯数の継続的な増加により、住宅価格の上昇にもかかわらず戸建て住宅の需要は増加しており、2017年9月終了会計年度において、同社は5年連続で最高益を達成しました。中期経営計画においては、ビジネスの中心地から離れた商業地区（埼玉県、愛知県）の拡大およびコンパクトなマンションの開発により、2020年9月終了会計年度には売上高が5,000億円を上回り（2017年9月30日終了年度から64%増）、経常利益が600億円を上回る（2017年9月30日終了年度から66%増）予定です。

■今後の運用方針

12月の株価は好調なうちに終値を迎えましたが、同月において、11月の修正中間収益発表に反応して上昇した株式から、原油価格の高騰に反応した非成長型の銀行株および資源関連株に一時的に資本が流入しました。収益が増加した株式に着目すると、P E R 35倍以上で取引されており来会計年度の収益予想と比較して割高な株式であるにもかかわらず、来会計年度の収益予測に依拠する企業および優れたビジネスモデルと堅調な収益を有する企業に資本が流入したため、投資運用会社は、相当なリスクがあると考えています。投資運用会社は、引き続き公正価値で取引している企業に重点を置いてファンドを運用していきます。急激な為替変動が発生した場合であっても、出来高の成長を達成している内需志向企業は中長期的な収益の成長が期待でき、外的要因により株式市場に混乱が発生した場合であっても、かかる企業への影響は最小限であると思われまます。投資運用会社は、自社の差別化、出来高の増加および新市場の創出が可能な企業を公正価値によって見極め、投資していきます。投資運用会社は、3年間のEPSの予測を利用し、各株式の目標価格に沿ってポートフォリオのポジションの比重を調整していきます。投資運用会社は、企業業績を分析・評価することで、中長期的な利益の向上が期待でき、出来高の成長に基づくEPSの高い伸び率が期待できる企業への投資に重点を置きます。

■第14期(2018年1月1日から2018年12月31日まで)

■投資環境について

政治

国内

6年目を迎えた第二次安倍政権は、現在進行中の森友学園問題や財務省による文書改竄疑惑等の積み重なる不祥事に起因して支持率が低下したものの、自民党においては9月の総裁選挙における再選をもってなお強勢を維持しています。アベノミクスの金融緩和は経済の回復に寄与しましたが、物価上昇率2%の目標を達成することができず、2020年の予想物価上昇率は1.5%に引き下げられました（消費増税の影響を除いています。）。消費税の10%への増税が2019年10月に予定されていますが、並行して行われた2.3兆円の景気刺激の発表もあり増税による影響は縮減されます。労働力不足を補うために外国人労働者を受け入れる改正出入国管理法が12月に成立しましたが、外国人労働者の地位や労働環境の改善等、解決すべき課題は依然として数多くあります。2019年は、4月の統一地方選挙および7月の参議院選挙、5月の明仁天皇の退位後の改元ならびに6月のG20サミットと続くことから、今後の為政者の決定を注視することが重要になります。

海外

米国において、トランプ大統領は、政権1年目に大規模減税および税法改正を含む法案を成立させましたが、それ以降の成果は芳しくなく、保留中のオバマケアの改革法案は成立していません。11月の中間選挙においては、野党民主党が下院で過半数を獲得しました。今後の予算審議事項の一部であるインフラ整備法案は、共和党・民主党両党の共通の課題です。また、財政支出が適切か否かに関しても困難に直面することが予測されます。

欧州においては、2018年10月、10年ぶりに失業率が6.7%に低下しました。賃金上昇、内需の漸進的な改善、重債務国における債務危機の回避および欧州中央銀行（ECB）による大胆な金融緩和により、EUにおける経済回復は継続すると見込まれています。しかしながら、ECBの資産購入の終了、ドイツおよびフランスにおけるストライキ、ならびに景況感の悪化等の懸念事項があります。ドイツでは、13年間にわたって政権の座にあったメルケル氏がリーダーとしての地位から引退する意思を表明し、フランスでは、燃料税の引上げへの抵抗によりマクロン政権への不満が高まっています。国民投票によって決定された英国のEU離脱の期限（2019年3月29日）が近づいていますが、離脱について取り決める条件の承認は難しいことが明らかになりました。

中国においては、米国との貿易摩擦に起因して、500億米ドル分の輸入に対する25%の関税賦課が発

表され、その後二国間の報復が続き、実体経済に悪影響を与えました。それ以降、度重なる首脳会談や貿易交渉にもかかわらず、一切の合意に至っていません。

経済

国内

2018年7月から9月期までの日本の実質GDPは-2.5%でしたが、自然災害による供給上の制約の影響が大きく、減少は一時的なものであると考えられます。米中貿易摩擦および2019年10月に予定されている消費税の10%への増税の影響により、経済減速の懸念があります。しかしながら、投資運用会社は、米中貿易が重大な悪影響をもたらすとは考えず、消費増税の決定を経てもなお緩やかな経済成長が続くと予測しています。

海外

米国経済は好調であり、第4四半期の実質GDP成長率は+4.2%でした。それ以降、実質GDP成長率は3%前後で推移を続け、今後の安定成長が予測されます。一方、物価は引き続き中庸ですが、これは本年下半期に急激に下落した原油価格の影響を部分的な要因とします。また、金融政策に関しては、FOMCは12月に本年4度目の利上げを行うことを決定しましたが、このことは、FOMCが今後複数回にわたり、ただしより遅いペースで利上げを行う可能性があることを示唆しています。

欧州では、内需は引き続き堅調であった一方、外需は保護貿易主義の台頭および新興国の不安定性に起因して不調であり、7月から9月までの四半期におけるユーロ圏の実質GDP成長率は+0.6%に留まりました。同地域における雇用環境は改善しつつあり、新規制に応じた自動車生産の遅れは一時的なものであるため、投資運用会社は、持続可能で消費主導の成長を期待することができます。

中国の経済低迷はより明白で、7月から9月までの四半期における実質GDP成長率は6.5%でした。多くの人々が2019年におけるさらなる減速を予測しています。米中貿易摩擦の影響で輸出が減少しているのみならず、米国との長引く対立によって消費感情および投資感情が後退する懸念もあります。しかし、インフラ投資、減税および金融政策等の政府主導の経済援助措置によって6%の成長率が維持されると予測されています。この6%とは、2020年までに経済規模を2倍にするという2010年に設定された10か年成長計画の達成に必要な最低成長率です。

国内経済見通し（内閣府）

（単位：％）

	2017年度 実績	2018年度 予想	2019年度 見通し
実質GDP成長率	+1.9	+0.9	+1.3
民間最終消費支出	+1.0	+0.7	+1.2
民間住宅投資	-0.7	-4.2	+1.3
民間企業設備投資	+4.6	+3.6	+2.7
外需寄与度	+0.4	+0.0	-0.0
名目GDP成長率	+2.0	+0.9	+2.4
完全失業率	2.7	2.4	2.3
消費者物価指数・変化率	0.7	1.0	1.1

* 内閣府「平成30年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」

* 総務省「労働力調査」および「消費者物価指数」

	2017年	2018年	2019年
世界実質GDP成長率	+3.7	+3.7	+3.7
日本実質GDP成長率	+1.7	+1.1	+0.9
米国実質GDP成長率	+2.2	+2.9	+2.5
ユーロ圏実質GDP成長率	+2.4	+2.0	+1.9
中国実質GDP成長率	+6.9	+6.6	+6.2

* IMF「世界経済見通し」2018年10月発表

株式市場

2018年1月から12月までの間、TOPIXは17.8%下落し、日経平均株価は12.1%下落しました。中小型株も下落し、日経ジャスダック平均が18.7%、東証二部指数が14.3%の下落となりました。

2018年1月から3月にかけて、株式市場は下落しました。米国においては、2017年12月末に減税法案が成立したことにより収益予測が上がり、米国株式市場は急激に上昇し、日本市場も上昇を始めました。しかしながら、急速なペースの株式市場上昇および米国の堅調な雇用率に起因する長期金利の急激な上昇は、米国および日本における大幅な株価調整につながりました。さらに、市場の急激な下落により、ヘッジファンドおよび恐怖指数関連の事業体による株式の売却が続きました。これに加えて、トランプ大統領は、500億米ドル分の中国の鉄およびアルミに関税を課すという悪い知らせを発表しました。

2018年4月から9月にかけて、株式市場は、米中間の貿易摩擦のニュースにより前進と後退を繰り返しました。中国による米国の関税への報復に続いて、習近平国家主席が中国の金融および自動車セクターを開放する発表をし、その後さらなる対抗措置が続いたことで、見通しは不透明なままとなりました。

日本では、会計年度が3月に終了する日本企業による決算発表において、本会計年度の営業成績が売上げの純増および純利益のわずかな減少を招くというニュースがもたらされました。具体的には、電気機器、陸上輸送、パルプおよび紙等のセクターにおいて高い収益成長の見通しが発表されました。イタリアにおける政治不安および米国・トルコ間の摩擦による新興市場通貨の弱体化等のマイナス要因があったものの、影響は一時的なものでした。

2018年10月から12月にかけて、株式市場は急激に下落しました。堅調な米国の雇用データ、利上げ予想およびその他の要因により、株価、特に成長株の価格が下落しました。米国におけるアマゾンやアップル等の企業の売上げに関する見通しは、売上予想が市場予想よりも弱含みであったことから下落を続けました。米中貿易に関しては、米中首脳会談において追加関税の延期が合意されましたが、中国のファーウェイの幹部が逮捕され、中国の経済指標が悪化し、米国および日本の株式のさらなる下落につながったため、懸念が再発しました。12月、連邦準備制度理事会のパウエル議長は、利上げのペースは来年には減速するものの市場予測ほどではないと述べ、株式市場は量的引締め減速にもかかわらず引き続き失望を呼びました。

日本では、日産のゴーン会長が逮捕されましたが、一部株式への影響力は維持されました。一方、2025年の大阪万博の開催決定により、関連株式に動きがありました。さらに、消費増税に対する経済的措置の2兆円を含む2019年度の予算案が閣議決定されました。第4四半期の国内企業の決算は、中国の設備投資に関連する需要の減少、原料価格の高騰、および自然災害によるマイナスの影響を部分的な要因として影響を受けましたが、利益水準は高水準を維持し、企業収益は引き続き堅調でした。しかしながら、収益の発表後に株価が急激に下落した例もあり、また、株式売却の傾向は過去12か月間を通して大幅に増加しました。

2018年12月28日現在、TOPIXの終値は1,494.09円でした。セクター別では、電気部門およびガス部門が上昇し、海運部門、非鉄金属部門および金属製品部門が急激に下落しました。

■ポートフォリオについて

ファンドは、1株当りの利益（EPS）成長が市場平均を上回る国内企業を主な投資対象とし、個別企業リサーチに基づくボトム・アップ型のアグレッシブ運用を採用しています。具体的には、以下のような規律ある運用を行っています。

- ① 企業取材をベースに今後3年間のEPSを予測
- ② 株価のバリュエーション
- ③ 中長期的な値上がりのポテンシャルが高い企業への投資

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド	TOPIX	差異
2018年1月1日～2018年12月31日	-31.5%	-17.8%	-13.7%

12月28日現在、投資運用会社は、TOPIXに含まれる企業の2019年3月末日までの企業業績について、64.6兆円の経常利益（前年度から4.3%上昇）、42.8兆円の純利益（前年度から0.4%下落）、そして13.6兆円の総配当（前年度から7.6%上昇）の各予想を立てています。ファンドのポートフォリオ50社の業績の変動率は、39.3%の売上増、23.7%の営業利益増、27.4%の純利益増でした。利鞘に関しては、営業利益率は11.2%であり、純利益率は8.0%です。加えて、ポートフォリオに対する配当性向は23.1%です（配当宣言を行っていない企業を除きます。）。

この環境下において、ポートフォリオは、1株当たり収益の成長が市場平均を上回る企業に重点を置いて、以下のテーマに注力します。

- ① 医療や医療機器等のヘルスケア事業において中長期的な成長が見込まれる企業、および高齢化により需要の増加が見込まれる類似の株式
- ② 新業態および独自のビジネスモデルの導入によって生産性の改善および拡大が見込まれる、電子商取引領域等における物流および人事関連株
- ③ 最先端の技術を有し、付加価値の高い製品およびソリューションを創出する、ハードウェアおよびソフトウェア開発関連株
- ④ 超低金利、再開発に向けたインフラ開発およびオリンピックに向けた建設のため回復を続けている不動産関連企業からの需要が増加している、建設および設備関連株

ファンドの業績に大きく貢献した個々のポジションに関しては、以下のとおりです。

バリューコマース株式会社は、アフィリエイト（成果型）プログラム管理事業を通じたインターネット・マーケティング・ソリューションを専門とする企業です。日本の広告市場は、前年比約1%すなわち約6.4兆円の成長が予測されていますが、これは、前年比1.2%のペースで増加した名目GDPの1%に相当します（出所：電通）。インターネット広告は、前年比で15%を上回る高い成長率が予測されています。加えて、バリューコマースは、日本でアフィリエイト・サービス・ソリューションを開始した先駆者であるため、登録数およびプロジェクト数の両方において首位に位置しています。さらに、同社は連結子会社としてのヤフーの優位性によりeコマース市場において高い市場シェアを有しており、投資運用会社は、同社がインターネット広告およびeコマースの両市場の成長から利益を受けることができると考えています。

株式会社ウエストホールディングスは、当初は不動産関連事業を行っていましたが、リーマン・ブラザーズの破綻後に事業再編を行い、太陽光発電分野に参入しました。同社は現在、太陽光発電所建設推進および保守業務を成長の支柱として全国的に営業を行っています。太陽光発電に関しては、改正FIT法の施行により遅延した建設プロジェクトが回復し、発電所建設の目的は投資ピークルから自立へと移行し、業務への新たな需要が生み出されました。同社のESG志向の経営およびRE100加盟企業の増加を含めて再生可能エネルギー市場が安定的に成長していることから、投資運用会社は、広範囲にわたる収益成長を見込んでいます。

ライオン株式会社は、日本のパーソナルケア・セクターにおいて花王、ユニ・チャームに続いて3番目の規模を有する企業であり、国内最大の歯ブラシメーカーです。主力製品の歯ブラシおよび歯磨

き粉等の口内ケア分野においては、デンタルリンス等の高付加価値製品の業績が良好であり、全体の平均単価は約2%上昇しました。加えて、スポンジのいない浴室洗剤や部屋干し用洗濯洗剤等の新製品が販売計画を上回りました。これは、高齢化および単身世帯数の増加による労力を節約できる方法を求める世帯のニーズを満たしたためです。海外では、タイおよびマレーシアにおける洗濯洗剤の売上増加に加え、頭痛薬やにきび治療等の薬品を中心としてインバウンド需要が引き続き収益に寄与しています。

