

2022年10月-12月期 運用状況のアップデート

当レポートは、コムジェストの運用哲学、手法、運用状況をお伝えするために作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。最終ページの留意事項を必ずご覧ください。

コムジェストの投資哲学・投資方針

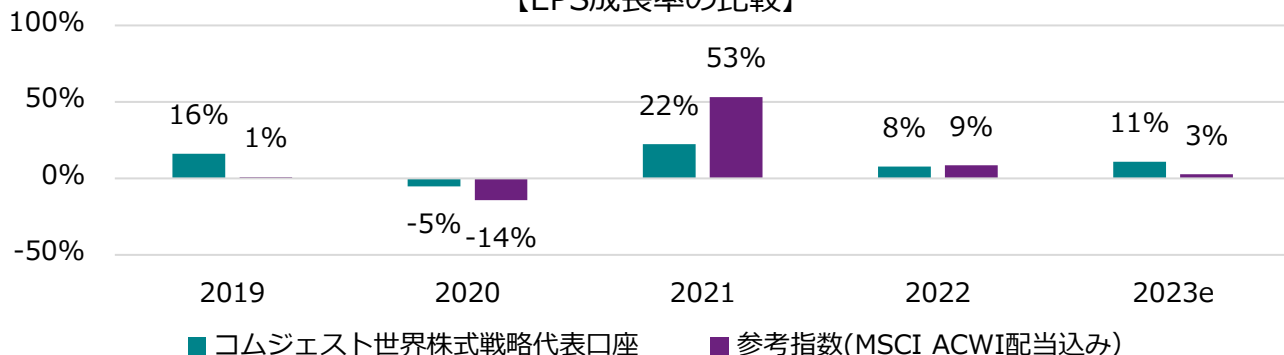
- クオリティグロース企業を厳選し、長期投資を行うことで、お預かりしている資産の長期的な成長を目的として運用を行います。
- クオリティグロース企業とは、長期的に高い利益成長が実現できると期待される企業です。競合他社を寄せ付けぬ参入障壁、技術力、特許、ユニークなビジネス基盤などを持ち、それらの強さを維持向上できるような企業文化や経営陣を有する企業です。
- 長期的な視点で投資を行う理由は、株価成長率は長期的には企業のEPS（1株当たり純利益）成長率に連動する、と考えているためです。

2022年の振り返りと2023年の運用方針について（世界株式戦略）

2022年の世界の株式市場は厳しい一年に：ここ数年の低金利、低インフレ、低GDP成長という、成長企業にとって好ましい相場環境から一転、2022年はウクライナ問題によるエネルギー価格の高騰、尾を引くサプライチェーンの逼迫等によるインフレ高進、各国の利上げ実施等により株式市場は転機を迎える展開となりました。このような状況の中、当社の世界株式戦略は、①成長企業のPERの大幅な低下、②株価が上昇したエネルギー株や金融株をクオリティの面から非保有、または、最小限の保有に留めていること等から、参考指数（MSCI ACWI配当込み/円ベース）を下回る結果となりました。足元、当戦略は苦戦を強いられているものの、投資先企業の堅調な利益成長と回復力には概ね満足しています。その理由として、それらの企業は強い価格決定力（コスト上昇を顧客に転嫁する能力）を発揮していることが挙げられます。そのため、当戦略の5年平均EPS成長率は約13%と厳しい環境においても年率2ケタ成長を継続するものと予想しています。

今後の展望と運用方針：2023年については、市場参加者の多くが景気後退を予想しており、悲観的な見方をしているようです。景気後退は穏やかで短いものなのか、長い危機なのか、インフレはどのように進行し、中央銀行はそれに対抗するためにどのような戦略を取るのだろうかといったことに市場の関心は集まっていますがそれらを予測することはできません。しかし、経済状況がさらに悪化した場合、市場は金利よりもクオリティ、収益の回復力、成長見通しを重視するようになると当社は確信しています。当社は長期投資家として、投資先企業の長期的な展望に期待を寄せています。そのため、市場の変動がもたらす機会を捉え、既存のポジションを強化し、また、長年調査を行ってきた魅力的な投資候補企業に新規投資を実施することで、引き続き、投資家の皆様に高いリターンをお届けすべく、最適なポートフォリオの運用に努めてまいりたいと考えています。

【EPS成長率の比較】



データ：2022年12月末時点。データソース：Factset, Comgest S.A. *データはコムジェストによって設定・運用管理されているグローバル株式戦略の代表口座のデータ。代表口座、その選択方法、およびコンボジットのGIS準拠のプレゼンテーションの入手方法については、資料ご利用に当たっての留意事項を参照してください。コムジェストは、今後数ヶ月間に公表される将来予想数値と実際の市場データとの間に生じる可能性のある差異について、いかなる責任も負いません。当資料は情報提供を目的としており、過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。また、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

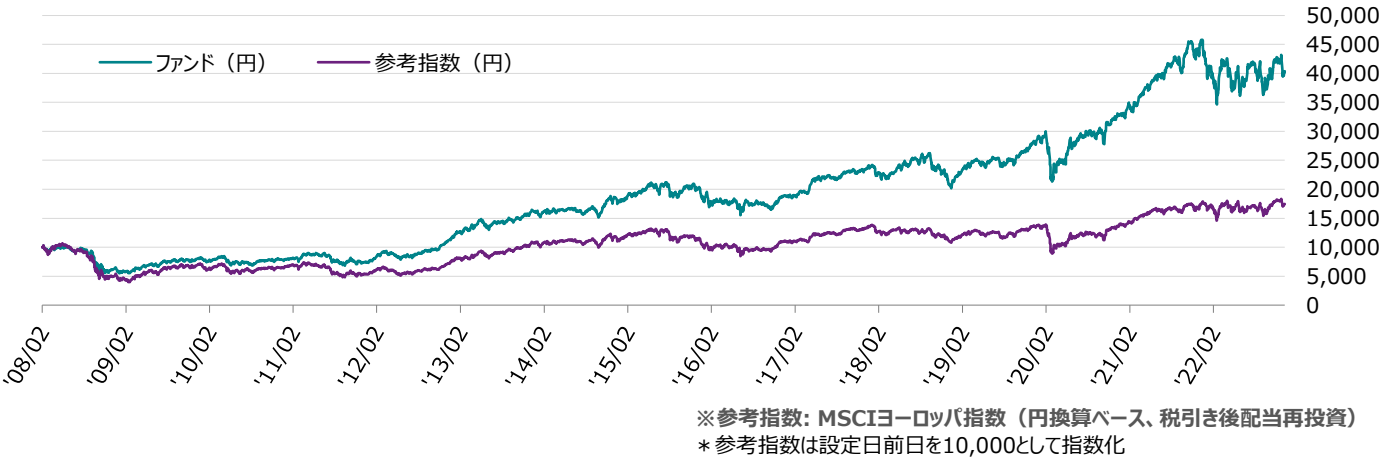
コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略

日本籍私募投信マザーファンド

2022年12月末現在

累積パフォーマンス(%)

設定日＝2008年2月22日



	過去3カ月	過去6カ月	過去1年	過去3年（年率）	過去5年（年率）	設定来（年率）
ファンド	9.98	3.59	-11.79	12.51	11.43	9.84
参考指数	11.62	3.92	-0.68	8.24	5.54	3.81
+/-	-1.64	-0.33	-11.11	4.27	5.89	6.03

