

*当ファンドの仕組みは次の通りです。

商品分類	追加型投信／国内／株式	
信託期間	2013年12月20日から2023年12月19日まで	
運用方針	<p>マザーファンドへの投資を通じて、成長性が期待される日本企業の発行する株式に投資を行い、独自のリスク・コントロール戦略¹⁾により、株価下落時の抵抗力を高めることを目指して運用を行います。</p> <p>¹⁾主として日経平均ボラティリティー・インデックス²⁾および米国VIX指数³⁾を活用した独自の売買シグナルに基づき、株価指数先物取引を用いて、機動的に実質的な株式組入比率の変更を行います。</p> <p>²⁾「日経平均ボラティリティー・インデックス」とは、日本経済新聞社により開発・公表される指数です。日経平均株価の将来の変動率を表した指数であり、日経平均先物および日経平均オプションの価格を基に算出されています。</p> <p>³⁾「米国VIX指数」とは、VIX指数（THE CBOE VOLATILITY INDEX® - VIX[®]）のことをいい、シカゴ・オプション取引所（CBOE）により開発・公表される指数です。米国の大型株の30日先のボラティリティーの市場価格を測定することを目的とする指数であり、S&P500指数についてのプットオプションおよびコールオプションの価格を基に算出されています。</p>	
主要運用対象	ベビーファンド	UBS日本株式リスク・コントロール・マザーファンド受益証券を主要投資対象とします。
	マザーファンド	わが国の金融商品取引所に上場している株式を主要投資対象とします。なお、株価指数先物取引を活用することにより、実質的な株式組入比率の変更を行います。
組入制限	ベビーファンド	マザーファンドへの投資割合には制限を設けません。
	マザーファンド	株式（現物株式）への投資割合には、制限を設けません。投資信託証券（上場投資信託証券を除きます。）への投資割合は、信託財産の純資産総額の5%以内とします。外貨建資産への投資は行いません。デリバティブ取引の利用はヘッジ目的に限定しません。
分配方針	<p>毎決算時（毎年12月19日。ただし、休業日の場合は翌営業日とします。）に、原則として以下の方針に基づき分配を行います。</p> <p>①分配対象額の範囲は、経費控除後の繰越分を含めた配当等収益（マザーファンドの信託財産に属する配当等収益のうち信託財産に属するとみなした額（以下「みなし配当等収益」といいます。）を含みます。）および売買益（評価益を含み、みなし配当等収益を控除して得た額をいいます。）等の全額とします。</p> <p>②収益分配金額は、上記①の範囲内で、市況動向等を勘案して委託会社が決定します。ただし、委託会社の判断で、分配を行わないことがあります。</p> <p>③収益の分配にあてなかった利益については、運用の基本方針に基づいて元本部分と同一の運用を行います。</p>	

(注) 上記の表における実質的な株式組入比率とは、現物株式の買いに株価指数先物取引の売り建ておよび買い建てを合成した実質的な株式の割合をいいます。

日興UBS日本株式 リスク・コントロール・ファンド

第6期 運用報告書（全体版）
決算日 2019年12月19日

受益者のみなさまへ

平素は格別のご愛顧を賜り厚く御礼申し上げます。

さて、「日興UBS日本株式リスク・コントロール・ファンド」は、去る12月19日に第6期の決算を行いましたので、期中の運用状況をご報告申し上げます。

今後とも一層のご愛顧を賜りますよう、お願い申し上げます。

UBSアセット・マネジメント株式会社

東京都千代田区大手町1-5-1

大手町ファーストスクエア イーストタワー

<お問い合わせ先>

投信営業部

03-5293-3700

<受付時間>

営業日の午前9時～午後5時、土、日、祝日除く

<http://www.ubs.com/japanfunds>

© UBS 2020. キーシボル及びUBSの各標章は、UBSの登録又は未登録商標です。UBSは全ての権利を留保します。

最近5期の運用実績

決算期	基準価額 (分配落)	税金 込	み 金	期 騰 落 中 率	株式組入率	株式先物率	純 資 産 額
					比	比	
2期 (2015年12月21日)	円 9,382		円 0	% △ 4.3	% 82.7	% 16.7	百万円 21,888
3期 (2016年12月19日)	9,536		0	1.6	79.8	19.6	13,825
4期 (2017年12月19日)	11,680		0	22.5	78.1	20.7	8,127
5期 (2018年12月19日)	9,717		0	△16.8	78.5	△30.0	5,281
6期 (2019年12月19日)	11,684		0	20.2	78.6	19.9	4,882

(注1) 基準価額は1万口当たり。

(注2) 当ファンドは親投資信託を組み入れますので、「株式組入率」、「株式先物比率」は実質比率を記載しております。

(「株式組入率」=「親投資信託における株式組入率」×「当ファンドにおける親投資信託の組入率」、「株式先物比率」=「親投資信託における株式先物比率」×「当ファンドにおける親投資信託の組入率」)

(注3) 株式先物比率は買建比率-売建比率。

当期中の基準価額等の推移

年月日	基準 価 額	騰 落 率	株式組入率	株式先物率
			比	比
(期首) 2018年12月19日	円 9,717	% -	% 78.5	% △30.0
12月末	9,495	△ 2.3	77.1	△76.1
2019年 1月末	10,148	4.4	78.9	19.6
2月末	10,450	7.5	79.1	19.2
3月末	10,545	8.5	78.7	19.2
4月末	10,826	11.4	78.7	19.5
5月末	10,052	3.4	79.0	19.8
6月末	10,342	6.4	78.0	20.0
7月末	10,511	8.2	78.5	19.5
8月末	10,115	4.1	78.9	19.8
9月末	10,642	9.5	78.1	20.1
10月末	11,112	14.4	78.3	20.1
11月末	11,375	17.1	78.3	20.4
(期末) 2019年12月19日	11,684	20.2	78.6	19.9

(注1) 基準価額は1万口当たり。

(注2) 騰落率は期首比です。

(注3) 当ファンドは親投資信託を組み入れますので、「株式組入率」、「株式先物比率」は実質比率を記載しております。

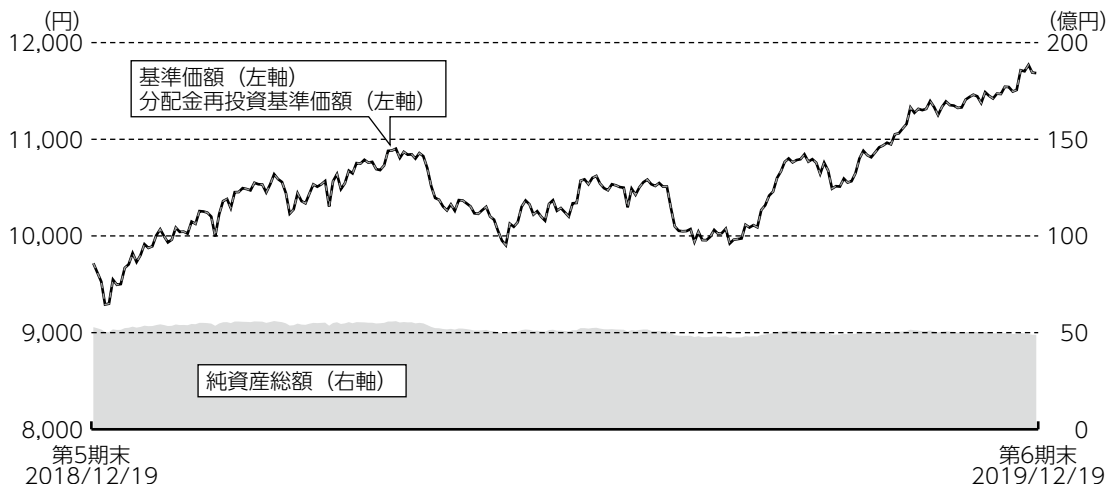
(「株式組入率」=「親投資信託における株式組入率」×「当ファンドにおける親投資信託の組入率」、「株式先物比率」=「親投資信託における株式先物比率」×「当ファンドにおける親投資信託の組入率」)