■今後の運用方針

株式市場は、12月、大幅に低下して終値を迎えました。米中貿易摩擦等によって引き起こされた感情の悪化に起因して、ほぼ全体にわたって懸念要素が継続しました。日本銀行のETF購入により裏付けられた株式についてさえも同様の株価下落が見られました。PER30倍超で取引されている成長株は、下落が比較的少なかったものの、プラスの絶対収益を達成することができませんでした。不安定な市況が継続することが見込まれますが、ファンダメンタルズに変動はなく、投資運用会社は、日本全体を、売上げおよび収益が増加している市場であるとみなしています。感情の改善後、投資家はインデックスの購入から個別の株式選択に戻ることが考えられ、投資運用会社は、収益成長率の高い会社の価値が最も増加するため、これは成長の活発なファンドにとってよい機会となるであろうと考えています。投資運用会社の投資方針は、ファンダメンタルズを注視し、合理的なPERを有する成長率の高い会社を見極め、投資することです。投資運用会社は、3年間のEPSの予測を利用し、各株式の目標価格に沿ってポートフォリオのポジションの比重を調整していきます。投資運用会社は、企業業績を分析・評価することで、中長期的な利益の向上が期待でき、出来高の成長に基づくEPSの高い伸び率が期待できる企業への投資に重点を置きます。

■第15期(2019年1月1日から2019年12月31日まで)

■投資環境について

政治

国内

第二次安倍政権は2018年末に7年目を迎えました。安倍氏は現在、歴代最長の首相として新記録を樹立しています。5月には、新たな「令和時代」が始まり、トランプ大統領が令和初の国賓として来日しました。6月、日本は議長国として初めてG20首脳会談を主催し、自由貿易の基本原則を確認するとともに、2050年までに海洋プラスチック廃棄物をゼロにすることなどを目標として合意に盛り込みました。第25回参議院選挙は、若年層の低投票率を主な要因として、与党の議席数増という結果となりました。10月の消費増税前には、キャッシュレス決済キャンペーンによって促進された駆け込み需要があり、増税後には反動で消費活動が鈍化したものの、増税の影響は2019年末までに終息しました。12月には、政府は、災害からの復旧および復興ならびに世界経済の減速のリスクに対応するための措置として、26兆円の経済対策を承認しました。

海外

米国において、トランプ大統領は、年初の一般教書演説で「米国の利益を外交の最優先課題とすること」と述べ、結束を呼びかけました。特に中国との間では、これまでに3回にわたり、追加関税が課せられてきましたが、2019年6月の米中首脳会談において、貿易交渉の再開と第四弾の追加関税を当面見送ることで合意した旨両国にて発表されました。その後、両国は、中国が農産物を大量購入するという第1段階の合意に達しました。知的財産権の保護および不法な財産権移転の防止が今後の課題となりうる見込みです。

欧州においては、4月にスペインで総選挙が行われ、移民の規制や難民排斥の動きがみられ極右反欧州連合(EU)勢力が躍進しました。さらに、各国指導者中心の勢力図が衰退していることに起因

してドイツのメルケル首相が2021年の任期満了で辞任する意向を示しました。一方、英国では、ジョンソン首相率いる保守党の下ブレグジットに関する協定案が10月に可決され、英国は2020年1月31日にEUから離脱しました。

中国においては、習近平国家主席が広域経済圏としてアジア、欧州およびアフリカをつなぎ、米国に依存しない経済政策を外交政策の基本とする一帯一路構想を打ち出しています。米国との貿易摩擦では、米国への輸入拡大合意により追加関税が回避されたものの、知的財産権協定の強化や産業補助金政策などの問題で、新たな摩擦が生じる可能性があります。また、香港、台湾およびウイグル自治区については、内政面に留意する必要があります。

経済

国内

2019年の日本の実質国内総生産（GDP）は+0.9%になると見込まれています。対中輸出は、米中摩擦の激化を受けて減少が続いており、機械、産業用ロボットおよび電子部品などの製造業が低迷を続けています。一方、内需は堅調で、10月の消費増税前に需要が急増し、増税後の反動減はあったものの、補正予算で盛り込まれた国土強靱化対策による公共投資などにより堅調に推移し、+0.8%であった2018年のGDPを超える拡大が見込まれています。さらに、労働力不足および政府の職場改革政策を背景に、省力化および自動化技術ならびに2020年東京オリンピックに関連する需要の拡大に対して積極的な資本的支出が見られました。

海外

米国の2019年予測成長率は+2.4%です。年初には米中貿易摩擦の影響で株価が下落しましたが、その後は雇用環境および所得環境の好転や株価の回復により上昇しました。一方、個人消費は、減速傾向にありましたが、2018年の減税の影響もあり、連邦準備理事会（FRB）による3回連続の利下げに支えられました。米中間の貿易摩擦の激化も対中輸出の遅れおよび設備投資の先送りにつながったものの、2019年12月に第1段階合意に達したことや、2020年11月の大統領選挙を控えた政策管理により先行きへの懸念は低下しており、経済成長も期待できます。

欧州では、2019年の成長率は+1.2%と予想されています。2018年半ばから、経済的原動力としてのドイツの役割が縮小し始めました。米中貿易摩擦の影響で対中輸出が減少し、英国のEU離脱による先行きの不透明感から、製造業を中心に設備投資が抑制されました。それにも関わらず、10月の英国のブレグジット合意および米中貿易交渉の進展によりユーロ圏の景気減速は止まると考えられ、イタリアなど雇用環境が改善中の地域を除いては緩やかな成長を見込んでいます。

中国では、2019年には+6.1%の成長が予想されています。中国政府は、米国に依存を続けないため、地方特別目的債の発行、インフラ投資および「一帯一路」の経済圏構想に向けたその他の取組みを加速させるとともに、インフラ投資および固定資産投資を支援する景気刺激策のための政策金融を実施しています。しかしながら、政府の債務削減や電子機器部品の在庫調整の長期化などの影響で設備投資は低迷し、製造業を中心に経済成長は鈍化しました。現在は、米中貿易摩擦の一時的な中断による対米輸出の再開に加えて在庫調整による生産回復の兆しが見られ、景気の回復が見込まれますが、貿易問題に対する懸念が完全には解消されていないことから、今後の進展を注視する必要があります。

国内経済見通し（内閣府）

（単位：％）

	2018年度 実績	2019年度 予想	2020年度 見通し
実質GDP成長率	+0.3	+0.9	+1.4
民間最終消費支出	+0.1	+0.6	+1.0
民間住宅投資	-4.9	+1.5	-1.9
民間企業設備投資	+1.7	+2.2	+2.7
外需寄与度	-0.1	-0.3	-0.1
名目GDP成長率	+0.1	+1.8	+2.1
完全失業率	+2.4	+2.3	+2.3
消費者物価指数・変化率	+0.7	+0.6	+0.8

* 内閣府「平成31年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」

* 総務省「労働力調査」および「消費者物価指数」

世界経済見通し（IMF）

（単位：％）

	2018年	2019年	2020年
世界実質GDP成長率	3.6	3.0	3.4
日本実質GDP成長率	0.8	0.9	0.5
米国実質GDP成長率	2.9	2.4	2.1
ユーロ圏実質GDP成長率	1.9	1.2	1.4
中国実質GDP成長率	6.6	6.1	5.8

* IMF「世界経済見通しアップデート」2019年10月発表

株式市場

2019年1月から12月にかけて、TOPIXは15.2%上昇し、日経平均株価は18.2%上昇しました。日経ジャスダックの中小型株は19.5%上昇し、東証二部指数は16.6%上昇しました。

日本の株式市場は、2019年1月から4月にかけて上昇しました。年初にはアップルの売上高見通しの下方修正を受け円安に転じたものの、米通貨当局による金融政策の転換を受けて反発し、連邦公開市場委員会（FOMC）は、2019年の利上げ見通しを2倍に引き上げ、通貨供給量の削減を停止した9月下旬には穏やかな市況となりました。米中貿易交渉など外交交渉の継続により対中制裁は先送りされ、最終合意に向けた進展が期待されます。2018年第3四半期の国内業績は、自動車および電気機器などの業種では下方修正されたものの、4社に1社の割合で業績を上方修正する見通しです。

2019年5月から8月にかけて、日本の株式市場は下落しました。米国が中国からの2,000億米ドルの輸入に対する関税を10%から25%へ引き上げ、3,000億米ドルに対する第四弾制裁関税の準備を発表したことから、世界的な景気減速への懸念が浮上しました。加えて、米国商務省は中国の通信機器大手ファーウェイに禁輸措置を下しました。6月下旬のG20大阪サミット中に開催された米中会議では、貿易交渉の再開、対中制裁第四弾の延期およびファーウェイの一部製品の販売許可が合意されたものの、8月にトランプ大統領は9月から対中制裁第四弾を発動することを表明し、世界経済への悪影響が再び懸念されるようになり、貿易交渉の再開方針が発表されたにも関わらず、確実に実施されないままでした。連邦準備理事会は、将来における不確実な状況を積極的に予防するため、FOMCにて金利の引下げを決定しました。

日本では、3月末決算の企業の業績が発表されました。純利益は増益が見込まれるものの、純収益は基本的に横ばいで推移すると予想されています。製造業よりも非製造業が堅調で、小売業と不動産

業の業績予想が好調でした。7月には参議院選挙が行われましたが、与党が過半数を維持したため、株式市場の動きはほとんどありませんでした。

2019年9月から12月にかけては、国内の株式市場は上昇しました。米中貿易交渉の進展と第1段階の合意により、世界経済に対する楽観的な見方が出てきました。米国は、12月16日に予定されていた対中制裁第四弾における1,600億米ドル分の関税措置を延期して、1,200億米ドル分の関税を15%から7.5%に引き下げることとし、中国は、知的財産権の強化ならびに農作物、工業製品およびその他の製品の購入拡大に合意しました。また、連邦準備理事会の金利引下げや短期国債の買入れ拡大などの金融緩和策が日本株に追い風となり、同年の年間最高値を付けたほか、米国では株価指数が過去最高の高値を付けました。

日本では、消費税が10%に引き上げられたものの、反応は限定的と史料されました。7月から9月期の国内企業決算では、製造業の年間収益見通しが下方修正されましたが、これらの企業の株価は上昇し、一方、台風災害の影響は限定的でした。

2019年12月30日現在、TOPIXの終値は1,721.36でした。セクター別では、精密機器および電気機器ならびにその他の製品部門が大幅に上昇した一方で、石油および石炭製品、電力、ガスならびに航空輸送部門は下落しました。

■ポートフォリオについて

ファンドは、1株当たりの利益（EPS）成長が市場平均を上回ると見込まれる国内企業に重点投資を行い、個別企業リサーチに基づくボトム・アップ型のアグレッシブ運用を採用しています。そのプロセスは、個々の企業リサーチに基づいており、企業取材を通して今後3年間のEPSを予測し、株価のバリュエーション後、中長期的なキャピタル・ゲインのポテンシャルが高い企業を選定しています。

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド	TOPIX	差異
2019年1月1日～2019年12月31日	-5.0%	15.2%	-20.2%

* 再投資ベース

ポートフォリオ52社の業績変動率は、6.0%の売上増、8.8%の経常利益増、6.3%の純利益増でした。利益率に関しては、経常利益が13.2%、純利益が9.4%であり、いずれもTOPIX全体の数値を上回っています。加えて、ポートフォリオに対する配当性向は32.7%です。

ポートフォリオ構築にあたり、ポートフォリオ・マネジャーは、以下の投資テーマに重点を置きました。

- ①EPSの成長と株価ボラティリティの低さを誇る著名な日本企業
- ②中長期的に高水準な収益成長を達成できる、日本において確固たるビジネスモデルを有している企業
- ③いわゆる第4次産業革命の一環であるIoTと5Gに貢献する、中長期的に収益成長が持続可能な企業
- ④遊休資産の活用や資産形成を支援する企業

全体的なパフォーマンスへの寄与に関しては、株式会社トラストテック（現ビーネックスグループ）およびヒノキヤグループ等は、ファンドの全体的なパフォーマンス不振の要因となりました。今後3年間の業績予想、分析およびデューデリジェンスを通して、以下の会社がパフォーマンスに寄与しました。

光学ガラスの最大手製造会社であるHOYA株式会社（7741）は、北米および欧州を中心に、安定した収益源である主力事業の眼鏡レンズの売上増加が見込まれることから、2021年第3四半期にベトナムで新しい工場を操業することを計画しています。売上の約35%を占める情報通信事業では、EUVおよびその他のアプリケーション向けの高度な製品の開発研究および大量生産の需要を取り込んだ

結果、半導体用マスクブランクスが大きく成長しました。マスクブランクスへの需要は半導体の出荷量ではなくデザイン段階における半導体の注文であるため、EUVおよびその他の技術の発達に伴う高度な製品および需要の増加を見込んでいます。加えて、データセンター向けニアライン製品の売上が増加し、3.5インチ型HDD向けのガラス基板が利益成長に貢献しました。

株式会社アクトコール(6064)は、賃貸住居の入居者を対象とした会員制度ならびに不動産管理会社を対象とした賃料回収および賃料決済サービスを含む、日常的な住宅関連の問題に迅速に対応する緊急サービスを提供しています。

会員数の着実な増加による会費収入の増加に加えて、会計管理などの様々な事業および不動産管理業界を支援する賃貸保証会社を保有しているため、不動産管理会社は、総合的なサポートサービスとしての株式会社アクトコールを容認しています。また、11月には新規不採算事業からの撤退に成功し、収益増を遂げました。

株式会社光通信(9435)は、インターネット回線およびその他の通信回線、携帯電話システム(MVNO)、OA機器代行サービスおよび法人向け電力小売契約、宅配ウォーターサーバーならびに個人向け通信回線などを提供しています。そのビジネスモデルは、営業力を活かした顧客獲得をベースとした継続的な経常収益モデルであり、長期的な収益を生み出すことが期待される幅広い商品をもって、契約顧客数が安定して増加しています。最近では、中小企業向け電力小売事業において、電力取引所からのホールセールの電力調達価格低下も収益増に寄与しています。

株式会社バリューHR(6078)は、契約管理および福利厚生プログラム(健康診断、健康管理など)とあわせて、健康保険組合向けに新規のサポートを行っています。同社は、現在80の健康管理組合と契約していますが、労働者の不足および外部委託の傾向からかかるトレンドに移行する組合数が増加中であり、年間10から15の組合の新規加入を見込んでいます。同社の収益は、新規契約時に発生する付加収益、継続的管理による経常収益および組合加入者の増加により、今後も成長が見込まれています。