保有上位10社（銘柄総数39： 株式組入比率：94.0%）

名前	国	概要・特徴	保有比率
1 ノボ・ノルディスク	デンマーク	世界大手の製薬会社、糖尿病治療薬の世界的リーダー	8.1%
2 ASMLホールディング	オランダ	半導体製造装置メーカー。先端半導体の生産に不可欠な EUV（極端紫外線）リソグラフィ（露光）装置で世界最大手	6.7%
3 エシロールルックスオティカ	フランス	世界最大のアイウェアメーカー	6.3%
4 LVMHモエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン	フランス	世界最大の高級品コングロメリット	5.0%
5 リンデ	イギリス	産業用ガス分野の世界最大手	4.6%
6 アルコン	スイス	世界最大級のアイケア医療機器グローバル企業	4.0%
7 ストロマン・ホールディング	スイス	スイスの歯科用インプラントメーカー	3.7%
8 アクセンチュア	アイルランド	アイルランドに本社を置く、世界的なコンサルティング会社	3.6%
9 エクスペリアン	イギリス	アイルランドの信用調査大手	3.4%
10 ダッソー・システムズ	フランス	欧州最大級のソフトウェア開発企業	2.9%

データ:コムジェスト・アセットマネジメント

パフォーマンスは、信託報酬を控除しておりません。1年以上の騰落率は年率平均（複利ベース）。
日本籍私募投信は、戦略のパフォーマンスをご理解頂くために提示していますが、一般の投資家の方は直接買い付けることはできません。
参考指数は、MSCI Europe指数・税引き後配当再投資(EURベース)を使用。参考指数の騰落率は、基準日前営業日の現地終値に対EUR為替レート（三菱UFJ銀行対顧客電信売買相場の基準当日（東京）の仲値）を乗じて算出しています。本資料の情報は、お客様に通知なしに変更されることがあります。当社の事前の許可なく、本資料を第三者へ交付することはご遠慮下さい。
指数は、パフォーマンスの評価の目安としてのみ利用しており、指数と同じ銘柄に投資しているという事を示すものではありません。
財産権、その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。同社は、同指数の内容を変更・公表を停止する権利を有しています。
資料の用いられた運用実績に関するグラフ、数値その他いかなる内容も過去のものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

運用状況について

10-12月期のパフォーマンスについて

・欧州株式市場が上昇（参考指数は+11.62%）する中、当ファンドも+9.98%となりました。
 ・パフォーマンスにプラス寄与となった主な企業は、ノボ・ノルディスク（デンマーク/医薬品大手）、エシロールルックスオティカ（フランス/メガネレンズ、アイウェア世界最大手）、ASMLホールディング（オランダ/半導体露光装置大手）等でした。一方、マイナス寄与となった主な企業は、アクセンチュア（アイルランド/コンサルティング）、テレパフォーマンス（フランス/コールセンター）、ロシュ・ホールディング（スイス/医薬品大手）等でした。
 ・インフレによるコスト上昇圧力、ウクライナ問題、景気後退懸念による消費者心理の悪化等、市場には逆風が吹くものの、当社の投資先企業に関しては質の面から高い価格決定力を有しており、2023年もEPS2ケタ成長が見込まれています。

主な投資行動

・当初想定していた投資の前提を満たせなくなってきたプロサス（オランダ/一般消費財・サービス）、コーポレートガバナンスや労使関係の面でリスクを抱えているとの見方を強め、ポジションを削減していたテレパフォーマンス（フランス/資本財・サービス）、ロシュ・ホールディング（スイス/医薬品大手）をより魅力的な投資機会に資金を振り向けるため、全売却しました。
 ・また、変動金利債務が多いため、金利上昇リスクが懸念されるアイコン（アイルランド/眼科用医療機器メーカー）等のポジションを一部削減した一方、成長への確信度が高く、株価水準が魅力的であると判断したロンザ・グループ（スイス/ヘルスケア）、ダヴィデ・カンパリ（イタリア/酒類メーカー）、ネメチェック（ドイツ/情報技術）等の買増しを実施し、最適なポートフォリオの構築に努めました。
 ・当ファンドでは、どのような経済環境においても持続的な利益成長を遂げると予想される強靱な企業を選定・集中投資しており、短期的なマクロ経済の動向に基づく見方を必要としない運用を行っています。また、株価下落により優良企業に割安感が出てきた企業も増えており、魅力的な買い場と見ています。底値のタイミングを計ることはできませんが、この機会を慎重に伺いながらも、積極的に捉えていく方針です。

過去3年のパフォーマンス寄与 上位下位企業

・パフォーマンスのマイナス寄与企業のうち、オーピア（フランス）は、ずさんな経営実態や介護時の注意義務違反を告発する痛烈な批判本が出版される等、メディアで様々な疑惑が報じられ、CEO交代、独自調査の開始を決定しました。疑惑の極一部でも事実であるとすれば、コムジェストが定める厳格なクオリティ基準を同社がクリアしているのか疑念を抱かざるを得ないため、全売却しました。

【過去3年のパフォーマンス寄与企業】（2020年1月～2022年12月）

寄与上位3社	国	業種	平均保有比率 (%)	パフォーマンス (%)	保有状況
ASMLホールディング	オランダ	情報技術	6.26	123.50	継続保有
ノボ・ノルディスク	デンマーク	ヘルスケア	5.49	178.76	継続保有
LVMHEエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン	フランス	一般消費財・サービス	3.50	92.55	継続保有
寄与下位3社	国	業種	平均保有比率 (%)	パフォーマンス (%)	保有状況
アディダス	ドイツ	一般消費財・サービス	0.99	-54.69	継続保有
オーピア	フランス	ヘルスケア	1.53	-68.37	全売却
アソシエテッド・ブリティッシュ・フーズ	イギリス	生活必需品	0.36	-29.01	全売却

