



## 中野 晴啓からのメッセージ



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

米トランプ政権が各国への追加関税を発表した4月初旬より、強烈なマーケットの拒否反応が始まって、世界の株価が大幅下落でその意思を示すと共に、米債券市場も急落となって、ドルも含めた米国トリプル安というマネーの米国逃避に対し、強硬だったトランプ氏もそこから言動が日和り、市場は毎日のように右往左往させられる1か月でした。

トランプ大統領は従前の西側諸国間の共調と互惠を前提とした相互信頼という外交基盤を否定し、自ら米国を孤立主義へと導くことを公言する、国際秩序の破壊者とさえ言えましょう。昨年まで顕著だった、ITハイテク産業が主導して来た米国一強の構図を、米国の為政者が自壊し始めたことで、産業界のグローバルヒエラルキーが、そしてマーケットのトレンドも歴史的ガラポンのステージに入ったのです。

トランプ政策による実体経済の悪化は、これからじわりじわりと顕在化されて行くとすれば、株式市場は暫しの間は更なる調整が続く可能性を否定出来ませんが、私たち長期投資家にとっては、第二次大戦後の国際構造のパラダイム転換を冷静に客観視しながら、悲観の市場は将来成果に向けた絶好の仕込み時と捉えるべきです。そして凹む実体経済はやがて修復に向かう、これが歴史的事実です。

のんびり参りましょう！

## 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

4月の市場は、トランプ政権の対中強硬政策に翻弄される展開となりました。株価の下落局面では、クオリティ・グロース企業の株価が期待通りに底堅く推移しました。これにより、設定来続いていたバリュー優位の相場の潮目が変わりました。

物価高に苦しむ庶民が生活防衛に走る一方、再生可能エネルギーへの支援策や電気自動車への補助金カットが世界規模で生じました。こうした状況を受け、将来の業績を見直さざるを得ない投資先も出てきています。電気自動車の将来の普及ペースが想定以下となる可能性を踏まえ、ポートフォリオの一部改編を行いました。

金利や商品市場の予測は依然として困難であるため、当ファンドでは金融株や資源株を保有していません。この1年間のパフォーマンスのインデックスとの差異は、金融株の有無による影響が大きいと言えます。設定来のパフォーマンスは満足いく結果ではありませんが、コンテンツ関連、リカーリング関連、生活防衛関連のウエイトを順次積み増しており、先月はインデックスにキャッチアップすることができました。

※ 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。

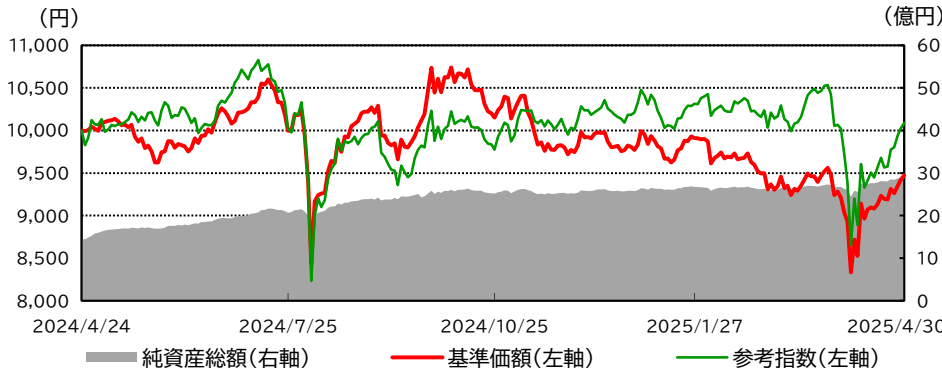
設定・運用は **なかのアセットマネジメント株式会社**  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3406号  
加入協会:一般社団法人投資信託協会  
ホームページ:<https://nakano-am.co.jp/>



当ファンドは、特化型運用を行います。

設定来1年が経過しましたが、苦戦したパフォーマンスの要因もはっきりしています。数年のタームで見れば、金利環境の変化と金融株の保有の有無は、互いに打ち消し合い、中立的な要素と考えています。トランプ政権の突発的とも言える行動は市場を不安定にしますが、企業価値には影響を与えないと見ています。当ファンドのクオリティ・グロース投資のスタイルは長期投資ならではの複利効果も期待できます。信越化学の5000億円規模の自社株買いやソニーの半導体事業スピンオフ報道など、日本企業の変化を肌で感じています。(山本 潤)

## ●基準価額及び純資産総額の推移(2025年4月末現在)



基準価額	9,474円
純資産総額	29億円

※ 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、単位未滿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	2.5%	-4.0%	-8.7%	-5.7%	-	-	-5.3%
参考指数	0.3%	-3.3%	0.3%	-0.3%	-	-	0.9%