■今後の運用方針

12月、株式市場はプラスで引けました。同月中成長株への移行のため資金の大幅なシフトがあり、収益のない配当利回り株および見過ごされていた割安株への資本移動は減少しました。特に、既に高株価収益率で取引されている高成長小型株を中心に買いが入りました。米中貿易交渉は解決の兆しが見え始めているものの、依然として不確実な状況が続いています。中国関連企業は、来年度の業績回復見通しについてまだコメントを出していません。国内需要を中心としたポートフォリオのリスクをコントロールしながら、収益性の高い銘柄を選別する投資プロセスを継続的に実施します。投資運用会社の投資方針は、ファンダメンタルズを注視し、合理的なPERを有する成長率の高い会社を見極め、投資を行うことです。投資運用会社は、企業業績を分析・評価することで、中長期的な利益の向上が期待でき、出来高の成長に基づくEPSの高い伸び率が期待できる企業への投資に重点を置きます。

世界的な新型コロナウイルス(COVID19)情勢は変化し続けており、他に類を見ない状況であることもあり、ポートフォリオ対象企業の市場価格および2020年の財務結果への影響を予測することは極めて困難です。投資運用会社は、問題の深刻さならびにファンドのポートフォリオ対象企業を含む世界経済および世界中の様々なビジネスへの回避不能な重大な影響を軽視するものではありません。

投資運用会社は、かかる状況を決算後の調整不可能な事象とみなしており、ポートフォリオの評価についてCOVID19による調整をしていません。

今後の進展を注意深く監視し、本事業に関する追加の情報およびアップデートにつきましては次回の投資家への報告書にて公表します。

(2) 当期の運用経過および今後の運用方針

■当期の1口当たり純資産価格等の推移について



第15期末の1口当たり純資産価格	
円クラス	6,669円(分配金額:0円)
第16期末の1口当たり純資産価格	
円クラス	6,345円(分配金額:0円)
騰落率	
円クラス	-4.86%

1 口当たり純資産価格の主な変動要因

当期の受益証券1口当たり純資産価格の主な変動要因は、日本の株式市場の総合的な成果であり、特に、ファンドのポートフォリオに含まれる企業の成果です。

(注1) 騰落率は、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ています。以下同じです。なお、ファンドに分配金の支払実績はありません。

(注2) 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3) ファンドにベンチマークは設定されていません。

■分配金について

該当事項ありません。

■投資環境について

政治

国内

2012年に発足した第二次安倍政権は、史上最長となる8年目を迎えました。同政権は、いわゆる「アベノミクス」と呼ばれる大規模な金融緩和に基づく経済政策を継続し、外交を通じて日米同盟を再構築しました。2019年5月に新たな「令和時代」が始まり、7月の第25回参議院選挙では安倍氏の政党が勝利したものの、同氏が主張した憲法改正への支持は弱まりました。また、安倍氏が東京高等検察庁検事長の定年延長や社会保障制度の抜本改革を先送りし、その後新型コロナウイルスの感染の拡大による危機に直面したことも経済に影を落としました。政府は、入国の厳格化や中国への制限に遅れをとりましたが、2月末には即時の学校閉鎖を求め、東京オリンピック・パラリンピックを1年延期しました。その後、4月7日に緊急事態宣言を発令し、5月25日に宣言を解除しましたが、感染拡大が終了したとは言えない状況であり、予断を許しません。安倍氏が持病を理由に退陣した後、菅政権への移行は円滑に進みました。

海外

米国において、大統領選キャンペーンが始まりました。堅調な経済を背景に選挙を進めようとしていたトランプ大統領は、新型コロナウイルスの感染拡大による景気後退に見舞われたものの、中国やWHOなどに感染拡大の責任を転嫁し、両者に対する批判を強めました。初期段階では感染拡大は軽視され、経済活動の再開が優先されていたため、新規感染者数は増加を続けています。5月には、白人警官による黒人男性の暴行死事件を受けた抗議行動に対するトランプ大統領の強硬姿勢が支持率を下げました。

欧州では、3月上旬から5月中旬にかけて新型コロナウイルス感染症が拡大のピークを迎え、各国でロックダウン措置（都市封鎖）がとられました。6月以降、感染拡大は沈静化し、規制も徐々に緩和されました。一方、2020年1月末に正式にEUを離脱した英国は、EUとの間でFTA締結に向けた交渉を開始したものの、新型コロナウイルス感染症の拡大により交渉は妥結していません。

中国では、新型コロナウイルス感染症の拡大に対する習近平氏指導部の初期対応の遅れとその後の大規模な封鎖措置により、急激な景気後退に見舞われました。その後、党支配および世論政策の強化を通じて中国は求心力を維持し、5月に開催された全国人民代表大会（NPC）では、多額の財政刺激策と金融緩和による財政政策を示しました。米国との貿易摩擦については、先端技術の国産化や金融機能の強化により、米国内の反中国世論が長期的に悪化するとの見方が出ています。最後に、中国の社会的秩序や香港の支配強化により、中華人民共和国香港特別行政区国家安全維持法（国家安全法）が成立し、一国二制度の崩壊を懸念する新たな摩擦が生じる可能性があります。

経済

国内

2020年の日本の実質国内総生産（GDP）は-5.3%になると見込まれています。4-6月期の実質GDPは、リーマンショック直後であった2001年1-3月期の-17.8%のマイナス成長を上回る20%以上のマイナス成長となる見通しです。消費は緊急事態宣言の影響を大きく受けて減少しましたが、製造業、車両生産、輸出および工作機械の受注はさらに大幅に減少しています。このような状況の下、政府は、新型コロナウイルス対策手段として、雇用調整助成金の拡充、家賃・住宅給付金の創設を実施し、16兆円を事業費に、3兆円を医療体制強化等に充てる第二次補正予算を編成しており、当初予算および第一次補正予算と合わせると233兆9,000億円とGDP比40%を超える規模です。5月末から景気は緩やかに正常化してきたものの、感染率が再び上昇し、他国の輸入規制の緩和にも時間を要するためインバウンド需要もすぐに回復しないことから、本格的な回復には時間を要するものと考えています。

海外

2020年の米国の実質GDP成長率は-4.3%と予測されています。新型コロナウイルス感染症の影響が顕在化した3月中旬以降、経済活動は厳しく制約され、第一四半期の実質GDPは-5.0%となりました。4月以降は、1-3月期から安定的に推移していた住宅投資が個人消費や設備投資の落ち込みなどにより大幅に減少し、第二四半期の見通しも-30%以上のマイナスとなる見通しです。しかし、3月に創設された中小企業のための給与保護プログラム（PPP）や連邦準備制度理事会による金融緩和および流動性支援等の政策ならびに4月下旬からの経済活動の緩やかな再開が、失業率の悪化を抑えました。加えて、政府は2兆7,000億ドル（GDPの13%）の大規模な経済対策を打ち出し、今後とも更なる支援策を検討するものと見られています。今後、外出規制が緩和され、企業活動の再開により個人消費、住宅投資および設備投資などが上向きになることから、米国は回復が見込まれています。

2020年の欧州の成長率は-8.3%と予測されています。欧州諸国の新型コロナウイルス感染者数は減少傾向にあり、下期には回復し第二四半期に底を打つと予想しています。欧州の多くの国では4月下旬から経済活動が再開されましたが、経済への打撃は厳しく、観光業が重要な南欧諸国を中心に回復の遅れが予想されます。また、大きな損害を被った南欧諸国への支援策として、ドイツやフランスなどが復興基金の創設を提案しましたが、オランダやオーストリアなどの反対で決定に至らず、協議が長引いています。

中国の2020年の成長率は+1.9%と予想されています。新型コロナウイルスの感染拡大の影響を最初に受けたのは中国経済であり、第一四半期の実質GDPは-6.8%の減少で、四半期ベースで初めてマイナス成長となりましたが、効果的な新型コロナウイルス対策により感染症の陽性率は低下し、3月以降経済は回復を続けています。5月には、当初感染拡大の中心であった武漢市の封鎖解除にともない、NPCは企業の雇用創出を目的として月末に財政・金融政策を展開し、企業活動は正常化しました。しかし、6月上旬に再度新型コロナウイルスの感染拡大が確認され、感染第二波の拡大への懸念から、北京、上海等において検疫、移動等の規制が強化されました。また、中国が香港国家安全法を制定したことを受けて、米国と中国の間に新たな軋轢を生じる可能性もあり、注視する必要があります。

世界経済見通し（IMF）

（単位：％）

	2019年	2020年	2021年
世界実質GDP成長率	2.8	-4.4	5.2
日本実質GDP成長率	0.7	-5.3	2.3
米国実質GDP成長率	2.2	-4.3	3.1
ユーロ圏実質GDP成長率	1.3	-8.3	5.2
中国実質GDP成長率	6.1	1.9	8.2

* IMF「世界経済見通しアップデート」 2020年10月発表

株式市場

2020年1月から9月にかけて、TOPIXは9.4%下落し、日経平均株価は5.8%下落しました。中小型株は値下がりし、日経ジャスダックは10.3%下降し、東証二部指数は9.3%下降しました。

日本の株式市場は、2020年1月から3月にかけて下落しました。新型コロナウイルスの感染が各国に拡大により株式市場は急落しました。

米中貿易交渉の第一段階の妥結による米中関係改善への期待を背景に、株式市場は堅調に推移したものの、1月下旬から新型コロナウイルス感染症の感染が拡大し始め正月の訪日外国人消費の喪失などの悪影響への懸念から、国内の株式市場は下落しました。中国では、2月上旬の旧正月の移動予測とあわせて国内の生産活動の低迷が懸念されたものの、財政政策や金融緩和を通じて中国政府が対応することが予想されていましたが、2月下旬から3月にかけて、感染症は韓国、イタリア、イラン、欧州、米国へと拡大し、各国による外出禁止令の発令や都市封鎖など、世界経済への悪影響が懸念さ

れ世界市場は急落しました。米連邦準備理事会は二度の緊急利下げで政策金利をゼロに引き下げました。ホワイトハウスは国家非常事態を宣言し、議会は200兆円の経済対策を承認しました。一方、原油市場では需要が大幅に落ち込み、OPECプラスにおける減産交渉が行われたものの決裂に終わり、サウジアラビアが4月以降の増産を検討した結果、原油価格の暴落が起こり、株式市場にとっては一層の痛手となりました。

日本では感染者が増え続け、3月の最終週には7都府県が週末の外出自粛を要請し、東京オリンピックは延期されました。一部の国内企業は、2020年3月31日終了事業年度の業績予想を下方修正し、翌事業年度末まで予断を許さない状況です。

日本株式市場は、2020年4月から9月にかけて上昇しました。

欧米の活動制限緩和の動きに伴い、景気回復への期待から国内外の株式市場が上昇しました。日本では、4月に発令された非常事態宣言が5月に解除され、6月には旅行制限と就労制限が解除されたことで大幅な景気減速への懸念が緩和され、国内株式市場も持ち直しました。これには、米国におけるハイテク企業の好調な業績、治療薬レムデシビルへの期待、そして米国のバイオテクノロジー企業モデルナのワクチンが第1相臨床試験で有望な結果を得たという報告も助けになりました。一方、米国政府が特惠待遇の廃止、商務省の禁輸措置強化による制裁、香港における中国の国家安全法の制定などにより米中対立が激化したため、株式市場への影響は限定的なものとなりました。

国内企業の60%弱がTOPIXベースで業績予想を公表しており、公表ベースでは減益を予想していました。6月には、業績見通しを発表する企業もありました。これが企業が新型コロナウイルスに対処できることを示すものであるのか、今後を見届けます。

2020年9月30日現在、TOPIXの終値は1,625.49でした。業種別では、医薬品および情報通信が上昇した一方で、鉱工業、航空および鉄鋼は下落しました。

■ポートフォリオについて

ファンドは、1株当たりの利益（EPS）成長が市場平均を上回ると見込まれる国内企業に重点投資を行い、個別企業リサーチに基づくボトム・アップ型のアグレッシブ運用を採用しています。そのプロセスは、個々の企業リサーチに基づいており、企業取材を通して今後3年間のEPSを予測し、株価のバリュエーション後、中長期的なキャピタル・ゲインのポテンシャルが高い企業を選定しています。

	ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド	TOPIX	差異
2019年12月～2020年9月	-3.45%	-4.35%	+0.90%

2020年9月30日現在、2021年3月31日に終了する会計年度の2,736社の予想は、経常利益-29.2%、当期純利益-26.5%、配当金総額-17.3%です。

ポートフォリオの中核企業は以下のとおりです。

- ① 中長期的に高水準な収益成長を達成できる、日本において確固たるビジネスモデルを有している企業
- ② いわゆる第4次産業革命の一環であるIoTと5Gハードウェアおよびソフトウェア分野に貢献する、中長期的に収益成長が持続可能な企業
- ③ 人材と事業をタイムリーに最適化し、成長を続ける企業
- ④ EPSの成長と株価ボラティリティの低さを誇る著名な日本企業
- ⑤ 遊休資産の活用や資産形成を支援する企業

ファンド全体は下落したものの、分析およびデューデリジェンスを通して、以下の会社がパフォーマンスに寄与しました。

株式会社オービック（4684）は、国内企業にERP（エンタープライズ・リソース・プランニング）を導入することで、顧客基盤を急速に拡大しています。オービックは、年間売上高100億円から

1,000億円の中堅企業を対象としており、市場占拠率ではナンバーワンです。業界他社とは異なり、オービックは提案から信頼性の高いシステムの完成まで顧客をサポートするとの評価を得ることで、提案、システムの構築、システム・サポート・サービス、保守のワンストップ・ロケーションとなっており、顧客数を増やしています。さらに、インストール後の経常収益が増加しており、コロナ禍でも安定したビジネス・モデルを構築することができています。また、近年の新規プロジェクトの約90%がクラウド・ベースのシステムの導入であるため、オービックはサポート・サービスを効率的に実行することができ、利益率が向上しています。既存の顧客をクラウドに移行させることで、リカーリング・ビジネスの生産性が中長期的にさらに向上することが期待されます。