データソース：Factset

コムジェスト・ヨーロッパ株式戦略

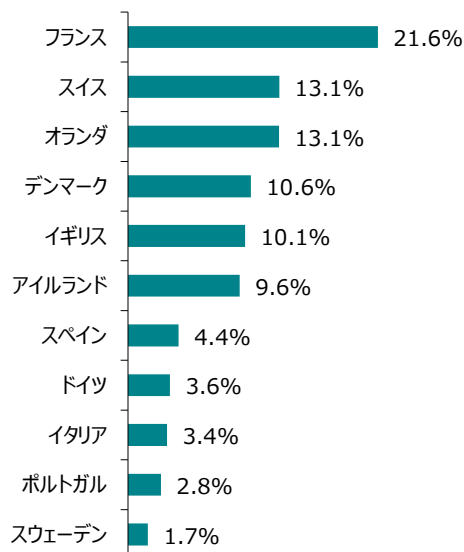
日本籍私募投信マザーファンド

2022年12月末現在

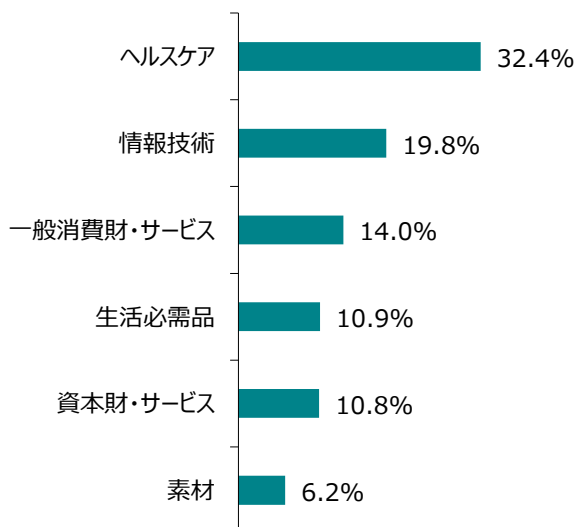
保有上位企業の注目点

1 ノボ・ノルディスク	同社は、糖尿病や慢性疾患の克服を掲げる糖尿病薬世界トップシェアを握る企業です。研究開発を糖尿病領域等に絞り込んで行った結果、糖尿病治療薬で高い技術力とマーケットシェアを獲得。糖尿病治療薬及び肥満ケアでのマーケットシェア拡大と、市場の拡大から恩恵を受けると予想しています。
2 ASMLホールディング	同社は、先端半導体の生産に不可欠なEUV（極端紫外線）リソグラフィ（露光）装置の世界最大手であり、市場を独占しています。その背景は、EUV装置の製造過程をモジュール化し、コア技術以外の技術をオープンにすることで部品メーカーとの分業体制を構築したことにより、同社は他社の追随を許さないコア技術の確立に成功しました。同社の顧客である半導体メーカー大手3社（米インテル、台湾セミコンダクター（TSMC）、韓国サムスン電子）はEUV技術による生産計画を示していますが、これはEUVへの生産シフトが今後数年間、同社の収益成長を支える原動力となることを意味します。
3 エシロールルックスオティカ	エシロールとルックスオティカの経営統合により設立（2018年）。圧倒的な市場シェアと強力なブランド、技術ノウハウを持っています。スマートグラス（AR技術を搭載した新世代眼鏡）の開発など、近視コントロール、老眼などへの次世代ソリューションも提案しています。新興国における中間所得層の増加と世界的な高齢化・都市化に伴う近視・老眼の増加・日焼け対策需要の恩恵を受けると考えます。
4 LVMHE・ヘネシー・ルイ・ヴィトン	同社は高級ブランドのルイ・ヴィトン、クリスチャン・ディオール、フェンディ等や高級酒類のヘネシー、モエ・エ・シャンドン、ドン・ペリニオン等、複数の高級ブランドを傘下に有する高級品コングロマリット。同社の参入障壁は長い歴史を経て醸成された「ブランド」そのものにあります。ラグジュアリーブランドは価格競争に巻き込まれにくい特徴があり、また、同社は事業規模の大きさから、小規模な競合他社に対してマーケティング費用で圧倒的な優位性があります。世界的な富裕層の増加、中国等の新興国における中間所得層の増加、新興国市場への地理的拡大による成長が見込まれます。
5 リンデ	同社は、ドイツのリンデ社と米ブラクスエア社の経営統合により設立された持ち株会社であり、産業用ガス分野の世界最大手です。水素製造事業ブラクスエア社は市場規模が「世界3強」の1つとなっており、水素市場の拡大期待とともに長期的な成長への確信度が高まっています。長期的な視点を持った経営陣についても評価しています。

— 国別



— 業種別



データソース：T-star, Comgest S.A.

国別はComgest S.A.またはMSCI分類に、業種別はGICS（世界産業分類基準）セクター分類に基づいております。比率は純資産総額に対する割合です。

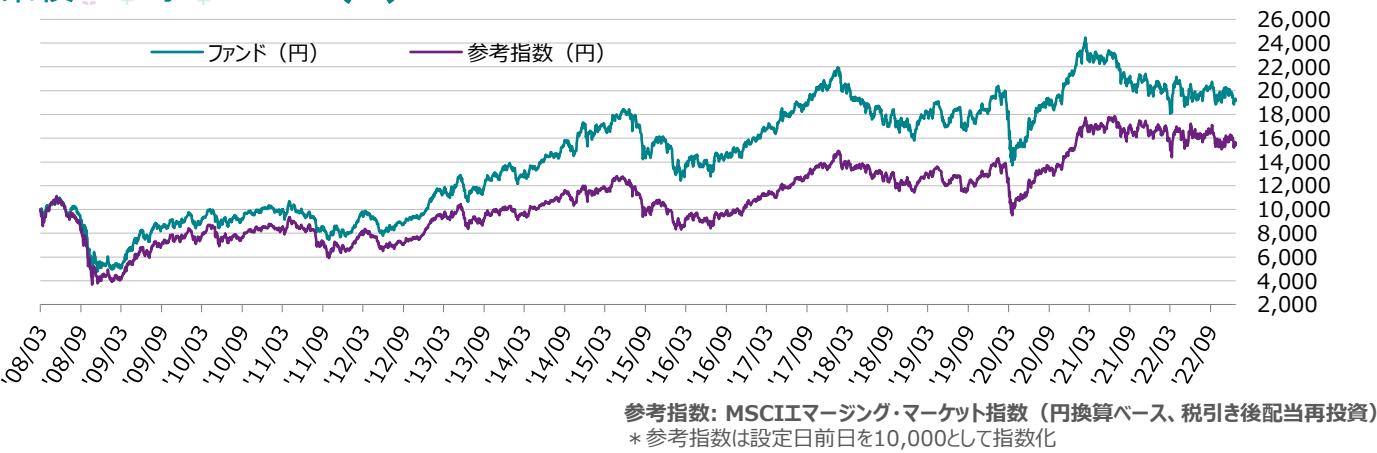
コムジェスト・グローバル・エマージング市場株式戦略

日本籍私募投信マザーファンド

2022年12月末現在

累積パフォーマンス(%)

設定日＝2008年3月7日



	過去3カ月	過去6カ月	過去1年	過去3年 (年率)	過去5年 (年率)	設定来 (年率)
ファンド	1.62	-3.56	-5.49	-0.72	-1.82	4.48
参考指数	0.93	-6.86	-6.64	3.64	1.93	2.97
+/-	+0.69	+3.30	+1.15	-4.36	-3.75	+1.51

保有上位10社（銘柄総数38： 株式組入比率：96.0%）

名前	国	概要・特徴	保有比率
1 インナ・モンゴル・イーリー・インダストリアル・グループ（内蒙古伊利実業集団）	中国	中国の大手乳製品メーカー。長期的視野をもった経営陣を有する。生乳、粉ミルク、ヨーグルト、アイスクリーム、チーズ等バランスの取れた製品群を製造・販売	5.7%
2 フォメント・エコノミコ・メヒカノ	メキシコ	ラテンアメリカ最大のボトリング会社、かつ、メキシコ3番手の小売業者	5.3%
3 B Bセグリダーデ・パルティチパソエス	ブラジル	ブラジルの大手保険会社	5.3%
4 HDFC	インド	個人向け住宅金融事業を主とするインド大手の金融グループ	5.0%
5 台湾セミコンダクター（TSMC）	台湾	世界最大のロジック半導体ファウンドリー（受託製造企業）	4.9%
6 AIAグループ	香港	アジア最大級の保険グループ	4.6%
7 ウェグ	ブラジル	ブラジルの大手重電メーカー	4.0%
8 マルチ・スズキ	インド	インドの大手自動車メーカー	3.8%
9 デルタ電子	台湾	台湾の大手電源管理製品・システムメーカー	3.7%
10 パワー・グリッド・コーポレーション・オブ・インド	インド	インドの国営送電会社	3.7%

パフォーマンスは、信託報酬を控除しておりません。1年以上の騰落率は年率平均（複利ベース）。
日本籍私募投信は、戦略のパフォーマンスをご理解頂くために提示していますが、一般の投資家の方は直接買い付けることはできません。
参考指数は、MSCI Emerging Markets 指数・税引き後配当再投資(USDベース)を使用。参考指数の騰落率は、基準日前営業日の現地終値に対USD為替レート（三菱UFJ銀行対顧客電信売買相場の基準当日（東京）の仲値）を乗じて算出しています。
本資料の情報は、お客様に通知なしに変更されることがあります。当社の事前の許可なく、本資料を第三者へ交付することはご遠慮下さい。
指数は、パフォーマンスの評価の目安としてのみ利用しており、指数と同じ銘柄に投資しているという事を示すものではありません。
財産権、その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。同社は、同指数の内容を変更・公表を停止する権利を有しています。
資料の用いられた運用実績に関するグラフ、数値その他いかなる内容も過去のものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