※ 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

なかの日本成長マザーファンド	99.5%
現金等	0.5%
合計	100.0%

## ●分配金実績(一万口当たり、税引前)

決算期	第1期	2期	3期	設定来合計
2025/4/24	-	-	-	-
分配金	0円	-	-	0円

※ 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※	88%
-----------	-----

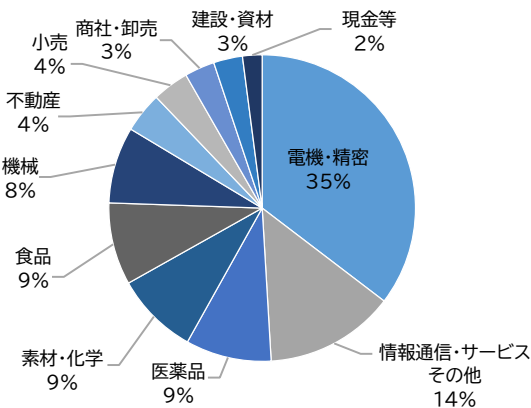
※ ファンドの組入れ内容がTOPIXとどれほど異なるかを測る指標です。80%以上が真のアクティブ型ファンドとされています。  
 解説はコチラ⇒

### ●時価総額別比率

大型株	73.0%
中型株	20.7%
小型株	4.2%
現金等	2.1%
合計	100.0%

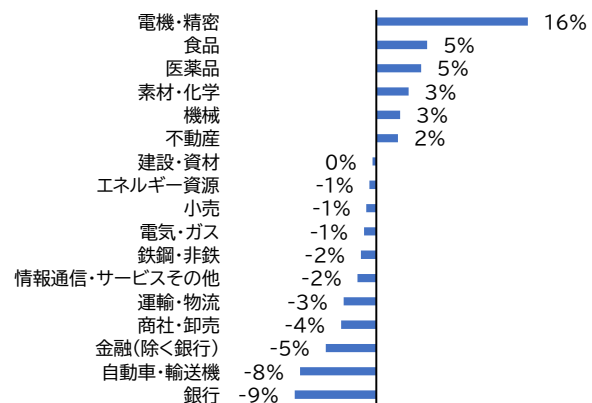
※ 大型株:5,000億円以上  
 中型株:1,000億円以上、5,000億円未滿  
 小型株:1,000億円未滿  
 ※ Bloombergの情報を基に作成しております。  
 ※ 比率はマザーファンドの純資産総額に対する割合です。

