

BNPパリバ・グローバル債券ファンド

愛称：G20のしらべ

米ドル・クラス／豪ドル・クラス／ニュージーランド・ドル・クラス

ルクセンブルク籍／契約型／追加型外国投資信託

運用報告書（償還報告書）（全体版）

作成対象期間：第13期（2022年10月1日～2023年7月19日（償還日））

受益者のみなさまへ

毎々、格別のご愛顧にあずかり厚くお礼申し上げます。
さて、BNPパリバ・グローバル債券ファンド（以下「ファンド」といいます。）は、このたび、第13期の決算を行いました。ここに、運用状況をご報告申し上げます。
なお、ファンドは、2023年7月19日に早期償還されました。これまでファンドをご愛顧頂き、誠にありがとうございました。

ファンドの仕組みは次のとおりでした。

ファンド形態	ルクセンブルク籍／契約型／追加型外国投資信託
信託期間	ファンドは、2010年10月29日に運用が開始されました。2023年4月20日付の管理会社の決議により、ファンドは2023年7月19日に繰上償還されました。
繰上償還	管理会社は、随時理由を問わず、ファンドの清算および償還を提案することができます。 ファンドの清算および償還は以下の場合に行われます。 ①管理会社その旨決定した場合 ②管理会社または保管受託銀行の役務が停止された場合で、以下の③に述べられる特別な状況に反することなしに2か月以内に継承者が決まらない場合 ③管理会社が破産した場合 ④ファンドの純資産が6か月以上にわたり、ルクセンブルク法に規定される最低限度額の四分の一を下回る場合 ⑤ルクセンブルクの金融監督委員会がその旨決定した場合 ファンドの純資産がルクセンブルク法に規定される最低限度額の三分の二を下回る場合、管理会社はファンドの清算を決定することができます。
運用方針	ファンドの投資目的は、中長期にわたり、安定的な成長を遂げることにあります。
主要投資対象	● ファンドは、その純資産の少なくとも90%を、G20参加国（以下に列挙される19か国）の国債、政府機関債、これらの国に所在する企業によって発行または保証された社債、これらの国に所在する主体によって発行または保証されたモーゲージ債その他仕組み証券に対して投資を行います。 ● 新興国に拠点を置く発行体の場合、ファンドは主としてソブリン債に対して投資を行い、投資対象国の経済成長による収益機会を追求します。先進国に拠点を置く発行体の場合、ファンドはソブリン債および非ソブリン債の両方に対して投資を行い、対米国金利差、長短金利差等の変動による収益機会を追求します。ファンドの設立時において、新興国とは、アルゼンチン、ブラジル、中国、インド、インドネシア、メキシコ、ロシア、サウジアラビア、南アフリカ、韓国およびトルコを意味します。ファンドの設立時において、先進国とは、オーストラリア、カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、英国および米国を意味します。
ファンドの運用方法	● ファンドは、国別投資配分、デューレーションおよびセクター配分に関する投資判断を反映させた分散投資のエクスポージャーを取ります。新興国と先進国の投資配分は、マクロ経済、金融、政治その他の要素を考慮して、また新興国と先進国の分散化された最適な投資配分を達成するべくファンドの運用者によって決定されます。 ● ファンドは、購入時において、ムーディーズによってBa3未満またはスタンダード・アンド・プアーズによってBB-未満の格付けを付与された証券に対して投資を行いません。単一の格付けは、格付機関2社のうち、1社のみが発行体に格付けを付与した場合に認められます。 ● 組入債券の平均格付けは、Baa3（ムーディーズ）もしくはBBB-格（S&P）相当以上を維持することを目指します。 ● ファンドは、アルゼンチン、ブラジル、中国、インド、インドネシア、ロシア、サウジアラビアおよび南アフリカの政府、中央銀行、行政庁または地方公共団体が発行した単一の債券について、その純資産に対し、a) 参照ポートフォリオにおける当該国の比重の割合、または、b) 5%、のいずれか大きい方を超えて投資を行いません。この目的において、参照ポートフォリオは、Bloomberg Barclays Capital Global Aggregate（米ドルヘッジ付、G20諸国のみ）とJP Morgan EMBI Global（G20諸国のみ）をそれぞれ50%ずつ加重したものとします。
主な投資制限	● ファンドは、購入時において、ムーディーズによってBa3未満またはスタンダード・アンド・プアーズによってBB-未満の格付けを付与された証券に対して投資を行いません。 ● ファンドは純資産総額の10%を超えて借入れをすることができません。 ● ファンドはその純資産の20%を超えて譲渡可能な有価証券の空売りを行うことができません。同一の発行体により発行された譲渡可能な有価証券の空売りは、その純資産の20%を超えて行うことができません。
分配方針	● 管理会社は、分配金を支払うか否かを決定します。 ● 管理会社は、2010年12月から毎月1回、当該月の20日（20日が評価日 ^(注) でない場合には、直前の評価日）の営業終了時点において登録されている受益者に対して、分配を宣言する予定です。 ● 分配が宣言された場合、分配金は、日本における販売会社に対して、当該月の20日の後、5評価日目に（支払日が評価日でない場合には、直後の評価日）支払われます。 ● 管理会社は、分配を適正水準に維持する必要がある場合、キャピタルゲインからの分配を行うことができます。 ● 分配の結果、ファンドの純資産総額がルクセンブルク法の定める最低額に満たなくなる場合、分配は行われません。 (注)「評価日」とは、ルクセンブルク、パリ、ニューヨーク、ロンドンおよび東京における銀行営業日かつ日本における金融商品取引業者の営業日をいいます。

管理会社

BNPパリバ・アセットマネジメント・
ルクセンブルク

代行協会員

東海東京証券株式会社

I. 前期までの運用の経過および運用状況の推移等

第1期（2010年9月28日（設立日）－2011年9月30日）

背景

一年前、世界経済は、2010年夏の一時的停滞からの回復期にありました。連邦準備制度理事会（「FRB」）は量的緩和策の第二弾に着手したところで、株式市場はこれを好感していました。しかし、上昇基調は持続しませんでした。世界経済の成長はここ6カ月間冷え込んでいます。日本は3月に地震と津波に見舞われ、その後景気は後退しました。この大震災による供給網寸断の影響は世界中に広がりました。需給のひっ迫、北アフリカや中東の政情不安（さらにリビアの内戦）による原油価格の急騰、また米国での天候不順も成長の重しとなりました。FRBは6月末で国債の大量買入れを終了しましたが、欧州では引続き政府債務危機が続いていました。しかし、これまでとの大きな違いはインフレ率が徐々に上昇していることでした。新興国の中央銀行が金融政策を大幅に引締める一方で、欧州中央銀行（「ECB」）は金利を上げ、再度の上げもあることを明言しました。FRBの金利政策は現状維持でした。

米国

2010年下半期、米国経済は同上半期の経済成長の低迷から回復しつつありました。労働市場が改善し、雇用者数も大きく回復し、失業者数が年末にかけて急減しました。同年下半期、米国の経済は緩やかに成長していましたが、今年に入り再び低迷しました。個人消費、住宅および労働市場は大きく後退しました。当初これらは一時的なものと考えられていましたが原油価格の上昇や東日本大震災による供給網の崩壊により低迷が長引き、景気後退不安が再び頭をもたげてきました。連邦債務の上限引上げをめぐる攻防に続き、格付会社が一社米国国債の格下げを決定したことが、既に弱気になっていた市場心理に更なる打撃となりました。消費者心理の悪化、住宅建築業界および小規模事業での企業心理も悪化し、より規模の大きい企業だけがわずかに好転しました。政局が行き詰まる中、財政刺激策も功を奏しませんでした。金融緩和策の効果は限定的で消費者の債務が返済され、現金が企業に溢れるにとどまっています。ですから、米国経済は良く見積もっても今後数四半期かけての緩やかな回復になると予想されます。

欧州

2010年下半期のユーロ圏の経済成長率は、同年第4四半期の厳冬が一部影響し、わずかに上昇するにとどまりました。その結果ユーロ圏経済は今年第1四半期は大幅に成長しました。成長は企業の旺盛な設備投資に支えられ、個人消費の伸びも堅調でした。ドイツの成長率は引続き突出しており、ヨーロッパの牽引役でしたが、フランス、オランダ、ベルギーなどの中心国も好調な数字でした。イタリア、スペインもわずかに成長しましたが、ポルトガル経済は低迷しました。ギリシャはひっ迫した経済にもかかわらずわずかにプラスの成長を示しましたが、これは一時的なものである可能性が高いでしょう。欧州の主要指数は大きく下落しているところもあります。こうした指標から、周辺国よりも中心国が引続き高い成長を遂げている様子が伺えます。周辺国がより厳しい金融引締め策を採っていることも当然でしょう。しかし、中心国でも成長は鈍化しています。ソブリン債務危機は継続しており、現在、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルの救済が行われています。ユーロ圏の指導者は7月にギリシャへの追加救済策、欧州金融安定化基金（「EFSF」）の機能拡充および柔軟性の強化とギリシャ、アイルランドおよびポルトガルに対する救済資金貸付条件の緩和等の取決めに合意しました。しかしながら、これに

は民間部門の参加も含まれており、EFSFはまだ規模が小さく、市場の信頼を回復するには至っていません。実際、スペイン国債やイタリア国債のリスク・スプレッドは拡大しており、ECBは更なるスプレッドの拡大による危機を避けるために同国債の買入れに乗り出さざるを得ませんでした。

日本

日本経済は、東日本大震災が起きる以前の2010年第4四半期には既に低迷傾向にありました。GDPは2011年第1および第2四半期にさらに下落し、日本経済の景気後退が始まりました。震災後は工業生産および家計支出が落ち込みましたが、その後一部回復しました。主要指数は、震災による落ち込みの後は力強さを回復しています。しかしながら、日本経済も世界的な景気低迷による影響を受け、ここ数カ月は改善傾向が鈍化しています。町、工場、道路等の復興需要は、一時的な回復要因でしかないでしょう。長期予想はプラスではなく、日本政府は既に多額の債務と赤字に直面していますが、復興には政府による多額の支援が欠かせません。

新興国市場

過去12か月にわたり新興市場の中央銀行は、インフレ抑制の舵取りを行ってきました。新興市場の成長は最近の世界的景気低迷や多くの新興国の金融引き締めに対抗できているとは言えません。けれども、新興国では実質金利の低下またはマイナス金利も見受けられ、金融政策が未だ厳しい状況にあるとは言えず、成長率も大きく減速することなくそこそこの成長が見られます。しかしながら、主要指標は一致指標よりも勢いが弱いことを示しています。中国では食品価格の上昇が鈍化してきたことで消費物価指数は峠を越えたものと思われ、食品以外の価格上昇はしばらく続くと思われ、一方不動産バブルや地方政府が抱える多額の債務に対する懸念が表面化しています。ですが、経済は堅調に推移し、融資も落ち着いてきており、中国では、金融引締め策の終了が近いと思われ、ブラジル中央銀行は、過去14か月にわたり、大幅に金利を上げてきましたが、多額の銀行ローンによる景気過熱の可能性が指摘されていました。ですから、先日、ブラジル中央銀行が新興国中央銀行として最初に金利の引下げに転じたことは注目を集めました。

金融政策

ここ1年、ECBの主要懸案の一つはソブリン債務危機でした。周辺国の国債市場を通常に機能させるため、ECBは2010年5月の証券市場プログラム開始以降、総額1,640億ユーロの国債を購入しました。ECBは、2010年夏に特に大量の国債購入を行いました。さらに2010年11月のアイルランドをめぐる救済はこれに次ぐ規模でした。2011年ECBは3月にスペイン、イタリアおよびポルトガル国債の入札を支援するために一定額の国債を購入しました。ECBは常に国債買入れ拡大には消極的であったため、2011年夏の間はほぼこれを停止しました。しかし、イタリア国債およびスペイン国債のリスク・スプレッドは8月に入ると上昇し、ECBは大量の追加購入に踏み切らざるを得ませんでした。ECBはその後も今期終了時点まで国債の購入を続けました。ソブリン危機が続く中、ECBは主要な中央銀行の中で金利上げを決定した最初の銀行となりました。ECBは4月に25ベーシスポイント、7月にも再び25ベーシスポイント引き上げました。この動きは前もって予想されていたため、金融市場はほとんど反応しませんでした。インフレ率は2010年11月の1.9%から2011年4月には2.8%と大きく上昇しました。これは主に原油価格の上昇によるものであり、付加価値税の引き上げも一因となっています。インフレ率は8月にわずかに下落し2.5%となりましたがECBの目標とする2%近辺、2%未満には達していません。しかし、8月のコアインフレ率は1.2%となり経済が著しく後退したため、ECBの姿勢にも変化が見られるようになりました。2011年は更なる金利引き上げの可能性は低く、市場は金利引き下げも予想しています。ギリシャ、アイル

ランドおよびポルトガルの銀行、さらにその他周辺国だけでなく中心国の銀行でも市場での資金調達問題に直面しており、ECBは市場が総崩れとなるのを避けるために流動性供給を行わざるを得ませんでした。

FRBの対応はECBよりも緩やかでした。景気後退とデフレが2010年夏に再び脅威となった時、FRBは量的緩和第二弾（「QE2」）を発動し2010年11月から2011年6月にかけて国債を6,000億米ドル買い上げる措置をとりました。バーナンキFRB長官の発言によれば、景気回復は苛立たしいほど緩慢な状態が続いていましたがFRBは追加の景気刺激策を講じることは消極的でした。景気後退は顕著で刺激策を打つには十分でしたが、FRBをQE2に踏み切らせたほどのデフレ懸念はありませんでした。消費者物価指数は、2010年6月の1.1%に比べて、8月現在3.8%です。より重要なのは、コアインフレ率であり、これは2010年6月は1%で低下傾向でしたが、現在は上昇傾向にあります。にもかかわらず、FRBは景気の減速から2013年半ばまでは超低金利政策を続けることを表明、さらにツイスト・オペも発表しました。バランス・シート上の償還期間の短い米国債を4,000億米ドル売却し、残存期間の長い国債を購入し、長期金利を低下させる試みを行いました。

為替市場

当期末現在、ユーロの対米ドル為替レートは、当期期初の1ユーロ=1.37米ドルに対し、期末時点で1.34米ドルと実質的に同水準でした。ただし、この間に価格は大きく上下しました。2010年10月、ユーロは引続き対米ドルで上昇しており、この傾向はFRBが一段の金融刺激策が必要となる可能性を示した時点から始まっていました。11月、ユーロは1.40米ドルに達し、ソブリン債危機が再燃しアイルランドの救済が確実となった12月、ユーロはふたたび下落しました。しかしながら、ユーロ圏経済はほとんど影響を受けず、ECBは金融引締め策を実施し1月に1.30米ドルを付けたあと、5月には1.50米ドル近辺まで上昇しました。これが当期、5月終わりから8月にかけての最高値であり、ユーロはほぼ1.40から1.45米ドルあたりで取引されていました。ユーロ圏の財政問題は米国経済の減速や政府債務の削減における政局の混迷で複雑化しました。9月、ユーロはソブリン債務危機の悪化で急落しました。当期開始直後、日本政府は対米ドルの円高阻止を試み、9月には200億米ドルに及ぶ円売りを行いました。これにより一時的に円安傾向となりましたが、円高基調は変わらず2010年は82円を下回る水準で終了しました。その後も円は対米ドルで一方的に上昇し、当期終了時点では76.8円をつけました。円相場が最も大きく動いたのは東日本大震災の直後でした。大量の資金還流が円高を生み、80円を切るという日本政府にとって望ましくない展開となりました。中央銀行による介入が行われ4月初めには85円まで戻しましたが、これも一時的でした。リスク回避の傾向が広がる中、円は安全資産と目され円高傾向は今後も続くでしょう。

債券市場

今期終盤にかけて米国債とドイツ国債の利回りは記録的な低さとなりました。12か月前米国債の利回りは2.5%、ドイツ債は2.3%でした。これは主に米国における2010年夏の低成長、記録的な低金利とデフレ懸念によるもので、歴史的に見ても既に低い値でした。2010年夏の終盤、FRBは国債の利回りを低く保つために一段の量的緩和を発表しました。これにより、当初、国債利回りは低下しましたが、FRBが国債の購入を開始すると再び上昇に転じました。経済は回復の兆しを見せており、流動性の拡大でリスク資産も堅調に推移しました。さらに原油価格が大幅に上昇しました。2011年上半年期、中東や北アフリカの情勢不安により状況は悪化しました。国債利回りは、2月に米国で3.7%、4月にドイツで3.5%となり、その後再び下落しています。2011年第2四半期の一時的な停滞は予想より長引き、回復期待は後

退懸念へと変わっていきました。ECBは利上げを止め、FRBはまず2013年半ばまで低金利政策を続けることを表明し一段の景気刺激策の可能性を指摘しました。当期末時点では、米国およびドイツ国債利回りは、2%を下回りました。ユーロ圏周辺国、特にギリシャ、アイルランドおよびポルトガルの国債に対するリスク・スプレッドは急上昇しました。当期終わりの数か月間には、ポルトガルやアイルランドでは幾分落ち着くか、低下傾向が見られました。これは、両国がギリシャよりも債務削減により積極的であったためです。しかしながら、両国の水準が未だに歴史的に高水準であることに変わりはありません。イタリアおよびスペイン国債のスプレッドも拡大しており、ECBの大幅介入により食い止められている状況です。

株式市場

先進国の株式が6.4%下落する一方で、新興国株式は18%の大幅下落となりました。2010年下半期、市場は大きく上昇しました。夏に生じた景気後退への懸念は行き過ぎとみなされ、FRBによる金融緩和策第二弾による流動性の供給がはっきりと効果を表しました。また、利益成長率も堅調で予想を上回りました。11月は、アイルランドの救済により短期的に上昇基調が修正される場面がありました。先進国株式市場における株価の回復は2011年2月まで続きました。それまでも市場は北アフリカや中東における政治的不安、原油高、ECBによる利上げの可能性等のいくつかの逆風に上手く対処しなければなりませんでした。その最たるものが東日本大震災でした。これにより市場は3月始め大幅に修正されました。収益の回復を示す数字や米国GDP成長率の停滞は一時的という見方により4月に一時的な急上昇がもたらされ、先進国株式市場は金融危機後の最高値を記録しました。しかしながらその後先進国株式は低迷しました。ユーロ圏が金融危機に対処する中、米国成長率の一時的停滞は長期化の様相が色濃くなりました。株価を下支えするような収益に関する数値も見当たりませんでした。3月にかけての先進国株式の修正で新興国株式も2011年年初から弱含みでした。インフレの進行と大幅な金融引締めが新興国経済のハードランディング懸念を助長しました。しかしながら、4月リスク選好の回復が新興国株式に好影響を与えました。3月および4月は、先進国よりも新興国株式の方が大幅に上昇しました。

株価は4月の終わりから5月初めにかけて最高値を付けた後、新興国および先進国とも揃って下落しましたが、新興国市場の方が幾分下落幅は大きくなりました。米国では第2四半期も企業収益は引続き堅調でしたが、ヨーロッパは減速傾向でした。にもかかわらず、株式市場は7月末まではそれまでの上昇分を維持しました。7月末から8月初め、株式市場は大幅に下落しました。ユーロ圏のソブリン債務危機が悪化し、米国の債務残高が自己規制上限に近づきましたが、政府の債務不履行は土壇場で回避されました。さらに格付け会社一社が米国債の格付を1段階引下げました。こうして、一時的停滞が長引くことが明らかになりました。米国雇用者数の伸びが止まり、主要指数は明らかに低下しており、景気後退を示す指標もありました。これにより、株式市場は過去12か月の上昇分をすべて失いました。

ファンドの戦略はG20諸国の市場ウェイトに沿ったリターンを得ることであり、各国およびセクター間への資産配分を通じて更なる価値を高めることです。我々は、FRBによる積極的な量的緩和策がもたらす米国経済の力強さは継続すると期待しています。しかし、2011年が進むにつれ米国の成長が低迷し、二番底の懸念が浮上したためデュレーション戦略をオーバーウェイトへと転換しました。同様に、ヨーロッパにおいてはECBによる金利を引上げの予測を修正し、堅調な成長を示すドイツへ集中させます。ヨーロッパのソブリン債務危機の解決は長引く可能性が高く、予想以上に不確実性の高いことが明らかになったことを理由に、夏にかけて周辺国はアンダーウェイトに変換しました。米国モーゲージに対する銘柄選択を行ったことで米国銀行に対する信用配分がリターンに寄与しました。

第2期（2011年10月1日－2012年9月30日）

背景

昨年度、世界経済は変動の大きい展開となりました。昨年度の第4四半期、米国経済が堅調な一方で、欧州経済は軟調でした。過去2年と同様に今年度も世界経済は夏に減速しました。ユーロ圏は景気後退局面に陥り、ここ6ヶ月で堅調な中核国も影響を免れないことが明確になりました。同様の傾向がアジア経済にも見られました。米経済はわずかに上向きを維持しましたが、好調とは程遠いものでした。株式市場は、当期前半は低迷しましたが、財政支援の実施が明らかになると回復しました。ECBによる新たな国債購入計画によりイタリアおよびスペインの国債の金利上昇が止まりました。

米国

米国経済は、第2四半期に前四半期比1.3%（年率換算）成長しましたが、これは第1四半期の2%にという控えめな数値にも及ばず、昨年度第4四半期の4.1%を大きく下回るものでした。後退傾向は労働市場でも見受けられ、雇用の拡大は第1四半期の月平均22万6千人から第2四半期にはわずか6万7千人にまで落込みました。7、8月の雇用者増加数は平均11万9千人でした。ISM（米国供給管理協会）指数や消費者信頼感指数等の主要指標は夏の間に下落し、ISM製造業景況指数は6月から8月まで厳しい状況でした。こうした指標は9月に入り改善しましたが、景気後退は広範囲にわたりました。実質消費者指数は、所得の伸び悩みにより、前年同期比で平均2%を下回りました。鉱工業生産の伸びは、4月は5.0%（前年同期比）でしたが、8月には2.8%になりました。耐久財受注高は実質で下落しました。輸出は好調で過去6ヶ月の大半にわたり伸びを示しました。また、住宅市場は着工件数、販売および価格においても徐々に回復しました。9月には改善が見られたものの、当該年度末には着工件数が財政状況の先行き不安により悪化しました。一時的減税が失効し、何らかの措置が施されなければ、税率が上昇し歳出が自動的に削減されます。

欧州

第1四半期にユーロ圏経済はわずかに改善しましたが（同期のGDPは横ばいですが、昨年第4四半期のGDPは前四半期比0.3%の減少でした。）、第2四半期までは持続しませんでした。第2四半期のGDPは前四半期比で0.2%下落しました。消費および事業投資の下落は輸出の純増によりわずかに相殺されたに過ぎませんでした。第3四半期のデータは未発表ですが、大きく好転はしないでしょう。景況感指数は9月まで連続7ヶ月間下落を続け、製造業PMI指数は数ヶ月にわたり経済活動が収縮していることを示していました。ドイツのIfo景況感指数は、フランスの景況感指数と同様に下落しました。南部のユーロ圏加盟国の景気後退はさらに深刻化しました。ソブリン危機が昨年度終盤に再燃し、6、7月にはスペインおよびイタリアの2年物および10年物の国債利回りが高騰しました。この時期スペインからの預金流出が加速しました。こうした危機に対処するため、ECBは2011年12月および2012年2月に銀行向けの総額1兆ユーロ超となる期間3年の貸出しを行うことを公表しました。およそ半額が流動性供給の拡大のため、残りは短期貸付の返済に利用されました。この融資によりユーロ圏内銀行の資金調達難が緩和され、国債の購入が可能になりました。特にイタリア、スペインのリスク・スプレッドはこれにより縮小しましたが、これも一時的なものでした。3月以降、スペインとイタリアの利回りは再び上昇しました。スペインに対しては、緊急援助資金から銀行部門への最大1,000億ユーロの支援を確約しました。しかしながら、必要とされる金額が不確定であること（独立機関によるストレステストでは約600億ユーロでしたが利用した前提条件を疑問視する声があがっていました。）、さらにこうした負債

をどこが負担するのか（スペイン政府が負担するのか、直接、銀行に対して救済資金から支払われるのか）わからないため確実な救済につながっていません。7月末、ドラギECB総裁は、ユーロを維持するためにあらゆる手段を講じると述べました。この発言を受けて、9月には新たな国債購入計画が発表されました。この計画では、ECBが国が救済支援を申請した後に流通市場において国債を買い上げるというものでした。この場合、融資条件の問題が解決されるので救済資金で発行市場の国債を購入することも可能でした。デフォルト時には、ECBが購入した国債も一般投資家が保有するものと同等に扱われます。7月のドラギ総裁の発言後、国債利回りは低下しましたが、イタリア、スペイン両国の経済悪化が深刻なため高利回りが続きました。

