

■ 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	12,703	-
過去1ヵ月	13,577	-6.44
過去3ヵ月	13,260	-4.20
過去6ヵ月	12,176	4.33
過去1年	11,815	7.52
過去3年	-	-
設定日来	10,000	27.03

※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)	12,572	13,437	-865
純資産総額 (百万円)	3,121	3,233	-112

※ 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	14,017	2020年2月21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	89.4
現物	83.8
先物	5.6
短期資産等	10.6
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)
2019/06/20	70
2018/06/20	50
-	-
-	-
-	-
設定来合計	120

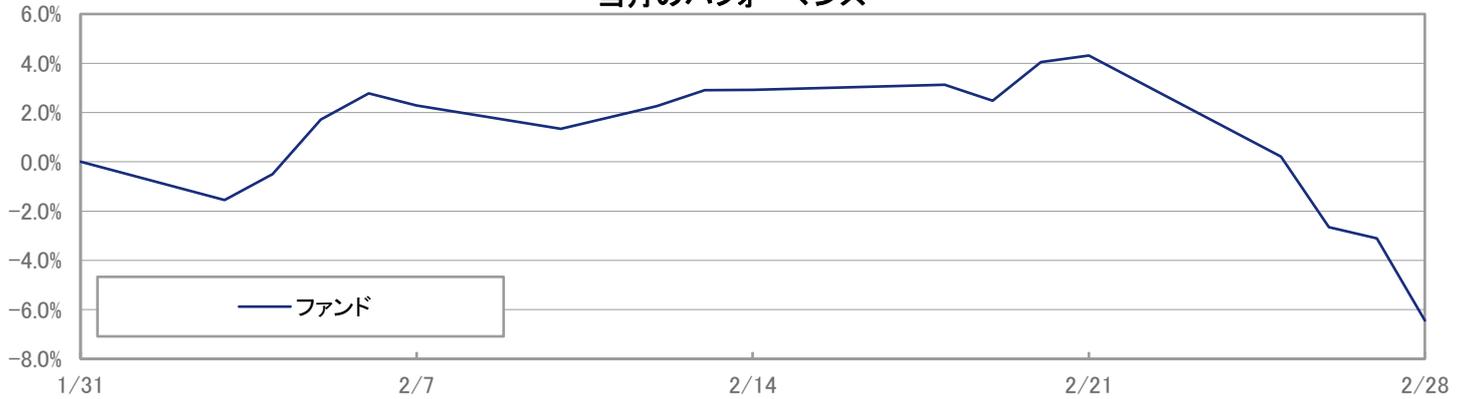
※ 1万口当たりの実績です。

■ 運用概況

当月末の基準価額は、12,572円(前月比-865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-6.44%となりました。

■ 2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	COLGATE-PALMOLIVE CO	生活必需品	7.5
2	THE WALT DISNEY CO.	コミュニケーション・サービス	7.5
3	BECTON DICKINSON & CO	ヘルスケア	7.0
4	VISA INC-CLASS A SHARES	情報技術	6.8
5	3M CO	資本財・サービス	6.4
6	TEXAS INSTRUMENTS INC	情報技術	6.1
7	CLOROX COMPANY	生活必需品	4.5
8	MCCORMICK & COMPANY	生活必需品	4.4
9	CHURCH & DWIGHT CO INC	生活必需品	4.3
10	NIKE INC -CL B	一般消費財・サービス	4.3

※ 比率は外国株式現物対比です。

組入銘柄総数: 26銘柄

■ 業種別組入比率

業種	ファンド(%)
資本財・サービス	23.0
生活必需品	21.3
ヘルスケア	18.4
情報技術	16.9
素材	8.6
コミュニケーション・サービス	7.5
一般消費財・サービス	4.3
合計	100.0