(注4) 株式先物比率は買建比率-売建比率。

運用経過

基準価額等の推移について

(2018年12月19日～2019年12月19日)



第6期首：9,717円

第6期末：11,684円 (既払分配金 0円)

騰落率：20.2% (分配金再投資ベース)

- (注1) 分配金再投資基準価額は、収益分配金（税込み）を分配時に再投資したものとみなして計算したもので、ファンドの運用の実質的なパフォーマンスを示すものです。
- (注2) 分配金を再投資するかどうかについてはお客様がご利用のコースにより異なります。また、ファンドの購入価額により課税条件も異なります。したがって、各個人のおお客様の損益の状況を示すものではありません。
- (注3) 分配金再投資基準価額は、期首の値を基準価額と同一となるように指数化しています。

基準価額は期首比で1,967円値上がりしました。なお、基準価額の騰落率は+20.2%となりました。

基準価額の主な変動要因

当ファンドの基準価額の上昇要因は、組入れていたマザーファンド受益証券の基準価額が値上がりしたことです。当期のマザーファンドの基準価額の主な上昇要因は、米中通商協議への進展期待などを背景に、組入れていた株式が上昇したことなどです。

基準価額変動の要因分解

(期間：2018年12月20日～2019年12月19日)

円	
期初基準価額	9,717
期末基準価額	11,684
期末－期初	1,967
市場効果 (株式部分) ^{*1}	1,452
要因 戦略効果 ^{*2}	713
信託報酬等 ^{*3}	-198

要因分解はあくまで試算です。
上記の基準価額は分配金落ち後です。

- *1 当社独自の見解に基づき、TOPIX（配当込）の騰落率を基に算出しています。
- *2 当ファンドのリスクコントロール戦略の効果や、株式運用と市場動向の差異等を含みます。
- *3 受託者報酬、委託者報酬、その他費用および分配金が支払われた場合の分配金額を含みます。

投資環境について

日本株式市場

当期の日本株式市場は上昇しました。期初、米中貿易摩擦の長期化や世界経済の減速に対する懸念などから、2018年末にかけて日本株式市場は下落しました。しかし、2019年に入ると米連邦準備制度理事会（FRB）をはじめ、先進国の主要中央銀行が景気を下支えるべく金融緩和的な姿勢に転換したことなどから、日本株式市場は上昇に転じました。5月以降、米中貿易摩擦の再燃や、世界経済の先行き不透明感、世界的な金融緩和の動きなどの材料が入り混じる中、日本株式市場は方向感の乏しい展開が続きました。8月に入り、米国債券市場で、景気後退の前兆とされる逆イールド（長短金利差の逆転）が生じると、世界経済の減速懸念の広がりなどから、日本株式市場も下げに転じました。しかし、9月以降は米中通商協議の進展期待や、米国の堅調な経済指標などを材料に投資家心理が上向き、日経平均株価が12月に年初来の高値を更新するなど、日本株式市場は期末にかけて上昇基調で推移した結果、前期末を大きく上回る水準で期を終えました。

ポートフォリオについて

当ファンドのポートフォリオについて

当ファンドは、UBS日本株式リスク・コントロール・マザーファンド（以下「マザーファンド」といふことがあります。）への投資を通じて、成長性が期待される日本企業の発行する株式に投資を行い、独自のリスク・コントロール戦略^{*1}により、株価下落時の抵抗力を高めることを目指して運用を行いました。なお、期中のマザーファンドの組入比率は、高位を維持しました。

^{*1} 主として日経平均ボラティリティ指数^{*2}および米国VIX指数^{*3}を活用した独自の売買シグナルに基づき、株価指数先物取引を用いて、機動的に実質的な株式組入比率^{*}の変更を行います。

^{*2} 「日経平均ボラティリティ指数」とは、日本経済新聞社により開発・公表される指数です。日経平均株価の将来の変動率を表した指数であり、日経平均先物および日経平均オプションの価格を基に算出されています。

^{*3} 「米国VIX指数」（THE CBOE VOLATILITY INDEX[®] - VIX[®]）とは、シカゴ・オプション取引所により開発・公表される指数です。米国の大型株の30日先のボラティリティの市場価格を測定することを目的とする指数であり、S&P500指数についてのプットオプションおよびコールオプションの価格を基に算出されています。

マザーファンドのポートフォリオについて

現物株式の運用

日本株式を主要投資対象とし、株価面の割安度と事業面の競争力を兼ね備え、株価上昇が期待できる銘柄を選別しました。投資テーマとして、偏在する構造的な成長ストーリーを捉えるグローバル企業、日本社会の構造変化の恩恵が見込める内需企業、株主リターンの改善に積極姿勢を取る企業群、の3つに注目し、投資を行いました。

●期中の主な動き

幅広いセクターで積極的に銘柄入替えを進めました。グローバル企業群では、米中貿易摩擦の長期化や、英国の欧州連合（EU）離脱をめぐる混乱による世界景気の先行き不透明感の強まりも影響し、収益悪化懸念の高まったマキタ（電動工具）や日本電産（電子部品）、豊田自動織機（自動車部品）など、景気敏感銘柄の売却を進めました。グローバル景気敏感銘柄の購入は、バリュエーション面から下値リスクが限定的、かつファンダメンタルズの改善が期待できるトヨタ自動車（自動車）やSMC（工場自動化機器）などにとどめました。

また、内需関連では、主力製品の苦戦に加えて、対円での人民元安の進行も株価の重石になったコーセー（化粧品）のほか、株価上昇で相対的な投資魅力度が低下したメルカリ（スマホ向けフリマアプリ）やパーソル（人材派遣サービス）などの売却を進めた一方で、花王（家庭用品）や東京海上ホールディングス（損害保険）といった業績改善が期待でき、かつ投資妙味の大きい銘柄に加えて、安定したキャッシュフロー創出力を支えに株主還元にも積極的なNTT（通信サービス）への投資を進めました。

リスク・コントロール戦略による運用

主として「日経平均ボラティリティ指数」および「米国VIX指数」を活用した独自の売買シグナルに基づき、株価指数先物取引を用いて、機動的に実質株式組入比率^{*}を概ね100%、50%、0%の3通り（目標値）になるよう調整することを基本としました。

