

## ■ 基準価額・純資産総額の設定来推移



※1 分配金再投資ベースは分配金(課税前)を再投資したものと計算しており、分配金があった場合は実際の基準価額とは異なります。

また、実際のファンドにおいては、課税の条件によってお客様ごとに値は異なります。

※2 上記のグラフは過去のものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。

## ■ 設定来の運用実績

	基準価額 (分配金再投資)	
	(円)	騰落率(%)
当月末	11,834	-
過去1ヵ月	12,547	-5.68
過去3ヵ月	11,815	0.16
過去6ヵ月	11,784	0.43
過去1年	10,533	12.36
過去3年	-	-
設定日来	10,000	18.34

※1 基準価額騰落率(分配金再投資)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(課税前)を再投資した場合の騰落率です。また、実際のファンドにおいては、課税の条件によってお客様ごとに騰落率は異なります。

※2 基準価額騰落率は過去のものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。

## ■ 基準価額と純資産総額

	当月末	前月末	前月末比
基準価額 (円)	11,780	12,489	-709
純資産総額 (百万円)	1,533	1,368	+165

※ 月中に分配があった場合の基準日の基準価額は、分配金込みです。

	基準価額 (円)	日付
設定来高値	12,622	2019年4月25日
設定来安値	9,504	2017年8月21日

※1 基準価額は信託報酬等控除後で算出されます。

※2 設定来高値及び設定来安値は分配落ち後の基準価額で、該当した日付が複数日ある場合には、その初日を表示しております。

## ■ 運用資産構成比率

ファンド	比率(%)
外国株式	89.2
現物	83.4
先物	5.8
短期資産等	10.8
合計	100.0

※1 比率はベビーファンドの実質組入比率(純資産総額比)です。

※2 短期資産等には、コール、CD、CP、現先、未収金、未払金等が含まれます。

## ■ 分配実績

決算年月日	分配金 (課税前) (円)
2018/06/20	50
-	-
-	-
-	-
-	-
設定来合計	50

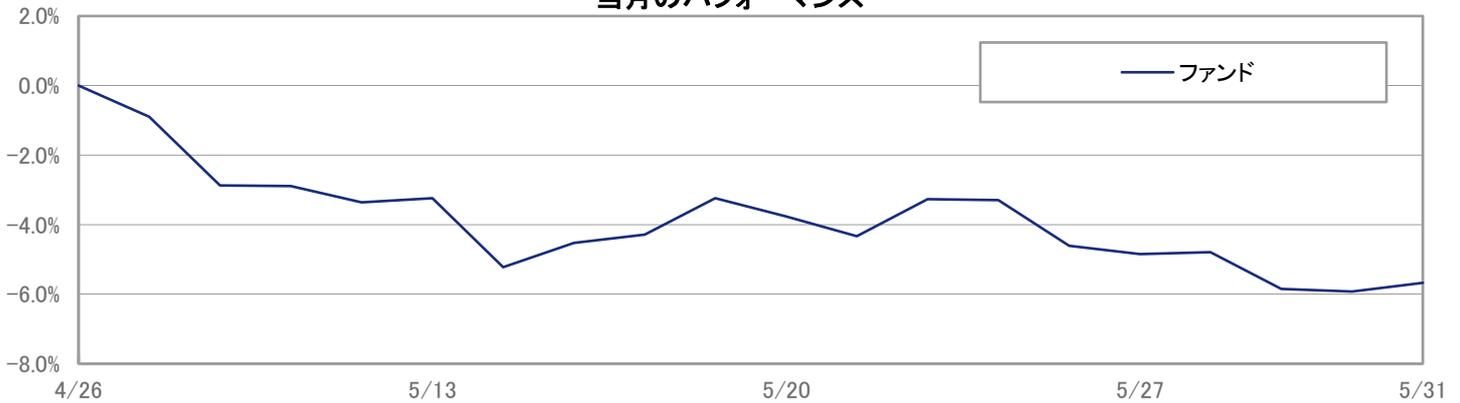
※ 1万口当たりの実績です。

## ■ 運用概況

当月末の基準価額は、11,780円(前月比-709円)となりました。  
また、税引き前分配金を再投資した場合の月間騰落率は-5.68%となりました。

## 5月の市場動向と運用状況

当月のパフォーマンス



※ 上記のグラフは過去のものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。

## <マザーファンドの運用状況>

### 組入上位10銘柄

順位	銘柄名	業種	組入比率(%)
1	BECTON DICKINSON & CO	ヘルスケア	7.4
2	VISA INC-CLASS A SHARES	金融	7.1
3	THE WALT DISNEY CO.	コミュニケーション・サービス	6.8
4	COLGATE-PALMOLIVE CO	生活必需品	6.8
5	3M CO	資本財・サービス	5.7
6	UNITED TECHNOLOGIES CORP	資本財・サービス	5.6
7	ZOETIS INC	ヘルスケア	4.4
8	VERISK ANALYTICS INC	資本財・サービス	4.3
9	ECOLAB INC	素材	4.3
10	CLOROX COMPANY	生活必需品	3.9

