

# 償還 運用報告書(全体版)

## 第23作成期

第133期(決算日2024年7月17日) 第136期(決算日2024年10月17日)  
第134期(決算日2024年8月19日) 第137期(決算日2024年11月18日)  
第135期(決算日2024年9月17日) 第138期(償還日2024年12月17日)

当ファンドの仕組みは、次の通りです。

商品分類	追加型投信／内外／その他資産 (不動産投信・為替・オプション)
信託期間	2024年12月17日まで (設定日：2013年6月28日(金))
運用方針	安定した配当収入の確保と中長期的な値上がり益の獲得をめざして運用を行います。
主要運用対象	主として外国投資信託証券である「CS グローバル・リート・トリプル・プレミアム・ファンド(適格機関投資家限定)」及び国内の証券投資信託である「FOFs 用短期金融資産ファンド(適格機関投資家専用)」を主要投資対象とします。なお、短期金融商品等に直接投資する場合があります。
組入制限	①投資信託証券への投資割合には制限を設けません。 ②外貨建資産への直接投資は行いません。 ③デリバティブの直接利用は行いません。 ④同一銘柄の投資信託証券への投資割合には制限を設けません。 ⑤株式への直接投資は行いません。
分配方針	毎月17日(休業日の場合は翌営業日)に決算を行い、原則として以下の方針に基づき収益の分配を行います。 ①分配対象額の範囲は、繰越分を含めた経費控除後の利子・配当等収益と売買益(評価益を含みます。)等の全額とします。 ②収益分配金額は、委託会社が基準価額水準、市況動向等を勘案して決定します。ただし、分配対象額が少額の場合は、分配を行わないことがあります。 ③原則として、配当等収益を中心に分配を行うことをめざします。ただし、基準価額水準等によっては売買益(評価益を含みます。)が中心となる場合があります。また、必ず分配を行うものではありません。 ④収益分配にあてず信託財産内に留保した利益については、運用の基本方針に基づき、元本部分と同一の運用を行います。

## グローバル・リート・ トリプル・プレミアム・ファンド (毎月分配型) (愛称：トリプル・プレミアム)

追加型投信／内外／その他資産  
(不動産投信・為替・オプション)

### 受益者のみなさまへ

平素は格別のご愛顧を賜り厚く御礼申し上げます。  
さて、「グローバル・リート・トリプル・プレミアム・ファンド(毎月分配型)(愛称：トリプル・プレミアム)」は、信託約款の規定に基づき、2024年12月17日をもって償還となりました。  
ここに謹んで設定日以降の運用状況及び償還の内容をご報告申し上げます。  
今後とも当社商品をご愛顧のほどよろしくお願い申し上げます。

### SBIアセットマネジメント株式会社

東京都港区六本木1-6-1

お問い合わせ先

電話番号 03-6229-0097

受付時間：営業日の9：00～17：00

 SBI Asset Management

ホームページから、ファンドの商品概要、  
レポート等をご覧いただけます。

<https://www.sbiasset.co.jp/>

## ○最近5作成期の運用実績

決算期	基準価額			投資信託証券 組入比率	純資産額	
	(分配落)	税込み 分配金	期中 騰落率			
	円	円	%	%	百万円	
第19 作成期	109期(2022年7月19日)	682	10	4.7	96.9	6,209
	110期(2022年8月17日)	741	10	10.1	97.5	6,739
	111期(2022年9月20日)	704	5	△ 4.3	96.8	6,351
	112期(2022年10月17日)	624	5	△ 10.7	96.8	5,563
	113期(2022年11月17日)	645	5	4.2	97.0	5,689
	114期(2022年12月19日)	642	5	0.3	97.7	5,606
第20 作成期	115期(2023年1月17日)	642	5	0.8	97.1	5,573
	116期(2023年2月17日)	669	5	5.0	97.3	5,699
	117期(2023年3月17日)	612	5	△ 7.8	96.7	5,170
	118期(2023年4月17日)	633	5	4.2	97.2	5,335
	119期(2023年5月17日)	642	5	2.2	97.2	5,345
	120期(2023年6月19日)	678	5	6.4	97.5	5,532
第21 作成期	121期(2023年7月18日)	668	5	△ 0.7	97.1	5,397
	122期(2023年8月17日)	645	5	△ 2.7	97.0	5,167
	123期(2023年9月19日)	666	5	4.0	97.7	5,261
	124期(2023年10月17日)	622	5	△ 5.9	97.0	4,920
	125期(2023年11月17日)	638	5	3.4	97.2	5,040
	126期(2023年12月18日)	623	5	△ 1.6	97.2	4,828
第22 作成期	127期(2024年1月17日)	643	3	3.7	96.4	4,846
	128期(2024年2月19日)	633	3	△ 1.1	97.2	4,532
	129期(2024年3月18日)	639	3	1.4	97.2	4,424
	130期(2024年4月17日)	598	3	△ 5.9	94.7	3,997
	131期(2024年5月17日)	641	3	7.7	97.4	4,204
	132期(2024年6月17日)	623	3	△ 2.3	96.7	4,025
第23 作成期	133期(2024年7月17日)	647	3	4.3	98.4	4,034
	134期(2024年8月19日)	588	3	△ 8.7	95.7	3,643
	135期(2024年9月17日)	570	3	△ 2.6	96.6	3,514
	136期(2024年10月17日)	581	3	2.5	95.0	3,565
	137期(2024年11月18日)	567	3	△ 1.9	95.0	3,385
	(償還時) 138期(2024年12月17日)	(償還価額) 561.03	—	△ 1.1	—	3,231

(注1) 期中騰落率は、各期末の基準価額(税込み分配金含む)を前期末基準価額(分配落)で除して算出したものです。

(注2) 当ファンドにはベンチマークはありません。また、適当な参考指数もないことから、ベンチマーク、参考指数を記載していません。

## ○当作成期中の基準価額と市況等の推移

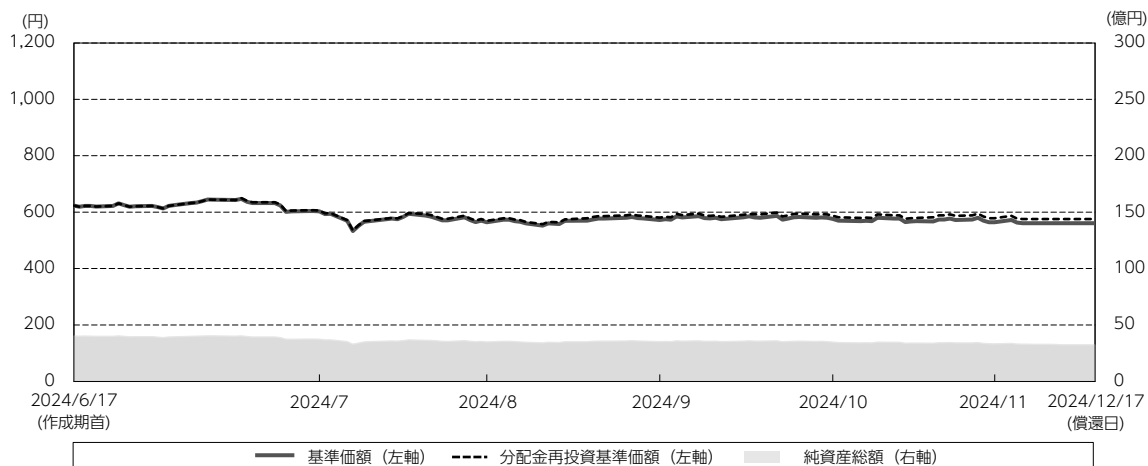
決算期	年 月 日	基 準 価 額		投資信託証券 組 入 比 率
			騰 落 率	
第133期	(期 首) 2024年6月17日	円 623	% —	% 96.7
	6月末	621	△0.3	95.7
	(期 末) 2024年7月17日	650	4.3	98.4
第134期	(期 首) 2024年7月17日	647	—	98.4
	7月末	603	△6.8	95.1
	(期 末) 2024年8月19日	591	△8.7	95.7
第135期	(期 首) 2024年8月19日	588	—	95.7
	8月末	564	△4.1	95.4
	(期 末) 2024年9月17日	573	△2.6	96.6
第136期	(期 首) 2024年9月17日	570	—	96.6
	9月末	572	0.4	96.7
	(期 末) 2024年10月17日	584	2.5	95.0
第137期	(期 首) 2024年10月17日	581	—	95.0
	10月末	576	△0.9	96.6
	(期 末) 2024年11月18日	570	△1.9	95.0
第138期	(期 首) 2024年11月18日	567	—	95.0
	11月末	564	△0.5	96.2
	(償還時) 2024年12月17日	(償還価額) 561.03	△1.1	—

(注1) 期末基準価額は分配金込み、騰落率は期首比です。

(注2) 当ファンドにはベンチマークはありません。また、適当な参考指数もないことから、ベンチマーク、参考指数を記載していません。

## ■当期の運用状況と今後の運用方針（2024年6月18日から2024年12月17日まで）

### ○基準価額等の推移



第 1 3 3 期 首： 623円  
第138期末 (償還日)： 561円03銭 (既払分配金 (税込み)：15円)  
騰 落 率： △7.6%

(注1) 当ファンドは、特定のベンチマーク及び参考指数等は採用していません。

(注2) 分配金再投資基準価額は、収益分配金 (税込み) を分配時に再投資したものとみなして計算し、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3) 分配金の再投資についてはお客様がご利用のコース等により異なります。また、ファンドの運用経過については、当ファンドのパフォーマンスを示したものであり、ファンドの購入価額により課税条件等が異なるため、お客様の損益の状況を示すものではありません。

(注4) 分配金再投資基準価額は、作成期首 (2024年6月17日) の値が基準価額と同一となるように指数化しています。

### ○基準価額の主な変動要因

#### 【上昇要因】

- ・保有するグローバル・リートETFの価格が上昇したことが、基準価額の上昇要因となりました。
- ・投資対象のリートETFの分配金が基準価額の上昇要因となりました。

#### 【下落要因】

- ・為替取引・プレミアム戦略が不調となり基準価額の下落要因となりました。
- ・当期の選択通貨保有が、対米ドルでの新興国通貨安傾向、米金利上昇傾向により不芳であったことが基準価額の下落要因となりました。
- ・グローバル・リートカバードコール戦略の不芳が基準価額の下落要因となりました。

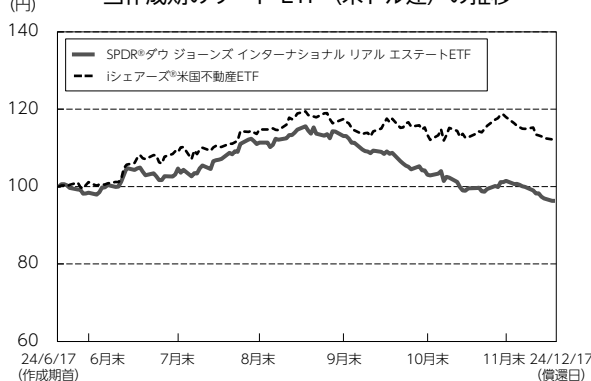
## ○投資環境

※以下のコメントの内容は、クレディ・スイス・グループからのコメントをもとにSBIアセットマネジメントが編集したものです。

### ○グローバル・リート市場

作成期初は5月の米消費者物価指数（CPI）が鈍化し米FRBによる利下げ期待が高まったことなどから米国リートを中心に上昇しました。他方、ユーロ圏はフランスの総選挙を巡る不透明感などが重しとなり軟調に推移しました。当期中盤は、9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）において米FRBが利下げを決定するとの見方が強まり米国リートを中心に堅調に推移しました。実際には米連邦準備制度理事会（FRB）が0.5%の大幅利下げを決定したことや追加利下げに前向きな姿勢を示したことなども好感されました。その後、10月にかけて、米国経済が堅調に推移する中、追加利下げ観測が後退したことや、米大統領選挙でトランプ氏が勝利するとの見方などから米長期金利が上昇し先進国リート市場が下落する場面もありました。作成期末にかけては、米長期金利の上昇が一服したことなどが支えとなり、先進国リート市場は底堅く推移しました。

