



## 中野 晴啓からのメッセージ

あけましておめでとうございます。

2024年を振り返ると、マーケットが示す年末の結果としては、米国とその他に極度な二極化となった世界経済だったと言えます。とりわけ年後半は株式市場でそれがより顕著となり、米株式市場は最高値圏に在る一方で、日欧共に置いてきぼりを食って明暗を分けたかたちで新年を迎えました。

さて市場では今の共通認識が「米国例外主義」。景気浮揚がおぼつかない欧州・日本、そして中国などの対極が、ハイテク・ITサービス事業で世界の覇権を制した米国一強を称えるかの如き、一種のジャーゴンでしょうか。

マーケットコンセンサスは、インフレ鎮静を所与として景気減速も起きない「ノーランディング」までも織り込んでいる程、米国経済への楽観ムードが年末にかけて再び高まりました。

これまでマーケットに30数年関わって来た経験知から申すなら、一方向にモメンタムが続くことはなく、極度に偏重したトレンドはいつも逆方向に収れんして来たという歴史的事実を忘れぬことです。新年はいきなりトランプ新政権発足から始まります。いつ大きな揺れが起きても決してたじろがず、別次元にある長期目線に立ち返る胆力が不可欠な2025年でしょう。泰然自若「なかの号」と今年もどうぞ一緒くださいませ！



なかのアセットマネジメント株式会社  
代表取締役社長 中野 晴啓

## ポートフォリオマネージャー山本 潤より



なかの日本成長ファンド  
ポートフォリオマネージャー  
山本 潤

個々がグローバル規模で有機的につながり合う複雑な時代にわたしたちは生きています。ある事業を分析するにしても、その事業は多数の商品から成り立ちます。そして、ひとつの商品に多くの国や人々が深く関わっています。

こうした複雑性を網羅しつつ、その事業の過去から現在をしっかりと把握することが大事なのですが、その上で、わたしたちの感受性、想像力や共感力を総動員して社会の未来や業績の在り方に仮説を立て企業の将来価値へと定量化・言語化・論理化していくのが、わたしたちアナリストの仕事です。

ここがアクティブ運用の付加価値であり、アルファの源泉となります。広範なアルファの獲得のためには、チームメンバーがそれぞれの豊かな感受性を持ち寄り、自らの言葉で投資先企業の魅力をしっかりと描き切ることが求められますし、それが再現できるのがプロフェッショナルなのだと思います。

今年のわたしたちの目標は、こうした深掘された企業リサーチをさらに高度化し、細部にまで徹底的にこだわることです。プロフェッショナル意識と高い基準を自らに課すことです。商品の将来の価格成長、数量成長のあり方を解像度高く推察していく所存です。運用部一丸となり、クオリティ・グロース投資の神髄を極めていきたいと思っています。

※ コメントの内容は過去の市場環境、運用実績および投資行動であり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではありません。  
※ 巻末記載の「当資料をご利用にあたっての注意事項等」を必ずお読みください。

お申込みの際は、必ず投資信託説明書(交付目論見書)をご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

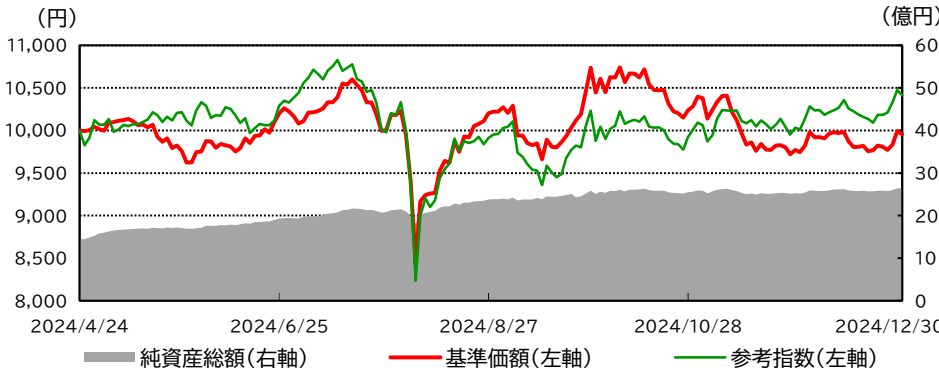
設定・運用は **なかのアセットマネジメント株式会社**  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3406号  
加入協会:一般社団法人投資信託協会  
ホームページ:<https://nakano-am.co.jp/>



当ファンドは、特化型運用を行います。

ポートフォリオの今期想定配当成長率の加重平均は年率14%へと高まりました。投資先の企業価値は順調に向上しています。わたしたちはインフレに負けない価格支配力の高い企業を選別しています。シェアが高い領域、たとえば、低消費電力技術や最先端の半導体材料や装置がその代表分野となります。今月号でご紹介する三井不動産という総合デベロッパーも世界に類を見ない存在です。同社はラボ(研究所)と本社を一体化した複合施設の運営やライフサイエンスなどの成長産業の育成にも関わっています。オフィス賃貸力の上昇と貸出面積の増加が長期で見込めるクオリティ・グロース企業です。(山本 潤)

### ●基準価額及び純資産総額の推移(2024年12月末現在)



基準価額  
9,955円  
純資産総額  
26億円

※ 基準価額は信託報酬控除後の価額です。  
 ※ 参考指数は「TOPIX(配当込み)」であり、設定日の値を10,000円として計算しています。  
 ※ 純資産総額は、単位未満を切り捨てて表示しています。

### ●騰落率

	1ヶ月	3ヶ月	6ヶ月	1年	3年	5年	設定来
当ファンド	2.2%	-4.7%	-2.1%	-	-	-	-0.4%
参考指数	4.0%	5.4%	0.3%	-	-	-	4.1%