株式会社カプコン（9697）は、国内のみならず世界的にもインフルエンサーとして評価されている家庭用ゲームソフト会社です。従来の量販店でのパッケージ販売に加え、ダウンロード販売でデジタル販売先を強化する戦略にも成功しています。これらの取り組みにより、（1）物流コストの削減、（2）中古市場における値崩れ防止に成功し価格決定力を獲得、（3）3つの主要なコンソールメーカーの販売に限定されていた70カ国を超えて、パソコンのデジタルダウンロード販売により、世界200カ国に販路を拡大しました。開発から2年以上が経過し費用が全額償却されているため、同社はタイトルのダウンロード販売でほぼ全額の収益性を達成することができます。当期中に未発売のタイトルは新年度に発売する予定であり、引き続き売上高とEPSの成長が見込まれます。また、5Gの普及に伴い、高品質なアクションゲームをはじめとするカプコン製品はスマートフォンでもスムーズに遊べるようになり、また過去のタイトルや新作タイトルの収益機会が拡大していることから、安定的なEPS成長が期待できるためウエイトを高めてきました。

■投資の対象とする有価証券の主な銘柄

当期末現在、有価証券等の組入れはなく、該当事項はありません。

■今後の運用方針

該当事項はありません。

(3) 費用の明細

項目	項目の概要	
管理報酬	ファンドの純資産価額の1億ユーロ以下の部分については、純資産価額の0.09% ファンドの純資産価額の1億ユーロを超えて2億5,000万ユーロ以下の部分については、純資産価額の0.05% ファンドの純資産価額の2億5,000万ユーロを超える部分については、純資産価額の0.03% (最低年間報酬：72,000ユーロ)	信託証書に定める管理会社としての業務の対価として、管理会社に支払われます。
受託会社の報酬	①純資産価額の年率0.02% ②一証券取引について、25米ドル	ファンドの資産の保管業務等の受託業務の対価として、受託会社に支払われます。
投資運用会社の年間報酬	純資産価額の年率0.995%	投資運用契約に基づく投資運用業務の対価として、投資運用会社に支払われます。
成功報酬	受益証券1口当たり純資産価格が最高水準値を超えた額の10%相当	成功報酬は、投資運用会社と販売会社に支払われます。 (注) 成功報酬の50%は投資運用会社が受領し、残りの50%は当該受益証券を販売した販売会社が受領します。
管理事務代行報酬	ファンドの純資産価額の2億5,000万米ドル以下の部分については、純資産価額の0.05% ファンドの純資産価額の2億5,000万米ドルを超えて5億米ドル以下の部分については、純資産価額の0.04% ファンドの純資産価額の5億米ドルを超えて10億米ドル以下の部分については、純資産価額の0.03% ファンドの純資産価額の10億米ドルを超える部分については、純資産価額の0.015% ただし、当該報酬は、ファンドの純資産価額の0.05%を超えない (最低年間報酬：60,000米ドル)	ファンドの純資産総額、1口当たりの純資産価格の計算等の日々の管理事務代行業務の対価として、管理事務代行会社に支払われます。
販売報酬	純資産価額の年率0.395%	受益証券販売・買戻契約に基づき、ファンド証券の販売・買戻業務の対価として、販売会社に支払われます。
代行協会員報酬	純資産価額の年率0.10%	目論見書の配布の手配、1口当たり純資産価格の公表、トラストに関する文書の配布、およびこれらに付随する業務の対価として、代行協会員に支払われます。
その他の費用(当期)	1.671%	ファンドの設立に係る専門家による業務等ならびに弁護士に支払う開示書類の作成・届出業務等および監査人等に支払う監査業務等の役務の対価として支払われます。

(注) 各報酬については、目論見書に定められている純資産価額に対する料率を記しています。「その他の費用(当期)」には運用状況等により変動するものや実費となる費用が含まれます。便宜上、当期のその他の費用の金額をファンドの当期末の純資産総額で除して100を乗じた比率を表示していますが、実際の比率とは異なります。

Ⅱ. 直近10期の運用実績

(1) 純資産の推移

下記の各会計年度末および2020年1月1日から2020年9月末日までの期間における各月末の純資産の推移は、以下のとおりです。

	純資産価額 (円)	1口当たりの純資産価格	
第7会計年度末 (2011年12月末日)	1,073,331,773	円クラス 米ドルクラス	3,333円 43.06米ドル (4,556円)
第8会計年度末 (2012年12月末日)	960,093,431	円クラス 米ドルクラス	3,750円 43.53米ドル (4,605円)
第9会計年度末 (2013年12月末日)	1,353,751,238	円クラス 米ドルクラス	6,153円 58.47米ドル (6,186円)
第10会計年度末 (2014年12月末日)	1,392,271,782	円クラス 米ドルクラス	6,759円 56.56米ドル (5,984円)
第11会計年度末 (2015年12月末日)	1,293,771,783	円クラス 米ドルクラス	6,882円 —
第12会計年度末 (2016年12月末日)	1,245,692,593	円クラス 米ドルクラス	7,159円 —
第13会計年度末 (2017年12月末日)	1,096,962,734	円クラス 米ドルクラス	10,252円 —
第14会計年度末 (2018年12月末日)	540,624,567	円クラス 米ドルクラス	7,021円 —
第15会計年度末 (2019年12月末日)	480,148,505	円クラス 米ドルクラス	6,669円 —
第16会計年度末 (2020年9月末日)	444,170,654	円クラス 米ドルクラス	6,334円 —
2020年1月末日	456,057,470	円クラス	6,334円
2月末日	395,049,969	円クラス	5,487円
3月末日	380,227,224	円クラス	5,281円
4月末日	392,971,920	円クラス	5,458円
5月末日	424,493,419	円クラス	5,896円
6月末日	430,582,259	円クラス	5,980円
7月末日	429,468,937	円クラス	5,965円
8月末日	429,355,611	円クラス	6,134円
9月末日	444,170,654	円クラス	6,345円

(注1) 米ドルクラス証券は2006年2月22日に運用が開始され、第11会計年度中の2015年11月30日に終了しました。

(注2) 上記の1口当たり純資産価格および純資産価額は、投資者が購入または買い戻すことができる1口当たりの純資産価格またはこれを算出するための価額であり、財務書類に記載されている1口当たり純資産価格および純資産価額とは用いられている評価原則が異なるため、一致しない場合があります。

(注3) ファンドは円建のため、米ドルクラスの1口当たりの純資産価格は、財務書類では円建で表示されていますが、申込価格・買戻価格の基になる受益証券1口当たり純資産価格は米ドル建の

ため、本「運用実績」においては、米ドル建てで表示しています。また、投資者が実際に購入または買い戻すことができる1口当たりの純資産価格と一致しない場合があります。

(2) 分配の推移

① 円クラス証券

該当事項ありません。

② 米ドルクラス証券

該当事項ありません。

(3) 販売及び買戻しの実績

下記の各会計年度における各クラスの販売および買戻しの実績ならびに下記の各会計年度末現在の各クラス発行済口数は、以下のとおりです。

(a) 円クラス証券

	販売口数		買戻口数		発行済口数	
		本邦内における販売口数		本邦内における買戻口数		本邦内における発行済口数
第7会計年度	0	0	49,000	49,000	320,000	320,000
第8会計年度	0	0	70,000	70,000	250,000	250,000
第9会計年度	2,000	2,000	36,000	36,000	216,000	216,000
第10会計年度	0	0	12,000	12,000	204,000	204,000
第11会計年度	0	0	16,000	16,000	188,000	188,000
第12会計年度	0	0	14,000	14,000	174,000	174,000
第13会計年度	0	0	67,000	67,000	107,000	107,000
第14会計年度	0	0	30,000	30,000	77,000	77,000
第15会計年度	0	0	5,000	5,000	72,000	72,000
第16会計年度	0	0	2,000	2,000	70,000	70,000

(b) 米ドルクラス証券

	販売口数		買戻口数		発行済口数	
		本邦内における販売口数		本邦内における買戻口数		本邦内における発行済口数
第7会計年度	0	0	0	0	2,000	2,000
第8会計年度	0	0	0	0	2,000	2,000
第9会計年度	0	0	0	0	2,000	2,000
第10会計年度	0	0	0	0	2,000	2,000
第11会計年度	0	0	2,000	2,000	0	0

(注) 米ドルクラス証券は2006年2月22日に運用が開始され、第11会計年度中の2015年11月30日に終了しました。

Ⅲ. 純資産額計算書

(2020年9月末日現在)

I 資産総額		444,170,654円
II 負債総額		0円
III 純資産価額 (I - II)		444,170,654円
IV 発行済口数	円クラス	70,000口
V 1口当たり純資産価格	円クラス	6,345円

(注) 上記は、公表価格 (2020年9月30日) に基づいた数値です。

IV. ファンドの経理状況

- a. ファンドの直近2会計年度の日本文の財務書類は、アイルランドにおける法令に準拠して作成された原文（英文）の財務書類を日本語に翻訳したものである。これは「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」に基づき、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」第131条第5項ただし書の規定の適用によるものである。
- b. ファンドの原文（英文）の財務書類は、外国監査法人等（公認会計士法（昭和23年法律第103号）第1条の3第7項に規定する外国監査法人等をいう。）であるデロイトから監査証明に相当すると認められる証明を受けており、当該監査証明に相当すると認められる証明に係る監査報告書に相当するもの（訳文を含む。）が当該財務書類に添付されている。
- c. ファンドの原文（英文）の財務書類は日本円で表示されている。

ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンドの 受益者に対する独立監査報告書

財務書類の監査に関する報告

ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド（「ファンド」）の財務書類に対する意見

我々は、ファンドの本財務書類について、

- ・2020年9月30日現在のファンドの資産、負債および財政状態ならびに同日に終了した会計期間中の結果を、真実かつ公正に表示しており、かつ
- ・関連する財務報告枠組み、適用ある規則および信託証書の定めに従って適正に作成されているものと認める。

我々が監査した本財務書類は、以下により構成されている。

- ・包括利益計算書
- ・財政状態計算書
- ・資本変動計算書
- ・キャッシュ・フロー計算書
- ・関連する注記1乃至22（注記1に定められる重要な会計方針の要約を含む。）

これらの作成に適用された関連する財務報告枠組みは、欧州連合により採択されている国際財務報告基準（IFRS）である（「財務報告枠組み」）。

これらの作成に適用された適用ある規則は、1990年ユニット・トラスト法、2013年欧州連合（オルタナティブ投資ファンド運用者）規則（改正済）および委員会委任規則（EU）No. 231/2013である（「適用規則」）。

意見の基礎

我々は、国際監査基準（アイルランド）（ISA（アイルランド））および適用ある法令に準拠して監査を行った。当該基準に基づく我々の責任は、本報告書の下記「財務書類の監査に対する監査人の責任」で説明する。

我々は、アイルランドにおける我々の本財務書類の監査に関連する倫理要件（アイルランド監査・会計監督機関が発行する倫理基準を含む。）に従ってファンドから独立しており、我々は、当該要件に従ってその他の倫理上の責任を果たした。我々は、我々が入手した監査証拠が、我々の意見の基礎となるに十分かつ適切であると確信している。

事項の強調 — 継続企業の前提とは異なる前提に基づいて作成された財務書類

未修正財務諸表に対する意見を形成するにあたり、我々は、財務書類が継続事業の前提とは異なる前提に基づいて作成されていることを説明する財務書類注記1に記載された開示の妥当性を検討した。

その他の情報

その他の情報については、管理会社が責任を負う。その他の情報は、本財務書類および付属する我々の監査報告書を除く、年次報告書および監査済償還財務書類中の情報を含む。本財務書類についての我々の意見は、その他の情報を対象とせず、我々の報告書に別段の明示的な記載がある場合を除き、その他の情報についてのいかなる形式の保証または結論も表明するものではない。

本財務書類の監査に関連する我々の責務は、その他の情報を精読し、当該情報と本財務書類または本監査により我々が得た情報との間の著しい矛盾の有無、または重要な虚偽記載の有無を検討することである。我々がかかる著しい矛盾または重要な虚偽記載とみられるものを認識した場合、我々は、重要な虚偽記載が本財務書類中にあるか、またはその他の情報中にあるか判断することを求められている。我々が行った監査に基づき、当該その他の情報に重要な虚偽記載があると結論づけた場合、我々は当該事実を報告する必要がある。

この点につき、我々が報告すべき事項はない。

本財務書類に対する管理会社の責任

管理会社は、関連する財務報告書枠組みに準拠して本財務書類のを成および適正に表示すること、ならびに不正によるか誤謬によるかを問わず、重要な虚偽記載のない財務書類の作成を可能にするために必要であると管理会社が判断する内部統制について責任を負っている。

財務書類の作成において、管理会社は、継続事業としてのファンドの存続能力の評価、継続事業に関連する事項の開示（該当する場合）および継続事業の前提による会計処理の実施について責任を負う。ただし、管理会社がファンドを清算もしくはその業務を停止する意図を有する場合、またはそれ以外の現実的な代替方法がない場合はこの限りではない。

財務書類の監査に対する監査人の責任

我々の目的は、不正によるか誤謬によるかを問わず、全体として財務書類に重要な虚偽記載がないかどうかについての合理的な確証を得て、我々の意見を含む監査報告書を発行することにある。合理的な確証は、高い水準の確証であるが、I S A（アイルランド）に準拠して行われた監査が、存在するすべての重要な虚偽記載を常に発見することを確約するものではない。虚偽記載は、不正または誤謬から発生する可能性があり、個別にまたは全体として、本財務書類に基づく利用者の経済的意思決定に影響を与えると合理的に見込まれる場合に、重要性があると判断される。

I S A（アイルランド）に準拠した監査の一環として、我々は、監査を通じて職業的専門家としての判断を行使し、職業的専門家としての懐疑心を保持する。我々は、以下の事項も実施する。

- ・不正によるか誤謬によるかを問わず、本財務書類上の重要な虚偽記載のリスクを識別、評価し、当該リスクに対応した監査手続を立案、実施し、我々の意見の基礎となるに十分かつ適切な監査証拠を入手する。不正による重要な虚偽記載を発見できないリスクは、誤謬による当該リスクよりも高くなる。これは、不正には、共謀、文書の偽造、意図的な除外、虚偽の言明または内部統制の無効化が伴うことがあるためである。
- ・状況に照らして適切である監査手続を策定するため、監査に関する内部統制を理解する。ただし、これはファンドの内部統制の有効性について意見を表明するために行うものではない。
- ・管理会社が採用した会計方針の適切性ならびに管理会社が行った会計上の見積りおよび関連する開示の合理性について評価する。
- ・管理会社が継続事業を前提とした会計処理を実施したことの適切性について、また、入手した監査証拠に基づき、ファンドの継続事業としての存続能力に重要な疑義を生じさせるような事由または状況に関して重要な不確実性が存在するか否かについて結論を下す。我々は、重要な不確実性が存在するとの結論に至った場合、我々の監査報告書において、財務書類の関連する開示を参照するよう促すか、または当該開示が不十分な場合には、我々の意見を修正することが要求される。我々の結論は、本監査報告書の日付までに入手した監査証拠に基づいている。しかしながら、将来の事由または状況を要因として企業（または該当する場合にはグループ）が継続事業として存続しなくなることがある。
- ・本財務書類の全体的な表示、構成および内容（開示を含む。）ならびに本財務書類が基礎となる取引および事由を適正に表示する方法で表明しているかを評価する。