※ 比率は外国株式現物対比です。

※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いただけます。

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

■ 運用コメント

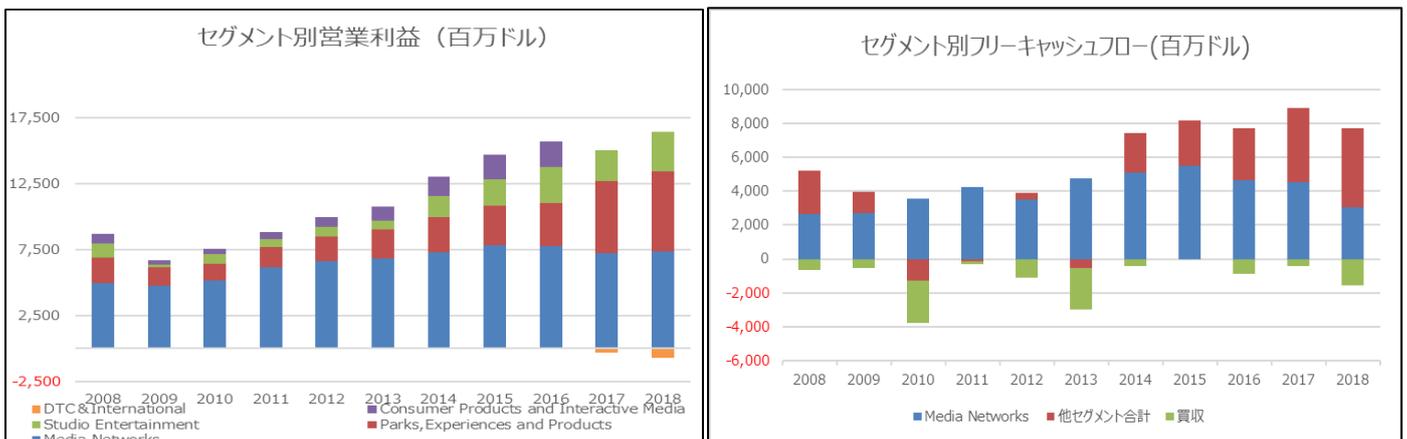
レポート対象期間（1/30～2/27）の米国株式指数（米ドル建）は大きく下落しました。上旬から中旬にかけては、中国当局が米国製品約750億ドル相当の輸入品に対する追加関税を引き下げると発表し、米中関係の改善が期待されたことや、ISM非製造業指数や米国雇用統計等、良好な米国経済指標の発表が好感されて上昇しました。また、中国政府が国内企業への資金繰りの積極支援を実施すると発表したこと等も相場を押し上げました。下旬は、米国内においてもCOVID-19（以下「コロナウイルス」という）の感染者が確認される等、中国外での感染者数が急増し、世界的な流行拡大による景気下振れ懸念が高まり大幅な下落となりました。かかる環境下、当ファンドの円換算後リターンは▲6.44%（為替要因+0.5%、株価要因▲6.9%）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（NVIC）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社程度にのびります。今回は、20年2月に実施した米国西海岸出張の中から、既往投資先であるThe Walt Disney Company（以下、「Disney」または「当社」といいます）との面談を踏まえた、今後のモニタリングポイントおよび再確認できた当社の強靱さについてご報告します。

NVICは、①産業の付加価値、②競争優位性、③長期的潮流、の3つの視点から投資先を選択しています。Disneyは、ご存知の通り、ミッキーマウスをはじめとするディズニーキャラクター、PIXAR（CGアニメ）、Marvel（スーパーヒーロー）、スターウォーズなどのコンテンツを有し、映画、テレビ、テーマパークなどの多様なチャネルを通じてそれを収益化する世界最大のメディア conglomerate です。NVICでは、以下の投資仮説を持ち、2015年から当社に投資をしています。

