

農林中金<パートナーズ>米国株式長期厳選ファンド

■ファンドの特色

元本確保型の商品ではありません

- ・主な投資対象 マザーファンドを通じて、米国株式に投資します
- ・ベンチマーク なし
- ・目標とする運用成果 投資信託財産の中長期的な成長を目指します

■基準価額、純資産総額

基準価額	10,707円
純資産総額	903百万円

■資産構成

株式現物比率	87.2%
株式先物比率	-
株式実質組入比率	87.2%
現金等	12.8%

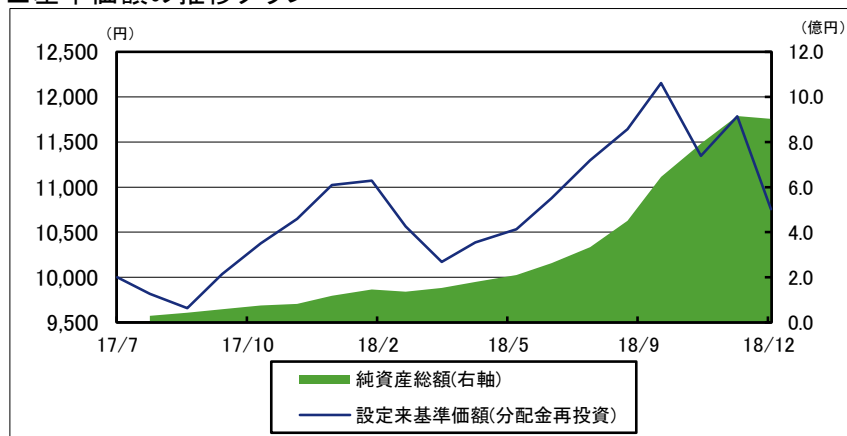
* ベビーファンドの実質組入比率(純資産総額比)です。

■為替ヘッジ(原則として行いません)

為替ヘッジ比率	-
---------	---

* 為替ヘッジ比率は実質比率です。

■基準価額の推移グラフ



■ファンド(分配金再投資)の収益率とリスク(標準偏差)

	3ヶ月間	6ヶ月間	1年間	3年間	5年間	10年間	設定来
ファンド収益率(分配金再投資)	-11.50%	-1.11%	-2.42%	-----	-----	-----	6.67%
ファンドリスク(分配金再投資)	-----	-----	15.87%	-----	-----	-----	14.31%

* ファンド(分配金再投資)の収益率とは、当ファンドの決算時に収益の分配金があった場合に、その分配金で当ファンドを購入(再投資)した場合の収益率です。

* 収益率・リスクともに月次収益率より算出。なお設定来は、設定日が属する月の最終営業日を基準としています。

* 収益率は期間が1年以上の場合は年率換算しています。期間が1年未満のものについては年率換算していません。

■株式業種配分上位

	業種	ファンドのウェイト
1	資本財	16.9%
2	家庭用品・パーソナル用品	12.2%
3	素材	9.8%
4	医薬品・バイオテクノロジー・ライフサイエンス	8.0%
5	ソフトウェア・サービス	6.4%
6	ヘルスケア機器・サービス	6.3%
7	*その他	5.5%
8	商業・専門サービス	5.4%
9	食品・飲料・タバコ	4.9%
10	小売	3.2%

* ベビーファンドの実質組入比率(純資産総額比)です。

■株式組入上位5銘柄

(組入銘柄数 25)

	銘柄名	ファンドのウェイト
1	VISA INC-CLASS A SHARES	6.4%
2	BECTON DICKINSON & CO	6.3%
3	THE WALT DISNEY CO.	5.5%
4	COLGATE-PALMOLIVE CO	5.5%
5	3M CO	4.9%

* ベビーファンドの実質組入比率(純資産総額比)です。

■当資料は、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。■当資料は、確定拠出年金法第24条および関連政省令に規定されている「運用の方法に係る情報の提供」に基づき、加入者のみなさまに対して、当商品の内容をご説明するために作成されたものであり、当該投資信託の勧誘を目的とするものではありません。■投資信託は、株式など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合には為替リスクもあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本および運用成果が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、投資信託をご購入のお客様に帰属します。投資信託は貯金(預金)保険制度の対象ではありません。■当資料は、農林中金全連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諸データに基づいて作成しましたが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、上記の実績・データ等は過去のものであり、今後の成果を保証・約束するものではありません。