2018年後半の米中貿易摩擦の激化とそれに伴う世界経済の減速懸念などから、世界的にリスク回避姿勢が続く環境下、当戦略においても2018年12月には実質株式組入比率（目標値）を0%とし、下落局面での耐性を強化しました。その後、2019年1月には米中通商協議の進展期待が高まる中で、米国における金融政策が緩和的な方針へ回帰し、市場のモメンタムが急速に反転したことを受けて、株式市場は反発し、リスク選好が強まりました。こうした環境下、日経平均ボラティリティ指数、米国VIX指数が共に低下した局面で、当戦略も実質株式組入比率（目標値）を0%から、50%、100%へと段階的に引き上げました。

1月以降4月末にかけて、市場でリスク選好姿勢が継続し、株式市場も大幅なV字回復を記録した環境下で、当戦略の実質株式組入比率（目標値）は100%を維持しました。

5月以降9月末までは、米中通商交渉の動向に市場は一喜一憂する中で、株価も上下に振れながらも、概ねレンジ内で推移しました。8月には、通商問題をめぐる米中対立の激化を受けたリスク回避姿勢の高まりなどから、日経平均ボラティリティ指数、米国VIX指数は共に急騰する局面もありましたが、市場の過度な懸念が後退するにつれ、すぐに落ち着きを取り戻しました。こうした環境下、当戦略の実質株式組入比率（目標値）は100%を維持しました。

10月以降12月までは、市場は再びリスク選好姿勢へ回帰しました。米中通商交渉で両国が部分合意に達し、市場で貿易摩擦の緩和期待が高まったこと、また英国の欧州連合（EU）離脱に関し、「合意なきEU離脱」が回避されるとの期待感が高まるなど、足元最も懸念されていた地政学的リスクの後退が市場を下支えました。当該期間においても、当戦略では実質株式組入比率（目標値）を100%に維持しました。結果、実質株式組入比率（目標値）は100%で当期末を迎えました。

ベンチマークとの差異について

当ファンドは、ベンチマーク対比の運用ではなく、アクティブ度の高い運用を行う方針であることから、運用の目標となるベンチマークや投資対象資産の市場動向を説明する代表的な指数（参考指数）はありません。

分配金について

当期は、市況動向等を勘案し分配は行いませんでした。なお、分配にあてなかった利益につきましては、運用の基本方針に基づいて運用いたします。

分配原資の内訳

(1万口当たり・税引前)

項目	第6期
	2018年12月20日~2019年12月19日
当期分配金	－円
(対基準価額比率)	(－%)
当期の収益	－円
当期の収益以外	－円
翌期繰越分配対象額	2,023円

(注1) 「当期の収益」は「経費控除後の配当等収益」および「経費控除後の有価証券売買等損益」から分配に充当した金額です。また、「当期の収益以外」は、「収益調整金」および「分配準備積立金」から分配に充当した金額です。

(注2) 対基準価額比率は当期分配金（税込み）の期末基準価額（分配金込み）に対する比率であり、ファンドの収益率とは異なります。

(注3) 「当期の収益」、「当期の収益以外」は小数点以下切捨てで算出しているため、合計が「当期分配金」と一致しない場合があります。

今後の運用方針

投資環境の見通し

2019年12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、フェデラル・ファンド（FF）金利の誘導目標を1.5－1.75%のレンジで維持することを決定しました。FOMC後の声明では従前使われていた「不確実性は続いている」という文言が削除されており、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は「経済と金融政策は現在、両方とも良好」であるとの認識を示しました。また、利上げに関しては「著しく持続性のあるインフレ加速が必要」と発言することで、当面利上げの可能性が低いことを示唆したと考えられるため、今後の金融政策は据え置きまたは利下げの可能性が高まったと考えられます。政治情勢に目を向けると、米中通商交渉の「第一段階」合意や、英国総選挙における保守党の大勝など、「不確実性を低減」させる材料がある一方で、中東情勢の緊迫化など「不確実性を増大」させる材料もあり、今後も政治情勢により世界の資本市場の値動きが激しくなる可能性には注意が必要であると思われる。

当ファンドの今後の運用方針

UBS日本株式リスク・コントロール・マザーファンドの組入比率を高位に維持します。

マザーファンドの今後の運用方針

上記の見通しを踏まえ、以下を現物株式の投資テーマとして注目しつつ、独自のリスク・コントロール戦略に基づいた実質株式組入比率の調整を行い、株価下落時の抵抗力を高めることを目指して運用を行います。

当ファンドが注目する投資テーマは以下の通りです。

偏在する構造的な成長ストーリーを捉えるグローバル企業：足元の世界経済は、米中貿易摩擦の影響を受け設備投資に減速感がみられる一方で、米中を中心に消費が堅調に推移するなど、大きな変動は起きていないと考えます。目先は、中東を中心とする地政学リスクの高まりや、米中貿易交渉の長期化による企業の投資マインドへの悪影響が懸念される一方で、各国の金融及び財政での対応策が景気の下支えになると予想されます。このような環境のもと、当社はこれまで通り、長期にわたって力強い利益成長が期待できる企業に注目します。基本の投資テーマは、アジアを中心に急拡大する中間所得層が生み出す高品質・高機能志向の消費拡大、労働力不足による自動化需要、テクノロジーの変革がもたらすデータ需要の急拡大であり、これらの分野で競争優位性を有する消費関連、資本財・素材メーカーに注目します。

日本社会の構造変化の恩恵を受ける内需企業：足元の国内景気は底堅い雇用情勢が続く一方で、消費増税や米中貿易摩擦の影響もあり、個人消費や企業の生産活動には停滞感もみられますが、個別銘柄レベルでは、有望な投資機会を幅広く見出せる環境にあると考えています。人材不足や政府が推し進める「働き方改革」は、雇用環境の改善や人材の流動化を進める一方で、企業側は生産性向上のための一層の努力が求められています。これらの変化は、人材・雇用関連企業や、生産性向上を支援するシステムインテグレーターにとって追い風になると思われます。また、訪日外国人増加の恩恵が見込める鉄道会社などにも注目します。

株主リターンの改善に積極姿勢をとる企業群：資本効率の向上を追求し、事業ポートフォリオの見直しやビジネスモデルの変革、そして株主還元強化へ取り組む企業については、株主価値の増大を重視する経営方針の表れとして、積極的に評価します。

メリハリのある投資戦略や事業構造の転換により、継続的な自己資本利益率（ROE）向上を実現しつつあるエレクトロニクス／エンターテインメント企業や総合商社などに注目します。

