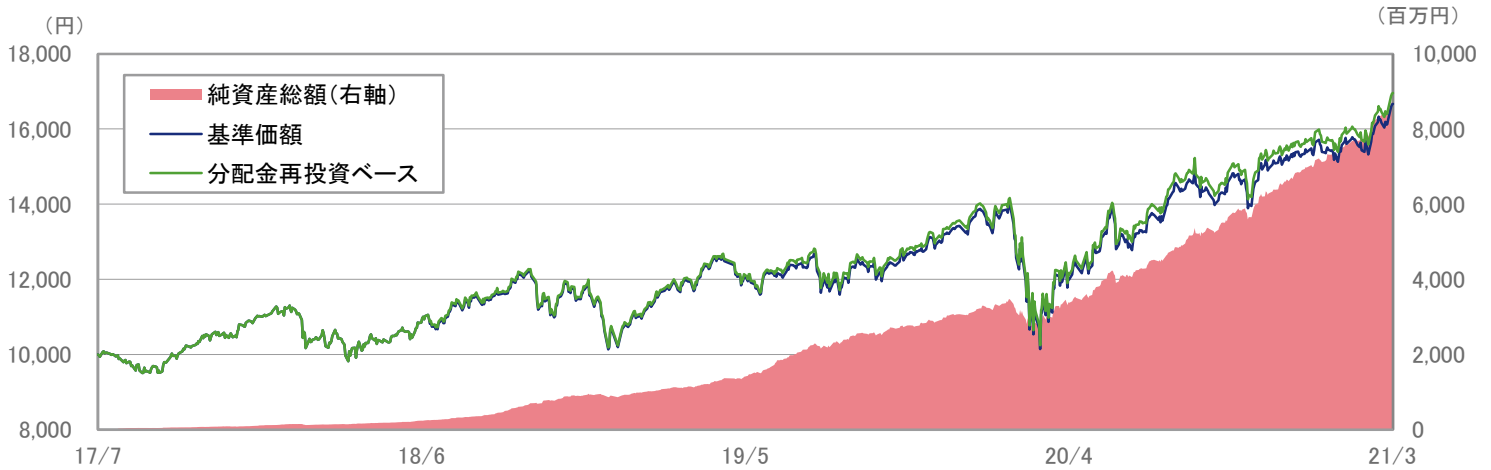


■ 基準価額・純資産総額の設定来推移



※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	16,958	-
過去1ヵ月	15,704	7.98
過去3ヵ月	15,650	8.35
過去6ヵ月	14,533	16.68
過去1年	11,604	46.14
過去3年	10,171	66.73
設定日来	10,000	69.58

※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。

■ 運用資産構成比率

ファンド	比率(%)
外国株式	90.9
現物	88.1
先物	2.9
短期資産等	9.1
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。

■ 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)	16,667	15,435	+1,232
純資産総額 (百万円)	8,727	7,684	+1,043

※ 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	16,667	2021年3月31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。

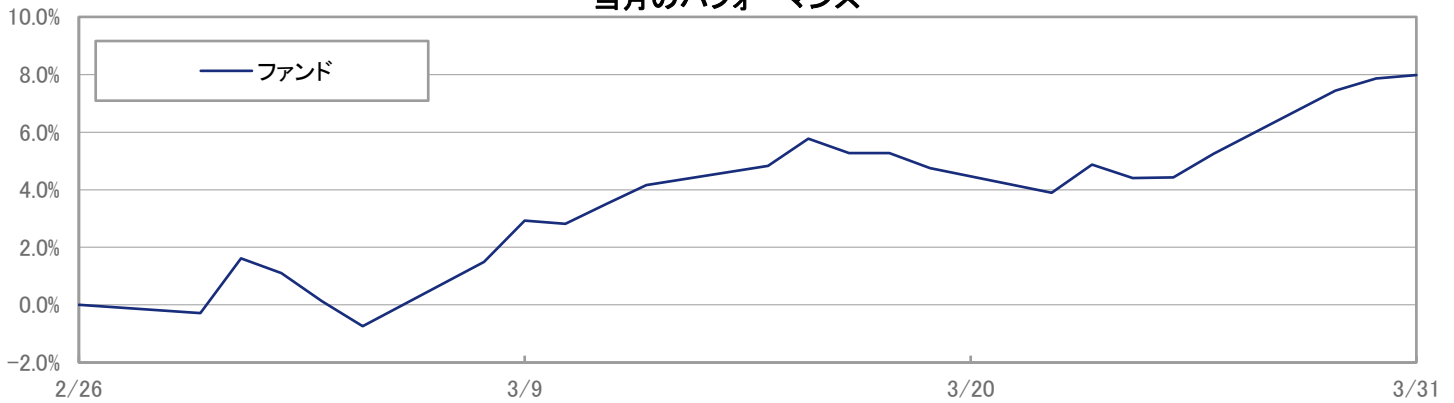
※2 設定来高値及び設定来安値は分配落ち後の基準価額で、該当した日付が複数日ある場合には、その初日を表示しております。