### ●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	ソニーグループ (3月)	6758	電機・精密	5.9%
			近年世界で「ジャパニーズ・コンテンツ」が急速に台頭しており、とりわけ戦国時代を舞台にした武士・侍モチーフの作品が存在感を高めています。例を挙げると、フロム・ソフトウェアの『SEKIRO』やコーエーテクモの『仁王』は大ヒットを記録し、新規作品として異例の成功を収めています。筆頭である同社の『Ghost of Tsushima』も大人気を博し、日本文化の深みや美学を映像的に表現する可能性を示しました。	
2	日立製作所 (3月)	6501	電機・精密	4.8%
			新経営計画「Inspire2027」を発表。急速にデジタル化が進む世界において同社の果たす社会的役割は大きいものがあります。生成AIを積極導入して社内エンジニアの生産性向上に結びつけて、顧客へ提供する付加価値の創出力を大幅に高める方針です。ITを既存のインフラ(電力、鉄道、工場)などへ当てはめて、現場のオペレーションの効率化を担う安定成長のビジネスモデルです。付加価値向上と費用効率化を同時に目指します。	
3	信越化学工業 (3月)	4063	素材・化学	4.8%
			同社は極めて高い労働生産性を誇ります。故金川氏が北米のシンテックを立ち上げた際に、現地採用したCEOから40人必要だといわれたことに対し、2名で十分だと反論した話や、ダウ・ケミカルのCEOから「シンテックは最初からリストラされた会社だ」といわれた逸話はあまりにも有名です。営業人員は足元で10名と10年間ほぼ変わっておらず、極限まで効率化されたオペレーションが同社の収益性の高さにつながっています。	
4	荏原製作所 (12月)	6361	機械	4.7%
			2024年12月期は過去最高益でした。細田新社長は売上1兆円の達成を当面の目標としています。規模の追求と最適化により、「真のグローバル企業」を目指します。特に、精密電子セグメントは半導体の微細化に寄与しており同社の収益性の底上げに欠かせない事業です。また、海外M&Aを進めており、中南米市場の開拓のため、ウルグアイのAsanvil社を買収し市場シェアを拡大し長期的な事業成長を目指します。	
5	ツムラ (3月)	4540	医薬品	4.6%
			ツムラは1893年に津村重舎氏が東京・日本橋に「津村順天堂」を創業したことから始まります。意外なことに、ロート製薬の創業者である山田安民氏とは実の兄弟です。津村順天堂の最初のヒット製品は、冷え症や更年期障害に対応する婦人薬「中将湯」でした。津村重舎氏はマーケティングにも長けており、日本初のガスイルミネーション看板や、アドバルーン広告も手掛けたような宣伝方法により「中将湯」の地位度アップを図りました。	
6	味の素 (3月)	2802	食品	4.5%
			2013年に買収した医薬品無菌充填受託会社のアルテア社の株式売却が発表されました。売却に伴い、今期の純利益は前回発表予想の950億から740億へと21%下方修正となりました。北米における製薬企業のR&D(研究開発)費用が抑制傾向にあり市場の見通しが不安定な状況がコロナ禍以降続いていましたが、構造改革の結果増益に転じていたタイミングでの売却となりました。決算説明会では中村新社長の経営方針に期待したいです。	
7	ロート製薬 (3月)	4527	医薬品	4.4%
			4月の運用報告会ではロート製薬の経営企画・IRチームの皆様にご登壇いただきました。ロート製薬の中長期的な経営戦略をご紹介いただいただけでなく、商品のデモンストレーションや、ご参加いただいたお客様とも実のあるディスカッションができ大盛況の報告会となりました。ロート製薬のIRチームは広報、研究開発、連結会計など様々な専門分野の方々で構成されており、チーム全体での組織力の高さに大変感銘を受けました。	
8	朝日インテック (6月)	7747	電機・精密	4.4%
			医療機器メーカーが中国で苦戦する中、同社の中国売上は急成長を遂げています。代理店変更による初期在庫積み増しの影響もありますが、症例数が二桁成長していることも要因として考えられます。「中国心血管健康と疾病報告2023」をみると、疾病死亡率及び死因の構成の約半数は循環器疾患によるものです。高血圧の患者も多く政府が治療するための環境を急速に整えていることが症例数を押し上げているのではないかと推察しています。	
9	東宝 (2月)	9602	情報通信・サービスその他	4.3%
			新宿にある歌舞伎町のランドマークとして、訪問客を魅了するゴジラの実物大頭部のオブジェ、通称“ゴジラヘッド”が、東宝ビルのテラスにそびえ立っています。国内外から訪れる観光客はもちろん、SNS映えするフォトスポットとしても大人気で、その姿を見るたびに日本が誇る怪獣“ゴジラ”の世界的な存在感を改めて実感させられます。お近くにお越しの際は、ぜひ足を運んで迫力の演出とともに“ゴジラ体験”をお楽しみください。	
10	三井不動産 (3月)	8801	不動産	4.3%
			旧築地市場跡地の再開発を、同社を代表とする企業群が進めています。約19万㎡の土地に、約9,000億円を投じ、未来型の街「ONE PARK×ONE TOWN」を創出します。核となるのは5万人超収容の全天候型多目的スタジアムで、スポーツ、コンサート、国際会議など多用途に対応しています。周囲にはホテル、住宅、オフィス、商業施設などが配置され、自然と都市機能の融合を目指し、敷地の約4割を緑化する計画です。	

