岡三アセットマネジメント

情報提供用資料
2022年11月24日

ファンドマネージャーの視点：運用状況と今後の見通し

ESG海洋関連株式ファンド　愛称「海」
追加型投信/内外/株式

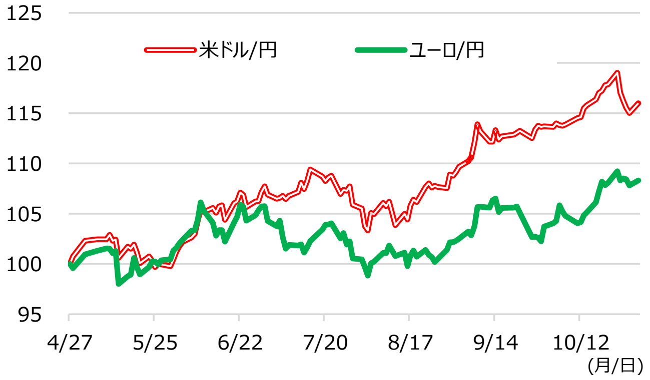
- 当ファンドの主要投資対象である「DWSコンセプト・ESGブルーエコノミー(円建て、ヘッジなしクラス)」の運用を担当しているDWSインベストメントGmbHのファンドマネージャー、ティム・バックマン氏が11月にドイツから来日しました。本レポートでは、同氏が来日の際にコメントした内容につきまして報告させていただきます。

設定来の運用状況

- 当ファンドの設定来の騰落率につきましては、2022年10月31日時点で▲5.42%となり、代表的なグローバル株式指数であるMSCI オール・カントリー・ワールド・インデックス(円ベース)の同期間の騰落率+4.30%を下回りました。当ファンドのパフォーマンスが伸び悩んでいるのは、マクロ環境と個別テーマの観点から、以下の要因がマイナスに影響したからだと考えています。

- 当ファンドは「ブルーエコノミー」関連企業を投資対象としていますが、**欧州各国が脱炭素社会の実現に向け、環境問題等に積極的に取り組んでいる**こともあり、**ポートフォリオは欧州企業中心に構成**されています。そのため、マクロ環境の観点からは、米国と欧州における金融・経済環境の違いが挙げられます。金融政策面では、米国は欧州よりいち早く利上げを開始したことから、**米国と欧州の金利差が拡大**しました。また、経済情勢では、**ロシア・ウクライナ紛争**により、特に欧州で**景気の先行き不透明感やエネルギー価格の高騰**などの悪影響が顕著となりました。こうしたことから、為替市場では、**ユーロが対米ドルで弱含む展開となり、対円でもユーロは米ドルを下回る動き**となりました(図表1)。

図表1　為替レートの推移
(日次：2022年4月27日～2022年10月31日)

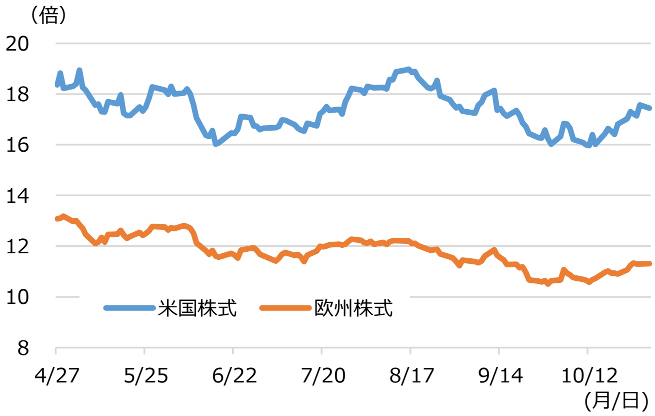


※2022年4月27日を100として指数化
※現地1営業日前の数値

- さらに、このようなマクロ環境の違いが株価バリュエーションの観点でも欧州株式に不利に働き、**株価収益率(PER)で見ても欧州株式は相対的に米国株式に対して割安な水準で取引**されることとなりました(図表2)。このように欧州株式にとって不利なマクロ環境が、当ファンドのパフォーマンスにマイナスに影響しました。

- 個別テーマの観点では、ノルウェーの水産養殖関連銘柄の下落が挙げられます。ノルウェー政府が、9月に水産養殖会社に対する限界税率を22%から62%に引き上げることを提案したことが下落の要因です。サーモン養殖は「ブルーエコノミー」関連企業への投資戦略で重視しているテーマの一つであり、こうした関連銘柄の下落が当ファンドのパフォーマンスにマイナスに影響しました。