我々は、ガバナンスの責任者と、特に、計画した監査の範囲およびその実施時期ならびに監査上の重要な発見事項（監査の過程で監査人が識別した内部統制の重要な不備を含む。）に関して協議する。

本報告書は、適用規則および信託証書の定めに従って、ファンドの受益者全体のためにのみ作成されている。我々の監査業務は、我々が監査報告書においてファンドの受益者に対して述べる必要のある事項をファンドの受益者に対して述べるように行われており、それ以外の目的では行われていない。法令で許可されている最大限の範囲において、我々は、我々の監査業務、本報告書または我々が形成した意見について、ファンドおよびファンドの受益者全体以外の者に対して責任を受諾せず、また負うことがない。

その他の法的小よび規制上の要件に関する報告

適用規則に規定されるその他の事項に対する意見

監査の過程で行われた業務のみに基づき、我々は、以下のとおり報告する。

- ・我々は、我々が監査目的上必要と考える情報および説明をすべて入手した。
- ・我々は、ファンドの会計帳簿が本財務書類を容易かつ正確に監査するために十分であったことを認める。
- ・本財務書類は、会計帳簿と一致している。

[署名]

クリスチャン・マクマナス

勅許会計士兼監査法人である

デロイト・アイルランド・エルエルピーを代表して

ダブリン2、アールズフォート・テラス、デロイト・アンド・トウシュ・ハウス

日付：2021年1月21日

INDEPENDENT AUDITOR'S REPORT TO THE UNITHOLDERS OF YUKI MIZUHO JAPAN DYNAMIC GROWTH FUND

Report on the audit of the financial statements

Opinion on the financial statements of Yuki Mizuho Japan Dynamic Growth Fund (the 'Fund')

In our opinion the Fund's financial statements:

- give a true and fair view of the assets, liabilities and financial position of the Fund as at 30 September 2020 and of the results for the financial period then ended; and
- have been properly prepared in accordance with the relevant financial reporting framework, the applicable Regulations and the provisions of the Trust Deed.

The financial statements we have audited comprise:

- the Statement of Comprehensive Income;
- the Statement of Financial Position;
- the Statement of Changes in Equity;
- the Statement of Cash Flows; and
- the related notes 1 to 22, including a summary of significant accounting policies as set out in note 1.

The relevant financial reporting framework that has been applied in their preparation is International Financial Reporting Standards (IFRS) as adopted by the European Union ("the relevant financial reporting framework").

The applicable regulations that have been applied in their preparation is the Unit Trusts Act, 1990 and the European Union (Alternative Investment Fund Managers) Regulations 2013 (as amended) and the Commission Delegated Regulation (EU) No.231/2013 ("the applicable Regulations").

Basis for opinion

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (Ireland) (ISAs (Ireland)) and applicable law. Our responsibilities under those standards are described below in the "Auditor's responsibilities for the audit of the financial statements" section of our report.

We are independent of the Fund in accordance with the ethical requirements that are relevant to our audit of the financial statements in Ireland, including the Ethical Standard issued by the Irish Auditing and Accounting Supervisory Authority, and we have fulfilled our other ethical responsibilities in accordance with these requirements. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

Emphasis of matter – Financial statements prepared on a basis other than that of going concern

In forming our opinion on the financial statements, which is not modified, we have considered the adequacy of the disclosure made in note 1 to the financial statements, which explains that the financial statements have been prepared on a basis other than that of a going concern.

Other information

The Manager is responsible for the other information. The other information comprises the information included in the Annual Report and Audited Termination Financial Statements other than the financial statements and our auditor's report thereon. Our opinion on the financial statements does not cover the other information and, except to the extent otherwise explicitly stated in our report, we do not express any form of assurance conclusion thereon.

Continued on next page/

/Continued from previous page

INDEPENDENT AUDITOR'S REPORT TO THE UNITHOLDERS OF YUKI MIZUHO JAPAN DYNAMIC GROWTH FUND

In connection with our audit of the financial statements, our responsibility is to read the other information and, in doing so, consider whether the other information is materially inconsistent with the financial statements or our knowledge obtained in the audit or otherwise appears to be materially misstated. If we identify such material inconsistencies or apparent material misstatements, we are required to determine whether there is a material misstatement in the financial statements or a material misstatement of the other information. If, based on the work we have performed, we conclude that there is a material misstatement of this other information, we are required to report that fact.

We have nothing to report in this regard.

Responsibilities of the Manager for the financial statements

The Manager is responsible for the preparation and fair presentation of the financial statements in accordance with the relevant financial reporting framework, and for such internal control as the Manager determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

In preparing the financial statements, the Manager is responsible for assessing the Fund's ability to continue as a going concern, disclosing, as applicable, matters related to going concern and using the going concern basis of accounting unless the Manager either intend to liquidate the Fund or to cease operations, or have no realistic alternative but to do so

Auditor's responsibilities for the audit of the financial statements

Our objectives are to obtain reasonable assurance about whether the financial statements as a whole are free from material misstatement, whether due to fraud or error, and to issue an auditor's report that includes our opinion. Reasonable assurance is a high level of assurance, but is not a guarantee that an audit conducted in accordance with ISAs (Ireland) will always detect a material misstatement when it exists. Misstatements can arise from fraud or error and are considered material if, individually or in the aggregate, they could reasonably be expected to influence the economic decisions of users taken on the basis of these financial statements.

As part of an audit in accordance with ISAs (Ireland), we exercise professional judgment and maintain professional scepticism throughout the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error, as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the Fund's internal control.
- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by the Manager.

Continued on next page/

/Continued from previous page

INDEPENDENT AUDITOR'S REPORT TO THE UNITHOLDERS OF YUKI MIZUHO JAPAN DYNAMIC GROWTH FUND

- Conclude on the appropriateness of the Manager's use of the going concern basis of accounting and, based on the audit evidence obtained, whether a material uncertainty exists related to events or conditions that may cast significant doubt on the Fund's ability to continue as a going concern. If we conclude that a material uncertainty exists, we are required to draw attention in our auditor's report to the related disclosures in the financial statements or, if such disclosures are inadequate, to modify our opinion. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of the auditor's report. However, future events or conditions may cause the entity (or where relevant, the group) to cease to continue as a going concern.
- Evaluate the overall presentation, structure and content of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that achieves fair presentation.

We communicate with those charged with governance regarding, among other matters, the planned scope and timing of the audit and significant audit findings, including any significant deficiencies in internal control that the auditor identifies during the audit.

This report is made solely to the Fund's unitholders, as a body, in accordance with the applicable Regulations and the provisions of the Trust Deed. Our audit work has been undertaken so that we might state to the Fund's unitholders those matters we are required to state to them in an auditor's report and for no other purpose. To the fullest extent permitted by law, we do not accept or assume responsibility to anyone other than the Fund and the Fund's unitholders as a body, for our audit work, for this report, or for the opinions we have formed.

Report on other legal and regulatory requirements

Opinion on other matters prescribed by the applicable Regulations

Based solely on the work undertaken in the course of the audit, we report that:

- We have obtained all the information and explanations which we consider necessary for the purposes of our audit.
- In our opinion the accounting records of the Fund were sufficient to permit the financial statements to be readily and properly audited.
- The financial statements are in agreement with the accounting records.



Christian MacManus
For and on behalf of Deloitte Ireland LLP
Chartered Accountants and Statutory Audit Firm
Deloitte & Touche House, Earlsfort Terrace, Dublin 2

Date: 21 January 2021

1 財務諸表

(1) 貸借対照表

ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド（償還ベース）

財政状態計算書

		2020年9月30日* 日本円	2019年12月31日 日本円
	注記		
流動資産			
損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産		—	455,165,800
債権	8	89,760	1,280,441
現金および現金等価物	9	467,828,397	46,943,682
流動資産合計		467,918,157	503,389,923
流動負債			
債務（1会計年度以内に期日が到来する額）	10	(467,918,157)	(23,242,245)
買戻可能参加受益者に帰属する純資産		—	480,147,678

添付の注記は本財務書類と不可分のものである。

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

管理会社の取締役会を代表して

[署名]

ニール・クリフォード

[署名]

デニス・マリー

2021年1月19日

(2) 損益計算書

ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド（償還ベース）
包括利益計算書

		2020年1月1日から 2020年9月30日までの 会計期間* 日本円	2019年12月31日 終了会計年度 日本円
損益計算書を通じて公正価値で測定する 金融資産にかかる純利益	注記 1、5	2,782,671	15,827,568
総収益	6	3,210,830	8,019,299
投資有価証券にかかる利益合計		5,993,501	23,846,867
運用費用	7	(29,443,093)	(48,933,053)
当会計期間／年度純損失		(23,449,592)	(25,086,186)
<i>金融費用</i>			
支払利息		(115,951)	(147,241)
税金控除前運用損失		(23,565,543)	(25,233,427)
控除：源泉徴収税	4	(482,308)	(1,191,635)
源泉徴収税控除後当会計期間／年度損失		(24,047,851)	(26,425,062)
運用による買戻可能参加受益者に帰属する 純資産の純減少		(24,047,851)	(26,425,062)

すべての金額は停止した運用からのみ生じた。本包括利益計算書に計上されている以外に、認識された損益はない。

添付の注記は本財務書類と不可分のものである。

本財務書類に含まれる比較情報は2019年12月31日に終了した会計年度の情報であり、2020年1月1日から2020年9月30日までの当期間の長さに対応していない。

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド（償還ベース）
資本変動計算書

		2020年1月1日から 2020年9月30日までの 会計期間* 日本円	2019年12月31日 終了会計年度 日本円
	注記		
期首現在買戻可能参加受益者に帰属する純資産		480,147,678	540,623,740
<hr/>			
買戻可能参加受益証券の売買による変動			
買戻可能参加受益証券買戻支払額	2	(456,099,827)	(34,051,000)
		(456,099,827)	(34,051,000)
<hr/>			
運用による買戻可能参加受益者に帰属する 純資産の純減少		(24,047,851)	(26,425,062)
<hr/>			
期末現在買戻可能参加受益者に帰属する純資産		—	480,147,678
<hr/> <hr/>			

添付の注記は本財務書類と不可分のものである。

本財務書類に含まれる比較情報は2019年12月31日に終了した会計年度の情報であり、2020年1月1日から2020年9月30日までの当期間の長さに対応していない。

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド（償還ベース）
キャッシュ・フロー計算書

	2020年1月1日から 2020年9月30日までの 会計期間* 日本円	2019年12月31日 終了会計年度 日本円
運用活動からのキャッシュ・フロー		
運用による買戻可能参加受益者に帰属する 純資産の純減少	(24,047,851)	(26,425,062)
調整：		
損益計算書を通じて公正価値で測定する 金融資産にかかる純増加	455,165,800	65,355,700
債権の減少	1,190,681	9,847,675
債務の増加／（減少）	506,085	(2,000,704)
運用活動からのキャッシュ・フロー	456,862,566	73,202,671
資金調達活動からのキャッシュ・フロー		
買戻可能参加受益証券の買戻し	(11,930,000)	(34,051,000)
資金調達活動に使用された現金純額	(11,930,000)	(34,051,000)
当会計期間／年度現金および現金等価物の変動	420,884,715	12,726,609
当期首現在現金および現金等価物	46,943,682	34,217,073
当期末現在現金および現金等価物	467,828,397	46,943,682
補足情報		
受取配当	3,494,279	8,833,529
支払税金	(482,308)	(1,191,635)
支払利息	(115,951)	(147,241)

添付の注記は本財務書類と不可分のものである。

本財務書類に含まれる比較情報は2019年12月31日に終了した会計年度の情報であり、2020年1月1日から2020年9月30日までの当期間の長さに対応していない。

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンド（償還ベース）

財務書類に対する注記

2020年1月1日から2020年9月30日までの会計期間

1. 重要な会計方針

財務書類の作成において採用された主要な会計方針および推定方法は、以下に記載されている。かかる方針は、別途記載がない限り、すべての表示された会計期間／年度を通じ一貫して採用されている。

作成の基礎

2020年1月1日から2020年9月30日までの会計期間に関する本償還財務書類は、欧州連合により採択されている国際財務報告基準（「IFRS」）、1990年ユニット・トラスト法およびアイルランド中央銀行のオルタナティブ投資ファンド（「AIF」）ルールブックに従って償還ベースで作成されている。ファンドが償還されているため、財務書類は通年で作成されていない。当会計期間の財務書類は1年未満の期間について作成されており、前期間は通年を対象としているため、財務書類に表示されている金額を完全に比較することはできない。2020年8月20日、オルタナティブ投資ファンド運用者であるカーネ・グローバル・ファンド・マネージャーズ（アイルランド）リミテッド（「管理会社」）は、ファンドはもはや存続できないとして、ファンドの償還を決定した。2020年9月30日に受益者へ通知され、ファンドのすべての受益証券を完全に償還し、ファンドはその運用を停止した。

これに従い、2020年1月1日から2020年9月30日までの会計期間の財務書類が償還ベースで作成されており、すべての資産は推定純実現価額で表示され、負債は契約上の決済価額で表示される。本財務書類の作成日現在、ファンドの清算に要する見積り費用は5,299,750円である。

2020年1月1日以降に開始する会計期間について効力を有する公表済み新会計基準、改正および解釈

国際会計基準第1号および国際会計基準第8号の改訂

国際会計基準審議会は、国際会計基準第1号「財務諸表の表示」および国際会計基準第8号「会計方針、会計上の見積りの変更及び誤謬」を改正したが、かかる改正は、国際財務報告基準および財務報告に関する概念フレームワーク全体を通して、重要性について整合性のある定義を使用し、情報が重要である場合を明確にし、重要性の低い情報に関する国際会計基準第1号のガイダンスの一部を取り入れている。

改正は、以下の点を特に明確にしている。

- ・ 不明瞭な情報への言及は、かかる情報の省略および虚偽記載と同様の影響を与える状況に対応するものであり、事業体は、財務書類全体の文脈において重要性を評価するものであること。
- ・ これらの財務書類が対象とする「一般目的財務書類の主要な利用者」の意味を必要な財務情報の多くを一般目的財務書類に依存しなければならない「既存および潜在的な投資家、貸手ならびにその他の債権者」として定義する。