※ 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	組入比率
			担当者コメント	
11	ヤクルト本社 (3月)	2267	食品	4.2%
		「ヤクルト」の名前の由来はご存じでしょうか？ヤクルト本社の創業者である、代田稔博士が1930年に乳酸菌の強化培養に世界で初めて成功したところからヤクルトの歴史は始まっています。ヤクルトの由来は、19世紀に考案された国際公用語であるエスペラント語でヨーグルトを意味する「Jahurto」という言葉を言いやすいように変更した造語です。世界共通の願いである健康に寄与したいという思いが込められています。		
12	扶桑化学工業 (3月)	4368	素材・化学	4.0%
		同社の純度99.9999%の超高純度コロイダルシリカが展示会「nano tech 2025」でマテリアル賞を獲得。比誘電率2.0の中空シリカを高周波用基板向けの低誘電材ファイラー用途等(基板材料の誘電率を制御・低下させるための無機充填材)に展開した点が評価されました。この製品は同社の主力製品で化学的機械的研磨(CMP研磨)のためのスラリーの材料としてはシェア独占的で、半導体製造プロセスには欠かせないものです。		
13	シスメックス (3月)	6869	電機・精密	4.0%
		トランプ関税の影響が心配されていますが、日本から米国に輸出しているのは検査装置のみで、売上構成比の大きい試薬はすでに現地生産化ができていく状況です。米国向けの検査装置は連結全体の5%程度であり、仮に関税を引き上げられたとしても影響は限定的であると考えています。今期、新型血球計数装置のXRシリーズが順調に伸びているので、来期にかけてグローバル全体で試薬売上は順調に増えていくと期待しています。		
14	コスモ薬品 (5月)	3349	小売	3.9%
		出店は3月末まで93店純増と順調です。4月中旬に2月末第3四半期決算を発表。既存店販売伸び率は1.5%減ですが、累計営業利益額は33%増、316億円で通期計画値到達。売上総利益率が21.2%。単価上昇による増収が継続。競合の値上げにより、同社も価格優位性を保ちながら価格引き上げが可能な年と今期を位置付けており、売上構成比で60%超を占める一般食品の粗利益率改善が増益に寄与している結果とみています。		
15	村田製作所 (3月)	6981	電機・精密	3.8%
		村田製作所は成長戦略の一環として、1,000億円超の大型M&Aを検討しています。対象分野はインダクタやセンサで、国内外の企業が候補とされています。同社の課題は過剰資本です。保有するキャッシュは収益性の高い事業にしっかりと投資することが大切です。自社株買いの金庫株を買収資金に充てると割高な資本コストになってしまうので、負債を原資にM&Aをすべきと当社では考えています。同社は自己株消却もしっかり行っています。		
16	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	3.7%
		同社では、国内主要メーカー各機種に対応した質の高いメンテナンスを実施し、必要に応じた迅速な部品交換、修理、調整を行っています。担当するのは、各機種の基礎知識・ノウハウを徹底的に習得する研修プログラム、STEP24や、OJT研修を経たマルチ・スペシャリスト。STEP24のすべてのステップをクリアし、社内資格に合格しなければ単独での現場担当や夜間・休日の緊急対応ができない、厳しい基準が採用されています。		
17	ダイキン工業 (3月)	6367	機械	3.4%
		東京では新宿西口、大阪ではうめきたエリアに「フーハ」というダイキンの展示施設があり、実際の商品を見ながら楽しめます。エアコンや室外機が分解され中まで見えるようになっており、ダイキンの空調が好きな方や機械好きの方、仕組みを知りたい方にはおすすめです。さらに最近、薄型・カラフルなパネルデザインで部屋のインテリアに調和するエアコン「risora(リソラ)」のショースペースが加わり、パワーアップしました。		
18	島津製作所 (3月)	7701	電機・精密	3.3%
		京都の中京区西生洲町には同社が創業してからこれまでに開発した製品が展示されている、島津記念資料館があります。この資料館は創業100年を記念して創業時の社屋を利用して建てられました。中には明治から昭和時代に作られた仏具や理科の実験道具、音叉、レントゲン装置など様々な機器が置かれています。また、手動で静電気を発生させるための機器なども置かれており、小さいお子さんでも楽しめる施設になっています。		
19	日本電子 (3月)	6951	電機・精密	3.2%
		足元の株価は半導体株全般の低迷の影響を受けていますが、同社の長期的な展望は明るいと考えます。将来の需要増に対応し、昭島市に延べ約2万7000㎡の工場・事務所を増築する計画です。半導体関連のフォトリソマスク描画装置の光学ユニットは半導体のさらなる微細化に必要な不可欠な装置です。また、半導体の最先端投資は今年の後半から徐々に再開される見通しです。また、世界シェアトップ級の透過型電子顕微鏡(TEM)の受注状況も好調です。		
20	神戸物産 (10月)	3038	商社・卸売	3.2%
		3月末で全国1,103店舗を展開する業務スーパーは、同社が運営するフランチャイズ事業。2000年の1号店開店以来、プロの品質と一般家庭にも嬉しい価格帯で、私たちの食生活を豊かにしてきました。自社工場と海外からの直輸入により実現する豊富なオリジナル商品に加え、世界各地の食材も手軽に楽しめるのが魅力。25周年を迎え、これからも地域に根ざした店舗展開と、食の多様性を追求する同社の挑戦に注目が集まります。		

