

マンスリーレポート

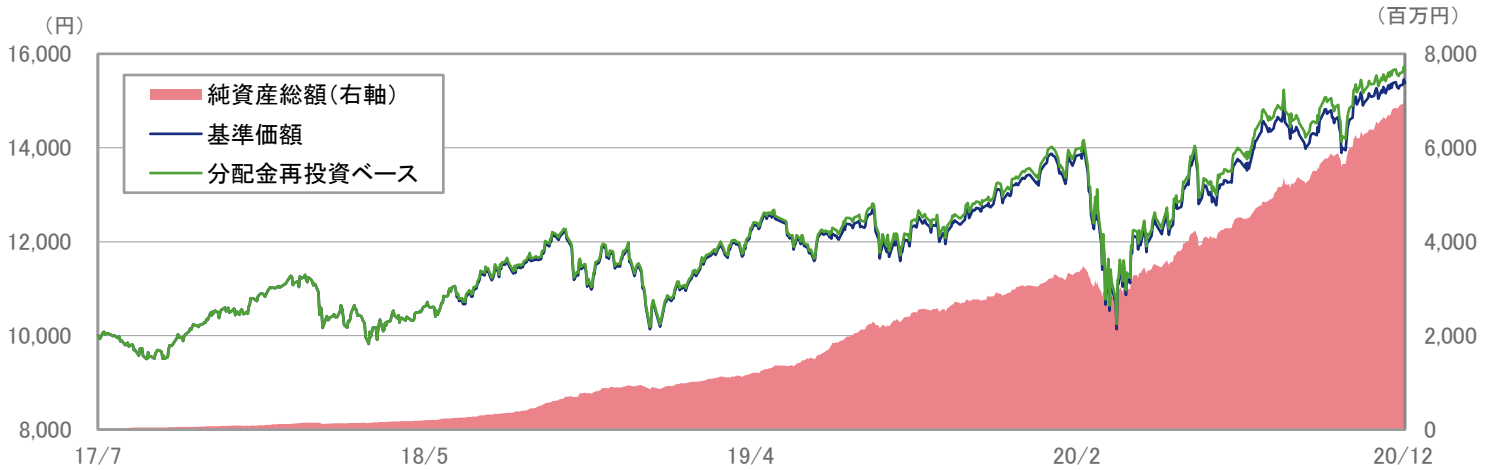
農林中金＜パートナーズ＞長期厳選投資 おおぶね（基準日：2020年12月30日）

販売用資料

設定日：2017年7月5日 償還日：無期限 決算日：6月20日（休業日の場合は翌営業日）

追加型投信／海外／株式

■ 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	15,650	—
過去1ヵ月	15,365	1.86
過去3ヵ月	14,533	7.69
過去6ヵ月	13,215	18.43
過去1年	13,566	15.36
過去3年	11,023	41.98
設定日来	10,000	56.50

※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)	15,382	15,101	+281
純資産総額 (百万円)	6,972	6,391	+581

※ 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	15,457	2020年12月29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	89.1
現物	86.1
先物	3.0
短期資産等	10.9
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)
2020/06/22	90
2019/06/20	70
2018/06/20	50
—	—
—	—
—	—
設定来合計	210

※ 1万口当たりの実績です。

■ 運用概況

当月末の基準価額は、15,382円（前月比+281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+1.86%となりました。

12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	THE WALT DISNEY CO.	コミュニケーション・サービス	7.9
2	VISA INC-CLASS A SHARES	情報技術	6.5
3	BECTON DICKINSON & CO	ヘルスケア	6.5
4	TEXAS INSTRUMENTS INC	情報技術	6.4
5	NIKE INC -CL B	一般消費財・サービス	4.6
6	CHURCH & DWIGHT CO INC	生活必需品	4.5
7	SHERWIN-WILLIAMS CO/THE	素材	4.4
8	COLGATE-PALMOLIVE CO	生活必需品	4.4
9	MCCORMICK & COMPANY	生活必需品	4.4
10	COSTCO WHOLESALE CORP	生活必需品	4.4

※ 比率は外国株式現物対比です。

組入銘柄総数： 27銘柄

業種別組入比率

業種	ファンド(%)
資本財・サービス	23.3
生活必需品	22.0
情報技術	18.3
ヘルスケア	15.5
素材	8.4
コミュニケーション・サービス	7.9
一般消費財・サービス	4.6
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ください。