運用状況について

10-12月期のパフォーマンスについて

・新興国市場は小幅上昇中（参考指数は+0.93%）、当ファンドは+1.62%となりました。
 ・パフォーマンスにプラス寄与となった主な企業は、フォメント・エコノミコ・メカノ（メキシコ/飲料メーカー・コンビニ大手）、BBセグリダー・パルティチパソエス（ブラジル/生命保険大手）、AIAグループ（香港/アジア最大の保険グループ）等となりました。一方、主なマイナス寄与企業は、以下の通りです。
インナー・モンゴル・イーリー・インダストリアル・グループ（内蒙古伊利実業集団）（中国/乳製品大手）：2022年7-9月期決算は消費低迷、原材料価格の上昇の影響から利益率が低下する等、低調な結果となりました。
ロカリザレンタカー（ブラジル/レンタカー大手）：ウニダス社買収後、初となる決算発表となった2022年7-9月期決算は営業利益は3割増となったものの、売上高、EPSが市場予想に届かず、強弱入り混じる結果となりました。
マルチ・スズキ（インド/インド最大手自動車メーカー）：株価に影響するニュースはありませんでした。
 ・なお、マイナス寄与企業については、長期的には質の高い利益成長を継続する可能性が高いと考えることから、投資判断に変更はなく、継続保有の方針です。

主な投資行動

・香港証券取引所に新規投資を実施しました。全売却した銘柄はありません。
 ・香港証券取引所は、現物、先物・デリバティブ、金属取引所と決済機構を運営しています。中国では対外金融投資が増加する見通しで、2030年には1.7兆ドルに達する可能性があります。取引の大部分は香港証券取引所でのストックコネクトを通じて行われる可能性が高いことから、同社は取引量の長期的な増加が見込まれます。また、米中対立による中国企業のADR上場廃止を受けた香港上場の増加は同社に利益をもたらすと見ています。長期的な成長への確信度が高まったために新規投資を実施しました。

・この他に、株価が堅調に推移し、相対的に割高になった企業や成長への確信度が低下した企業についてはポジションを一部削減し、株価水準が魅力的な企業、成長への確信度が高まった企業の買増しを実施しました。

・2022年は景気減速による企業業績の下方修正が本格化し、市場のボラティリティが高まることを予想し、全体的にポートフォリオのディフェンシブ性を重視した運用に努めました。結果として、情報技術、コミュニケーション・サービスセクター等の比率が低下し、生活必需品、ヘルスケア等の業績が景気に左右されにくい企業の比率が高まりました。

過去3年のパフォーマンス寄与 上位下位企業

・パフォーマンス下位企業のうちCCR（ブラジル/高速道路・地下鉄・空港の民間管理会社）は政府・自治体からの支払い遅延が継続していたこと等、不確定要素の増加により成長への確信度が低下したため全売却しました。

【過去3年のパフォーマンス寄与企業】（2019年12月～2022年12月）

寄与 上位3社	国	業種	平均保有比 (%)	パフォーマンス (%)	保有状況
台湾セミコンダクター (TSMC)	台湾	情報技術	5.92	63.72	継続保有
ネットイース (網易)	中国	コミュニケーション・サービス	3.65	50.25	継続保有
HDFC	インド	金融	4.36	86.44	継続保有
寄与 下位3社	国	業種	平均保有比 (%)	パフォーマンス (%)	保有状況
アリババ・グループ (阿里巴巴集団)	中国	一般消費財・サービス	2.29	-58.01	継続保有
ピンアン・インシュアランス (中国平安保険)	中国	金融	3.87	-24.26	継続保有
CCR	ブラジル	資本財・サービス	0.84	-43.75	全売却

データソース: Factset

コムジェスト・グローバル・エマージング市場株式戦略

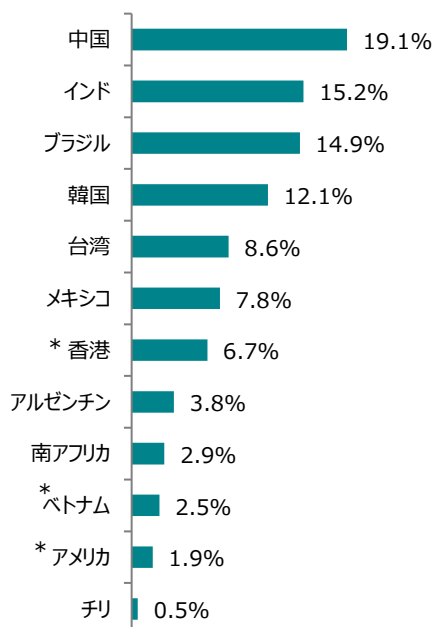
日本籍私募投信マザーファンド

2022年12月末現在

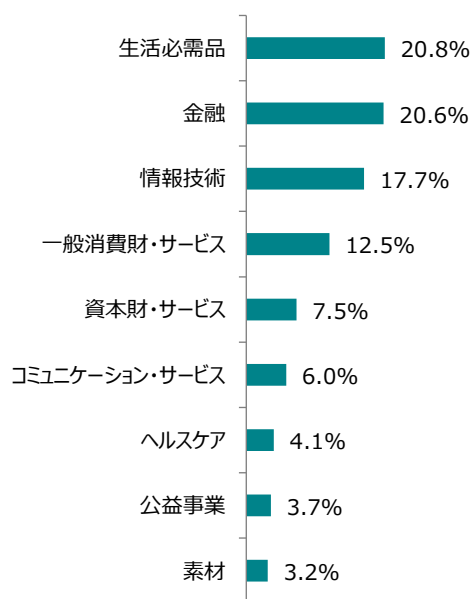
保有上位企業の注目点

1	インナ・モンゴル・イーリー・インダストリアル・グループ（内蒙古伊利実業集団）	中国最大級の乳製品企業。生乳、粉ミルク、ヨーグルト、アイスクリーム、チーズ等を製造・販売。広範囲に分散型の販売網を構築していることに加え、その販売網を効率的に活用する販売力を有します。バランスの取れた商品群を有しているため、各セグメントの需要拡大にアプローチできています。長期的なビジョンを持った経営陣を有し、大きな環境リスクにさらされている同社は環境問題に積極的に取り組んでいます。例えば節水対策・炭素排出量の削減・自然に分解される包装材の使用などです。また、コムジェストのエンゲージメントを通じて2019年よりCDPのアンケート（気候変動、水、森林）に参加しています。また、サプライチェーン全体をカバーする独自の品質管理システムの構築など積極的な安全性への取り組みにより消費者からの信頼を得ています。
2	フォメント・エコノミコ・メカノ	ラテンアメリカ最大のボトリング会社でメキシコ国内3番手の小売業者。ボトリング事業、ビール事業と小売事業のシナジー効果による利益成長が強みです。同社の小売り事業であるO X X Oの力強い成長が期待されます。
3	B Bセグリダーデ・パルティチパソエス	ブラジルの大手生命保険会社。ブラジル最大の商業銀行であるブラジル銀行の販売チャネルを活用し、保険販売等の金融サービスを提供。国際的な金融機関との合併会社の保険商品を販売するブローカレッジ事業と保険収入が主な収益源となっており、金融収益への依存が少ないことから、比較的风险が抑制されたビジネスモデルが特徴となっています。ブラジルの中間所得層の増加の恩恵を受けると考えられます。
4	HDFC	ミッションは「万人のための住宅」。インド国内における住宅不足解消と住宅保有率向上を目的に設立されたインド最大手の住宅専門金融会社（シェア約15%）。傘下に銀行、生損保、資産運用会社等を持つ。住宅ローンの低普及率（名目GDP比10%、中国は18%、米国56%）、政府の支援策、人口動態、都市化、核家族化等の同国の長期的・構造的変化の恩恵を受けるものと見ています。顧客第一主義に根差した質の高いサービスにより築かれた高いブランド力と信頼が参入障壁となっています。
5	台湾セミコンダクター（TSMC）	ファウンドリー市場の世界シェアは50%以上。売上は業界2番手の企業の約3倍規模。高機能・高性能のプロダクトでは約70%のシェア。5nmの半導体を安定的に製造できるのは当社のみであり、ハイテク機器を製造するには当社の協力が不可欠となっています。莫大な資金が必要な半導体製造業界において、初めて製造に特化したビジネスを確立し（それまでは垂直統合型が主流）、膨大な設備投資を続けることで築き上げた技術が参入障壁となっています。