当作成期のリート ETF（米ドル建）の推移



※ブルームバーグのデータを基にSBIアセットマネジメントにて作成しています。

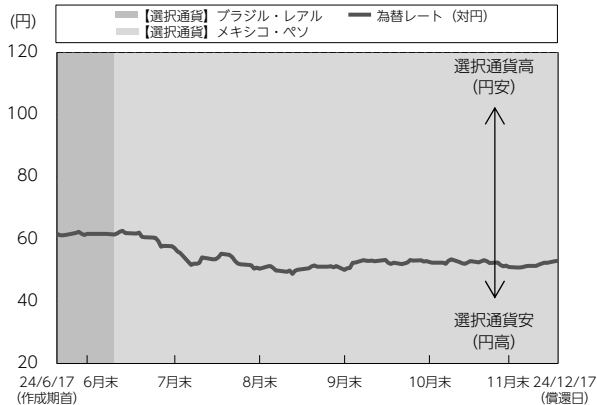
※祝日等の場合には前営業日の数値で計算しています。

※リートETFは、2024年6月17日を100として指数化しています。

## ○為替市場

当作成期、米ドル円相場は158円近辺で始まりました。6月は米消費者物価指数（CPI）の鈍化からドルが弱含んだ後、日銀の金融政策決定会合を受けて7月の利上げ観測が後退したこと、米金利の上昇などから、ドル高円安が進み、7月初に期中ドル高水準の161円台を付けました。7月に入って、米連邦準備制度理事会（FRB）への利下げ期待が強まる一方、日銀の利上げ観測が強まったため、9月半ばごろまでドル安円高傾向が続き、期中ドル安水準の140円割れまで低下しました。9月半ばごろ、日銀が利上げを急がない姿勢を示したこと、米景気指標の上振れやFRB当局者がタカ派的な姿勢を示したことなどから反転し、11月半ばごろまでドル高円安傾向となりました。その後、米国のトランプ新政権のもと、財政規律を重視すると考えられているベッセント氏が財務長官に指名されたことや日銀の利上げ観測などから一時的にドル安円高傾向となりました。しかしながら、12月に入り、FRBが利下げに慎重であるとの見方が強まった一方、12月に日銀は利上げを見送るとの見方が強まり再びドル高円安となり、結局153円台で引けました。

当作成期の選択通貨の変遷及び為替レートの推移（対円）



※為替レート（対円）は、2024年6月17日を100とし、選択通貨が見直された場合は連続した指数となるよう算出しています。

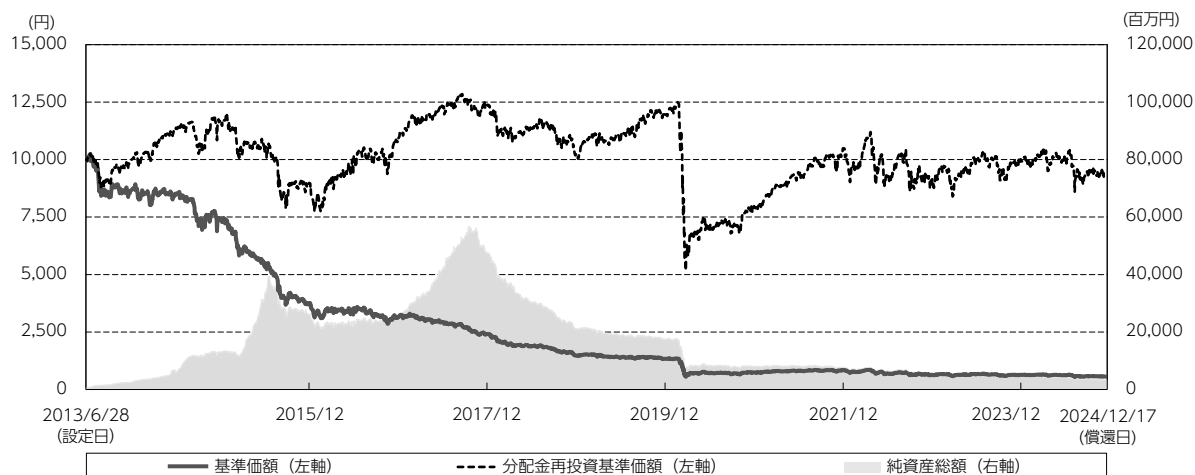
## ○当作成期の選択通貨ユニバースの状況

2024年下半年は、世界経済の変化と国内政策の動向に大きく影響され、ラテンアメリカ通貨を取り巻く状況は複雑な様相を呈しました。ブラジルレアル（BRL）は、鉄鉱石や大豆等のコモディティ価格の下落と世界的なインフレ圧力による逆風に見舞われ、通貨安の傾向がさらに悪化する形となりました。ブラジル中央銀行は3回の利上げをもって対応し、政策金利であるSelicレートは12.25%に引き上げられました。市場のセンチメントは、長引くコアインフレと外部の脆弱性に対する懸念を反映する形で、引き続き慎重な動きを示しました。ブラジル経済の回復は目を見張るものでした。消費者物価上昇率は低下傾向にあるものの、依然として目標値を上回っていました。ブラジル中銀は、世界的に持続するインフレと主要な貿易相手国の景気減速等、重大なリスク要因をハイライトし、政策スタンスの微妙なバランスを強調しました。

メキシコでは、米国での景気後退懸念や、日本円とスイスフランを資金とするキャリートレードのポジション解消に伴う不利な流動性の条件下で、8月の大幅な下落を皮切りに、ペソ（MXN）に顕著なボラティリティが見られました。米国の景気後退懸念がその後和らぎ、米連邦準備制度理事会（FRB）が政策金利を50ベースポイント引き下げたことで、マクロ経済の見通しが安定し、エマージング通貨などのリスク資産に恩恵がもたらされました。そのため、ペソの為替水準は9月には回復しました。しかし、その後の数ヶ月間、メキシコ国内の政治情勢がペソの為替水準を圧迫しました。10月には、シェインバウム大統領によって提案された司法改革が長期的な制度的独立性に対する懸念を引き起こし、その上ドナルド・トランプ氏が再選された米国の選挙結果も加わり、懸念が高まりました。10月には、シェインバウム大統領によって提案された司法改革が長期的な制度的独立性に対する懸念を引き起こし、その上ドナルド・トランプ氏が再選された米国の選挙結果も加わり、懸念が高まりました。

## ○設定来の基準価額等の推移

(2013年6月28日～2024年12月17日)



(注1) 当ファンドは、特定のベンチマーク及び参考指数等は採用していません。

(注2) 分配金再投資基準価額は、収益分配金(税込み)を分配時に再投資したものとみなして計算し、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3) 分配金の再投資についてはお客様がご利用のコース等により異なります。また、ファンドの運用経過については、当ファンドのパフォーマンスを示したものであり、ファンドの購入価額により課税条件等が異なるため、お客様の損益の状況を示すものではありません。

(注4) 分配金再投資基準価額は、設定日(2013年6月18日)の値が基準価額と同一となるように指数化しています。

## ○基準価額の主な変動要因

### 第1作成期(2013年6月28日(設定日)～2013年12月)

当ファンドは設定日以降、外国投資信託証券である「CSグローバル・リート・トリプル・プレミアム・ファンド(適格機関投資家限定)」を高位に組み入れており、第6期末の基準価額は8,391円となりました。なお、同期末の税引前分配金再投資基準価額は設定来で▲3.4%の9,663円となりました。

### 第2作成期(2013年12月～2014年6月)

当ファンドは設定日以降、外国投資信託証券である「CSグローバル・リート・トリプル・プレミアム・ファンド(適格機関投資家限定)」を高位に組み入れており、第12期末の基準価額は8,276円となりました。なお、同期末の税引前分配金再投資基準価額は作成期首比で+14.4%の11,052円となりました。

### 第3作成期(2014年6月～2014年12月)

当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は、グローバル・リートの上昇などを受けて、6月下旬から8月末にかけて緩やかな上昇基調で推移しましたが、9月以降は、金利上昇の影響を受けてリートが大幅下落となったことや、ブラジル大統領選を巡る先行き不透明感から、選択通貨であるブラジル・リアルが大幅下落したことにより、10月3日に当期の最安値である10,251円を付けました。その後は、主要各国の金利低下が下支えとなり、グローバル・リートが反発したことから、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額も上昇に転じ、12月



8日に当期の最高値である11,868円を付けました。当期末にかけては、原油安により投資家のリスクオフ姿勢が強まり、グローバル・リートや新興国通貨が大幅下落となったことから、当期末の税引前分配金再投資基準価額は作成期首比で▲1.9%の10,845円となりました。

#### 第4作成期（2014年12月～2015年6月）

当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は、グローバル・リートの上昇などを受けて、12月下旬から1月下旬にかけて緩やかな上昇基調が続きました。しかし、2月以降は、米国の早期利上げ観測によりグローバル・リートが下落したことや、国営石油会社ペトロブラスの汚職に伴う政治的混乱などにより選択通貨のブラジル・レアルが大幅下落したことにより、税引前分配金再投資基準価額は、3月18日に当期の最安値である10,078円を付けました。その後は、主要各国の金利上昇が嫌気されグローバル・リートの下落基調が継続した一方、選択通貨のインドネシア・ルピアやブラジル・レアルの反発、ドルが対円で上昇したことなどを受けて、税引前分配金再投資基準価額は一進一退の値動きとなりました。当期末にかけては、グローバル・リートや選択通貨のブラジル・レアルがやや値を戻す動きとなり、当期末の税引前分配金再投資基準価額は作成期首比で△2.3%の10,598円となりました。

#### 第5作成期（2015年6月～2015年12月）

当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は、グローバル・リートや選択通貨の下落などを受けて、6月下旬から9月下旬にかけて下落基調が続きました。特に、7月下旬以降は、格下げによる選択通貨ブラジル・レアルの大幅下落に加えて、中国の人民元切り下げを発端とした株式市場の急落に伴いグローバル・リートも大きく下落したことから、税引前分配金再投資基準価額は、9月25日に当期の最安値である7,884円を付けました。その後は、米利上げ観測の後退などによりグローバル・リートが反発基調で推移したほか、選択通貨のインドネシア・ルピアの反発、ドルが対円で上昇したことなどを受けて、税引前分配金再投資基準価額は緩やかに上昇しました。当期末にかけては、グローバル・リートや選択通貨のトルコ・リラが概ね底堅く推移し、当期末の税引前分配金再投資基準価額は作成期首比で△15.9%の8,915円となりました。

#### 第6作成期（2015年12月～2016年6月）

当ファンドの分配金再投資基準価額は、グローバル・リートや選択通貨の下落などを受けて、年明け以降に下落基調が強まり、1月21日に当期の最安値である7,736円を付けました。中国株式市場や人民元の急落によりグローバル・リートや新興国高金利通貨も大幅下落となりましたが、2月下旬以降は投資家のリスク回避姿勢が後退しました。その後も、原油相場の反発や米利上げ観測の後退などによりグローバル・リートが概ね上昇基調で推移したほか、選択通貨のブラジルレアルやロシアルーブルの反発などを受けて、分配金再投資基準価額は緩やかに上昇しました。当期末にかけても、グローバル・リートや選択通貨が堅調に推移したことにより緩やかな上昇基調が継続し、6月10日に当期の最高値である9,862円を付けました。当期末の分配金再投資基準価額は作成期首比で+5.2%の9,375円となりました。

#### 第7作成期（2016年6月～2016年12月）

当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は、英国の欧州連合（EU）離脱決定を受けて世界的にリートが急落し、外国為替市場でもリスク回避の円買いが進行したことにより、2016年6月28日に当期の最安値である9,347円を付けました。しかし、7月以降は、投資家のリスク回避姿勢の後退や原油相場の反発、米利上げ観測の後退等により、グローバル・リートが反発し、選択通貨のブラジル・レアルが対ドルや対円で上昇したことから、税引前分配金再投資基準価額は概ね上昇基調となりました。