※ 基準価額の騰落率は、分配金(税引前)を再投資したものと計算しています。

### ●資産の組入比率

資産	組入比率
なかの日本成長マザーファンド	99.4%
現金等	0.6%
合計	100.0%

### ●分配金実績(一万口当たり、税引前)

決算期	分配金	設定来合計
-	-	-
-	-	-
-	-	-

※ 運用状況により分配金額が変わる場合、または分配金が支払われない場合があります。

## ポートフォリオの状況(なかの日本成長マザーファンド)

### ●ファンド指標

アクティブシェア※ **92%**

※ ファンドの組入れ内容がTOPIXとどれほど異なるかを測る指標です。80%以上が真のアクティブ型ファンドとされています。解説はコチラ⇒

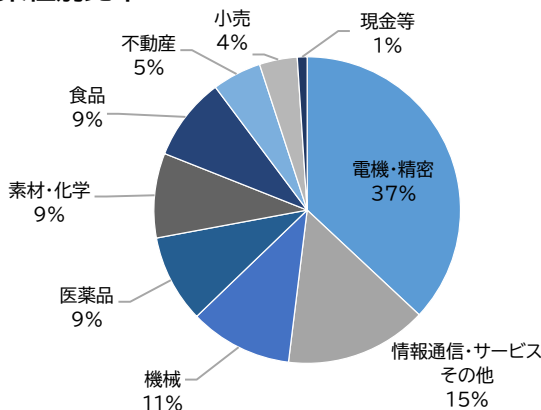


### ●時価総額別比率

大型株	65.1%
中型株	22.6%
小型株	11.3%
現金等	1.0%
合計	100.0%

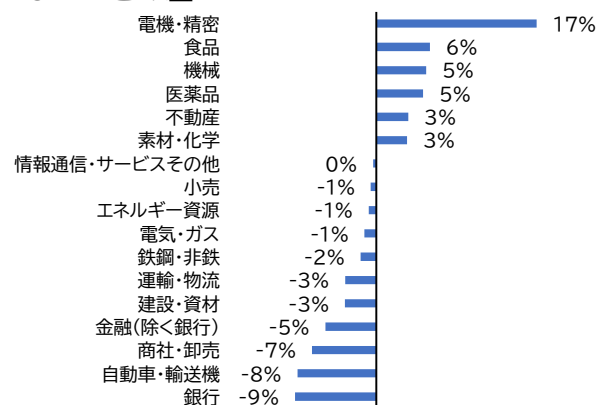
※ 大型株: 5,000億円以上  
 中型株: 1,000億円以上、5,000億円未満  
 小型株: 1,000億円未満  
 ※ Bloombergの情報を基に作成しております。  
 ※ 比率はマザーファンドの純資産総額に対する割合です。

### ●業種別比率



※ 「業種別比率」はTOPIX17業種の分類で区分しています。  
 ※ 比率はマザーファンドの純資産総額に対する割合です。

### ●TOPIXとの差



※ 「TOPIXとの差」はTOPIX17業種の分類で区分しています。  
 ※ 現預金を含まないマザーファンドの業種別組入比率とTOPIX17業種との業種ごとの差を表示しています。

※ 上記は過去の実績であり、将来の運用成果等をお約束するものではありません。  
 ※ 巻末記載の「当資料をご利用にあたっての注意事項等」を必ずお読みください。



## ●全組入銘柄

	銘柄名 (決算期)	銘柄コード	業種	組入比率
		担当者コメント		
1	味の素 (3月)	2802	食品	5.2%
		半導体(ICチップ)が微細化するにつれてチップと基盤をつなげるパッケージ基板も要求性能が上がっています。同社が提供するABF(味の素ビルドアップフィルム)という絶縁材料はパッケージの進化を支える重要な材料の一つで、パッケージの大型化、積層数の増加に伴う販売数量増と要求品質の向上に伴う販売単価の上昇が期待できます。先端半導体の勢いは衰える兆しがなく引き続き成長を牽引するドライバーになると考えています。		
2	三井不動産 (3月)	8801	不動産	5.2%
		国内オフィス事業では、日本橋や八重洲をはじめとする都心一等地の開発プロジェクトが進展。高い付加価値の提供によって回復基調にあるオフィス需要を的確に捉えています。商業施設事業では、「ららぽーと」や「三井アウトレットパーク」などが集客力を発揮。消費回復の追い風も受け、好調な推移です。海外事業では、ニューヨークのハドソンヤードをはじめとするプロジェクトが順調に推移し、海外市場でプレゼンスを高めています。		
3	ツムラ (3月)	4540	医薬品	5.0%
		長期的な業績の見通しは明るいです。漢方薬は西洋薬と比べて薬価が格段に安いため植物由来の薬が見直されているためです。日本においても同社の127の漢方処方箋のうち、主要な10処方を手掛ける医師の数は着実に増えています。安価で副作用が軽度な漢方薬に対して、その効能が経験則に頼るだけでなく、科学的な実証研究で明らかになってきたためです。また、同社は資本効率の改善にも取り組んでおり財務内容の良化も進んでいます。		
4	扶桑化学工業 (3月)	4368	素材・化学	4.5%
		同社はリンゴ酸でアジアトップ企業。同社のライフサイエンス事業はこうした果実酸が主力製品です。これらは食品を安全に保存し、日持ちを向上させたり、美味しさを感じさせる色味を出すことに貢献しています。世界の食業界の課題は、化学合成肥料や農業へ過度に依存しないのが望ましいのですが、そのソリューションのひとつがバイオスティミュラント(BS)で同社は稲作にBSを用いてストレスフリーの食品作りに貢献しています。		
5	信越化学工業 (3月)	4063	素材・化学	4.5%
		同社の電子材料事業はシリコンウェハーや半導体の製造工程で使われる材料が中心ですが、24年6月にリリースした半導体パッケージ基板製造装置も伸びています。最先端の半導体にはインターポーザといわれる複数の半導体チップと基板を電氣的に接続する中継部材が使われていますが、同社の製造装置を使うとインターポーザ自体が不要になるため顧客にとってのメリットが大きく、成長ポテンシャルが高い製品だと考えています。		
6	ジャパンエレベーター サービスホールディング ス (3月)	6544	情報通信・サービスその他	4.4%
		50Mのテストタワーを備えたJES Innovation Center(和光市)を見学させていただきました。コントロールセンター、倉庫、リニューアル作業場、パーツセンター等を巡り、施設管理部長様よりご説明をいただける“至福の時間”でした。なにより気持ちのよい挨拶に加えて、真摯に職務に取り組んでおられる社員の皆様の働く姿に感銘を受け、この空間が競争優位性を強化する礎になっていると感じ入りました。		
7	朝日インテック (6月)	7747	電機・精密	4.4%
		手術支援ロボットANSURIは腹腔鏡手術でスコピスト(腹腔鏡カメラを操作して映像を映し出す役割)と助手を兼ねることができるユニークな製品です。Da Vinciを代表とする手術ロボットは手術を行う術者をサポートするロボットですが、ANSURIは術者をサポートする医師の負担を減らすためのロボットです。通常であれば看護師含め5人の人手が必要な手術を3人に減らすことができるため、医師の人手不足問題の解決にもつながります。		
8	荏原製作所 (12月)	6361	機械	4.3%
		成長ドライバーのひとつが精密電子事業です。その主力製品は主に排気システムと真空ポンプとCMP(化学的機械研磨)装置です。環境分野で培ったクリーン技術が、半導体工場の排気システムに活かされています。ドライ真空ポンプは主に半導体製造装置に使われるものです。ポンプと排気システムを制御するシステム提案も同社の強みです。また、CMP装置は半導体ウェハーを積層していく今後の技術トレンドの恩恵を受けています。		
9	ロート製薬 (3月)	4527	医薬品	4.3%
		今期も期待の新品が続々出ています。その一つがGyutto(ギュット)というくせ毛のケアに焦点を当てたヘアケア製品です。Gyuttoは7月1日に発売されたものの、同社の想定以上の売れ行きで、供給が追いついていませんでした。私(大月)もくせ毛なのでずっと使いたいと思っていましたが、なかなか手に入らず最近ようやくアマゾンで買えるようになりました。執筆時点では配達待ちですが手元に届くのが楽しみです。		
10	ダイキン工業 (3月)	6367	機械	4.3%
		米国、欧州や中国など、主要地域で苦戦が続いているものの、長期的な視点で同社株式を保有することに全く不安はありません。同社は、空調機器のグローバルリーダーとして、市場ニーズに応じた迅速な供給を可能にする「市場最寄化生産戦略」を通じて、世界経済成長の恩恵に浴するポジショニングを確立していると考えているからです。遂行する人材は、同社の文化である「人を基軸におく経営」の浸透により一流の実行力を備えています。		