■ 運用概況

当月末の基準価額は、16,667円(前月比+1,232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+7.98%となりました。

3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	7.2
2	TEXAS INSTRUMENTS INC	情報技術	6.4
3	VISA INC-CLASS A SHARES	情報技術	6.1
4	MCCORMICK & COMPANY	生活必需品	5.5
5	CLOROX COMPANY	生活必需品	4.4
6	COLGATE-PALMOLIVE CO	生活必需品	4.4
7	CHURCH & DWIGHT CO INC	生活必需品	4.4
8	COSTCO WHOLESALE CORP	生活必需品	4.4
9	SHERWIN-WILLIAMS CO/THE	素材	4.3
10	NIKE INC -CL B	一般消費財・サービス	4.0

※ 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	27.1
生活必需品	23.1
情報技術	18.1
ヘルスケア	12.6
素材	7.9
コミュニケーション・サービス	7.2
一般消費財・サービス	4.0
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（2/25-3/30）の米国株式指数（米ドル建）は上昇しました。上旬は、ISM製造業景況指数や雇用統計が前月比で改善したこと等が好感された一方、米国長期金利の上昇によりグロース株を中心とした高バリュエーション株の売り圧力が強まり、方向感の定まらない展開となりました。中旬は、ニューヨークやロサンゼルスのレストラン・商業施設で実施されていた営業制限の緩和が発表されたことや、バイデン大統領による1.9兆ドル規模の経済対策が正式に成立したことが好感されて上昇しました。下旬は、バイデン大統領がワクチン接種目標の引き上げを発表する等、経済活動再開に向けた積極的な施策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+7.98%（為替要因+3.90%、株価要因+4.08%）となりました。

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を目的とした国内外の投資先・投資候補先への訪問を定期的に行っており、単に財務数値の分析だけではない、企業の事業に関する深い理解に根差した投資を行っております。（国内企業は随時、海外企業についても年間6回、約70社程度の現地訪問を行っております）

今回は、塗料という面白い性質を持つ財を提供しているSherwin Williams（以下“シャーウィン”もしくは“当社”）をきっかけに、NVICが投資している構造的に強靱な企業[®]が持つ特徴に関して考えてみたいと思います。

シャーウィンは米国オハイオ州クリーブランドに本社を持つ（米国屈指のオーケストラであるクリーブランド管弦楽団の本拠地などで有名な都市ですね）、塗料メーカーです。住宅の外壁に塗る塗料をイメージして頂くと分かりやすいかと思います。



（訪問時にNVIC撮影）

※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>)

NVICは財の性質の面白さや競争優位性に注目し、2013年に投資開始後、継続保有し続けています。

下記グラフは2012年末を100として、2013年から直近（2021/3/31）までの株価を指数化したグラフです。シャーウィンの株価は2012年末と比べて約5.2倍になっており、同期間で約2.8倍になっているS&P 500と比較すると2倍近く株価を上げていることがわかります。



（出所：Bloomberg、Sherwin Williams、S&P 500共に配当を含まず）

NVICが考えるシャーウィンの魅力を、下記3つの観点でご説明しましょう。

1. 高い産業付加価値

シャーウィンが提供する塗料は、住宅の新築時のみ使用されるわけではなく、経年に伴う補修需要も安定的に存在します。住宅用塗料の需要規模は新築向け：補修向け=1：4とも言われており、住宅が存在する限り発生する補修需要のほうが大きいのです。

ニュース等で時たま目にする米国の新規住宅着工件数は景気に左右されやすい傾向がありますが、新規住宅の件数ではなく住宅の総数に需要が紐づくというのは、需要の安定性、シャーウィンの売上の堅牢性を裏付けていると言えます。