— 国別



— 業種別



データソース：T-star, Comgest S.A. *MSCI エマージング指数構成国に含まれない国。

国別はComgest S.A.またはMSCI分類に、業種別はGICS（世界産業分類基準）セクター分類に基づいております。比率は純資産総額に対する割合です。

コムジエスト・日本株式戦略

日本籍私募投信マザーファンド

2022年12月末現在

設定日 = 2016年3月10日

累積パフォーマンス(%)



※参考指数：東証株価指数（TOPIX）（配当込み）

* 参考指数は設定日前日を10,000として指数化しています。

	過去3カ月	過去6カ月	過去1年	過去3年（年率）	過去5年（年率）	設定来（年率）
ファンド	2.61	4.02	-15.75	3.58	4.59	9.07
参考指数	3.26	2.44	-2.45	5.70	3.23	7.57
+/-	-0.65	+1.58	-13.30	-2.12	+1.36	+1.50

保有上位10社（銘柄総数44： 株式組入比率：96.2%）

名前	概要・特徴	保有比率
1 第一生命ホールディングス	国内生命保険大手	3.9%
2 神戸物産	ディスカウント食品スーパーの「業務スーパー」を展開	3.4%
3 日本空港ビルデング	羽田空港旅客ターミナルの管理運営会社	3.1%
4 パン・パシフィック・インターナショナルホールディングス	総合ディスカウントストア「ドン・キホーテ」等を運営する小売り大手	3.1%
5 オリエンタルランド	米ディズニーとの専属契約のもと、千葉県浦安市舞浜地区で「東京ディズニーリゾート」を運営	3.0%
6 シスメックス	血液検査機器に強みを持つ医療機器メーカー	3.0%
7 オリックス	リースを中心に融資、投資、保険業等の幅広いサービスを提供する金融サービス会社	2.9%
8 ニトリホールディングス	家具・インテリア専門小売りチェーン大手	2.9%
9 ファーストリテイリング	ファッションブランド「ユニクロ」をライフウェアとして再定義し、グローバルに展開する大手カジュアル衣料品メーカー	2.9%
10 ソニーグループ	6つの事業セグメントをもつ総合エンターテインメント企業（ゲーム・映画・音楽・エレクトロニクス・半導体・金融）	2.8%

データ：コムジエスト・アセットマネジメント

パフォーマンスは、信託報酬を控除しておりません。1年以上の騰落率は年率平均（複利ベース）。

日本籍私募投信は、戦略のパフォーマンスをご理解頂くために提示していますが、一般の投資家の方は直接買い付けることはできません。

参考指数は、東証株価指数（TOPIX）（配当込み）を使用。

指数は、パフォーマンスの評価の目安としてのみ利用しており、指数と同じ銘柄に投資しているという事を示すものではありません。

資料の用いられた運用実績に関するグラフ、数値その他いかなる内容も過去のものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

運用状況について

10-12月期のパフォーマンスについて

・日本株市場は上昇し（参考指数は+3.26%）、当ファンドは+2.61%となりました。
 ・パフォーマンスにプラス寄与となった主な企業は、第一生命ホールディングス（国内生命保険大手）、ニトリ・ホールディングス（家具・インテリア専門小売りチェーン大手）、レーザーテック（半導体用マスク blanks 欠陥検査装置世界最大手）等でした。一方、マイナス寄与となった主な企業は、レノバ（太陽光・バイオマス等の再生可能エネルギー発電所を運営）、MonotaRO（事業者向け間接資材の通販サイト大手）、日本電産（EV向け等の世界的なモーターメーカー）等でした。マイナス寄与企業については、引き続き質の高さを有することから、投資判断に変更はなく、継続保有の方針です。

主な投資行動

・当四半期に全売却、新規組入れをした企業はありません。
 ・成長への確信度が低下した企業や株価が上昇した一部企業についてはバリュエーションの観点からポジションの削減を行い、一方、株価水準が割安な企業、成長への確信度が増した企業については買増しを実施しました。

<主な買増し企業>

東レ：航空機向け主要顧客である米ボーイング社の中期的な生産計画が上方修正される等、炭素繊維複合材料事業の成長確度が高まったため。

GMOペイメントゲートウェイ：国内オンライン決済市場のリーディングカンパニーとしての成長性を評価する中、バリュエーションの調整が続いたため。

日清食品ホールディングス：ポジション構築のため。高付加価値戦略を中心とした海外事業の成長余地や最新のフードテクノロジーを活かした新規事業に期待し、前四半期より新規組み入れを実施。

<主な削減企業>

パンパシフィック・インターナショナル・ホールディング、コーセー、日本空港ビルデング：相対的なリスク・リターンの観点からポジションを一部削減。

・また、コロナ以降、約3年ぶりに来日したグローバル株式戦略チームのメンバーと投資先企業含め約40社と対面取材を実施し、堅調な状況を確認しました。本年は景気後退懸念等から企業業績は厳しい状況が予想される中、当ポートフォリオの5年年平均EPS成長予想は15%となっており、投資先企業の質の高さが実力を発揮することを期待しています。

過去3年のパフォーマンス寄与 上位下位企業

寄与下位企業のうち、光通信は、仕入れ価格高騰による電力小売り事業の利回りの不安定さに加え、自社商材の保有契約数増加を背景としたストック利益の成長性に対して中長期的に不透明感が高まったため全売却の判断に至りました。

【過去3年のパフォーマンス寄与企業】（2019年1月～2022年12月）

寄与上位3社	業種	平均保有比（%）	パフォーマンス（%）	保有状況
GMOペイメントゲートウェイ	情報技術	2.11	45.99	継続保有
エムスリー	ヘルスケア	2.75	8.26	継続保有
神戸物産	生活必需品	2.69	78.77	継続保有
寄与下位3社	業種	平均保有比（%）	パフォーマンス（%）	保有状況
ペプチドリーム	ヘルスケア	1.94	-62.91	継続保有
光通信	一般消費財・サービス	1.19	-49.22	全売却
ピジョン	生活必需品	2.52	-46.00	継続保有