※ 上記は過去の実績であり、将来の運用成果等をお約束するものではありません。  
 ※ 巻末記載の「当資料をご利用にあたっての注意事項等」を必ずお読みください。



## ●全組入銘柄

	銘柄名 (決算期)	銘柄コード	業種	組入比率
			担当者コメント	
11	日立製作所 (3月)	6501	電機・精密	4.1%
			国内IT市場の構図が変化しており、2025年にはコボルという昔のプログラミング言語を扱える技術者が大量退職する一方で、コボルが扱えないと既存システムをクラウドに移植できない大企業顧客も多く、同社を受注の折に単独指名する比率が上昇しています。ゆえに、今後の受注採算はさらに向上すると見えています。世界的な電力不足に応じて、同社のシェアの高い超高压の直流送電を活用したパワーグリッド事業への受注も旺盛です。	
12	浜松ホトニクス (9月)	6965	電機・精密	4.1%
			買収したデンマーク拠点のNKT Photonics社は革新的なレーザー技術を有しています。浜松ホトニクスはこれまで受光側の高感度センサーを強みにしてきましたが、今後は発光側でも存在感を示す企業に変貌していくと睨んでいます。グループのレーザー関連売上は足元で年間200億円程度ですが、数年後に倍増が期待できます。量子コンピューター分野やドローン攻撃を無力化する用途などへの引き合いは強いものがあるからです。	
13	コスモス薬品 (5月)	3349	小売	4.0%
			小売業では非常に強いビジネスモデルを持つ企業です。(10月号ご参照)今年度はすでに60店以上新規出店し、退店は1店のみ。地元九州で15店純増。「新商勢圏と位置付けている近畿・中部・関西3地域で36店増」と有言実行を貫いています。既存店の売上同月比は前年の水準が高く、円安・諸経費増で小売業には逆風環境下、ゆっくりと上向くことを期待しています。1月10日、中間決算発表での横山社長のご説明が楽しみです。	
14	島津製作所 (3月)	7701	電機・精密	3.9%
			中国市場の回復が注目されがちですが、中長期的にはアメリカの医薬品市場の開拓が成長ドライバーになります。製薬企業の案件を獲得するためには、顧客の抱える分析ニーズに沿った分析装置とアプリケーションを提供できるかが重要ですが、昨年5月に開所した北米のR&D(研究開発)センターでは続々と製薬企業との共同研究プログラムを獲得できており、北米市場での成長を見据えた基盤づくりが着実に進んでいます。	
15	村田製作所 (3月)	6981	電機・精密	3.8%
			同社のクオリティ・グロース事業の代表的なものはMLCC(積層セラミックコンデンサ)とインダクタ(コイル)を中心としたコンポーネント事業です。特にMLCCは世界シェアトップです。とりわけ、安全性や信頼性が求められる自動車向けでは断トツです。自動運転では大量の画像認識を高速で処理するため、通常の数倍のMLCCが使用されます。車載向けMLCCやインダクタは単価も高いため、長期的な収益の拡大が確度高く期待できると考えます。	
16	日本電子 (3月)	6951	電機・精密	3.7%
			透過型電子顕微鏡(TEM)は同社が高い世界シェアを誇る製品です。TEMは半導体製造の検査工程やタンパク質の同定などにも使われるため、ライフサイエンスや製薬業界にもTEMの普及が進んでいます。産業機器セグメントではマルチビーム方式のフォトマスク描画装置向け電子ビームユニットの売上も高位安定しています。競争力の高い集束イオンビーム加工装置(FIB)を開発し、市場に投入できたことは要注目です。	
17	ヤクルト本社 (3月)	2267	食品	3.6%
			24年10月より、植物素材利用食品市場に新規参入しました。植物素材利用食品とは、植物素材を原料とした植物性ミルクや植物性ヨーグルト、大豆ミートなどの総称です。動物性原料と比較するとCO2の排出量が少なく、体にも環境にも優しい素材と言われています。ヤクルト本社がこれまで培ってきた技術に植物素材を組み合わせ、世界で拡大する植物素材利用食品市場へ進出することで「人も地球も健康に」の実現を追求します。	
18	イリソ電子工業 (3月)	6908	電機・精密	3.5%
			自動車市場が低迷していますが自動運転時代は既に始まりつつあります。同社コネクタは特にバッテリー周りのシステム向けも一定数あり、EV(電気自動車)市場低迷の影響を受けています。車に搭載されるECU(電子制御ユニット)は100を超える車種もあり、自動運転の要求演算スピードを担保する意味からECUを統合する技術トレンドが本格化します。同社コネクタは基板同士や基板と電線をつなぐ用途で拡大すると見えています。	
19	ジャストシステム (3月)	4686	情報通信・サービスその他	3.3%
			25年4月から小中学生向けスマイルゼミに搭載されるCoachez(コーチーズ)は、スマイルゼミのタブレットとの対話を通して、学習理解を論理的かつ段階的に進めていく新機能です。実際に生徒の方がCoachez機能を用いて学習の様子を見せていただきましたが、問題につまづくと「どこまで理解しているのか」をCoachezが見極める問いかけを驚くほど自然に繰り返し、まるで先生のように解答まで導くお手伝いをしてくれるのです。	
20	ローム (3月)	6963	電機・精密	3.2%
			同社のクオリティ・グロースのビジネスは二つあります。ひとつはSiC(炭化ケイ素)と呼ばれる次世代の半導体素子事業です。SiCプラグインハイブリッド車や電気自動車の普及により急拡大が約束されています。もうひとつはLSI(大規模集積回路)事業の戦略10商品と呼ばれる商品群です。代表はグローバルシェアトップの磁気式絶縁ゲートドライバーICです。これら戦略10商品の売上も毎年、着実に拡大中です。	