11月上旬以降は、米大統領選で勝利したトランプ氏の政策やインフレ期待を織り込む形で金利が急騰し、為替においてもドル高が進行したため、グローバル・リートや選択通貨のブラジル・レアルの下落により、税引前分配金再投資基準価額は軟調に推移しました。しかし、その後は米国景気の拡大期待などを背景にリートが反発し、為替も円が一段安となったことから、税引前分配金再投資基準価額は12月14日に当期の最高値である10,832円を付けました。当期末の税引前分配金再投資基準価額は作成期首比で+14.8%の10,765円となりました。

#### 第8作成期（2016年12月～2017年6月）

当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は、2016年12月26日に当期の最安値である10,768円を付けた後、米国景気の拡大期待などによりグローバル・リートが底堅く推移する一方、新興国高金利通貨が対ドルで堅調に推移したことなどにより、期を通じて概ね上昇基調となりました。具体的には、2017年の年初以降、米国の利上げペースが想定よりも加速しないとの見方が強まったことや、選択通貨のブラジル・レアルやトルコ・リラが対ドルで比較的堅調に推移したことから、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は上昇基調を維持し、当期末の6月19日に当期の最高値である12,259円を付けました。当期の税引前分配金再投資基準価額の騰落率は、作成期首比で+13.9%となりました。

#### 第9作成期（2017年6月～2017年12月）

当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は、2017年6月下旬から8月半ばにかけて欧米の金利上昇や景気回復を受けて一進一退で推移しましたが、8月下旬以降は、米国の追加利上げを控えてグローバル・リートや選択通貨のトルコ・リラが比較的堅調に推移したことから、9月19日に当期の最高値である12,848円を付けました。その後は、グローバル・リートがやや軟調に推移する中、10月上旬の米国・トルコ間での相互ビザ発給停止を受けて選択通貨トルコ・リラが急落したことから、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は下落基調となりました。11月下旬にかけても、選択通貨トルコ・リラが対ドルや対円で過去最安値を付けるなど一段安となったことから、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は11月29日に当期の最安値である11,869円を付けました。当期末にかけては、選択通貨トルコ・リラの反発などにより、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は上昇しました。当期の税引前分配金再投資基準価額の騰落率は、作成期首比で+1.1%となりました。

#### 第10作成期（2017年12月～2018年6月）

当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は、2017年12月下旬に当期の最高値を付けた後、2018年1月末までは世界的な株高を背景にグローバル・リートが底堅くする一方、選択通貨トルコ・リラの下落基調が継続したことから、やや軟調な展開となりました。2月以降は、米国の長期金利の急騰を発端とした世界同時株安を受けてグローバル・リートが下落し、外国為替市場ではリスク回避の円買いが進行したことから、当ファンド

の税引前分配金再投資基準価額は下落が続きました。その後も、グローバル・リートが反発基調となる中、シリア情勢の緊迫化などによる地政学リスクの高まりから、選択通貨のトルコ・リラやロシア・ルーブルが下落したため、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は2018年4月半ばにかけて当期の最安値を付けました。4月下旬以降は、投資家のリスク回避姿勢が後退し、選択通貨インド・ルピーが底堅く推移する中、グローバル・リートが上昇したことから、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は緩やかに反発する展開となりました。

#### 第11作成期（2018年6月～2018年12月）

当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は、2カ月ほどレンジ内で推移した後、グローバル・リートと選択通貨メキシコペソがともに底堅く推移し、2018年8月初旬に当期の最高値を付けました。しかし、9月以降は米中貿易戦争の激化や、米連邦準備制度理事会（FRB）が今年3回目の金利引き上げを行ったことが逆風となり、グローバル・リートと選択通貨インドルピーが下落基調となりました。

10月に入り、選択通貨がメキシコペソに切り替わるも、軟調な推移は変わらず、グローバル・リートも米国10年債利回りが3%以上で推移したため、下落基調が続きました。11月はグローバル・リートが好調に推移するも、選択通貨メキシコペソが弱含みとなり、当期の最安値を付けました。

#### 第12作成期（2018年12月～2019年6月）

米国経済や米中貿易摩擦の先行きに対する警戒感が高まる中、米国株の急落が世界的に拡大した影響から、多くの資産クラスが大幅に下落しました。このような中、先進国リート市場も下落し、また選択通貨トルコ・リラがともに軟調に推移したことから、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は、2019年1月初旬に当期の最安値を付けました。

その後は米連邦準備制度理事会（FRB）が政策金利の引き上げに対して慎重な姿勢を強めたことから、米長期金利は低下し、米国を中心にリート市場も急回復しました。また、回復後も米国株の上昇や米長期金利の低下などを背景に、上昇基調を維持しました。他方、選択通貨のインド・ルピーやメキシコ・ペソも安定的に推移したことから、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は、おおむね堅調な推移となりました。

#### 第13作成期（2019年6月～2019年12月）

当作成期初は、米中が通商協議再開に合意したことや米連邦準備制度理事会（FRB）議長が発言が好感されたことなどを背景に、多くの資産クラスが上昇しました。このようななか、先進国リート市場も上昇し、また選択通貨メキシコ・ペソがともに堅調に推移しました。その後は、選択通貨がトルコ・リラに変更になりましたが、レンジでの安定した推移となり、米中通商協議が部分合意に達したことや、FRB議長が現行の低金利政策の継続を示唆したことなどから長期金利は低下に転じたことで先進国リート市場の底堅さが続き、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は、2019年12月初旬に当作成期の最高値を付けました。

その後は米中両国が通商協議において第1段階の合意に達し2020年1月中旬に正式文書への調印が行われると発表したことなどから投資家のリスク選好姿勢が強まり、米国を中心にリート市場は利益確定売りの流れを受け、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額も軟調な推移となりました。

#### 第14作成期（2019年12月～2020年6月）

期初は、米中通商協議の進展などにより長期金利が上昇して先進国リート市場は下落した一方、投資家のリスク選好により外国為替市場では新興国高金利通貨やドル/円相場が堅調に推移したことから、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は一進一退の展開となりました。

年明け以降は、中東情勢の緊迫化などを受けて長期金利が低下したことから、先進国リート市場は金利低下の恩恵を受けて上昇し、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は2020年2月下旬に当作成期の最高値を付けました。

しかしながら、新型コロナウイルスの感染が中国国外にも広がったことや、石油輸出国機構（OPEC）プラスでの協調減産交渉の決裂による原油価格急落などが投資家の失望を招きリスク資産に売り圧力が加わったことから、先進国リート市場や新興国高金利通貨は急落し、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は3月下旬に当作成期の最安値を付けました。

その後3月末にかけては、米連邦準備制度理事会（FRB）の緊急利下げや量的緩和策に加え、主要国の財政・金融政策などの発表が好感され、株式市場は落ち着きを取り戻したものの、先進国リート市場は低金利環境下にもかかわらず、戻りの鈍い展開となりました。

4月以降は、各国政府や中央銀行による追加の財政支援策や金融緩和策が引き続きリスク資産を下支えしたことから、先進国リート市場や新興国高金利通貨も反発基調となりました。翌5月以降も先進国リート市場や新興国高金利通貨は底堅く推移し、6月上旬にやや調整したものの、おおむね反発基調を維持して当作成期末を迎えました。

#### 第15作成期（2020年6月～2020年12月）

期初は、米中通商協議の進展などにより長期金利が上昇して先進国リート市場は下落した一方、投資家のリスク選好により外国為替市場では新興国高金利通貨やドル/円相場が堅調に推移したことから、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は一進一退の展開となりました。

年明け以降は、中東情勢の緊迫化などを受けて長期金利が低下したことから、先進国リート市場は金利低下の恩恵を受けて上昇し、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は2020年2月下旬に当作成期の最高値を付けました。

しかしながら、新型コロナウイルスの感染が中国国外にも広がったことや、石油輸出国機構（OPEC）プラスでの協調減産交渉の決裂による原油価格急落などが投資家の失望を招きリスク資産に売り圧力が加わったことから、先進国リート市場や新興国高金利通貨は急落し、当ファンドの税引前分配金再投資基準価額は3月下旬に当作成期の最安値を付けました。

その後3月末にかけては、米連邦準備制度理事会（FRB）の緊急利下げや量的緩和策に加え、主要国の財政・金融政策などの発表が好感され、株式市場は落ち着きを取り戻したものの、先進国リート市場は低金利環境下にもかかわらず、戻りの鈍い展開となりました。

4月以降は、各国政府や中央銀行による追加の財政支援策や金融緩和策が引き続きリスク資産を下支えしたことから、先進国リート市場や新興国高金利通貨も反発基調となりました。翌5月以降も先進国リート市場や新興国高金利通貨は底堅く推移し、6月上旬にやや調整したものの、おおむね反発基調を維持して当作成期末を迎えました。

#### 第16作成期（2020年12月～2021年6月）

##### 【基準価額の上昇要因】

- ・ 保有するグローバル・リートETFの価格が上昇したことが、基準価額の上昇要因となりました。
- ・ 為替市場で円に対し米ドルが上昇したことが、基準価額の上昇要因となりました。
- ・ 為替取引・プレミアム戦略が奏功し、基準価額の上昇要因となりました。

##### 【基準価額の下落要因】

- ・ グローバル・リートカバードコール戦略、通貨・カバードコールが不調となり基準価額の下落要因となりました。

#### 第17作成期（2021年6月～2021年12月）

##### 【基準価額の上昇要因】

- ・ 保有するグローバル・リートETFの価格が上昇したことが、基準価額の上昇要因となりました。
- ・ 為替市場で円に対し米ドルが上昇したことが、基準価額の上昇要因となりました。

##### 【基準価額の下落要因】

- ・ グローバル・リートカバードコール戦略、通貨・カバードコールが不調となり基準価額の下落要因となりました。

#### 第18作成期（2021年12月～2022年6月）

##### 【基準価額の上昇要因】

- ・ 同期間の選択通貨（ロシアルーブル（期初～2月7日）、ブラジルリアル（2月8日～期末）の為替取引・プレミアム戦略が、対米ドルでの資源通貨高傾向、高金利基調により成果を挙げたことが基準価額の上昇要因となりました。
- ・ 為替市場で円に対し米ドルが上昇したことが、基準価額の上昇要因となりました。

##### 【基準価額の下落要因】

- ・ 保有するグローバル・リートETFの価格が下落したことが、基準価額の下落要因となりました。

#### 第19作成期（2022年6月～2022年12月）

##### 【基準価額の上昇要因】

- ・ 当期の選択通貨ブラジルリアルの為替取引・プレミアム戦略が、対米ドルでの資源通貨高傾向、高金利基調により成果を挙げたことが基準価額の上昇要因となりました。
- ・ 為替市場で円に対し米ドルが上昇したことが、基準価額の上昇要因となりました。
- ・ 投資対象のリートETFの分配金が基準価額の上昇要因となりました。

##### 【基準価額の下落要因】

- ・ 保有するグローバル・リートETFの価格が下落したことが、基準価額の下落要因となりました。

## 第20作成期（2022年12月～2023年6月）

### 【基準価額の上昇要因】

- ・新型コロナウイルスによる行動制限が緩和され、世界的に経済活動の正常化が見られたこと
- ・2022年12月、2023年3月、4月の米消費者物価指数（CPI）、生産者物価指数（PPI）が前年同月比で鈍化したことを受けて、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ継続観測が後退したこと
- ・FRBが急速に金融引き締め強化を進める中、米国国債利回りが上昇し、米ドル高円安傾向が続きました。さらに日本銀行が、基本的に、FRBや欧州中央銀行（ECB）と逆に金融緩和維持を続けたため、ユーロなど米ドル以外の通貨に対しても円安基調となったこと

### 【基準価額の下落要因】

- ・世界的なインフレ上昇と、FRBを始めとする各国中央銀行によって金融引き締めが行われたこと
- ・米銀破綻やスイス金融大手の経営悪化による金融システム不安が強まったこと

## 第21作成期（2023年6月～2023年12月）

### 【基準価額の上昇要因】

- ・保有するグローバル・リートETFの価格が上昇したことが、基準価額の上昇要因となりました。  
※11月以降、米国で早期利下げ観測が強まり、長期金利が低下したことが背景にあります。
- ・投資対象のリートETFの分配金が基準価額の上昇要因となりました。