1万口当たりの費用明細

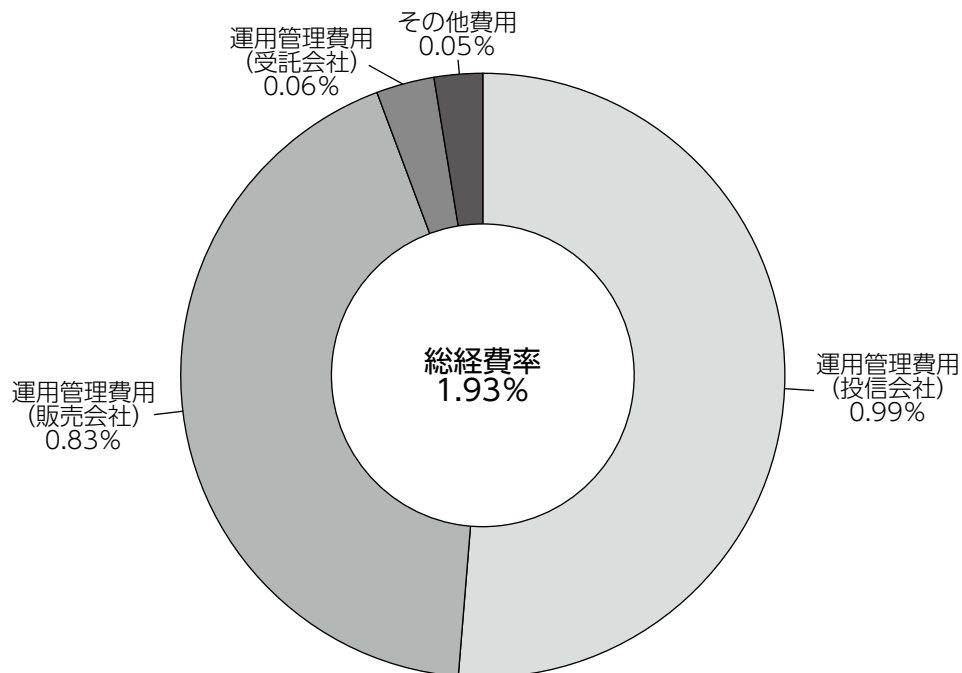
項目	当期 2018/12/20~2019/12/19		項目の概要
	金額	比率	
信託報酬	196円	1.870%	信託報酬＝期中の平均基準価額×信託報酬率 ※期中の平均基準価額（月末値の平均）は10,467円です。
（投信会社）	（104）	（0.990）	委託した資金の運用の対価
（販売会社）	（ 86）	（0.825）	運用報告書等各種書類の交付、口座内でのファンドに係る管理、購入後の情報提供等の対価
（受託会社）	（ 6）	（0.055）	運用財産の管理、運用指図実行等の対価
売買委託手数料	9	0.087	売買委託手数料＝期中の売買委託手数料÷期中の平均受益権口数
（株式）	（ 7）	（0.071）	株式などを取引所で売買する際に売買仲介人に支払う手数料
（先物・オプション）	（ 2）	（0.016）	先物・オプション取引所取引の際に売買仲介人に支払う手数料
その他費用	5	0.046	その他費用＝期中のその他費用÷期中の平均受益権口数
（監査費用）	（ 2）	（0.020）	監査法人等に支払うファンド監査に係る費用
（印刷費用等）	（ 1）	（0.018）	法定開示書類作成の際に業者に支払う作成・印刷・交付等に係る費用（EDINET含む）等
（その他）	（ 1）	（0.008）	受益権の管理事務に関連する費用等
合計	210	2.003	

(注1) 期中の費用（消費税のかかるものは消費税を含む）は、追加、解約によって受益権口数に変動があるため、簡便法により算出した結果です。なお、売買委託手数料およびその他費用は、このファンドが組入れているマザーファンドが支払った金額のうち、このファンドに対応するものを含みます。

(注2) 各金額は項目ごとに円未満は四捨五入してあります。

(注3) 各比率は1万口当たりのそれぞれの費用金額（円未満の端数を含む）を期中の平均基準価額で除して100を乗じたもので、項目ごとに小数第3位未満は四捨五入してあります。

(参考情報) 総経費率



(注1) 各費用は、原則として、募集手数料、売買委託手数料及び有価証券取引税を含みません。

(注2) 各比率は、年率換算した値です。

(注3) 上記の費用は、1万口当たりの費用明細において用いた簡便法により算出したものです。

当期中の運用・管理にかかった費用の総額（原則として、募集手数料、売買委託手数料及び有価証券取引税を除く。）を期中の平均受益権口数に期中の平均基準価額（1口当たり）を乗じた数で除した総経費率（年率）は1.93%です。

親投資信託受益証券の設定、解約状況 (自 2018年12月20日 至 2019年12月19日)

	設 定		解 約	
	□ 数	金 額	□ 数	金 額
UBS日本株式リスク・コントロール・マザーファンド	千口 7,630	千円 9,000	千口 1,211,172	千円 1,439,000

(注) 単位未満は切り捨て。

親投資信託の株式売買金額の平均組入株式時価総額に対する割合

項 目	当 期
	UBS日本株式リスク・コントロール・マザーファンド
(a) 期 中 の 株 式 売 買 金 額	4,759,955千円
(b) 期 中 の 平 均 組 入 株 式 時 価 総 額	4,061,054千円
(c) 売 買 高 比 率 (a)÷(b)	1.17

(注) (b)は各月末現在の組入株式時価総額の平均。

利害関係人等との取引状況等 (自 2018年12月20日 至 2019年12月19日)

(1) 期中の利害関係人等との取引状況

期中における利害関係人等との取引はありません。

(2) UBS日本株式リスク・コントロール・マザーファンドにおける期中の利害関係人等との取引状況

区 分	買付額等			売付額等		
	A	うち利害関係人等 との取引状況 B	B A	C	うち利害関係人等 との取引状況 D	D C
株 式 先 物 取 引	百万円 8,926	百万円 8,926	% 100.0	百万円 6,631	百万円 6,631	% 100.0

(注) 平均保有割合 100.0%

※平均保有割合とは、親投資信託の残存口数の合計に対する当該子ファンドの親投資信託所有口数の割合。

(3) 期中の売買委託手数料総額に対する利害関係人等への支払比率

項 目	当 期
売 買 委 託 手 数 料 総 額 (A)	4,526千円
う ち 利 害 関 係 人 へ の 支 払 額 (B)	855千円
(B)÷(A)	18.9%

(注) 売買委託手数料総額は、このファンドが組入れているマザーファンドが支払った金額のうちこのファンドに対応するものを含みます。

※利害関係人等とは、投資信託及び投資法人に関する法律第11条第1項に規定される利害関係人等であり、当期における当ファンドに係る利害関係人等とはユービーエス・エイ・ジー（銀行）です。

組入資産明細表

親投資信託残高

(2019年12月19日現在)

項 目	期 首	当 期 末	
	□ 数	□ 数	評 価 額
UBS日本株式リスク・コントロール・マザーファンド	千□ 4,943,393	千□ 3,739,850	千円 4,833,757

(注) □数・評価額の単位未満は切り捨て。

投資信託財産の構成

(2019年12月19日現在)

項 目	当 期 末	比 率
	評 価 額	%
UBS日本株式リスク・コントロール・マザーファンド	千円 4,833,757	96.9
コ ー ル ・ ロ ー ン 等 、 そ の 他	155,265	3.1
投 資 信 託 財 産 総 額	4,989,022	100.0