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

■運用コメント

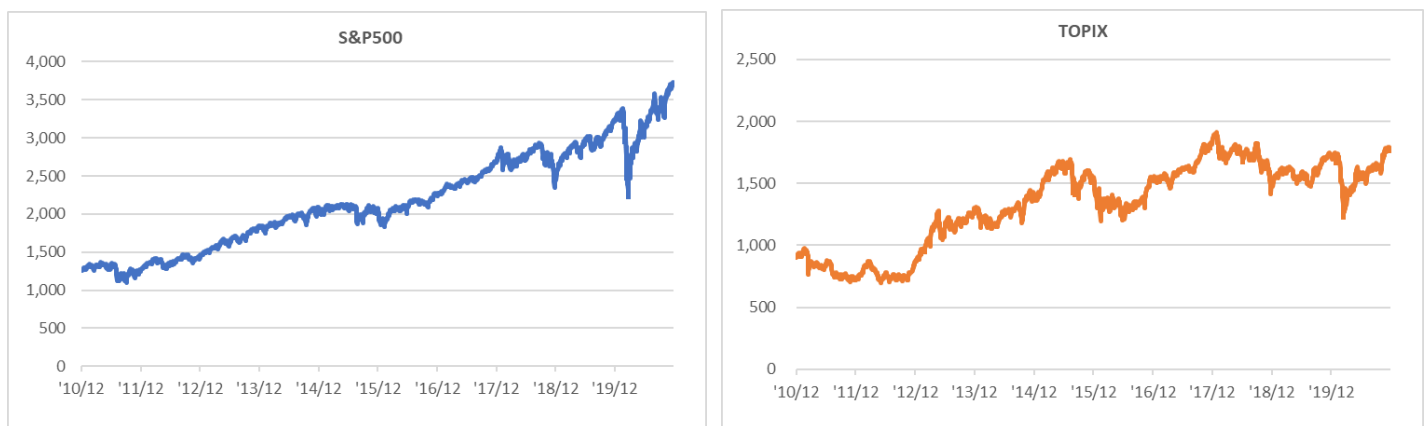
レポート対象期間（11/27-12/29）の米国株式指数（米ドル建）は上昇しました。上旬は、11月のISM製造業景況指数が堅調であったこと等が好感され、上昇となりました。中旬は、新型コロナウイルスの感染拡大が嫌気されて下落となる局面もありましたが、追加経済対策の成立期待が大きく高まったことに加えて、11月の住宅着工件数が好調であったこと等も好感され、上昇に転じました。下旬は、追加経済対策が決定されたこと等が好感されて上昇となりました。かかる環境下、当ファンドの円換算後リターンは+1.86%（為替要因▲0.34%、株価要因+2.20%）となりました。

＜2020年の株式市場振り返り＞

年初から新型コロナウイルス感染がグローバルに拡大し、現時点でもその収束が見通せないものの、各国の緊急的な経済対策、金融緩和や、ワクチン開発の期待に支えられ、主要国の株価は3月をボトムとして昨年末の水準を回復し、米国は最高値を更新しました。

（2020年末の各地域の指数前年比騰落率：S&P500+17.8%、TOPIX+7.4%、DAX指数+3.5%、いずれも配当込み）。各国の政策的な意図のもとで金利が下がり、行き場を失ったマネーが株式市場にも流れ込み、各企業の事業の経済性とは関係のないところで、相場を押し上げている可能性があると考えています。当ファンドに関しては、2～3月の市場の下落局面では高い下方耐性を発揮し、その後の市場の回復局面でも劣後することなく、堅調なパフォーマンスが残せたものと考えています。

図：S&P500とTOPIXの10年間推移



（出所：Bloomberg）

＜コロナ禍を受けた投資環境認識＞

コロナ禍が社会や企業活動にどのような影響を与えるのかという点については、コロナ禍によって何かまったく新しい状況が生まれるというよりも、いずれは起こるはずのことが、コロナ禍を契機としてより早いタイミングで顕在化している状態と捉えており、投資環境認識として着目すべき点は、世界経済の成長鈍化と企業間の優勝劣敗の鮮明化の見通しであると考えております。