日本

日本のGDP成長率は、消費の回復および財政投資の増加により第1四半期には、低調だった2011年第4四半期から大きく上昇しました。しかし、第2四半期は大幅に落ち込みました。第3四半期は、主要指数および工業生産はさらに下落し、回復が進んでいるようには見えませんでした。日本の輸出産業は、海外（欧州およびアジア）での需要減に直面し、円高とも戦わなければなりません。混迷する政権が日本の逼迫する財政問題への対応をさらに複雑にしています。

新興国市場

新興国市場も先進国における景気後退の影響からは免れませんでした。主要指標ならびに輸出および工業生産統計等の実質指標が弱含み、インフレの沈静化を受けて、中央銀行による金融緩和も実施されました。中国の成長鈍化は、純輸出額の低迷にとどまらず工業生産額および小売額にも現れており、中国経済のハードランディングが懸念される事態となりました。こうした傾向の顕在化で特に中国の不動産市場価格の高騰が急速に沈静化しています。このため最近中国政府は景気刺激策として広範囲の財政支出を行うことを表明しました。

金融政策

ECBは、景気後退の中、昨年11、12月に引き続き、今年の7月にも25ベースポイント（0.25%）の金利引き下げを行いました。最終的にレフィ金利（ECBから銀行への貸出金利）を0.75%まで引き下げ、デポジット金利（銀行の中央銀行預金金利）を0%にしました。これは、ECBへの預金額の減少にはつながりませんでした。けれども、その他の政策、特に前述の2012年9月の国債購入計画の表明などは、大きなインパクトを与えました。

FRBが行った最も重大な措置は、6月に公表した2012年6月から2012年12月までオペレーション・ツイストを延長することの決定でした。これは、短期国債を売却しつつ、長期国債を購入することでイールドカーブの平坦化を意図したものです。しかしながら、景気回復力が弱く雇用市場の改善がなかなか進まないこともあり、FRBは更なる緩和の可能性も示唆していました。9月には量的緩和策第3弾（QE3）が発表されました。今回のオープンエンド型の購入計画では、雇用市場が回復するまでモーゲージバック証券を毎月400億米ドル購入し続けるというものでした。

日銀および英中央銀行は金利を据え置き、資産（主に国債）をさらに購入することで金融緩和を拡大しました。また日銀がおおむね公式に1%のインフレ目標を採用したため、わずかに円安が進みました。

為替市場

過去6ヶ月、ユーロは対米ドルで4.1%下落しました。当初初めは、1ユーロ=1.34米ドルでしたが、期末には1.29米ドルとなりました。昨年10月にはユーロが上昇する場面もありましたが、経済の軟化、ECBによる金利引き下げ、およびユーロ圏におけるソブリン債務危機の継続により、2012年1月半ばには1ユーロ=1.27米ドルまで下がりました。ECBが銀行部門に3年の貸付を行うことが表明されると、ユーロ圏ソブリン危機の最悪のシナリオが払拭され、ユーロ圏の景気後退の緩和が示唆されたと見て、1月最終週および2月中、ユーロは幾分持ち直しました。2月から4月にかけて1ユーロ=1.30米ドルから1.35米ドルの間で取引されました。ユーロ圏の財務問題と軟調な景気の影響で5月ユーロは急落しました。ユーロ安傾向は、6月にいったん収まりましたが、7月に再び下落しました。ユーロは、7月24日、対米ドルでここ2年の最安値である1ユーロ=1.21米ドルをつけました。ドラギECB総裁が、7月末にユーロを守ることを約束してこの傾向にも歯止めがかかりました。ユーロ圏の崩壊という差し迫ったテールリスクが大きく後退したことで、9月半ばまでには1ユーロ=1.31米ドルまで戻しました。9月末にかけて共通通貨であるユーロはわずかに弱含みとなり、ユーロ圏でのソブリン危機問題が完全には解消されていないことを証明する形となりました。

昨年10月、日本円が対米ドルで76円を切った際、日銀による介入が行われました。この円高はわずかな期間で収まりました。年度末に向けて円高傾向は落ち着きを見せましたが、日本経済にとっては円高が行き過ぎた状態が続きました。日銀による追加量的緩和策の表明と日銀のインフレ目標採用で、この流れに変化がおきました。

投資家のリスク選好の高まり、および避難先としての日本円への流入の減少に影響されたこうした展開により、1月末の76円から3月半ばには84円近くまで円安が進みました。4月に再び市場が混乱し、円は80円まで上昇しました。その後も当期末まで円高でのレンジ相場が続きました。9月の日銀の更なる金融緩和の表明も相場にはほとんど影響を及ぼしませんでした。過去数ヶ月において相場により影響を与えたのはECBとFRBによる追加緩和の観測でした。

債券市場

国債利回りは、当初初め、すでに低水準でしたが、ここ6ヶ月でさらに低下しました。米国2年物の利回りは0.26%~0.24%で、ほとんど変動しませんでした。FRBは一段の追加緩和を発表するだけでなく、より長期にわたる2015年半ばまで低金利を維持することを表明しました。さらに、景気回復が強まった後もかなりの期間低金利を維持していく予定です。ドイツ国債2年物の利回りは、0.51%から0.01%まで低下し、投資家が安全を求めてユーロ圏周辺国の国債を避け期間の短いドイツ国債に資金を集中させたため、2012年7月と8月にはマイナス金利になりました。より長期にわたる更なる金融緩和政策により10年債の金利も低下しました。米国債は、1.9%から1.6%に低下し、足元では過去最低利回りの1.4%をうかがう展開です。ドイツ国債の利回りは1.9%から1.4%に下落し、1.15%にまで達しました。ユーロ圏周辺国の国債市場は、当期大きく変動しました。2011年の最後の数ヶ月は、ポルトガルとアイルランドでは、ギリシャよりも踏み込んだ歳出削減に取り組んだことで安定化につながり、利回りが幾分低下する傾向がみられました。ギリシャ10年国債の利回りは、3月の債務再編後は37%から18%まで低下しました。この利回りの低下も一時的なもので、議会選挙の混迷と政府が予算案の合意に失敗したことで6月に再び30%近くに急上昇しました。アイルランドとポルトガルの国債利回りは歴史的に見ても依然高い水準でした。イタリア国債、スペイン国債のリスク・スプレッドもさらに拡大し、流通市場でのECBによる大規模な介入やECBによる銀行システムへの3年間の融資により踏みとどまっている状

態でした。これにより、リスク・スプレッドは11月末から3月末にかけて大幅に縮小しました。2012年夏に最も注目を集めたのはスペインであり、続いてイタリアでした。両国の2年物および10年物の国債利回りは7月に急騰し、イタリア10年債で6.5%、スペイン10年債で7%を上回る水準に達しました。この水準では、両国の財政はたちまち不安定な状態に陥りかねない状況でした。ECB総裁のドラギ氏は、こうした流れを転換させるために再び表明を行いました。しかしながら、利回りの反応は鈍く、イタリア国債が5%、スペイン国債が6.5%を大きく下回ることはありませんでした。スペインが全面支援を拒否したため、ECBは新しい計画の実施を見送らざるを得ず、スペイン、イタリア両国では、経済の弱体化により両国が最終的に債務不履行となりうる問題が未解決のままとなりました。一方、ギリシャは、引き続き財政赤字の削減目標の達成に苦慮しており、緊縮政策に対する民衆の反感も高まっていました。

株式市場

世界の株式は、ここ12ヶ月でユーロ換算で23%上昇しました。先進国の株式（プラス23.7%）が、新興国（プラス18.5%）を上回る上昇を見せました。しかしながら、大幅な揺り戻しもありました。昨年10月は、株式にとっては大変望ましい状況で、経済見通しの改善、収益の向上、ユーロ圏のソブリン危機の落ち着きにより急反騰が見られました。11月と12月には、株式市場は再び小幅下落となりました。これは、米国の経済指標が改善する一方で、ユーロ圏の指標の悪化とソブリン危機が原因でした。最終的に、米国株は欧州株を凌ぐ伸びとなりました。新興国市場でインフレ率が低下し、金融政策が緩和されましたが、世界規模の成長鈍化の影響が勝りました。株式市場は、2012年の最初の3ヶ月は好調でした。米国の成長見通しが改善し、ユーロ圏の景気後退が落ち着きを見せ、ECBの銀行部門に対する期間3年の資金貸出しがユーロ圏のソブリン危機の最悪のシナリオに対する懸念を軽減しました。上昇のペースはゆっくりでしたが、米国の収益率は2012年第1四半期の時点ではまだプラスを維持していました。4月、そして5月に入るとさらに、多数の指標が株式市場に悪影響を与えました。世界経済が後退し、企業収益は軟調に推移しました。収益率は予想を下回ることはありませんでしたが、それは予想そのものが大幅な低下を見込んでいたためでした。しかしながら、収入は予想を下回りました。さらに、ユーロ圏のソブリン危機が解決には程遠く、ユーロ圏に関する話合いが不調に終わり緊張が高まりました。中央銀行は踏み込んだ政策を躊躇しているように見えました。6月初めまでに世界の株式市場は、3月のピークから13%下落しました。

けれども、7、8月に中央銀行の姿勢が変化し、株式市場は力強い回復をみせました。

6月初めから9月半ばにかけて、株式市場は17%上昇し、3月の最高値を更新しました。この急回復は、追加金融刺激策の観測が大きく影響したものでした。経済指標は引き続き軟調であり、収益予想もさらに下方修正されました。

よって株価収益率（PER）は高くなりました。ECBとFRBによる政策発表後、9月半ばを過ぎると株価上昇の勢いは失速しました。

ファンドは、主要20ヶ国・地域（G20）の保有比率に従い当該国およびセクター間の資産配分による価値を加味してリターンを分配する戦略をとっています。連邦準備理事会による積極的な金融緩和策に刺激され、年初、米国の経済成長の勢いは持続すると予想していました。しかしながら、時間の経過とともに米国経済が停滞し二番底が警戒されたことでデュレーション戦略に比重を移しました。同時にヨーロッパにおいて欧州ソブリン債務危機の解決に予想よりも時間がかかり不確実である可能性が高いことが明らかになったため、周辺国の比率をアンダーウェイトで維持しました。米国モーゲージの銘柄選択

と同様、米国銀行への資産配分がリターンに寄与しました。

第3期（2012年10月1日－2013年9月30日）

背景

2012年の世界経済は好調なスタートを切りましたが、年間を通じて鈍化傾向をたどりました。2013年の初旬に先行指標は回復し始めましたが、概ね控えめな水準にとどまり、強弱まちまちの結果となりました。当期末にかけて改善基調がより安定したものになりました。一部地域では収益成長率が鈍化し、マイナスに落ち込みました。それにも係わらず世界の株式は、11月に一時的に足踏み状態に陥りましたが2012年夏以降、上昇しました。この上昇を牽引したのは金融政策で、FRB、ECBに続いて、日本銀行が新たな異次元の緩和策を発表しました。このため、債券利回りは低水準を維持しました。5月にFRBが資産購入ペースの縮小を示唆し、さらに日本の金融政策の影響を巡り不透明感が高まったことから、その後市場は値動きの荒い展開となりました。

米国

米国経済は2012年夏場に減速しました。金融危機の余波を受けて企業は投資と雇用を控えました。年初から夏場まで続いた好調は、暖冬の影響で誇張された結果でした。失業率は高水準から緩やかに低下傾向をたどり、インフレ率の急速な低下を受けてFRBは9月に新たな資産購入プログラムを発表しました。このプログラムは、毎月400億米ドル相当のモーゲージ・バック証券の購入を目指す内容でしたが、他のプログラムとは対照的に、終了日を設定しませんでした。2013年初にFRBはそれまで実施していた毎月450億米ドル相当の短期債券を売却し長期債券を購入するツイスト・オペに代わり、資産の直接購入を開始しました。2013年中、FRBは毎月850億米ドル相当の資産を購入しました。FRBは労働市場に顕著な改善が見られるまで資産購入を継続することを示唆しました。2012年11月にオバマ大統領が再選されました。2013年末にかけて政策担当者間で、年末に終了する減税策などを巡り意見がわかれました。一部の減税措置は延長されましたが、家計は過去数十年間で最大の税率引き上げに直面しました。政治家は政府歳出問題で合意に達することができず、春に自動的な歳出削減が発動されました。景気は、2012年第4四半期に弱含んだものの、2013年第1四半期に改善しましたが、消費および設備投資の伸び悩みと政府歳出と輸出の減少により、全体的な経済成長は緩やかなペースにとどまりました。極端な金融刺激策により住宅市場が回復に向かい、フィスカル・ドラッグの影響を一部相殺しました。第2四半期にはフィスカル・ドラッグの影響が後退し、景気拡大のペースは第1四半期より早まりました。第3四半期に先行指標が改善しましたが、実際に現れた一致指標は改善には到りませんでした。債券利回りの上昇は、好調な住宅市場の復調を幾分妨げました。

欧州

2013年の第1四半期まで6四半期連続で、ユーロ圏の景気は悪化しました。殆どのEU加盟国で実施された緊縮財政政策、レバレッジ解消を進める銀行の融資削減および失業率の上昇がこの景気後退を招きました。経済成長率は国毎に違いがあるのは言うまでもありません。ドイツ経済は、2012年第4四半期のみマイナス成長に落ち込みましたが、第1四半期から第3四半期までは僅かに拡大しました。フランスは殆ど成長を示せず、実際2012年第4四半期にリセッションに逆戻りしました。イタリア、スペイン、ギリシャおよびポルトガルの景気後退は深刻化し、その後2013年を通して改善しました。オランダは、住宅価格の下落および消費者信頼感の低下に悩み、景気は2012年第3四半期にリセッションに逆戻りしま

した。2012年夏に、金融危機が再び再燃しました。スペインの10年物国債は7%を上回り、イタリア国債の利回りは6%を上回りました。このような持続不能な利回り水準を受けて、ECBのドラギ総裁はユーロ存続のため必要なあらゆる手段をとることを確約しました。秋にECBは新たな国債買い入れプログラム（Outright Monetary Transactions（以下「OMTプログラム」と言います。））を導入しました。これによりECBは、ユーロ圏救済基金による救済措置を申請した国が、厳格な融資条件を遵守していれば、同国の流通市場で償還期限3年以下の債券を購入することが可能になりました。適用を申請する国はなく、融資条件に適合しない国へのECBの対応を巡り疑問が投げかけられましたが、OMTプログラムは債券利回りを低下させました。2013年春、キプロスで金融セクター保護のため銀行債券所有者と預金者に損失負担を課すバイルイン型救済が行われた危機時でさえ、債券利回りの上昇は限定的でした。2013年年初に金融市場のストレス緩和と先行指標の改善を追い風に、ユーロ圏経済の回復期待が広がりました。当期末には、経済指標の多くが、力強い回復を示唆する内容ではないものの、改善の兆しを見せました。実際、景気は6四半期連続で悪化しましたが、第2四半期に景気後退局面を脱しました。

日本

日本経済は2012年第2四半期から第3四半期に、再びリセッションに陥りました。経済は、第1四半期に極めて好調に拡大しましたが、第2四半期に僅かなマイナス成長に陥りました。景気縮小は第3四半期に一段と悪化しましたが、第4四半期に僅かな成長を示しました。日本で最も重要なイベントは12月の衆院選でした。積極的な金融刺激策と財政政策を確約したことなどを背景に、自由民主党が地滑りの勝利を収めました。

さらなる刺激策に対する期待感に加え、日本銀行にハト派の新総裁が任命されたことなどから、急激な円安と株高が進みました。日本銀行は巨額の量的緩和策を発表し、2%の物価目標を導入しました。物価指数は、デフレが弱まったという範囲で改善しました。これは、円安による輸入品価格の上昇によって主に牽引されました。円安と株価上昇は、生産者と消費者のセンチメントを押し上げました。これが2012年上期の好調な成長をもたらしました。経済指標は、第3四半期に緩やかなペースではあるものの、継続的な成長を示唆しました。

新興市場

多くの新興市場経済は、2012年を通して減速しました。第4四半期に一部の地域で改善が見られたものの、東欧の数カ国が景気後退入りしました。中国はハード・ランディングを回避できましたが、ブラジル、ロシアおよびインドの成長は大幅に減速しました。先行指標は2013年初めに改善しましたが、概ね比較的緩やかな成長になる可能性を示唆しました。当期末にかけて、輸出や鉱工業生産などの一致指数も改善しました。多くの国々で利下げが敢行されました。ブラジルの中央銀行は、政府の利下げ圧力に屈して以降、長引くインフレ、緩慢な経済成長および信認の低下に対処せざるを得なくなり、新興市場国の中で、唯一利上げに踏み切りました。それまでに、インドは2013年に3回の利下げを行いました。各国中央銀行には一段の利下げ余地は無くなりました。2013年6月に中国人民銀行は、金融システムの流動性需要を許容できないと判断しました。この結果、銀行間レートが急騰しました。この動きは影の銀行に対するリスクが高い融資を抑制することを目指すものでした。このことは、中国金融当局にバランスがとれた経済を実現するため低成長を受け入れる意思があることを示唆しています。しかしながら市場はこれを嫌気しました。

金融政策

2013年5月にECBは政策金利を25ベース・ポイント引き下げ、リファイナンス金利（銀行がECBから借り入れる際の金利）を0.5%、また中銀預金金利（銀行がECBに積み立てる準備金に対する金利）を0%としました。ECBは一段の利下げには消極的な姿勢を示し、特に中銀預金金利をマイナスにすることには否定的でした。しかしこの利下げより新たな構想の発表がより重大でした。FRBは、量的緩和策第3弾をECBはOMTプログラムと呼ばれる新たなプログラムを、さらに日銀は一段と積極的な量的緩和策とインフレ目標2%を発表しました。これらの政策については、既に述べたとおりです。ECBは、利下げおよび金融セクターへの新たな融資など今後の金融政策についてあらゆる手段を講じる可能性を維持しました。特にFOMCの議事録で資産購入プログラムについてFRB内で意見が分かれていることが明らかになったことを受けて、2012年末にFRBの量的緩和策第3弾の早期終了観測が浮上しました。景気見通しの改善は早期の緩和縮小をもたらす可能性があります。FRBのバーナンキ議長は、2013年5月末の議会証言および一ヶ月後に行った記者会見の席で、FRBの幾分楽観的な予想どおりに景気が進展すれば、FRBは年内にも資産購入のペースを緩めると発言し、市場はこれを極度に嫌気しました。世界の株式および債券は下落しました。その後FRBは、資産購入プログラムの縮小は経済統計の動向次第であると発表し、市場の混乱を鎮める動きに出ました。FRBは、さらに失業率が最低でも6.5%を上回り、期待インフレ率が2.5%を上回らない限り、超低金利を維持することを発表しました。しかし、同時にFRBは失業率と期待インフレ率の数値目標については、若干の柔軟性を持たせました。多くの市場関係者が9月にFRBによる緩和縮小開始を予想しましたが、FRBは資産購入ペースを据え置くことを決定しました。FRBは持続的な景気回復の証拠をさらに期待し、高い債券利回りが与える景気全般への影響、特に住宅市場への影響を懸念しました。これを受けて、緩和縮小の開始時期とその速度について不透明感が高まりました。

為替市場

当期中、ユーロは対米ドルで5.2%上昇しました。当期期初時点では1ユーロ=1.29米ドル、期末時点では1.35米ドルでした。2012年10月中に大きな変動は有りませんでした。11月に1.27米ドルに下落しました。12月と1月のユーロの上昇が突出しました。ECBによるOMTプログラムはユーロ圏の債券利回り上昇を限定し、先行指標は改善しました。ユーロは2013年1月末に、過去1年間の最高値となる1.36米ドルに上昇しました。3月末にかけて、ユーロは再び下落し、米国の経済統計が予想を上回った一方で、ユーロ圏の経済統計は悪化しました。連立政権樹立に到らなかったイタリア総選挙およびキプロス問題は、ユーロ圏の問題が完全には解決されていない現実を浮き彫りにしました。5月に米ドルは、FRBの緩和縮小観測を受け上昇しましたが、6月に下落に転じました。7月は再び米ドル高となりましたが、FRBが刺激策を維持する一方でユーロ圏で景気が改善し、ECBが政策変更には消極的な姿勢を見せたことから、ユーロは当期末にかけて上昇しました。2012年12月に行われた日本の衆院選で、自由民主党は財政・金融刺激策を政策目標に掲げて、景気の下支えおよびインフレと円安の誘導を目指すことを確約しました。衆院選の前に、円は史上最高値に近づきました。選挙日が近づき自由民主党の勝利の可能性が明らかになるにつれ、円は下落し始めました。この円安基調は自由民主党の勝利後も続きました。2月初旬に、当期期初の77.9円から94.3円まで下落しました。市場が新政策を折り込むにつれ、円安基調は鈍化し、円は変動の激しい展開となりましたが、引き続き下落しました。円は5月末に、5年ぶりの安値となる103.2円をつけました。金融政策を巡る不透明感および金融市場全体を覆うリスク・オフ姿勢を受けて、6月半ば頃に円高に転じる場面もありましたが、一時的なものでした。当期の第4四半期に、円は98円近辺から98.2円の範囲内で推移しました。

債券市場

米国およびドイツの債券利回りは、過去12ヶ月間上昇しました。10年物米国債の利回りは1.6%から2.6%に上昇し、ドイツ国債の利回りは1.4%から1.8%に小幅上昇しました。2年物国債利回りも、低い政策金利が重しとなり、小幅に上昇しました。米国では0.24%から0.32%に上昇し、ドイツでは0.01%から0.14%に上昇しました。10年物国債利回りは、期初から2013年4月後半まで大きな動きがありませんでした。これを受けて、FRBが国債購入のペースを縮小するに積極的な兆しが台頭したことから、利回りが上昇しました。特にバーナンキFRB議長が行った5月の議会証言および6月の記者会見後に、利回りが上昇しました。複数のFRB高官が緩和縮小は経済統計次第であることを示唆し市場を落ち着かせたため、6月末から7月にかけて利回り上昇は一服しました。言い換えると、経済成長が予測を下回った場合、FRBが緩和縮小を見送る可能性が浮上しました。とは言え、6月には発展途上国の国債から、社債や新興市場の債券にいたるまで、グローバルに債券価格が下落しました。さらに、8月に米国債利回りが引き続き上昇基調をたどり、9月初旬に3%に達しました。しかし、FRBが緩和縮小を見送ったため、利回りは低下しました。ドイツの利回りは、緩やかなペースではあったものの当期末の数ヶ月間で米国に続き上昇しました。OMTプログラム（ECBによる国債購入プログラム）は発動されなかったものの、利回り上昇は一服しました。1月初旬に、イタリアでは利回りが4%近辺に、またスペインでは5%以下に低下しました。イタリアにおける連立政権樹立の失敗およびスペインの汚職スキャンダルを受けて1月に利回りが上昇しましたが、2012年夏の高水準とは程遠い水準にとどまりました。キプロスの救済措置は他の周縁国の債券市場にはほとんど影響を与えませんでした。6月に世界的に債券市場が下落し利回りが上昇しましたが、危機が最も深刻化した時期の水準から遙かに低い水準を維持しました。6月末時点でイタリアの10年物国債利回りは4.5%、スペインの同利回りは4.8%でした。当期末に利回りは再び低下し、スペインは4.3%、イタリアは4.4%をつけました。

株式市場

世界の株式は、過去1年間で9.5%（ユーロ換算ベース）上昇しました。先進国の株式（+11.9%）は新興市場国の株式（-6.4%）を大きくアウトパフォームしました。先進国市場では、日本（+22.9%）はヨーロッパ（+13.7%）および米国（+10.1%）を上回りました。これらの結果から、為替相場の変動が大きな影響を与えたことがわかります。対ユーロで米ドルは5.2%、円は24.6%下落しました。当期初めの世界の株式市場は、上昇局面の最中にあり、9月半ばに年初来高値を更新しました。この上昇局面は追加金融緩和策への期待感によって大きく牽引されました。経済統計は引き続き低迷し、企業の収益予想は一段と縮小しました。したがってPERは拡大しました。ECBおよびFRBが新たなプログラムを発表した後、9月後半から11月に米国大統領選が行われるまで株価上昇は停止しましたが、その後は再び上昇しました。ユーロ圏崩壊のようなテール・リスク（発生する可能性は少ないものの、重大な影響を及ぼすリスク）は、ECBのOMTプログラムによって低減し、米国およびユーロ圏の先行指標が改善しました。年末にかけて米国で財政政策を巡り協議が難航し、ぎりぎりで決着したものの、株式投資家の楽観論が後退することはありませんでした。企業収益は、米国では安定しましたが、欧州および新興市場では一段と悪化しました。それにもかかわらず、3月に米国株式指標は史上最高値に達しました。欧州では、ドイツのDAX指数のみが市場最高値に近づきました。日本では、株式は5月から11月まで狭いレンジ内で取引され、12月から3月にかけて上昇しました。この上昇局面は3月以降も続きました。5月に米国市場が市場最高値を再び更新し、米国中央銀行が資産購入の規模縮小を視野に入れはじめたことが明らかになり、トレンドに変化が現れました。インフレ環境下でも債券利回りを低位に維持する日本銀行の意思と能力について不透明感が高まったことも、市場に好感されませんでした。このため、株価は調整し米国では約5%、欧州では10%および新興市場では15%ほど下落しました。経済統