かかる改正は、2020年1月1日以降に開始する年次報告期間について効力を有する。ファンドの評価に基づき、かかる改正は、ファンドの財務書類に重要な影響を及ぼすものではない。

財務報告に関する概念フレームワークの改訂版

国際会計基準審議会は、基準設定の決定に直ちに適用される概念フレームワークの改訂版を公表している。主な変更点は以下の点を含む。

- ・ 財務報告の目的におけるスチュワードシップの重要性の向上。

- ・ 中立性の構成要素としての慎重性の復位。
- ・ 法人または事業体の一部である報告事業体の定義。
- ・ 資産および負債の定義の改訂。
- ・ 認識の確率閾値の削除および認識の中止に関するガイダンスの追加。
- ・ 異なる測定基準に関するガイダンスの追加。
- ・ 損益が主要な業績指標であり、その他の包括利益に含まれる収益および費用は、原則として、財務書類の関連性または表現の正確性を高めるために再利用されるべきであると述べていること。

現行の会計基準の変更は行わない。ただし、かかるフレームワークに依拠して別途会計基準で取り扱われない取引、事象または状況に関する会計方針を決定している事業体については、2020年1月1日から改訂版のフレームワークを適用する必要がある。これらの事業者は、自身の会計方針が改訂版のフレームワークにおいても適切であるか否かを検討する必要がある。

かかる改正は、2020年1月1日以降に開始する年次報告期間について効力を有する。ファンドの評価に基づき、かかる改正は、ファンドの財務書類に重要な影響を及ぼすものではない。

IFRS第7号、IFRS第9号および国際会計基準第39号の改正

かかる改正は、金利指標改革に関連して特定の控除を提供するために、特定のヘッジ会計要件の一部を変更する。当該控除は、ヘッジ会計に関するものであり、銀行間調達金利指標の改革によって一般的にヘッジ会計が終了することがあってはならないという効果を有している。しかし、ヘッジの非有効性は、損益計算書で引き続き記録されるべきである。銀行間調達金利指標に基づく契約を含むヘッジの広範な性質を考慮すると、かかる控除は全業界の企業に影響を与える。

かかる改正は、2020年1月1日以降に開始する年次報告期間について効力を有する。ファンドの評価に基づき、かかる改正は、ファンドの財務書類に重要な影響を及ぼすものではない。

その他、2020年1月1日に開始する期間について効力を有する基準、改正または解釈で、ファンドの財務書類に重大な影響を与えるものはない。

収益および費用の認識

ファンドがかかる情報を合理的に入手できた場合、分配収益は、有価証券が最初に「配当落ち」として値付けされた日に包括利益計算書において収益として認識された。収益は発生主義で計上された。源泉徴収税控除を被る収益は、かかる源泉徴収税を含めた額で表示された。源泉徴収税は包括利益計算書において単独で記載された。その他の認識される収入は、付加価値税の還付および銀行利息収入に関係している。すべての費用はファンドに帰属し、日々発生した。

損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産にかかる実現利益および損失

損益計算書を通じて公正価値で測定する投資有価証券売却に対する実現利益および損失は、投資有価証券の平均簿価に基づき現地通貨で計算され、包括利益計算書において、「損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産にかかる純利益／（損失）」に含まれた。

損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産にかかる未実現利益および損失

当会計期間中に発生した損益計算書を通じて公正価値で測定する投資有価証券に対する未実現利益および損失は、包括利益計算書における「損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産にかかる純利益／（損失）」に含まれており、分配可能である。

現金および現金等価物

現金および現金等価物は、銀行に保管される通知預金およびその他の3か月以内に満期を迎える流

動性の高い短期投資（もしあれば）を含む。当座借越（もしあれば）は、負債に分類された。

損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産および金融負債 分類

ファンドは、金融資産の運用に関するビジネスモデルおよび当該金融資産の契約上のキャッシュ・フローの特性の両方に基づいて投資ポートフォリオを分類していた。公正価値ベースで金融資産のポートフォリオは運用され、パフォーマンスが評価された。ファンドは、主に公正価値情報に重点を置き、当該情報を資産パフォーマンスの評価および意思決定に使用する。ファンドは、その他の包括利益を通して公正価値としての持分証券を取消不能な方法で指定する選択肢を採択していない。そのため、ファンドは、その投資ポートフォリオ全体を損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産または金融負債として分類した。

損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産に分類されない金融資産には、現金および現金等価物ならびに債権が含まれる。損益計算書を通じて公正価値で測定する金融負債に分類されない金融負債には、当座貸越および債務が含まれる。これらのその他の金融資産および金融負債は、公正価値で保有された。

ファンドの方針では、株式会社ユキ・マネジメント・アンド・リサーチ（「投資運用会社」）および管理会社の取締役会が、当該金融資産および金融負債に関する情報をその他の関連する金融情報とともに公正価値ベースで評価することを要求している。

認識、認識の中止および測定

投資有価証券の売買は取引日（ファンドが資産の購入または売却を約束した日）に認識された。損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産および金融負債は、当初は公正価値により認識された。取引費用は、包括利益計算書において経費として計上された。

投資有価証券から発生するキャッシュ・フローの受領権限が終了した場合、またはファンドが所有権にかかるほぼすべてのリスクおよびリターンを移転し、実現利益または損失が認識される場合、投資有価証券の認識は中止された。実現利益および損失は、包括利益計算書において、損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産にかかる純利益／（損失）として表示される。

損益計算書を通じて公正価値で測定するすべての金融資産および金融負債は、当初の認識に続き、公正価値により測定された。損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産または金融負債の公正価値の変動から生じる損益は、包括利益計算書において、損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産にかかる純利益／（損失）として表示された。

公正価値の見積り

公認の証券取引所に上場され、またはその他の組織化された活気ある市場で取引される株式商品は公正価値で評価された。かかる商品に対する主要な取引所または市場における取引終了時価格、すなわち市場最終取引価格は、公正価値の最善の証拠として取り扱われた。関連取引所外でプレミアムもしくはディスカウント、または店頭市場においてプレミアムまたはディスカウントで取得または取引される商品については、投資有価証券の評価日現在の当該プレミアムまたはディスカウントを考慮の上評価することができる。

管理会社の意見によれば、取引時以来経済状況に重要な変更が発生していない限り、直近の取引価格が現在の公正価値の証拠を提供する。金融資産に対する市場が活発でない場合、取引終了時の資産に対する実現見込額の設定を目的として、投資運用会社と協議の上、管理会社が決定し、ザ・バンク・オブ・ニューヨーク・メロン SA/NV、ダブリン支店（「受託会社」）が承認した評価方法を用いてファンドが公正価値を設定した。

評価方法には（可能であれば）知識豊富な自発的当事者間で行われる直近のアームズ・レングスな市場取引の利用、実質的に同一な他の商品の公正価値の参照、ディスカウント・キャッシュ・フロー分析およびオプション価格モデルが含まれる。一般的に市場参加者が商品の価格設定に使用する評価方法が存在し、かかる方法が実際の市場取引で取得された価格の信頼できる見積価格を提供できることを示した場合、ファンドは当該方法を使用した。見積り方法および評価モデルは、公正価値の計算に使用される場合がある。2020年9月30日現在において、当該方法で評価された商品はなかった（2019年12月31日：該当事項なし）。

金融商品の相殺

認識された金額の相殺を法的に強制することができる権利が存在し、純額で決済するか、資産の実現と負債の決済を同時に行う意図がある場合、金融資産および金融負債は相殺され、財政状態計算書に純額が計上された。2020年9月30日に終了した会計期間および2019年12月31日に終了した会計年度において保有されていた金融資産および金融負債のいずれについても、法的に強制可能な相殺権は存在しなかった。

評価日および評価時点

当該評価時点は、当該取引日の正午12時（アイルランド時間）であった。評価日は各取引日であった。

買戻可能参加受益証券

買戻可能参加受益証券は、受益者の選択により買い戻すことができ、国際会計基準第32号に基づき持分（エクイティ）として分類された。ファンドがその買戻可能参加受益証券を買い戻す場合、直接に帰属する増分費用（所得税控除後）を含む支払対価は、買戻可能参加受益証券が消却、再発行または処分されるまで、ファンドの受益者に帰属する持分から控除された。その後、かかる買戻可能参加受益証券が売却または再発行された場合、直接に帰属する増分取引費用および関連する所得税の影響を除いた受取対価は、ファンドの受益者に帰属する持分に含まれた。

分配方針

分配期間にファンドから分配可能な金額は、ファンドの分配期間中に管理会社が受領する純利益（分配、利息またはその他の形式を問わない。）ならびにキャッシュ・フローの利用可能性および適切とみなされる調整を条件として、管理会社が決定する、ファンドの資本の一部を構成する実現および未実現純キャピタル・ゲインの総額に等しい金額とする。

各分配期間にファンドから分配される金額（もしあれば）は、管理会社が投資顧問委員会と協議の上、分配可能額の範囲内で決定するものとする。ただし、かかる分配期間に分配されない金額は、翌分配期間に繰り越すことができるものとする。支払期日から6会計期間以内に請求されなかった分配金は失効し、関連するファンドに返還される。

重大な判断および見積り

I F R Sに準拠した財務書類の作成において、経営陣は、資産および負債の報告金額ならびに財務書類の日付現在の偶発資産および負債の開示に影響を及ぼす見積りおよび仮定を実施することを要する。見積りはまた、包括利益計算書の報告期間において、収益および費用の報告金額に影響を及ぼす。実際の結果は、かかる見積りとは異なることがある。当会計期間末現在、管理会社の取締役会はファンドの既存の債務または偶発債務を認識していなかった。

仮定を裏付けとする見積りは、継続的に見直された。会計見積りに対する改訂は、見積りが改訂さ

れた期間および影響する将来の会計期間において認識された。

資産および負債の帳簿価格への重大な調整を及ぼす可能性がある重要なリスクを有する見積りおよび仮定については、本注記内「作成の基礎」および「公正価値の見積り」において説明された。

外貨

機能通貨および表示通貨

財務書類は、ファンドの機能通貨および表示通貨である日本円で作成される。管理会社の取締役会は、対象となる取引、事象および状況に関する経済的影響を最も誠実に反映する機能通貨は日本円であると考えている。日本円はまた、ファンドがその運用成績を測定し運用結果を報告する際に用いる通貨であると同時に、申込み時に投資家から受領する通貨である。表示通貨は、機能通貨と同一である。

外貨による取引

外貨による取引は、取引日の為替レートでファンドの機能通貨に換算される。

2. 発行済受益証券口数および買戻可能参加受益者に帰属する純資産

各受益証券はファンドの個別の受益権を表章した。ファンドへの投資にかかるリターンは、ファンドの資産の運用成績および受益証券の純資産価額の増減のみに左右される。ファンドの償還時に各受益証券について受益者に支払われる金額は、1口当たり純資産価格と同額であった。

買戻可能参加受益者に帰属する純資産は、財政状態計算書上の負債を表章し、受益者がファンドの受益証券の買戻権を行使した場合に財政状態計算書日現在において支払われる買戻価格で計上される。

	2020年9月30日 終了会計期間* 円クラス	2019年12月31日 終了会計年度 円クラス
期首残高	72,000	77,000
買戻し	(72,000)	(5,000)
期末残高	—	72,000

当会計期間における円クラスの買戻合計額は、(456,099,827)円(2019年12月31日:(34,051,000)円)であった。当会計期間における円クラスの申込みはなかった(2019年12月31日:0円)。

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

3. 報酬

管理報酬

管理会社は、下記の年間管理報酬額を受領し、ならびに負担した経費(および付加価値税(もしあれば))の払戻しを受ける権利を有した。

- ・ ファンドの純資産価額の1億ユーロ以下の部分については、純資産価額の0.09%
- ・ ファンドの純資産価額の1億ユーロを超えて2億5,000万ユーロ以下の部分については、純資産価額の0.05%
- ・ ファンドの純資産価額の2億5,000万ユーロを超える部分については、純資産価額の0.03%

上記にかかわらず、管理会社は、72,000ユーロ(および付加価値税(もしあれば))の年間最低報酬を受領する権利を有した。管理報酬は、日々発生し、毎月後払いされる。

管理会社はまた、ファンドの資産から、すべての管理費用（および付加価値税（もしあれば））を受領する権利を有する。

受託報酬

受託会社は、ファンドの資産から、純資産価額の年率0.02%の受託報酬（および付加価値税（もしあれば））を受領した。かかる報酬は日々発生し、毎月後払いされた。受託会社は、さらに一証券取引について25米ドル（および付加価値税（もしあれば））を受領した（保管報酬）。サブ・カスタディアンに支払う報酬（通常の商業レートで支払われる。）は、ファンドの資産から支払われた。

投資運用報酬

投資運用会社は、ファンドの資産から、純資産価額の年率0.995%（および付加価値税（もしあれば））を受領する権利を有した。かかる報酬は日々発生し、毎月後払いされた。

サブ・アドバイザーに支払う報酬は、投資運用会社に支払われる報酬から支払われた。

ファンドは、業務遂行に関して投資運用会社に対してまたは投資運用会社が支払うその他の報酬または支払金額に適用ある付加価値税の支出について負担した。

管理事務代行報酬

BNYメロン・ファンド・サービズ（アイルランド）デジグネイテッド・アクティビティ・カンパニー（「管理事務代行会社」）は、ファンドの資産から支払われる、下記の年間報酬（および付加価値税（もしあれば））を受領する権利を有した。ただし、当該報酬は、ファンドの純資産価額の0.05%を超えないものとする。

管理事務代行会社は、以下の料率に基づく年間報酬を受領することができた。

- ・ ファンドの純資産価額の2億5,000万米ドル以下の部分については、純資産価額の0.05%
- ・ ファンドの純資産価額の2億5,000万米ドルを超えて5億米ドル以下の部分については、純資産価額の0.04%
- ・ ファンドの純資産価額の5億米ドルを超えて10億米ドル以下の部分については、純資産価額の0.03%
- ・ ファンドの純資産価額の10億米ドルを超える部分については、純資産価額の0.015%