たとえば国内で4月に発令された緊急事態宣言後に一気に普及したテレワークは、「非効率の是正」という元々あった世の中の課題に対して、コロナ禍が発生する前から少しずつ浸透していたものでした。同様に、ビデオ会議で済むような用件での無駄な海外出張は見直しの対象となり、減少するでしょう。一方で、同じ「移動」という行為であっても、たとえば「旅行を楽しむ」といった根源的な欲求は、人の性（さが）の変わらない部分として消えてなくなることはないでしょう。旅行は、移動の効率性を追求するものではなく、寄り道をする無駄を含めて楽しむものだからです。

また、ヒトのグローバルな移動が一定程度抑制されることとあわせて、米国と中国の貿易摩擦は、コロナ禍を経て一層激化、長期化し、モノやカネについても動きが滞り、世界の経済成長の阻害要因となる可能性があると考えられます。ただ、元々中国の高い経済成長に鈍化の

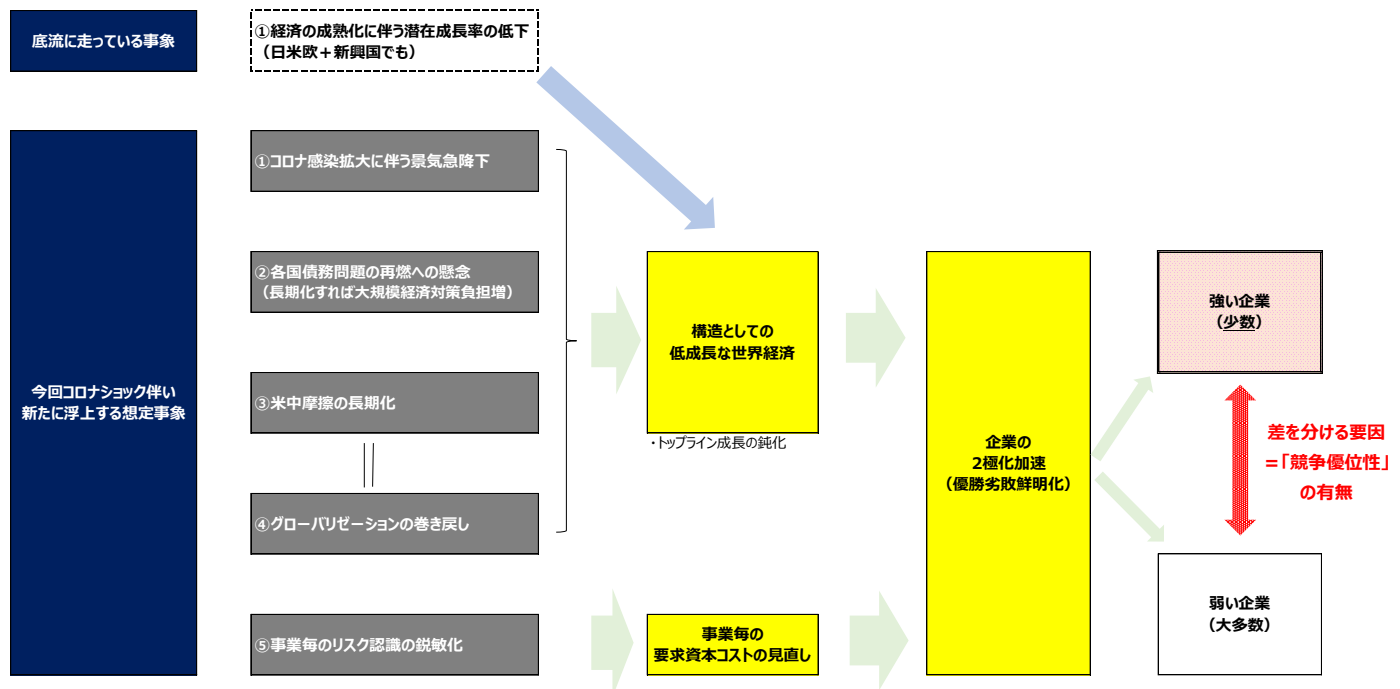
※当ファンドの過去のマンスリーレポート・運用コメントについては、委託会社ホームページにてご確認ください。

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

兆しがあった中で、次の成長エンジンの有力候補がインドやアフリカ諸国ぐらいいしか想定できず、現時点でその確からしさは見通し難いことから、世界経済の成長鈍化は、中国の成長がどこかで一服するタイミングで避けがたいものであると考えられます。

