

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	11,761円
純資産総額	1,098百万円

■資産構成

株式現物比率	90.0%
株式先物比率	-
株式実質組入比率	90.0%
現金等	10.0%

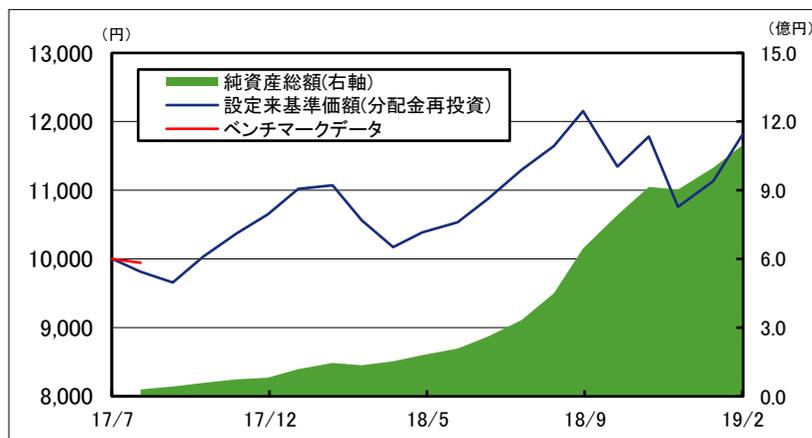
* ベビーファンドの実質組入比率(純資産総額比)です。

■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)	0.26%	1.48%	11.85%	-----	-----	-----	12.42%
ファンドリスク(分配金再投資)	-----	-----	16.40%	-----	-----	-----	14.33%

* 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	17.6%
2	家庭用品・パーソナル用品	11.8%
3	素材	10.2%
4	医薬品・バイオテクノロジー・ライフサイエンス	8.6%
5	ヘルスケア機器・サービス	6.9%
6	各種金融	6.7%
7	商業・専門サービス	5.6%
8	メディア・娯楽	5.4%
9	食品・飲料・タバコ	4.6%
10	小売	3.6%

* 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	BECTON DICKINSON & CO	6.9%
2	VISA INC-CLASS A SHARES	6.7%
3	COLGATE-PALMOLIVE CO	5.6%
4	THE WALT DISNEY CO.	5.4%
5	3M CO	5.1%

* 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、農林中金全共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.ia-asset.co.jp/fund/140829/index>)