2. 高い競争優位性

塗料、という差別化がなかなか難しい“コモディティ”のような財、だとイメージされる方も多いのではないのでしょうか。缶に入ったペンキのイメージだとそう考えるのも無理はありません。

ただ、シャーウィンの塗料ビジネスは、財の性質とビジネスモデルをうまく組み合わせた高い参入障壁をいくつか持つのがユニークだと言えます。

- ① 地域の観点からの参入障壁：塗料は重く、輸送コストが多くなることから長距離の輸送（輸出入など）には向かない財です。また、消費地の気候条件などにより適した塗料が異なるので、他地域からの参入は難しいと言えます。
- ② 技術の観点からの参入障壁：塗料は色以外にも様々な性能が求められます。例えば耐熱・遮熱などの熱的性能、蛍光・蓄光・紫外線遮断などの光に関する性能、結露防止・防水・上からの落書きや張り紙に強いなどの物理的性能、抗菌・防臭などの生物・化学的性能などです。こういった性能に関するニーズは複数の性能の組み合わせも含め非常に多岐にわたっており、また技術的にも高度であるため、技術・ノウハウの蓄積が非常に重要となってきます。そうした技術・ノウハウの蓄積が参入障壁として機能するのです。
- ③ スwitchingコストの観点からの参入障壁：当社の売上の太宗はプロの塗装業者向けですが、プロの塗装業者にとって一番大きなコストは人件費で、塗料のコストは人件費に比べるとかなり小さいと言われています。つまり、塗装業者にとってはより効率的に塗装が出来る（塗装人員を効率的に活用できる）ことが重要で、塗料を安いものに変えた結果塗りムラが出来てしまい塗り直しになった、といった事態はもっとも避けなければなりません。故に、品質の高さや過去から使用されてきた実績が評価されている当社の塗料から変える理由がなく、非常にswitchingコストが高い状況が形成されています。

※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。

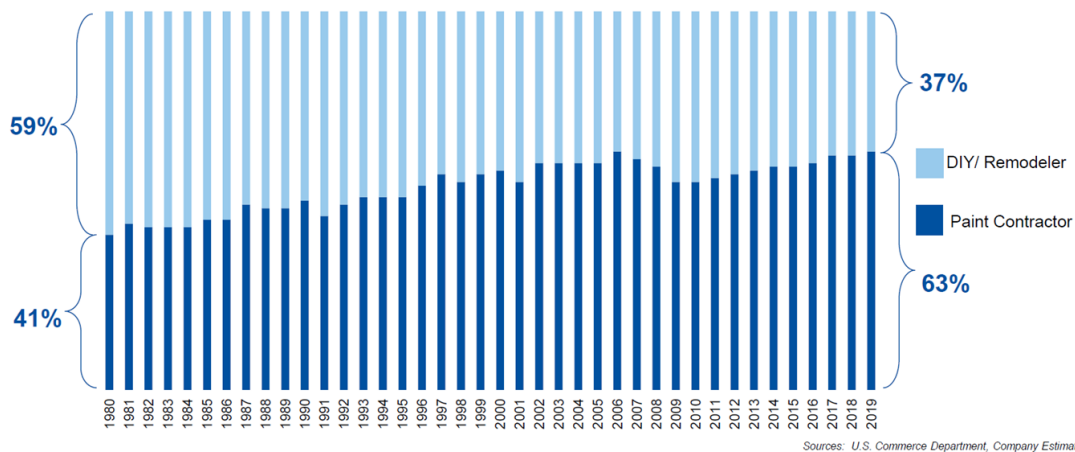
(<https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/index>)

また、当社は自社の販売店を非常に多く有しており、その利便性からも塗装業者にとって必要不可欠なポジションを形成していると言えます。（この戦略は後程もう少し詳しくご説明します）

3. 長期潮流へのフィット

先に述べたように、シャーウィンの提供する塗料は、住宅が存在する限り必要とされ続けるものです。従って、今後も人口の増加や経済の発展、所得の増加といった長期潮流に乗って、安定的に成長していくことが想定されます。

また、住宅用塗料の需要に関してはDIY（Do It Yourself、自分で塗ること）よりもDIFM（Do It For Me、プロの業者に依頼する）の割合が過去から増加してきている傾向が存在します。このトレンドは今後も高齢化、所得の増加、（共働きなどを背景とした）余暇時間の有効活用ニーズの高まりなどを背景に継続し、売上の太宗がプロの塗装業者向けである当社にとっては成長の追い風を受けやすいのでは、と考えられます。