農林中金<パートナーズ>米国株式長期厳選ファンド

■運用担当者のコメント

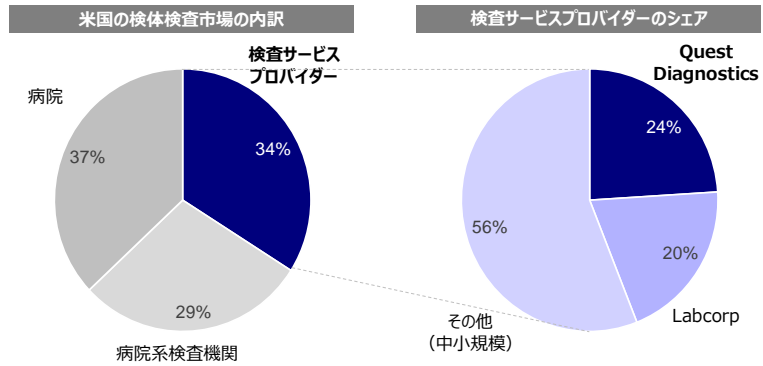
※当ファンドの過去のマンスリーレポート・運用コメントについては、委託会社ホームページにてご確認ください。

(<https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/index>)

レポート対象期間(9/27~10/30)の米国株式指数(米ドル建)は下落となりました。上旬は、米中貿易摩擦の影響等を背景にIMFが世界成長予測を下方修正したことや、米国長期金利の上昇等が懸念されて大きく下落しました。中旬は、好調な決算を発表した企業を中心に買いが入り反発する局面もありましたが、下旬に米国の9月の新築住宅販売件数が市場予想を下回ったこと等が発表されると、再び下落となりました。かかる環境下、当ファンドの円換算後リターンは▲6.7%(為替ドル安要因▲0.2%、株価要因▲6.5%)となりました。

本ファンドの助言者である農林中金バリューインベストメンツでは、投資先のモニタリングや新規投資候補先の調査のため、年間6回程度の現地訪問を行っており、毎年の訪問社数は80社程度にのぼります。直近では8月上旬に米国東海岸地域に出張し、既往投資先2社を含む計10社と面談を行いました。そのうちの1社(未投資先)で、ユニークなビジネスを展開するQuest Diagnostics社についてご紹介致します。Quest Diagnosticsは検体検査を請け負う検査サービスプロバイダーです。血液検査・尿検査といった一般的な検査から、遺伝子検査やがん腫瘍検査のような専門性の高い検査まで、検査の実施~結果の分析までを請け負います。米国では、このような検体検査市場は約790億ドルあるといわれております。この市場は病院が主なプレイヤーとして存在する市場であり、現在も市場の37%(Hospital OutreachやPhysician Office Laboratoryと呼ばれる病院系の検査機関まで含めれば66%)を占めています。しかし、PAMA(Protecting Access to Medicare Act、米国の公的保険であるMedicareの保険償還額を抑制することを目的として制定された法律)をはじめとした医療コストの抑制が行われる中において、検査もより低コスト・高効率で実施することが求められるようになると、各病院から検査のアウトソースを受託することで検査を集約し、専門で実施するQuestのような検査サービスプロバイダーが市場において一定のポジションを占めてくるようになりました。

2018年10月



検査オペレーションは効率性・コストの観点でスケールメリットが利きやすいため、検査サービスプロバイダーの優勝劣敗を分ける要因として事業規模というのは非常に重要になってきます。Questは検査コストを負担する保険会社・保険機関との深い関係性や、競合の積極的な買収をこに事業規模を拡大し、検査サービスプロバイダーの中で最大の事業規模(市場シェア24%)を持つまでに成長しました。Questに比肩する規模を持つ企業は2位のLabCorp社(市場シェア20%)しかおらず、事業規模、及び規模に起因する高効率性・コスト競争力を軸としたQuest社の競争優位は非常に高いと認識しております。Quest社との面談では当社が持っていた競争優位に関する認識を改めて確認し、今後も医療コスト抑制トレンドが続くことで、Questの優位性が更に強まる可能性が高いという認識を持ちました。また、検査の受診者が過去の検査履歴や結果の推移を管理・閲覧できるスマートフォンアプリの開発やスーパーマーケットなどの小売店に検査拠点を設置し受診者が買い物ついでに検査を受けられるような取組の実施など、検査の利便性を向上させるユニークな戦略についても紹介してもらい、議論することが出来ました。検体検査という医療の基盤となる領域が医療コストの抑制に伴い効率化が進んでいく状況は投資機会を探す上で面白い変化のひとつだと考えております。今後も、様々な領域でこのように新しい投資機会を探す取組を積極的に継続していきたいと考えております。