図表2　米国株式と欧州株式の予想PERの推移
(日次：2022年4月27日～2022年10月31日)



※米国株式：SP500種指数、欧州株式：MSCI Europe Index

※ブルーエコノミーとは、海洋生態系の回復・保護・維持、クリーンテクノロジー、再生可能エネルギー、循環型資源利用等に基づいた経済活動を指します。

(図表1～2の出所) Bloombergのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>
■本資料は、情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いします。

今後の見通しと運用方針

- 今後の見通しについては、マクロ環境および個別テーマの観点から以下のように考えています。

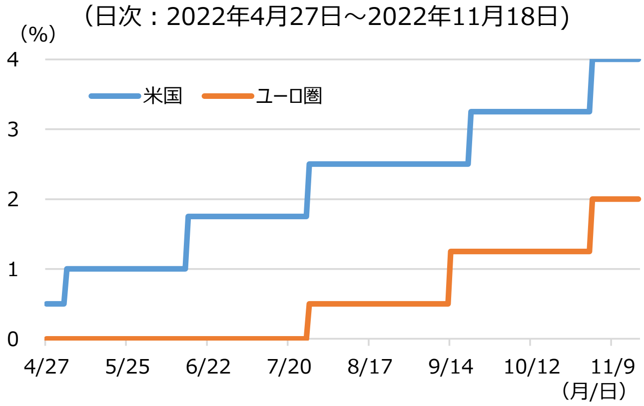
- マクロ環境については、これまでパフォーマンスにマイナスに影響していた要因の改善を予想しています。
  米国と欧州の金利差については、来年に入ると縮小すると考えています(図表3)。これは、米国は欧州よりも先に、かつ急激に利上げを行ったことで金融引き締めの累積効果により、来年にはインフレ状況が改善して利上げ姿勢が穏やかになると見込まれる一方、欧州では利上げが継続すると見込まれるためです。欧州と米国の金利差の縮小は、為替市場では、**ユーロが対米ドルで上昇する方向に働く**と考えられます。こうしたことは、構造的に欧州株式の組入比率が高いポートフォリオの特徴から、当ファンドのパフォーマンスにプラスに働くと考えられます。

- また、これまで相対的に低く評価されてきた欧州企業の中で、特に**成長性対比で割安な水準にある欧州のブルーエコノミー関連銘柄の再評価が進む**と期待されます。
  予想PERと予想1株当り純利益(EPS)について、ポートフォリオとグローバル株式指数の構成銘柄を比較すると、予想PERは4月末時点ではほぼ同水準でしたが、9月末ではポートフォリオの予想PERが相対的に大きく低下しました。一方、**予想EPS成長率については、ポートフォリオがグローバル株式指数を上回る状況が続いており、投資妙味のある水準**にあると考えられます(図表4)。

- 個別テーマの観点では、特に**サーモン養殖については引き続き強気の見方を維持**します。
  養殖サーモンの需給については、世界各国でコロナ禍からの経済再開が進む中、需要は比較的堅調に推移する一方、供給サイドの拡大スピードは以前に比べて鈍化する可能性があります。**良好な需給環境を背景にサーモン価格は底堅い推移**が見込まれます(図表5)。
  ノルウェー政府の増税案による影響は既に関連銘柄の株価に織り込まれたと見ており、**今後は堅調なファンダメンタルズの恩恵を享受**できると考えられます。また、増税案の内容は議会で審議中であり、成立までに税率の引き上げ幅等がより緩やかなものとなる可能性があります。