このようなコロナ禍に伴うグローバル化の巻き戻しとも言える事象によって世界的な経済成長の鈍化の潮流が加速する結果として、企業の優勝劣敗がより鮮明になってくるものと考えています。つまり、ヒト・モノ・カネがグローバルにスムーズに動き回れることで実現していた高水準の経済成長の下では、すぐ勝つ企業と、ちょっと勝つ企業という構図であったものが、経済成長の鈍化により、勝ち組企業と負け組企業にはっきり分かれるということです。当ファンドの2020年のパフォーマンスが堅調に推移したのは、こうした優勝劣敗の構図が市場においても意識されていることが一因であると考えており、競争優位性の有無に着目するNVICの分析アプローチは引き続き有効であると考えています。

図：コロナ禍がもたらす投資環境についてのまとめ



＜2020年の投資活動＞

投資先企業への評価：コロナ禍を受けて、一部企業に業績の下振れや、当初予想していたことと異なることが起こっていることは事実ですが、ほとんどのケースでは事業の経済性に関する仮説に大きな変化は見当たりません。むしろ、各投資先が世の中に提供している付加価値の高さや競争優位性の堅固さに基づいて、その強さが際立っているというケースのほうが多いと考えています。

たとえば、ディズニーやアマゾンのようにコロナ禍を受けた投資家の思惑で3月に大幅下落に見舞われた企業については、コロナ禍の不透明な環境下においても投資確信度に基づいたんと買い増しました。ディズニーはその後オンラインコンテンツサービスのDisney+の契約者数の堅調推移が報じられて下落を取り戻したことに示されるとおり、NVICとしては、ディズニーはディズニーランド（遊園地）運営者としての側面というよりは、根源的には、世界的に比類ないそのコンテンツ力に着目しているのであり、アマゾンは足元の景気変動を受けた原油の価格や生産動向ではなく、世界中の化学プラントの稼働継続のために必要不可欠な財を提供できている当社のユニークな事業上の立ち位置に注目しているのです。

また、バリュエーションの水準を見極めながら、分析を継続していた廃車オークション運営のコパート社への新規投資を開始しました。

※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>)

「仮想」海外出張による企業との対話継続：「仮想」海外出張と称して、6月は米国東海岸、8月は米国中西部、12月から欧州、といった具合に時期をある程度定めて、集中的に海外企業とのビデオ会議を実施しました。コロナ禍以前は、出張に向けて集中的なリサーチや社内での事前ディスカッションをしたうえで、現地を訪問し10社前後、1対1の面談を行い、その成果をまとめる、という一連の流れを年に6回程度繰り返すことで、リズムを作っていたという側面があり、それをビデオ会議で仮想的に再現を試みたものです。

ビデオ会議という通常のオンサイト面談とは異なる形式においても、既存の投資先企業については、これまで毎年現地訪問を繰り返してきたことで顔見知りと言えるほどのリレーションを構築できている他、事前資料を自前で準備して投資仮説をぶつけるというNVICの面談アプローチについてもよく理解してくれていることから、まったく違和感なくコミュニケーションができるということが分かりました。むしろ、自宅勤務しているCEOが思いもよらず登場して話をしてくれるといったビデオ会議ならではの機動性がある場面もありました。また、まったくの新規候補先企業との間でも、初顔合わせであるごちなさを乗り越えながらビデオ会議を重ねることができました。ただし、対象企業の地理的な立地や歴史、更には会社内で働いている従業員の方々の雰囲気等についても想いを巡らせながら面談を行うことができ、かつ、時として企業IRの方々と一気に距離感を縮めることのできる現地訪問の意義深さについて一方で認識することができました。

こうした仮想出張での面談の成果を中心に、引続き月次レポートにて企業に対する見立てを詳しくご説明させていただきました。NVICが着目するのはコロナ禍による短期的な業績の下振れの数字や、今後の回復見通しといった点ではなく、あくまで事業の根源的な経済性を見極めであるということがレポートの内容からご理解いただけたと思います。