※ 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 担当者コメント	組入比率
21	日本特殊陶業 (3月)	5334	建設・資材 トランプ政権の誕生を踏まえた銘柄の入れ替えにより新たに加わりました。カーボンニュートラル政策の後退が想定されます。電気自動車はそもそも高額であり経済性に劣るため、その普及ペースは修正されつつあります。日本特殊陶業の収益基盤は補修部品としてのスパークプラグであり内燃機関の普及台数に需要は比例します。また、単価が数倍の貴金属プラグの比率が徐々に高まっており、同社の収益成長をけん引しています。	3.1%
22	ジャストシステム (3月)	4686	情報通信・サービスその他 同社が開発した日本語ワープロソフト「一太郎」は2025年に40周年を迎える歴史ある製品です。その特徴は、法的文書作成や公用文の作成に特化した機能を備えていることです。段落設定や日本語組版の精度に優れ、独自の「シート機能」や高度な文書校正機能により、特に弁護士や法律事務職員から根強い支持を受けています。Microsoft Wordが主流となった今日においても、日本の法曹界で一定の地位を保っています。	2.9%
23	浜松ホトニクス (9月)	6965	電機・精密 発行済み株数の3.3%の自社株を消却するなど、資本効率の改善に動き出しています。同社が買収したNKHフォトニクス社の持つファイバレーザは攻撃用のドローンに熱で無力化することができます。弾薬が不要で低コストであり、すでに受注が始まっています。ファイバレーザは量子コンピュータ向けにも使われています。長引いた在庫調整ですが、ようやく一巡しつつあり、足元の低稼働率が解消していく局面が訪れています。	2.4%
24	イリソ電子工業 (3月)	6908	電機・精密 同社の強みは、振動や高温といった悪環境下においては一般的には困難な高速通信に対応ができるコネクタをカスタム設計して提供できることにあります。今後、普及が期待されるプラグインハイブリッド車向け電池の、バック同士を接続するコネクタも対振動性や耐熱性が求められます。電池向けコネクタの需要は足元で増加しておりその恩恵を受けています。株主還元にも前向きで中期経営計画において株主資本配当率5%を目指しています。	2.2%
25	オロ (12月)	3983	情報通信・サービスその他 同社の成長をけん引するクラウドソリューション事業に加え、もう一つの柱であるマーケティングコミュニケーション事業では、戦略策定から広告運用・効果測定、システムの構築や海外製ツール販売代理、運用サポートまでを一貫提供しています。データを活用した改良・改善のサイクルをまわすことで収益性の最大化に貢献しています。中期的には広告・ブランディング投資強化と人材採用を推進し、成長性と収益性を両立していく方針です。	2.0%
26	オムロン (3月)	6645	電機・精密 朝日インテックの欄でも紹介していますが、中国の高血圧有病率は他国に比べて多く、その要因には、生活水準の向上により食習慣や運動習慣が変わっていることなどがあげられます(特にナトリウム摂取量の多さに驚かされます)。日本では1%以下である小児高血圧の有病率も13%程度と非常に高いです。家庭用血圧計を使うことで血圧測定を行う需要は大きく、同社が向き合う社会課題と提供価値の大きさが同社の安定収益を支えています。	1.5%
27	カカコム (3月)	2371	情報通信・サービスその他 同社の株主構成を見ると、創業期からデジタルガレージが筆頭株主であり、2018年の資本・業務提携締結以降、第2位株主はKDDIとなっています。デジタルガレージはフィンテックやAIを軸に、飲食店向けのDXなどを展開、KDDIは保有サービスの連携やデジタルマーケティングなどを通じた新たな付加価値創造を推進しています。双方とも長期的な相乗効果を重視していることから、協業関係のさらなる深化を期待しています。	0.8%



※ 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。

**●新たに組み入れた銘柄****日本特殊陶業（証券コード 5334）**

日本特殊陶業(NGK)の収益の大きな柱の一つがスパークプラグです。スパークプラグは、エンジンの燃焼室に取り付けられた二つの電極（中心電極と接地電極）の間で放電を起こし、その火花で圧縮された燃料と空気の混合気に点火、燃焼させる役割を担います。エンジンは1秒間に何度も点火を繰り返すため、電極は少しずつ消耗し、電極間の隙間が広がると点火効率が悪くなります。そのため、スパークプラグは定期的な交換が必要です。

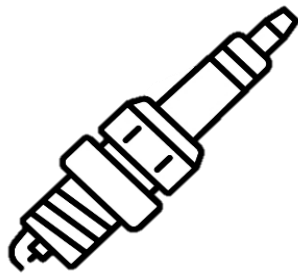
NGKのプラグ売上の多くは、この補修需要によるもので、それが同社の自動車事業の収益増減の変動が比較的小さい理由です。補修需要は、内燃機関を搭載した自動車の稼働台数に比例します。小型エンジンは高回転で点火サイクルが速く、プラグの消耗も早まります。一方、大型エンジンは気筒数が多く、プラグの使用本数も増えます。このように、二輪車や軽自動車から高級車まで、プラグ交換の需要は安定しています。

近年普及しているハイブリッド車も、高い水準でプラグ需要を生み出しています。なぜなら、電動走行とエンジン走行の切り替えが頻繁に行われるため、エンジン始動の回数が多くなり、スパークプラグに大きな負荷がかかるからです。したがって、ハイブリッド車が増えても、プラグ需要が大きく落ち込むことはありません。