図表3 米国とユーロ圏の政策金利の推移

（日次：2022年4月27日～2022年11月18日）



※政策金利：米国はFFレート誘導目標水準の上限
ユーロ圏は主要リファイナンス・オペ金利

(出所) Bloombergのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

図表4 ポートフォリオとグローバル株式指数の予想PERと予想EPS成長率の比較

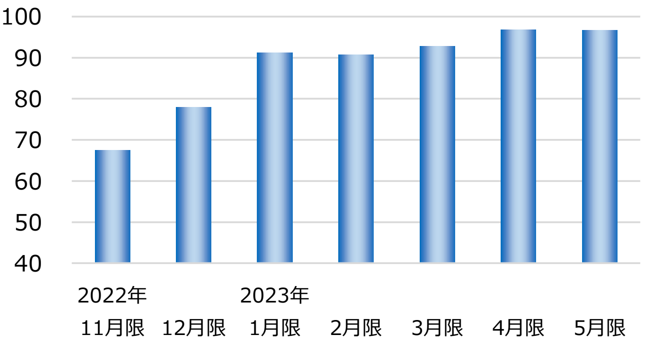
	予想PER (倍)		予想EPS成長率（前年比）	
	ポートフォリオ	グローバル株式指数	ポートフォリオ	グローバル株式指数
2022年4月末	15.7	15.6	24.8%	19.8%
2022年9月末	11.3	13.6	25.0%	15.5%

※グローバル株式指数：MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックス

(出所) DWS

図表5 サーモン先渡価格の推移

（2022年11月17日時点）



※フィッシュプールASA(ノルウェー財務省認可の魚介類専門デリバティブ取引所)での取引価格

(出所) Bloombergのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

※先渡(さきわたし)価格：
将来のあらかじめ定められた期日に、特定の商品を売買する契約の締結時に定められた価格です。先渡価格は市場参加者の需給の見通しを反映していると考えられています。

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞
■本資料は、情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いします。

保有･投資対象銘柄のご紹介

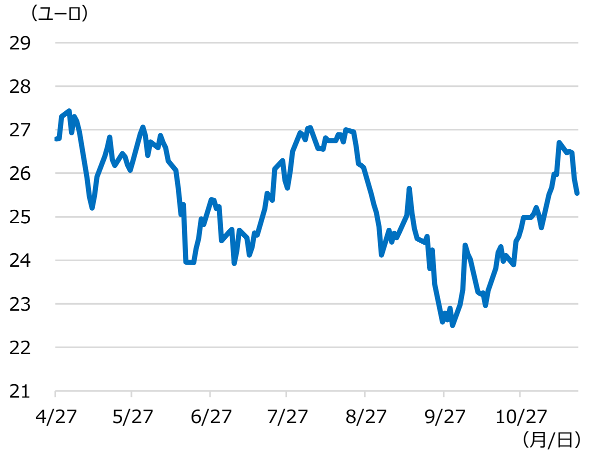
ビューロベリタス S.A.（フランス）

海運業界における重要なサービスプロバイダー

- 多岐にわたる検査･監査･検定、品質認証、環境、社会的責任関連など、幅広いサービスを提供するコンサルティングサービス会社。
- 船舶が安全に航行できるように船舶及び船舶に使用される機器や材料の検査及び承認を行う船級サービス(車の車検のようなものです)を提供しています。
- 昨今、SOx規制など海上における国際的な環境規制が強化されており、規制強化に対応する船舶業界をサポートする機会の拡大が見込まれます。

※SOx規制：
船舶燃料に含まれる硫黄酸化物(SOx)の濃度を、2020年1月より従来の3.5%以下から0.5%以下に引き下げることを義務付けた国際規制。

図表6　ビューロベリタス S.A.の株価推移
(日次：2022年4月27日～2022年11月18日)



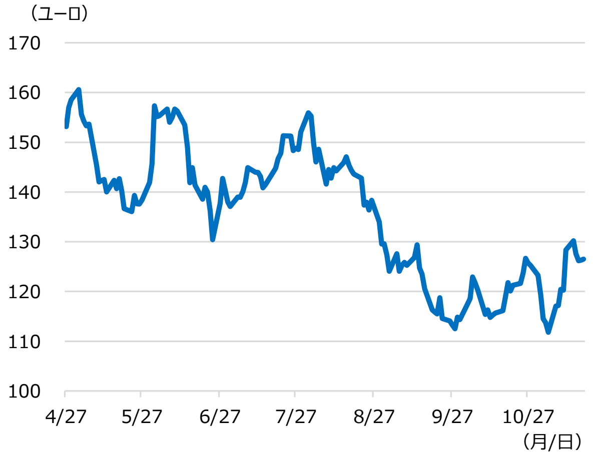
※現地1営業日前の数値

コーニンクレッカDSM（オランダ）

持続可能な水産養殖に貢献

- 健康、栄養、材料の提供に取り組む、科学を基盤とする多国籍のライフサイエンス･素材科学会社。
- 有限な資源である天然の魚から採取する魚油の代わりに、海藻を原料として養殖魚の餌となるオメガ3脂肪酸を豊富に含む藻類油の生産に注力しています。
- 魚油由来のオメガ3脂肪酸は魚の乱獲の原因の一つとなっていますが、海藻を使うことで海洋の生物や生態系の保護に貢献しています。
- また、リサイクルや特殊な飼料添加物による二酸化炭素(CO2)の削減などを通じて循環型経済の実現にも貢献しています。