計が概ね好調で、インフレの脅威も見あたらなかったため、この調整局面は一時的なもので終わりました。7月に株式市場は再び上昇しました。8月に入ると市場は、FRBによる12月の資産購入ペースの緩和開始を織り込み始め、株価は下落し、債券利回りが上昇しました。FRBが緩和縮小を見送ったため、株式市場はこれを好感しましたが、株価上昇は一時的なものでした。緩和縮小が単に当面見送られたにすぎず、10月に再び債務上限問題が再燃する可能性が意識され、当期末の市場は苦戦しました。

ファンドは、主要20ヶ国・地域（G20）の保有比率に従い当該国およびセクター間の資産配分による価値を加味してリターンを分配する戦略をとっています。先進諸国の債券利回りの上昇が特に米国および英国で顕著だったことから、当期の大半において米国および英国でショート・デュレーションを維持しました。しかしながら、この上昇は、明らかに大幅な改善を見せた経済統計というより、量的緩和策に関するFRBの発言内容の変化によって牽引されました。欧州周縁国の債券のспレッドがタイト化し、欧州の債券が順調に米国債をアウトパフォームしたことから、スペインおよびイタリアをオーバーウェイトしました。2013年の米国の経済成長は失望させるものであり、先進国の中で唯一、日本および英国が予想以上の大幅なプラス成長を達成しました。企業および消費者の景況感の復調、日本でのリスク許容度の改善に加えて、日経平均株価の上昇、円安および日本国債の利回り低下が進行しました。このため日本国債のショート・ポジションを強化しました。債券については、欧州と米国の社債がトータル・リターンに優れ、同国の国債および高ベータ値の銘柄と比べてспレッドがやや縮小していることから、金融銘柄を中心に長期的な投資適格債のポジションを維持しました。さらに、MBSは緩和縮小が進む投資環境で弊社が最も回避したい資産クラスの一つであるため、米国のMBSをアンダーウェイトしました。

第4期（2013年10月1日－2014年9月30日）

当期中および当期末現在の運用およびポートフォリオの概観

当期中ファンドは、先進国市場と新興国市場間の資産配分ではトップ・ダウン・アプローチを用い、さらに比較的相関性が低いアルファ・チーム個々によるボトム・アップによるファンダメンタル・アルファ・トレードを行いました。この戦略は、検討対象として様々なレート（デュレーション、インフレ率、カンントリー・спレッド、ボラティリティおよびイールド・トレード）、セクター・ローテーション（即ち、トップ・ダウンによる相対価値取引）、クオンツ戦略（カンントリー・спレッドおよびデリバティブを用いたキャリア・トレードおよびロール・ダウン・トレード）、為替（判断戦略およびクオンツ戦略）、仕組み証券（多くの場合TBAによるベータ複製）ならびに新興市場チームおよびコーポレート・アルファ・チームのспレッド・セクター分析を活用します。ポートフォリオ運用チームは、様々なアルファ・チームにリスクを配分し、ポートフォリオの目的・目標を踏まえアルファ・トレードを取捨選択し、実施します。

ファンドの運用経緯およびパフォーマンスならびにファンドが直面する主なリスクおよび投資・経済に関する不透明要因、関連する財務指標および非財務指標

2014年9月30日に終了する1年間において、BNPパリバ・グローバル債券ファンドは、マルチ・ストラテジー・アルファ・アプローチから恩恵を受けました。ファンドは、先進国市場のグローバル・ボンドおよび為替ならびにハード・カレンシー建て新興市場債の資産配分をバークレイズ・グローバル・アグリゲート（G20）50%およびJPモーガン・エマージング・マーケット・ボンド・グローバル・インデックス50%の割合で組み入れました。当期を通じて、ポートフォリオは、先進国市場債に対して新興国市場債をアンダーウェイトし、新興国市場債へのアロケーションは、ベンチマークが50%であったのに対

しファンドは平均43%でした。当期中、ハード・カレンシー建て新興国市場債が先進国市場債券をアウトパフォームし、相対パフォーマンスを押し下げました。先進国市場と新興国市場のセクター間の資産配分決定以外では、ポートフォリオは、弊社のセクター・ローテーション・アルファ・チームによる社債のポジショニングおよび政府機関係モーゲージ・セクターのアンダーウェイトから恩恵を受けました。社債セクターでは、社債が同等年限の国債をアウトパフォームしたことから恩恵を受けた米国および欧州の投資適格債および高利回り債をオーバーウェイトとしました。米国モーゲージ・セクターに対する弊社の見方は、政府機関係モーゲージのショート・ポジションに反映されました。政府系モーゲージは、米国連邦準備制度理事会による緩和縮小の見送りにより政府機関係債券への需要が減少したことから、緩和縮小により悪影響を受けました。スプレッド・セクターがプラス・リターンを挙げたのとは対照的に、弊社の金利戦略は、期末にFRBが緩和縮小計画を発表し、10年物米国債利回りが期末に3.0%に減少したことを受けて利益を獲得したものの、当期を通じて冴えない展開となりました。2014年の大半を通して、弊社のショート・デュレーション・ポジションはパフォーマンスの足かせとなりました。米国、イギリスおよび日本に対する構造的なショート・ポジションを保有しましたが、金利が低下するにつれ当期を通じてパフォーマンスを押し下げました。このエクスポージャーを一部相殺したのは、欧州中核国のロングおよび米国のショート、対コア米国の欧州周縁国のロングなどのカントリー・スプレッド・トレードでした。さらに、弊社は米国のブレイク・イーブン・インフレ率を欧州のブレイク・イーブン統合消費者物価指数に対しオーバーウェイトしましたが、これはベンチマークと比較した相対パフォーマンスをさらに押し下げる結果となりました。2014年末が近づき、ファンドは、2015年に向けて中央銀行の方向性を巡る不透明感からショート・デュレーションを減少させました。米国は金融緩和策を維持する欧州とは金融スタンスが乖離し続け、2015年年央までに大規模な景気後退がなければ、現在のほぼゼロ金利から脱却し利上げに向かうでしょう。これとは対照的に、ユーロ圏においては一段の金融緩和が、デフレと低迷する経済成長に対処するために不可欠です。ユーロは相対的に低い金利を反映して下落し、ドルは上昇すると思われます。日本では2014年10月末に10兆円の追加金融緩和策が発表され、このサプライズはリスク資産に好影響を与え、円安が一段と進みました。ポートフォリオ内では、弊社はカントリー・スプレッド・トレードおよび様々なスプレッド・セクター間のアセット・アロケーションに一層注力していく所存です。

アニュアル・レポートに記載されない当期中の重大な変更

当期中ファンドの運用に重大な変更はありませんでした。

特別な取り扱いを要する資産の割合

当期中特別な処理を受けた資産はありませんでした。

ファンドの流動性管理のための新たな取り組み

ファンドの流動性管理のために実施された新たな取り組みはありませんでした。

リスク特性

ファンドの12か月間のトラッキング・エラーは、3.70%でした。

現在のリスク特性									流動性リスク	
ファンド	通貨	ファンドの種類	ポジション・デート	AIFによる分類	レバレッジ 最大コミットメント・レバレッジ	レバレッジ 最大ノーショナル・レバレッジ	レバレッジ コミットメント数値	レバレッジ ノーショナル・レバレッジ	スコアリング	ファンドのクローズ・ダウンコスト
		UCITS/AIF			運用資産に対する割合	運用資産に対する割合	運用資産に対する割合	運用資産に対する割合	C1からC5	(%)
フィッシャー・フランシス・トリーズ・アンド・ワッツ/フィッシャー・フランシス・トリーズ・アンド・ワッツ-ロンドン/フィッシャー・フランシス・トリーズ・アンド・ワッツ-イギリス-グローバル・フィックス・インカム										
BMPパリバ・グローバル債券ファンド	米ドル	AIF	2014年9月30日	その他の戦略	200.00%	500.00%	186.03%	373.57%	C2	0.26%

リスク管理システム

リスク管理はBNPパリバ・インベストメント・パートナーズ (BNPP IP) のビジネス・モデルの不可欠な部分を構成し、組織のあらゆるレベルで検討されています。

BNPP IPルクセンブルグでは、投資リスク管理部門は独立した組織であり、CEOおよびBNPP IPインスティテューショナルおよびディストリビューション部門のリスク・ヘッドに直接報告します。

投資チーム内で第1段階のリスク・コントロールを行った後、リスク・チーム（投資リスクおよび投資コンプライアンス）が第2段階の内部統制に着手します。リスク・チームは、投資チームと緊密に連携して、ポートフォリオを許容できるリスク水準に保ちます。

投資リスク（コミットメント、レバレッジおよび流動性リスク）の管理にあたり、リスク・チームはVaR計算のためCRGE（社内リスク・ソフトウェア）およびリスク・メトリクスを使用します。投資コンプライアンス・リスクを管理するため、同チームはセンチネルを使用します。UCITS/AIFリスク管理手法（RMP）が2014年5月30日にCSSFに提出されました。

レバレッジ

ファンドがデュレーションおよびセクター・エクスポージャー（例えばモーゲージTBA）など一定のファクターを構成するために使用する出資を伴わないポジションまたはデリバティブについてのみレバレッジとみなされます。

2014年8月から2014年9月30日までのAIFコミットメント・レバレッジ

AIFコミットメント・レバレッジの平均水準：190.71%

■ 1口当たりの純資産価格の主な変動要因

2015年9月30日に終了した1年間において、BNPパリバ・グローバル債券ファンドは、マルチ・ストラテジー・アルファ・アプローチを用いて積極的な運用を行いました。ファンドは、先進国市場のグローバル・ボンドおよび為替ならびにハード・カレンシー建て新興市場債の資産配分をBarclays Capital Global Aggregate (G20) 50%およびJPモルガン・エマージング・マーケット・ボンド・グローバル・インデックス50%の割合で組み入れました。

■ 投資環境について

市場センチメントが以前に増して影響力を増したため、当期の投資環境はマクロ経済イベントとテクニカルの両面で、ファンダメンタルズ要因に基づく投資にとって難しい一年となりました。債券市場と為替市場のパフォーマンスを牽引したと思われるのは、各国・地域の中央銀行の政策の乖離、各国固有の問題と原油・インフレの3要素でした。中央銀行間の政策の乖離、中でもECBとFRB間の政策乖離は2015年が近づくにつれ鮮明化し、特にFRBが最初の利上げを延期した一方でECBは1月の緩和策開始後に追加緩和策の実施が見込まれたことが原因で、2015年中一段と強まり、市場のボラティリティに重大な変化をもたらしました。中国市場は、早くも7月に悪化の兆候を見せ始め、中国株式市場は6月12日から7月末日までの間に最高値から29%下落しました。中国の種々の統計は益々悪化傾向を見せ、経済統計の悪化に加えて、中国人民銀行は中国元を管理変動相場制に移行する決定を下しました。世界の経済成長とデフレーションに対する懸念を受けて、世界市場で急激なリスク回避姿勢が台頭した一方で、新興市場および中国経済の影響を受けやすい国々を巡り懸念が台頭しました。このような事態は、市場センチメントと世界のマクロ経済データに下押し圧力となった原油価格の下落継続によって一段と悪化しました。

当期中このような市場環境下において最も中核的な国債利回りは、10年物で0.66%低下したイギリスの影響を受けて低下し、これに続いて米国、ドイツおよび日本もそれぞれ0.45%、0.36%および0.18%低下しました。一方、投資適格債、ハイ・イールド債および新興市場債全般など多くのスプレッド・セクターのリスク・プレミアムは当期を通じて拡大しました。

■ ポートフォリオについて

当期中および当期末現在の運用およびポートフォリオの概観

当期中ファンドは、先進国市場と新興国市場間の資産配分ではトップ・ダウン・アプローチを用い、さらに比較的相関性が低いアルファ・チーム個々によるボトム・アップによるファンダメンタル・アルファ・トレードを行いました。この戦略は、検討対象として様々なレート（デュレーション、インフレ率、カントリー・スプレッド、ボラティリティおよびイールド・トレード）、セクター・ローテーション（即ち、トップ・ダウンによる相対価値取引）、クオンツ戦略（カントリー・スプレッドおよびデリバティブを用いたキャリア・トレードおよびロール・ダウン・トレード）、為替（判断戦略およびクオンツ戦略）、仕組み証券（多くの場合TBAによるベータ複製）ならびに新興市場チームおよびコーポレート・アルファ・チームのスプレッド・セクター分析を活用します。ポートフォリオ運用チームは、様々なアルファ・チームにリスクを配分し、ポートフォリオの目的・目標を踏まえアルファ・トレードを取捨選択し、実施します。

ファンドの運用経緯およびパフォーマンスならびにファンドが直面する主なリスクおよび投資・経済に関する不透明要因、関連する財務指標および非財務指標

2015年9月30日に終了した1年間において、BNPパリバ・グローバル債券ファンドは、マルチ・ストラテジー・アルファ・アプローチから恩恵を受けました。ファンドは、先進国市場のグローバル・ボンドおよび為替ならびにハード・カレンシー建て新興市場債の資産配分をBarclays Capital Global Aggregate (G20) 50%およびJPモルガン・エマージング・マーケット・ボンド・グローバル・インデックス50%の割合で組み入れました。当期を通じて、ポートフォリオは多様なアルファ・チームから恩恵を受けました。2014年末に、各国・地域間で進行する金融政策の乖離に備えたポジショニングを開始しました。ECBは明確な緩和バイアスを示し、バランス・シートの拡大に注力しました。一方FRBは、米ドルを支えた資産購入の規模を縮小しました。このため管理会社は、ユーロ建て資産の割合を米ドル建て資産に対しアンダーウェイトしました。管理会社は、米ドルが対ユーロで上昇すると確信し、その結果大きな成果を得ることができました。

当期においては、固定利付債券に対する需要が比較的価格と相関関係が低いことに加え、供給量が減少したため、欧州を中心に、債券利回りがマイナスに落ち込む状況が鮮明化し、利回り追求の動きが強まりました。管理会社は、中国経済は投資主導型経済成長から消費主導型経済成長へのリバランスを進めているため、構造的に減速していると考えています。資産市場とシャドー・バンキング・システムは懸念材料であり、中国の貿易相手国の景気のみならずコモディティ価格にとって引き続き重しとなるでしょう。上記の為替アロケーション以外では、ポートフォリオは、セクター・ローテーション・アルファ・チームによる社債と米国仕組み証券のポジショニングから恩恵を受けました。金融緩和策、世界的な低成長、インフレ・リスクの緩和および金融規制の追加を背景に、リスク・フリー実質利回りは長期にわたって低位を維持すると思われる。管理会社は第1四半期末に政府機関係モーゲージ・セクターのアンダーウェイトを売却し、パフォーマンスに貢献した仕組み証券のオーバーウェイトを維持しました。社債セクターでは、社債のスプレッドが縮小したためパフォーマンスに貢献した米国と欧州の債券、特に投資適格債の一部についてオーバーウェイトを維持しました。

原油は、2015年も引き続き主要なリターン決定要因となったため、エネルギー関連銘柄を回避したこともアウトパフォームの一因となりました。さらに利回り曲線上のデュレーション・エクスポージャーとポジショニング戦略もパフォーマンスを押し上げました。管理会社は、ギリシャのユーロ離脱の可能性とスペインおよびポルトガルへの影響を危惧し、2015年上半年期において、欧州周縁国のアンダーウェイトを維持しました。ギリシャ危機が収束した後、ハト派的姿勢を強めたECBの発言から恩恵を受けるため、アロケーションをオーバーウェイトに切り替えました。

2015年末に向けて、管理会社は米国の経済成長について強気の見通しを維持しています。インフレ見通しの改善と好調な労働市場を受けて、FRBは間もなく金利正常化へ向かうと思われ、米ドル高は引き続き下支えされるでしょう。

管理会社は、地域格差の拡大により、今後もアルファ投資は利益獲得のチャンスに恵まれると考えています。コモディティ価格、構造改革の進展および経済成長と金融政策の各国・地域間での乖離は、2016年のパフォーマンスの重要な決定要因になるでしょう。

また政治情勢も重要な要因となっています。例えばヨーロッパでは、反ユーロ政党に対する支持拡大とギリシャのユーロ離脱の可能性は、管理会社が綿密に精査している懸案事項です。

さらに、世界各地における異例の金融緩和策は市場に歪みを生じさせ、世界の経済と経済成長に及ぼす影響は引き続き不透明です。これに加えて市場の奥行きが限られているためボラティリティが高まる投資環境になる可能性が高いと思われます。

■ 1口当たりの純資産価格の主な変動要因

2016年9月30日に終了した1年間において、BNPパリバ・グローバル債券ファンドは、マルチ・ストラテジー・アルファ・アプローチを用いて積極的な運用を行いました。ファンドは、先進国市場のグローバル・ボンドおよび為替ならびにハード・カレンシー建て新興市場債の資産配分をBloomberg Barclays Global Aggregate Index（米ドルヘッジ付、G20諸国のみ）50%およびJP Morgan EMBI Global（G20諸国のみ）50%の割合で組み入れました。

■ 投資環境について

2015年の終わりに、第4四半期初めのリスク選好度に重しとなった主な要因は、中国政策担当者が成長率およびインフレ率を下支えするためか、あるいは単に予想為替レートを再び抑えて、資本の流出を食い止めることができなかつたため、不安定要素となり得る大幅な元引き下げを実施するのではないかという見方でした。これを受けて、市場は下落しました。その後リスク選好度は、下落時と同様に急速に回復しました。投資妙味のあるスプレッドに加えて、市場の安定をもたらした原油価格の回復と中央銀行の声明に少なからず助けられ、市場のセンチメントは改善しました。

2016年初めに、世界の金融市場で様々なイベントが発生し、ボラティリティが高まり、予測を下回ったマクロ統計、原油価格の下落、中国を巡る懸念悪化および世界的な景気減速懸念などに牽引され強いリスク回避姿勢が台頭しました。大勢を占めた悲観的な見方がリスク資産のバリュエーションの重しとなり、ついに2月半ばに世界中の市場でボラティリティが大幅に上昇し、暴落する場面もありました。第1四半期後半に、中央銀行の声明、原油価格の回復および予想を上回った米国の経済統計を追い風に、市場センチメントは力強く回復しました。ECBが大規模に拡大した量的緩和策を発表して市場を驚かせた後、3月にリスク資産は一段と下支えされました。欧州以外の各国・地域の中央銀行も緩和策を実施したり、予想されていたより緩和的なフォワード・ガイダンスを打ち出しました。

欧州連合（以下「EU」といいます。）離脱を問うイギリスの国民投票は、同四半期における最も影響力のあるイベントとなった一方で、2月半ばに始まった良好な地合いを受けて、第2四半期の初めに世界の市場は回復し続けました。英ポンドが急落した一方で、EU離脱の決定を受けて、広範な質への逃避が発生し、「安全資産」とされる国債の利回りが急低下し、米ドルと日本円は他の主要通貨に対し上昇しました。

夏期に入り、第3四半期には重大なニュースが連なり、中央銀行の政策会合が相次いで開催されましたが、ボラティリティは低水準に収まり、金融資産の価格はレンジ内に止まり、全体的なセンチメントに変化は認められませんでした。FRBは、利上げペースを一段と遅らせ、欧州中央銀行はさらなる追加策の実施を示唆したものの政策金利を据え置きました。イングランド銀行は、イギリス経済を下支えするため追加緩和策を打ち出しました。一方、日本銀行は為替政策を見直し、第3四半期末までに新たな枠組みを導入しましたが、これは多くの市場関係者には予想していたほど緩和的な内容とは受け止められませんでした。米国では、大統領選がBrexit後のナショナリズムの流れを加速させる可能性があることから、米国のみならず欧州にとって重大なリスク・イベントとして台頭しました。欧州では、EU離脱の決定によりイギリスがリセッション入りするのではないかと予測されましたが、この予測はデータによる裏付けを欠きました。最終的には、第3四半期に欧州金融セクターにおいて懸念が再燃しました。

■ポートフォリオについて

当期中および当期末現在の運用およびポートフォリオの概観

当期中ファンドは、先進国市場と新興国市場間の資産配分ではトップ・ダウン・アプローチを用い、さらに比較的相関性が低いアルファ・チーム個々によるボトム・アップによるファンダメンタル・アルファ・トレードを行いました。この戦略は、検討対象として様々なレート（デュレーション、インフレ率、カンントリー・スプレッド、ボラティリティおよびイールド・トレード）、セクター・ローテーション（即ち、トップ・ダウンによる相対価値取引）、クオンツ戦略（カンントリー・スプレッドおよびデリバティブを用いたキャリア・トレードおよびロール・ダウン・トレード）、為替（判断戦略およびクオンツ戦略）、仕組み証券（多くの場合TBAによるベータ複製）ならびに新興市場チームおよびコーポレート・アルファ・チームのスプレッド・セクター分析を活用します。ポートフォリオ運用チームは、様々なアルファ・チームにリスクを配分し、ポートフォリオの目的・目標を踏まえアルファ・トレードを取捨選択し、実施します。

ファンドの運用経緯およびパフォーマンスならびにファンドが直面する主なリスクおよび投資・経済に関する不透明要因、関連する財務指標および非財務指標

2016年9月30日に終了する1年間において、BNPパリバ・グローバル債券ファンドは、マルチ・ストラテジー・アルファ・アプローチから恩恵を受けました。ファンドは、先進国市場のグローバル・ボンドおよび為替ならびにハード・カレンシー建て新興市場債の資産配分をBloomberg Barclays Global Aggregate Index（米ドルヘッジ付、G20諸国のみ）50%およびJP Morgan EMBI Global（G20諸国のみ）50%の割合で組み入れました。当期を通じて、ポートフォリオは多様なアルファ・チームから恩恵を受けました。2015年の終わりに、第4四半期初めのリスク選好度に重しとなった主な要因は、中国政策担当者が成長率およびインフレ率を下支えするためか、あるいは単に予想為替レートを再び抑えて、資本の流出を食い止めることができなかつたため、不安定要素となり得る大幅な元引き下げを実施するのではないかという見方でした。これを受けて、市場は下落しました。その後リスク選好度は、下落時と同様に急速に回復しました。投資妙味のあるスプレッドに加えて、市場の安定をもたらした原油価格の回復と中央銀行の声明に少なからず助けられ、市場のセンチメントは改善しました。年が明けて、2016年は中央銀行による追加緩和策に支えられる低成長と低インフレ環境が予想され、FRBが利上げを順調に継続していけるか不透明な状況となりました。市場のセンチメントは不安定に推移し、中央銀行の政策実施や声明発表で誤りが許容される余地はほとんど無くなりました。このように中央銀行による施策に牽引される環境下で、管理会社はフランスおよびドイツなど欧州の中核国でフラットニング・トレードを継続しました。さらに、管理会社は中央銀行の政策と特殊要素の組み合わせから利益を得るためノルウェーなどの中核国のオーバーウェイトを増加しました。リスク・リターン特性は問題発生時にダウンサイドに傾くため、イギリスのEU離脱を問う国民投票を前に、管理会社は国債と社債両方においてユーロ周縁国のエクスポージャーを削減しました。管理会社は、イングランド銀行(BoE)がECBのプログラムと類似した政策を実施すると考え、英ポンド建て保有資産を維持しました。その後、当時2016年最大の関心事と考えた事態に備えてポートフォリオを構築しなければなりません。各国・地域の中央銀行が金融システムを安定化させる能力に対する信頼感は、前四半期中の価格の動きを牽引した重要な要因となり、市場を衝撃から守る効果がありました。米国では、大統領選によって、数十年間続いたグローバル化の流れが急反転し、危険な保護主義が台頭するリスクが生じました。欧州大陸では、政治家は景気悪化と大量に流入する移民問題に取り組み続け、イタリアでは憲法改正の是非を問う国民投票が行われることとなり、これによりレンツィ首相の辞任が焦点となりました。新興市場では、トルコ

のクーデター失敗、ブラジルの解決しない問題および南アフリカにおける一触即発の緊張状態など不安定さを示す多くの証拠が存在しました。第3四半期直前の市場の認識とは逆に、イギリスのEU離脱は、世界の市場が乗り越えなければならない唯一の障害物ではありませんでした。実際のところ、政治的不透明感は、第3四半期の重大なテーマとなりました。最も重要な進展の一つは中央銀行の動きで、日本銀行は金融政策を抜本的に見直しました。イギリスでは6月23日に国民投票でEU離脱が決定し、世界の市場に激震が走りました。次に起きた事態も同様に驚くべきものでした。不透明感の高まりが国内需要の重しとなったため、エコノミストはイギリス経済が急速に減速すると予測しました。しかしながら、経済統計は市場のコンセンサス予想を覆しました。イギリス経済は非常に好調に推移していたのです。なぜイギリス人が冷静を保ち、消費しつづけたのかは、完全に明らかにはなっていません。しかし、英ポンドが下落していく速度と同じぐらい急速に新首相が任命されたこと、さらには新首相が正式なEU離脱プロセスを開始しなかった事が、おそらく関連したようです。イギリスの社債購入プログラムの発表後、ポートフォリオは英ポンド建て債券のオーバーウェイトから恩恵を受けました。年末にかけて、米国大統領選を目前に控え、新興市場について引き続き警戒し、高い利回りと低いデュレーションを求めて、ポートフォリオを調整し続けました。