2018年12月

(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。

(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。

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。

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。

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。

(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。

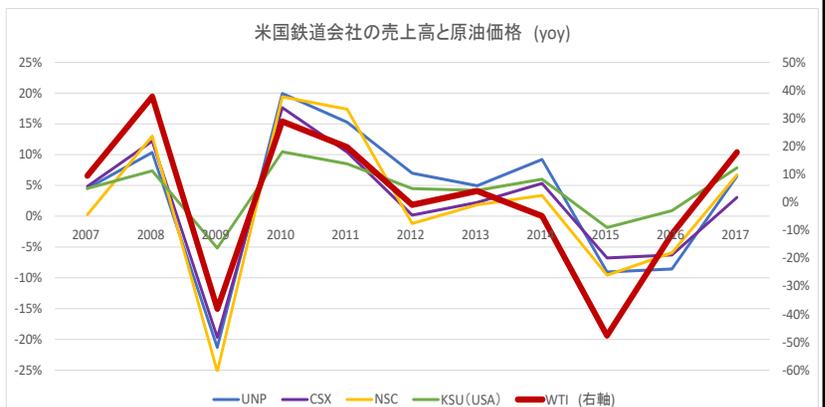
○業績のボラティリティの高さと長期的成長性

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。



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。

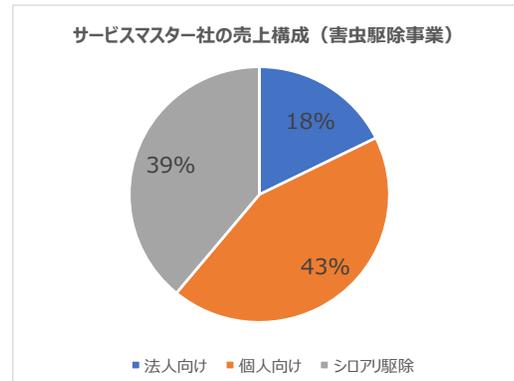
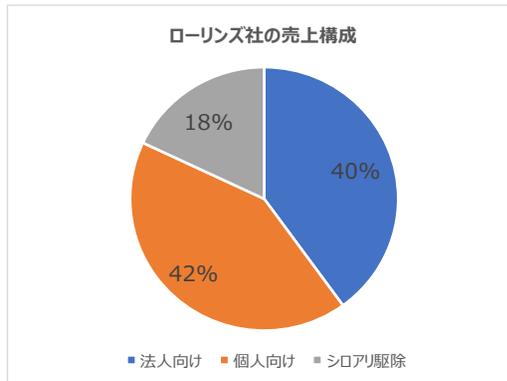
(<https://www.ia-asset.co.jp/fund/140829/index>)

レポート対象期間(12/27~1/30)の米国株式指数(米ドル建)は上昇となりました。上旬は、12月の雇用統計が発表され、非農業部門新規雇用者数が市場予想を大きく上回ったこと等が好感されて上昇しました。また、パウエル米連邦準備制度理事会(FRB)議長が今後の金融政策に関して柔軟な姿勢を示したことや、公表された12月の米連邦公開市場委員会(FOMC)議事録で金融引き締めに対して慎重な見解が示されていたこと等も相場を押し上げました。中旬は、発表された12月の鉱工業生産指数が市場予想を上回ったこと等が好感されて上昇しました。下旬は、トランプ大統領が議会と3週間のつなぎ予算で合意し、一旦政府機関の閉鎖が解除されることとなったこと等が好感されて上昇しました。かかる環境下、当ファンドの円換算後リターンは+3.5%(為替ドル安要因▲1.6%、株価要因+5.1%)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社程度にのびります。

直近では、12月に米国南部地域に出張し、計8社と面談を行いました。今回はそのうちの1社で、既往投資先であるローリンズ社(2018年1月の月次レポートにてご紹介した害虫駆除業者)の競合である、サービスマスター社(以下、当社)との面談から得られたインプリケーションをご紹介いたします。

当社は、テネシー州メンフィスに本社を置く害虫駆除業者です。害虫駆除市場は、大きく「個人向け害虫駆除」、「法人向け害虫駆除(飲食店等)」、「シロアリ駆除(対象は個人が中心)」の3つに分類されますが、そのうち当社は祖業である「シロアリ駆除」に特に強みを有しており、このマーケットでは米国でトップシェアを握っています。また、害虫駆除事業とは別に展開していた家庭用品保障事業をスピノフ(部門を切り離し、一企業として独立させること)し、今後は害虫駆除事業に特化していく方針を打ち出していることから、既往投資先であるローリンズ社をモニタリングするうえで今回のミーティングは重要な意味を持つと考えています。今回のミーティングでは、害虫駆除事業における当社の今後の事業戦略や、ローリンズ社との競合状況について確認を行うことを目的に面談を行いました。



面談を通じて、地球温暖化による害虫の増加や、ベビーブーマー世代が高齢化し、これまで自分で行ってきた害虫駆除をローリンズ社や当社のような害虫駆除業者に外部委託する潮流があり、その結果米国の害虫駆除市場は景気動向に関わらず安定的に拡大していることが改めて確認されました。

そして、そのような潮流を受ける害虫駆除市場の中でも、「シロアリ駆除事業」は他の害虫駆除事業と比較して手がかからない(一度薬剤散布等を行った後は特に追加作業が発生しない)ため相対的に収益性が高く、そのため当社はこれまで「シロアリ駆除事業」に注力していました。