図表7　コーニンクレッカDSMの株価推移
(日次：2022年4月27日～2022年11月18日)



※現地1営業日前の数値

（図表6～7の出所）Bloombergのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

（作成：運用本部）

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞
■本資料は、情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性･完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いします。

ESG海洋関連株式ファンド　愛称「海」の留意事項

【岡三アセットマネジメントについて】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社
岡三アセットマネジメント株式会社は、金融商品取引業者として投資運用業、投資助言・代理業および第二種金融商品取引業を営んでいます。登録番号は、関東財務局長（金商）第370号で、一般社団法人投資信託協会および一般社団法人日本投資顧問業協会に加入しています。

【投資リスク】

■　投資者の皆様の投資元本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、投資元本を割り込むことがあります。投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた利益および損失は、すべて投資者の皆様に帰属します。ファンドは、国内外の株式等値動きのある有価証券等に投資しますので、組入れた有価証券等の価格の下落等の影響により、基準価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資しますので、為替相場の変動により損失を被ることがあります。
■　ファンドの主な基準価額の変動要因としては、「株価変動リスク」、「為替変動リスク」、「信用リスク」があります。また、その他の変動要因としては「流動性リスク」、「カントリーリスク」があります。
※ 基準価額の変動要因は上記のリスクに限定されるものではありません。

【その他の留意点】

■　ファンドのお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
■　投資信託は預金商品、保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
■　ファンドは、大量の解約が発生し短期間で解約資金を手当てする必要が生じた場合や主たる取引市場において市場環境が急変した場合等に、一時的に組入資産の流動性が低下し、市場実勢から期待できる価格で取引できないリスク、取引量が限られてしまうリスクがあります。これにより、基準価額にマイナスの影響を及ぼす可能性や、換金申込の受付が中止となる可能性、換金代金の支払が遅延する可能性があります。
■　分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。
■　投資対象とする投資信託証券にかかる購入・換金申込みの受付の中止および取消、取引所における取引の停止、外国為替取引の停止、決済機能の停止、その他やむを得ない事情があるときは、購入・換金申込みの受付を中止することや、すでに受付けた購入・換金申込みの受付を取消すことがあります。
●詳しくは、「投資信託説明書（交付目論見書）」の「投資リスク」をご参照ください。

【お客様にご負担いただく費用】

＜お客様が直接的に負担する費用＞
■　購入時
　購入時手数料　：購入金額（購入価額×購入口数）×上限3.3% (税抜3.0%)
　詳しくは販売会社にご確認ください。
■　換金時
　換 金 手 数 料　：ありません。
　信託財産留保額：ありません。

＜お客様が信託財産で間接的に負担する費用＞
■　保有期間中
　運用管理費用（信託報酬）
　：純資産総額×年率1.243%（税抜1.13%）
　運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担
　：純資産総額×年率1.993%程度
　実質的な負担とは、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬を含めた報酬です。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

■　その他費用・手数料
　監査費用　：純資産総額×年率0.0132% (税抜0.012%)

■ 有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産でご負担いただきます。また、投資対象とする投資信託証券に係る前記の費用等を間接的にご負担いただきます。(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

●お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を示すことはできません。
●詳しくは、「投資信託説明書（交付目論見書）」の「手続・手数料等」をご参照ください。

販売会社一覧

受益権の募集の取扱い、投資信託説明書（交付目論見書）、投資信託説明書（請求目論見書）及び運用報告書の交付の取扱い、解約請求の受付、買取請求の受付・実行、収益分配金、償還金及び解約金の支払事務等を行います。

(2022年11月24日現在)

商号	登録番号	加入協会			
		日本証券業協会	一般社団法人日本投資顧問業協会	一般社団法人金融先物取引業協会	一般社団法人第二種金融商品取引業協会
（金融商品取引業者）					
東洋証券株式会社	関東財務局長（金商）第121号	○			○

<本資料に関するお問合わせ先>
フリーダイヤル **0120-048-214** （9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）