- ① 産業付加価値：「かわいさ」「ヒーローへのあこがれ」「家族愛」「成長ストーリー」といった普遍的な価値観は、世代を超えて広く個人に訴求することが可能です。特に世界中で広く普及し、数十年の歴史の中で築かれたDisneyの定番コンテンツは、既に人々の日常生活の中に浸透しており当たり前消費され続けています。
- ② 競争優位性：当社は世界で最も広範かつ多くの人に愛されるコンテンツポートフォリオを有しており、それらから繰り返し生み出されるキャッシュフローを資金源として、新しいコンテンツの開発や競合コンテンツの買収により常にポートフォリオを強化することが可能です。
- ③ 長期的潮流：世界の人口増加や新興国の経済成長に伴う市場の拡大が期待されます。また、インターネット技術により川下（コンテンツ配信）の参入障壁が下がることで、相対的に川上（コンテンツそのもの）の付加価値が向上していくと想定しています。

「ディズニー」と聞くと、ディズニーランドや映画、あるいはぬいぐるみなどのおもちゃを思い浮かべる方が多いと思いますが、実は過去15年ほど、当社の稼ぎ頭となってきたのはスポーツ専用ケーブルテレビチャンネル「ESPN」を中心とするMedia Networks（テレビ放送）事業です。同事業を最大のキャッシュカウとして、PIXAR、Marvel、Lucasfilm（スターウォーズ）、21st Century FOX等の買収や世界中のテーマパークへの巨額の投資を行ってきました。



（出所：Bloomberg、当社資料を基にNVIC作成、2017年から一部セグメント変更、2019年は買収影響大きいデータ除外）

※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いただけます。

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

近年、Media Networks事業はやや逆風下に置かれています。米国では各家庭でケーブルテレビチャンネルに加入することが一般的で、数十～百程度のチャンネルをまとめて月額100ドル程度で提供するような「バンドル契約」が行われてきました。しかし、最近ではインターネットやスマホの普及により以前ほどテレビを見ない人が増えていることから、ケーブルテレビの加入そのものをやめたり、バンドル契約の中から見ないチャンネルを外す動きが広がっています。ESPNはスポーツを愛する米国人の強い支持を受け、依然最大の加入者数を誇るチャンネルではありますが、これらの動きと無関係ではいられず、加入者数は微減傾向が続いています。

もう一つ、私たちがより重要な課題と考えているのが、ライセンス契約料の高騰です。ESPNはNBA、MLB等のスポーツ団体と独占放映権契約を締結することでNo1スポーツチャンネルとしての地位を築いていますが、これは「ミッキーマウス」のように盤石のものではありません。先にあげた投資仮説のとおり、エンターテインメント産業において真に価値があるのは最も川上に位置するコンテンツそのものであり、配信チャンネルではないと考えられるためです。現に過去数年おきの放映権契約更改の度に契約料は上昇しており、当社の番組制作コストは上昇し続けています。この点に関しては構造的な問題として、NVICは初めて当社を訪問した5年前から重要なディスカッションポイントとしてきました。

3度目の訪問となった今回の面談でも、ESPNを主力事業の一つと位置付ける当社の方針は変わっていません。しかし、後者の論点に関する考え方は徐々に変化しているように感じました。初回訪問時は、「ESPNのブランドをもってすれば大きな懸念ではない」というスタンスでしたが、今回は、今後数年で到来する大型契約の更改に対して明らかに課題意識を持っており、「当社はキャピタルアロケーションに強い規律を持っており、不合理な判断はしない」と説明してくれました。

これまで当社は上記の逆風に対して視聴料の値上げという形で対応し、結果的にこれまで同事業の利益は維持されてきました。そして、その再投資により、他部門も大きなキャッシュフローを生む事業へと成長を遂げてきたのは上で見ていただいた通りです。それが可能であった背景には、ネット上を中心に世の中にコンテンツが溢れかえる中で、筋書きのないライブコンテンツとしてのスポーツの価値がより高まっているという事実があると考えています。