データソース：Factset

コムジェスト・日本株式戦略

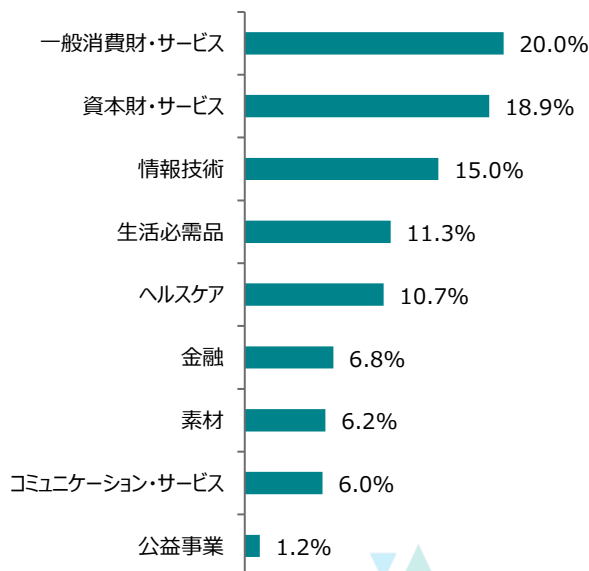
日本籍私募投信マザーファンド

2022年12月末現在

保有上位企業の注目点

1 第一生命ホールディングス	同社が長期で築き上げたブランド力と販売ネットワークが参入障壁となっています。2021年3月期に発表された新3か年計画（Re-connect2023）では、利益率向上に向けた営業活動の効率化や製品の差別化の計画など、従来には見られなかった明確な方針が打ち出されました。2023年1月に経営陣と面談を実施し、日本におけるコロナ禍からの回復、顧客ニーズにより則した生命保険商品の改良、そして米国と豪州のみならずまだ事業規模の小さいベトナムにおいても堅調なオーガニック利益成長が見られることから、エンベディッド・バリュー8%成長目標の達成確度を確認しました。
2 神戸物産	業務用ユーザーを対象とした食品スーパーの「業務スーパー」を展開し、国内店舗数1011店（2022年12月末）。防腐剤を極力使わないヘルシーな食品の提供に注力しています。中国の自社工場や協力工場で製造したPB商品が3割を占め、競合よりも3〜7割安い価格で販売。また、欧米など40か国から厳選した輸入食品の販売も手掛けています。依然出店余地が高く、製販一体制を取る垂直統合型サプライチェーンによる徹底した効率経営、高品質、低価格、安全性重視した商品の差別化など、独自のビジネスモデルが同社の参入障壁です。
3 日本空港ビルデング	羽田空港においての航空会社への事務室賃貸や航空旅客への物品販売を主要業務としています。羽田空港はSKYTRAX社による2021年国際空港評価で“世界一清潔な空港”など多くの高い評価を受けました。競合という競合は存在しておらず、成長の源泉はターミナルの拡張とアップグレードに伴う賃料及び施設利用料の上昇・市中空港型免税店等の売上増です。
4 パン・パシフィック・インターナショナルホールディングス	当社の戦略の重要な要素は、柔軟な商品配置と値引き、さらにそれらを決定する権限を各店舗に委譲している点です。日用品から高級品に至るまで4万5,000種類を超える商品が1,000平米に満たないスペースに陳列されており、顧客は商品の購入と同時に、まるで宝探しをしているかのような気分を楽しむことができます。強みは比較的小型の店舗で大量の在庫を保有し、高い回転率で販売できる点にあり、そのため国内小売業の厳しい競争環境においても、高水準の収益とキャッシュフロー創出を可能にしています。各店舗は意識的に大量の在庫を保有し、顧客の興味を逸らさぬよう努めています。当社が在庫リスクを負うことで、最大90%のディスカウントでの調達を可能としています。このような販売手法は、価格に敏感な消費者を惹き付ける原動力となっています。
5 オリエンタルランド	「東京ディズニーランド（TDR）」、「東京ディズニーシー」を擁する日本最大のアミューズメントパーク。テーマパークの入園者数は1984年のオープン以来、年1000万人から年3000万人へ増加。一方、TDRの1日パスポートの価格は1984年の3900円から2021年10月の最大9400円へ値上げ（それでもまだ世界的には割安）。値上げをしながらも来場者数UPを達成するだけのカスタマーバリュー（顧客価値）を顧客に提供し、ファンから強い支持を得ています。米ディズニー社との独占的長期ライセンス契約が高い参入障壁となっています。

業種別



データソース：T-star, Comgest S.A.

業種別はGICS(世界産業分類基準)セクター分類に基づいております。比率は純資産総額に対する割合です。

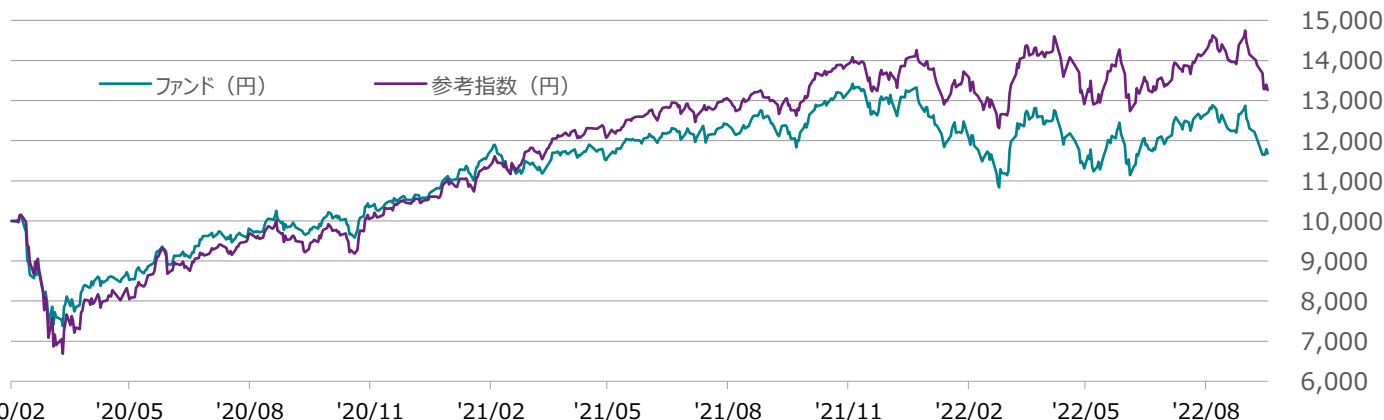
コムジェスト・世界株式戦略

日本籍私募投信マザーファンド

累積パフォーマンス(%)

2022年12月末現在

設定日 = 2020年2月13日



	過去3カ月	過去6カ月	過去1年	過去3年（年率）	過去5年（年率）	設定来（年率）
ファンド	0.21	-1.65	-11.47	-	-	5.63
参考指数	0.10	-1.48	-5.69	-	-	10.25
+/-	+0.11	-0.17	-5.78	-	-	-4.62

保有上位10社（銘柄総数35： 株式組入比率：96.9%）

名前	国	概要・特徴	保有比率
1 イーライリリー	アメリカ	米国の研究開発型大手製薬会社。糖尿病、がん、関節リウマチ、乾癬、成長障害等の領域をカバー。世界8か国に研究所を有し、120か国以上で事業展開	5.9%
2 マイクロソフト	アメリカ	クラウドサービスAzureで世界シェア2位。サブスクリプション型クラウドを軸とした幅広い製品・サービス（Windows等）の提供により、顧客のDX化、業務効率化を図り、付加価値を提供する	4.9%
3 ジョンソン・エンド・ジョンソン	アメリカ	家庭用から医療用まで幅広く製薬、医療機器その他のヘルスケア関連製品の開発・生産・販売を手掛ける	4.7%
4 エシロールルックスオティカ	フランス	フランスのアイウェアメーカー	4.3%
5 リンデ	イギリス	産業用ガス分野の世界最大手	4.1%
6 LVMHE・ヘネシー・ルイ・ヴィトン	フランス	世界最大の高級品コングロメリット	3.9%
7 ASMLホールディング	オランダ	オランダの半導体製造装置メーカー。世界トップの技術力を有する	3.7%
8 HDFC	インド	住宅金融事業を主とするインド大手の金融グループ	3.7%
9 ロレアル	フランス	化粧品世界最大手。「ロレアル・パリ」、「ランコム」、「メイベリン」、「キールズ」、「シュウ・ウエムラ」、「ザ・ボディ・ショップ」、「ケラスタス」等、約30の有名ブランドを保有。	3.6%
10 台湾セミコンダクター（TSMC）	台湾	世界最大のロジック半導体ファウンドリー（受託製造企業）	3.5%