### 【基準価額の下落要因】

- ・グローバル・リート・カバードコール戦略、通貨・カバードコールが戦略が不調となり、基準価額の下落要因となりました。
- ・当期の選択通貨・ブラジルレアルの為替取引・プレミアム戦略が、対米ドルでの資源通貨安傾向、米金利上昇傾向により不芳であったことが基準価額の下落要因となりました。
- ・為替市場で円に対し米ドルが下落したことが、基準価額の下落要因となりました。

## 第22作成期（2023年12月～2024年6月）

### 【上昇要因】

- ・投資対象のグローバル・リートETFの分配金が基準価額の上昇要因となりました。
- ・グローバル・リートカバードコール戦略のプレミアムが基準価額の上昇要因となりました。
- ・為替市場で円に対し米ドルが上昇したことが、基準価額の上昇要因となりました。

### 【下落要因】

- ・保有するグローバル・リートETFの価格が低下したことが、基準価額の低下要因となりました。
- ・為替取引・プレミアム戦略が不調となり基準価額の下落要因となりました。
- ・当期の選択通貨ブラジル・レアルの為替取引・プレミアム戦略が、対米ドルでの資源通貨安傾向、米金利上昇傾向により奏功せず、基準価額の下落要因となりました。

第23作成期（2024年6月～2024年12月17日（償還時））

【上昇要因】

- ・ 保有するグローバル・リートETFの価格が上昇したことが、基準価額の上昇要因となりました。
- ・ 投資対象のリートETFの分配金が基準価額の上昇要因となりました。

【下落要因】

- ・ 為替取引・プレミアム戦略が不調となり基準価額の下落要因となりました。
- ・ 当期の選択通貨保有が、対米ドルでの新興国通貨安傾向、米金利上昇傾向により不芳であったことが基準価額の下落要因となりました。
- ・ グローバル・リートカバードコール戦略の不芳が基準価額の下落要因となりました。

## ○設定来の投資環境

以下のコメントの内容は、クレディ・スイス・グループからのコメントをもとにSBIアセットマネジメントが編集したものです。

第1作成期（2013年6月28日（設定日）～2013年12月）

### グローバル・リート市場

7月に一旦上昇の動きを見せたものの、米量的緩和縮小への憶測から米国金利が上昇したことや、欧州での政情・政局に不透明感が増したことを背景に大きく下落しました。9月に入ると欧州経済に回復の兆しがみえてきことや米国の堅調な経済指標、また中国の好調な経済成長を受けて上昇し、10月も上昇基調を継続しました。9月に日本のパフォーマンスは特に堅調に推移し、継続的な低金利、東京の不動産市場ファンダメンタルズの改善、さらに2020年の東京オリンピック開催が決定されたことなどから、17%という高い上昇を記録しました。しかし、11月にFRB（米連邦準備制度理事会）による金融緩和策の縮小開始への懸念が再燃し米国債の利回りが上昇、グローバル・リートのような金利に敏感な資産にも影響を及ぼし、大きく下落しました。

12月は引き続き縮小懸念から一旦は下落しましたが、FOMC（米連邦公開市場委員会）を前に、堅調な雇用環境や経済指標を背景として上昇の兆しをみせ始め、この期間を終えました。

### 為替市場

2013年7月以降、新興国通貨は2つの対外的な逆風にさらされました。第一は、FRBの量的緩和縮小に先立ち、米国10年国債利回りが3%に達するなど米国の金利が上昇したこと、第二は、世界経済の回復にもかかわらず、中国が均衡の取れた経済成長や、行き過ぎた貸出、投資の抑制に取り組む中、大半の国際商品相場が軟調であったことです。

高金利の新興国通貨のパフォーマンスは、これらの通貨の主な変動要因である国際収支の動向や、海外から現地の債券市場への資本流入などの要因により、各通貨により異なる結果となりました。高金利の新興国通貨の相対収益は、前述の逆風となる外的要因に対しどの程度説得力ある政策反応を示したか、またどの程度迅速なマクロ調整（特に経常赤字削減）が行われたかによって異なったものとなりました。

インドネシアの場合、FRBの量的緩和縮小に対し、国内債券市場ではほぼ三分の一を占める外国人投資家の動向、旺盛な国内需要と脆弱な交易条件により拡大を続ける経常赤字により、インドネシア・ルピアは攻撃にさらされやすい状況でした。また、中央銀行は当初通貨防衛のために外国為替市場へ為替介入を行いました。インフレによる悪影響や通貨下落に対する金融引締め策は緩慢な対応となりました。結局、中央銀行は、2013年6月から11月までに合計1.75%の利上げを実施しました。

対照的に、インドは迅速な国際収支の赤字改善の取り組みと9月以降、信頼できる金融政策対応によりインド・ルピーの価値を下支えしました。金などを含む輸入抑制のための政策措置が講じられた一方で、通貨価値下落の恩恵を受けた衣料品などの低付加価値製品の輸出が回復し始めました。結果として、経常赤字はGDP比で3%未満まで減少し、インドは攻撃されやすい高金利の新興国通貨の中で最も大きな国際収支の改善を行いました。また、インド準備銀行のラジャン新総裁は、海外からの資本流入を促す流動性緩和措置を行いながら、金利を引き上げる（当期間中に合計0.5%の利上げ）政策変更を実行しました。加えて、その他の資本流入として、インド・ルピー相場の下支えに大きく貢献した非居住者外貨預金も挙げられます。



第2作成期（2013年12月～2014年6月）

## グローバル・リート市場

2013年12月18日～2014年6月17日のグローバルREIT市場は、ベンチマークであるS&P先進国リート指数（以下指数）が米ドル・ベースで10%以上上昇するなど良好な市場環境となりました。

指数は210台前半でこの期間をスタートし、米連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和の縮小を発表して以降、市場全体を覆っていた先行きへの不透明感が後退し、上昇基調が続きました。2014年に入るとアルゼンチンの通貨不安に端を発した混乱が為替市場全体に影響を与え、寒波が原因と見られる米国経済指標の軟化を背景に、金利に敏感なリート銘柄は債券利回りの低下の恩恵を受けました。国別に見るとフランス、オランダが最も堅調な推移となりました。3月はウクライナ情勢など地政学的リスクが高まり、リスク・オフのモメンタムが広がり、一時的に軟調な推移となりましたが、4月に入り鉱工業生産や住宅関連の経済指標が堅調な結果を示すとおり、米国経済の成長の足取りは強まっており、さらに長期金利が安定推移していることを背景に、指数は6月現在も好調な推移を続けています。

## 為替市場

2014年上半年期（2014年1～6月）の新興国通貨は、対ドルで上昇しました（バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチが算出する新興国通貨インデックスは2%程度上昇）。その理由は主に下記に上げる3つの要因により、世界の市場環境が改善したためです。

第一は、2013年末に3%を超えていた米国10年国債利回りが2.4%台へと低下したことです。米経済の早期回復期待の剥落、FRBが引き続きハト派的政策姿勢を取ったこと、市場が米国国債の大幅なショート・ポジション（売り持ち高）に傾いたことによる買戻し、外国人投資家が米国国債を一段と買い越したことなどによるものです。

第二は、中国経済の動向が当期間中の2四半期間で大きく異なる状況に変化したことによるものです。2014年上半年期は住宅・不動産セクターの低迷が強まったものの、的を絞った金融緩和策や金融政策の微調整により、2014年1～3月期の低調なGDP発表後も中国経済のハードランディング（急速な悪化）への不安が軽減され、2014年4～6月期末にかけて中国経済は緩やかな回復傾向を示しました。また、中国人民銀行（PBOC）が人民元の変動幅の拡大を政策目標とし、人民元が上下双方向に変動するリスクが生じた結果、人民元は2014年1～3月期に急落しました。人民元の対ドルの変動幅は2014年3月に拡大しましたが、2014年1～3月期の期間の取引量の低迷は、こうした取引環境の変化を市場が上手く消化する良い機会になりました。対照的に、人民元は2014年4～6月期に安定した値動きを見せました。こうした人民元相場の安定化は、2014年4～6月期に新興国株式市場が反発に転じた動きと一致するものであり、新興国通貨の見通しを下支えするものとなりました。

第三は、市場の変動率の大幅な低下が、新興国通貨などの相対的に高い利回りを求める投資行動の一因となったことです。

ブラジル・レアルは特に名目、実質両面で非常に高い現地通貨建て金利の恩恵を受ける格好となりました。ブラジル・レアルの高金利は、2014年6月時点で前年同月比+6.4%と頑固な高インフレ、弱含みの経済成長、S&Pにより1ノッチ格下げされトリプルBマイナスとなった長期債務格付け（2014年3月時点）に対する防波堤となっています。ブラジル中央銀行は2014年5月に政策金利を11%に据え置き、金融引き締めサイクルを小休止しており、今後数カ月間でインフレ緩和の影響を受けて需要見通しが軟化するとの予測を示しています。また、ブラジル・レアルは、2014年10月の総選挙に先立ち、インフレに対処するために、利上げよりも通貨高を好ましいとす

る金融当局の通貨政策の恩恵も受けました（例として、当局の為替介入など）。

インド・ルピーの高いパフォーマンスは、2014年5月の総選挙後の政治、経済の根本的な変化への期待に加え、インフレ抑制、経常赤字の縮小といったマクロ経済環境の改善によるものでした。5月の総選挙を制したインド人民党のナレンドラ・モディ氏は、実際、市場に配慮し、インドの潜在成長力を高める構造改革（税制改革、国営企業の民営化、中期的な財政再建など）の見通しを改善させる程の強い信任を得たと受け止められました。これにより、記録的な投資資金がインド株式市場や債券市場に流入しました。また、インド準備銀行は外貨準備高を再構築する機会を得たものの、インド・ルピーのさらなる上昇にあたって、ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）上の障害はほとんどないことから、インド・ルピーは依然として割安な通貨となっています。

### 第3作成期（2014年6月～2014年12月）

#### グローバル・リート市場

2014年6月18日から2014年12月17日のグローバル・リート市場は、ベンチマークであるS&P先進国リート指数が9月に一旦下落したものの、最終的に4.0%近く上昇するなど、堅調な推移が続きました。

米国経済は雇用増加、労働者所得、不動産販売などの経済指標が堅調に推移するなど成長を続けており、低迷気味の世界経済の安定役を担っています。9月にリートが大規模な新規発行と金利に敏感な特性から、債券利回りの上昇の影響を受け大幅な下落となったものの、10月に入り主要各国の債券利回りが低下基調で推移したことなどが下支えとなって9月の下落幅を回復しました。リーートのディフェンシブな特性や魅力的な配当収入、全般に低金利環境が続いていることなどが、相場の下支えとなっていると見られます。

#### 為替市場

2014年下半期の新興国通貨市場は、ドル高の流れを受け幅広く下落しました。バンクオブアメリカ・メリルリンチ新興国トータルリターン指数では、当期間約9.0%下落しました。主にハイイールド市場、商品市況、東欧新興国通貨市場セクターがロシア情勢の混乱もあり、相対的に大きく下落しました。

この間の新興国市場は、堅調な米経済成長、減速する中国経済、商品価格の下落、世界的な低インフレ、低金利、いくぶん不安定な市場環境といった外部要因の影響を受けました。新興国市場の経済成長に関しては、2014年下半期に年率ベースで約3.0%と米景気回復の恩恵もあり、足場固めの状況となりました。

2014年下半期は、原油価格、そして商品価格全般で大幅下落を記録しました。2014年6月の高値から北海ブレント原油価格は約50%下落し、インドなど原油輸入国通貨は恩恵を受けた一方、ロシアなど産油国通貨は大きな打撃を受けました。

2014年下半期は世界的に消費が押し上げられたにもかかわらず、ディスインフレの兆候が低インフレ国を追加金融緩和に向かわせました（例として日銀、欧州中央銀行）。こうしたハト派的な中央銀行の中で、良好な国内経済環境が追い風となり、米連邦準備理事会のよりバランスの取れた政策スタンスが際立つ格好となりました。世界的な低インフレと金融緩和環境は世界的な長期金利の低下を促し、一時、米国10年国債利回りが2%付近まで低下するなど、米国国債の利回り曲線をいびつにしました。