※ 比率は外国株式現物対比です。

組入銘柄総数: 28銘柄

### 業種別組入比率

業種	ファンド(%)
資本財・サービス	26.1
生活必需品	18.5
ヘルスケア	15.5
素材	11.7
一般消費財・サービス	7.3
金融	7.1
情報技術	6.9
コミュニケーション・サービス	6.8
合計	100.0

※ 比率は外国株式現物対比です。

## 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>)

レポート対象期間(4/25～5/30)の米国株式指数(米ドル建)は大きく下落となりました。上旬は米国による対中関税第3弾の関税引き上げが突如発表されたことを受け、米中の貿易摩擦悪化が懸念されたことで下落となりました。中旬は米国が対中関税第4弾の検討開始を表明、また中国が対米報復関税措置を公表するなど、米中对立激化の先行き警戒感から、相場を押し下げました。下旬についても、中国がレアアースの輸出停止を行う可能性が取り沙汰され米中摩擦の激化懸念がより一層高まり、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▲5.7%(為替要因▲2.0%、株価要因▲3.7%)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70社程度にのぼります。今年4月には米国西海岸地域に出張し、既往投資先2社を含む計8社と面談を行いました。そのうち、新規のポテンシャル先として訪問した「Republic Services社」(以下、「当社」という)は、米国で第2位の規模を誇るごみ処理業者です。かのCascade Investment(ビルゲイツによって所有されている投資持株会社)が当社に長年投資(直近保有比率33.8%)しているように、米国のごみ処理業者は、長期投資に馴染みやすい特徴を有しています。

今回は、当社の分析を通して見えてきた米国のごみ処理産業の特徴と長期投資との親和性についてご紹介いたします。

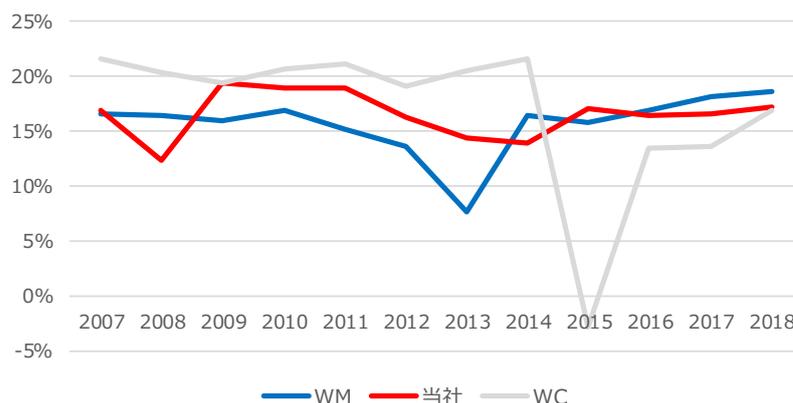
600～700億ドルの市場規模を有する米国のごみ処理市場は、Waste Management社(以下、「WM社」という。シェア22%)、当社(シェア15%)、Waste Connection社(以下、「WC社」という。シェア7%)の3社で市場シェア計45%を占め、35%が小規模事業者、20%は自治体が自己運営するという市場構造となっています。

米国では、焼却処理が中心の日本と違い、環境保護の観点で煙が忌み嫌われていること、コストの問題、広大な土地があるという背景から、発電目的の焼却処理を除いてほぼ100%のごみが埋立処理されており、ごみ処理事業は、回収→処理(圧縮等)→埋立(or リサイクル)の工程から成り立っています。

#### 米国のごみ処理業者大手3社比較

	WM	当社	WC
売上高/営業利益率	14.9B USD/18.7%	10.0B USD/17.3%	4.9B USD/16.9%
市場シェア	22%	15%	7%
営業地域	米国50州およびカナダ	米国41州およびプエルトリコ	米国41州およびカナダ
処理施設数	314	207	162
埋立地数	252	190	93