第7期 (2016年10月1日－2017年9月30日)

■ 1口当たりの純資産価格の主な変動要因

2017年9月30日に終了した1年間において、BNPパリバ・グローバル債券ファンドは、マルチ・ストラテジー・アルファ・アプローチを用いて積極的な運用を行いました。ファンドは、先進国市場のグローバル・ボンドおよび為替ならびにハード・カレンシー建て新興市場債の資産配分をBloomberg Barclays Global Aggregate Index (米ドルヘッジ付、G20諸国のみ) 50%およびJP Morgan EMBI Global (G20諸国のみ) 50%の割合で組み入れました。

■ 投資環境について

2016年第4四半期に入り、各国・地域の主要中央銀行は異例の緩和策を実施すると予想されましたが、ECBおよびFRBは、いずれも、よりタカ派的な施策やフォワード・ガイダンスを示して市場を驚かせ実質的に緩和策は縮小されました。政治面では、ドナルド・トランプ氏が米国大統領選で勝利した一方、ヨーロッパでは前首相フランソワ・フィロン氏が共和党の予備選で頭角を現し、イタリアでは、国民投票で憲法改正が否決されました。続いて、イギリスでは、EU離脱のため、政府が事前の議会承認がなくても、リスボン条約第50条を発動することができるかその動向が注目されました。

新年に入ると第1四半期中、政治リスクが取りざたされ、投資家の間で、トランプ政権による金融市場への影響および間もなく欧州で行われる選挙を見極めようとする動きが続きました。同時に、多くの主要中央銀行は、緩和策からやや引き締め策に転じ始めました。FRBは、政策金利を0.25%引き上げ、イングランド銀行およびECBは、いずれもタカ派的スタンスに転じました。米国では第45代大統領が就任しましたが、新政権の実行力および「アメリカ・ファースト」政策に対する不透明感は、米国の政策が資産価格および経済にとってプラスとなるかマイナスとなるかという議論に拍車をかけました。欧州では、フランスの選挙で、先に行われた世論調査におけるEU懐疑派候補者の躍進が注目された一方、オランダの総選挙の結果は、ポピュリズムの流れに対する反発およびEU懐疑派の極右翼の敗北として受け止められました。第1四半期末は、イギリスのテレサ・メイ首相が第50条を発動したことで、歴史上重要な一幕となりました。

第2四半期中、各国・地域の中央銀行および政治家は、市場の基調を決定し続けました。トランプ氏の米大統領選出および同氏のリフレ経済政策に関する楽観論の多くは、後退しました。一方で、フランスのマクロン氏の大統領選における大勝利は、フランスに政治的安定をもたらしました。6月に、FRBは

今回の利上げサイクルで3度目となる利上げを敢行し、欧州およびイギリスの中央銀行当局は、緩和策の縮小について言及しました。

第3四半期の米国株式市場は8四半期連続で上昇し、社債のスプレッドは、過去数年間で最低水準近辺まで近づきました。9月に米国で発生したハリケーンは、プエルトリコおよびフロリダに甚大な被害を引き起こしましたが、同時に世界各地の地政学的緊張が発生したにもかかわらず市場は混乱しませんでした。VIXは、一時的に急騰する場面もありましたが、米国の税制改革の可能性が注目され投資家がトランプ大統領の貿易政策を再評価したことを受け、直ぐに落ち着き過去最低水準近傍まで低下しました。米ドルが上昇しイールド・カーブが大幅にスティープ化し、この一時的な楽観論に対する市場の反応はまちまちでした。

■ポートフォリオについて

当期中および当期末現在の運用およびポートフォリオの概観

当期中ファンドは、先進国市場と新興国市場間の資産配分ではトップ・ダウン・アプローチを用い、さらに比較的相関性が低いアルファ・チーム個々によるボトム・アップによるファンダメンタル・アルファ・トレードを行いました。この戦略は、検討対象として様々なレート（デュレーション、インフレ率、カンントリー・スプレッド、ボラティリティおよびイールド・トレード）、セクター・ローテーション（即ち、トップ・ダウンによる相対価値取引）、クオンツ戦略（カンントリー・スプレッドおよびデリバティブを用いたキャリア・トレードおよびロール・ダウン・トレード）、為替（判断戦略およびクオンツ戦略）、仕組み証券ならびに新興市場チームおよびコーポレート・アルファ・チームのスプレッド・セクター分析を活用します。ポートフォリオ運用チームは、様々なアルファ・チームにリスクを配分し、ポートフォリオの目的・目標を踏まえアルファ・トレードを取捨選択し、実施します。

ファンドのポートフォリオ運用の経過

2016年第4四半期に、特に欧州および米国におけるポピュリズム台頭による予想外の政治展開および中央銀行のサプライズに牽引され、ボラティリティは再び上昇しました。このような環境下で、パフォーマンスに貢献したのは、スプレッド・セクターのポジショニング全般および積極的な為替運用でした。

新年に入ると政治リスクが取りざたされた一方で、主要中央銀行は、緩和策からやや引き締め策に転じ始めました。ファンドの積極的な金利運用は、超過リターンに最も貢献しました。特に、欧州全土で拡大した政治懸念を背景に積み増したイタリアのショート・デュレーションはプラス要因となりました。2017年第2四半期中、各国の中央銀行および政治家は、注目を集め続け、市場の基調を決定しました。欧州では、金利は緩やかに上昇し、イタリアでは特に6月に、良好な政治状況および中央銀行のタカ派的声明を背景に金利が低下しました。このため、欧州中核国をオーバーウェイトしたデュレーションおよびイタリアのアンダーウェイトはそれぞれ、打撃を受けました。米国のロング・インフレーション・ポジションも、経済統計および石油価格が弱含んだため、マイナス要因となりました。逆に、米国のモーゲージ関連証券および社債のオーバーウェイトと銘柄選択を中心に、スプレッド・セクターのポジショニングはパフォーマンスを押し上げました。

第3四半期中、市場が米国の税制改革を好感したことを受けて、特に投資適格債およびハイ・イールド債などの債券のアロケーションが恩恵を受け、中でも、米国の仕組み証券は良好な期限前償還率が続いたため当四半期中さらに上昇し、低ボラティリティで恩恵を受けたモーゲージ関連資産の追い風となりました。最後に、新興市場は当期を通じて好調に推移し、ファンドのポジショニングは、ファンドの

パフォーマンス全体の向上に貢献しました。

第8期（2017年10月1日－2018年9月30日）

■ 1口当たりの純資産価格の主な変動要因

2018年9月30日に終了した1年間において、BNPパリバ・グローバル債券ファンドは、マルチ・ストラテジー・アルファ・アプローチを用いて積極的な運用を行いました。ファンドは、先進国市場のグローバル・ボンドおよび為替ならびにハード・カレンシー建て新興市場債の資産配分をBloomberg Barclays Global Aggregate Index（米ドルヘッジ付、G20諸国のみ）50%およびJP Morgan EMBI Global（G20諸国のみ）50%の割合で組み入れました。

■ 投資環境について

2017年第4四半期は穏やかに過ぎ、多くの市場参加者は2018年に焦点を移しました。投資家は米国の税制改革法案が可決されたことを好感し、このニュースは既に概ね織り込み済みでしたが、リスク資産は12月に上昇しました。12月中旬に、世界各地の20以上の中央銀行が金利について議論しました。その結果、さらにリスク資産は上昇し、特に2017年の株式の上昇率は2013年以来最大となり、2017年の第4四半期と2017年全体はいずれも、好調のうちに期末を迎えました。

2017年は、債券市場にとっても好調な年となり、国債を若干上回りましたが、株式を下回りました。ファンダメンタルズ面で、楽観論が着実に広がり、世界経済はかなりのペースで成長し、新興市場・先進市場双方が成長を分かち合うとの期待感が続きました。過熱気味の中央銀行にとってリスクがあったものの、市場は適温相場で期末を迎え、2018年に向けて厳しさを増す可能性が示唆されました。

数年間、強気相場が続きましたが、2018年はボラティリティの復活を告げる年となりました。投資家は「ゴールドイロックス」シナリオに浸りましたが、予想インフレ率の急激な上昇が債券市場の調整を引き起こしたことに伴い、株式市場が急落したことを受けて、楽観論は長く続きませんでした。実際、ユーロ圏と米国のGDPは好調な一方、センチメントを示すソフト・データは最高とまでは言えないまでも、堅調でした。第1四半期には、各国・地域の中央銀行と政治家の動きが注目され、市場の地合いを決定しました。ドイツの大連立政権はようやく発足しましたが、イタリアは最終的な結論がでないまま世論調査を行いました。トランプ大統領は、米国の対中貿易赤字削減を目指した一連の関税措置を発表し、主要貿易相手国に衝撃を与えました。このため、投資家の間で貿易戦争が拡大する可能性を巡り不透明感が広がりました。同時に、多くの主要中央銀行は、緩和策からやや引き締め策に転じ始めました。FRBは、政策金利を0.25%引き上げ、2018年に4回の利上げを行う可能性が高まりました。欧州では、イングランド銀行およびECBは、いずれもタカ派的スタンスに転じました。

第1四半期の低迷期を終え、米国・中国間の貿易問題の後退、世界経済の安定化の兆しおよび米欧の堅調な企業収益などを背景に投資家のコンフィデンスが回復したため、4月に入ると地合いは良好になりました。しかし、5月にドル高、米国と他の貿易相手国との間の貿易摩擦の拡大、北朝鮮における地政学的緊張の継続、ユーロ圏の増大する不安定要素などを背景に小規模な新興市場崩壊が起きました。FRBは、政策金利をさらに0.25%引き上げ、2018年にはさらに2度、2019年には3度の利上げを行うことを示唆しました。欧州では、イングランド銀行とECBは、中期的なインフレ見通しの改善を前提に、2018年12月に量的金融緩和策を終了することを発表するなど、よりハト派的な姿勢に転じました。

第3四半期は静かに始まりましたが、前年までと同様、夏場のマイナス材料は多くありませんでした。7月は、米欧の決算発表が好調なスタートを切ったことを受けて、ほとんどのリスク資産にとって極めて好調な月となりました。リスク・センチメントを改善したのは、米国、欧州、メキシコおよび日本との間の貿易摩擦の後退でした。しかしながら、米中貿易戦争は沈静化の兆しを見せませんでした。さらに、新興市場全体に混乱が生じ、ブレキシット交渉は依然として厳しい状況にあり、イタリアは予算の

規模をめぐってブリュッセルと衝突しました。FRBは、米国経済と世界経済の乖離が続いており、欧州で発表されたデータが引き続き悪化していることから、政策金利をさらに0.25%引き上げました。しかし、世界各地の地政学的不透明感、ドルの流動性の逼迫、原油価格の上昇にもかかわらず、全体的に見ると、先進国経済のモメンタムの継続と中国の景気刺激策は、経済成長の均衡が維持される可能性の高さを示していました。

■ポートフォリオについて

当期中および当期末現在の運用およびポートフォリオの概観

当期中ファンドは、先進国市場と新興国市場間の資産配分ではトップ・ダウン・アプローチを用い、さらに比較的相関性が低いアルファ・チーム個々によるボトム・アップによるファンダメンタル・アルファ・トレードを行いました。この戦略は、検討対象として様々なレート（デュレーション、インフレ率、カントリー・スプレッド、ボラティリティおよびイールド・トレード）、セクター・ローテーション（即ち、トップ・ダウンによる相対価値取引）、クオンツ戦略（カントリー・スプレッドおよびデリバティブを用いたキャリア・トレードおよびロール・ダウン・トレード）、為替（判断戦略およびクオンツ戦略）、仕組み証券ならびに新興市場チームおよびコーポレート・アルファ・チームのスプレッド・セクター分析を活用します。ポートフォリオ運用チームは、様々なアルファ・チームにリスクを配分し、ポートフォリオの目的・目標を踏まえアルファ・トレードを取捨選択し、実施します。

ファンドのポートフォリオ運用の経過

2017年第4四半期中に続いたリスク資産のモメンタムを考えると、スプレッド・セクターがファンドのパフォーマンスの主要な原動力となったことは驚きではありません。米国の仕組み証券の組入比率を高めにしていたことがパフォーマンスに大きく寄与しました。また、社債の組入比率を高めにしていたこともパフォーマンスにプラスとなりました。スプレッド・セクターは、米国の家計のバランス・シートが引き続き堅調であるとの投資家の見方が根強く、米国を中心にリスク資産への投資意欲が続いたことから恩恵を受けました。金利戦略は当初、不安定でしたが、12月には勢いを取り戻し、第4四半期末にパフォーマンスにプラスに寄与しました。

2018年に入ると、投資家は政治リスクに大きな関心を寄せましたが、第1四半期は、世界経済の堅調な伸び、インフレの加速、拡大基調を維持する米国の財政政策など、総じて良好な経済統計が主な材料となりました。しかし、全体としては良好な経済成長にもかかわらず、2月に予想外の下落が発生した後、セクター間の相関関係と株式のボラティリティの両方が上昇し、利益獲得のチャンスが減少しました。第1四半期に、米国の力強い経済統計、財政政策の発表、FRB新議長ジェローム・パウエル氏のタカ派的発言を受けて、米国債利回りが上昇したことにより打撃を受けた米国のポジションが主な原因となり、金利戦略は、最終的には最大のマイナス要因となりました。スプレッド・セクターは、1月にファンドのパフォーマンスの主要な牽引役となりましたが、その後ボラティリティが上昇したことによりスプレッドが拡大し、米国の仕組み証券、政府機関係不動産抵当証券担保債券、商業用不動産担保証券に加えて、米欧の投資適格社債および高利回り社債のエクスポージャーに損失が生じました。また、新興市場のポジショニングも、2月のボラティリティの急上昇が同セクターの重しとなったことを受けて、パフォーマンスを悪化させました。

第2四半期には、世界経済の成長をけん引する要因が引き続き堅調であったにもかかわらず、依然として市場の脆弱性が継続していることが明らかになりました。これは特に、米国の支出増と減税による財政刺激策によるものでした。第2四半期は、金利戦略と為替戦略が主なプラス要因となりました。金

利の面では、欧州周辺地域における戦略的なクロス・カンントリー・ポジション、米国のブレイクイーブンインフレ率のロング・ポジションおよび英国のショート・デュレーションがいずれもパフォーマンスにプラスに寄与しました。一方、スプレッド・セクターおよび特に新興市場の債券は、米ドル高と各国固有の要因が新興国債のポジションに悪影響を及ぼしたため、第2四半期は苦戦し振るいませんでした。

第3四半期においては、特に投資適格債、ハイ・イールド債や主に米国の仕組み証券などの債券のアロケーションがパフォーマンスの主な牽引役となりました。新興市場は、8月の一時的な混乱にもかかわらず、目覚ましいパフォーマンスを記録し、第3四半期のアウトパフォーマンスの大半を牽引しました。為替戦略も四半期ベースでプラスとなりましたが、金利戦略が唯一のマイナス要因となりました。全体的に見ると、ファンドにとって第3四半期は好調に推移しました。

第9期（2018年10月1日－2019年9月30日）

■ 1口当たりの純資産価格の主な変動要因

2019年9月30日に終了した1年間において、BNPパリバ・グローバル債券ファンドは、マルチ・ストラテジー・アルファ・アプローチを用いて積極的な運用を行いました。ファンドは、先進国市場のグローバル・ボンドおよび為替ならびにハード・カレンシー建て新興市場債の資産配分をBloomberg Barclays Global Aggregate Index（米ドルヘッジ付、G20諸国のみ）50%およびJP Morgan EMBI Global（G20諸国のみ）50%の割合で組み入れました。

■ 投資環境について

2018年第4四半期の市場の動きは、突然悪化した経済統計というより、むしろFRBが積極的姿勢を強めたことに対する懸念により主に牽引されました。市場心理は、解決されない米中間の貿易摩擦およびイタリヤを巡る政策の不透明感と懸念の台頭、イギリスのEU離脱および原油価格の急落を背景に、さらに悪化しました。FRBは、政策金利を0.25%引き上げましたが、外部要因の悪化と金融状況の逼迫を背景に、FRBはややハト派的姿勢を取り、経済統計次第というスタンスをより鮮明に打ち出しました。ECBは、2019年夏以降に利上げを予定し、2018年の年末で資産購入プログラムを終了することを決定した一方で、イングランド銀行は政策金利を据え置きました。全体的に見ると、世界的に引き締めの政策が実施され、外生的ショックにより短期的にボラティリティが上昇したことを受けて、世界的な成長率が鈍化する可能性は引き続き増大しました。

2019年第1四半期に、投資家心理は急速に回復し、広範囲の資産クラスでプラスのトータル・リターンを計上し、ボラティリティは過去最低水準近くまで低下しました。米中間の貿易交渉およびイギリスのEU離脱など政治問題は引き続き課題となっていました。中国政府は、米国自動車に対する報復関税の一時停止を延長した一方で、EU離脱問題については、メイ首相は、首相案に対する下院の合意を得ることができませんでした。それでも、EUはイギリスに対して新たな合意案を得るか、合意なき離脱を実施するよう、離脱日の延長を認めました。マクロ経済面では、ユーロ圏経済が縮小気味で、米国の景気動向は強弱が交錯するなど、先進国の製造活動について懸念が台頭しました。FRBとECBはいずれも、短期的な成長見通しが悪化している点を認識しているものの、政策金利を据え置きました。

第2四半期において、米国、欧州、中国およびその他の新興国の経済統計は軟化し、世界の経済見通しは悪化しました。各国・地域の中央銀行は、経済成長を下支えし、景気後退を食い止めるため即座に対応しました。6月末には、世界的に地政学的緊張が生じたにもかかわらず、多くの点で前進しました。米中間の貿易戦争は一時休止し、トランプ大統領と金正恩氏が予想外の会談を実現させ、米国とトルコの関係は改善し、ロシアとOPECは減産延長で合意し、さらには、EUとメルコスール（南米の関税同盟）との間で、20年に及んだ交渉が実を結び貿易協定の合意が達成されました。金融政策については、主要中央銀行はハト派的姿勢を強めました。米国では、FRBは金利を据え置きましたが、利上げを検討中で

あることを示唆した一方で、欧州では、ECBのマリオ・ドラギ総裁が、追加刺激策を条件付きで確約しました。

第3四半期の債券市場は、2019年年初から実質利回りと予想インフレ率はいずれも低下し成長懸念を織り込みました。この動きは、8月にさらに勢いを増しました。7月にトランプ大統領と習近平中国国家主席の間で貿易戦争が休止したことは、リスク資産を下支えしましたが、市場のボラティリティは8月に上昇し、リスク許容度は意外にも米国政府が中国からの輸入品3,000億米ドル相当に対し10%の関税を課すと発表したことを受けて悪化しました。これに対して、中国が米国製品750億米ドル相当に対する課税という報復措置を取ったため、事態はエスカレートしました。両国の指導者は、貿易交渉を控えた8月に態度を軟化させました。世界的な成長減速と予想インフレ率の低下を受けて、多くの経済圏で新たな緩和策が発動されたため、市場は金融政策に牽引されて9月に反発しました。FRBは、7月と9月にそれぞれ25ベーシスポイント利下げを行った一方で、ECBは、10ベーシスポイントの利下げ、量的緩和策の再開および力強いフォワード・ガイダンスなどハト派策を発表しました。イギリスでは、イングランド銀行は、金利を据え置きましたが、EU離脱を巡る不透明感がインフレ率を低下させる可能性があるとして警戒感を示した一方、日本銀行は、利下げや資産購入の拡大など追加緩和策導入の可能性を示唆しました。

■ポートフォリオについて

当期中および当期末現在の運用およびポートフォリオの概観

当期中ファンドは、先進国市場と新興国市場間の資産配分ではトップ・ダウン・アプローチを用い、さらに比較的相関性が低いアルファ・チーム個々によるボトム・アップによるファンダメンタル・アルファ・トレードを行いました。この戦略は、検討対象として様々なレート（デュレーション、インフレ率、カントリー・スプレッド、ボラティリティおよびイールド・トレード）、セクター・ローテーション（即ち、トップ・ダウンによる相対価値取引）、クオンツ戦略（カントリー・スプレッドおよびデリバティブを用いたキャリア・トレードおよびロール・ダウン・トレード）、為替（判断戦略およびクオンツ戦略）、仕組み証券ならびに新興市場チームおよびコーポレート・アルファ・チームのスプレッド・セクター分析を活用します。ポートフォリオ運用チームは、様々なアルファ・チームにリスクを配分し、ポートフォリオの目的・目標を踏まえアルファ・トレードを取捨選択し、実施します。

ファンドのポートフォリオ運用の経過

2018年第4四半期に、マクロ経済ファンダメンタルの見通しが冴えないことから注意深いスタンスを維持し、上昇局面でリスク資産を売却するバイアスを取りました。10年物イギリス・デュレーションのオーバーウェイトと欧州のスプレッド・トレードは、イタリアの政治問題の終息を受けて、好調に推移したため利益を確定しました。金利戦略は、米国利回り5年 - 30年のスティープナーを構築したことにより、最大のパフォーマンスを上げました。スプレッド・セクター戦略は、欧州と米国の両方における投資適格債と高利回り債ならびに商業用不動産担保証券および新興国債券の体系的ポジションなどにより四半期ベースでマイナスとなりました。為替戦略も、主にジャッジメント戦略の損失が定量モデル戦略の利益を相殺したことにより損失を計上し、マイナスとなりました。

弊社は、2018年の年末に抱いた警戒感を維持しつつ2019年を迎えました。弊社は基本的に、成長率については緩慢ではあるが引き続き悪化し、インフレ率については上昇というより低下気味に抑制されると考えてきました。景気下降の動き、すなわち市場ボラティリティの上昇や投資家心理の悪化などが続くと考えており、景気サイクルが進むにつれ、固有の問題がより頻繁に発生すると予測しました。この

ため弊社は、全体的リスクを低減し、質と流動性の向上に主眼を置いてきました。第1四半期中、金利戦略は、5年 - 30年米国スティープナーおよびTIPS（インフレ連動債）実質利回りのオーバーウェイトを通じて最も利益に貢献しました。スプレッド・セクター戦略も、米ドル安と新興国の安定した経済成長が追い風となった新興市場エクスポージャーのオーバーウェイトなどにより、第1四半期中、プラスとなりました。為替戦略も、主に米ドルに対するユーロのショート・ポジションから利益を得て、概ね好調に推移しました。スウェーデン・クローナと日本円のロング・ポジションは、米ドルに対する英ポンドのロング・ポジション同様に、好調に推移しました。

第2四半期中、金利戦略は、米国の期待インフレ率のロング・ポジション、イタリア・イールド・カーブのレラティブ・バリュー・ポジション、ドイツおよび日本のショート・デュレーションにより最大の利益を挙げました。スプレッド・セクター戦略は、ハード・カレンシー建て新興市場債のオーバーウェイトが大きく上昇したため、これらのオーバーウェイトにより同四半期中、好調なリターンを挙げました。為替戦略もニュージーランド・ドルとノルウェー・クローネのショート・ポジションなどが収益を挙げ、好調に推移しました。ニュージーランド・ドルは、ニュージーランドの緩やかなインフレ率と雇用統計から恩恵を受けた一方、ノルウェー・クローネは、4月末の米ドル高の際に上昇し始めました。

第3四半期において、利益の大半は、利回りの急上昇から恩恵を受けた30年物ユーロ圏債のデュレーションをオーバーウェイトしたことと米国デュレーションのロングによりもたらされました。スプレッド・セクター戦略も、主に米国投資適格変動利付債ならびに米国とEUの高利回り社債のオーバーウェイトにより四半期ベースでプラスとなりました。FRBによる追加利下げとリスク資産のさらなる下落を視野に入れ、貿易摩擦の激化後に戦略的なスティープナー・ポジション（米国債の5年物ロング／30年物ショート）を手仕舞い、米国デュレーション・オーバーウェイトを積み増したことが大きな投資戦略上の変更となりました。さらに、予想を下回ったドイツとフランスの購買担当者景気指数など経済統計が期待に反した結果となったことを受けて、欧州でロング・エンドのデュレーション・オーバーウェイトを再構築しました。ユーロ圏の成長モメンタムが鈍化し、インフレ率は欧州委員会の目標値を引き続き大きく下回ると予想しました。さらに、日本円のロングに移行する中で、戦略的な日本円ロング・ポジションを積み増しました。弊社は、世界的に弱い経済統計が続き、米中貿易戦争が一段と激化するとの見通しに基づき、日本円は今後3ヶ月間において最も強い通貨になると考えています。基本的な見通しとは別に、極端な事態で恩恵を受けるか、下落局面でリスクにかかわらず利益獲得を可能にするような高格付けで流動性のある銘柄を保有することにより堅固なポートフォリオを構築することに引き続き注力しました。