管理事務代行会社の年間報酬は、ファンドに関して60,000米ドルを最低年間報酬とし、日々発生し、毎月後払いとした。

管理事務代行会社は、ファンドの受益証券クラスの数3を超えた場合、当該ファンドに対して2,500米ドルの受益証券クラス報酬を受領する権利を有した。

管理事務代行会社に支払われる年間報酬は、すべての受益証券クラスに帰属し、ファンドの、またしたがって各クラスの純資産価額からの控除を表章した。

管理事務代行会社は、ファンドの資産から支払われる合理的な立替費用を受領する権利を有した。管理事務代行報酬は、管理報酬から控除し支払われた。

販売報酬／代行協会員報酬

日本における販売会社は、日本で販売されたファンドの受益証券の純資産価額の0.395%を受領する権利を有した。日本における代行協会員は、日本で販売されたファンドの受益証券の純資産価額の0.10%を受領する権利を有した。

販売会社は、販売会社を通じて募集した受益証券に関連した報酬についてのみ受領する権利を有した。受益証券の募集が販売会社を通じて行われていない場合は、管理会社は投資運用会社に対して、かかる募集すべてを反映した金額を、毎月比例配分して支払った。この金額は、通常販売会社へ支払

われる報酬から支払われた。

成功報酬

投資運用会社は、年間投資運用報酬に加えて成功報酬を受領することができた。さらに、投資運用会社は、受益証券毎に算出される成功報酬の50%を管理会社から受領することができる。したがって、各受益証券は、受益証券の運用実績と正確に一致する成功報酬が課されることになる。

日本における販売会社は、ファンドの資産から日本において販売された受益証券毎に算出される成功報酬の50%を管理会社から受領することができた。

成功報酬は年間ベースで計算された（各12か月間を「計算期間」という。）。受託会社は、投資運用会社に支払われる成功報酬の計算を確認した。

各受益証券についての成功報酬は、受益証券1口当たり純資産価格が最高水準値を超えた額の10%相当とした。評価日における最高水準値は、最初の計算期間に関して、受益証券1口当たり純資産価格、またそれ以後はそれ以前の計算期間の最終日における受益証券1口当たり純資産価格の最高額（当初募集期間終了時の受益証券1口当たり純資産価格を含む。）である。

成功報酬は、各計算期間について毎年12月31日に後払いで支払われた。成功報酬は、毎日発生し、各評価日における受益証券1口当たり純資産価格の計算を行う際に考慮された。受益者が計算期間の終了前に受益証券の買戻しを行った場合、当該受益証券についての発生済みかつ未払いの成功報酬は、買戻金から控除され、その後迅速に投資運用会社に支払われた。

各計算期間についての成功報酬は、発生した成功報酬を控除する前の受益証券1口当たり純資産価格を参考に計算された。

成功報酬がファンドから支払われる場合、当該成功報酬は、各計算期間の終了時における純実現および純未実現損益に基づいた。その結果、成功報酬は、その後実現されることのない未実現利益に基づき支払われることがある。

2020年9月30日終了会計期間または2019年12月31日終了会計年度中に支払われるべき成功報酬はなかった。

4. 税金

現行の法令および実務に基づき、ファンドは、1997年租税統合法（改正済み）第739B条に定義された投資事業としての資格を有した。かかる基準にのっとり、ファンドの収益または利益に対しアイルランドの税金を課されない。

しかしながら、「課税事由」が発生した場合、アイルランドの税金が課せられることがある。課税事由には、受益者への分配金支払、受益証券の換金、買戻し、消却または譲渡、および当該受益証券取得開始より8年間経過した時点毎の受益証券の保有が含まれる。

以下の者については、課税事由に関し、アイルランドの税金がファンドに対して課せられない。

- (a) 当該課税事由の発生時点で、税法上アイルランド居住者でもアイルランド通常居住者でもない受益者。ただし、1997年租税統合法（改正済）の規定に基づき、ファンドが適切かつ有効な宣言書を保有していること、または適切な宣言書がない場合、ファンドが総額の支払を行う許可をアイルランド歳入庁より得ていることを条件とする。
- (b) 必要な署名済法定宣誓書をファンドに提出しているアイルランドの課税居住者である一定の免除受益者。

ファンドによる投資に対して受領する分配金、利息およびキャピタル・ゲイン（もしあれば）は、投資収益／利益が発生する国の税金が課せられることがある。ファンドまたは受益者は、かかる税金の還付を受けることができないことがある。

5. 損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産にかかる純利益／（損失）

	2020年9月30日 終了会計期間* 日本円	2019年12月31日 終了会計年度 日本円
損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産 にかかる実現利益	119,357,854	80,324,991
損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産 にかかる実現損失	(73,548,532)	(142,309,546)
その他の通貨にかかる実現利益	—	7
実現利益／（損失）合計	45,809,322	(61,984,548)
損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産 にかかる未実現利益の変動	7,943,079	125,345,567
損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産 にかかる未実現損失の純変動	(50,969,720)	(47,533,451)
その他の通貨にかかる未実現純損失の純変動	(10)	—
未実現（損失）／利益変動合計	(43,026,651)	77,812,116
損益計算書を通じて公正価値で測定する金融資産 にかかる純利益	2,782,671	15,827,568

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

6. 総収益

	2020年9月30日 終了会計期間* 日本円	2019年12月31日 終了会計年度 日本円
分配収益	3,144,323	7,756,453
付加価値税の還付	66,507	262,541
銀行利息収入	—	305
	3,210,830	8,019,299

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

7. 運用費用

	2020年9月30日 終了会計期間* 日本円	2019年12月31日 終了会計年度 日本円
管理報酬	(6,588,634)	(9,258,324)
投資運用報酬	(2,906,322)	(5,194,848)
販売報酬	(1,373,306)	(2,062,350)
プレースメント・エージェンツ報酬	(331,649)	(549,857)
受託報酬	24,501	(104,412)
保管報酬	(5,311,229)	(4,824,074)
監査報酬	(2,171,893)	(3,053,017)
専門家報酬	(4,763,148)	(22,939,828)
上場費用	(488,946)	(539,646)
その他の費用	(5,532,467)	(406,697)
運用費用合計	(29,443,093)	(48,933,053)

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

2020年9月30日終了会計期間中の法定監査報酬は、6,000ユーロであった（2019年12月31日：11,500ユーロ）。かかる金額には付加価値税を含まなかった。2020年9月30日に終了した会計期間または2019年12月31日に終了した会計年度中に法定監査人により提供された税務アドバイザリー業務、その他の保証業務または非監査業務に関して発生したその他の手数料は、存在しなかった。

8. 債権

	2020年9月30日* 日本円	2019年12月31日 日本円
未収分配収益	89,760	439,716
その他債権	—	840,725
	89,760	1,280,441

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

9. 現金および現金等価物

	2020年9月30日* 日本円	2019年12月31日 日本円
現金および現金等価物	467,828,397	46,943,682

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

すべての現金残高は、ザ・バンク・オブ・ニューヨーク・メロンSA/NV、ダブリン支店が保有していた。

S&Pによるザ・バンク・オブ・ニューヨーク・メロンSA/NV、ダブリン支店の2020年9月30日現在の長期信用格付は、AA-であった（2019年12月31日：AA-）。

10. 債務（1会計年度以内に期日が到来する額）

	2020年9月30日* 日本円	2019年12月31日 日本円
未払費用	(23,748,330)	(23,242,245)
ファンドの受益証券購入にかかる未払金	(444,169,827)	—
	<u>(467,918,157)</u>	<u>(23,242,245)</u>

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

11. 投資有価証券売買

	2020年9月30日 終了会計期間* 日本円	2019年12月31日 終了会計年度 日本円
購入金合計	192,219,779	1,432,577,367
売却金合計	650,168,260	1,513,760,628

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

12. 関連会社取引

カーネ・グローバル・ファンド・マネージャーズ（アイルランド）リミテッドは、ファンドの管理会社として、6,588,634円（2019年12月31日：9,258,324円）の報酬を稼得した。このうち、当会計期間末現在、1,904,980円（2019年12月31日：2,538,397円）が未払いであった。

管理会社の親会社であるカーネ・グローバル・フィナンシャル・サービスズ・リミテッドは、当会計期間中、ファンドに対して提供されたその他のファンド管理業務に関して336,737円（2019年12月31日：860,810円）の報酬を稼得した。このうち、当会計期間末現在、未払いはなかった。（2019年12月31日：411,827円）。

株式会社ユキ・マネジメント・アンド・リサーチは、ファンドの投資運用会社として、当会計期間中、提供した業務に対し2,906,322円（2019年12月31日：5,194,848円）を稼得した。当会計期間末現在、株式会社ユキ・マネジメント・アンド・リサーチに対し、741,512円（2019年12月31日：388,841円）が未

払いであった。

ファンドの関係会社であるみずほ証券株式会社は、日本における代行協会員および販売会社として、当会計期間中提供した業務に対し、プレースメント・エージェント報酬を含む1,704,955円（2019年12月31日：2,612,207円）の報酬を稼得した。当会計期間末現在、みずほ証券株式会社に対し、800,151円（2019年12月31日：193,532円）が未払いであった。

2020年9月30日、ファンドのすべての受益証券は完全に償還された。みずほ証券株式会社は、2019年12月31日現在、ユキ・ミズホ・ジャパン・ダイナミック・グロース・ファンドの唯一の受益者であった。

13. ポートフォリオの明細の変更

ポートフォリオの明細の変更の写しは、請求することにより管理事務代行会社から無料で入手できる。

14. ソフト・コミッション契約およびディレクティッド・ブローカレッジ・サービス契約

当会計期間または前会計年度中、ソフト・コミッション契約またはディレクティッド・ブローカレッジ・サービス契約はなかった。

15. 金融商品

全般的なリスク管理プロセス

管理会社の取締役会は、リスクの特定および制御に最終的な責任を有した。しかしながら、ファンドのリスクの日々の管理に対する責任は、管理会社のリスク管理方針に従い、ファンドの管理会社であるカーネ・グローバル・ファンド・マネージャーズ（アイルランド）リミテッド（「カーネ」）、およびファンドの投資運用会社である株式会社ユキ・マネジメント・アンド・リサーチに委託されていた。カーネは、リスク管理方針および管理手続（「RMPP」）に従ってファンドの金融リスクを管理した。カーネのリスク管理担当役員は、RMPPの遂行に責任を有した。オペレーショナル・リスクは、受任者による定期的なデュー・デリジェンスおよび受任者からの報告の継続的な監視を通じて、リスク管理担当役員および管理会社に監視された。

さらに、カーネは、リスク・エクスポージャーの更なる管理のため、四半期に1回の会議を開催するリスク委員会（「委員会」）を設置した。委員会は、ファンドのリスク管理の枠組み、特にガバナンスおよびリスク・コンプライアンスに関するリスク管理機能の有効性を監視していた。委員会は、市場リスク、流動性リスク、信用リスク、取引相手方リスクおよびオペレーショナル・リスクが、ファンドのリスク特性ならびにファンドの英文目論見書および英文目論見書補遺に沿って特定され、測定され、監視され、および管理されることを確保した。委員会は、必要であると判断される場合には、リスクに関連する問題に対処し、取締役会レベルに上程する。委員会は、ファンドの投資リスクを分散させる目的を保持した。

委員会は、投資運用会社から2名、カーネから2名の計4名で構成された。委員会は、月に1回以上の会議を開催し、また、状況に従って定期的にそれ以上の頻度で会議を開催することができる。委員会は、会計年度中に1回以上、その運用の有効性に関して業績および参照規程を検討し、必要であれば取締役会に変更を提言する。

カーネは、ファンドの英文目論見書および英文目論見書補遺を通じて投資家に伝達されている事項に関して、投資戦略、基本方針およびポートフォリオ特性の間の整合性を監視した。

カーネは、ファンドに影響を及ぼすオペレーショナル・リスクを検討し、および見極め、また、ファンドに影響を及ぼすことがある業務提供会社のプロセスの欠陥に対処した。投資運用会社は、投資諮問委員会の監督の下、ファンドのリスク管理プロセスを運用し、その機能は、受託会社および管理会社の取締役会の双方によって監視された。

投資運用会社は、ファンド・マネジャー、トレーダー、および投資事務担当者間で明確に責任が分担された機能によって組織されていた。優良なコーポレート・ガバナンスを確保するため、投資運用会社は、以下に概説される複数の手法を採用していた。

- ・ 管理プロセスの取締役会のメンバーによる監視
- ・ 監査役（株主により任命された日本の企業弁護士で、業務執行および、取締役（執行役員であることが多い）による経営を監督し、監査する。取締役会に加え、監査役は、コーポレート・ガバナンスにおける法律上の重要な構成要素である。）の就任
- ・ 投資方針委員会、および
- ・ 法令遵守委員会および法令遵守担当役員

リスク管理プロセスは、一連の内部規定（すなわち、リスク管理規定、投資運用ガイドラインおよびマニュアル、トレーダー・ガイドラインおよびマニュアル等）に規定されているチェック・アンド・バランス・システムを提供する、階層式レビューとクロス・ファンクション・レビューによって構成される。ファンド特有のリスクは、関連するファンド運用チームが、トレーディング・チーム、投資事務チーム、法令遵守チームのサポートを受けながら管理した。

かかるプロセスにおいて、ファンド運用チームは、内部投資運用規則と手続に厳密に従って投資判断を行い、投資実行を指示した。ファンドのリスク管理は、ポートフォリオの構築を通じてファンドに組み込まれており、内部ガイドラインおよびマニュアルに厳密に則って管理された。

内部監査は、定期的かつ適時に行われ、リスク管理プロセスの効果的な運用を確保していた。

財務報告基準に規定されているとおり、リスクは、市場リスク、信用リスク、流動性リスクの要素に分けることができる。財務書類の読者に投資運用会社と管理会社の取締役会が採用したリスク管理手法を理解してもらうため、各々のリスクについて順に説明し、関連する定性的および定量的分析を記載した。

(a) 市場リスク

市場リスクは、金融商品の公正価値または将来キャッシュ・フローが、利率、為替レートおよび時価などの市場の変化に依拠して変動するリスクである。市場リスクには、時価リスク、通貨リスクおよび金利リスクの3種類のリスクがある。

(i) 時価リスク

金融商品の公正価値または将来キャッシュ・フローが、特定の金融商品もしくはその発行体に特有な要因によって引き起こされたリスクであるか、または市場で取引されている類似の金融商品にも影響を与えるその他の要因であるかにかかわらず、時価の変化（通貨リスクおよび金利リスクによるものを除く）によって変動するリスクである。原則として、ファンドは、主に東京証券取引所に上場された日本株式に、全額が投資されている。

感応度分析

2020年9月30日現在、保有する投資有価証券はないため、ファンドは時価リスクにさらされていない。2019年12月31日においてT O P I Xが10%上昇し、他の変動要因が一定だったと仮定した場合、前12か月間のファンドのパフォーマンスを基に推定される、買戻可能参加受益者に帰属する純資産の増加は、およそ48百万円である。逆に、T O P I Xが10%下落したと仮定した場合、買戻可能参加受益者に帰属する純資産は約144百万円減少すると推定される。