(注) 評価額の単位未満は切り捨て。

資産、負債、元本及び基準価額の状況

(2019年12月19日現在)

項 目	当 期 末
(A) 資 産	4,989,022,449円
コール・ローン等	49,265,062
UBS日本株式リスク・コントロール・マザーファンド(評価額)	4,833,757,387
未 収 入 金	106,000,000
(B) 負 債	106,103,978
未 払 解 約 金	58,642,938
未 払 信 託 報 酬	46,436,799
未 払 利 息	139
そ の 他 未 払 費 用	1,024,102
(C) 純 資 産 総 額(A-B)	4,882,918,471
元 本	4,179,104,573
次 期 繰 越 損 益 金	703,813,898
(D) 受 益 権 総 口 数	4,179,104,573口
1万口当たり基準価額(C/D)	11,684円

〈注記事項〉

期首元本額	5,435,773,224円
期中追加設定元本額	41,487,368円
期中一部解約元本額	1,298,156,019円
1口当たり純資産額	1.1684円

損益の状況

(自2018年12月20日 至2019年12月19日)

項 目	当 期
(A) 配 当 等 収 益	△ 43,374円
支 払 利 息	△ 43,374
(B) 有 価 証 券 売 買 損 益	914,074,445
売 買 益	1,047,901,876
売 買 損	△ 133,827,431
(C) 信 託 報 酬 等	△ 97,466,231
(D) 当 期 損 益 金(A+B+C)	816,564,840
(E) 前 期 繰 越 損 益 金	△ 58,818,883
(F) 追 加 信 託 差 損 益 金	△ 53,932,059
(配 当 等 相 当 額)	(7,968,177)
(売 買 損 益 相 当 額)	(△ 61,900,236)
(G) 計 (D+E+F)	703,813,898
(H) 収 益 分 配 金	0
次 期 繰 越 損 益 金(G+H)	703,813,898
追 加 信 託 差 損 益 金	△ 53,932,059
(配 当 等 相 当 額)	(7,974,334)
(売 買 損 益 相 当 額)	(△ 61,906,393)
分 配 準 備 積 立 金	837,826,970
繰 越 損 益 金	△ 80,081,013

- (注1) 損益の状況の中で(B)有価証券売買損益は期末の評価換えによるものを含みます。
- (注2) 損益の状況の中で(C)信託報酬等には信託報酬に対する消費税等相当額を含めて表示しています。
- (注3) 損益の状況の中で(F)追加信託差損益金とあるのは、信託の追加設定の際、追加設定をした価額から元本を差し引いた差額分をいいます。
- (注4) 計算期間末における費用控除後の配当等収益(79,903,844円)、費用控除後の有価証券等損益額(0円)、信託約款に規定する収益調整金(7,974,334円)および分配準備積立金(757,923,126円)より分配対象収益は845,801,304円(10,000口当たり2,023円)ですが、分配を行っておりません。

UBS日本株式リスク・コントロール・マザーファンド

第6期 (2019年12月19日決算)

(計算期間：2018年12月20日～2019年12月19日)

《運用報告書》

受益者のみなさまへ

「UBS日本株式リスク・コントロール・マザーファンド」は、<日興UBS日本株式リスク・コントロール・ファンド>が投資対象とする親投資信託で、信託財産の実質的な運用を行っております。ここにマザーファンドの第6期の運用状況をご報告申し上げます。

*当ファンドの仕組みは次の通りです。

運用方針	この投資信託は、成長性が期待される日本企業の発行する株式に投資を行い、独自のリスク・コントロール戦略 ¹ により、株価下落時の抵抗力を高めることを目指して運用を行います。 ¹ 主として日経平均ボラティリティー・インデックス ² および米国VIX指数 ³ を活用した独自の売買シグナルに基づき、株価指数先物取引を用いて、機動的に実質的な株式組入比率の変更を行います。 ² 「日経平均ボラティリティー・インデックス」とは、日本経済新聞社により開発・公表される指数です。日経平均株価の将来の変動率を表した指数であり、日経平均先物および日経平均オプションの価格を基に算出されています。 ³ 「米国VIX指数」とは、VIX指数 (THE CBOE VOLATILITY INDEX® - VIX®) のことをいい、シカゴ・オプション取引所 (以下「CBOE」といいます。) により開発・公表される指数です。米国の大型株の30日先のボラティリティーの市場価格を測定することを目的とする指数であり、S&P500指数についてのプットオプションおよびコールオプションの価格を基に算出されています。
主な運用対象	わが国の金融商品取引所に上場している株式を主要投資対象とします。なお、株価指数先物取引を活用することにより、実質的な株式組入比率の変更を行います。
主な投資制限	株式 (現物株式) への投資割合には、制限を設けません。 投資信託証券 (上場投資信託証券を除きます。) への投資割合は、信託財産の純資産総額の5%以内とします。 外貨建資産への投資は行いません。 デリバティブ取引の利用はヘッジ目的に限定しません。

(注) 上記の表における実質的な株式組入比率とは、現物株式の買いに株価指数先物取引の売り建ておよび買い建てを合成した実質的な株式の割合をいいます。

UBSアセット・マネジメント株式会社

東京都千代田区大手町1-5-1
大手町ファーストスクエア イーストタワー

<お問い合わせ先>

投信営業部

03-5293-3700

<受付時間>

営業日の午前9時～午後5時、土、日、祝日除く

<http://www.ubs.com/japanfunds>

UBS日本株式リスク・コントロール・マザーファンド

最近5期の運用実績

決算期	基準価額	騰落率		株式組入率 比	株式先物率 比	純資産額
		期騰	中率			
2期 (2015年12月21日)	円 9,679	△	3.0%	83.4%	16.9%	百万円 21,685
3期 (2016年12月19日)	10,004		3.4%	80.6%	19.8%	13,685
4期 (2017年12月19日)	12,465		24.6%	78.9%	20.9%	8,047
5期 (2018年12月19日)	10,548	△	15.4%	79.6%	△30.4%	5,214
6期 (2019年12月19日)	12,925		22.5%	79.4%	20.1%	4,833

(注1) 基準価額は1万口当たり。

(注2) 株式先物比率は買建比率－売建比率。

当期中の基準価額等の推移

年月日	基準価額	騰落率		株式組入率 比	株式先物率 比
		騰	落率		
(期首) 2018年12月19日	円 10,548		—%	79.6%	△30.4%
12月末	10,309	△	2.3%	77.8%	△76.8%
2019年 1月末	11,043		4.7%	79.5%	19.7%
2月末	11,389		8.0%	79.7%	19.4%
3月末	11,510		9.1%	79.0%	19.3%
4月末	11,834		12.2%	79.0%	19.5%
5月末	11,005		4.3%	79.0%	19.8%
6月末	11,340		7.5%	78.6%	20.1%
7月末	11,545		9.5%	79.0%	19.6%
8月末	11,124		5.5%	79.3%	19.9%
9月末	11,724		11.1%	78.4%	20.2%
10月末	12,263		16.3%	78.5%	20.2%
11月末	12,571		19.2%	78.4%	20.4%
(期末) 2019年12月19日	12,925		22.5%	79.4%	20.1%