米国債券利回りよりもドル高や国際商品市況の下落が2014年下半期の新興国通貨のパフォーマンスに大きな影響を与えました。そうした中、中国では住宅価格の低迷が続く、中国国内の経済活動や国際商品相場の重しとなったことから、中国人民銀行は国内経済を活性化させる追加金融緩和策に頼る形となりました。

2014年下半期のブラジル・リアル相場は、高い名目、実質金利にもかかわらず、厳しさを増している国内経済、対外収支を含むマクロ経済情勢により、最もパフォーマンスの振るわなかった通貨の一つとなりました。2014年末に向けて工業部門が前年対比5%以上縮小する中、ブラジルのGDPはかろうじて拡大しました。通貨安、内需の低迷にもかかわらず、交易条件の悪化を受けてブラジルの経常赤字はGDP比で▲4%へと拡大しました。現状、経常赤字埋合せのための対外資金比率は2011年の127%に比べ、約70%程度です。なお、ターゲット上限6.5%に対し、インフレ圧力は根強い環境が続きました。こうした状況から、中央銀行はインフレ期待を再度低下させるために追加的に合計0.75%の利上げを実施し、さらなる金融引き締めを行いました。また、ブラジルの財政収支は、政府目標のGDP比1%の黒字に対し、同5.8%の赤字まで拡大しました。10月に行われ、市場が目したブラジル大統領選では、拮抗する選挙戦でジルマ・ルセフ大統領が再選を果たしました。包括的プランはまだ発表されていませんが、以前に財政再建実績のあるレヴィ氏の新財務大臣への就任は前向きに受け止められました。一方で、ブラジル国営石油会社ペトロブラスを巡る汚職疑惑は、ブラジルの公的ファイナンスに潜在的な影を落としました。

#### 第4作成期（2014年12月～2015年6月）

##### グローバル・リート市場

先進国リート市況は当該期間は若干下落しました。

当期間の前半では、ECB（欧州中央銀行）の国債買入れプログラムや日銀の継続的な金融緩和政策、原油を中心とするコモディティ価格下落によるインフレ期待の後退や世界的な低金利環境などを背景に上昇基調で推移しました。その後、米国経済の力強い経済指標を受けて、FRB（米国連邦準備制度理事会）が年後半の利上げを示唆すると、米国の債券利回り上昇を背景に世界的にリートの利益確定売りにつながりました。国別の現地通貨建て騰落率を見ると、フランス（14.9%）や英国（14.3%）が大きく上昇しました。一方で、米国（△2.1%）、香港（△0.7%）、日本（△0.6%）が相対的には振るいませんでした。現地通貨建てのセクター別では、個人用倉庫、住宅施設、分散投資のパフォーマンスが相対的に良好だった一方で、医療施設やホテル／リゾートなどが低調でした。

##### 為替市場

当期における新興国のマクロ経済環境は、中国経済が減速し第一四半期の先進国経済が一時的に鈍化する中、国際商品相場下落を受けて、厳しいものとなりました。また、年内の米国の金融政策正常化へ向けた動きと欧州の量的緩和といった金融政策の相違を主な背景としたドル高の流れや、5月のドイツ国債を皮切りとした世界的な債券市場下落に伴う先進国の金利上昇といった世界市場の動きは、新興国通貨のパフォーマンスに大きな打撃を与えました。新興国通貨は新興国債券や新興国株式の収益率を大幅に下回りましたが、通貨安は資源の輸出収入に頼る新興国経済にとって財政赤字の抑制につながるなど緩衝材としての役目を果たしています。

ブラジルリアルは大きな政治スキャンダルと景気後退の影響から、他の新興国通貨を下回る収益率となりました。2015年上半年はブラジル中央銀行が計2%もの利上げを行いました。成長率の鈍化、インフレ率の上昇、長期債務格付けの悪化、そして交易条件の悪化などを通貨安として織り込まざるを得ない状況となりました。特にルセフ大統領の支持率が低下する中、政府が必要とされていた財政改革を実行しなかったことは、通貨にとっては大きなマイナス要因として作用しました。

インドネシアルピアは米ドルに対し割安な水準かつ対外不均衡が改善したにもかかわらず、上半期は下落しました。インドネシア中央銀行は2014年に実施した燃料補助金削減の副次的影響の抑制を目的とした金融引き締め姿勢を転換し、2015年2月に利下げに踏み切りました。これは弱含みの内需への配慮に加えて、経常赤字の抑制のために、若干の通貨安容認を意図したものと受け止められました。

トルコリラの収益率はマクロ経済政策により低迷しました。低水準にとどまる実質金利、不透明感の増す政治状況を背景に、経常赤字はGDP対比で5%に達し、トルコリラにとってマイナスに作用しました。有権者へ配慮する選挙期間に伴い、財政収支の改善が大きくは見込みづらいうに加えて、政府による中央銀行への利下げに対する政治圧力が増す中、6月総選挙での与党敗北の影響を受けた政策変更リスクは先行き懸念といった形でトルコリラ相場に大きく影響を与えました。中央銀行は引き続き国内流動性の引き締めを維持していますが、2月に0.25%の利下げを行いました。6月初旬に行われた総選挙での与党・公正発展党（AKP）の過半数割れは2002年政権樹立以降初めての出来事となり、先行き不透明感がさらに増す格好となりました。

第5作成期（2015年6月～2015年12月）

### グローバル・リート市場

当作成期間（2015年6月18日から12月17日）のS&P先進国リート指数（以下指数）は、米ドルベースで1.50%下落しました。当期間の前半は、主要中央銀行の金融緩和政策、原油を中心とするコモディティ価格の下落によるインフレ期待の後退といった世界的な低金利環境を背景に、上昇基調で推移しました。その後、中国および新興国経済の成長見通しの軟化や人民元切り下げ、また、米国連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを示唆すると、米国の債券利回り上昇を背景に、世界各国でリートの利益確定売りが広がりました。全般的にFRBの利上げ時期をめぐる不透明感や中国経済の減速に関する懸念がリート市場に影響を及ぼす市場環境となりました。しかし、FRBが実際に利上げを決定すると市場は好感し、指数は上昇基調となりました。

### 為替市場

2015年下半期は、中国経済が減速し、8月に対ドルで約2%程度の人民元切り下げが行われる中、商品市況は全般的に売り圧力が強まり、第4四半期以降は原油価格が急落したことから、資源輸出に依存する新興諸国は厳しい状況に見舞われました。また、新興国市場はドル高の逆風に直面しており、過去数年間にわたる新興国の民間セクターの債務増加はドル高が一因となりました。ドル高の主な背景は、2015年12月に利上げを開始したFRBと量的緩和政策をとる欧州中央銀行（ECB）の金融政策の方向性の違いによるものであり、こうした米欧金融政策の顕著な方向性の相違は、ここ20年来で初めてとなります。

一方、2015年下半期は米国の利上げ観測は新興国通貨下落の要因になりませんでした。第一に、新興国通貨は米利上げ時期の後ずれによる恩恵を受けることが出来ませんでした。第二に、多くの新興国は、米国の利上げの際または利上げ後においても金融引き締めを遅らせたり（例としてトルコなど）、金融緩和を継続したりしました（例として中国や他のアジア諸国など）。第三に、市場はFRBが12月に利上げを実施する心構えが出来ており、大方の予想通り、金融引き締めサイクルが緩やかに米国国債利回りが引き続き平坦化したことから、2015年後半の米国10年国債利回りは一定のレンジ内で推移しました。よって、2013年のFRBによる量的緩和縮小の混乱とは対照的に、新興諸国に対しての関心は、対外不均衡よりも経済成長の低迷や商品市況が低迷する中での民間セクターの過剰債務、財政収支、そして各新興国の特殊性（中国経済の構造的な景気減速、通貨切り下げ、ブラジル、

トルコなどそれぞれの国内政治リスク) といった内部の問題に向けられました。

ブラジルレアルは、2015年下半期の新興国通貨の中ではあまりパフォーマンスの良好でない通貨となりました。主な要因は、深刻化する景気後退や失業率上昇などを背景としたファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)の更なる悪化によるものでした。インフレ率は2015年末までに10%まで上昇し、今後の中央銀行に更なるタカ派的な姿勢を促す状況となりました。また、不安定な政治情勢を受け、財政調整や構造改革の遅れから、財政赤字もGDP対比で10%に迫るレベルまで悪化しました。現職ルセフ大統領に対する弾劾も始まり、結果的に政治的な混迷状態は長引くこととなり、2015年末には財政再建を主導してきたレヴィ財務相が退任し、歳出増大にも理解があるバルボサ企画予算担当相が後任となることが決定しました。こうした市場に不信感を募らせる一連の動きは、ブラジル国債の格下げを誘発し通貨レアルにも悪影響を及ぼしました。一方、対ドルでの急速な通貨安に伴い、經常赤字はGDP対比3.7%程度まで縮小するなど対外不均衡の是正も進み、さらなるインフレを懸念する中央銀行による金融引き締め策再開への期待など、政治、財政面での懸念は続きながらも、通貨レアルにとっては、サポート材料も見られるようになりました。

インドネシアルピアは、2015年下半期の新興国通貨の中では、良好なパフォーマンスをあげた通貨の一つとなりました。2015年下半期に実施された内閣改造は、政策実現へ向けた実務面を重視したものとなりました。また、インドネシア経済は、総合インフレ率が落ち着く中、公共投資が経済成長を押し上げました。2015年第三四半期には經常赤字がGDP対比で2%程度まで減少するなど、対外不均衡も改善しました。中央銀行の金融政策に関しては、11月の預金準備率0.5%引き下げを除き、金融安定と経済成長のバランスを考慮し、政策金利は据え置かれました。

トルコリラは、2015年下半期の新興国通貨の中では比較的良好なパフォーマンスを記録しました。トルコのマクロ経済指標は強弱まちまちとなりましたが、原油価格下落の恩恵もあり経済成長は底堅さをみせ、11月時点での經常赤字はGDP対比で5.3%程度まで改善するなど対外不均衡の是正も順調に進みました。一方、米国の利上げへのトルコ中央銀行の政策対応が遅れる中、インフレ率は年率8%程度まで上昇しました。2015年下半期を通じてトルコ中央銀行は流動性が逼迫した状況を維持したものの、政策金利は据え置きました。また、11月に実施された総選挙で与党による過半数が確定するまで政治面での先行き不透明感がトルコリラに悪影響をあたえました。政治リスク後退後は、今後のインフレなど金融政策対応に焦点が移りました。

## 第6作成期(2015年12月～2016年6月)

### グローバル・リート市場

当作成期間(2015年12月18日から2016年6月17日)のS&P先進国リート指数(以下指数)は、米ドルベースで1.50%下落しました。当期間の前半は、主要中央銀行の金融緩和政策、原油を中心とするコモディティ価格の下落によるインフレ期待の後退といった世界的な低金利環境を背景に、上昇基調で推移しました。その後、中国および新興国経済の成長見通しの軟化や人民元切り下げ、また、米連邦準備制度理事会(FRB)が利上げを示唆すると、同国の債券利回り上昇を背景に、世界各国でリートの利益確定売りが広がりました。全般的にFRBの利上げ時期をめぐる不透明感や中国経済の減速に関する懸念がリート市場に影響を及ぼす市場環境となりました。しかし、FRBが実際に利上げを決定すると市場は好感し、指数は上昇基調となりました。

## 為替市場

2016年上半年期の新興国高金利通貨は、最終的にプラスのパフォーマンスとなりましたが、終始値動きの大きい市場環境となりました。年初から世界経済の鈍化懸念が市場に蔓延しました。中国人民元の対ドルでの下落や世界的な株式市場の急落により、1月から2月にかけて米国の景気後退懸念が高まりました。英国の国民投票による欧州連合（EU）離脱決定は、世界経済の成長に下振れリスクをもたらしました。原油価格をはじめ多くの商品価格は年初から下落してスタートしましたが、中国による景気刺激策や金融緩和の恩恵から、2016年3月以降は多くの商品市況が持ち直しました。