感応度分析の限界

市場リスクの感応度分析は過去のデータに基づいており、将来の時価変動、市場間の相関関係および逼迫した状況下における市場の流動性の程度が、過去のパターンと無関係に変動するという事実を勘案できないため、かかる分析には限界があった。時価リスク情報はリスクの相対的評価であり、正確かつ精緻な数値ではなく、将来の市況は、過去にあった市況と大きく異なること

があった。感応度分析においては、T O P I Xに対するファンドの相対的パフォーマンスは一定であると仮定されている。

(ii) 通貨リスク

通貨リスクは、金融商品の公正価値が、為替レートの変化により変動するリスクと定義されている。これは、金融商品が測定される機能通貨以外の通貨建の商品に関して生じるリスクである。ファンドのすべての貨幣性および非貨幣性金融資産は、機能通貨である日本円建であった。一部の費用は日本円以外の通貨で支払われたが、これらは重要な通貨リスクをもたらすものではない。

(iii) 金利リスク

金利リスクは、市場金利の変化により、金融商品の将来キャッシュ・フローの公正価値が変動するリスクである。2020年9月30日現在、ファンドは投資有価証券を保有していなかったため、金利リスクの影響を受けなかった。2019年12月31日現在、ファンドの金融資産の大部分は株式ならびに金利の支払および満期がないその他の商品であった。ファンドの現金残高は、重要な金利リスクの影響を受けなかった。

(b) 信用リスク

信用リスクは、金融商品の一方の当事者が、債務の不履行により、他方当事者に金融上の損失を与えるリスクである。

ファンドは証券取引所で取引される債務証券、先物またはいかなる種類のデリバティブにも投資していなかったため、ファンドにおける信用リスクは極めて低かった。

ファンドの受託会社は、ザ・バンク・オブ・ニューヨーク・メロンSA/NV、ダブリン支店であった。ファンドの資産および現金の実質的にすべてが、受託会社の保管管理ネットワークによって保有されていた。受託会社の破産または支払不能状態により、受託会社によって保有される投資債券および投資株式に対するファンドの権利が、遅延または制限されることがある。2020年9月30日現在、ファンドは投資有価証券を保有していなかったため、信用リスクの影響を受けなかった。2020年12月31日現在の信用リスクに対する最大エクスポージャーは、財政状態計算書に計上された投資有価証券の帳簿価額に近似する。

信託証書およびアイルランド非UCITS通達の要件に則り、ファンドの証券は、受託会社の保管管理ネットワークにおいて分別口座で保有される。受託会社がファンドの資産保管のために任命するいかなる代理会社についても、かかる会社がファンドの資産を分別保管することを、受託会社は保証した。したがって、受託会社が支払不能に陥る、または破産した場合でも、ファンドの資産は分別されかつ保護されるため、取引相手方リスクはさらに軽減された。ただし、ファンドは、受託会社が保有するファンドの現金に関し、受託会社または受託会社が利用する一定の保管人のリスクにさらされる。

受託会社が支払不能または破産となった場合、ファンドは自身の現金に関し、受託会社に対する一般債権者として扱われる。S&Pによるザ・バンク・オブ・ニューヨーク・メロンSA/NV、ダブリン支店の2020年9月30日現在の長期信用格付は、AA-（2019年12月31日：AA-）であった。

ファンドは、支払義務および債務履行義務のための継続的な担保として、ユキ・ミズホ・アンブレラ・ファンドのために業務を行う管理会社と受託会社との間で締結された2017年9月29日付更改証書に基づき、ファンドの資産を超える手数料をもって、継続的な担保権を受託会社およびその関連会社に付与している。

(c) 流動性リスク

流動性リスクは、ファンドが金融負債に付随する責務履行の困難に遭遇するリスクである。投資

運用会社が管理する主要な流動性リスクは、買戻請求に応じて、いかなるときも株式を速やかに売却できるようにすることである。買戻請求に対する責務を全うするため、ファンドは証券の売却が必要になることがある。このリスクを管理するため、内部ファンド運用規則は、純資産価額の最低25%を優良な機関に投資することを定めている。

以前保有されていた投資有価証券はすべて、流動性が高いとみなされ、活発に取引されている上場株式であった。したがって、ゲート、サイドポケット、ロックアップ規定および／または類似する取決めによるポジションの管理のための合意の準備は整っていなかった。2020年9月30日現在、ファンドは投資有価証券を保有していなかった。

管理会社は、ファンドの受益証券総口数の10%を超える買戻請求がファンドまたはその受益者の利益にとり不利な影響を及ぼすことがあると判断する場合には、いずれかの取引日に買い戻されるファンドの受益証券総口数を、ファンドの受益証券総口数の10%までに制限する権利を有した。かかる場合、当該取引日に受益証券を買い戻すことを希望するすべての受益者が、当該受益証券と、買い戻されていないものにかかる事態が発生していなければ買い戻されていたであろう受益証券の同じ割合の買戻しを翌取引日に繰り越すことを実現することができるよう、当該制限は按分して適用される。ただし、前取引日から繰り越された買戻請求は、必ず前記の制限に従い、後発の買戻請求に優先して対応されるものとする。ファンドの受益証券は、買い戻される各受益証券の受益証券1口当たり純資産価格の1%を上限とする買戻手数料を負担することがある。

2020年9月30日および2019年12月31日現在のすべての金融負債は、1か月以内に満期を迎えた。

(d) 公正価値の見積り

I F R S 第13号「公正価値測定」は、測定時に使用するインプットの重要度を反映した公正価値ヒエラルキーを使用して、公正価値測定を分類するようファンドに要求している。公正価値ヒエラルキーは以下のとおりである。

- ・ レベル1 – 活発な市場における同一の資産または負債の市場価格（未調整）。
- ・ レベル2 – レベル1に含まれる市場価格以外のインプットで、資産または負債に関して直接的（すなわち、価格として）または間接的（すなわち、価格から導かれるものとして）に観察可能なもの。
- ・ レベル3 – 観察可能な情報に基づいていない資産または負債のインプット（観察不可能なインプット）。

2020年9月30日現在、ファンドは投資有価証券を保有していなかった。2019年12月31日、金融資産はすべてレベル1に分類されていた。投資有価証券の価値は活発な市場における市場価格に基づいているため、金融資産はレベル1に分類されているが、それらは活発な上場株式を含む。ファンドは、これらの商品について市場価格を調整しなかった。

すべての他の金融資産および金融負債について、帳簿価額は公正価値の概算であった。これらは、現金および現金等価物、債権ならびに債務であった。

買戻可能参加受益証券の買取請求権付価値は、ファンドの目論見書に従って、ファンドの資産合計とその他すべての負債との純差額に基づいて計算される。かかる受益証券は保有者の選択により買戻しが可能であり、あらゆる取引日においてファンドに返還し、受益証券クラスに帰属するファンドの純資産価額に按分比例したものと同等の現金と交換することができるため、かかる受益証券は需要の特性を有する。公正価値は、要求に従って支払うべき金額に基づいている。このため、買戻可能参加受益証券保有者に帰属する純資産の分類に最も適切なレベルはレベル2とみなされる。

公正価値ヒエラルキーのレベル間での移動は、当会計年度末に発生したものとみなされ、また投資有価証券の価格設定に使用される価格設定情報源または手法が変更された場合に発生したものとみなされるが、これはI F R S 第13号に定義されるレベルの変更の要因となる。

2020年9月30日終了の会計期間および2019年12月31日の会計年度において、金融商品のレベル1とレベル2との間での変動はなかった。

2020年9月30日および2019年12月31日現在、レベル3に分類された投資有価証券はなかった。

16. 純資産価額

純資産価額

	2020年9月30日*	2019年12月31日	2018年12月31日
純資産価額	—	480,147,678円	540,623,740円
受益証券口数	—	72,000	77,000
受益証券1口当たり純資産価格	—	6,669円	7,021円

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

17. 為替レート

当会計期間／年度末において保有されていた資産のすべてが日本円建てであるため、換算のための為替レートは使用されていない。当会計期間／年度末における特定の報酬および債務残高に関しては、以下の為替レートが適用される。

	2020年9月30日現在*	2019年12月31日現在
英スターリング・ポンド	135.645952	142.917495
ユーロ	123.781495	122.099526
米ドル	105.705005	108.985019

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

	2020年9月30日 終了会計期間* 平均為替レート	2019年12月31日 終了会計年度 平均為替レート
英スターリング・ポンド	136.584201	139.046088
ユーロ	120.760885	122.017645
米ドル	107.500053	109.002352

*ファンドは2020年9月30日に運用を停止した。

18. ポートフォリオの効率的運用

ファンドは、ポートフォリオの効率的運用のためおよび為替取引のリスクを回避するため、中央銀行の定める条件および制限に従い、AIFルールブックに略述される技法および手段を利用することができる。さらに、将来ファンドの利用に適した新規の技法および手段が開発されることがあり、ファンドは、関係するファンドの英文目論見書補遺で開示すること、ならびに中央銀行の事前承認を得ることおよび中央銀行により課された制限に従うことを条件に、当該技法および手段を利用することができる。

2020年9月30日終了会計期間および2019年12月31日終了会計年度において、ポートフォリオの効

率的運用を目的とした、ファンドによる金融派生商品の利用はなかった。

19. 元本管理

ファンドの元本は、純資産により示された。ファンドが受益者の裁量により日々の販売と買戻しに服することがあったため、純資産価額は日々大幅に変動する可能性がある。

ファンドの所有権は、大量の受益証券を保有する少数の投資家に集中していた。そのため、大量に保有する受益者からの買戻請求は、ファンドの流動性およびファンドの経営持続能力に多大な影響を与えることがある。

元本管理の際のファンドの方針は、長期的な元本成長の全般的な目的を達成し、その投資活動の発展をサポートする強力な元本基盤を維持するための経営持続能力を保護することであった。

投資運用会社は、純資産価額に基づいて元本を監視した。

20. 当会計期間中の重要な事象

2020年2月12日、デイビッド・マッゴーン氏が管理会社取締役役に任命された。

新型コロナウイルス感染症の流行は、中国湖北省武漢で発生したと考えられている。流行の拡大を遅らせるために封じ込めの努力がなされたものの、流行は現在世界中に拡大し、2020年3月11日に世界保健機関が新型コロナウイルス感染症の流行をパンデミックと宣言するに至った。

管理会社の取締役会は、世界の金融市場が流行を注視および対応していることを認識している。パンデミックが始まって以来、すべての市場は不安定性と不確実性を被っている。

管理会社の取締役会はまた、様々な政府により制定されている世界中および各地方の移動制限に起因して、ファンドおよびそのサービス・プロバイダーに生じるオペレーショナル・リスクに留意している。新型コロナウイルス感染症のパンデミックは先例のない事態であり、世界経済および世界市場への最終的な影響については、その大部分について流行の規模と期間に依存することになるだろう。管理会社の取締役会は、当該状況の監視を続ける。

2020年8月20日、管理会社はファンドの償還を決定した。受益者へ通知された。

2020年9月30日、ファンドのすべての受益証券は完全に償還され、ファンドは運用を停止した。

当会計期間に、ユキ・ミズホ・アンブレラ・ファンドまたはファンドに影響を与えるその他の重要な事象はなかった。

21. 当会計期間後の重要な事象

当会計期間終了後に、ユキ・ミズホ・アンブレラ・ファンドまたはファンドに影響を与える重要な事象はなかった。

22. 監査済償還財務書類の承認

本監査済償還財務書類は管理会社により2021年1月19日に承認された。

(3) 投資有価証券明細表等
該当事項はありません。

V. ファンドの投資信託財産総括表

信託期間	投資信託当初払込日	2005年10月14日		投資信託契約終了時の状況	
	投資信託契約終了日	2020年9月30日		資産総額	444,170,654円
区分	投資信託当初払込時	投資信託契約終了日	差引増減	負債総額	0円
				純資産価額	444,170,654円
受益権口数	1,444,000口	70,000口	△1,374,000口	受益権口数	70,000口
元本額	14,440,000,000円	444,170,654円	△13,995,829,346円	1口当たり償還金	6,345円

毎計算期末の状況

計算期	元本額 (期初純資産価額) (円)	純資産総額 (円)	1口当たり純資産価格	1口当たり分配金	
				金額	分配率 (%)
第1期	14,440,000,000	19,012,895,377	円クラス 12,164円	—	—
第2期	19,012,895,377	12,246,245,021	円クラス 12,006円 米ドルクラス 100.81米ドル (10,666円)	—	—
第3期	12,246,245,021	5,819,869,534	円クラス 9,716円 米ドルクラス 86.05米ドル (9,104円)	—	—
第4期	5,819,869,534	2,466,100,194	円クラス 4,492円 米ドルクラス 49.75米ドル (5,264円)	—	—
第5期	2,466,100,194	1,945,284,681	円クラス 4,665円 米ドルクラス 50.54米ドル (5,347円)	—	—
第6期	1,945,284,681	1,619,303,775	円クラス 4,365円 米ドルクラス 53.44米ドル (5,654円)	—	—
第7期	1,619,303,775	1,073,331,773	円クラス 3,333円 米ドルクラス 43.06米ドル (4,556円)	—	—
第8期	1,073,331,773	960,093,431	円クラス 3,750円 米ドルクラス 43.53米ドル (4,605円)	—	—
第9期	960,093,431	1,353,751,238	円クラス 6,153円 米ドルクラス 58.47米ドル (6,186円)	—	—
第10期	1,353,751,238	1,392,271,782	円クラス 6,759円 米ドルクラス 56.56米ドル (5,984円)	—	—
第11期	1,392,271,782	1,293,771,783	円クラス 6,882円 米ドルクラス —	—	—
第12期	1,293,771,783	1,245,692,593	円クラス 7,159円 米ドルクラス —	—	—
第13期	1,245,692,593	1,096,962,734	円クラス 10,252円 米ドルクラス —	—	—
第14期	1,096,962,734	540,624,567	円クラス 7,021円 米ドルクラス —	—	—
第15期	540,624,567	480,148,505	円クラス 6,669円 米ドルクラス —	—	—
第16期	480,148,505	444,170,654	円クラス 6,345円 米ドルクラス —	—	—

信託期間中1口当たり総収益金及び信託期間中1口当たり年平均収益率	△3,655	—
----------------------------------	--------	---

VI. お知らせ

ファンドは、2020年9月30日に償還されました。