表：2020年本ファンドの月次レポートで紹介した企業

時点	紹介企業	業種	要旨、分析の切り口
2020年1月	サービス・コーポレーション・インターナショナル	葬儀、霊園事業	霊園事業の参入障壁の高さ
2020年2月	ディズニー	メディア・コンテンツ	変わらないコンテンツの価値
2020年3月	(コロナショックについて)	-	-
2020年4月	コストコ	会員制小売	会員フィーで稼ぐ特色のあるビジネスモデル
2020年5月	ローリンズ	害虫駆除サービス	コロナ禍でも変わらない当社の競争優位性
2020年6月	チャーチ・アンド・ドワイト	日用品メーカー	ニッチな分野で強さを発揮する当社の手腕
2020年7月	パッカー	トラックメーカー	トラック界のハーレー・ダビッドソン的な特色
2020年8月	ティファニー・フェーリ・エルメス	ブランド関連企業	ブランド価値の考え方
2020年9月	メトラ・トレード	はかりメーカー	イノベーションが起こりにくいことの利点
2020年10月	ジボーダン	香料メーカー	顧客にとってのコストの非対称性が生み出す参入障壁
2020年11月	アイ・ティエ・ダブリュー	製造業・コングロメイト	明確で優れた事業ポートフォリオ戦略

(レポートのリンク先)

1月：https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/pdf/2020/01/pdfg140829_202001.pdf

2月：https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/pdf/2020/02/pdfg140829_202002.pdf

3月：https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/pdf/2020/03/pdfg140829_202003.pdf

4月：https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/pdf/2020/04/pdfg140829_202004.pdf

5月：https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/pdf/2020/05/pdfg140829_202005.pdf

6月：https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/pdf/2020/06/pdfg140829_202006.pdf

7月：https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/pdf/2020/07/pdfg140829_202007.pdf

8月：https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/pdf/2020/08/pdfg140829_202008.pdf

※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>)

9月：https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/pdf/2020/09/pdfg140829_202009.pdf

10月：https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/pdf/2020/10/pdfg140829_202010.pdf

11月：https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/pdf/2020/11/pdfg140829_202011.pdf

月次おおぶねメンバーズ・カンファレンスの開催：緊急事態宣言の下で外出自粛期間が続く中、不安を感じていらっしゃるはずの受益者様との向き合い方について改めて考え、ZOOMでの運用報告を月次で定期的に行うこととし、その中でパフォーマンスの説明や投資活動の一端をご紹介させていただきました。質問機能も活用した双方向のコミュニケーションができるのが良いところだと考えています。

＜2021年に向けて＞

コロナ禍に伴う現行の不透明な経済環境は、ある程度の時間をかけながら一旦は正常化に向けた動きを辿るものと考えています。

そういった中であっても、先述した世界経済の低成長が常態化するにつれ、企業間の優勝劣敗、すなわち二極化が鮮明化していくということと深く認識し、従って投資先企業の選定にあたっては、企業各社の競争優位性によりもたらされる事業の根源的経済性を見極めを慎重に行っていく必要があると考えています。

更に今後の投資先選定にあたって留意しておくべきとの認識を深めていることとして、「dematerialization」の潮流があります。農業から製造業、そしてサービス業へと産業の軸足がシフトする過程で、有形の物質や筋力（肉体の労働力）から情報や頭脳のほうへ付加価値の源泉もシフトが進むことを示した概念です。NVICとしても、単純なもののづくりではなくソフトウェアや仕組みとして提供されるサービスに付加価値がシフトしつつあることは、数々の投資先企業と向き合う中で実感しているところです。一方その中で思うこととして、例えば農機メーカーのディーラー網の顧客接点から得られるデータ蓄積の力や、ディズニーが持つコンテンツの力、ナイキのブランド力など、リアルな世界において築いた競争優位性があってこそ、デジタル化を梃子にして一層競争優位性を高めることが可能となるものであり、競争優位を備えていない事業をデジタル化しても決して強くなれるわけではないという構図があると考えています。従って、コロナ禍によって変化が加速した世界においても、NVICの事業経済性に基づいて企業を見極めるという姿勢は不変です。

繰り返しになりますが、政策によって支えられた低金利、とりわけ米国の低金利が企業のバリュエーションの切り上げりに与えている影響は強いと考えており、2021年もNVICは、新規投資のエントリーポイントとしてバリュエーション水準には十分に留意しながら、また産業の構造的変化の予兆にも感度を高めながら、愚直なまでに企業の構造的な強さの分析に注力していく方針です。

以上

※上記のコメントは12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®」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。
- 農林中金パリュエ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 : <https://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	＜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。市場環境等の見通しにつきましても、その現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になります。
- 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。