今後もスポーツというコンテンツの価値自体は高まっていくことが想定される中で、ESPNが現在の地位を維持し当社にとってのキャッシュウであり続けることができるのか、NVICとしては注意深くモニタリングしていきたいと考えています。仮に、川上との力関係やネットチャネルとの競争により、その地位を失うことが懸念される場合であっても、当社は将来の企業価値を維持、拡大するような合理的な判断を下すことができると想定しています。

一方で、改めて当社の構造的な強靭さを確認できたのが、昨年からは本格的に開始したDirect to Consumer（ネット動画配信）事業です。昨年11月から提供されている「Disney+」では、当社が過去制作してきた多くの作品に加え、今後制作されるDisney+限定コンテンツを視聴することができます。

ストリーミングサービスとしては、Netflix, Amazon, Youtubeなどの先行プレーヤーが多くの利用者を得ており、当社は後発です。しかし、配信チャネルはあくまで視聴方法に過ぎず、人々を惹きつけるのはそこに並ぶコンテンツだと考えると、当社の優位性は際立っています。

当社は過去から多くの人々を魅了してきたキャラクターやコンテンツを無数に有しており、これらを活用して効果的にコンテンツを再生産することが可能です。例えば、「アベンジャーズ」や「スターウォーズ」の登場人物一人一人やその敵役に焦点を当てたスピンオフ作品を制作すれば、多くのファンは喜んで月額数百円の視聴料を払うでしょう。

逆に当社から作品の供給を打ち切られたNetflixは、年間1兆円以上とも言われる巨額の費用を投じてオリジナルコンテンツの制作に躍りになっています。もちろんその中には良質な作品も出ていますが、数十年に渡って愛され続け、何度も再生産可能なコンテンツを生み出すには、まだまだ長い年月と巨額の費用がかかるでしょう。「過去数十年かけてコンテンツに十分投資をしてきた」と語る当社からは、世界最強のコンテンツホルダーとしての強い自信が感じられました。

また、ネクストステップとしてデータ活用ビジネスの構想も聞くことができました。Disney+から得られる視聴データに加え、当社はパークやホテルなどの消費者とのリアルな接点を持ち、データを収集することが可能です。このデータを活用し、映像視聴とリアルの体験を組み合わせた複合サービスの提供なども検討しているようです。これは、Netflixには決して取ることでできない、当社独自の強みを生かした戦略です。

仮に配信チャネルとしての加入者獲得競争においてNetflixに軍配が上がったとしても、当社はNetflixにコンテンツを提供しライセンス料を取るモデルに転換することも可能です。これも逆はあり得ません。やはりこの産業のバリューチェーンにおいて、コンテンツそのものの価値が最

※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>)

も高いのです。

足元では、長年当社を率い、積極的な投資により現在のコンテンツポートフォリオを築き上げてCEOのアイガー氏の退任や、コロナウイルス感染拡大による当社業績への影響が懸念されています。私たちは後任のCEOであるチャベック氏の経歴については、公表されている以上の情報を持っていませんが、CEOが誰になっても当社が既に保有しているコンテンツの魅力は衰えません。また、コロナウイルスにより当社のパーク事業や映画事業の業績が短期的には影響を受けると想定されますが、問題が収束すれば、人々はまたディズニーランドに殺到するでしょう。

今後も当社が持つコンテンツの価値に着目し、保有を続けていきたいと考えています。



Disney本社前にてウォルト・ディズニー、ミニーマウス像と（2020年2月、米カリフォルニア州バーバンク）

※上記のコメントは2月末時点のもので、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®」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。
- 農林中金パリュール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がありますので、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場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:2017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)
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。

※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。

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

■ 最終ページの「主なリスクと費用」および「留意事項」を必ずお読み下さい。

主なリスクと費用

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)の皆様は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)の皆様には帰属します。

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	<通常の申込> 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2.2%(税抜2.0%)です。 <確定拠出年金制度に基づく申込> 無手数料
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0.99%(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	監査費用は、毎日、純資産総額に年0.0033%(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。 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。 ※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。

※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。