農林中金<パートナーズ>米国株式長期厳選ファンド

■運用担当者のコメント

※当ファンドの過去のマンスリーレポート・運用コメントについては、委託会社ホームページにてご確認ください。

(<https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/index>)

<p>2018年11月</p>	<p>レポート対象期間(10/30~11/29)の米国株式指数(米ドル建)は上昇となりました。上旬は、米中間選挙において民主党による下院過半数議席の奪還という事前予想通りの結果を受け、市場に安心感が広がり上昇となりました。中旬には、米アップル社の「iPhone」の需要後退が意識され、テクノロジー株を中心に下落する局面もありましたが、下旬に、パウエルFRB議長が現在の政策金利は中立のレンジをわずかに下回る水準との見解を示したことを受け、予想以上に利上げ休止が近いとの見方が広がったことで、買いが膨らみ上昇となりました。かかる環境下、当ファンドの円換算後リターンは+3.9%(為替ドル高要因+0.2%、株価要因+3.7%)となりました。</p> <p>本ファンドの助言者である農林中金バリューインベストメンツでは、投資先のモニタリングや新規投資候補先の調査のため、年間6回程度の現地訪問を行っており、毎年の訪問社数は80社程度にのびります。直近では、11月中旬に米国中部地域に出張し、既往投資先4社を含む、計13社と面談を行いました。そのうちの1社(既往先)、コンパスマネラルズ社について、投資の確信度を見直した結果、売却することとしたので、ご説明します。</p> <p>弊社の投資戦略は、「付加価値の高い産業である」、「競合上有利な状況にいる」、「長期的な潮流に乗っている」という3つの観点に基づき投資先を選別し、投資後もその状況に変化がないかという点に留意しつつ企業との対話を継続しています。今回、当社のCEO、CFO以下との面談を実施し、当社と業界の動向を確認しました。</p> <p>当社は、カナダのゴドリッチというヒューロン湖のほとりに位置する北米最大規模の塩鉱山にて塩を採掘・販売しています。米国北部とカナダの内陸部の冬季は、降雪と凍結のため融雪剤として道路に大量の塩を散布する必要があり、当社が採掘する塩は、自動車に生活に深く根ざした人々の生活上、必要不可欠で安定的な需要がある財と評価されます。また、自前の塩鉱山を持ち大規模に展開しているのは当社を含めて3社のみで、市場シェアの8割以上が寡占されています。量がかさばり、単価が低い塩は、いかに低コストで各地域に運ぶことができるかという点が競争優位性を大きく左右する中、当社には、ゴドリッチで採掘された塩を湖と河川の水路で運び、輸送コストを抑えることができる地理上のメリットがあります。当社のゴドリッチ鉱山のオペレーションは、過去経営者との面談や工場見学を通じてその効率性を肌で感じておりました。また、大手事業者の間でも、所有している貯蔵スポットや輸送ネットワークが異なるために、ある程度の棲み分けが発生し、比較的競合が緩やかな状況となっています。</p> <p>しかし、成長性という観点では、米国の人口の増加や自動車の一層の普及といった潮流を通じた継続的な売上成長を期待していましたが、販売量や単価が想定ほどには伸びず、売上成長が低水準にとどまっていることについてかねてより問題意識を持っておりました。</p> <p>今回の面談で、融雪剤としての塩は景気変動の影響を受けづらい必需品であり、かつ当社は地理的なコストの優位性を背景にトップシェアを維持しており、付加価値および競争優位性の高い事業として評価できるものの、今後も高い成長は期待できない見通しが確認されました。</p> <p>さらに、今年度ゴドリッチの鉱山で4月から7月の11週間ストライキが発生し、一時生産が滞りました(労使交渉は決着し、来年度以降は正常化見通し)。また、11月下旬CEOが突如解任となり、暫定CEOが当面舵を取るといった問題も発生しました。このようにオペレーションのリスクについても注視が必要と認識しました。</p> <p>当社の株式は、時価総額が比較的小さく、流動性も劣ることから、かねてより本ファンドへの組入れ比率は2%程度と低い水準にとどめていた中、当社の塩事業の成長見通しの低さを勘案すると「長期的潮流」の面で他の投資機会と比較してやや劣るものと評価し、当社への投資は売却することとした旨、ご報告します。</p>
<p>2018年12月</p>	<p>(当ファンドのパフォーマンス) 12月(対象期間:2018.11.29~2018.12.27)の当ファンドの円換算後リターンは▲8.7%(うち為替ドル安要因▲1.8%)、年初来(対象期間:2017.12.28~2018.12.27)では▲2.4%(うち為替ドル安要因▲1.4%)となりました。</p> <p>(2018年の振り返り) 2018年の株式市場は、インド、ブラジルなどの一部の地域を除き、大きく下落しました(S&P500▲4.9%、TOPIX▲16.0%、上海総合指数▲22.7%、いずれも配当込み)。米中貿易摩擦を契機に、中国経済減速リスクが顕在化し、金利上昇とあいまって、高止まりしていたValuationが一斉に下落した結果と考えております。</p> <p>急速に勃興し、脅威となってきた中国を、覇権国である米国が「あの手この手で」叩くことは国際政治的にはある意味当然であり、(80年代後半から90年代の日本と同様に)中国が降参し、脅威でなくなるまで米国は手を緩めることはないと考えます。80年代後半以降の日本がそうであったように、うまく内需転換できなければ、今後の成長率鈍化はまぬがれません。成長率鈍化が政治的な安定(共産党支配)を脅かすことも将来的には想定しておいた方がよいのではないのでしょうか。中国でビジネスを行うことのリスクが益々大きくなっている反面、米国でビジネスを行うことの相対的な魅力が益々増してくると思っています。ある意味、この状態を表象した2018年の市場でした。</p> <p>長期的な株式投資という面では、中国株は言うまでもないことですが、中国需要に強く依存している日本企業の業績も厳しいことが想定されます。また、有利と思われる米国株も十把一絡げという感じではなさそうです。「プラットフォーム」を目をつぶって買っていれば良いという単純な相場ではなくなるのではないのでしょうか。</p> <p>持続的なキャッシュフローの源泉ともいえる「参入障壁」を事業ごとに見極める目こそが重要になります。そして、その目が正常に機能している限りにおいて、今年は絶好の買いタイミングを与えてくれると信じています。</p>