■ 1口当たりの純資産価格の主な変動要因

2020年9月30日に終了した1年間において、BNPパリバ・グローバル債券ファンドは、マルチ・ストラテジー・アルファ・アプローチを用いて積極的な運用を行いました。ファンドは、先進国市場のグローバル・ボンドおよび為替ならびにハード・カレンシー建て新興市場債の資産配分をBloomberg Barclays Capital Global Aggregate (米ドルヘッジ付、G20諸国のみ) 50%およびJP Morgan EMBI Global (G20諸国のみ) 50%の割合で組み入れました。

■ 投資環境について

2019年第4四半期に、世界の市場は、米中間貿易交渉第1弾合意、概ね予想を上回った決算報告および中央銀行の緩和策が2020年まで延長されたことが重なり、勢いづきました。市場は、さらに、総選挙の結果を受けて、差し迫っていたイギリスのEU離脱問題に解決の兆しが見えたことに加えて、予想を上回る経済統計、特に、世界の購買担当者景気指数の安定化からも恩恵を受けました。中央銀行の動きについては、FRBが0.25%政策金利を引き下げ、パウエル議長は、長期にわたって低金利を維持するという強いシグナルを送りました。ECBは、クリスティーン・ラガルド氏がマリオ・ドラギ氏に代わって総裁となり、イングランド銀行や日本銀行同様に金利を据え置きました。

年が替わると市場のリスク許容度は、再び上昇しました。リスク資産は、第1四半期の前半に上昇しましたが、同四半期の後半には金融市場の注目のほとんど全てが、新型コロナウイルスのニュースに集中しました。新型コロナウイルスのパンデミックは西へと拡大し、多くの国々でロックダウンが行われ、リスク・オフ心理が台頭し、3月にはバリュエーションが大きく変化しました。世界中の政策担当者が、新型コロナウイルスと外出制限による経済への悪影響を緩和するため、急遽、前例のない施策を講じました。ソーシャル・ディスタンスの確保は、ロックダウンの一環として世界30億人の人々の間に広がりました。世界の経済統計は、経済封鎖による悪影響が続いたため、失業率やサービス・セクターの購買担当者景気指数など、著しく悪化しました。一方、財務大臣および各国・地域の中央銀行は、ロックダウンにより必然的に発生する経済コストを低減するため、危機対応策を拡大し続けました。中央銀行の動きについては、FRBは、0.5%と1%の緊急利下げを発表し、政策金利をゼロ近傍まで引き下げ、円滑な市場機能を支えるために無制限の量的緩和策に乗り出しました。ヨーロッパでは、中央銀行は、金利を据え置きましたが、公表された一連の対応策は見事な内容でした。イギリスでは、イングランド銀行が、FRBに倣い、2度の緊急利下げを選択し、0.5%と0.15%の利下げを行い、さらに2,000億英ポンドの資産購入プログラムを導入しました。

3月中は市場は激しく混乱し、第1四半期は最悪の状態でしたが、4月に入ると、多くの資産クラスが大きく反発しました。良好なセンチメントは、経済統計の改善、経済活動の再開、感染率の継続的低下およびワクチン開発の進展と治療法に対する期待感に牽引されました。こうした上昇分の大半は、世界各地の政府および中央銀行による異例の刺激策が奏功したことが原因でした。ポートフォリオのポジショニングについては、第2四半期中、マイナス成長の度合いについては不透明感があるものの世界的に経済成長が鈍化すること、および今後2四半期にインフレ率が低下することが予想されました。とは言え3月にリスクを大きく取ったため、4月には、若干のロング・デュレーションおよびロング・スプレッド・リスクを取りました。今後の見通しおよび主要中央銀行による異例の支援策を追い風に、ベータ値ではなく、固有の投資チャンスと個別銘柄を通してリスクを取ってきました。第2四半期は、ファンドにとって好調な四半期となりました。信用度に敏感なセクターのスプレッドは、投資家が潤沢な流動性および主要中央銀行からの支援に安堵したため、タイト化しました。

第3四半期は、経済がロックダウン後の落ち込みから回復しつつあったことを受けて、9月はやや悪化したものの、良好な地合いで期末を迎えました。7月8月と好調でしたが、9月に入ると、新型コロナウィ

ルスの感染者数の上昇が続いたこと、冴えない経済統計および政治リスクの台頭が重なり合い、投資家心理を冷やしたことを受けて、新型コロナウイルス発生後の金融市場の反発は終焉を迎えました。

■ポートフォリオについて

当期中および当期末現在の運用およびポートフォリオの概観

当期中ファンドは、先進国市場と新興国市場間の資産配分ではPMジャッジメント・トップ・ダウン・アプローチを用い、さらに比較的相関性が低いアルファ・チーム個々によるボトム・アップによるファンダメンタル・アルファ・トレードを行いました。この戦略は、検討対象として様々なレート（デュレーション、インフレ率、カントリー・スプレッド、ボラティリティおよびイールド・トレード）、セクター・ローテーション（即ち、トップ・ダウンによる相対価値取引）、クオンツ戦略（カントリー・スプレッドおよびデリバティブを用いたキャリー・トレードおよびロール・ダウン・トレード）、為替（判断戦略およびクオンツ戦略）、仕組み証券ならびに新興市場チームおよびコーポレート・アルファ・チームのスプレッド・セクター分析を活用します。ポートフォリオ運用チームは、様々なアルファ・チームにリスクを配分し、ポートフォリオの目的・目標を踏まえアルファ・トレードを取捨選択し、実施します。

ファンドのポートフォリオ運用の経過

2019年の第4四半期のパフォーマンスは良好でした。スプレッド・セクター戦略は、ハード・カレンシー建て新興市場債スプレッドのエクスポージャーが、米中間の貿易摩擦の解決から恩恵を受けたことなどから、最大のプラス要因となりました。米国投資適格変動利付債および米国とEUの高利回り社債のオーバーウェイトも奏功しました。同四半期において金利戦略は、足枷となりました。これは、投資家がよりリスクの高い資産と、リターンに逆風となるより高い債券利回りを選好したため、リスク許容度が変化したことを債券市場が反映したことによります。FXはプラスのリターンを獲得しました。一任判断戦略は、対米ドル、カナダ・ドルおよびオーストラリア・ドルでニュージーランド・ドルのロング・ポジションを保有したため、多くのリターンを創出しました。台湾ドル、メキシコ・ペソおよび韓国ウォンなどの新興市場通貨のショート・ポジションも、パフォーマンスに貢献した一方、日本円のロングはパフォーマンスの足枷となりました。

ポジショニングの視点から第1四半期において、世界の経済成長は、減速傾向ではありますがトレンドに近い成長率を維持すると予想し、バリュエーションのタイト化を踏まえスプレッド縮小の可能性は少ないことから、良好なキャリー環境になると考えました。その結果、確信性の低いリスクをロングとし、デュレーションはややロングで維持しました。全体としてみると、第1四半期のパフォーマンスはマイナスとなりました。スプレッド・セクター戦略は、ハード・カレンシー建て新興市場債および、欧州と米国の投資適格債および高利回り社債のオーバーウェイトなどにより、最大の足枷要因となりました。金利戦略は、リスク回避姿勢の台頭で投資家が安全資産に逃避したことを受けて、第1四半期にプラスのリターンを獲得しました。米国のロング・デュレーションは、政策担当者による施策が金利市場の正常化を下支えしたことから、パフォーマンスに貢献しました。第1四半期のFXのリターンは、プラスでした。一任判断戦略は、第1四半期を通して米ドルと日本円のロングを維持したことから、多大なリターンを提供することができました。世界中の金融市場における状況と極端な動きから、米ドルや日本円などの安全資産はアウトパフォームした一方、新興国通貨は大幅に下落しました。

第2四半期は、ファンドにとって好調な四半期となりました。信用に敏感なセクターのスプレッドは投資家が、潤沢な流動性と主要中央銀行による支援策に安堵したことを受けて、タイト化しました。第

2四半期中、スプレッド・セクター戦略は、ハード・カレンシー建て新興市場債ならびに、欧州と米国の投資適格債および高利回り社債のオーバーウェイトなどにより最大のプラス要因となりました。金利戦略のリターンもプラスでしたが、FXはパフォーマンスを押し下げました。同四半期を通して、米ドルと日本円のロング・ポジションおよび、ユーロ、英ポンド、オーストラリア・ドルならびにニュージーランド・ドルのショート・ポジションを維持しました。

第3四半期には7月に、主に米国およびヨーロッパの投資適格債のロングならびにヨーロッパ周縁国のロングを中心に、若干のロング・デュレーションとロング・スプレッド・リスクを構築しました。第3四半期に、ファンドは引き続き好調なリターンを挙げました。スプレッド・セクター戦略は、ハード・カレンシー建て新興市場債ならびに欧州と米国の投資適格債および高利回り社債のオーバーウェイトなどにより、最大のプラス要因となりました。金利およびFX戦略については、リターンは、ほとんどの期間においてマイナスでした。第3四半期全体を通して、対オーストラリア・ドルおよびニュージーランド・ドルで、日本円のロング・ポジションを保有しました。また、欧州通貨、主にEURに対して、米ドルのショート・ポジションを構築しました。

第11期（2020年10月1日－2021年9月30日）

■ 1口当たりの純資産価格の主な変動要因

2021年9月30日に終了した1年間において、BNPパリバ・グローバル債券ファンドは、マルチ・ストラテジー・アルファ・アプローチを用いて積極的な運用を行いました。ファンドは、先進国市場のグローバル・ボンドおよび為替ならびにハード・カレンシー建て新興市場債の資産配分をBloomberg Barclays Capital Global Aggregate（米ドルヘッジ付、G20諸国のみ）50%およびJP Morgan EMBI Global（G20諸国のみ）50%の割合で組み入れました。

■ 投資環境について

市場が新型コロナウイルスのパンデミック発生による感染者数増加を一蹴し、過去最高値を更新する中で、2020年第4四半期は、リスク資産にとって異例な一年の締めくくりとなりました。この契機となったのは、極めて良好なワクチンに関する報道で、社会が長期間にわたってウイルスと共存することになるという懸念を払拭し、予想より早く、通常にもどれるかもしれないという期待感をもたらしました。もう一つの契機は、米国大統領選でした。最終結果がでるまで、通常より時間がかかりましたが、投資家の懸念の源となっていた接戦とはならず、最終的にはバイデン氏が選挙人306人を獲得したのに対して、トランプ氏は232人でした。センチメントは、米国での新たな新型コロナウイルス支援策や、ブレグジット後の英国・EU間の協定合意によってさらに下支えされ、新年を前に幾つかのテール・リスクが取り除かれました。英国は、西側諸国で最初にファイザーバイオンテックのワクチンを使用してワクチン接種を開始し、これに米国が続きました。しかしながら、ワクチン接種が注目され始めようとしていましたが、広範囲のワクチン接種が実施される前に難しい冬期を乗り越えなければなりません。ワクチンに関する報道にもかかわらず、世界各地で取り沙汰されていたのは、当局がクリスマスを前に生活保護受給件数の上昇を踏まえ、制限の強化をどのように実施するのかという点でした。特に英国では、より感染力が強い新たな変異株の出現後に新型コロナウイルスの新規感染者数が過去最多となった状況に対処しなければなりません。リスク許容度は、世界の製造業購買担当者景気指数の一部が極めて好調で、主要経済圏の全てが回復傾向にあることを示す50台の良好な数値であったことからさらに下支えされました。

3月には、1兆9,000億ドル規模の新型コロナ対策法案が可決され、バイデン大統領のインフラ計画が発表された上、ヨーロッパでは感染拡大第三の波に対処せざるを得なくなったことから、多くの国々が制限措置の強化に乗り出すなど、第1四半期は多くのイベントが起きました。ひとまず非公式のマクロ

経済統計の良好なモメンタムが新型コロナウイルス新規感染者数の増加を巡る投資家懸念を上回りました。2020年の年末に感染者数が世界的に増加した時とは異なり、ワクチン接種プログラムの進展により感染者数の増加に歯止めがかかりました。OECDは、バイデン大統領の1兆9,000億ドル規模の新型コロナ対策法案を背景に、世界の経済成長率が改善するとの見通しを発表し、2021年の世界経済の成長率を5.6%（昨年11月から1.4ポイントの上方修正）としました。OECDは、ワクチン接種計画成功を受けて、米国の2021年の成長率を3.2%から6.5%に大幅に上方修正し、英国の成長率については2021年0.9%および2022年0.6%としました。しかしながらヨーロッパでは、刺激策の効果がワクチン接種計画の後れで一部相殺された結果、制限措置の緩和が遅れ、コロナ禍による影響が長期化することが予想されるため、回復は遅くなる見込みです。

第2四半期は、金融市場全体にとって極めて好調な四半期となり、世界的なワクチン接種の進展と新規感染者数の減少により支えられました。しかしながら、全体的な楽観論にもかかわらず、デルタ株の感染拡大により、新型コロナウイルスに敏感な一部資産は不安定な動きとなった一方、米連邦準備制度理事会のタカ派的姿勢への転換により、リフレトレードは精彩を欠きました。

第3四半期に入ると、市場のパフォーマンスはより堅調になり、多くのリスク資産が上昇しました。市場は、新型コロナウイルス感染拡大が同四半期初めに予想されていたよりも抑えられ、デルタ株後に主要な変異株が出現していない状況にある程度支えられました。さらに、過去数週間、一部のタカ派的動きが9月の市況悪化に繋がったにもかかわらず、各国・地域の中央銀行は、全体的にハト派的スタンスをとりつづけました。米国債と世界の国債の利回りは、過去数ヶ月間で最低水準に達した後、同四半期中に一部回復しました。さらに、新型コロナウイルスの感染状況の改善もあり、投資家は世界的な感染者数のピークアウトに安堵しました。これに加えて、政策面でも興味深い進展があり、米国上院が今後8年間で5,500億ドル分の新規投資を行う超党派インフラ計画を可決したことから、米国下院での民主党の経済策に対する審議の進展により追加的な財政支出に対する期待感が膨らみました。世界的に経済成長が緩やかに鈍化するとの見通しと共に第3四半期を迎えました。

■ポートフォリオについて

当期中および当期末現在の運用およびポートフォリオの概観

当期中ファンドは、先進国市場と新興国市場間の資産配分ではPMジャッジメント・トップ・ダウン・アプローチを用い、さらに比較的相関性が低いアルファ・チーム個々によるボトム・アップによるファンダメンタル・アルファ・トレードを行いました。この戦略は、検討対象として様々なレート（デュレーション、インフレ率、カントリー・スプレッド、ボラティリティおよびイールド・トレード）、セクター・ローテーション（即ち、トップ・ダウンによる相対価値取引）、クオンツ戦略（カントリー・スプレッドおよびデリバティブを用いたキャリー・トレードおよびロール・ダウン・トレード）、為替（判断戦略およびクオンツ戦略）、仕組み証券ならびに新興市場チームおよびコーポレート・アルファ・チームのスプレッド・セクター分析を活用します。ポートフォリオ運用チームは、様々なアルファ・チームにリスクを配分し、ポートフォリオの目的・目標を踏まえアルファ・トレードを取捨選択し、実施します。

ファンドのポートフォリオ運用の経過

2020年第4四半期中、11月に大部分のアウトパフォーマンスが集中しました。ワクチンに関する良好な報道を受けて、投資家が景気見通しを上方修正したため、信用力に敏感な市場セクターのスプレッドはタイト化しました。全体として、同四半期中のスプレッド・セクター戦略は、ハードカレンシー建て

新興国国債ならびに欧州と米国の投資適格債および高利回り債のオーバーウェイトなどにより最大の貢献を果たしました。利回り戦略については、政治的安定およびEU復興基金の合意を受けたコンフィデンスの改善が投資運用会社のEU周縁国のオーバーウェイトに恩恵をもたらし続けました。ドイツのアンダーウェイトもパフォーマンスに貢献しました。FXのリターンは第4四半期を通じて好調でした。米ドルが2021年を通じて弱含むと予想し、同四半期中、対米ドルで日本円のロング・ポジションを保有しました。また、厳選した高利回りの新興国通貨でFXエクスポージャーを保有しました。

第1四半期中は、3月に大部分のアウトパフォーマンスが集中しました。全体としてみると、同四半期中、スプレッド・セクター戦略が、欧米の投資適格債および高利回り債ならびにハードカレンシー建て新興国国債のオーバーウェイトなどにより、最も貢献しました。金利戦略も、米国デレートのアンダーウェイトと米国のブレイクイーブンインフレ率のロング・ポジションならびに英国のショート・デレートの傾向などにより、好調に推移しました。FXのリターンも、対米ドルでユーロと英ポンドのショート・ポジションを保有したため好調でした。さらに、高利回りのEM債のロング・ポジションのほとんどを削減し、小幅ながら利益を得ました。同四半期中、ドイツに対しアンダーウェイトとしていた米国のデレートを積み増し、英国のショート・デレートを増やしました。最後に、ハードカレンシー建て新興国債券および欧州周縁国の債券の一部ポジションで利益を確定しました。

第2四半期に入ると、ポジショニングは、上半期における加速する経済成長とインフレ率に関する確信性を反映しました。リスクについては特に、ワクチンと経済再開においてユーロ圏とアジア以外の新興国をリードしている米国のリスクについて積極的な見方を維持しました。また、財政刺激策も、大きな影響を持つでしょう。金利については、リフレーション・テーマがポートフォリオ、特に米国、英国および欧州中核国のショート・デレートの傾向に良く現れていました。米国のブレイクイーブンインフレ率に対する積極的な確信性を維持しています。イタリアについては、欧州中央銀行が債券購入量を増やし、政治環境が引き続き安定すると予想していることから、極めて積極的な見方を維持しています。債券については、投資適格債と高利回り債の両方、並びに欧州と比較して米国について積極的な見方を維持しています。タイトなスプレッドにもかかわらず、長期債をオーバーウェイトしてきました。新興国のFXについては特に、アジア対中国のFX、ならびに新興国ハードカレンシーのスプレッドについて積極的な姿勢を維持していますが、イディオシンクラティック・リスクに注力しています。最後になりましたが、FXでは米ドルでニュートラル・ポジションを、ノルウェー・クローネとニュージーランドドルに対してユーロをショート・ポジションで維持しました。

第3四半期のポジショニングについては、ミディアム・ショート・デレートのバイアスとロング・スプレッド・リスクを維持し、主に米国と欧州の投資適格債をロングし、欧州周縁国を若干ロングとしました。9月に、主要中央銀行が緩和策の解除に向いつつあることに加えて、米国非農業部門雇用者数が10月初めに増加に転じ、11月の米連邦公開市場委員会によるテーパリング発表への道筋ができるとの予想に基づき、10年物の米国デレートのアンダーウェイトを積み増しました。最後に、米連邦公開市場委員会を前に、2024年の米国政策金利がコンセンサス予想より高くなり、短期利回りに上昇圧力がかかるとの見方から、米国の5年から30年物国債の利回りをフラット化しました。第3四半期中、ファンドは主にデレートの傾向とイールドカーブのポジショニングが奏功したことなどにより、引き続き好調なリターンを挙げました。スプレッド・セクター戦略は、ハードカレンシー建て新興国国債のオーバーウェイトならびに欧州・米国の投資適格債および高利回り債によりリターンに貢献しました。

今後については、成長率の鈍化とインフレ加速というマクロ経済体制へ移行すると見えています。金利については、米国のデルタ・リスク後退および生産活動の上昇傾向などから利回りは上昇すると予想しています。債券では中程度の確信性と判断した社債全体についてニュートラルな見通しを維持しています。テクニカルは、ユーロの投資適格債について特に好調ですが、スプレッドは、ややトピッシュになり始めている様子で、投資運用会社の見通しはニュートラルに移行する可能性があります。最後になりましたが、FXについては、米ドルのニュートラル・バイアスを維持しています。多くの各国・地域の中

中央銀行が景気回復が続く中、タカ派色を強めていることから、投資運用会社は金融政策の収斂の時期に入っていると引き続き考えています。このため、FXは一定のレンジ内で推移し、ボラティリティも低くなると予想しています。

第12期（2021年10月1日－2022年9月30日）

■ 1口当たりの純資産価格の主な変動要因

2022年9月30日に終了した1年間において、BNPパリバ・グローバル債券ファンドは、マルチ・ストラテジー・アルファ・アプローチを用いて積極的な運用を行いました。ファンドは、先進国市場のグローバル・ボンドおよび為替ならびにハード・カレンシー建て新興市場債の資産配分をBloomberg Barclays Capital Global Aggregate（米ドルヘッジ付、G20諸国のみ）50%およびJP Morgan EMBI Global（G20諸国のみ）50%の割合で組み入れました。

■ 投資環境について

2021年第4四半期の主要なテーマは変異種であるオミクロン株の出現と、長引くインフレ圧力を背景に多くの中央銀行がタカ派に転じたことの二つでした。第4四半期のリスク資産は好決算を追い風に、(1) 世界的なサプライチェーンのボトルネック、(2) インフレ圧力の再燃、(3) 新型コロナウイルスを巡る情勢の悪化等の様々な逆風を一蹴する勢いで良好な滑り出しでした。一方、市場が利上げのタイミングが早まると予想したことに伴い、新たなインフレの兆しがソブリン債への重しとなりました。全体的には、ほぼすべての先進国経済圏で2年物国債が売られ、主要各国において長期債が逆方向に動いたため、成長悪化へのセンチメントがバックエンド（長期債）への重しとなる中で多くのイールドカーブが平坦化しました。一方、11月26日にオミクロン株の感染拡大が報道されると、市場は大きく反応しました。リスク資産が急落し、原油価格が大幅安となり、スプレッド・セクターや特に高利回り債も値下がりしました。一方、インフレ率が大方の予想よりも強さを保っていたものの、投資家が安全資産志向を強め、将来の利上げの可能性を再検討したことから、ソブリン債のパフォーマンスが他を上回りました。さらに、12月には、ウイルスに対する市場心理と政策決定者が正反対の方向に向かう様子が窺われ、FRBがテーパリングのペースを倍に引き上げ、イングランド銀行が2018年以来初めて利上げを実施しました。そのため、先進国市場のソブリン債が世界的に失速し、主要経済圏ではイングランド銀行が多くの市場参加者の意表を突いた利上げを行った後、英国国債のパフォーマンスが最も低くなりました。

2022年第1四半期をマクロ経済面から詳細に観察すると、ロシアによるウクライナ侵攻、インフレ上昇の加速、FRBの追加利上げサイクルの開始、2年国債と10年国債が逆イールドを呈したことなどにより、金融市場にとっては激動の時期でした。このような混乱を受けてファンドの投資対象となる資産の大半が同四半期に下落し、通貨以外の38の資産のうちプラスに転じた資産はわずか9つでした。これは、新型コロナウイルスの感染が拡大し、世界の大部分が封鎖された2020年第1四半期以来の低い数字で、株式、債券、ソブリン債と広範囲にわたり損失が発生しました。一方、予想外に好調だった資産クラスはコモディティで、エネルギー、金属、農産物がいずれも大幅高でした。

当四半期の最大の話題は、間違いなくロシアによるウクライナ侵攻でした。厳しい制裁措置が発動され、戦争がさらに激化するのではないかと懸念が高まり、リスク回避に拍車がかかりました。実際には3月初めにS&P500と欧州のSTOXX600が揃って調整局面に入り、ブレント原油価格が一時1バレル＝140ドルに迫る水準に達しました。一方、株価は値を下げた後に幾分回復し、2022年第1四半期のトータルリターン・ベースではS&P500が僅か－4.6%に留まり、STOXX600が－5.9%でした。これは、地政学的なリスクやイベントを背景に株式の全般的な下げ幅が3週間で約6%～8%、その後3週間で下げ幅をすべて取り戻すという投資運用会社の株式ストラテジストがまとめた代表的な解説に沿った水準でした。

上記以外の第1四半期の主な動きはインフレ率の加速度的な上昇で、ロシアによる侵攻により多くの主要コモディティ価格が急騰し、インフレ上昇が加速しました。米国では2月のインフレ率（対前年比）が40年ぶりの高水準となる+7.9%に上昇し、ユーロ圏のインフレ率が単一通貨成立以来の高水準となる+5.9%に達しました。ドイツ銀行のエコノミストは3月のデータ公表時にこれらの数値がさらに上昇していると予想していました。