また、低価格なニッケル電極から高価格な貴金属電極（白金やイリジウムなど）へのシフトが進んでいることも、NGKの収益成長に貢献しています。これは、製品の構成が長期的に改善傾向にあることを示しています。

将来的な最大のリスクは、内燃機関を搭載しない電気自動車(EV)への完全な置き換えです。しかし、プラグの需要は稼働している内燃機関搭載車の台数に比例するため、今後10年間を見ても、その台数が大きく減少することはないと予想されます。一方で、補修市場における貴金属プラグの割合は、数量ベースではニッケルプラグの半分強に過ぎません。新車市場では逆に貴金属プラグの割合がニッケルプラグの2倍であることを考慮すると、補修市場でも今後、貴金属プラグの割合は増加していくと見込まれます。

現在のNGKの株価指標は割安な水準にあり、ポートフォリオにおいて電気自動車普及の流れを考慮する必要がある中で、トランプ政権の誕生という新たな要素も踏まえ、今回新たに採用することになりました。



※スパークプラグのイメージ  
実際の商品とは異なります。

**●売却した銘柄について****ローム（証券コード 6963）**

売却の判断は、トランプ政権の誕生によるESG投資への影響を考慮したものです。電気自動車は政府補助に依存する傾向がありますが、欧州の軍拡や米国のカーボンニュートラル政策の後退により、普及の不確実性が増えています。当社は同社のSiC事業の成長性を高く評価しており、引き続き重要な投資対象として継続的に注視していきます。





## ●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)	昨年4月25日になかの号が出発してから1年が経ちました。長期投資の旅はまだ緒に就いたばかりですが、運用チームはこの1年でワンチームのパワーをメキメキ高め続けています。出発まではヤマジュンといばちゃんに専ら頼り切りだったポートフォリオは、現在9人のプロフェッショナル集団が整って、とことん長期投資に立脚した事業価値評価のレベルを競い合っています。2年目からの「なかの号」に乞うご期待ください！
 山本 潤	運用部長 兼 チーフポートフォリオ マネジャー	設定来1年が経過しました。必ずしも満足したパフォーマンスではありませんでした。金利上昇によりクオリティ・グロース株への逆風に悩まされた1年でしたが、ようやく、風向きが変わり、4月の反転攻勢につなげることができました。これから、3月決算の企業取材が本格化します。しっかりと対話をし、チーム一丸となって、投資先の付加価値向上に貢献できるように、しっかりとエンゲージメントプランを提供していく所存です。
 居林 通	運用副部長 兼 シニアポートフォリオ マネジャー	投資家心理のブレは時として金融市場の大きな動きにつながります。そして見通しが不透明になると視点がつい近視眼的になりやすいものです。短期的な動きは予想ができないものですし、我々の長期投資にはあまり影響がありません。心理的な影響で下落した株式市場はあとから振り返ってみれば、魅力的な投資機会だった、ということが往々にしてあります。歴史家の視点をもって投資に臨んでいます。
 菅 淑郎	シニアポートフォリオ マネジャー 兼 シニアアナリスト	以前暮らした英国では食料品と赤ちゃん用品は付加価値税がゼロでした。なぜ日本では生存に最も密接な食品にまで8%もの課税対象なのか、ずっと訝しく思っています。さて最近、上場・非上場関係なく、価格競争力があるうえにユニークだという評判でにぎわう食品スーパーをいくつか訪ねました。生鮮3品、冷凍食品、お惣菜・弁当にどこも力が入っています。なかでも圧倒的店舗当たり売上を誇る非上場会社について書きました。note運用部だより「模擬取材準備」の記事を併せてお読み下さい。
 佐藤 栄二	ポートフォリオマネ ジャー 兼 シニアアナリスト	金融業界は専門用語や複雑な仕組みが多く、一般の方にとっては理解の敷居が高い分野です。情報発信の際に心がけているのは、専門用語などをかみ砕いて平易な言葉を用いることです。もちろん、言葉や表現は易しくても、情報の正確性や分析の深さはしっかりと追及していきます。足もとのように変動が大きく不安が高まる局面でこそ、こうした情報発信が大切と考えています。このような取り組みを通じて、お客様の理解を促進することで、「お客様と共に成長できるアナリスト」を目指してまいります。
 大月 天道	シニアアナリスト	初めて取材をする際に特に意識しているのは、企業の沿革と、業界の競争環境の変化を理解することです。今見えている事業ポートフォリオに至るまでの経緯やシェアがどのように変化してきたのか、なぜシェアを上げることができたのか、なぜ競合他社がまねできないのかという点について、可能な限り事前に仮説を立ててディスカッションすることで企業の競争優位(クオリティ)の有無を確認しています。5月に入り決算シーズンが始まりますが、少しでも有望な企業をピック出来るよう精進したいです。
 穂山 美知太郎	シニアアナリスト	ファンドマネージャーの真の良し悪しは、どれだけの場数を踏んでいるかだと聞いたことがあります。経験豊富な運用者は、大混乱の時にこそ慌てず騒がず、このような時こそ投資先の本質的な価値を見つめ直し、割安なタイミングで買い向かうのだとか。それならば、若人は良い運用者にはなれないのでしょうか？そんなことはありません。経験豊富な方々が過去の体験を伝授し、若者は真摯にそれを聞き入れ、自分の中で噛みしめる。なかのアセットにはそのような良い循環が整っていると感じています。
 谷 亜矢野	アナリスト	ファンド・オブ・ファンズの調査では、海外の運用会社との面談が多くあります。戦略理解と分析を通じた優良ファンドの選定が第一の目的ですが、それとは別に私が惹かれるのは各社の独自の歴史です。300年超の伝統を誇る老舗、逆張りの精神を貫く会社、保険屋から発展した会社、異なるスタイルの合併で生まれた会社など。それぞれが唯一無二の成り立ちと企業文化を持ち、その個性は投資哲学や投資プロセスにも色濃く反映されています。この点もnoteを通じて皆さんと共有したいと思います。
 関口 耕大	アナリスト	当社が「長期投資で生活者と社会の幸せに貢献する」というパーパスを掲げて新たに運用を開始して1年となりました。これは、私たち運用チームにとっては、ポートフォリオマネジャーのフィロソフィーを、運用会社全体としていかにナレッジ(知識)とできるかにチャレンジする旅でもありました。向かうべき北極星は見えています。私たちの投資哲学が、投資家である皆様と、独自の価値を提供する投資先企業との懸け橋になれるよう、日々努力を重ねてまいります。今後とも宜しくお願い申し上げます。