一方、この「シロアリ駆除事業」において、環境負荷軽減の観点から近年大きな変化が起きています。具体的には、これまでの化学薬品が含まれた薬剤を散布することでシロアリを駆除する「薬剤散布方式」から、比較的化学薬品の散布量が少ない「ベイト・ステーション方式(シロアリが好んで食べるエサ状の薬剤を設置し、シロアリに巣に持って帰らせる)」へのシフトが起きており、これまでの「薬剤散布方式」では必要とされていた特殊化学薬品を使用するためのライセンスが「ベイト・ステーション方式」では不要であることから、シロアリ駆除事業の参入障壁が低くなっているということです。このような背景があり、当社はこのマーケットでシェアを失っています(過去50%のマーケットシェア→40%)。

このような状況の中、当社はローリンズ社が強いポジションを築いており、かつ他の害虫駆除事業と比較して高い市場成長率を誇る「法人向け害虫駆除事業」を今後の重点分野と位置付け、M&A等を通じてプレゼンスを高めようとしていることが分かりました。

我々としては、法人向け害虫駆除事業に注力し始めた当社の動向という「新たな視点」を加え、引き続き投資先であるローリンズ社を取り巻く競合環境をモニタリングしていきたいと考えています。

2019年1月

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.ia-asset.co.jp/fund/140829/index>)

レポート対象期間(1/30~2/27)の米国株式指数(米ドル建)は上昇となりました。初旬は、雇用者数の堅調な伸びなど、好調な経済指標の結果を受け、上昇となりましたが、その後、米中首脳会談が交渉期限である3月1日までに実現しないことが明らかとなり、貿易競争の激化に至るとの懸念が高まったことで軟調な推移となりました。中旬は、政府機関の再閉鎖回避を目指した共和・民主両党による国境警備予算案が、原則合意に達したことが好感され、上昇となったほか、下旬にかけては、トランプ米大統領が対中関税引き上げを延期したことを受け、米中通商協議の進展期待が高まり、相場を押し上げました。かかる環境下、当ファンドの円換算後リターンは+6.1%(為替要因+1.6%、株価要因+4.6%)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。昨年12月には米国南部地域に出張し、計8社と面談を行いました。今回はそのうちの1社である小売企業・Dollar General社(以下、DG社)を紹介いたします。

DG社は、低価格商品を中心に販売するディスカウントストアです。日用品や食品などの生活必需品を主に取扱い、80%以上の商品を5ドル以下で販売しています。顧客の平均購入金額は月間10~20ドル程度であり、例えば帰宅途中のちょっとした買い物ニーズを満たす存在です。「Dollar General」という名前は、雑貨が多い日本の100円ショップを想起させますが、米国社会の位置づけとしては日本のスーパーやコンビニのような、いわば社会インフラ的な役割を担っているとも言えるかもしれません。

米国小売業界は、18年10月に百貨店大手シアーズが破産法を申請するなど、苦戦する企業の姿が連日報道されることも少なくありません。そのような環境下でも、DG社は28期連続で既存店売上高を伸ばしており、着実に店舗数を拡大させております。面談では、投資検討時に重視している3条件に関連し、ウォルマートやコンビニなど他の米国小売業態と比較した場合にDG社がどのような優れたサービスを社会に提供しているのか(産業の付加価値)、アマゾン含む他の小売企業とはどのような競合関係にあるのか(競合環境)、そして中長期的な成長要因は何か(長期潮流)、についてディスカッションをしましたので、以下我々の考えを紹介いたします。