インフレ率の急上昇は各中央銀行にとって重大な問題で、各中央銀行は当四半期期初の予想を大きく上回る大幅な引締めサイクルの実施を迫られました。特に、FRBは3月に新型コロナウイルスの感染拡大以来初めて政策金利を引き上げ、その金利予測分布図が向こう2022年末までにさらに6回、25bpの追加利上げを示唆し、その後の会合でも同様の水準でした。これは、2022年の利上げ回数を僅か3回としていた12月からの大幅な方針転換を示すものですが、当時はそれ自体が強いタカ派志向であると考えられていました。また、2021年12月の欧州中央銀行のラガルド総裁による「（2022年の利上げの）可能性は極めて低い」との発言に反して、当時は2022年に利上げが行われるとの見方が優勢になっていました。

市場が金融引締めを予想する中、2022年第1四半期にソブリン債全体が売られました。実際に米国債の指標として参照しているiBoxxシリーズを見ると、四半期のパフォーマンスが1999年のシリーズ開始以来最も低い-5.5%でした。また、さらに長い期間にわたるBloombergシリーズでも、やはり1973年のシリーズ開始以来最低の数値でした。欧州でも概ね同じ状況で、ドイツ国債（-5.1%）、フランス国債（-5.4%）、英国国債（-7.5%）がいずれも1990年代後半の同シリーズ開始以来、四半期ベースで最低の数値でした。

市場における最後の懸念要因は米国のイールドカーブの平坦化で、2年物国債と10年物国債の利回り格差が同四半期末までに逆転し、同四半期末時点で-0.1bpsとなりました。イールドカーブの逆転はこれまで景気後退局面入りを示唆することが多く、米国では直近の景気後退時局面10回すべてで2年物国債と10年物国債のイールドカーブが先行して逆イールドを呈したことから、これは重要視すべき兆しでした。歴史から見て、当時は米国の景気後退リスクが12か月から24か月先まで高止まりしていました。2022年第1四半期に最も上昇した資産は？

コモディティです。2022年第1四半期に引き続きプラスのリターンを維持した唯一の資産クラスはコモディティで、ブレント原油（+38.7%）やWTI原油価格（+33.3%）のパフォーマンスがサンプルの中でトップでした。ロシアは主要原油産出国として位置づけられているため、同国によるウクライナ侵攻が原油価格を1バレル=100ドルを超える水準に押し上げました。一方、米国が戦略石油備蓄の大量放出を発表したことを一因に、ブレント原油価格はイントラデーのピーク水準の1バレル=140ドルから下落して1バレル=107.91ドルで当四半期を終えました。農産物価格も大幅に値上がりし、ロシアとウクライナによる小麦の取引量が世界の約4分の1を占めたことを受けて、小麦先物のリターン（+30.5%）が四半期ベースで過去10数年来の最高値を記録しました。安全資産志向やインフレのヘッジ対策としての需要を追い風に、貴金属も好調でした（金（+5.9%）等）。

米ドル：米ドルも当四半期に堅調に推移し、該当する3か月間すべてでドル高が進み、上昇幅は+2.8%でした。これで米ドルは3四半期連続で値上がりし、足元では2020年初め以来の高水準で取引されていました。

この数か月の市場のパフォーマンスがいかに低かったかを誇張することは難しく、2022年第2四半期のリターンは第1四半期とほぼ同水準でした。株式、債券およびソブリン債等を含む様々な資産クラスが大きな損失を計上し、例外は米ドルや原油等の一部のコモディティ等、ごく僅かでした。このような広範な値下がり招いた最大の理由は、景気後退リスクが第2四半期に大幅に高まったという事実です。その理由は複数あり、まず一つ目はインフレ上昇の長期化が再びコンセンサス予想を大きく上回り、これにより各中央銀行が同四半期初めの投資家による予想を大きく上回る速いペースでの利上げを迫られたことです。例えば、第2四半期末のフェデラルファンド・レート先物は、2022年12月に開催される会合を織り込んで第1四半期末の2.40%から3.38%に上昇しました。他の中央銀行でも同様のパターン

が見られ、米国の住宅ローン金利が2008年以降の高水準に達するなど、その影響が実体経済にも表れ始めていました。

投資家目線で強く懸念されたのは、これらの利上げの累積効果が景気後退を招きかねないことでしたが、この点については、米国と欧州の両方でこのところの成長鈍化を示唆する複数の兆しが認められました。例えば、6月のユーロ圏総合PMI指数の速報値が16か月ぶりの低水準となる51.9ポイントに低下し、米国の同指数も5か月ぶりの低水準となる5.2ポイントに低下しました。イールドカーブ等の景気後退を示唆する他の指標も懸念の兆しを示し、当四半期末の国債2年物と国債10年物のイールドカーブは+5.1bpsで、逆イールドの年限のすぐ外側で推移していました。

エネルギー・ショックを受けて上記の成長を巡る懸念が高まり、ウクライナを巡る紛争が続く中、第2四半期も成長懸念が高いままでした。ブレント原油価格が第1四半期に大きく値上がりした後、第2四半期にも6.4%値上がりして1バレル=115ドルを付けました。一方、欧州の天然ガスが14.8%増の1メガワット時=145ユーロを付けました。また、世界的な景気後退への懸念を受けて工業用金属価格が急落し、新型コロナウイルスの感染が最初に拡大した2020年第1四半期以来初めて、ロンドン金属取引所指数が四半期ベースで下落し、その下げ幅は世界金融危機による混乱が発生した2008年第4四半期以来最大の-25.0%に達しました。

■ポートフォリオについて

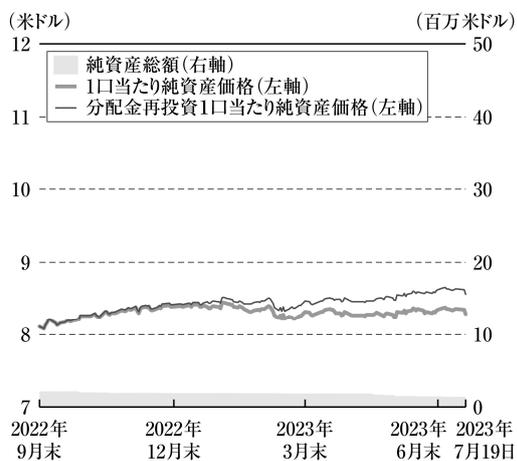
2021年第4四半期中は12月に大部分のアウトパフォーマンスが集中し、新興国のハードカレンシーが大幅なアウトパフォーマンスでした。2022年第1四半期にはリスク回避のセンチメントが新興国のハードカレンシーと信用スプレッドに大きな圧力をかけました。第2四半期にこれらの損失がさらに拡大しました。各中央銀行による支援策により市場の力強い反発を受けて、ポートフォリオのリターンが2022年第3四半期にプラスに転じました。

II. 運用の経過等

(1) 当期の運用の経過および今後の運用方針

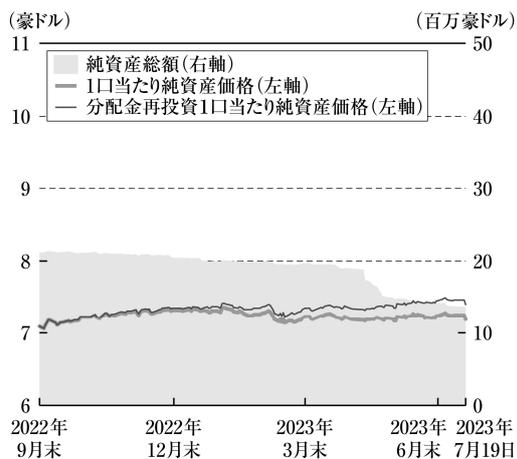
■ 1口当たりの純資産価格等の推移について

米ドル・クラス



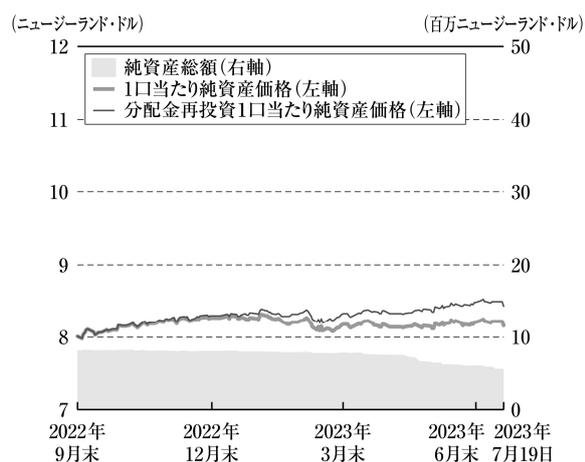
第12期末の1口当たりの純資産価格：	8.11米ドル
第13期末の1口当たりの純資産価格：	8.29米ドル(分配金額：0.2700米ドル)
騰落率：	5.59%

豪ドル・クラス



第12期末の1口当たりの純資産価格：	7.09豪ドル
第13期末の1口当たりの純資産価格：	7.19豪ドル(分配金額：0.2100豪ドル)
騰落率：	4.40%

ニュージーランド・ドル・クラス



第12期末の1口当たりの純資産価格：	8.01ニュージーランド・ドル
第13期末の1口当たりの純資産価格：	8.16ニュージーランド・ドル (分配金額：0.2700ニュージーランド・ドル)
騰落率：	5.29%

- (注1) 騰落率は、税引前の分配金を分配時に再投資したものとみなして計算しています。以下同じです。
 (注2) 1口当たりの分配金額は、税引前の分配金額を記載しています。以下同じです。
 (注3) 分配金再投資1口当たりの純資産価格は、税引前の分配金を分配時にファンドへ再投資したとみなして算出したもので、ファンド運用の実質的なパフォーマンスを示すものです。
 (注4) 分配金再投資1口当たりの純資産価格は、第12期末の1口当たりの純資産価格を起点として計算しています。
 (注5) ファンドの購入価額により課税条件が異なる場合がありますので、お客様の損益の状況を示すものではありません。
 (注6) ファンドにベンチマークは設定されていません。

■ 1口当たりの純資産価格の主な変動要因

2022年10月1日から2023年7月19日までの期間において、BNPパリバ・グローバル債券ファンドは、マルチ・ストラテジー・アルファ・アプローチを用いて積極的な運用を行いました。ファンドは、先進国市場のグローバル・ボンドおよび為替ならびにハード・カレンシー建て新興市場債の資産配分を Bloomberg Barclays Capital Global Aggregate (米ドルヘッジ付、G20諸国のみ) 50%およびJP Morgan EMBI Global (G20諸国のみ) 50%の割合で組み入れました。

■分配金について

当期（2022年10月1日～2023年7月19日）の各クラスの1口当たりの分配金額（税引き前）はそれぞれ下表のとおりです。なお、下表の「分配金を含む1口当たりの純資産価格の変動額」は、当該分配落ち日における1口当たりの分配金額と比較する目的で、便宜上算出しているものです。

米ドル・クラス

（金額：米ドル）

分配落ち日	1口当たりの純資産価格	1口当たりの分配金額 (対1口当たりの純資産価格比率) ^(注1)	分配金を含む1口当たりの 純資産価格の変動額 ^(注2)
2022年10月21日	8.18	0.010 (0.12%)	0.01 ^(注3)
2022年11月21日	8.30	0.010 (0.12%)	0.13
2022年12月21日	8.38	0.010 (0.12%)	0.09
2023年1月23日	8.39	0.040 (0.47%)	0.05
2023年2月21日	8.32	0.040 (0.48%)	-0.03
2023年3月22日	8.24	0.040 (0.48%)	-0.04
2023年4月21日	8.30	0.040 (0.48%)	0.10
2023年5月22日	8.28	0.040 (0.48%)	0.02
2023年6月21日	8.30	0.040 (0.48%)	0.06

(注1) 「対1口当たりの純資産価格比率」とは、以下の計算式により算出される値であり、ファンドの収益率とは異なる点にご留意ください。以下同じです。

$$\text{対1口当たりの純資産価格比率 (\%)} = 100 \times a / b$$

a=当該分配落ち日における1口当たりの分配金額

b=当該分配落ち日における1口当たりの純資産価格+当該分配落ち日における1口当たりの分配金額

(注2) 「分配金を含む1口当たりの純資産価格の変動額」とは、以下の計算式により算出されます。以下同じです。

$$\text{分配金を含む1口当たりの純資産価格の変動額} = b - c$$

b=当該分配落ち日における1口当たりの純資産価格+当該分配落ち日における1口当たりの分配金額

c=当該分配落ち日の直前の分配落ち日における1口当たりの純資産価格

(注3) 2022年10月21日の直前の分配落ち日(2022年9月21日)における1口当たりの純資産価格は、8.18米ドルでした。

豪ドル・クラス

(金額：豪ドル)

分配落ち日	1口当たりの純資産価格	1口当たりの分配金額 (対1口当たりの純資産価格比率)	分配金を含む1口当たりの 純資産価格の変動額
2022年10月21日	7.15	0.010 (0.14%)	0.00 (注)
2022年11月21日	7.25	0.010 (0.14%)	0.11
2022年12月21日	7.30	0.010 (0.14%)	0.06
2023年1月23日	7.31	0.030 (0.41%)	0.04
2023年2月21日	7.24	0.030 (0.41%)	-0.04
2023年3月22日	7.17	0.030 (0.42%)	-0.04
2023年4月21日	7.22	0.030 (0.41%)	0.08
2023年5月22日	7.20	0.030 (0.41%)	0.01
2023年6月21日	7.21	0.030 (0.41%)	0.04

(注) 2022年10月21日の直前の分配落ち日(2022年9月21日)における1口当たりの純資産価格は、7.16豪ドルでした。

ニュージーランド・ドル・クラス

(金額：ニュージーランド・ドル)

分配落ち日	1口当たりの純資産価格	1口当たりの分配金額 (対1口当たりの純資産価格比率)	分配金を含む1口当たりの 純資産価格の変動額
2022年10月21日	8.08	0.010 (0.12%)	0.00 (注)
2022年11月21日	8.19	0.010 (0.12%)	0.12
2022年12月21日	8.26	0.010 (0.12%)	0.08
2023年1月23日	8.26	0.040 (0.48%)	0.04
2023年2月21日	8.18	0.040 (0.49%)	-0.04
2023年3月22日	8.11	0.040 (0.49%)	-0.03
2023年4月21日	8.17	0.040 (0.49%)	0.10
2023年5月22日	8.15	0.040 (0.49%)	0.02
2023年6月21日	8.16	0.040 (0.49%)	0.05

(注) 2022年10月21日の直前の分配落ち日(2022年9月21日)における1口当たりの純資産価格は、8.09ニュージーランド・ドルでした。

■投資環境について

2022年第4四半期の米国国債10年物利回りは大きく変動しました。当期間末時点の10年物利回りは3.87%で、インフレ率や米連邦準備制度理事会（FRB）による金融政策の見直しを受けて大きく変動したものの、9月末からの上昇幅は極めて限定的でした（+5bp）。当四半期に大きな影響を及ぼしたのは、消費者物価指数の発表でした。インフレ率（食品およびエネルギーを除きます。）が9月に大幅に上昇したこと（前年同月比で+6.6%）が懸念され、米国国債10年物利回りが10月13日に4.00%を突破しました。一方、11月に発表された指標からは、インフレ動向の潮目に変化をしたことが窺われ、債券利回りが急激に低下しました。12月にも再びこうした状況が生じましたが、下げ幅は前月ほどではなく、11月にはコア・インフレ率は6.0%、トータルのインフレ率は（サイクルのピークを付けた6月の9.1%から）7.1%に戻りました。インフレ率が鈍化したとはいえ目標水準の2%を大きく上回っていますが、投資家は、FRBが6月、7月、9月および11月に4回連続で75bpの利上げを行った後に利上げペースを落とすという予測に沿った情報を好感しています。

FRBは、様々なチャンネル（講演や報道資料）を通じて、12月の50bpの利上げに注意を促しつつ、引締めサイクルがまだ終わってはいないことも強調しました。一方、投資家は、このような状況も、ジェローム・パウエル氏が「インフレが持続的に低下していることを（FRBが）実際に確信する」までは「なお利上げを継続する」と発言したことも、ほとんど意に介しませんでした。債券利回りは、12月15日以降、12月の企業景況感指数が経済活動の減速を示唆したにもかかわらず、対外要因を背景に再び上昇しました。市場を驚かせたのは、まず欧州中央銀行（ECB）の声明がタカ派寄りだったこと、そしてその後、おそらくさらに重要なこととして、日銀が12月20日に、イールドカーブコントロール政策を変更しない予定であるとした僅か一日前の発言を翻して同政策の変更という予想外の決断を下したことでした。米国のイールドカーブを見ると、短期年限の上昇幅が（長期年限を）やや下回り、2年物利回りが15bp上昇して4.43%と、10月から12月にかけて推移した幅広いレンジ（4.10%～4.70%）の中ほどに付けました。イールドカーブは概ね逆イールドを呈しています。

ドイツ国債10年物利回りは、10月から11月に1.80%から2.40%という広い範囲で大きく変動したものの、明確なトレンドは見られませんでした（11月末時点で2.11%）。ユーロ圏の長期債利回りは、FRBの金融政策がタカ派姿勢を弱めるとの見方（「政策転換（ピボット）」を想定した見方）を織り込んで推移した米国国債と同様に、低下しました。一方、ユーロ圏の消費者物価指数が上昇し（9月が9.9%、10月が10.6%（対前年同月比））、ECBのタカ派姿勢が強まると、債券利回りが反発しました。ECB理事会では、賃金上昇がインフレ率に及ぼす二次的な影響を複数の理事が問題視しました。12月には、2023年の予想インフレ率が5.5%から6.3%、2024年の予想インフレ率が2.3%から3.4%に上方修正されました。ECBは、今のところ、賃金－物価のスパイラル現象が発生しているとは考えていませんが、インフレ予想が目標から乖離し始めることを未然に防ごうとしています。ECBが主要3金利を10月に75bp、12月に50bp引き上げた後、年末時点でタカ派姿勢を頑なに保ったのはそのためです。ECBが12月15日に主要3金利の50bpの引上げを発表した後に一段とタカ派姿勢を強めた声明を出すと、ドイツ国債10年物利回りが2.00%を大きく上回る水準に上昇しました。また、クリスティーヌ・ラガルド議長が2023年年初からの3回の会合で主要金利を50bp引き上げる可能性を示唆すると、国債2年物利回りが25bp上昇しました。それから1週間も経たないうちに、日銀が意表を突いてイールド・カーブ・コントロール（YCC）の変動幅の拡大を決定し、欧州国債に下げ圧力がかかりました。日本国債10年物利回りが0.50%まで上昇すればユーロ圏債券市場の投資妙味が薄れ、日本の投資家のユーロ圏債券市場離れが加速するとの懸念が欧州国債の下落に拍車をかけたのかもしれませんが。より基本的なレベルでは、日銀が（自ら説明したとはいえ）主要7か国（G7）の中央銀行としては最後に金融政策の正常化に取り組んだことが、投資家の不安を煽りました。12月のドイツ国債10年物利回りは年初来高値の2.57%と、9月末比で46bp、年初から275bp上昇しました。ドイツ国債2年物利回りは、2008年以来の高水準となる2.76%で年末を終えました（当四半期内で100bp上昇）。

クレジット市場は、3四半期連続で下落した後、10月から11月のリスク選好意欲の上昇や11月の国債の値上がりを受けて、第4四半期のトータル・リターンがプラスに転じました。同四半期には、春以降に相当な水準に拡大していたユーロ圏の投資適格債券（IG）の信用スプレッドが、大幅に縮小しました。

2023年に入ると、年前半に金融政策を巡る予想が大きく変動し、全年限、特に短期債券のボラティリティ（インプライド・ボラティリティおよび実現ボラティリティ）が大幅に上昇しました。3月半ばには、米国のイールドカーブから算出したインプライド・ボラティリティが2020年3月の基準値を大幅に上回りました。米国国債2年物利回り（2022年末時点で4.43%）は、3月8日時点で5.00%を超えましたが、地方銀行の経営破綻を受けて大幅に低下し、3月13日に4.00%を割り込みました。また、短期金利の一日の変動幅が1980年代前半以来で最大値を付けました。各規制当局は影響を受けた銀行の預金を全額保護する措置を取るなど、迅速に対応しましたが、銀行危機により景気が後退した場合にFRBが政策金利の大幅な引き下げを迫られることが懸念され、金利がさらに低下しました。

第2四半期から7月の市場は、5月中旬までは方向性がほとんどなく、その後も銀行の経営破綻が続く中でボラティリティが高止まりしました（3月よりは低い水準でした）。

■ポートフォリオについて

ファンドの当期のリターンは7.21%でした（手数料控除前）。米国のハイイールド債へのエクスポージャーを主な牽引役に、ファンドのクレジット・エクスポージャーが好調なパフォーマンスを収めました。投資適格社債の組入れもポートフォリオのリターンに好影響を及ぼしました。ファンドのエマージング市場、金利および為替のスリーブにより、パフォーマンスがさらに上昇しました。

■投資の対象とする有価証券の主な銘柄

該当事項はありません。

■今後の運用方針

ファンドは、2023年7月19日に早期償還されました。

(2) 費用の明細

項目	項目の概要
管理報酬	管理会社は、ポートフォリオ運用業務およびマーケティング業務の対価として、管理報酬を受領する権利を有します。管理報酬は、ファンド資産から、月毎に、当該月間のファンドの平均純資産の1.6%を超えない年率で支払われます。
投資運用報酬	投資運用会社は、ファンドの保有資産の管理ならびにその投資方針および投資制限の遵守に係る業務の対価として、投資運用報酬を受領する権利を有します。投資運用報酬は、管理報酬から、月毎に、当該月中のファンドの日々の平均純資産の0.5%の年率で支払われます。
販売報酬	日本における販売会社は、日本におけるファンド受益証券の販売業務、購入・買戻しの取次業務、運用報告書の交付業務およびこれらに付随する業務の対価として、販売報酬を受領する権利を有します。販売報酬は、管理報酬から、月毎に、日本における販売会社が販売したファンド証券に対応する当該月中のファンドの日々の平均純資産の年率0.5%で後払いされます。
代行協会員報酬	代行協会員は、ファンドの代行協会員業務（目論見書および運用報告書の販売取扱会社への送付、ファンド受益証券1口当り純資産価格の公表業務およびこれらに付随する業務）の対価として、代行協会員報酬を受領する権利を有します。代行協会員報酬は、管理報酬から、月毎に、当該月中のファンドの日々の平均純資産の年率0.1%で後払いされます。
保管報酬	保管受託銀行は、ファンド資産の保管および監視に係る業務の対価として、保管報酬を受領する権利を有します。保管報酬は、ファンド資産から、月毎に、当該月間のファンドの日々の平均純資産の0.13%を上限とする年率で支払われます。
事務代行報酬	事務代行報酬は、ファンドの管理事務業務の対価として支払われます。管理会社は管理事務業務の範囲内において、純資産額の計算業務および登録事務・名義書換事務代行業務を委託しています。事務代行報酬は、ファンド資産から、月毎に、当該月中のファンドの日々の平均純資産の0.12%を上限とする年率で支払われます。事務代行報酬は管理会社に支払われ、管理会社はその一部を純資産額の計算業務および登録事務・名義書換事務代行業務の委託先への支払いに使用します。
その他費用・手数料（当期）	取引手数料、税金、銀行に係る支払利息およびその他の費用 当期のその他の費用の金額をファンドの当期末の純資産総額で除して100を乗じた比率は、0.85%でした。

(注) 各報酬については、目論見書に定められている料率を記しています。「その他費用・手数料（当期）」については運用状況等により変動するものや実費となる費用が含まれています。便宜上、当期のその他費用・手数料の金額をファンドの当期末の純資産総額で除して100を乗じた比率を表示していますが、実際の比率とは異なります。

Ⅲ. 運用実績

(1) 純資産の推移

第十三会計年度中の各月末ならびに下記会計年度末の純資産の推移は次のとおりです。

<米ドル・クラス>

	純資産総額		1口当りの純資産価格	
	米ドル	百万円	米ドル	円
第四会計年度末 (2014年9月30日)	6,054,514.94	905	9.41	1,407
第五会計年度末 (2015年9月30日)	5,082,142.44	760	8.88	1,328
第六会計年度末 (2016年9月30日)	5,607,051.67	838	9.00	1,346
第七会計年度末 (2017年9月30日)	3,979,991.85	595	8.65	1,293
第八会計年度末 (2018年9月30日)	3,269,480.86	489	8.07	1,207
第九会計年度末 (2019年9月30日)	3,068,521.64	459	8.47	1,266
第十会計年度末 (2020年9月30日)	2,901,822.95	434	8.45	1,263
第十一会計年度末 (2021年9月30日)	3,188,747.47	477	8.62	1,289
第十二会計年度末 (2022年9月30日)	2,142,892.30	320	8.11	1,213
第十三会計年度末 (2023年7月19日)	1,381,098.83	206	8.29	1,239
2022年10月末日	2,017,611.39	302	8.26	1,235
11月末日	1,937,589.81	290	8.36	1,250
12月末日	1,905,615.09	285	8.39	1,254
2023年1月末日	1,903,641.65	285	8.39	1,254
2月末日	1,893,502.66	283	8.34	1,247
3月末日	1,866,645.62	279	8.32	1,244
4月末日	1,864,991.61	279	8.31	1,242
5月末日	1,613,444.44	241	8.25	1,233
6月末日	1,452,413.50	217	8.35	1,248
7月19日	1,381,098.83	206	8.29	1,239