※ 上記は過去の実績であり、将来の運用成果等をお約束するものではありません。  
 ※ 巻末記載の「当資料をご利用にあたっての注意事項等」を必ずお読みください。



## ●全組入銘柄

	銘柄名 (決算期)	銘柄コード	業種 担当者コメント	組入比率
21	オムロン (3月)	6645	電機・精密 同社イチ押しのカオリティ・グロース事業は、血圧計をメインに扱うヘルスケア事業です。これまで医療機関での検査がメインであった血圧測定では、同社がパイオニアとなって何十年にもわたり徐々に家庭測定文化の普及が進んできました。グローバルでもシェア50%を占める同社の血圧計は、家庭での日々のモニタリングだけでなく、将来のための臨床研究にも大いに活かされ、同社の名前が入った医学研究の論文数も急増しています。	3.2%
22	オロ (12月)	3983	情報通信・サービスその他 同社の主力はZACというERP(統合基幹業務システム)ですが、22年までは販売から2年半が経過すると売上が大きく落ち込むビジネスモデルでした。これを23年から改め契約中は売上が落ちない方式に改善しました。こうしたビジネスモデルの変更が業績にプラス効果をもたらします。プラス効果は来期から発現し、本格的には26年12月期以降に表れます。ZACの商品性も毎年改善しており、中小企業から大企業への展開も視野に入っています。	3.1%
23	オリンパス (3月)	7733	電機・精密 EVISX1という内視鏡の新製品がローンチされた北米では着実な成長が数字として表れています。加えて北米ではEVISX1で使う、より高性能なスコープの販売が始まることも成長を後押しする一因となります。また、今後市場の成長が期待されるインドでも、すでにグローバルと同等の高いシェアを内視鏡で獲得することができています。次なる成長市場における製品の浸透も着実に進んでいます。	3.1%
24	プラスアルファ・ コンサルティング (9月)	4071	情報通信・サービスその他 同社の手掛けるタレントマネジメントシステム「タレントパレット」は、大企業向けに好調な販売が継続しています。昨今、人的資本経営が注目される中、企業の人材戦略への関心も高まっており、「タレントパレット」の強みであるデータを活用した科学的人事の着想が確実に需要を捉えています。決算発表で利益の見通しが変化したことなどから、株価は一時的に急落しましたが、自社株買いの発表などもあり、戻り歩調を強めています。	2.4%
25	技研製作所 (8月)	6289	機械 国内事業は、防災や地方創生を念頭に置く国土強靱化計画を背景に、高速道路の整備拡張や地すべり対策といった底堅い需要に支えられています。狭い空間で可能な無振動・無騒音の杭打ちは、都市部でも高く評価される場所です。また海外でも需要が拡大しており、今後はより一層の販売・サポート体制が整っていく段階にあるため、さらなる事業伸長が期待できます。同社にとって模索が続く局面ですが、市場は長期的には広がっていくものとみています。	2.3%
26	カカコム (3月)	2371	情報通信・サービスその他 24年に村上氏が社長に就任し、初の中期経営計画発表を控えています。注目ポイントは「成長」と「収益性」のバランスです。同社は経営指標としてROE(自己資本利益率)40%という高水準の資本収益性を目安としており、投資対象としても魅力的です。一方で、成長投資が先行する場合、一時的に費用が高みROEが低下する可能性も否定できません。私たちは長期投資家として、近視眼的になることなく真の企業価値を見極めるよう努めてまいります。	0.9%
27	ラクス (3月)	3923	情報通信・サービスその他 当ファンド設定来からの好調な株価推移を受け、ウェイトを少しずつ調整してきました。足もとの株価はやや下落傾向にあります。再度強気に転じるには見極めが必要な局面と捉えています。主力の「楽楽精算」が徐々に成熟フェーズに入ってくる中、「楽楽明細」など他のプロダクトが成長を支える構図です。中期的には、「楽楽精算」からのスピノフによって生まれた新プロダクト「楽楽請求」の成否が、企業価値のカギを握ると考えています。	0.9%

※ 上記は過去の実績であり、将来の運用成果等をお約束するものではありません。  
 ※ 巻末記載の「当資料をご利用にあたっての注意事項等」を必ずお読みください。



## ●今月のピックアップカンパニー

三井不動産株式会社(証券コード 8801)について

三井不動産株式会社(以下、同社)は、国内トップクラスの総合不動産デベロッパーとして、オフィス、マンション、ホテルやエンターテインメント施設など様々な不動産事業を展開しています。具体的な施設は、東京ミッドタウン、ららぽーと、アウトレットパークや東京ドームなど、枚挙にいとまがないほどです。

同社は、本年4月に長期経営方針『& INNOVATION 2030』を策定し、経営理念を再定義しました。この方針の柱となる事業戦略では、『三本の道』を掲げています。それは、①コア事業の更なる成長、②新たなアセットクラスへの展開、③新事業領域の探索と事業機会の獲得です。また、毎年のEPS(一株あたり利益)成長率8%以上、ROE(自己資本利益率)10%以上を2030年度前後の目標に定め、効率性を重視した経営戦略を推進しています。

当社では、以下の4点のポイントから同社が「クオリティ・グロース企業」と考えています。

(1)数量成長

同社は、長年培った強固なリレーションシップと多様な需要を捉えるアセットクラスのポートフォリオから多くの事業機会が獲得できる状況にあります。オフィスでは八重洲、日本橋や内幸町など都心一等地の開発プロジェクトを有しており、商業施設やマンションのパイプラインも充実しています。さらに、ニューヨークのハドソンヤード開発などシンボリックな成功事例が表れ始めた海外展開に加え、東京ドームのバリューアップなどが期待されるスポーツやエンターテインメント等の新たなアセットクラスへの展開も数量成長を後押しします。