（出所：Sherwin Williams IRプレゼンテーション）

ここまでシャーウィンについてご紹介してきましたが、ここからはシャーウィンの提供する財の性質・ビジネスモデルを起点に、NVICの投資する構造的に強靱な企業®が持つ特徴に関して考えてみたいと思います。キーワードは“ECとの相性”と“購買の意思決定権者とその基準”です。

【ECとの相性】

“Amazon Effect”という言葉をご存知でしょうか？ Amazonの拡大によって競合周辺産業に起こる大きな変化のことを指します。例えばAmazonの台頭による実店舗型小売へのダメージなどがその一例ですが、小売のみならずメーカーにもその影響は大きく存在します。具体的には、Amazon内で価格が極めて透明化されてしまうことによる価格低下圧力の増加です。また、実店舗の比ではなく数多くの競合製品と簡単に比較できてしまうAmazonは、価格以外に差別化が難しい製品の価格競争の激化を促すことになりかねません。

しかし、財の特徴を考えると、AmazonのようなECになじみにくい財、すなわちECではなく従来型の購買プロセス・販売チャネルで買うことに意味がある財があることもまた事実です。そしてシャーウィンの塗料は“ECになじみにくい”という特徴を持っています。

塗料は①PCの画面上ではうまく色を選べない、②返品が受け付けられない、③重い（配送コストが高つく）という観点からECになじみにくいと言われています。ECで買うと、画面上の色を見て選んだ塗料を高い配送コストを払って買ったとしても、缶を開けてみて実際の色とイメージが違ったからといって返品できない、ということが起こりうるのです。店舗であれば少量のサンプリングなどで実際の色を確認することも可能ですし、塗装現場から車でアクセスできる範囲の店舗で買えば配送コストもかかりません。始業前にトラックで店舗に立ち寄って塗料を積みこんで現場に行く、といった塗装業者の業務プロセスを考えるとECより店舗で買う方が“便利”と言えます。

上記①、②は塗料特有のECになじみにくい理由ですが、③の配送コストの観点は他の財にも敷衍して考えることが可能です。塗料のように一つ一つの製品が重い場合はもちろん、逆に一つ一つがとても軽くてかさばる場合も、一つ一つの製品にかかる配送コストが高つくのでECになじみにくいと言えます。

※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>)

軽くてかさばる結果ECになじまない財としては、おおぶねJAPANで投資している東洋水産が作っているようなカップ麺などがあげられます。カップ麺は軽くてかさばる上に、一つ一つの価格が安い（利幅も薄い）ために高い配送コストに見合わないのです。

“ECになじみにくい”という特徴はそもそもの財の性質や使われ方に起因するものなので、意図的にこの特徴を創り出すことは難しいと言えますが、“Amazon Effect”と一口に言っても全ての財や周辺産業にネガティブな影響があるわけではなく、財やサービスの性質を鑑みるとその影響には濃淡があることがわかります。何か市場に大きな変動があった時に、単純に危機感を醸成したり過度に楽観視するのではなく、個々の企業やその財・サービスの特徴に照らし合わせて丁寧に影響を考えていくことはとても重要であり、また面白い作業でもあるのです。

【購買の意思決定権者とその基準】

ペンキを始めとした塗料は、上述の通り“コモディティ”のイメージを持たれることも少なくありませんが、シャウウィンの提供する塗料は多くの競合と価格で勝負しないといけな“コモディティ”にはなっていません。それはなぜでしょうか？NVICが考える答えは、「①購買の意思決定権者が住宅の所有者ではなくプロの塗装業者で、塗装業者の意思決定基準が価格ではないから」「②塗装業者の意思決定基準にシャウウィンが訴求できているから」です。

①に関して、プロの塗装業者の意思決定基準が価格ではないことは上述の通りです。塗料のコストより人件費が圧倒的に高いコストの構造は、人件費を最大限効率的に使うための“品質”（安心して使えるという意味での）実績の方が価格より重要であり購買者の価格感応度が低い、という状況を創り出しています。

では②に関してはどうでしょうか？もちろん上記の品質や実績などは重要な意思決定基準であり、シャウウィンの財は既に意思決定基準に訴求できているとも言えますが、シャウウィンは“利便性”という意思決定基準にも上手く訴求するビジネスを展開しているのです。