※ 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。



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

5月マンスリーレポート

(2025年4月末基準)

4月13日(日)マンスリー運用報告会in大阪<ロート製薬特別対談>の様子

ロートは、ハートだ。

**Rohto** ×  なかのアセットマネジメント



## 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。



4月13日(日)マンスリー運用報告会in大阪<ロート製薬特別対談>を開催しました！

当日は展示ブースにロート製薬さまの商品をご準備いただき、実際に商品に触れる機会も作っていただきました！  
大阪万博の初日でしたが、多くのお客様にご来場いただき、会場は万博にも負けない熱気であふれていました！

#### 【プログラム】

1. 「なかの世界成長ファンド」について (居林 通)  
なかの世界成長ファンドの特徴、世界の株式市場の解説、足元のポートフォリオ
2. 「なかの日本成長ファンド」について (山本 潤)  
なかの日本成長ファンドの2原則
3. ロート製薬 長期的な経営方針について (ロート製薬IRマネージャー西脇さま)
4. ロート製薬の経営理念への共感 (弊社代表 中野 晴啓)
5. アナリストから見たロート製薬の構造的な強み (大月 天道)
6. 会場の皆さまからの質問を含めたディスカッション

#### 【2025年5月～6月は運用報告会です♪】

- 5月24日(土) 運用報告会@仙台(宮城県)
- 5月25日(日) 運用報告会@札幌(北海道)
- 5月31日(土) 運用報告会@福岡(福岡県)
- 6月1日(日) 運用報告会@広島(広島県)
- 6月8日(日) 運用報告会@名古屋(愛知県)
- 6月15日(日) 運用報告会@大阪(大阪府)
- 6月22日(日) 運用報告会@東京(東京都)

その他、通常セミナーやオンラインセミナーも随時開催中♪

セミナースケジュールはこちら



<https://nakano-am.co.jp/seminar/>





## ●投資コラム「トレンドとサイクル(その3)」

先月の投資コラム「トレンドとサイクル(その2)」では、日本国における1980年代のピーク圏から直近の2020年代のボトム圏まで40年に及ぶ、低迷・衰退局面での歴史的事象と背景について俯瞰しました。今回(その3)は、次の反騰局面に転じる際の新たな国家像や成長の牽引役について言及する予定でした。しかし、4月に入ってからのトランプ政権による追加関税政策の具体的な発動により、金融市場が大きく乱高下を始めましたので、「トレンドとサイクル」という観点からみた、投資判断の方法論や投資スタイルに触れた上で、投資行動のヒントを考えてみたいと思います。

まず、投資対象(=債券、株式)と金融市場の価格(=金利、株価)から判断される「トレンドとサイクル」は、

- ・トレンド：国家や企業の中期成長性の方向と程度(年率成長率)
- ・サイクル：市場に流入する資金需給により形成される価格(その移動平均線)