(注1) 基準価額は1万口当たり。

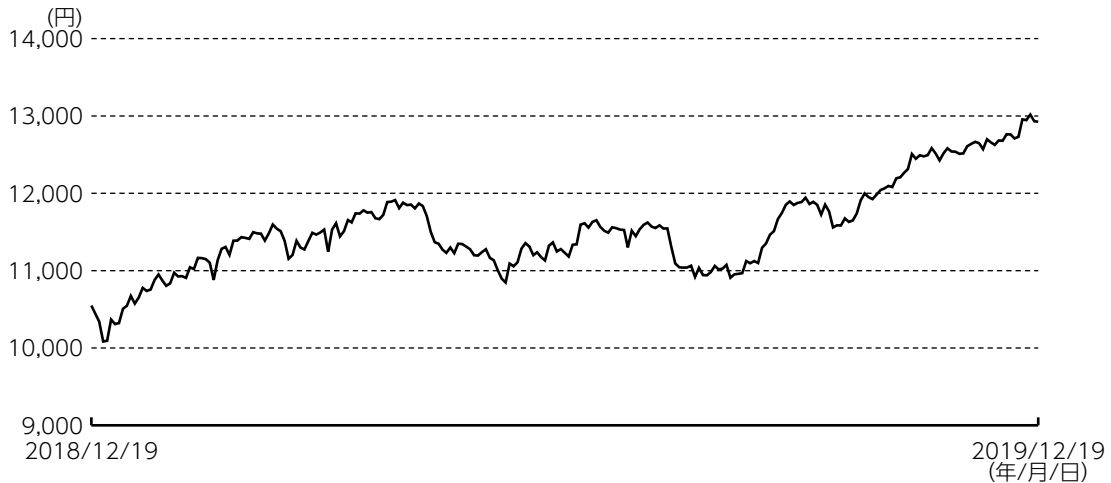
(注2) 騰落率は期首比です。

(注3) 株式先物比率は買建比率－売建比率。

運用経過

基準価額の推移について

(2018年12月19日～2019年12月19日)



基準価額は期首比で2,377円値上がりしました。なお、基準価額の騰落率は+22.5%となりました。

基準価額の主な変動要因

当ファンドの基準価額の主な上昇要因は、米中通商協議への進展期待などを背景に、組入れている株式が上昇したことなどです。

投資環境について

P3をご参照ください。

ポートフォリオについて

現物株式の運用

日本株式を主要投資対象とし、株価面の割安度と事業面の競争力を兼ね備え、株価上昇が期待できる銘柄を選別しました。投資テーマとして、偏在する構造的な成長ストーリーを捉えるグローバル企業、日本社会の構造変化の恩恵が見込める内需企業、株主リターンの改善に積極姿勢を取る企業群、の3つに注目し、投資を行いました。

●期中の主な動き

幅広いセクターで積極的に銘柄入替を進めました。グローバル企業群では、米中貿易摩擦の長期化や、英国の欧州連合（EU）離脱をめぐる混乱による世界景気の先行き不透明感の強まりも影響し、収益悪化懸念の高まったマキタ（電動工具）や日本電産（電子部品）、豊田自動織機（自動車部品）など、景気敏感銘柄の売却を進めました。グローバル景気敏感銘柄の購入は、バリュエーション面から下値リスクが限定的、かつファンダメンタルズの改善が期待できるトヨタ自動車（自動車）やSMC（工場自動化機器）などにとどめました。

また、内需関連では、主力製品の苦戦に加えて、対円での人民元安の進行も株価の重石になったコーセー（化粧品）のほか、株価上昇で相対的な投資魅力度が低下したメルカリ（スマホ向けフリマアプリ）やパーソル（人材派遣サービス）などの売却を進めた一方で、花王（家庭用品）や東京海上ホールディングス（損害保険）といった業績改善が期待でき、かつ投資妙味の大きい銘柄に加えて、安定したキャッシュフロー創出力を支えに株主還元にも積極的なNTT（通信サービス）への投資を進めました。

リスク・コントロール戦略による運用

主として「日経平均ボラティリティ指数」および「米国VIX指数」を活用した独自の売買シグナルに基づき、株価指数先物取引を用いて、機動的に実質株式組入比率^{*}を概ね100%、50%、0%の3通り（目標値）になるよう調整することを基本としました。

2018年後半の米中貿易摩擦の激化とそれに伴う世界経済の減速懸念などから、世界的にリスク回避姿勢が続く環境下、当戦略においても2018年12月には実質株式組入比率（目標値）を0%とし、下落局面での耐性を強化しました。その後、2019年1月には米中通商協議の進展期待が高まる中で、米国における金融政策が緩和的な方針へ回帰し、市場のモメンタムが急速に反転したことを受けて、株式市場は反発し、リスク選好が強まりました。こうした環境下、日経平均ボラティリティ指数、米国VIX指数が共に低下した局面で、当戦略も実質株式組入比率（目標値）を0%から、50%、100%へと段階的に引き上げました。

1月以降4月末にかけて、市場でリスク選好姿勢が継続し、株式市場も大幅なV字回復を記録した環境下で、当戦略の実質株式組入比率（目標値）は100%を維持しました。

5月以降9月末までは、米中通商交渉の動向に市場は一喜一憂する中で、株価も上下に振れながらも、概ねレンジ内で推移しました。8月には、通商問題をめぐる米中対立の激化を受けたリスク回避姿勢の高まりなどから、日経平均ボラティリティ指数、米国VIX指数は共に急騰する局面もありましたが、市場の過度な懸念が後退するにつれ、すぐに落ち着きを取り戻しました。こうした環境下、当戦略の実質株式組入比率（目標値）は100%を維持しました。

10月以降12月までは、市場は再びリスク選好姿勢へ回帰しました。米中通商交渉で両国が部分合意に達し、市場で貿易摩擦の緩和期待が高まったこと、また英国の欧州連合（EU）離脱に関し、「合意なきEU離脱」が回避されるとの期待感が高まるなど、足元最も懸念されていた地政学的リスクの後退が市場を下支えました。当該期間においても、当戦略では実質株式組入比率（目標値）を100%に維持しました。結果、実質株式組入比率（目標値）は100%で当期末を迎えました。

ベンチマークとの差異について

当ファンドは、ベンチマーク対比の運用ではなく、アクティブ度の高い運用を行う方針であることから、運用の目標となるベンチマークや投資対象資産の市場動向を説明する代表的な指数（参考指数）はありません。

今後の運用方針

投資環境の見通し

2019年12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、フェデラル・ファンド（FF）金利の誘導目標を1.5－1.75%のレンジで維持することを決定しました。FOMC後の声明では従前使われていた「不確実性は続いている」という文言が削除されており、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は「経済と金融政策は現在、両方とも良好」であるとの認識を示しました。また、利上げに関しては「著しく持続性のあるインフレ加速が必要」と発言することで、当面利上げの可能性が低いことを示唆したと考えられるため、今後の金融政策は据え置きまたは利下げの可能性が高まったと考えられます。政治情勢に目を向けると、米中通商交渉の「第一段階」合意や、英国総選挙における保守党の大勝など、「不確実性を低減」させる材料がある一方で、中東情勢の緊迫化など「不確実性を増大」させる材料もあり、今後も政治情勢により世界の資本市場の値動きが激しくなる可能性には注意が必要であると思われます。