#### 営業利益率の比較



2019年  
5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ませ。

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

我々NVICは、米国のごみ処理産業について、以下3つの視点から、非常に面白い産業であると考えています。

#### ■産業の付加価値：効率的かつ適切なごみ処理に対する需要

古来、人が生活していく上でごみ処理は切っても切り離せない問題です。人口増や経済成長を背景とした一般ごみの増加や、産業の高度化を背景とした化学廃棄物の増加により、効率的かつ適切なごみ処理に対する需要は高まり続けていることから、ごみ処理産業は「人々の生活に無くてはならない」付加価値の高い産業であるといえます。

そのような高い付加価値を背景に、ごみ処理業者は景気の変動を受けにくく、キャッシュフローの安定性とその予測がしやすい点に特徴があります。

#### ■競合環境：埋立地の確保、回収デンシティの構築

ごみ処理産業においては、いかに多くのごみの埋立地を押さえているかという点が参入障壁として機能します。1970年代には全米で6万か所の埋立地が存在していましたが、現在では、規制強化を背景に、約1,600か所しか稼働しておらず、その2/3を上位3社が確保しています。環境保護の観点から新規の埋立地が認可されることは稀であり、ごみの増加には既存の埋立地の拡充で対応することから、埋立事業への新規参入は実質不可能です。故に、埋立地を持たない中小業者は、大手企業の埋立地にごみを運び込む回収事業しか営むことができません。また、回収事業を開始し事業を拡大していくには、トラック、コンテナ、運転手、回収業者への相応の投資が必要な点も参入障壁として機能しています。

また、回収事業においても、既存の大手企業には相応に高い競争優位が存在します。回収事業を営む際に何より重要なのは、回収ルート上にいかに高いデンシティ（顧客の地域集中度）を築けるかということです。回収ルートにより多くの顧客（回収先）を確保することが、効率的な回収と高い収益性に直結することから、既に他社がデンシティを築いている地域で同様に高い収益性を確保することは非常に困難です。

なお、大手企業間の競争は一定程度存在するものの、各々が自社の持つ埋立地周辺にデンシティを築いており、地域ごとに濃淡はありながらも比較的緩やかな競合環境にあるようです。

#### ■長期的潮流：人口増によるごみ増加と継続的なM&Aが可能な市場構造

米国のごみ処理市場は、長期的に年間3～5%の安定成長が見込まれる市場です（人口増および建築・企業ごみの増加による数量要因：1～2%、インフレによる価格要因：2～3%）。

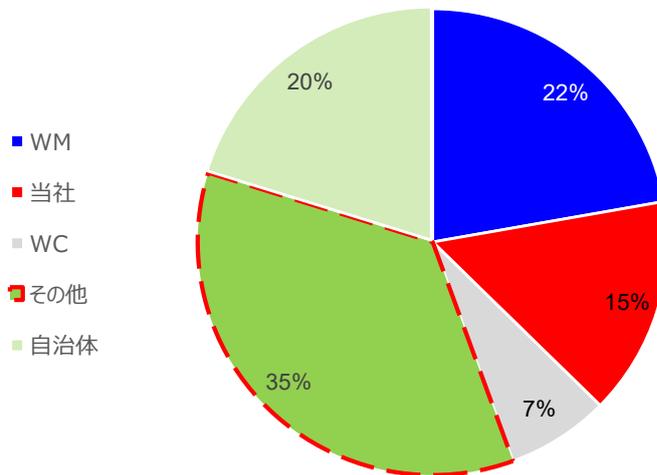
市場成長に加え、当社のような大手企業は、継続的なM&Aにより、0.5%の追加成長が可能となっています。市場シェア計35%を占める既存の独立系中小業者では、相応の教育を受けた人間はごみ処理業をやりたがらないことから家族による世襲が難しくなっており、世襲を断念した中小業者は当社のような大手企業によって買収されます。頻繁に発生する中小業者の世襲問題が大手企業による継続的なロールアップに繋がっており、大手企業は買収を通じてデンシティをより高くしていくことで、競争力と効率性を向上させ続けられるという構造的な好循環が生まれています。

## 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.ja-asset.co.jp/fund/140829/index>

米国ごみ処理市場のシェア



出典：当社よりヒアリング

小規模事業者の買収を通じて大手企業による市場の寡占が進行

また、今回の当社との面談を経て、トップ企業間のビジネスモデルの違いも見えてきました。トップ2社の収益性は概ね同水準で推移していますが、WM社が広大な埋立地を確保し圧倒的な規模を背景に収益性を確保する一方、当社は埋立地の規模も確保しながらコスト最適化(回収の機械化による必要人員の削減、燃料価格の低いガス自動車への転換、回収車の予防メンテナンスによる故障減少等)に注力し、効率化を図ることで収益性の向上を志向しています。