(注) 米ドル、豪ドルおよびニュージーランド・ドルの円貨換算は、2023年10月31日現在の株式会社三菱UFJ銀行の対顧客電信売買相場の仲値である、1米ドル=149.51円、1豪ドル=95.19円および1ニュージーランド・ドル=87.21円によります。以下同じです。

<豪ドル・クラス>

	純資産総額		1口当りの純資産価格	
	豪ドル	百万円	豪ドル	円
第四会計年度末 (2014年9月30日)	18,784,906.74	1,788	9.04	861
第五会計年度末 (2015年9月30日)	19,237,618.46	1,831	8.34	794
第六会計年度末 (2016年9月30日)	34,201,954.70	3,256	8.21	782
第七会計年度末 (2017年9月30日)	27,908,270.32	2,657	7.92	754
第八会計年度末 (2018年9月30日)	24,123,354.70	2,296	7.35	700
第九会計年度末 (2019年9月30日)	28,096,289.12	2,674	7.64	727
第十会計年度末 (2020年9月30日)	32,352,780.24	3,080	7.48	712
第十一会計年度末 (2021年9月30日)	29,199,845.18	2,780	7.61	724
第十二会計年度末 (2022年9月30日)	21,228,605.59	2,021	7.09	675
第十三会計年度末 (2023年7月19日)	13,627,704.66	1,297	7.19	684
2022年10月末日	21,152,988.43	2,014	7.22	687
11月末日	20,949,457.93	1,994	7.29	694
12月末日	20,475,348.95	1,949	7.32	697
2023年1月末日	19,974,906.65	1,901	7.30	695
2月末日	19,853,578.09	1,890	7.26	691
3月末日	19,690,325.40	1,874	7.23	688
4月末日	19,023,020.59	1,811	7.22	687
5月末日	14,856,819.70	1,414	7.17	683
6月末日	14,200,708.51	1,352	7.24	689
7月19日	13,627,704.66	1,297	7.19	684

<ニュージーランド・ドル・クラス>

	純資産総額		1口当りの純資産価格	
	ニュージーランド・ドル	百万円	ニュージーランド・ドル	円
第四会計年度末 (2014年9月30日)	7,755,158.43	676	9.32	813
第五会計年度末 (2015年9月30日)	7,760,625.24	677	8.85	772
第六会計年度末 (2016年9月30日)	9,630,683.84	840	8.94	780
第七会計年度末 (2017年9月30日)	8,961,855.91	782	8.65	754
第八会計年度末 (2018年9月30日)	7,073,522.37	617	8.09	706
第九会計年度末 (2019年9月30日)	8,643,917.89	754	8.45	737
第十会計年度末 (2020年9月30日)	12,516,249.20	1,092	8.35	728
第十一会計年度末 (2021年9月30日)	12,838,437.47	1,120	8.51	742
第十二会計年度末 (2022年9月30日)	8,189,801.88	714	8.01	699
第十三会計年度末 (2023年7月19日)	5,573,420.53	486	8.16	712
2022年10月末日	8,216,586.57	717	8.15	711
11月末日	8,133,776.22	709	8.24	719
12月末日	8,081,659.54	705	8.27	721
2023年1月末日	8,001,823.04	698	8.26	720
2月末日	7,906,313.72	690	8.21	716
3月末日	7,851,215.54	685	8.18	713
4月末日	7,576,551.59	661	8.18	713
5月末日	6,464,070.62	564	8.12	708
6月末日	6,080,211.54	530	8.21	716
7月19日	5,573,420.53	486	8.16	712

(2) 分配の推移

<米ドル・クラス>

	1口当りの支払分配金	
	米ドル	円
第四会計年度 (2013年10月1日～ 2014年9月30日)	0.4080	61.00
第五会計年度 (2014年10月1日～ 2015年9月30日)	0.4080	61.00
第六会計年度 (2015年10月1日～ 2016年9月30日)	0.3800	56.81
第七会計年度 (2016年10月1日～ 2017年9月30日)	0.2400	35.88
第八会計年度 (2017年10月1日～ 2018年9月30日)	0.2400	35.88
第九会計年度 (2018年10月1日～ 2019年9月30日)	0.2400	35.88
第十会計年度 (2019年10月1日～ 2020年9月30日)	0.1800	26.91
第十一会計年度 (2020年10月1日～ 2021年9月30日)	0.1200	17.94
第十二会計年度 (2021年10月1日～ 2022年9月30日)	0.1200	17.94
第十三会計年度 (2022年10月1日～ 2023年7月19日)	0.2700	40.37

(注) 1口当りの支払分配金は、税引前の数字です。以下同じです。

<豪ドル・クラス>

	1口当りの支払分配金	
	豪ドル	円
第四会計年度 (2013年10月1日～ 2014年9月30日)	0.7680	73.11
第五会計年度 (2014年10月1日～ 2015年9月30日)	0.7680	73.11
第六会計年度 (2015年10月1日～ 2016年9月30日)	0.6800	64.73
第七会計年度 (2016年10月1日～ 2017年9月30日)	0.2400	22.85
第八会計年度 (2017年10月1日～ 2018年9月30日)	0.2400	22.85
第九会計年度 (2018年10月1日～ 2019年9月30日)	0.2400	22.85
第十会計年度 (2019年10月1日～ 2020年9月30日)	0.1800	17.13
第十一会計年度 (2020年10月1日～ 2021年9月30日)	0.1200	11.42
第十二会計年度 (2021年10月1日～ 2022年9月30日)	0.1200	11.42
第十三会計年度 (2022年10月1日～ 2023年7月19日)	0.2100	19.99

<ニュージーランド・ドル・クラス>

	1口当りの支払分配金	
	ニュージーランド・ドル	円
第四会計年度 (2013年10月1日～ 2014年9月30日)	0.6480	56.51
第五会計年度 (2014年10月1日～ 2015年9月30日)	0.6480	56.51
第六会計年度 (2015年10月1日～ 2016年9月30日)	0.5800	50.58
第七会計年度 (2016年10月1日～ 2017年9月30日)	0.2400	20.93
第八会計年度 (2017年10月1日～ 2018年9月30日)	0.2400	20.93
第九会計年度 (2018年10月1日～ 2019年9月30日)	0.2400	20.93
第十会計年度 (2019年10月1日～ 2020年9月30日)	0.1800	15.70
第十一会計年度 (2020年10月1日～ 2021年9月30日)	0.1200	10.47
第十二会計年度 (2021年10月1日～ 2022年9月30日)	0.1200	10.47
第十三会計年度 (2022年10月1日～ 2023年7月19日)	0.2700	23.55

(3) 販売及び買戻しの実績

下記会計年度における販売および買戻しの実績ならびに下記会計年度末日現在の発行済口数は次のとおりです。

<米ドル・クラス>

	販売口数		買戻し口数		発行済口数	
		本邦内における販売口数		本邦内における買戻し口数		本邦内における発行済口数
第四会計年度 (2013年10月1日～ 2014年9月30日)	204,000	204,000	243,060	243,060	643,640	643,640
第五会計年度 (2014年10月1日～ 2015年9月30日)	99,860	99,860	171,157	171,157	572,343	572,343
第六会計年度 (2015年10月1日～ 2016年9月30日)	119,965	119,965	69,249	69,249	623,059	623,059
第七会計年度 (2016年10月1日～ 2017年9月30日)	13,960	13,960	176,818	176,818	460,201	460,201
第八会計年度 (2017年10月1日～ 2018年9月30日)	3,000	3,000	57,984	57,984	405,217	405,217
第九会計年度 (2018年10月1日～ 2019年9月30日)	15,000	15,000	57,807	57,807	362,410	362,410
第十会計年度 (2019年10月1日～ 2020年9月30日)	10,200	10,200	29,199	29,199	343,411	343,411
第十一会計年度 (2020年10月1日～ 2021年9月30日)	31,010	31,010	4,600	4,600	369,821	369,821
第十二会計年度 (2021年10月1日～ 2022年9月30日)	0	0	105,500	105,500	264,321	264,321
第十三会計年度 (2022年10月1日～ 2023年7月19日)	0	0	97,900	97,900	166,421	166,421

<豪ドル・クラス>

	販売口数		買戻し口数		発行済口数	
		本邦内における販売口数		本邦内における買戻し口数		本邦内における発行済口数
第四会計年度 (2013年10月1日～ 2014年9月30日)	415,042	415,042	584,420	584,420	2,078,360	2,078,360
第五会計年度 (2014年10月1日～ 2015年9月30日)	621,610	621,610	393,009	393,009	2,306,961	2,306,961
第六会計年度 (2015年10月1日～ 2016年9月30日)	2,141,143	2,141,143	281,580	281,580	4,166,524	4,166,524
第七会計年度 (2016年10月1日～ 2017年9月30日)	779,818	779,818	1,420,974	1,420,974	3,525,368	3,525,368

第八会計年度 (2017年10月1日～ 2018年9月30日)	141,600	141,600	386,768	386,768	3,280,200	3,280,200
第九会計年度 (2018年10月1日～ 2019年9月30日)	839,885	839,885	444,595	444,595	3,675,490	3,675,490
第十会計年度 (2019年10月1日～ 2020年9月30日)	1,285,839	1,285,839	636,091	636,091	4,325,238	4,325,238
第十一会計年度 (2020年10月1日～ 2021年9月30日)	336,080	336,080	822,201	822,201	3,839,117	3,839,117
第十二会計年度 (2021年10月1日～ 2022年9月30日)	61,250	61,250	905,514	905,514	2,994,853	2,994,853
第十三会計年度 (2022年10月1日～ 2023年7月19日)	300	300	1,102,295	1,102,295	1,892,858	1,892,858

<ニュージーランド・ドル・クラス>

	販売口数		買戻し口数		発行済口数	
		本邦内における 販売口数		本邦内における 買戻し口数		本邦内における 発行済口数
第四会計年度 (2013年10月1日～ 2014年9月30日)	37,950	37,950	317,755	317,755	832,170	832,170
第五会計年度 (2014年10月1日～ 2015年9月30日)	126,500	126,500	81,874	81,874	876,796	876,796
第六会計年度 (2015年10月1日～ 2016年9月30日)	305,656	305,656	104,684	104,684	1,077,768	1,077,768
第七会計年度 (2016年10月1日～ 2017年9月30日)	59,477	59,477	101,063	101,063	1,036,182	1,036,182
第八会計年度 (2017年10月1日～ 2018年9月30日)	30,100	30,100	191,939	191,939	874,343	874,343
第九会計年度 (2018年10月1日～ 2019年9月30日)	235,235	235,235	86,845	86,845	1,022,733	1,022,733
第十会計年度 (2019年10月1日～ 2020年9月30日)	619,905	619,905	143,686	143,686	1,498,952	1,498,952
第十一会計年度 (2020年10月1日～ 2021年9月30日)	169,825	169,825	161,022	161,022	1,507,755	1,507,755
第十二会計年度 (2021年10月1日～ 2022年9月30日)	0	0	485,124	485,124	1,022,631	1,022,631
第十三会計年度 (2022年10月1日～ 2023年7月19日)	100	100	340,102	340,102	682,629	682,629

IV. ファンドの経理状況

- a. ファンドの直近会計期間の日本語の財務書類は、ルクセンブルクにおける法令に準拠して作成された原文の財務書類を翻訳したものである。これは「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」に基づき、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」第328条第5項ただし書の規定の適用によるものである。
- b. ファンドの原文の財務書類は、外国監査法人等（公認会計士法（昭和23年法律第103号）第1条の3第7項に規定する外国監査法人等をいう。）であるアーンスト・アンド・ヤング・ソシエテ・アノニム（Ernst & Young Société anonyme）から監査証明に相当すると認められる証明を受けており、当該監査証明に相当すると認められる証明に係る監査報告書に相当するもの（訳文を含む。）が当該財務書類に添付されている。
- c. ファンドの原文の財務書類は、米ドルで表示されている。日本語の財務書類には、主要な金額について円貨換算が併記されている。日本円による金額は、2023年10月31日現在における株式会社三菱UFJ銀行の対顧客電信売買相場の仲値（1米ドル=149.51円、1豪ドル=95.19円および1ニュージーランド・ドル=87.21円）で換算されている。なお、千円未満の金額は四捨五入されている。日本円に換算された金額は、四捨五入のため合計欄の数値が総数と一致しない場合がある。

(訳文)
独立監査人の監査報告書

BNPパリバ・グローバル債券ファンド

受益証券保有者各位

10 エドワード・スタイケン通り

L-2540 ルクセンブルク

ルクセンブルク大公国

監査意見

私どもは、BNPパリバ・グローバル債券ファンド（清算中）（以下「ファンド」という。）の財務書類、すなわち2023年7月19日現在の純資産計算書および2022年10月1日から2023年7月19日までの期間の損益および純資産変動計算書、ならびに重要な会計方針の要約を含む財務書類に対する注記の監査を行った。

私どもは、添付の財務書類が、財務書類の作成および表示に関するルクセンブルクの法令に準拠して、ファンドの2023年7月19日現在の財政状態ならびに2022年10月1日から2023年7月19日までの期間の経営成績および純資産の変動を真実かつ適正に表示しているものと認める。

監査意見の根拠

私どもは、2016年7月23日付の監査専門家に関する法令（以下「2016年7月23日法」という。）およびルクセンブルクにおいて「金融セクター監督委員会（Commission de Surveillance du Secteur Financier）」（以下「CSSF」という。）が採用した国際監査基準（以下「ISAs」という。）に準拠して監査を行った。この2016年7月23日法およびルクセンブルクにおいてCSSFが採用したISAsのもとでの私どもの責任は、本報告書の「財務書類の監査に対する『公認企業監査人（réviseur d'entreprises agréé）』の責任」の区分に詳述されている。私どもはまた、私どもの財務書類の監査に関連する倫理上の要求事項とともに、ルクセンブルクにおいてCSSFが採用した国際会計士倫理基準審議会が公表した職業会計士のための国際倫理規程（国際独立性基準を含む。）（以下「IESBA Code」という。）に基づきファンドに対して独立性を保持しており、当該倫理上の要求事項で定められるその他の倫理上の責任を果たした。私どもは、私どもの意見表明の基礎となる十分かつ適切な監査証拠を入手したと判断している。

その他の記載内容

オルタナティブ投資運用会社の取締役会は、その他の記載内容に対して責任を有している。その他の記載内容は、当該年次報告書のうち、財務書類および公認企業監査人の監査報告書以外の情報である。

私どもの監査意見の対象範囲には、その他の記載内容は含まれておらず、したがって、私どもは当該その他の記載内容に対していかなる保証の結論も表明しない。

財務書類の監査における私どもの責任は、その他の記載内容を通読し、通読の過程において、その他の記載内容と財務書類または私どもが監査の過程で得た知識との間に重要な相違があるかどうか考慮すること、また、そのような重要な相違以外にその他の記載内容に重要な虚偽表示の兆候があるかどうか留意することにある。私どもは、実施した作業に基づき、その他の記載内容に重要な虚偽表示があると判断した場合には、当該事実を報告することが求められている。私どもは、その他の記載内容に関して報告すべき事項はない。

財務書類に対するオルタナティブ投資運用会社の取締役会およびガバナンス担当者の責任

オルタナティブ投資運用会社の取締役会は、財務書類の作成および表示に関するルクセンブルクの法令上の要求事項に準拠して財務書類を作成し適正に表示すること、および不正または誤謬による重要な虚偽表示のない財務書類を作成するためにオルタナティブ投資運用会社の取締役会が必要と判断した内部統制を整備および運用する責任を有している。

財務書類を作成するに当たり、オルタナティブ投資運用会社の取締役会は、ファンドが継続企業として存続する能力があるかどうかを評価し、必要がある場合には当該継続企業の前題に関する事項を開示する責任を有し、また、オルタナティブ投資運用会社の取締役会がファンドの清算もしくは事業停止の意図があるか、またはそうする以外に現実的な代替案がない場合を除き、継続企業の前題に基づいて財務書類を作成する責任を有している。

財務書類の監査に対する公認企業監査人の責任

私どもの監査の目的は、全体としての財務書類に、不正または誤謬による重要な虚偽表示がないかどうかに関する合理的な保証を得て、公認企業監査人の監査意見を表明することにある。合理的な保証は、高い水準の保証であるが、2016年7月23日法およびルクセンブルクでC S S Fが採用したI S A sに準拠して行った監査が、すべての重要な虚偽表示を常に発見することを保証するものではない。虚偽表示は、不正または誤謬から発生する可能性があり、個別にまたは集計すると、当該財務書類の利用者の意思決定に影響を与えると合理的に見込まれる場合に、重要性があると判断される。

私どもは、2016年7月23日法およびルクセンブルクでC S S Fが採用したI S A sに準拠して実施する監査の過程を通じて、職業的専門家としての判断を行い、職業的懐疑心を保持し、また、以下を行う。

- ・不正または誤謬による財務書類の重要な虚偽表示リスクを識別、評価し、当該リスクに対応した監査手続を立案、実施し、監査意見の基礎となる十分かつ適切な監査証拠を入手する。不正による重要な虚偽表示リスクを発見できないリスクは、誤謬による重要な虚偽表示を発見できないリスクよりも高くなる。これは、不正には、共謀、文書の偽造、取引等の記録からの除外、虚偽の陳述、および内部統制の無効化が伴うためである。
- ・状況に応じて適切な監査手続を立案するために、監査に関連する内部統制を理解する。ただし、これは、ファンドの内部統制の有効性に対する意見を表明するためではない。
- ・オルタナティブ投資運用会社の取締役会が採用した会計方針およびその適用方法の適切性、ならびにオルタナティブ投資運用会社の取締役会によって行われた会計上の見積りの合理性を評価し、関連する開示の妥当性を検討する。
- ・オルタナティブ投資運用会社の取締役会が継続企業を前提として財務書類を作成することが適切であるかどうかを結論付ける。このような財務書類作成が不適切であり、オルタナティブ投資運用会社の取締役会が非継続企業を前提として財務書類を作成している場合、私どもは、オルタナティブ投資運用会社の取締役会が非継続企業を前提として財務書類を作成することが適切であるかどうかを結論付ける。私どもはまた、非継続企業の前提に関する注記およびその適用理由を記載した開示の十分性を検討する。私どもの結論は、公認企業監査人の監査報告書日までに入手した監査証拠に基づいている。
- ・財務書類の表示方法が適切であるかどうかを評価すること、関連する注記を含めた全体としての財務書類の表示、構成および内容を検討し、財務書類が基礎となる取引や会計事象を適正に表示しているかどうかを評価する。

私どもは、統治責任者に対して、特に、計画した監査の範囲とその実施時期、および監査の過程で識別した内部統制の重要な不備を含む監査上の重要な発見事項を報告している。

アーnst・アンド・ヤング・
ソシエテ・アノニム
独立監査人事務所
イザベレ・ニックス

ルクセンブルク、2023年10月27日

Independent auditor's report

To the Unitholders of

BNP Paribas Global Bond Fund
10 Rue Edward Steichen
L-2540 Luxembourg
Grand Duchy of Luxembourg

Opinion

We have audited the financial statements of BNP Paribas Global Bond Fund (in liquidation) (the "Fund"), which comprise the statement of net assets as at 19 July 2023 and the statement of operations and changes in net assets for the period from 1 October 2022 to 19 July 2023, and the notes to the financial statements, including a summary of significant accounting policies.

In our opinion, the accompanying financial statements give a true and fair view of the financial position of the Fund as at 19 July 2023, and of the results of its operations and changes in its net assets for the period from 1 October 2022 to 19 July 2023 in accordance with Luxembourg legal and regulatory requirements relating to the preparation and presentation of the financial statements.

Basis for Opinion

We conducted our audit in accordance with the Law of 23 July 2016 on the audit profession (the "Law of 23 July 2016") and with International Standards on Auditing ("ISAs") as adopted for Luxembourg by the "Commission de Surveillance du Secteur Financier" ("CSSF"). Our responsibilities under the Law of 23 July 2016 and ISAs as adopted for Luxembourg by the CSSF are further described in the « responsibilities of the "réviseur d'entreprises agréé" for the audit of the financial statements » section of our report. We are also independent of the Fund in accordance with the International Code of Ethics for Professional Accountants, including International Independence Standards, issued by the International Ethics Standards Board for Accountants ("IESBA Code") as adopted for Luxembourg by the CSSF together with the ethical requirements that are relevant to our audit of the financial statements, and have fulfilled our other ethical responsibilities under those ethical requirements. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

Other information

The Board of Directors of the Alternative Investment Manager is responsible for the other information. The other information comprises the information included in the annual report but does not include the financial statements and our report of the "réviseur d'entreprises agréé" thereon.

Our opinion on the financial statements does not cover the other information and we do not express any form of assurance conclusion thereon.

In connection with our audit of the financial statements, our responsibility is to read the other information and, in doing so, consider whether the other information is materially inconsistent with the financial statements or our knowledge obtained in the audit or otherwise appears to be materially misstated. If, based on the work we have performed, we conclude that there is a material misstatement of this other information, we are required to report this fact. We have nothing to report in this regard.

Responsibilities of the Board of Directors of the Alternative Investment Manager and of those charged with governance for the financial statements

The Board of Directors of the Alternative Investment Manager is responsible for the preparation and fair presentation of these financial statements in accordance with Luxembourg legal and regulatory requirements relating to the preparation and presentation of the financial statements, and for such internal control as the Board of Directors of the Alternative Investment Manager determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

In preparing the financial statements, the Board of Directors of the Alternative Investment Manager is responsible for assessing the Fund's ability to continue as a going concern, disclosing, as applicable, matters related to going concern and using the going concern basis of accounting unless the Board of Directors of the Alternative Investment Manager either intends to liquidate the Fund or to cease operations, or has no realistic alternative but to do so.

Responsibilities of the “réviseur d’entreprises agréé” for the audit of the financial statements

Our objectives are to obtain reasonable assurance about whether the financial statements as a whole are free from material misstatement, whether due to fraud or error, and to issue a report of the “réviseur d’entreprises agréé” that includes our opinion. Reasonable assurance is a high level of assurance, but is not a guarantee that an audit conducted in accordance with the Law of 23 July 2016 and with ISAs as adopted for Luxembourg by the CSSF will always detect a material misstatement when it exists. Misstatements can arise from fraud or error and are considered material if, individually or in the aggregate, they could reasonably be expected to influence the economic decisions of users taken on the basis of these financial statements.

As part of an audit in accordance with the Law of 23 July 2016 and with ISAs as adopted for Luxembourg by the CSSF, we exercise professional judgment and maintain professional skepticism throughout the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error, as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the Fund's internal control.

- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by the Board of Directors of the Alternative Investment Manager.
- Conclude on the appropriateness of the Board of Directors of the Alternative Investment Manager use of the going concern basis of accounting. When such use is inappropriate and the Board of Directors of the Alternative Investment Manager uses the non-going concern basis of accounting, we conclude on the appropriateness of the Board of Directors of the Alternative Investment Manager use of the non-going concern basis of accounting. We also evaluate the adequacy of the disclosures describing the non-going concern basis of accounting and reasons for its use. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of our report of the “réviseur d’entreprises agréé”.
- Evaluate the overall presentation, structure and content of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that achieves fair presentation.

We communicate with those charged with governance regarding, among other matters, the planned scope and timing of the audit and significant audit findings, including any significant deficiencies in internal control that we identify during our audit.