(2)単価成長(家賃の上昇や分譲価格の上昇)

同社は、「行きたくなる街づくり」を推進し、生活者にとって特別な満足度を提供することで付加価値の創出を実現しています。例えば、日本橋1丁目中地区プロジェクトのリーシング業務では、エリアトップの賃料で成約が進み、概ね満床となっています。首都圏の増賃合意は8割に達し、今後は原則全案件で増賃交渉を続けていく方針です。付加価値の創出に伴い、単価は安定した上昇トレンドを描いています。

(3)経営トップの質

23年4月に就任した植田社長は、バブル崩壊期の不良債権処理や日本初のJ-REIT設立に携わる中で、「日本の競争力を高めたい」という信念を培い、「コロナ回復期」から「変革期」に移行する「今」をチャンスとして捉え、「進取の気性」と「顧客志向」という同社のDNAを体現しながら、成長を実現することを使命としているというのが筆者の印象です。大きな実績の一つである日本橋でのライフサイエンス分野の再開発では、地元連携と新産業創出を推進し、街づくりを通じた社会的・経済的価値を創出した実績があり、やり抜く覚悟と経験を備えた経営トップであると考えています。

(4)組織カルチャーの質

同社の組織カルチャーは、粘り強い努力とチャレンジ精神に基づく実行力を有していると評価しています。プロジェクトでは、単なる契約や手続きに留まらず、「足で稼ぐ」現場主義を徹底し、何十回、何百回と現地に足を運び、地権者やゼネコンなどの関係者と地道な土地取得などの交渉を行い、信頼関係を醸成しながら、遂行しています。こうした「何が何でもやり遂げる」粘り強さは社員一人ひとりの意識に文化として根付いており、プロジェクトが困難な時ほど強さを発揮すると考えています。歴史的には、基盤となる土地をあまり持たなかったことから、霞ヶ関ビルやららぽーとなど、新たな事業に挑戦し成長を遂げてきた経緯があります。このチャレンジ精神はDNAである「進取の気性」として組織に刻み込まれ、ラボ&オフィス事業や海外展開といった新規領域への進出でも、リスクを恐れず価値を創出する推進力となっています。

～Sato's eye 〇〇～

三井不動産のコアコンピタンス(他社に真似できない核となる能力)は？

筆者が考える同社のコアコンピタンスは、「多様なアセットクラスのポートフォリオを統合し、卓越したリレーション構築力と長年培ったブランド力を活かした『素敵な街づくり』を実現する力」です。

魅力的な街づくりを通じて評判を高め、ステークホルダーとの信頼関係を醸成し、その信頼関係がまた新たな事業機会を呼び込む複利的な成長循環を実現します。

この成長循環を「覚悟を持った経営トップ」と「強靱なカルチャーを有する組織」が力強くまわっていきます。こうして達成する成長循環における「複利の力」こそが、株式市場の期待を超えるものと考えています。

(佐藤 栄二)



## ●運用チームから

氏名	役職	コメント
 中野 晴啓	代表取締役社長 最高投資責任者 (CIO)	なかのアセットは運用開始から8カ月で新年を迎えましたが、ここに至るまで実にたくさんさんの激励とご支援をいただき感謝の念に堪えません。「なかの号」の本格長期投資は自身の人生を捧げる恩返しの旅でもあります。2025年は世界のマーケットが相当な荒れ模様となるでしょう。クオリティ&グロース企業への新たな仕込み機会も幾度となく訪れそうです。とは言え決して気負わず、「Take it easy!」マインドで虚心坦懐に長期的成果を育み、骨太運用の真価をお示してまいります。
 山本 潤	運用部長 兼 チーフポートフォリオ オマネジャー	インフレ傾向の中、価格支配力の高い企業の発掘に注力しています。米国の長期金利が高位で推移する状況は、一見、クオリティ・グロース投資に逆風に映るかもしれませんが、しかし、クオリティ・グロース株が割安に放置されている状況は、長期的な投資においてむしろ好機と捉えています。当社ではインフレを凌駕する成長力を持つ企業への投資を通じて、継続的に日本企業の成長を支える存在を目指し、チーム一丸で尽力してまいります。
 居林 通	運用副部長 兼 シニアポートフォリオ オマネジャー	世界市場におけるアメリカ株式市場の比率は今年も増加を続け、60%程度となっています。簡単に言えば、好調なアメリカ経済と上がり続ける株式市場に惹かれてさらに資金が流入するという構図に見えます。25年は、トランプ大統領の就任とともに株式市場の「変動率」は上昇するのではないかと考えています。その時こそ、アクティブ運用の腕の見せ所と考えています。
 菅 淑郎	シニアポートフォリオ オマネジャー 兼 シニアアナリスト	先日「キャピタルアロケーション」について検討を行い、様々な決算説明資料に記載されている「資本政策」や「成長投資と株主還元」などの方針を比較してみました。企業は成長機会に対し、内部留保を活用した設備投資や事業買収を優先し、自社株買いや配当などの株主還元は後順位となる傾向があります。この方針に対する投資家と企業の見方についてインターン生も交えて議論し、理論と実務の理解を深める有意義な時間となりました。
 佐藤 栄二	ポートフォリオオマネ ジャー 兼 シニアアナリスト	本年も「クオリティ・グロース投資」の投資哲学を基盤に、皆さまの期待にお応えすべく最善を尽くします。2025年は、不確実性が一層高まることが予想されますが、目先の変動に囚われることなく本質的な価値を見極める姿勢がより重要になる年と考えています。引き続き、現場での対話に立脚し「経営者の覚悟」や「組織カルチャーの強靱さ」といった「目に見えにくい価値」にも焦点を当て、企業の成長力を深く洞察してまいります。
 大月 天道	シニアアナリスト	新年あけましておめでとうございます。昨年は大変お世話になりました。今年も引き続き、医療機器や医薬品をはじめとしたヘルスケア領域や、半導体の製造工程で使われる材料を中心に、専門性を高めていきたいです。また、組み入れ銘柄の競争優位や成長性についても、なるべくわかりやすくお客様に解説できるよう努めますので、マンスリー運用報告セミナーにもお越しいただけると嬉しいです。今年も一年間よろしくお願いたします。
 谷 亜矢野	アナリスト	なかのアセットに入社して早くも一年が経過しました。たった一年ですが、とても充実していて三年くらい経ったような気がしています。特に毎月開催されるマンスリー運用報告会が印象に残っています。実際にお客様と顔を合わせてお話しする貴重な機会であり、明日からも頑張ろうと身が引き締まるきっかけになっています。2年目はお客様の心にさらに寄り添うことができるアナリストを目指します。本年もどうぞよろしくお願い致します。
 関口 耕大	アナリスト	直木賞受賞作『花のれん』をはじめ、『白い巨塔』『華麗なる一族』『不毛地帯』など今なお愛読者も多い小説家・山崎豊子さん。当時20代、新聞社勤務の彼女を作家の世界に導いたのは、17年先輩上司だった井上靖さんでした。「記者として筆の遅い私」に「山崎君は調査ものもいいねえ」と企画調査を宛てがい、受賞時には「おめでとう。橋は焼かれた」と退路を絶たせ激励したと自伝に伝わります。今年はこの言葉を胸に職分を全うします！