事業拡大の観点では、WM社が二度にわたる海外進出や埋立地で発生するガスの製造販売事業への進出等、新たな領域への積極的な進出を志向する一方、当社は、今まで同様今後も本業のみに注力していくことを宣言しています。

以上の内容を踏まえると、「圧倒的規模による高収益を土台に新領域への積極進出を図るWM社」と「本業に集中し着実な骨太経営を行う当社」という企業像が浮かび上がってきました。

以上のように、米国のごみ処理産業は、長期投資の観点から魅力ある業界であると考えられます。しかし、現状は環境保護の観点から埋立処理がほぼ100%を占める米国ですが、土地の限界が見え始め、焼却処理への切り替えを目指す自治体が出てきているのも事実です。焼却処理への切り替えが進めば、広大な埋立地の確保が参入障壁として機能する市場の特徴に変化が生じる可能性もあり、注視が必要です。

また、少し俯瞰して産業を見てみると、より複雑なプロセスを要求される医療ごみのような特定分野に特化したStericycle社のような企業もあり、こちらの方が産業の付加価値の観点では相対的に高い可能性もあります。

今回の面談を通じてトップ企業間の特徴の違いも見えてきましたが、ビジネスモデルの違いや将来展望については、WM社、WC社とのミーティングを通じて見極めていく必要があります。

NVICとしては、WM社やWC社のような競合企業に加え、医療ごみ等の特定分野に特化した企業についても上記観点を踏まえた対話・分析を深め、米国ごみ処理産業全体に対する理解深化を図りたいと考えています。

※運用担当者のコメントは5月末時点のものです。また、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。

## 商品の特色

- 圧倒的な競争力を有する企業への長期厳選投資により投資信託財産の中長期的成長を目指すアクティブファンドです。
- 米国の上場株式を主要投資対象とします。
- 徹底した深い海外企業調査を通じて、①付加価値の高い産業、②圧倒的な競争優位性、③長期的な潮流の3つの基準を満たす「構造的に強靱な企業<sup>®</sup>」に長期厳選投資を行います。
- 組入外貨建資産については、原則として為替変動リスクを回避するための為替ヘッジは行いません。
- 農林中金バリューインベストメンツ株式会社(NVIC)より投資助言を受け、ポートフォリオを構築します。
- 当ファンドは、ファミリーファンド方式で運用を行います。

## ■ お申込みメモ

購入単位	<通常の申込> 販売会社が定める単位 <確定拠出年金制度に基づく申込> 1円以上1円単位
購入価額	購入申込受付日の翌営業日の基準価額とします。
購入代金	販売会社の指定する日までにお支払いください。
換金単位	1口単位
換金価額	換金申込受付日の翌営業日の基準価額とします。
換金代金	原則として換金申込受付日から起算して5営業日目から支払いを行います。
申込締切時間	原則として午後3時までとなります。(ただし、受付時間は販売会社により異なる場合もありますので、詳細につきましては販売会社までお問い合わせください。)
申込受付不可日	ニューヨーク証券取引所の休業日またはニューヨークの銀行の休業日には、購入・換金の申込受付を行いません。(詳しくは、販売会社または委託会社にお問い合わせください。)
換金制限	信託財産の資産管理を円滑に行うために大口の換金には制限を設ける場合があります。
購入・換金申込受付の中止及び取消し	金融商品取引所等における取引の停止等により購入・換金の申込受付が中止または取消しとなることがあります。
信託期間	無期限(設定日:平成29年7月5日)
繰上償還	受益権の総口数が5億口を下回った場合などには、繰上償還となる場合があります。
決算日	毎年6月20日(休業日の場合は翌営業日。ただし、第1期は平成30年6月20日。)
収益分配	毎年6月の決算時に分配を行います。販売会社との契約によっては、税引き後、無手数料で再投資が可能です。
信託金の限度額	1兆円を限度とします。
公告	委託会社が投資者(受益者)に対してする公告は、日本経済新聞に掲載します。
運用報告書	毎年6月の決算時及び償還後に交付運用報告書を作成し、販売会社より知れている投資者(受益者)に対して交付します。
課税関係	課税上は株式投資信託として取り扱われます。 公募株式投資信託は税法上、少額投資非課税制度の適用対象です。 配当控除、益金不算入制度の適用はありません。なお、税制が改正された場合等には変更される場合があります。