Ernst & Young
Société anonyme
Cabinet de révision agréé



Isabelle Nicks

Luxembourg, 27 October 2023

財務諸表

(1) 貸借対照表

BNPパリバ・グローバル債券ファンド（清算中）

純資産計算書

2023年7月19日（清算期間期首）現在

	注記	BNPパリバ・ グローバル債券ファンド（清算中）	
		米ドル	千円
資産		27,226,195	4,070,588
投資有価証券－取得原価		0	0
投資有価証券に係る未実現評価利益／（損失）		0	0
金融商品に係る未実現純利益	2、10	280,388	41,921
銀行預金および定期預金	2	14,223,092	2,126,494
その他の資産		12,722,715	1,902,173
負債		13,158,188	1,967,281
その他の負債		13,158,188	1,967,281
純資産額		14,068,007	2,103,308

添付の注記は財務書類の不可欠な一部を成す。

BNPパリバ・グローバル債券ファンド（清算中）
 損益および純資産変動計算書
 2023年7月19日（清算期間期首）に終了した会計期間

	注記	BNPパリバ・ グローバル債券ファンド（清算中）	
		米ドル	千円
投資有価証券および資産に係る収益		671,243	100,358
報酬および費用	3	282,118	42,179
銀行に係る支払利息		10,086	1,508
その他の費用	6	101,080	15,112
税金	4	7,277	1,088
取引手数料	5	1,353	202
費用合計		401,914	60,090
投資純利益		269,329	40,267
以下に係る実現純損益：			
投資有価証券	2、13	(2,415,825)	(361,190)
金融商品	2	188,983	28,255
当期実現純損失		(1,957,513)	(292,668)
以下に係る未実現純損益の増減額：			
投資有価証券	13	3,180,331	475,491
金融商品		843,304	126,082
運用による純資産の増減		2,066,122	308,906
発行額／（買戻額）純額		(7,847,638)	(1,173,300)
分配金支払額	9	(574,686)	(85,921)
期中における純資産の増／（減）		(6,356,202)	(950,316)
期首純資産		20,424,209	3,053,623
期末純資産		14,068,007	2,103,308

添付の注記は財務書類の不可欠な一部を成す。

BNPパリバ・グローバル債券ファンド（清算中）
直近3会計年度に関する主要数値（注記8）

BNPパリバ・ グローバル債券ファンド （清算中）	米ドル	米ドル	米ドル	受益証券口数
	2021年9月30日 現在	2022年9月30日 現在	2023年7月19日 現在	2023年7月19日 現在
純資産	33,137,422	20,424,209	14,068,007	

受益証券1口当たり純資産額

豪ドル・クラス受益証券一分配型（訳注1）	7.61	7.09	7.19	1,892,858.000
ニュージーランド・ドル・クラス受益証券一分配型（訳注2）	8.51	8.01	8.16	682,629.000
米ドル・クラス受益証券一分配型（訳注3）	8.62	8.11	8.29	166,421.000

BNPパリバ・ グローバル債券ファンド （清算中）	千円	千円	千円	受益証券口数
	2021年9月30日 現在	2022年9月30日 現在	2023年7月19日 現在	2023年7月19日 現在
純資産	4,954,376	3,053,623	2,103,308	

受益証券1口当たり純資産額

豪ドル・クラス受益証券一分配型（訳注1）	724円	675円	684円	1,892,858.000
ニュージーランド・ドル・クラス受益証券一分配型（訳注2）	742円	699円	712円	682,629.000
米ドル・クラス受益証券一分配型（訳注3）	1,289円	1,213円	1,239円	166,421.000

（訳注1）当参照通貨は豪ドルである。

（訳注2）当参照通貨はニュージーランド・ドルである。

（訳注3）当参照通貨は米ドルである。

添付の注記は財務書類の不可欠な一部を成す。

BNPパリバ・グローバル債券ファンド（清算中）

財務書類に対する注記

2023年7月19日（清算期間期首）現在

注記1. 概要

a) 2022年10月1日から2023年7月19日までの会計期間に発生した事象

当ファンドの資産は、受益証券保有者の最善の利益のために効率的な運用を行うことができない水準にある。そのため取締役会は、当ファンドの管理規則第21条の規定に従い、2023年7月19日水曜日（純資産額基準日）付で当ファンドの清算を決定した。当ファンドはサブファンドを持たない独立型コモンプランド（以下「FCP」という）であるため、清算により法的構造としての当ファンドは終了する。

買戻請求は2023年7月18日 火曜日まで手数料無しで受け付けを行う。2023年5月1日 月曜日から当該日まで、受益証券の買戻手続を行う受益証券保有者に対する解約手数料（当ファンド目論見書に基づくCDSC解約手数料）の請求はない。

清算価額は2023年7月20日 木曜日付で計算され、当ファンドの監査人によって検証される。

受益証券保有者には2023年7月26日 水曜日（D+S）までに払戻しが行われる。オペレーションの都合上、最終支払日が遅れる場合がある。

清算費用は管理会社が負担する。

注記2. 重要な会計方針

a) 純資産額

本報告書は、2023年7月19日（清算期間期首）現在の直近の純資産額に基づき作成されている。

b) 財務書類の表示

本財務書類は集团的投資事業に関する、ルクセンブルクで施行されている法令に準拠して、非継続企業的前提により作成および表示されている。

損益および純資産変動計算書は、2022年10月1日から2023年7月19日（清算期間期首）までの会計期間を対象としている。

c) 投資有価証券の評価

手元現金および預金、一覧払の手形および為替手形、ならびに受取債権、前払費用、ならびに受領予定であるが未受領である分配金および利息の額については、これら資産の名目価額から構成される。ただし、受領の見込みがない金額は除いている。受領の見込みがない金額がある場合には、これらの評価はAIFMがこれら資産の実際の価値を反映するために適切と考えられる金額を控除することによって決定される。

BNPパリバ・グローバル債券ファンド（清算中）

財務書類に対する注記（続き）

2023年7月19日（清算期間期首）現在

証券取引所またはその他の規制市場で日常的に取引される譲渡可能な有価証券の評価は、一般に認知され、かつ、公開されている、評価日における既知の最終の終値に基づいて算定されている。当該有価証券が複数の市場で取引されている場合、当有価証券が取引される主要な市場における既知の最終の終値に基づいて算定されている。価格が適正な価値を反映していない場合には、評価はAIFMの取締役会の責任により、またはその責任の下で慎重かつ誠実に決定される可能性の高い売値に基づいて算定されている。

証券取引所に上場されていない、または一般に認知され、かつ公開されている、定期的に機能を果たす規制市場で取引されていない譲渡可能な有価証券の評価は、AIFMの取締役会の責任により、またはその責任の下で慎重かつ誠実に決定される可能性の高い売値に基づいて算定されている。

集团的投資事業の受益証券または証券は、評価日に入手可能な直近の純資産額で評価される。

当ファンドのAIFMの取締役会は、例外的な状況において、その他の評価法が当ファンド資産の公正価値をより適切に反映すると判断される場合に用いられるその他の評価法を認めることがある。

デリバティブは当ファンドのAIFMの取締役会により決定された規則および目論見書に記載された規則に従い評価される。

d) 先物契約の評価

未決済の先物契約は評価日または期末日における既知の終値で評価され、当該評価によって生じた未実現損益は純資産計算書で認識される。

先物契約に係る債務を担保する証拠金は、純資産計算書の「銀行預金および定期預金」に含まれる。

e) 先渡為替契約の評価

未決済の先渡為替契約は評価日に適用される先渡為替レートで評価され、当該評価によって生じた未実現損益は純資産計算書に認識される。

f) 投資有価証券に係る収益

分配金は、当該情報が当ファンドにより入手可能な範囲において、その公表された日に収益として認識される。利息は日次ベース（源泉税控除後）で未収計上される。

g) モーゲージバック証券（to be announced）のポジション

モーゲージバック証券（to be announced）はモーゲージ・ローンの後日、固定価格で一括して購入／売却することになるため、モーゲージ保証付き有価証券の直近の取引市場の慣行による影響を受ける。

購入／売却時においては、具体的な有価証券については指定されないが、その元本の性質については既知である。購入／売却時に価格について合意していても、最終的な額面価額はまだ確定していない。

「to-be-announced（以下「TBA」という）モーゲージバック証券」のポジションがある場合、有価証券明細表に掲載されている。

BNPパリバ・グローバル債券ファンド（清算中）

財務書類に対する注記（続き）

2023年7月19日（清算期間期首）現在

h) 投資有価証券に係る実現純損益

投資有価証券に係る実現純損益は売却有価証券の平均原価に基づいて算定される。

i) 外貨換算

当サブファンドの参照通貨以外の通貨建の資産および負債額はすべて、純資産額の決定時の実勢為替レートを参考に算定される。

当サブファンドの通貨以外の通貨建で購入された有価証券の買値は、当有価証券の購入日における実勢為替レートに基づき当サブファンドの通貨へ換算される。

当サブファンドの参照通貨以外の通貨建の収益および費用は、取引日現在の実勢為替レートを参考に算定される。

実現為替差損益は、損益および純資産変動計算書の「金融商品に係る実現純損益」において認識される。

j) 空売証券

空売証券がある場合、純資産計算書上の投資有価証券において純額で表示されている。

注記3. 報酬および費用（上限年率）

AIFMは、当ファンドの資産から、各月における当ファンドの平均純資産の実効年率1.60%を上限とする管理報酬（以下「管理報酬」という）を、毎月受取る権利を有する。

事務代行報酬は、各月における当ファンドの平均純資産の実効年率0.12%を上限として、毎月支払われる。

代行協会員報酬は、管理報酬から、各月における平均純資産に基づき年率0.10%にあたる報酬が毎月支払われる。

保管報酬は、各月における当ファンドの平均純資産の実効年率0.13%を上限として、毎月支払われる。

販売会社報酬は、管理報酬から、各月における平均純資産に基づき年率0.50%にあたる報酬が毎月支払われる。

注記4. 税金

当ファンドはルクセンブルク大公国において、純資産額の0.05%に相当する「年次税」の納税対象である。この税率は以下の場合、0.01%へ軽減されている。

a) 短期金融商品への集団的投資および信用機関への預金を唯一の目的とするファンド

b) 信用機関への集団的投資を唯一の目的とするファンド

c) 機関投資家、管理会社およびUCIのために留保されたカテゴリまたはクラス

以下の場合、「年次税」が免除される。

a) 受益証券またはその他のUCIにおける証券がすでに「年次税」の課税対象となっている場合に資産額が当該受益証券または証券によって表されている場合

BNPパリバ・グローバル債券ファンド（清算中）

財務書類に対する注記（続き）

2023年7月19日（清算期間期首）現在

- b) 受益証券、カテゴリおよび／またはクラスが下記の要件を満たす場合
 - (i) これら有価証券が機関投資家、管理会社およびUCIのために留保され、
 - (ii) その唯一の目的が短期金融商品への集団的投資および信用機関への預金であり、
 - (iii) ポートフォリオの満期までの加重残余期間が90日を超えず、かつ
 - (iv) 公認の格付機関から最高の格付けを取得している
- c) 受益証券、カテゴリおよび／またはクラスが下記に保有されている場合
 - (i) 従業員の便益のために一人または複数の雇用主のイニシアティブにより設定された、企業退職年金または同様の投資ビークルのための機関
 - (ii) 従業員へ年金給付を提供する目的でファンドに投資している、一人または複数の雇用主を有する企業
- d) 主要な目的が、小規模金融機関への投資であるファンド
- e) 受益証券、カテゴリおよび／またはクラスが下記の要件を満たす場合
 - (i) これら有価証券が日常的に取引され、認知され、かつ公開されている一つ以上の証券取引所もしくはその他の規制市場において上場または取引されているもので、かつ
 - (ii) 一つ以上の指数の運用実績を複製することを唯一の目的とするもの

期限の到来により「年次税」は、関連のある純資産に基づき四半期毎に支払われ、当該税金が適用される四半期末において算定される。

さらに、当ファンドを販売するために登録されている国において、当ファンドは外国UCI税および／または当局によるその他課税の対象となる可能性がある。

注記5. 取引手数料

譲渡可能な有価証券、短期金融商品、デリバティブまたはその他の適格資産の売買について当ファンドが負担する取引手数料は、主に、標準手数料、取引に係るその他手数料、収入印紙税、仲介手数料、保管手数料、付加価値税、証券取引所に係る手数料およびRTO手数料（発注の受領および伝達）から構成される。

債券市場の慣行に従い、呼び値スプレッドは当該有価証券の売買時に適用される。したがって、いかなる取引においてもブローカーが引用する買値と売値との間に差異が発生し、これはブローカーの報酬を表す。

注記6. その他の費用

その他の費用は当ファンドが負担し、この中には、公告費、その他の税金、銀行手数料、法務報酬および監査報酬が含まれる。

注記7. 換算レート

当ファンドの参照通貨以外の通貨建てクラス受益証券の換算に2023年7月19日（清算期間期首）現在使用された為替レートは、以下のとおりである。

1米ドル = 1.4799 豪ドル

1米ドル = 1.6025 ニュージーランド・ドル

BNPパリバ・グローバル債券ファンド（清算中）

財務書類に対する注記（続き）

2023年7月19日（清算期間期首）現在

注記8. 受益証券の通貨

受益証券1口当たり純資産額は「直近3会計期間に関する主要数値」にあるサブファンドの通貨ではなく、受益証券クラスの通貨で算定されている。

注記9. 分配金

2022年10月1日から2023年7月19日（清算期間期首）までの会計期間において、以下の分配金が支払われた。

分配落ち日	支払日	受益証券1口当たりの分配金		
		豪ドル・クラス 受益証券	ニュージーランド・ ドル・クラス 受益証券	米ドル・クラス 受益証券
2022年10月21日	2022年10月27日	0.0100	0.0100	0.0100
2022年11月22日	2022年11月29日	0.0100	0.0100	0.0100
2022年12月21日	2022年12月29日	0.0100	0.0100	0.0100
2023年1月23日	2023年1月27日	0.0300	0.0400	0.0400
2023年2月21日	2023年2月28日	0.0300	0.0400	0.0400
2023年3月22日	2023年3月28日	0.0300	0.0400	0.0400
2023年4月21日	2023年4月27日	0.0300	0.0400	0.0400
2023年5月22日	2023年5月26日	0.0300	0.0400	0.0400
2023年6月21日	2023年6月28日	0.0300	0.0400	0.0400

注記10. 先渡為替契約

2023年7月19日（清算期間期首）現在、先渡為替契約は以下のとおりである。

BNPパリバ・グローバル債券ファンド（清算中）

通貨	購入金額	通貨	売却金額
AUD	14,216,548	AUD	14,141,626
NZD	6,305,262	NZD	6,054,180
USD	13,329,183	USD	13,256,109
未実現純利益（米ドル）			280,388

2023年7月19日（清算期間期首）現在、未決済契約の直近の満期はすべて2023年7月21日である。

先渡為替契約のカウンターパーティー

バークレイズ・バンク・アイルランド・ピーエルシー

BNPパリバ、パリ

J Pモルガン

モルガン・スタンレー・ヨーロッパ

ソシエテ・ジェネラル

BNPパリバ・グローバル債券ファンド（清算中）

財務書類に対する注記（続き）

2023年7月19日（清算期間期首）現在

注記11. 投資有価証券明細の構成に関する変動

投資有価証券明細の構成に関する変動表はA I F Mの登録上の事務所において、また現地の代行会社から無料で入手可能である。

注記12. 投資運用会社の一覧

- ・BNPパリバ・アセット・マネジメント・フランス、パリ（以下「BNPP AM フランス」という）（2022年12月31日まで）
- ・BNPパリバ・アセット・マネジメントUKリミテッド、ロンドン（以下「BNPP AM UK」という）
- ・BNPパリバ・アセット・マネジメントUSAインク、ニューヨーク（以下「BNPP AM USA」という）

BNPP AM UK BNPP AM USAに委任（仕組債、アクティブFX運用（BNPP AM UKとの共同管理））

注記13. 投資有価証券に係る実現および未実現損益

2013年7月付のA I F M法に従い、当会計期間中の投資有価証券に係る実現損益の詳細は以下のとおりである。

	実現利益 (サブファンドの 通貨建)	実現損失 (サブファンドの 通貨建)	実現純損益 (サブファンドの 通貨建)
BNPパリバ・グローバル債券ファンド (清算中)	185,310	2,601,135	(2,415,825)

2013年7月付のA I F M法に従い、当会計期間中の投資有価証券に係る未実現損益の詳細は以下のとおりである。

	未実現利益の増減 (サブファンドの 通貨建)	未実現損失の増減 (サブファンドの 通貨建)	未実現純損益の増減 (サブファンドの 通貨建)
BNPパリバ・グローバル債券ファンド (清算中)	3,217,642	37,311	3,180,331

(2) 損益計算書

ファンドの損益計算書については、「財務諸表」の「(1) 貸借対照表」の項目に記載したファンドの「損益および純資産変動計算書」を参照のこと。

(3) 投資有価証券明細表等

該当なし。

V. 投資信託財産運用総括表

信託期間	投資信託当初払込日	2010年10月29日
	投資信託契約終了日	2023年7月19日

投資信託契約終了時（2023年7月19日）の状況		
資産総額	27,226,195 米ドル	4,070,588,414 円
負債総額	13,158,188 米ドル	1,967,280,688 円
純資産総額	14,068,007 米ドル	2,103,307,727 円
	米ドル・クラス 1,381,099 米ドル	206,488,111 円
	豪ドル・クラス 13,627,705 豪ドル	1,297,221,239 円
	ニュージーランド・ ドル・クラス 5,573,421 ニュージー ランド・ドル	486,058,045 円
受益権口数	米ドル・クラス 166,421口	
	豪ドル・クラス 1,892,858口	
	ニュージーランド・ ドル・クラス 682,629口	
1口当たり償還金	米ドル・クラス 8.29 米ドル	1,239 円
	豪ドル・クラス 7.19 豪ドル	684 円
	ニュージーランド・ ドル・クラス 8.16 ニュージー ランド・ドル	712 円

区分		投資信託当初払込時 (2010年10月29日)	投資信託契約終了時 (2023年7月19日)	差引増減
受益権 口数	米ドル・クラス	631,829 口	166,421 口	-465,408 口
	豪ドル・クラス	573,943 口	1,892,858 口	1,318,915 口
	ニュージーラン ド・ドル・クラ ス	755,384 口	682,629 口	-72,755 口
元本額	米ドル・クラス	6,318,290 米ドル (944,647,538 円)	1,381,099 米ドル (206,488,111 円)	-4,937,191 米ドル (-738,159,426 円)
	豪ドル・クラス	5,739,430 豪ドル (546,336,342 円)	13,627,705 豪ドル (1,297,221,239 円)	7,888,275 豪ドル (750,884,897 円)
	ニュージーラン ド・ドル・クラ ス	7,553,840 ニュージー ランド・ド ル (658,770,386 円)	5,573,421 ニュージー ランド・ド ル (486,058,045 円)	-1,980,419 ニュージー ランド・ド ル (-172,712,341 円)

毎計算期末の状況

米ドル・クラス

計算期	期首純資産総額		期末純資産総額		1口当たり純資産価格		1口当たり分配金		
	米ドル	百万円	米ドル	百万円	米ドル	円	米ドル	円	分配率 (%)
第1期	6,318,290.00	945	14,549,562.07	2,175	9.93	1,485	0.1750	26.16	1.76
第2期	14,549,562.07	2,175	9,169,767.52	1,371	10.46	1,564	0.2265	33.86	2.17
第3期	9,169,767.52	1,371	6,396,964.31	956	9.37	1,401	0.4080	61.00	4.35
第4期	6,396,964.31	956	6,054,514.94	905	9.41	1,407	0.4080	61.00	4.34
第5期	6,054,514.94	905	5,082,142.44	760	8.88	1,328	0.4080	61.00	4.59
第6期	5,082,142.44	760	5,607,051.67	838	9.00	1,346	0.3800	56.81	4.22
第7期	5,607,051.67	838	3,979,991.85	595	8.65	1,293	0.2400	35.88	2.77
第8期	3,979,991.85	595	3,269,480.86	489	8.07	1,207	0.2400	35.88	2.97
第9期	3,269,480.86	489	3,068,521.64	459	8.47	1,266	0.2400	35.88	2.83
第10期	3,068,521.64	459	2,901,822.95	434	8.45	1,263	0.1800	26.91	2.13
第11期	2,901,822.95	434	3,188,747.47	477	8.62	1,289	0.1200	17.94	1.39
第12期	3,188,747.47	477	2,142,892.30	320	8.11	1,213	0.1200	17.94	1.48
第13期	2,142,892.30	320	1,381,098.83	206	8.29	1,239	0.2700	40.37	3.26

信託期間中1単位当たり総収益金(注1)及び 信託期間中1単位当たり年平均収益率(注2)	1.71 米ドル (256 円)	1.34%
--	---------------------	-------

豪ドル・クラス

計算期	期首純資産総額		期末純資産総額		1口当たり純資産価格		1口当たり分配金		
	豪ドル	百万円	豪ドル	百万円	豪ドル	円	豪ドル	円	分配率 (%)
第1期	5,739,430.00	546	22,758,037.79	2,166	9.89	941	0.5550	52.83	5.61
第2期	22,758,037.79	2,166	31,838,750.11	3,031	10.31	981	0.6745	64.21	6.54
第3期	31,838,750.11	3,031	20,541,352.20	1,955	9.14	870	0.7680	73.11	8.40
第4期	20,541,352.20	1,955	18,784,906.74	1,788	9.04	861	0.7680	73.11	8.50
第5期	18,784,906.74	1,788	19,237,618.46	1,831	8.34	794	0.7680	73.11	9.21
第6期	19,237,618.46	1,831	34,201,954.70	3,256	8.21	782	0.6800	64.73	8.28
第7期	34,201,954.70	3,256	27,908,270.32	2,657	7.92	754	0.2400	22.85	3.03
第8期	27,908,270.32	2,657	24,123,354.70	2,296	7.35	700	0.2400	22.85	3.27
第9期	24,123,354.70	2,296	28,096,289.12	2,674	7.64	727	0.2400	22.85	3.14
第10期	28,096,289.12	2,674	32,352,780.24	3,080	7.48	712	0.1800	17.13	2.41
第11期	32,352,780.24	3,080	29,199,845.18	2,780	7.61	724	0.1200	11.42	1.58
第12期	29,199,845.18	2,780	21,228,605.59	2,021	7.09	675	0.1200	11.42	1.69
第13期	21,228,605.59	2,021	13,627,704.66	1,297	7.19	684	0.2100	19.99	2.92

信託期間中1単位当たり総収益金(注1)及び 信託期間中1単位当たり年平均収益率(注2)	2.75 豪ドル (262 円)	2.16%
--	---------------------	-------

ニュージーランド・ドル・クラス

計算期	期首純資産総額		期末純資産総額		1口当たり純資産価格		1口当たり分配金		
	ニュージーランド・ドル	百万円	ニュージーランド・ドル	百万円	ニュージーランド・ドル	円	ニュージーランド・ドル	円	分配率 (%)
第1期	7,553,840.00	659	12,610,401.19	1,100	9.88	862	0.4200	36.63	4.25
第2期	12,610,401.19	1,100	13,756,003.90	1,200	10.36	903	0.5160	45.00	4.98
第3期	13,756,003.90	1,200	10,302,124.13	898	9.26	808	0.6480	56.51	7.00
第4期	10,302,124.13	898	7,755,158.43	676	9.32	813	0.6480	56.51	6.95
第5期	7,755,158.43	676	7,760,625.24	677	8.85	772	0.6480	56.51	7.32
第6期	7,760,625.24	677	9,630,683.84	840	8.94	780	0.5800	50.58	6.49
第7期	9,630,683.84	840	8,961,855.91	782	8.65	754	0.2400	20.93	2.77
第8期	8,961,855.91	782	7,073,522.37	617	8.09	706	0.2400	20.93	2.97
第9期	7,073,522.37	617	8,643,917.89	754	8.45	737	0.2400	20.93	2.84
第10期	8,643,917.89	754	12,516,249.20	1,092	8.35	728	0.1800	15.70	2.16
第11期	12,516,249.20	1,092	12,838,437.47	1,120	8.51	742	0.1200	10.47	1.41
第12期	12,838,437.47	1,120	8,189,801.88	714	8.01	699	0.1200	10.47	1.50
第13期	8,189,801.88	714	5,573,420.53	486	8.16	712	0.2700	23.55	3.31

信託期間中1単位当たり総収益金(注1)及び 信託期間中1単位当たり年平均収益率(注2)	3.03 ニュージー ランド・ドル (264円)	2.38%
--	--------------------------------	-------

(注1) 「信託期間中1単位当たり総収益金」とは「毎計算期末の状況」に表示された1口当たり分配金の合計額に、「投資信託契約終了時の状況」に表示された1口当たり償還金の額を加算した額から1単位当たり元本額を控除した金額をいいます。

(注2) 信託期間中1単位当たり年平均収益率(%) = { (1単位当たり総収益金) / (信託期間×1単位当たり元本額) } ×100 ここでの信託期間は12.73年

VI. お知らせ

- 2022年10月1日付で、保管受託銀行および登録事務・名義書換事務代行会社が、グループ内合併により、BNPパリバ・セキュリティーズ・サービスズ、ルクセンブルク支店から、BNPパリバ、ルクセンブルク支店に変更されました。
- 2022年12月31日付で、BNPパリバ・アセットマネジメント・フランスが、投資運用会社を退任しました。
- ファンドの資産が受益者の最善の利益に適う効率的な運用を維持することが難しい水準まで達したため、管理会社の取締役会は、ファンド約款第21条の規定に従い、2023年7月19日付でファンドを償還することを決定し、2023年4月28日付の書面により、日本における販売会社（ファンドの受益証券の登録受益者）に通知しました。1口当たり償還価格はそれぞれ、米ドル・クラスが8.29米ドル、豪ドル・クラスが7.19豪ドル、ニュージーランド・ドル・クラスが8.16ニュージーランド・ドルでした。