## ●なかのアセットメンバーより





氏名	役職もしくは所属	コメント
 津田 由理子	広報企画室	昨年4月に2本のファンドの運用をスタートしてから約8カ月が経過しました。資産総額は2本合わせて50億円、設立間もないこの会社のこのファンドに資金を投入し、健全な長期運用を支えてくださることに心から感謝いたします。これからも、地道に一步一步進み続け、本物の長期投資にこだわり続けてまいります。
 福田 隆	マーケティング部	100年前の1925年にラジオ放送が始まった日本。わたしたちもこのマンスリーレポートを通じて、ラジオのような身近で温もりのある情報発信に努めます。そして、皆さまからの期待や信頼を一つ一つ積み重ね、会社もファンドもより一層の厚みが増すよう、2025年も勇進して参ります！
 田淵 英一郎	常勤監査役	日本国の盛衰は40年周期を繰り返しています。1985年のプラザ合意が債権大国のピークで、それからの40年間はデフレ、政治混乱、企業競争力低下の低迷局面でした。最近のデフレ脱却、企業経営改革、株価高値更新の動きは、2025年を節目として次の発展・成長局面の到来を予感させます。
 房前 督明	なかのアセット ご意見番	去年は選挙の年でした。そしてことごとく与党が負けた印象です。リーダーが変われば政治も経済も変わると考えるべきでしょう。どのように変わるかはわかりませんが、変化の一年だとすれば、それに備えることも必要かもしれません。成長するものに、分散投資して、長期保有することを再確認してください。
 浅井 太郎	房前さんの丁稚	会社づくりから一年余りが経過しました。投資家の皆様にとって、当社の金融商品がより良いものと思っ頂けるようになるよう、微力ながら尽くしていきたいと思ひます。
 飯間 秀明	内部監査室	初めまして、去年10月から内部監査を担当しています。当社は設立して間もない若い会社です。現在、我々一丸となって会社やファンドのさらなる発展を目指して邁進中で、私もその一員として貢献できるよう努力したいと思ひます。我々の思いと夢が今年どのような形で実を結ぶのか楽しみです。
 西生 智久	マーケティング部	皆さま、明けましておめでとうございます。昨年は出来たてホヤホヤの2つのファンドをお届けいたしました。世間にはまだまだ知れ渡ってはいませんが、今年は日本全国、津々浦々、多くの方に私たちの存在を知ってもらおうと多種多様な企画を展開して参ります。どうぞよろしくお願ひいたします。
 荒川 孝希	管理部	新年あけましておめでとうございます。2024年はお陰様でファンドを無事にスタートさせることができました。2025年は管理部として皆さまに安心して運用を続けて頂けるよう一層堅固な体制を築くこと、そして長期投資を広めていけるよう各部署の後方支援をして参ります。本年もどうぞ宜しくお願ひ致します。

次のページへ続く →





## ●なかのアセットメンバーより

氏名	部署	コメント
 星野 茂	管理部	2人でNISAを始め毎月10万円ずつ15年積立し、その後35年間、運用だけをした場合、平均リターン8%と仮定すると資産は約10億円になります。 50年も待てないという方もいると思いますが次の世代に資産を引き継ぎ、投資を継続してもらうのも一手です。 このように未来を考えると楽しいですね。
 加藤 雅美	管理部	昨年は絶えず動きながら、先回りして壊し、新たに作り直すことを繰り返すような艱難辛苦の一年でした。 「艱難汝を玉にす」、逆境が人を賢く成長させるものかもしれません。 将来への意思としての計画を持ち、2025年は前へ前へ進んで行ければと思います。
 堀井 廣人	管理部	あけましておめでとうございます。 当社に入社してから1年が経過し、担当する領域が広がりました。 「役職員ひとりひとりが快適に働くための社内IT環境の整備」はまだまだ道半ばですので、昨年以上に注力することが今年の目標です。 本年もどうぞよろしくお願ひ申し上げます。
 秋元 祐毅	マーケティング部	あけましておめでとうございます。 昨年は当社ファンドの運用が無事スタートし、新たな門出を迎えた年となりました。 2025年は、干支の【乙巳】が示すように、再生と変化を繰り返しながら成長し、「いい会社」と「いい人生」、「いい未来」をつくるという私たちの想いの実現に向けて、邁進してまいります。





なかのアセットマネジメント

# なかの日本成長ファンド

追加型投信／国内／株式

1月マンスリーレポート

(2024年12月末基準)

## ●12月22日マンスリー運用報告会の様子



## なかのアセットマネジメント マンスリー運用報告会

当社運用チームより各ファンドの運用状況、ならびに企業調査内容を  
長期投資家の皆さまにお伝えする場として毎月開催しています。



12月22日(日)マンスリー運用報告会@茅場町を開催しました！  
今回は投資先企業である三井不動産 IR室長の内田さまをお招きしてセッションを行いました！  
これからも様々な企画を考えてまいりますので、どうぞご期待ください♪

### 【プログラム】

1. 「なかの日本成長ファンド」について (山本 潤、佐藤 栄二)
2. 「なかの世界成長ファンド」について (居林 通、関口 耕大)
3. 三井不動産の経営方針について (三井不動産 内田さま)
4. 弊社運用チームからみた三井不動産さまについて (中野、山本、佐藤)
5. 三井不動産さまと弊社運用チームによる座談会 (三井不動産 内田さま、中野、山本、佐藤)