今後の運用方針

上記の見通しを踏まえ、以下を現物株式の投資テーマとして注目しつつ、独自のリスク・コントロール戦略に基づいた実質株式組入比率の調整を行い、株価下落時の抵抗力を高めることを目指して運用を行います。

当ファンドが注目する投資テーマは以下の通りです。

偏在する構造的な成長ストーリーを捉えるグローバル企業：足元の世界経済は、米中貿易摩擦の影響を受け設備投資に減速感がみられる一方で、米中を中心に消費が堅調に推移するなど、大きな変動は起きていないと考えます。目先は、中東を中心とする地政学リスクの高まりや、米中貿易交渉の長期化による企業の投資マインドへの悪影響が懸念される一方で、各国の金融及び財政での対応策が景気の下支えになると予想されます。このような環境のもと、当社はこれまで通り、長期にわたって力強い利益成長が期待できる企業に注目します。基本の投資テーマは、アジアを中心に急拡大する中間所得層が生み出す高品質・高機能志向の消費拡大、労働力不足による自動化需要、テクノロジーの変革がもたらすデータ需要の急拡大であり、これらの分野で競争優位性を有する消費関連、資本財・素材メーカーに注目します。

日本社会の構造変化の恩恵を受ける内需企業：足元の国内景気は底堅い雇用情勢が続く一方で、消費増税や米中貿易摩擦の影響もあり、個人消費や企業の生産活動には停滞感もみられますが、個別銘柄レベルでは、有望な投資機会を幅広く見出せる環境にあると考えています。人材不足や政府が推し進める「働き方改革」は、雇用環境の改善や人材の流動化を進める一方で、企業側は生産性向上のための一層の努力が求められています。これらの変化は、人材・雇用関連企業や、生産性向上を支援するシステムインテグレーターにとって追い風になると考えられます。また、訪日外国人増加の恩恵が見込める鉄道会社などにも注目します。

株主リターンの改善に積極姿勢をとる企業群：資本効率の向上を追求し、事業ポートフォリオの見直しやビジネスモデルの変革、そして株主還元強化へ取り組む企業については、株主価値の増大を重視する経営方針の表れとして、積極的に評価します。メリハリのある投資戦略や事業構造の転換により、継続的な自己資本利益率（ROE）向上を実現しつつあるエレクトロニクス／エンターテインメント企業や総合商社などに注目します。

1万口当たりの費用明細

項目	当期 2018/12/20~2019/12/19		項目の概要
	金額	比率	
売買委託手数料 (株式)	10円 (8)	0.088% (0.071)	売買委託手数料＝期中の売買委託手数料÷期中の平均受益権口数 株式などを取引所で売買する際に売買仲介人に支払う手数料
(先物・オプション)	(2)	(0.017)	
その他費用 (その他)	1 (1)	0.007 (0.007)	その他費用＝期中のその他費用÷期中の平均受益権口数 受益権の管理事務に関連する費用等
合計	11	0.095	

※期中の平均基準価額は11,471円です。

(注1) 期中の費用（消費税のかかるものは消費税を含む）は、追加、解約によって受益権口数に変動があるため、簡便法により算出した結果です。

(注2) 各金額は項目ごとに円未満は四捨五入してあります。

(注3) 各比率は1万口当たりのそれぞれの費用金額（円未満の端数を含む）を期中の平均基準価額で除して100を乗じたもので、項目ごとに小数第3位未満は四捨五入してあります。

期中の売買及び取引の状況 (自 2018年12月20日 至 2019年12月19日)

(1) 株式

		買 付		売 付	
		株 数	金 額	株 数	金 額
国内		千株	千円	千株	千円
	上 場	457 (13)	1,881,823 (-)	1,054	2,878,131

(注1) 金額は受け渡し代金。

(注2) 単位未満は切り捨て。

(注3) () 内は株式分割、予約権行使、合併等による増減分で、上段の数字には含まれておりません。

(2) 先物取引の種類別取引状況

決 算 期	種 類 別	当 期			
		買 建		売 建	
		新規買付額	決 済 額	新規売付額	決 済 額
国内		百万円	百万円	百万円	百万円
	株式先物取引				
	T O P I X	5,051	4,246	2,385	3,875

(注) 単位未満は切り捨て。

株式売買金額の平均組入株式時価総額に対する割合

項 目	当 期
(a) 期 中 の 株 式 売 買 金 額	4,759,955千円
(b) 期 中 の 平 均 組 入 株 式 時 価 総 額	4,061,054千円
(c) 売 買 高 比 率 (a)÷(b)	1.17

(注) (b)は各月末現在の組入株式時価総額の平均。

主要な売買銘柄 (自 2018年12月20日 至 2019年12月19日)

株 式

買 柄	付			売 柄	付		
	株数	金額	平均単価		株数	金額	平均単価
トヨタ自動車	千株 32.8	千円 222,369	円 6,779	コーセー	千株 7.9	千円 140,037	円 17,726
日本電信電話	37.6	181,910	4,838	豊田自動織機	21.1	111,737	5,295
東京海上ホールディングス	23.5	133,471	5,679	住友電気工業	73.4	111,557	1,519
SMC	2.1	89,414	42,578	三井住友フィナンシャルグループ	29.1	110,500	3,797
三井住友フィナンシャルグループ	21.4	83,905	3,920	マキタ	29.3	106,556	3,636
太陽誘電	34	72,960	2,145	日本たばこ産業	43.7	105,445	2,412
武田薬品工業	12.7	57,172	4,501	ソニー	18.9	105,089	5,560
花王	7.4	57,125	7,719	西日本旅客鉄道	10.4	91,908	8,837
日本たばこ産業	20.3	56,655	2,790	武田薬品工業	22.7	89,155	3,927
ソニー	9.8	56,276	5,742	ファーストリテイリング	1.4	85,828	61,306

(注) 金額は受け渡し代金。

利害関係人等との取引状況等 (自 2018年12月20日 至 2019年12月19日)

(1) 期中の利害関係人等との取引状況

区 分	買付額等			売付額等		
	A	B	B/A	C	D	D/C
株 式 先 物 取 引	百万円 8,926	百万円 8,926	% 100.0	百万円 6,631	百万円 6,631	% 100.0

(2) 期中の売買委託手数料総額に対する利害関係人等への支払比率

項 目	当 期
売 買 委 託 手 数 料 総 額 (A)	4,526千円
う ち 利 害 関 係 人 へ の 支 払 額 (B)	855千円
(B)÷(A)	18.9%

※利害関係人等とは、投資信託及び投資法人に関する法律第11条第1項に規定される利害関係人等であり、当期における当ファンドに係る利害関係人等とはユービーエス・エイ・ジー（銀行）です。