シャウウィンは塗料メーカーでありながら非常に多くの店舗を持っています。また、顧客ごとに以前買った色・性能の商品はどれかなどの情報をデータベースで管理しており、顧客がどの店舗に行ってもニーズに合った商品を買うことが出来る環境を作っています。店舗ネットワークという物理的な意味でも、顧客データベースという情報管理・活用の意味でも、塗装業者が買いたいものをいつでも変える“利便性”を訴求し、塗料の購買者である塗装業者にとって不可欠な存在となっているのです。

おおぶねグローバルにおいてNVICが投資をしている企業の中では、スイスの配管システムメーカーGeberitも同じような特徴を持っています。



(出所：Geberit IRプレゼンテーション)

Geberitが提供するトイレ回りの配管システムの購買の意思決定権者は住宅の所有者ではなく、Plumberと呼ばれる配管工事業者です（トイレの便器や内装にこだわる所有者はいても、壁の後ろの配管システムにまでこだわる所有者はいません）。Plumberは（言葉を選ばず言えば）自分の身銭を切るわけではないため価格感応度が低く、その代わりに「工事のしやすさ・取り付けやすさ」が重要な意思決定基準

※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。

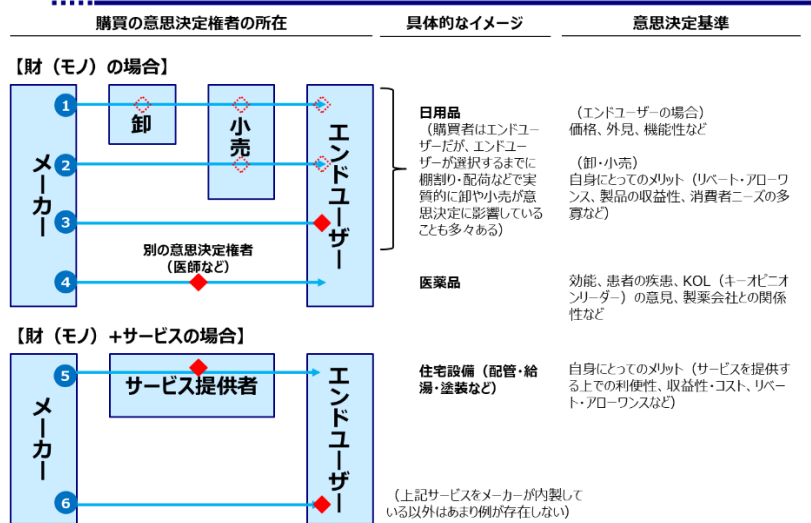
(<https://www.ja-asset.co.jp/fund/140829/index>)

になっています。

Geberitはパイプや水を流すシステム、それらを組み込む骨組みなどをパッケージ化した取り付けやすい製品を提供するほか、自社のインフォメーションセンターや移動式ショールーム、外部イベントなどで年間10万人を超える配管工に対し当社の製品の取り付けやすさ・良さを教育・普及させる取組を実施しており、製品そのものも、製品に対する認識としても、「取り付けやすいからGeberitの製品を使いたい」と配管工事業者に思わせる状況を創り出しています。

シャウインやGeberitの例を踏まえると、購買（の意思決定権）者が誰か、意思決定基準は何かを正しく理解し、訴求することは製品を“コモディティ”にしないための非常に重要な条件と言えるでしょう。

購買の意思決定者とその基準



（出所：NVIC作成）

上記のような特徴は特定の業種・セクターに偏って存在する特徴ではなく、形は違えど様々な業種の企業に存在しています。

NVICは、特定の業種・産業に偏って投資をするわけではなく、様々な企業の事業内容を丁寧に分析して投資を実施しておりますが、その結果、ポートフォリオ企業にこのような特徴を共通して持つ企業が複数ある、ということは、まさにこういった特徴がNVICの投資したい構造的に強靱な企業®が持つ特徴の一つと言えるのではないかと考えられます。

個別の企業を丁寧に分析する中で共通した特徴を見つけ、見つけた特徴を新たな分析に活用していく、そういった分析のあり方もNVICらしさ、と言えるでしょうか。

今後も、NVICの投資の基盤である分析や企業訪問の中で得られた考察、投資ができると考えた魅力などを、最終的な企業の“オーナー”である受益者の皆様にもこのような形でご紹介したいと考えております。

※上記のコメントは3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、販売会社より知っている投資者(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

■ 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。