こうしたグローバル市場の動向を受け、世界的に債券利回りは歴史的低水準に低下し、1月から4月にかけて多くのドル建てのリスク資産が下落しました。3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では金融市場への配慮と緩やかな利上げサイクルが確認されました。6月のFOMCでは米経済の広範囲での景気弱含みによる雇用の鈍化が確認されたことにより、より一層緩やかな利上げペースの見通しが示唆されました。こうしたハト派姿勢を強める米金融政策により、新興国高金利通貨のパフォーマンスにとってマイナス要因であったドル高、米国債券利回りの上昇は治まりました。結果として、低調な世界経済の成長、それに伴う輸出の伸び悩みにかかわらず、新興国市場は利回りを求める投資家による堅調な資金流入の恩恵を受け、年初マイナスからスタートしたパフォーマンスが好転しました。

## 当作成期の選択通貨について

トルコリラ（2015年12月～2016年1月）

トルコリラは落ち着いたインフレ環境、底堅い経済成長、経常収支の改善により良好なパフォーマンスとなりました。こうした要因は、国内でのエルドアン大統領の権限掌握強化へ向けた首相辞任や内閣改造などを伴う政治混乱、テロリズムなど地政学的リスク、原油価格上昇といったマイナス要因を相殺しました。世界的な低金利、落ち着いた高金利通貨市場といった前向きな環境下で、インフレ鈍化もあり、トルコ中央銀行は3月から金融正常化に向けて累積で1.75%の利下げを行いました。

ブラジルリアル（2016年1月～4月、5月～6月）

ブラジルリアルは、魅力的な水準にある高い名目及び実質金利の恩恵を受け、また政治不信により構造改革の妨げとなっていたジルマ・メルセフ大統領の弾劾手続きが開始されたことで先行きへの期待も伴い、新興国高金利通貨で最も高いパフォーマンスとなりました。財政収支のさらなる悪化、景気後退局面でのインフレ抑制から中央銀行は2016年上期の政策金利を据え置きました。各種政策要因がブラジルリアルを下支えし、対外不均衡の改善が急速に進みました。過去の急激な通貨安、経済活動の収縮による輸入減少の影響で経常収支は著しく改善し、ここ数カ月では黒字に転じています。加えて、外国直接投資の純流入額は財政赤字の12カ月分以上になっています。こうした中、ブラジルの経済情勢も深刻な景気後退からの底入れの兆しが見て取れるようになりました。政治面の不透明な情勢は続いているようですが、テメル大統領代行、信任の厚いメイレレス財務大臣、そして新しいタカ派のゴールドフィン中央銀行総裁は投資家寄りとみられており、外国人投資家の信任をつないでいます。中央銀行は上半期の終わりに必要な財政改革履行に伴い、市場でも予想されている年後半の大胆な金融緩和姿勢を示唆しました。

## ロシアルーブル（4月～5月）

ロシアルーブルは原油価格の反発、タカ派的な金融政策と保守的な財政運営から、2016年上半年はパフォーマンスの良好な新興国高金利通貨の一つとなりました。物価上昇率の下落もまた、ロシアルーブルを下支えする要因となりました。インフレ環境が落ち着きを見せる中、2016年6月まで中央銀行は4%のインフレターゲット堅持の姿勢で金融緩和を抑えてきました。ロシア経済は実質賃金の下落などにより消費低迷が続いている一方、購買担当者景気指数や供給サイドの改善など景気後退の終わりが少しずつ見え始めてきました。

## 第7作成期（2016年6月～2016年12月）

### グローバル・リート市場

当作成期間（2016年6月18日から12月19日）の先進国リートは下落しました。当期間の上旬は、世界的なハト派的金利見通しの中、英国のEU離脱の是非を問う国民投票や米国の軟調な雇用統計の結果を受け国債利回りが低下したこと、米国の利上げの時期予想の後退などが好感され、リート市況は上昇しました。8、9月は米国連邦準備制度理事会（FRB）の一部委員の利上げへのタカ派寄りの発言が原因となり急落する場面も見られましたが、世界経済が緩やかな成長を続けていることが下支えとなり、一定の範囲内で推移しました。

その後、FRBによる12月利上げ観測が高まったこと、欧州中央銀行（ECB）が量的緩和を来年縮小するのではないかという懸念が浮上したことを受け債券利回りが上昇しました。米大統領選も株式市場にとって悪材料とみなされ、市場の予測を裏切るかたちでトランプ氏が次期米国大統領に選出されると、同氏が掲げる景気刺激策に市場の関心が集まり債券利回りが大幅に上昇したことなどがリート市況への重石となりました。しかしながら市場がすでに織り込み済みだったことから、実際に利上げが実施されても大きな影響は見られず、良好な米国経済指標を背景に反発しました。

### 為替市場

新興国通貨市場は6月に行われた英国のEU離脱に関する国民投票の結果とそれに伴う7月の株式市場急落を含み、市場の乱高下によるボラティリティの急激な上昇、原油価格の上昇、そして11月に行われた米大統領選によりトランプ次期大統領が誕生したことによる米国金利の急上昇などといった世界的なイベントに翻弄される展開が続きました。

結果としてこうした情勢は必ずしも新興国通貨にとってマイナス要因として作用はせず、期中に大きく下落したトルコリラを除いては、むしろ通貨上昇に作用しました。国内経済ではブラジルとロシアでは中央銀行による金融緩和に対して慎重な姿勢を継続し、米国に対し相対的に魅力的な実質金利水準を維持することで今後の米国金利の上昇に対して抵抗力を高める一方、景気後退からの出口への兆候が示され始めました。

## 当作成期の選択通貨について

### ブラジルレアル（2016年6月～12月）

ブラジルレアルは期中において最もパフォーマンスが良好であった通貨の一つです。財政改革、主には歳出上限法案などが議会で可決されたことにより財政規律に向け舵が切れ、インフレ率の安定化も好感されました。こうした情勢からブラジル中央銀行も注意深く金融緩和へ向け10月政策会合で0.25%利下げに踏み切りました。ブラジルの国内経済では各種景気指標は2016年末に向けて失速しましたが、一方でディスインフレーションの流

れは加速し、国際収支動向は改善傾向が継続しています。そうした状況下でブラジルレアルは引き続き新興国高金利通貨で最も高い名目金利と実質金利水準により堅調に推移すると見えています。

第8作成期（2016年12月～2017年6月）

### グローバル・リート市場

当作成期間（2016年12月20日から2017年6月19日）の先進国リートは上昇しました。2017年1月に米国でトランプ新政権が誕生し、その景気浮揚策に対する期待、堅調な米株式市場、早期利上げ観測の後退などを背景に、堅調に推移しました。また、欧州においてもフランス大統領選挙をめぐる懸念の高まりから長期金利が低下し、フランス、英国などで堅調に推移しました。その後3月にはフランス大統領選挙が大方の予想通りの結果となる観測が高まったことなどから、欧州市場は上昇しましたが、米国における利上げ観測の高まりと長期金利の上昇から米国市場は大幅に下落し、全体ではマイナスとなりました。4月は世界的な金利の低下から欧州、オセアニア、アジアで上昇しました。他方、米国でも金利低下を背景に上昇していましたが、月末に金利が上昇したことなどから月間ではマイナスとなりました。

5月後半から6月前半にかけては、フランス大統領選挙でマクロン氏が勝利し、波乱なく終了したことにより、欧州、アジア市場で上昇しました。米国市場は、株式市場が堅調に推移したことや、米連邦準備理事会（FRB）による今後の利上げペースが緩やかなものになるとの見方が強まったことなどから上昇しました。

### 為替市場

2017年上半期の新興国通貨は、いくつかの世界的要因が作用しました。プラス面では昨年誕生した米国の新政権による保護主義頭懸念や、徐々に薄れたことによる世界的な貿易回復基調が新興国経済に恩恵を与えた点です。また新政権による財政政策拡大の遅れにより、米国金利の上昇期待が薄れたことも新興国高金利通貨にはプラス要因となりました。加えて他の先進国経済の低く緩やかな成長率が続き、世界的な利回り追求に拍車をかけたことも新興国高金利通貨にとっては追い風となりました。

一方で商品市況の低迷、主に原油価格下落は石油輸入に頼るトルコにとってはプラスに作用したものの、産油国であるブラジルにとってはマイナスとなるなど、各新興諸国によってそれぞれ異なった影響を与えました。

### 当作成期の選択通貨について

ブラジルレアル（2016年12月～2017年2月上旬、2017年3月～4月上旬）

2017年上半期のブラジルレアルは、対ドルでは主に第1四半期の上昇により良好なパフォーマンスとなりました。経済活動は依然低調な基調が続く一方、第1四半期GDPは1%程度プラスに転じ、景気後退からの出口が見え始めました。小売売上でも薬品分野での販売回復など、徐々に回復の兆しが見え始めました。

また、経常収支赤字は2017年に入りGDP比1%程度まで縮小し、今年に入り年間ベースでGDP比各4%に上る堅調な対外資金流入の継続など、顕著な対外収支の改善基調がブラジルレアルを支え、また上半期で約3%程度の急激なインフレ低下は中央銀行にとって金融緩和サイクルを加速させました。

一方、テメル大統領も巻き込んだ新たな政治スキャンダルは、これまで通貨上昇をけん引してきたテメル政権による財政改革期待への不透明感となり、中央銀行も今後一層経済統計に沿った受け身の政策姿勢に傾くことから、今後の政治情勢は注目材料となります。



## トルコリラ (2017年2月～3月上旬、2017年4月～6月)

トルコリラは底堅い経済成長、堅実な金融引き締め政策により、2017年上半年は最も良好なパフォーマンスとなりました。インフレに対応して、中央銀行は2017年上半年8.3%から12%まで実効貸出金利を引き上げました。4月に開催された大統領権限強化の是非を問う国民投票に先立ち行われた財政支出と銀行貸出の拡大に加え、消費税引き下げによる需要喚起が景気を下支えしました。これにより、トルコ経済は予想以上に前向きな経済成長期待と緩やかな景気拡大を記録しました。

一方でインフレも予想以上の二桁上昇となりましたが、中央銀行によるタカ派姿勢が継続していました。またインフレ基調は4月に11.9%を付けたのち、ややピークアウトを迎えましたが、中央銀行はその後も注意深く引き締め姿勢を保ち続けました。こうした財政拡大と注意深い金融政策により、近隣の不安定な情勢、欧州連合(EU)との関係悪化など政治的な不透明感や地政学リスク、そして他の国と比べて比較的大きな経常収支赤字により対外情勢に左右されやすい中、トルコリラは良好なパフォーマンスで推移しました。

引き続きトルコリラは対外情勢が今後も最も注目材料となります。現在、経常収支赤字はGDP対比4%程度に改善し落ち着いた状況にあります。貿易も改善基調の中、特に全体の約45%を占める対EU向けが堅調で、現状の割安な為替レートから当面は対外収支改善傾向が継続しそうです。また企業部門の過剰なドル建て債務が解消傾向にあることは、短期的なトルコ高誘発要因とはなるものの、トルコリラは引き続き底堅く推移するものとみています。

## 第9作成期 (2017年6月～2017年12月)

### グローバル・リート市場

当作成期間(2017年6月19日から2017年12月18日)の先進国リートは上昇しました。当作成期間の前半は、好調な第2四半期決算の結果を受け上昇しましたが、北朝鮮を巡る地政学リスクの高まりや、米国の金融政策に対する不透明感などを背景に下落し、一進一退の展開となりました。当作成期間の後半は、米国のハリケーンが勢力を弱めたことや、米国経済の先行きに楽観的な見方が強まったことが支援材料となった一方で、主要各国で債券利回りが上昇したことなどはマイナス要因となり軟調でした。その後、米国の第3四半期の堅調な決算予想や債券利回りの低下などがプラス要因となり、上昇しました。

国別の現地通貨建て騰落率を見ると、香港、シンガポール、オーストラリアなどが上位だった一方で、日本、フランスなどが振るいませんでした。現地通貨建てのセクター別では、貸倉庫、産業施設、ホテル/リゾートなどが堅調だった一方で、ヘルスケア、特殊用途施設などは低調でした。