■産業の付加価値: 店舗の利便性と低価格商品

DG社では、自前の不動産部隊が出店戦略を練り上げ、顧客がアクセスしやすい立地を戦略的に選択しています。具体的には、顧客の住まいから5マイル圏内(約8キロ)に店舗を構える戦略を採用し、現在では米国人口の75%が5マイル圏内に居住しています。同じ郊外に出店しているウォルマートが平均20マイル圏内であることを踏まえると、店舗の近接性がDG社の強みの一つと考えられます。一方、価格面においても、商品数を極力絞ることでサプライヤーに対してバーゲニングパワーを効かせ、競争優位性を有しています。主要製品の価格は、DG社を規模の面で大きく上回るウォルマートと同水準であり、ドラッグストア対比▲40%、コンビニ対比▲50%の商品価格を実現しております。このように利便性と価格を両立させることで、生活インフラの提供者としてのバリューを顧客に適切に訴求出来ていると考えられます。

業態	ディスカウントストア	ディスカウントストア	ドラッグストア	コンビニエンスストア
会社名	Dollar General	Walmart	Walgreen	Seven Eleven
商品価格 (DG商品を100とした場合の相対価格)	100	100	140	150
顧客の住まいからの距離	5マイル(約8km)	20マイル(約32km)	5マイル(約8km)	1マイル(約1.6km)

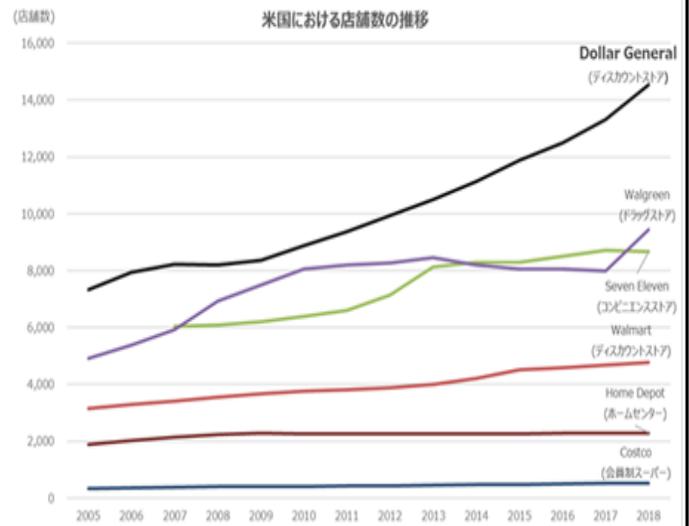
■競合環境

DG社は、年間所得が4万ドル以下の中低所得者層をターゲットとし、ウォルマートやアマゾンと競合しないような人口2万人程度の小さな商圏に出店しています。このような小さなマーケットでは、採算性の観点からアマゾンも触手を伸ばしておらず、DG社が生活インフラ提供者の役割を担うことが可能となっています。仮にアマゾンと競合するマーケットだったとしても、顧客の平均購入金額が毎月10~20ドルである中、アマゾンプライム会員費(2019年2月時点:年会費119ドル、月額払いの場合12.99ドル)を払ってまでアマゾンで日用品を購入する経済合理性が成立し難く、DG社はアマゾンとの競争を回避できる状況にあると考えられます。

■長期潮流

DG社は、全米に約1.5万店舗を展開しておりますが、約4割が南部に集中しております。南部地域は相対的に所得水準が低く、DG社の低価格商品が受け入れられる土壌があるだけでなく、人口成長率が相対的に高い地域でもあり、DG社にとって好ましい市場と言えます。大都市ではなく、所得水準の低い地域の人口増加ペースが相対的に高い点は、東京一極集中が続く日本とは対照的な現象であり、DG社が米国人口動態の潮流に乗って成長していることの証左とも言えるかもしれません。

今後、DG社は郊外で日用品を提供する伝統的店舗だけでなく、コンビニの競合となる小型店舗の出店や都市部への進出を加速させている為、同業他社との競争が激しくなることが想定されます。我々としては、同業他社の分析を進めながら小売業界に対する産業知見を蓄積し、新たな投資機会を今後も積極的に探していきたいと考えております。



2019年2月

■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、農林中金全共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。