### 【2025年1月のオススメセミナー】

13(祝)@新宿(東京都)  
19(日)@茅場町(東京都)  
25(土)@宇都宮(栃木県)

セミナースケジュールはこちら



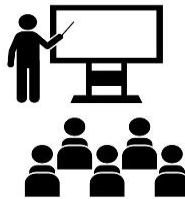
その他、随時開催のオンラインセミナーもございます♪ <https://nakano-am.co.jp/seminar/>



## ●CIO探訪記

～当社CIO(最高投資責任者)中野の見聞録～  
【今月の総移動距離 4,598km】

- 12/1 (日) 青森
- 12/5 (木) いわき
- 12/14(土) 徳島
- 12/14(土) 大阪
- 12/20(金) 福岡
- 12/21(土) 大阪



12月はセミナーや勉強会で青森といわき、その後は西日本へお邪魔してきました。

いわきでは勉強会の後、ハワイアンショーにご招待いただき、中旬に訪問した徳島県では徳島ラーメンを堪能、そして大阪、福岡へ。水都・大阪の天満橋から撮影した大川は今、冬景色が広がっていますが、春になると兩岸に広がる約4.2kmの桜並木の絶景を満喫できる名所です。

今年もたくさんのご支援ありがとうございました。引き続きなかのアセットをよろしく申し上げます。

### ～編集後記～

少し長めのお正月休みを経て、いよいよ2025年がスタートしました。

新年ということで、今回は運用部メンバーだけでなく、当社全メンバーからのご挨拶を掲載しております。昨年8月のマンスリーレポートでご紹介したメンバーに加え、新たな仲間が増えたことで、社内はさらに活気づいております。

2025年も引き続き、皆様にとって有益な情報をお届けできるよう、全力で邁進してまいります。(秋元 祐毅)



## ●ファンドの目的・特色

### ファンドの目的

主として、国内の金融取引所に上場している株式に投資し、信託財産の成長をめざして運用を行います。

### ファンドの特色

- 1 確度の高い長期的な利益成長が見込まれる(クオリティ・グロース)企業への厳選投資を通して信託財産の長期的な成長を目指してボトムアップ運用を行います。
- 2 株式投資は高位を維持します。また、売買回転率は低水準に抑えます。
- 3 運用プロセスは以下の通りです。
  - ・ユニバースの選定基準  
投資先企業については長期に渡る利益の成長が確度高く見込まれる企業を厳選し、期間と成長率の積の大きさ及びその確度の高さでユニバースを構築・管理・維持します。
  - ・独自のボトムアップ調査と銘柄選定  
投資候補先企業の提供する財やサービスを深く洞察し、取材に基づく長期の業績予想を行います。成長率、成長期間、資本コスト、市場環境から理論株価を算出し、株価水準との対比で年率のアップサイドの確度と大きさで投資判断を行います。
  - ・エンゲージメント  
投資先候補の経営課題を洗い出し、成長率、成長期間、資本コストを改善するための対話と提案を定期的に行います。企業との対話を継続し、企業の永続的な成長性の底上げを行うよう努力します。
  - ・ポートフォリオ管理  
厳選された投資先企業との対話を定期的に行い、ボトムアップリサーチによる長期の業績予想を継続的に行い、理論株価と現株価との乖離と業績予想への確度の高さをもってポートフォリオを適宜見直します。1-2年のリターンではなく、10-20年において数倍から数十倍になる投資リターンの達成を目指します。

### ファンドの仕組み

当ファンドは、主にマザーファンドに投資するファミリーファンド方式で運用を行います。

### 分配方針

毎決算時(原則として毎年4月24日。ただし、休業日の場合は翌営業日。)に、原則として以下の方針に基づき分配を行います。

- ・分配対象額は、経費控除後の配当等収益と売買益(評価益を含みます。)等の全額とします。
  - ・分配金額は委託者が基準価額水準、市場動向等を勘案して決定します。ただし、分配対象額が少額の場合には、分配を行わないことがあります。
  - ・留保益の運用については特に制限を設けず、委託者の判断に基づき、元本部分と同一の運用を行います。
- ※ 将来の分配金の支払いおよびその金額について保証するものではありません。

## ●投資リスク

### 基準価額の変動要因

- ・ファンドは、値動きのある有価証券等に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、**投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。**
- ・**信託財産に生じた利益および損失は、全て投資者の皆さまに帰属します。**
- ・投資信託は預貯金と異なります。

ファンドの主なリスクは以下の通りです。

#### ●価格変動リスク

株式の価格は発行者の業績、経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化や国内外の経済情勢等により変動します。また、債券の価格は市場金利や信用度等の変動を受けて変動します。ファンドはその影響を受け、組入株式や組入債券の価格の下落は基準価額の下落要因となります。

#### ●信用リスク

組入有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等には、当該組入有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払い・償還金の支払いが滞ることがあります。

#### ●流動性リスク

有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない、または取引が不可能となるリスクのことを流動性リスクといい、当ファンドはそのリスクを伴います。

#### ●集中投資リスク

当ファンドは、銘柄を絞り込んだ運用を行うため、市場動向にかかわらず基準価額の変動は大きくなる可能性があります。

※ 基準価額の変動要因は、上記に限定されるものではありません。



### 収益分配金に関する留意点

- ・ 分配金は、預貯金の利息とは異なり、投資信託の純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。
- ・ 分配金は、計算期間中に発生した収益(経費控除後の配当等収益および評価益を含む売買益)を超えて支払われる場合があります。その場合、当期決算日の基準価額は前期決算日と比べて下落することになります。また、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。
- ・ 投資者のファンドの購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり小さかった場合も同様です。

### その他の留意点

- ・ ファンドのお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリング・オフ)の適用はありません。
- ・ ファンドは、大量の解約が発生し、短時間で解約資金を手当てする必要が生じた場合や主たる取引市場において市場環境が急変した場合等に、一時的に組入資産の流動性が低下し、市場実勢から期待できる価格で取引できないリスク、取引量が限られてしまうリスクがあります。これにより、基準価額にマイナスの影響を及ぼす可能性や、換金の申込みの受付が中止となる可能性、換金代金の支払いが遅延する可能性があります。
- ・ 一般的に、時価総額が小さい、取引量が少ない等流動性が低い市場、あるいは取引規制等の理由から流動性が低下している市場で有価証券等を売買する場合、市場の実勢と大きく乖離した水準で取引されることがあり、その結果、基準価額の下落の要因となる場合があります。