農林中金<パートナーズ>米国株式長期厳選ファンド

■運用担当者のコメント

※当ファンドの過去のマンスリーレポート・運用コメントについては、委託会社ホームページにてご確認ください。

(<https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/index>)

2018年12月

(直近の分析活動について)

11月中旬に米国中部地域で既往投資先4社を含む計13社、12月中旬に米国南部地域で未投資先8社と面談を行いました。そのうち、Union Pacific社、Kansas City Southern社、CSX社の3社は、北米にて鉄道事業を営む会社です。かのウォーレン・バフェット氏率いるバークシャー・ハザウェイ社が2009年にBNSF社を買収したことで日本でも注目された北米鉄道事業ですが、そのビジネスモデルは日本の鉄道会社と全く異なります。今回は、北米鉄道会社の特徴的なビジネスモデルについてご紹介いたします。

北米で鉄道事業を展開する「一級鉄道(毎年の営業収益が2.5億ドル以上)」は現在7社ありますが、人員輸送が中心である日本の鉄道会社と異なり、この7社が輸送するのは100%貨物です。各社とも以下のようにビジネス上高い競争優位性を有し、高い収益性を誇っています。

○新規の鉄道敷設が不可能であることによる圧倒的な参入障壁と地域棲み分け

- ・北米の鉄道事業の歴史は古く、1830年の蒸気機関車営業運転開始以降、政府支援の下で各社が鉄道建設競争を行い、19世紀末にはほぼ現在の鉄道網が完成しました。その後、1990年代に大型合併が相次いだ結果、北米鉄道会社は7社に集約され、当該7社で北米鉄道貨物輸送の95%を占める寡占市場となっています。一級鉄道は、各々が連携して北米全体に輸送ネットワークを完成させており、莫大な設備投資が必要な鉄道事業は、実質的に参入不可能となっています。

- ・また、各社は、西部、北部、東部、南部と地域毎に棲み分けがなされています。西部におけるBNSF社とUnion Pacific社のように、同地域の企業間では一定程度の競争が残りますが、過去の売上と営業利益や値上動向の推移を見ると、両者の数字はほぼ同じ動きとなっています。他地域も同様の傾向にあり、このことから、同地域2社間の競争は限定的であり、2社で価格支配力を伴う「複占(※)」を維持しているものと評価されます。

- ・営業地域が異なる企業間では、大陸を横断して貨物を輸送する必要があるため相互乗り入れをしており、彼らにとって他社は、競合相手というよりパートナーとの意味合いが大きいのが特徴です。