と認識することが出来ます。

そして、債券(金利変動)と株式(個別銘柄)におけるトレンドは、

- ・債券：景気見通し、金余り状況、中央銀行の金融政策の方向性など
- ・株式：当該企業の中期的な利益成長性や企業価値の増減など

のファンダメンタルズ要因(=投資の基礎的要因)を反映し、3~5年程度のコンセンサス予想に基づいています。

同様に、この両者のサイクル(市場価格としての波動性)は、

- ・資金需給：売りと買いの資金エネルギーのせめぎ合い
- ・投資家センチメント：投資家における強気・弱気心理のブレ

などのマーケット要因により形成されると考えられます。

従って、現時点での市場価格を踏まえての投資判断(売りor見送りor買い)をする為には、

- ・トレンドを形成する現在(及び将来予想)のファンダメンタルズ要因
- ・サイクルを形成している資金需給、投資家心理などのマーケット要因

の両者を勘案して総合判断することが、基本的な投資スタンスとなります(添付図を参照)。

これらの複合的な判断要因のうち、何を重視して投資判断をするのかによって、「投資スタイル」(グロース投資、バリュート投資、テクニカル投資)が決まります。

- ・グロース投資：構造要因 (長期的投資期間)
- ・バリュート投資：循環要因&バリュエーション要因 (中・短期的投資期間)
- ・テクニカル投資：マーケット要因 (短期的投資期間)

現状のような先行きの見通しが困難で、循環要因(景気鈍化、円高懸念、企業業績の減益懸念など)の不透明感が強い波乱期での日本株投資は、構造要因のなかでもミクロの要素である中期利益成長や付加価値増殖が着実に見込める、信頼度の高い個別銘柄を選別して投資することの方が、リスクは少ないと考えられます。

(次月号に続く)



### 投資環境・金利・株価 要因判断シート

投資判断要因	ファンダメンタルズ要因(トレンド)	構造要因	(マクロ) 経済潜在成長性
			(マクロ) 公的債務状況
			(マクロ) 政治・政権安定性
		循環要因	(ミクロ) 企業中期利益成長性
			(ミクロ) 企業経営改革進展度合い
			(ミクロ) 企業付加価値増殖度合い
	マーケット要因(サイクル)	資金需給	(マクロ) 内外景気
			(マクロ) 金融政策
			(マクロ) 為替
	バリュエーション要因(投資価値分析)	投資家センチメント	(ミクロ) 企業業績
テクニカル分析			

執筆者 プロフィール  
常勤監査役 田淵 英一郎

1978年に野村証券投資信託委託(現野村アセットマネジメント)に入社以来、47年間資産運用業務に従事

企業調査アナリスト5年、ファンド運用17年、資産運用会社マネジメント業務17年、監査業務8年などの業務経験

野村アセット元執行役員株式投信運用部長、元執行役トレーディング本部長。野村ファンド・リサーチ元常務取締役

キャピタルアセットマネジメント元代表取締役社長。みんかぶ(現ミンカブ・ジ・インフォノイド)前常勤監査役。立正大学学園前監事

2024年7月よりなかのアセットマネジメント株式会社常勤監査役

※ 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。



## ～当社CIO(最高投資責任者)中野の見聞録～ 【今月の総移動距離 4,528km】



### 【今月の総移動距離 4,528km】

- 4/12 (土) 大和八木
- 4/13 (日) 大阪
- 4/19 (土) 広島
- 4/20 (日) 高松
- 4/26 (土) 倉吉
- 4/27 (日) 広島
- 4/28 (月) 滋賀



当社ファンドの運用開始から1周年となる4月は西日本を中心にあちこちへお邪魔してきました。皆さまにあたたかく迎えていただいています♪

いよいよ来月からは全国7都市で開催する運用報告会がスタートします。これからも多くの皆さまに当社のことを知ってもらおうべく、各地へお邪魔いたします。

### ～編集後記～

当社のファンドは運用開始から2年目に突入しました！  
2年目もセミナー活動を中心に全国津々浦々まわっていく計画を立てています。1年目にお邪魔することが出来なかったところにもどんどんお伺いします！  
セミナー会場で皆さまとお会いできることを社員一同楽しみにしています♪ (秋元 祐毅)

follow me!

各公式SNSで情報を発信しています！



note







## ●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、短期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か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月末現在のものです。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	○		○	
三菱UFJ eスマート証券株式会社	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	○		○	
広田証券株式会社	金融商品取引業者	近畿財務局長(金商)第33号	○			
徳島合同証券株式会社	金融商品取引業者	四国財務局長(金商)第5号	○			
松井証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長(金商)第164号	○		○	

※ 販売会社には取次金融機関を含みます。

### ●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。