### リスクの管理体制

委託会社では、リスク管理規程や運用モニタリング規程等の社内規程において、リスク管理の対象となるリスク、リスク管理体制および管理方法等が定められています。

- ・ 委託会社は受託者責任を常に念頭に置いたうえで、投資信託の「投資リスク」を適切に管理するため、①運用部門において、投資信託の各種リスクを把握しつつ、投資信託のコンセプトに沿ったリスクの範囲内で運用を行うこと、②運用部門から独立した管理部署によりモニタリング等のリスク管理を行うこと、を基本の考え方として、リスク管理体制を構築しています。
- ・ 委託会社では、流動性リスク管理に関して、投資信託の組入資産の流動性リスクのモニタリング等を実施するとともに、緊急時対応策の策定・検証等を行います。委託会社の取締役会等では、流動性リスク管理を含めた実効的なリスク管理体制の整備、運用について監督します。

## ● 手続・手数料等

### お申込メモ

購入単位	販売会社が定める単位とします。 ※ 詳しくは、販売会社にお問い合わせください。
購入価額	購入申込受付日の基準価額(1万口当たり)とします。
換金単位	販売会社が定める単位とします。 ※ 詳しくは、販売会社にお問い合わせください。
換金価額	換金申込受付日の基準価額とします。
信託期間	無期限(2024年4月25日設定)
繰上償還	委託会社は次のいずれかの場合には、繰上償還することがあります。 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 純資産総額が10億円を下回ることとなった場合。</li> <li>・ 信託契約を解約することが投資者(受益者)のため有利であると認めるとき。</li> <li>・ やむを得ない事情が発生したとき。</li> </ul>
決算日	原則として、毎年4月24日とします。(休業日の場合は翌営業日) 第1決算日は2025年4月24日とします。
収益分配	原則として、年1回の決算時に収益分配方針に基づいて分配を行います。 ※ 販売会社との契約によっては再投資が可能です。詳しくは、販売会社にお問い合わせください。
課税関係	課税上は株式投資信託として取り扱われます。 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 公募株式投資信託は税法上、一定の要件を満たした場合にNISA(少額投資非課税制度)の適用対象となります。</li> <li>・ 当ファンドは、NISAの「成長投資枠」の対象ですが、販売会社により取扱いが異なる場合があります。詳しくは、販売会社にお問い合わせください。</li> <li>・ 配当控除の適用があります。</li> <li>・ 益金不算入制度は適用されません。</li> </ul>



## ファンドの費用・税金

### ●ファンドの費用

投資者が直接的に負担する費用

- ・ 購入時手数料 **ありません。**
- ・ 信託財産留保額 **ありません。**

投資者が信託財産で間接的に負担する費用

- ・ 運用管理費用(信託報酬) 信託報酬の総額は、計算期間を通じて毎日、ファンドの純資産総額に対して、**年率1.1%(税抜1.0%)**を乗じて得た額とします。運用管理費用は、日々計上され、毎計算期間の最初の6ヵ月終了日および毎計算期末または信託終了のときに、信託財産から支払われます。
- ・ その他の費用・手数料 監査費用、租税、信託事務の処理に要する諸費用等。監査費用を除くその他の費用・手数料は、その都度信託財産から支払われます。  
※これらの費用・手数料等については運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。

※ 投資者の皆様にご負担いただく手数料等の合計額については、保有期間や運用の状況などに応じて異なりますので、表示することはできません。

### ●税金

税金は表に記載の時期に適用されます。

以下の表は、個人投資者の源泉徴収時の税率であり、課税方法等により異なる場合があります。

時期	項目	税金
分配時	所得税および地方税	配当所得として課税 普通分配金に対して20.315%
換金(解約)時 および償還時	所得税および地方税	譲渡所得として課税 換金(解約)時および償還時の差益(譲渡益)に対して20.315%

※ 少額投資非課税制度「愛称:NISA(ニーサ)」をご利用の場合

NISAは、少額上場株式等に関する非課税制度です。

NISAをご利用の場合、一定の額を上限として、毎年、一定額の範囲で新たに購入した公募株式投資信託などから生じる配当所得および譲渡所得が無期限で非課税となります。ご利用になれるのは、販売会社で非課税口座を開設し、税法上の要件を満たした商品を購入するなど、一定の条件に該当する方が対象となります。詳しくは、販売会社にお問い合わせください。

※ 外国税額控除の適用となった場合には、分配時の税金が上記と異なる場合があります。

※ 法人の場合は上記と異なります。

※ 上記は、2024年2月末現在のもので、税法が改正された場合等には、税率等が変更される場合があります。税金の取扱いの詳細については、税務専門家等にご確認されることをお勧めします。

## ●委託会社およびファンドの関係法人

委託会社 ファンドの運用の指図を行う者	なかのアセットマネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3406号 加入協会: 一般社団法人投資信託協会 ホームページアドレス: <a href="https://nakano-am.co.jp/">https://nakano-am.co.jp/</a>
受託会社 ファンドの財産の保管および管理を行う者	野村信託銀行株式会社

販売会社 ファンドの募集の取扱い等を行う者	登録番号	日本証券業協会	一般社団法人 日本投資顧問業協会	一般社団法人 金融先物取引業協会	一般社団法人 第二種金融商品取引業協会
楽天証券株式会社	金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第195号	○	○	○	○
第一生命保険株式会社	登録金融機関 関東財務局長(登金)第657号	○	○		
マネックス証券株式会社	金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号	○	○	○	○
株式会社イオン銀行(委託金融商品取引業者 マネックス証券株式会社)	登録金融機関 関東財務局長(登金)第633号	○			
株式会社SBI新生銀行(委託金融商品取引業者 マネックス証券株式会社)	登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号	○		○	
auカブコム証券株式会社	金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第61号	○	○	○	○
株式会社北國銀行	登録金融機関 北陸財務局長(登金)第5号	○		○	

## ●当資料をご利用にあたっての注意事項等

- ・ 当資料はなかのアセットマネジメント株式会社が作成した資料であり、法令に基づく開示書類ではありません。
- ・ ファンドは、値動きのある有価証券等に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- ・ 信託財産に生じた利益および損失は、全て投資者の皆さまに帰属します。
- ・ 当資料は、なかのアセットマネジメント株式会社が信頼できると判断した情報により作成しておりますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- ・ 投資信託は預金または保険契約ではないため、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。登録金融機関で購入いただいた場合には投資者保護基金の対象にもなりません。
- ・ 本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。