(※)複占: 財やサービスの供給者が2社しか市場に存在しない状態

○他の輸送手段との競合環境

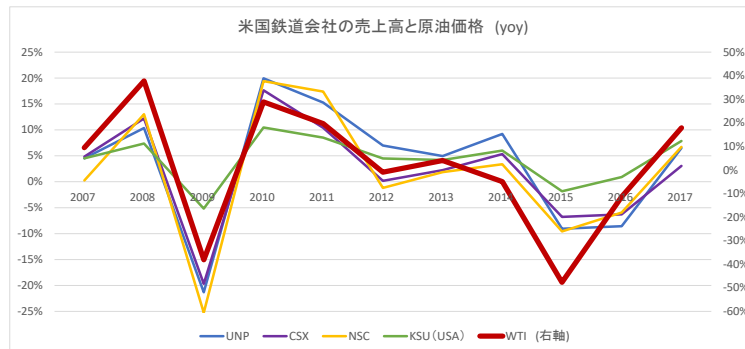
- ・相互の競合が緩やかな鉄道会社にとって、貨物輸送の最大の競合相手はトラックですが、特に長距離輸送においては、鉄道に優位性があります。鉄道は、貨物1トンマイルあたりの輸送燃費がトラックの4倍であり、原油価格上昇時や環境面で競争優位性を有しています。加えて、車両能力の向上で列車の長さが増したことにより、鉄道はトラックより10%~30%低料金での輸送が可能となっています。

以上のような競争優位性を背景に高い収益性を誇る鉄道会社ですが、一方で、以下のような特徴があるのも事実です。

○業績のボラティリティの高さと長期的成長性

- ・北米で貨物輸送事業を営む以上、業績が米国の経済動向に振られることは避けられません。経済の過熱時には、鉄道の輸送量が過度に高まる一方、不況時には逆の動きをすることにより、固定費の高い当社業績のボラティリティは比較的高い傾向にあります。

- ・加えて、原油価格が下がると、近距離輸送を中心に燃費効率の悪いトラックに顧客が流れることから、以下のように、燃料価格動向等が各社売上高に直結しています。



- ・また、長期的にGDPと同程度の成長が見込まれるなか、経済成長以上の利益成長をもたらすには、効率化を通じたマージンの改善の継続が必要となります。

以上のように、北米鉄道会社の恵まれた競合環境については問題ないと考えられますが、上記論点については、確認が必要です。NVICとしては、引き続き他社訪問も行いながら仮説の構築、検証を進め、北米鉄道会社の分析を深化させていきたいと考えています。

※運用担当者のコメントは将来の市況環境の変動、正確性等を保証するものではありません。

■当資料は、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。■当資料は、確定拠出年金法第24条および関連政省令に規定されている「運用の方法に係る情報の提供」に基づき、加入者のみなさまに対して、当商品の内容をご説明するために作成されたものであり、当該投資信託の勧誘を目的とするものではありません。■投資信託は、株式など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合には為替リスクもあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本および運用成果が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、投資信託をご購入のお客様に帰属します。投資信託は貯金(預金)保険制度の対象ではありません。■当資料は、農林中金全連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諸データに基づいて作成しましたが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、上記の実績・データ等は過去のものであり、今後の成果を保証・約束するものではありません。

農林中金<パートナーズ>米国株式長期厳選ファンド

元本確保型の商品ではありません

<リターン実績表> 単位%

設定日 2017年7月5日

年月	リターン	年月	リターン	年月	リターン	年月	リターン
2018年12月	-8.7						
2018年11月	3.9						
2018年10月	-6.7						
2018年9月	4.4						
2018年8月	3.1						
2018年7月	3.9						
2018年6月	3.3						
2018年5月	1.4						
2018年4月	2.1						
2018年3月	-3.7						
2018年2月	-4.6						
2018年1月	0.4						
2017年12月	3.5						
2017年11月	2.6						
2017年10月	3.4						
2017年9月	3.9						
2017年8月	-1.6						
2017年7月	-1.8						

※リターンは、各月末時点の分配金込み基準価額の月次騰落率です。

■当資料は、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。■当資料は、確定拠出年金法第24条および関連政省令に規定されている「運用の方法に係る情報の提供」に基づき、加入者のみなさまに対して、当商品の内容をご説明するために作成されたものであり、当該投資信託の勧誘を目的とするものではありません。■投資信託は、株式など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合には為替リスクもあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本および運用成果が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、投資信託をご購入のお客様に帰属します。投資信託は貯金（預金）保険制度の対象ではありません。■当資料は、農林中金共通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諸データに基づいて作成しましたが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、上記の実績・データ等は過去のものであり、今後の成果を保証・約束するものではありません。