### 為替市場

2017年下半年の新興国通貨市場は好調な商品市況と先進国経済の力強い成長の恩恵を受け堅調に推移しました。また米連邦準備制度理事会(FRB)による緩やかな金融引き締め政策も、総じて新興国通貨市場に安定継続をもたらしました。主要国の経済成長は失業率の改善、投資拡大の両面において予想以上に堅調で、こうした世界経済成長の持続性は新興国にとっては輸出拡大の面から経済成長への明るい材料と捉えられました。

また2017年下半年後半の商品価格は原油、貴金属市況が堅調でそれぞれの新興国高金利通貨ごと異なった影響をもたらしました。南アフリカランドは貴金属価格上昇の恩恵を受けた一方で、輸入に頼る原油高に相殺されました。また原油高は石油輸出国であるロシア・ルーブルにはプラスに作用した一方、石油輸入に頼るトルコ・

リラには原油高によるインフレ上昇、経常収支マイナス効果を与えました。

そして完全雇用に近い状況で2018年以降の財政刺激策が想定されるにもかかわらず、根強い米国の低インフレ環境が継続しました。9月以降の秩序だったバランスシート縮小と12月の再利上げなど、FRBによる緩やかな引き締め政策からもこれまで良好だった新興国市場への資金流入を妨げる動きにはならず、良好な環境が継続されました。一方、国際金融協会によるデータでは、新興国経済への2017年下半期の対外資金流入額は680億ドルと1,320億ドルを記録した上半期に比べるとやや落ち着いた内容となりました。

## 当作成期の選択通貨について

トルコ・リラ（2017年6月～12月）

トルコ・リラは2017年下半期、主に9～11月にかけては対ドル、そして他の新興国通貨に比べるとややさえないパフォーマンスとなりました。トルコ・リラの2017年下半期キャリー金利は年率ベースで11.5～13.5%と高水準で推移した一方、名目価値では対ドルで約8%程度下落しました。こうした通貨価値の下落は対外的な要因と国内要因が重なったためです。対外的には、9～11月の米国金利上昇圧力により新興国市場全般に圧力が増した過程で相対的に高い対外債務を抱えるトルコでは、民間セクターを中心に対ドルでの多くの外貨債務懸念により揺さぶられる展開となりました。

また国内経済では3つのマイナス材料が重なりました。第一に9.8%から13%程度まで上昇したインフレ加速がマイナスに作用しました。この過程でトルコ中央銀行は2017年下半期0.75%しか実質政策金利の引き上げを行わず、これまで培ってきた手堅い金融政策姿勢への信任の失望を誘いました。第二に対外収支動向が悪化し、11月時点での年率換算でGDP比5.2%まで経常収支赤字が拡大しました。これは主に原油と金価格上昇による輸入条件の悪化によるものです。第三に対外資金流入状況にトルコの対外収支が大きく作用される状況は続いています。2017年下半期では約60%がこうした金融収支悪化要因によるものであり、トルコ経済が対外要因と米ドルに大きく揺さぶられることを示しています。

一方こうした高インフレ、対外収支悪化に対し政府の志向する経済成長路線に沿って今後は財政、金融政策両面での動きが出てくるものと思われます。またユーロ高が続く過程で国際決済銀行（BIS）が試算する実質実効為替レート（REER）に対し、トルコ・リラは約8.3%程度下方乖離し割安な水準となっています。また名目キャリー金利は上昇する一方、世界的な通貨の価格変動性が落ち着く中、インプライドボラティリティーも落ち着いており相対的なトルコ・リラのテクニカル面での魅力も増加してきている状況が続いています。

第10作成期（2017年12月～2018年6月）

## グローバル・リート市場

当作成期間（2017年12月19日から2018年6月18日）の先進国リートは上昇しました。当作成期間の前半は、米国経済の成長が見込まれたことで上昇した後、主要各国における債券利回りが上昇したことなどを背景に下落基調となりました。しかしながら、その後は米国を中心に長期金利の上昇に一服感がみられたことなどから再び上昇するなど、一進一退の展開となりました。

当作成期間の後半は、米長期金利が下落した後心理的な節目となる3%台を付けたりと市場は再び金利動向を意識した展開となりましたが、リートは各社の好調な決算や債券利回りの低下などを背景に上昇しました。期末にかけては、イタリアの政局安定や堅調な米経済指標などを背景に、上昇しました。

国別の現地通貨建て騰落率を見ると、英国、日本、カナダなどが上位だった一方で、シンガポール、オランダなどが振りませんでした。現地通貨建てのセクター別では、ホテル／リゾート、貸倉庫、産業施設などが堅調だった一方で、ヘルスケアなどは低調でした。

## 為替市場

2018年第1四半期の新興国通貨は、力強い世界経済とそれに伴う良好なファンダメンタルズを反映し堅調に推移しましたが、第2四半期に入り下落しました。

当初、米連邦準備制度理事会 (FRB) の緩やかな利上げによる引き締め姿勢を堅調な主要国の経済成長が相殺し、特に米国の力強い投資見通しが新興国の輸出に恩恵をもたらすことが期待されました。また、米国やその他先進諸国が第1四半期も引き続きデフインフレ環境の中、新興諸国の名目、実質ともに先進国と比べた大きな金利差による魅力も堅調な新興国投資全般を後押ししました。しかしながら、例外的にトルコとアルゼンチンは拡大した経常赤字やターゲットを大幅に上回るインフレ懸念から米金利上昇に対し敏感に反応しました。

第2四半期は、さらなる米金利上昇とドル高基調が大半の新興国通貨にとってはマイナス材料となりました。さらにこれまでメッセージにとどまっていた米国の保護貿易姿勢が具体的な実行段階に近づき、投資家の懸念を拡大させました。これにより第1四半期は約770億ドル相当だった新興国への純資金流入が第2四半期に入り突如停滞しました。特に新興国に加え、低格付け債やアジア経済からの顕著な投資資金流出が確認されました。

こうした背景を受けて、新興国経済成長見通しが修正され、新興国通貨のパフォーマンスに反映されました。また、10月に選挙を控えたブラジルや7月1日に選挙を終えたメキシコは選挙に先立ち、不透明な政治情勢も経済成長の足を引っ張りました。

落ち着いたインフレ環境から米国の金融引き締めに対し政策金利引き下げに動いていた新興諸国の金融当局も、経済見通しの先行きなど今後のリスクに備え、米金融引き締め政策に追随する動きがみられました。また、多くの新興国でのインフレが底入れに向かう中、今後の不透明な外部環境に伴うリスクプレミアムも加味した金利上昇が見受けられました。こうした今後のインフレ懸念と経済成長期待の綱引きが南アフリカ・ランド、ロシア・ルーブル、ブラジル・レアルとメキシコ・ペソでより顕著に示されました。

## 当作成期の選択通貨について

### トルコ・リラ (2017年12月～3月上旬)

トルコ・リラは他の新興国通貨に比べてドル高基調の影響を受け、1-2月はややアンダーパフォームしました。トルコ中央銀行が政策金利を12.3%に据え置く中で、2月インフレ率は10.3%と最も落ち着いた数字を示し、インフレの落ち着きがトルコ・リラを下支えしました。この期間中、トルコは12.5-12.8%で推移した相対的に高いキャリー金利もプラス材料となりました。

一方、原油と金の輸入増加と年初からの良好な景気動向により2月にGDP比5%を超えるまで拡大した経常赤字は、マイナス材料となりました。また2月終わりに北部シリアでのクルドへの軍事行動による潜在的な米国との衝突懸念による地政学リスクの高まりも嫌気されました。

### ロシア・ルーブル (2018年3月～4月上旬)

ロシア・ルーブルは3月に他の新興国通貨に比べさえない中、トルコ・リラとブラジル・レアルをアウトパ

フォームしました。他の新興国通貨と比較し、ロシア・ルーブルの足を引っばったのはイギリスでのロシア元スパイと娘の暗殺未遂による西側諸国との外交関係悪化懸念と新たな経済制裁懸念によるものです。

一方、良好なインフレ環境と第1四半期GDP比3%まで改善した経常黒字など良好な対外収支と経済環境がロシア・ルーブルを下支えしました。

#### インド・ルピー（2018年4月～6月）

インド・ルピーは原油高と米金利上昇による影響を受けましたが、インド準備銀行の金融政策姿勢がドル高や貿易動向を注視する姿勢へ転換したことや相対的にドル建て債務割合が小さいことから2018年上半年終わりに向け、やや持ち直しました。

インド準備銀行は6月政策会合において全会一致で0.25%の政策金利引き上げを決定し、金融引き締めサイクルに入りました。こうしたインフレターゲットに沿った金融政策アプローチは、2013年テーパリング時の金融政策とは対照的で、市場では信頼性を持って受け止められ2018年第2四半期の安定したインドへの対外資金流入を下支えしました。

#### 第11作成期（2018年6月～2018年12月）

##### グローバル・リート市場

当作成期間（2018年6月19日から2018年12月17日）の先進国リート市場は下落しました。当該期間の前半は、米中貿易摩擦に対する懸念の後退から米国株式市場が堅調に推移したことや、米長期金利の低下などを背景に、米国、オーストラリア、カナダなどのリート市場を中心に堅調な推移となりました。

しかしながら、9月以降は米中関係の悪化や貿易摩擦が経済に及ぼす影響が意識される中、米長期金利の急上昇をきっかけに世界的に株価が調整する展開となり、リート市場でも欧米を中心に軟調に推移しました。その後、10月後半から11月にかけては米中間選挙を大方の予想通りの結果で通過したことや、米中貿易摩擦の先行き不透明感から長期金利が低下したことから、米国やアジアのリート市場を中心に持ち直しがみられました。

当期末にかけては、米中関係の悪化や、フランスの大規模デモ、英国の欧州連合（EU）離脱をめぐる混迷などを背景とした投資家心理の悪化による世界的な株安の流れを受け、先進国リートも下落しました。

##### 為替市場

新興国高金利通貨は、特に第4四半期を中心に全般に外部環境に左右される環境が続きましたが、概ね堅調に推移しました。米国による中国製品への関税措置など、2018年7月から米中貿易戦争が激化し、10月半ばまで米国債券利回りは賃金の上昇・回復の兆候が見られる中で上昇しました。こうした要素により、新興国市場への資金流入は減少しました。国際金融協会の試算では、資金流出が新興国債券に集中した結果、新興国市場からの資金流出は2018年上半年に1,400億ドルに達しましたが、下半期は550億ドルに減少しました。

2018年下半年は、世界経済への先行き懸念から原油安や世界的な株安が起きたことにより、米国債券の上昇による金利低下や米連邦準備制度理事会（FRB）によるハト派的な金融政策姿勢が示されました。こうした環境下において、興味深いことは米国の主要株価指数であるS&P500種株価指数の下落と新興国通貨の上昇に相関がみられたことです。実際に、第4四半期の新興国通貨は総じて良好なパフォーマンスを上げたトルコリラ、ブラジルレアル、メキシコペソ、ロシアルーブルなどすでに割安になっていた新興国通貨は、中国を除く新興諸国の経済指

標が底堅かったことや、インドやトルコに見られた対外収支の改善基調を背景に上昇しました。

結果として新興国高金利通貨は世界的なリスク回避志向による投資環境に対し、2019年初頭にFRBが一時的な利上げ休止を示唆したことにより、期末にかけてその恩恵を受ける格好となりました。一方、10月に高値を記録した原油価格のその後の下落は、インドルピーやトルコリラにとってプラス要因となった反面、ロシアルーブルにはマイナス要因となりました。

## 当作成期の選択通貨について

インドルピー（2018年6月～7月上旬、8月上旬～10月上旬）

インドルピーは新興国高金利通貨の中で比較的高い収益率を上げた通貨となりました。10月まで上昇を続けた原油価格は、インド経済にとって対外収支の悪化とそれに伴う国内債券市場からの資金流出懸念から、インドルピーにはマイナスに作用しましたが、その後の原油安はインド経済への恩恵をもたらすと期待から、結果的に下半期は上昇しました。