金融商品取引所や外国金融商品市場における取引の停止、その他やむを得ない事情があるときには、ご購入申込みもしくはご換金申込みの受け付けを中止すること、およびすでに受け付けたご購入申込みもしくはご換金申込みを取り消す場合があります。

## ■ 委託会社、その他の関係法人

- 委託会社 : 農林中金全共連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372号  
一般社団法人 投資信託協会会員/一般社団法人 日本投資顧問業協会会員)  
信託財産の運用指図、目論見書および運用報告書の作成等を行います。
- 受託会社 : 農中信託銀行株式会社  
追加信託に係る振替機関への通知等、信託財産の保管・管理・計算等を行います。
- 販売会社 : 以下をご覧ください。  
ファンドの募集の取扱い・販売、目論見書・運用報告書の交付、一部解約の請求の受付、収益分配金、償還金および一部解約金の支払い等を行います。

販売会社等につきましては、以下の照会先までお問い合わせください。

■ 農林中金全共連アセットマネジメント株式会社

ホームページ : <http://www.ja-asset.co.jp/>

フリーダイヤル : 0120-439-244(受付時間:営業日の午前9時～午後5時)

お申込、投資信託説明書(交付目論見書)のご提供は

## 主なリスクと手数料

下記の事項は、この投資信託（以下、「当ファンド」という。）をお申込みされる投資家の皆様にあらかじめ、ご確認いただきたい重要な事項としてお知らせするものです。

お申し込みの際には、下記の事項および投資信託説明書（交付目論見書）の内容をよくお読みください。

### ■ 当ファンドに係るリスクについて

当ファンドは、マザーファンドへの投資を通じて実質的に株式など値動きのある証券（外貨建証券は為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、投資者（受益者）の皆様の投資元金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、投資元金を割り込むことがあります。

ファンドの運用による損益は、すべて投資者（受益者）の皆様に帰属します。

投資信託は、預貯金と異なります。

当ファンドの基準価額の変動要因としては、主に「株価変動リスク」「為替変動リスク」などがあります。

※詳しくは投資信託説明書（交付目論見書）の「投資リスク」をご覧ください。

### ■ 当ファンドの費用

投資者が直接的に負担する費用	
購入時手数料	<p>&lt;通常の申込&gt; 購入申込受付日の翌営業日の基準価額に、販売会社が個別に定める手数料率を乗じた額です。 ご購入時の手数料率の上限は2.16%（税抜2.0%）です。</p> <p>&lt;確定拠出年金制度に基づく申込&gt; 無手数料</p>
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）	毎日、純資産総額に年0.972%（税抜0.9%）を乗じた額を計上します。毎計算期間の最初の6ヵ月終了日及び毎計算期間末または信託終了のとき信託財産中から支払われます。
その他の費用・手数料	<p>監査費用は、毎日、純資産総額に年0.00324%（税抜0.003%）を乗じた額を計上します。 毎計算期間末または信託終了のとき信託財産中から支払われます。</p> <p>有価証券売買時の売買委託手数料、先物取引・オプション取引等に要する費用、資産を外国で保管する場合の費用等は、その都度信託財産中から支払われます。</p> <p>※運用状況により変動するため、事前に料率、上限額等を表示することができません。</p>

※ファンドの費用の合計額は、投資者の皆様がファンドを保有する期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

※ご購入の際は、必ず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

## 留意事項

- 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（以下、「当社」といいます。）が作成した販売用資料であり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料は当社が信頼できると判断したデータ等により作成しましたが、その正確性、完全性等を保証するものではなく、また事前の通知なしに内容を変更する場合があります。市場環境等の見直しにつきましても、その確実性を保証するものではありません。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。
- 当ファンドは、株式などの値動きの生じる証券（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資しますので、基準価額は日々変動します。したがって、元金および収益分配が保証されるものではなく、投資元本を割り込むことがあります。また、運用の成果は運用の実績により変動します。投資した資産の価値の減少を含むリスクは、投資信託をご購入のお客様に負っていただくこととなります。
- 投資信託は預貯金や保険商品とは異なり、預金（貯金）保険機構、保険契約者保護機構の保護対象ではありません。投資信託のお申込みに関しては、クーリングオフの適用はありません。
- ご購入の際は、販売会社より投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので、必ずお受取りいただき、詳細をご確認のうえ、ご自身でご判断いただきますようお願いいたします。