パフォーマンスは、信託報酬を控除しておりません。1年以上の騰落率は年率平均（複利ベース）。データ:コムジェスト・アセットマネジメント
日本籍私募投信は、戦略のパフォーマンスをご理解頂くために提示していますが、一般の投資家の方は直接買い付けることはできません。

参考指数はMSCI ACWI指数(円換算ベース、税引き後配当再投資)を使用。

指数は、パフォーマンスの評価の目安としてのみ利用しており、指数と同じ銘柄に投資しているという事を示すものではありません。

資料の用いられた運用実績に関するグラフ、数値その他いかなる内容も過去のものであり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

運用状況について

10-12月期のパフォーマンスについて

- ・世界株式市場は横ばい（参考指数は+0.10%）、当ファンドは+0.21%となりました。
- ・パフォーマンスにプラス寄与となった主な企業は、リンデ（イギリス/産業用ガス世界最大手）、AIAグループ（香港/アジア最大の保険グループ）：中国のゼロコロナ政策解除でセンチメントが改善、LVMH モエ・ヘネシー・ルイ・ヴィトン（フランス/高級品コングロマリット）：中国のゼロコロナ政策解除、日本の外国人の入国再開等で恩恵を受ける、等でした。一方で、マイナス寄与となった主な企業は、アマゾン・ドットコム（アメリカ/EC小売り・クラウド大手）、アルファベット（アメリカ/検索エンジン最大手）：創業来初の広告事業の減収が市場からショックと受け止められた、インナー・モンゴル・イーリー・インダストリアル・グループ（中国/乳製品大手）：原材料コストの上昇による利益率低下が嫌気された、等でした。
- ・マイナス寄与と企業については、引き続き高い質を有していると考えています。業績動向を慎重にモニタリングする必要はあるものの、投資判断に大きな変更はなく、継続保有の方針です。

主な投資行動

- ・当四半期に、3社を全売却し、1社に新規投資を実施しました。売却・新規投資の理由は以下の通りです。

＜全売却した企業＞

エコラボ（アメリカ/レストランやホテル、食品工場等の水・衛生・エネルギー管理ソリューションで世界最大手）：成長見通しの低下、将来の事業見通しについても確たる成長機会が見込めないため。

メタ・プラットフォームズ（アメリカ/SNS世界最大手）：長期的な利益成長の確度が低下したと判断したため。

グイジョウマオタイ（中国/高級酒メーカー）：株価が堅調に推移し、上昇余地が限定的となってきたため。

＜新規投資した企業＞

ロンザ・グループ（スイス/バイオ医薬品）：生物製剤、細胞・遺伝子治療分野における医薬品アウトソーシングの持続的な成長トレンドに高い確信を持ったため。

過去1年のパフォーマンス寄与 上位下位企業

当ファンドのパフォーマンスは、クオリティグロース企業のバリュエーション指標が大幅に低下したことで厳しい状況が続いていますが、当ポートフォリオは現在、卓越したクオリティと高い成長見通しを兼ね備えた企業を投資対象としており、魅力的な構成であるとコムジェストでは考えています。また、投資先企業に関して、長期的には二桁台の利益成長を予想しており、最終的にはポートフォリオも持続的な増益のメリットを享受できると期待しています。

【過去1年のパフォーマンス寄与企業】（2021年1月～2022年12月）

寄与上位3社	国	業種	平均保有比率 (%)	パフォーマンス (%)	保有状況
イーライリリー	アメリカ	ヘルスケア	5.79	54.14	継続保有
ジョンソン・エンド・ジョンソン	アメリカ	ヘルスケア	3.59	22.54	継続保有
エシロール・ルックスオティカ	フランス	ヘルスケア	2.38	13.48	継続保有
寄与下位3社	国	業種	平均保有比率 (%)	パフォーマンス (%)	保有状況
メタ・プラットフォームズ	アメリカ	コミュニケーション・サービス	1.23	-66.16	全売却
アルファベット	アメリカ	コミュニケーション・サービス	4.60	-30.42	継続保有
インテュイット	アメリカ	情報技術	4.18	-29.98	継続保有

データソース：Factset

コムジェスト・世界株式戦略

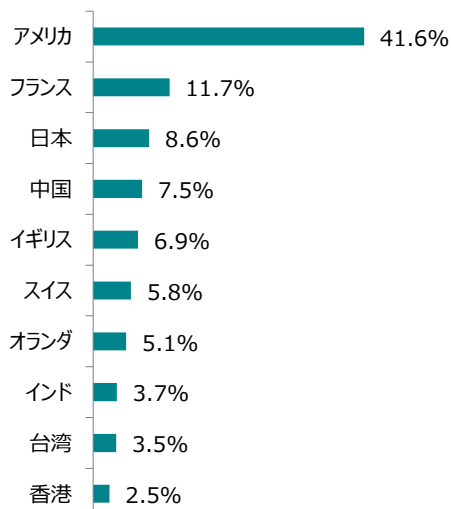
日本籍私募投信マザーファンド

2022年12月末現在

保有上位企業の注目点

1	イーライリリー	同社は、世界初となるインスリン製剤の大量生産に成功する等、革新的な医薬品の研究開発を強みとする糖尿病治療薬の業界リーダーです。その他に、がん治療薬、アルツハイマー型認知症治療薬を含め、充実した製品パイプラインを有しています。2021年6月に同社のアルツハイマー型認知症の抗体治療薬である「Donanemab（ドナネマブ）」が、米食品医薬品局（FDA）から画期的治療薬の指定を受けました。同社に期待がかかります。
2	マイクロソフト	OSのWindows、業務用ソフトOffice、クラウドサービスAzure、タブレットSurface、ゲーム機Xbox、複合現実レンズHoloLens等、多岐にわたるIT関連サービス・機器を提供しています。同社は、サティア・ナデラCEOの下、ソフトの売切りによるWindows主導の独占的なビジネスモデルからクラウドを軸としたサブスクリプション型、かつ、他社との提携を取り入れる友好的戦略への転換により、同社ビジネスは持続可能性が高まり、かつでの成長を取り戻しました。AI浸透に伴い、大量データの取り扱いが見通される中、高い安全性と網羅性を有する同社のサービスは、顧客企業にとって、重要なITインフラとしてニーズがますます高まりそうです。
3	ジョンソン・エンド・ジョンソン	医薬品において強力なフランチャイズを有します（免疫学、腫瘍学、神経科学3つの分野すべてにおいて、ブロックバスター（売上高10億ドル以上の大型製品）の開発で非常に優れた実績を持っています）。また、同社は世界第2位の医療機器メーカーでもあります。消費者向けの製品では絆創膏の「バンドエイド」、オーラルケアの「リステリン」、頭痛薬の「タイレノール」など数多くのヒット商品を擁し、強力なブランド力を有していますが、同社は消費者向け事業の分離を発表しており、今後は成長性の高い医療分野への集中を図ります。同社は複数の事業を手がける非常に複雑な経営にもかかわらず、長期にわたり卓越した収益性を維持しており、優秀な経営陣を有しています。
4	エシロール ルックスオティカ	エシロールとルックスオティカの経営統合により設立（2018年）。圧倒的な市場シェアと強力なブランド、技術ノウハウを持っています。スマートグラス（AR技術を搭載した新世代眼鏡）の開発など、近視コントロール、老眼などへの次世代ソリューションも提案しています。新興国における中間所得層の増加と世界的な高齢化・都市化に伴う近視・老眼の増加・日焼け対策需要の恩恵を受けると考えます。
5	リンデ	同社は、ドイツのリンデ社と米ブラクスエア社の経営統合により設立された持ち株会社であり、産業用ガス分野の世界最大手です。水素製造事業ブラクスエア社は市場規模が「世界3強」の1つとなっており、水素市場の拡大期待とともに長期的な成長への確信度が高まっています。長期的な視点を持った経営陣についても評価しています。