組入資産明細表 (2019年12月19日現在)

(1) 国内株式

上場株式

銘柄	期首(前期末)		当 期 末	
	株 数	株 数	株 数	評 価 額
	千株	千株	千株	千円
建設業 (2.7%)				
大林組	92.5	82.6	102,093	
千代田化工建設	85.6	—	—	
食料品 (4.2%)				
アサヒグループホールディングス	29.6	25.1	129,064	
日本たばこ産業	36.4	13	32,831	
化学 (5.3%)				
信越化学工業	12.5	11.7	139,932	
三井化学	30.4	—	—	
花王	—	7	63,294	
コーセー	7.6	—	—	
ニフコ	22.5	—	—	
医薬品 (6.0%)				
武田薬品工業	32.7	22.7	101,559	
キッセイ薬品工業	14	14.5	45,385	
大塚ホールディングス	11.3	17	84,337	
大正製薬ホールディングス	3.7	—	—	
非鉄金属 (—%)				
住友電気工業	70.8	—	—	
機械 (5.1%)				
ナブテスコ	30.8	25.7	87,508	
SMC	—	2.1	106,575	
ダイキン工業	1.2	—	—	
マキタ	28.3	—	—	
電気機器 (15.9%)				
ミネベアミツミ	88.7	54.7	125,919	
日本電産	4.9	—	—	
ソニー	33.8	24.7	184,089	
キーエンス	1.8	3.9	151,983	
小糸製作所	—	9.1	50,687	
東京エレクトロン	7.2	4.1	98,031	
輸送用機器 (6.1%)				
豊田自動織機	20.4	—	—	
トヨタ自動車	—	23.6	184,811	
日野自動車	39.1	—	—	
スズキ	—	10.1	47,975	
その他製品 (2.6%)				
任天堂	3.3	2.3	100,556	
陸運業 (4.3%)				
西日本旅客鉄道	21.9	17.4	166,813	

銘柄	期首(前期末)		当 期 末	
	株 数	株 数	株 数	評 価 額
	千株	千株	千株	千円
空運業 (1.3%)				
日本航空	20.3	14.3	48,362	
情報・通信業 (11.2%)				
メルカリ	26.2	9.5	20,520	
J TOWER	—	4.8	14,880	
大塚商会	23.6	25.1	112,699	
日本電信電話	—	30.8	174,666	
ソフトバンクグループ	12.3	22.7	106,758	
卸売業 (6.6%)				
伊藤忠商事	73.2	53.5	136,157	
三菱商事	48.8	39.5	115,814	
小売業 (3.6%)				
ニトリホールディングス	4	—	—	
ファーストリテイリング	2.7	2.1	139,482	
銀行業 (4.7%)				
三菱UFJフィナンシャル・グループ	143.2	—	—	
三井住友フィナンシャルグループ	51.9	44.2	181,396	
保険業 (3.1%)				
東京海上ホールディングス	—	19.6	120,383	
その他金融業 (6.2%)				
イオンフィナンシャルサービス	53.5	55.6	94,742	
オリックス	112.5	78.3	143,132	
不動産業 (4.5%)				
三井不動産	23.3	28.2	77,606	
カチタス	28.7	19.1	94,067	
サービス業 (6.6%)				
パーソルホールディングス	37.6	—	—	
テクノプロ・ホールディングス	18.1	12.9	100,362	
リクルートホールディングス	41.3	37.2	151,999	
合 計	株 数・金 額	1,452	868	3,836,476
	銘柄数<比率>	42	36	<79.4%>

(注1) 銘柄欄の () 内は、国内株式の評価総額に対する各業種の比率。

(注2) 評価額欄の< >内は、純資産総額に対する評価額の比率。

(注3) 評価額の単位未満は切り捨て。

(注4) —印は組み入れなし。

(2) 先物取引の銘柄別期末残高

銘柄別			当 期 末	
			買 建 額	売 建 額
国内	株式先物取引	T O P I X	百万円 971	百万円 -

(注1) 単位未満は切り捨て。

(注2) -印は組み入れなし。

投資信託財産の構成

(2019年12月19日現在)

項 目	当 期 末	
	評 価 額	比 率
株 式	千円	%
株 式	3,836,476	77.5
コ ー ル ・ ロ ー ン 等 、 そ の 他	1,114,884	22.5
投 資 信 託 財 産 総 額	4,951,360	100.0

(注) 金額の単位未満は切り捨て。

資産、負債、元本及び基準価額の状況

(2019年12月19日現在)

項 目	当 期 末
(A) 資 産	4,951,360,987円
コ ー ル ・ ロ ー ン 等	1,067,438,511
株 式(評価額)	3,836,476,400
未 収 入 金	20,472,617
差 入 委 託 証 拠 金	26,973,459
(B) 負 債	117,604,637
未 払 金	11,601,625
未 払 解 約 金	106,000,000
未 払 利 息	3,012
(C) 純 資 産 総 額(A-B)	4,833,756,350
元 本	3,739,850,977
次 期 繰 越 損 益 金	1,093,905,373
(D) 受 益 権 総 口 数	3,739,850,977口
1 万 口 当 た り 基 準 価 額(C/D)	12,925円

〈注記事項〉

期首元本額 4,943,393,281円

期中追加設定元本額 7,630,399円

期中一部解約元本額 1,211,172,703円

1 口 当 た り 純 資 産 額 1.2925円

[当マザーファンドの当期末における元本の内訳]

日興UBS日本株式リスク・コントロール・ファンド

3,739,850,977円

損益の状況

(自2018年12月20日 至2019年12月19日)

項 目	当 期
(A) 配 当 等 収 益	104,802,232円
受 取 配 当 金	105,565,700
そ の 他 収 益 金	277,211
支 払 利 息	△ 1,040,679
(B) 有 価 証 券 売 買 損 益	684,656,738
売 買 益	836,545,238
売 買 損	△ 151,888,500
(C) 先 物 取 引 等 取 引 損 益	260,476,357
取 引 益	315,084,550
取 引 損	△ 54,608,193
(D) 信 託 報 酬 等	△ 345,398
(E) 当 期 損 益 金(A+B+C+D)	1,049,589,929
(F) 前 期 繰 越 損 益 金	270,773,140
(G) 追 加 信 託 差 損 益 金	1,369,601
(H) 解 約 差 損 益 金	△ 227,827,297
(I) 計 (E+F+G+H)	1,093,905,373
次 期 繰 越 損 益 金(I)	1,093,905,373

(注1) 損益の状況の中で(B)有価証券売買損益および(C)先物取引等取引損益は期末の評価換えによるものを含みます。

(注2) 損益の状況の中で(D)信託報酬等には信託報酬に対する消費税等相当額を含めて表示しています。

(注3) 損益の状況の中で(G)追加信託差損益金とあるのは、信託の追加設定の際、追加設定をした価額から元本を差し引いた差額分をいいます。

(注4) 損益の状況の中で(H)解約差損益金とあるのは、中途解約の際、元本から解約価額を差し引いた差額分をいいます。