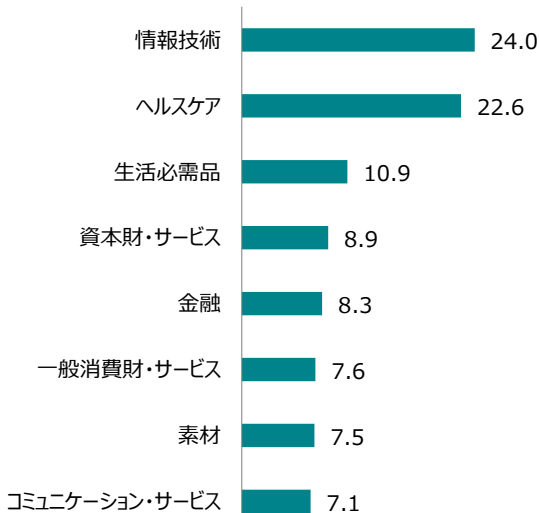
—国別



データソース：T-star, Comgest S.A.

国別はComgest S.A.またはMSCI分類に、業種別はGICS(世界産業分類基準)セクター分類に基づいております。比率は純資産総額に対する割合です。

—業種別



コムジェスト運用チーム 日本籍ファンド主担当

EUROPE



WILLIAM BOHN
Analyst
(4/3)



DENIS LEPADATU
Analyst / PM
(12/7)



 **ARNAUD COSSERAT**
Analyst / PM
(36/26)



LAURENT DOBLER
Analyst / PM
(37/31)



EVA FORNADI
Analyst / PM
(18/17)



LILY GUICHERD
Analyst
(7/2)



JAMES HANFORD
Analyst / PM
(12/4)



PIERRE LAMELIN
Analyst / PM
(18/10)



FRANZ WEIS
Analyst / PM
(33/17)



 **ALISTAIR WITTET**
Analyst / PM
(16/10)

GLOBAL EMERGING MARKETS



 **JULIETTE ALVES**
Analyst / PM
Paris, (17/12)



ABLA BELLAKHDAR
Analyst / PM
Paris, (10/8)



ANNE-LAURE GIRAUD
Analyst
Paris, (6/3)



CAROLINE MAES
Analyst / PM
Paris, (19/10)



PIERRE MAINDRON
Analyst
Paris, (4/8)



 **NICHOLAS MORSE**
Analyst / PM
Paris, (36/6)



 **SLABBERT VAN ZYL**
Analyst / PM
Paris, (15/8)

ASIA EX JAPAN



ADAM HAKKOU
Analyst / PM
Singapore, (10/8)



GARY PINGE
Analyst / PM
Hong Kong, (23/8)



DAVID RAPER
Analyst / PM
Sydney (24/20)

GREATER CHINA



JIMMY CHEN
Analyst / PM
Hong Kong, (13/5)



JASMINE KANG
Analyst / PM
Hong Kong, (17/8)



Jimmy Yang
Analyst
Hong Kong, (6/3)



BAIJING YU
Analyst / PM
Hong Kong, (15/11)

INDIA



SWATI MADHABUSHI
Analyst / PM
Singapore, (11/3)



MANISH SHAH
Analyst / PM
Singapore, (29/18)



BHUVNESH SINGH
Analyst / PM
Singapore, (23/6)



 **CHANTANA WARD**
Analyst / PM
(23/23)



 **RICHARD KAYE**
Analyst / PM
(29/13)



MAKOTO EGAMI
Analyst / PM
(22/9)



JUNZABURO HYUGA
Analyst
(12/4)



HEYANG PING
Analyst
(11/1)



ERIC VORAVONG
※ANALYST / ESG
(33/5)

USA



REMI ADAM
Analyst / PM
(9/3)



LOUIS CITROEN
Analyst / PM
(13/3)



CHRISTOPHE NAGY
Analyst / PM
(26/13)



JUSTIN STREETER
Analyst / PM
(12/7)



ALICIA ZHANG
Analyst
(11/1)

GLOBAL



KIRA HUPPERTZ
Analyst
(8/1)



RICHARD MERCADO
Analyst / PM
(22/3)



 **ALEXANDRE NARBONI**
Analyst / PM
(19/13)



 **LAURE NÉGIAR**
Analyst / PM
(13/12)



 **ZAK SMERCZAK**
Analyst / PM
(17/6)



FRÉDÉRIC YOBOUE
Analyst
(8/1)

ESG



PETRA DAROCZI
ESG Analyst / PM
USA, Europe
(13/1)



YANN GÉRAIN
ESG Analyst / PM
GEM ex Asia,
(18/10)



VIVA JIANG
ESG Analyst
Asia ex Japan
(6/1)



SÉBASTIEN THÉVOUX-CHABUEL
ESG Analyst / PM
Europe, Global, USA
(24/9)



ERIC VORAVONG
ESG Analyst
Japan
(33/5)



XING XU
ESG Analyst
Asia ex Japan
(5/2)

2023年1月1日現在

(業界経験年数 / コムジェストでの経験年数)

RICHARD KAYEとMAKOTO EGAMIは、投資顧問契約において日本株式の価値等の分析に基づく投資判断に関する助言を行います。

資料ご利用に当たっての留意事項

商号等:コムジスト・アセットマネジメント株式会社(金融商品取引業者)、登録番号:関東財務局長(金商)第1696号

加入協会:一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

業務内容:当社は金融商品取引業者として投資運用業、第二種金融商品取引業及び投資助言・代理業を行っております。

運用報酬(消費税込):当社の投資運用サービスをご利用になる場合の当社の報酬については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

また、当社の投資助言サービスをご利用になる場合の当社の報酬は、助言の前提(投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等)により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

ご負担頂く費用等:当社の投資運用サービスをご利用になる場合、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。これらの費用については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

リスク情報:投資運用業において行われる運用は、主に国内外の株式や公社債等の債券などの値動きがある有価証券を投資対象としており、投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあります。投資対象は、個別の投資信託または投資一任契約毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。

株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。債券の価格は、一般に、金利の変動により上下します。また、市場・経済の状況の変化等によって変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。

外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。

上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資信託または投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資信託または投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資信託または投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。

代表口座情報:この資料において紹介する代表口座は、該当する戦略のコンポジット内で最も長い運用期間を持つファンドです。コンポジットのGIPS準拠のプレゼンテーションの受け取りについては、別途ご連絡ください。当ファンドは代表口座と同様の運用プロセスで運用を行います。設定日、投資制限、およびその他の要因に基づいて変動する場合があることから、同様のパフォーマンスにはなりません。

注記:本資料に記載されている過去の例はあくまでも投資運用業務における運用のご参考として表示したものです。過去の例は将来の運用成果を保証するものではありません。

本資料はコムジスト・グループの運用方針および運用状況等に関する情報提供を目的に、コムジスト・エス・エー社が作成した資料等に基づきコムジスト・アセットマネジメント株式会社が作成したものです。本資料は、当グループのファンドの取引を勧誘又は推奨するものではなく、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。特定の商品や取引、あるいは資料中に個別の銘柄名等が含まれている場合であっても、当該銘柄への金融商品取引を勧誘・推奨するものではありません。

本資料は弊社が信頼できると考える情報等に基づいて作成されておりますが、その正確性・完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。投資される際には、投資リスク及びご負担いただく手数料などの諸費用について約款等でご確認の上、ご自身の責任と判断をお願いします。

本資料に掲載したインデックスに関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、当該インデックスの公表元またはその許諾社に帰属します。

当社の事前の承諾なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配付等する行為はお断りします。