また、インド準備銀行はインフレ率の予想外の落ち着きにより2019年のインフレ見通しを引き下げ、市場の予想に反して10月の利上げを見送りました。そうした金融政策姿勢は結果としてノンバンクセクター危機に対する投資家の懸念を抑え、与信活動に寄与しました。2018年下半期のインドルピーは、世界的な貿易摩擦による影響が少なく、引き続きインフレが減速する中で堅調な経済成長が続く投資環境から、堅調に推移しました。

メキシコペソ（2018年7月上旬～8月上旬、10月上旬～12月上旬）

メキシコペソは2018年下半期に他の新興国通貨よりも良好なパフォーマンスとなりました。しかしながら、国内政治に対する一喜一憂により一方的な上昇とはなりません。メキシコペソの上昇は、選挙期間中に物議を醸していたアンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール（AMLO）候補が7月1日の大統領選出後に示した、より現実的な姿勢を市場が信認したところから始まりました。ところが、10月、11月に公共施設の建設プロジェクトの是非に対して国民調査を行うなど賛否両論の動きをAMLO政権が打ち出したことにより、大統領就任以降の市場との蜜月期間は終了しました。また、甘い財政規律への見立てやエネルギー企業の改革へ逆行する動きなども、ソブリンリスクの上昇につながりマイナスに作用しました。

しかし、そうした中で示された堅実な2019年予算案がそれまでのマイナス心理を打ち消しました。また、2018年末末までを期限とした米国との北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉における両国の合意もメキシコペソにとってプラスに作用しました。加えて、メキシコ中央銀行による下半期合計0.5%の利上げは、FRBの金融引き締めに沿った動きとなり、高水準の実質金利の維持に寄与しプラス要因となりました。

トルコリラ（2018年12月上旬以降）

トルコリラは7月から8月にかけては下落したものの、そのマイナス分の大半を2018年下半期の残りの期間で取り戻しました。7月・8月における主な下落要因は、インフレ加速、原油高、国内の政治リスクの高まりを背景に、利上げを渋った中央銀行の政策スタンスを踏まえて、市場が金融政策の独立性に懸念を抱いたことが挙げられます。また、エルドアン大統領が娘婿であるアルバイラク氏の経験を考慮せずに財務大臣に任命するなどの国内政治への不透明感も、こうした動きに拍車をかけました。

そうした中、アルバイラク財務大臣が財政再建計画を公表する一方、トルコ中央銀行は市場の圧力に屈し、突

如市場の予想をはるかに超える6.25%以上の政策金利引き上げを決めました。トルコにおける経済活動への先行き不透明感が高まっている中で起きたこうした一連の動きは、経済成長率を大きく引き下げた一方、10月以降のインフレ率の減速につながり、月次での経常収支を赤字から黒字にプラス転換させました。すでに大幅に割安な水準まで売り込まれていたトルコリラは、こうした背景から2018年下半期に大きく上昇しました。

第12作成期（2018年12月～2019年6月）

### グローバル・リート市場

当作成期間中の先進国リート市場はおおむね上昇基調で推移しました。2018年末にかけて米国経済や米中貿易摩擦の先行きに対する警戒感が高まる中、米国株の急落が世界的に拡大した影響から、多くの資産相場が大幅に下落しました。このような中、先進国リート市場も下落して当作成期をスタートしました。

2019年に入り、米国株式市場が底を打ったことや、FRBが金融政策の正常化に対して慎重な姿勢を強めたことから、米長期金利は低下し、米国を中心にリート市場も急回復しました。その後も米国株の上昇や米長期金利の低下などを背景に上昇基調を維持しましたが、米国政府による対中制裁関税の引上げや中国企業のファーウェイに対する禁輸処置の実施を受けて、米中関係の悪化を懸念してリスク回避の動きが強まり、リートの上値を抑える展開となりました。

当作成期末にかけては、欧米の中央銀行が金融緩和への方針転換を示唆したことや、オーストラリアにおいて政策金利の引き下げが決定されたことなどを背景に、世界的な金利低下傾向を受けて先進国リート市場は上昇の勢いを強めました。

### 為替市場

2019年上半期の新興国高金利通貨は海外要因と国内経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の両面に下支えされ、良好なパフォーマンスとなりました。世界経済の景気減速による新興国への悪影響は、FRBなどの主要中央銀行によるハト派的な金融政策により緩和され、新興国高金利通貨は世界的な利回り追求の恩恵を受ける形となりました。

また、米中貿易摩擦の影響についても、主に低金利のアジア通貨に限定され、インドネシア・ルピアやインド・ルピーといったアジアの高金利通貨は良好なパフォーマンスを上げました。

### 当作成期の選択通貨について

トルコ・リラ（2018年12月（当作成期首）～2019年1月上旬、2019年2月～2019年4月上旬）

トルコ・リラは、国内の政治情勢やマクロ環境の悪化を受けて下落しました。2019年3月に行われた地方選挙でエルドアン大統領率いる与党・公正発展党は主要都市であるアンカラ、イスタンブールで敗北しました。その後、物議を醸したもののイスタンブールでの再選挙が同年6月に行われ、再び与党は敗北しました。

また、エルドアン大統領によるロシア製S400ミサイル防衛システムの導入決定を受けて、米国との関係も緊張が高まりました。こうした国内外の情勢の先行き不透明感から、国内預金者によるドル預金残高は2019年第1四半期に44%から50%まで増加し、より一層国内でのドルへの換金が進みました。一方、明るい材料としては、インフレ率がピークに比べて低下し、経常赤字も改善基調が示されました。しかし、海外からトルコへの対外投資資金流入の減速やトルコからの資金流出の増加により国際収支が悪化したことから、トルコ・リラの需給改善

にはつながりませんでした。トルコ中央銀行は依然として年24%の高水準の政策金利を維持していますが、インフレ率が落ち着きをみせたことから、これまでのタカ派的な政策姿勢の緩和も示唆されました。

#### インド・ルピー（2019年4月上旬～6月上旬）

インド・ルピーは、国内政治やマクロ経済要因により、底堅く推移しました。2019年4月から5月に行われた総選挙でモディ首相率いる与党インド人民党（BJP）が過半数の議席を獲得し、安定した政権が継続するとの楽観的な見方により、インド株式市場に大規模な対外資金が流入しました。

マクロ経済面では、インフレ率が歴史的低水準にあることから、インド準備銀行は利下げサイクルを開始し、これまでのノンバンク問題による信用収縮や地方経済の需要落ち込みに対する緩和効果をもたらしました。

#### メキシコ・ペソ（2019年1月中旬～下旬、2019年6月上旬～当作成期末）

メキシコ・ペソは、対外収支の赤字幅縮小や、安定した政策運営と割安な価格水準を背景に良好なパフォーマンスを上げました。アンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール（AMLO）新政権は、就任当初に市場が懸念していたのとは対照的に、保守的な財政運営や厳格な予算管理を実行しました。こうしたことから、財政赤字や貿易赤字は縮小・改善し、対外収支の安定をもたらしました。

また、メキシコ中央銀行は、国内経済の減速よりもむしろ根強いインフレ、不安定な金融システムや米国と自国の政策金利差といったリスクに焦点を当て、タカ派的な政策姿勢を維持しました。メキシコ・ペソは、米国の貿易政策の先行き不透明感が反映され（移民政策の協議再開を前にしたトランプ米大統領によるメキシコ製品への関税政策公表など）一時的な価格変動はありましたが、良好なファンダメンタルズを背景に堅調に推移しました。

#### 第13作成期（2019年6月～2019年12月）

##### グローバル・リート市場

当作成期の先進国リート市場は、FRBが2019年7月の米連邦公開市場委員会（FOMC）から3会合連続で政策金利の引き下げを行うなど、緩和的な金融政策を維持するなか、米中貿易摩擦に対する懸念の強まりなどを背景に長期金利が低下基調で推移したことから、当作成期初から2019年9月にかけておおむね堅調に推移しました。その後、米国のマクロ経済指標の改善に加え、米中両国の閣僚級通商交渉の再開や、部分的な合意への期待の高まりなどを受けて、米中貿易摩擦に対する懸念が後退したことから、米長期金利は上昇（価格は下落）傾向となり、当作成期末にかけて当作成期初からの上昇幅を縮小しました。

##### 為替市場

2019年下半期の新興国高金利通貨はそれぞれの国ごとに異なる性質を抱えながらも、米国金融政策のハト派姿勢の継続や世界的な利回り低下（価格は上昇）、また米中通商協議の進展など、総じて世界経済の先行きへの楽観的な見方に支えられ堅調に推移しました。

##### 当作成期の選択通貨について

##### メキシコ・ペソ（2019年6月（当作成期首）～2019年7月上旬）

メキシコは、注意深い堅実な金融政策に加え、米国によるアルミニウムや鉄鋼に対する関税解除をはじめ2019年

下半年新貿易協定批准へ向け比較的前向きな環境下にあったことや、また米中貿易摩擦から米国に対する貿易の上向き基調や財政収支の改善基調など前向きな環境下にあったことなどから、ロシアや南アフリカとも比較リスク対比で相対的に良好な環境にあるメキシコ・ペソを選択通貨といたしました。

#### トルコ・リラ（2019年7月中旬～当作成期末）

2019年下半期のトルコ・リラは、高水準のキャリー金利とトルコ経済の経常収支改善を受け堅調に推移しました。

トルコ中央銀行は2019年下半期に、政策金利である一カ月物レポ金利を4.25%、3.25%、2.5%、2%と計4回の合計で12%引き下げ、年末までに12%とし2020年へ向けハト派姿勢維持を示しました。この間、総合インフレ率は6月の+15.7%から2019年末には+11.8%まで低下し、10月には一時+8.5%も確認されました。こうしたことから2019年下半期はトルコの実質金利は急激に低下しましたが、インフレ低下も受け依然プラス圏を維持しました。

またトルコ中央銀行は貸出金利の引き下げと預金準備率の引き下げを市中銀行に対して行い、こうした与信拡大を推奨する政策を受けて2019年下半期を通じ約10～20%程度貸出残高の増加がみられました。トルコ中央銀行はこうした一連の政策により約54億トルコ・リラ相当の資金が国内流動性の拡大に供給されたと試算しました。

一方、地政学リスクの高まりはトルコ・リラの価格変動を高める要因となりました。最も特筆すべきは10月7日トルコ軍がシリア地域のクルド人勢力に対し軍事行動を行ったことにより、米政府が突如トルコの鉄鋼製品への関税引き上げと複数の政府関係者や軍高官に対し経済制裁を行うと発表したことです。その後停戦合意がなされたことで米国は10月22日こうした一連の制裁を撤回しました。11月に入るとトルコは米国及びロシア両国とシリア政策についての合意がなされ一転して地政学リスクは減少しました。12月に入るとトランプ大統領が2020年国防権限法に署名したことでロシア製S400ミサイル購入に踏み切ったトルコに対して敵対者に対する制裁措置法（CAATSA）による潜在的制裁懸念により再度地政学リスクが意識されました。

原油価格の上昇も2019年下半期を通じトルコ・リラの上値を抑える要因として意識され、特にサウジアラビアのアブカイク、フライス油田の石油精製施設が攻撃され原油価格が急騰した際の9月の動きは印象的でした。

こうした一連の対外要因に対しても、また国内での不安要因にもかかわらず総じて高いキャリー金利によるサポートから2019年下半期のトルコ・リラは堅調に推移しました。

#### 第14作成期（2019年12月～2020年6月）

##### グローバル・リート市場

当作成期の先進国リート市場は下落しました。期初から2020年1月にかけては、英総選挙で保守党が勝利し英国の欧州連合（EU）離脱に道筋がついたことや、米中両国が通商協議において第1段階の部分的な合意に達したことなどが好感され堅調に推移しました。2月以降は、中国で発生した新型コロナウイルスの感染が中国外にも急拡大したことにより、欧米を中心に都市封鎖など人々の行動を厳しく制限する措置が取られました。多くの国・地域で経済活動が急停止したことから、世界経済の先行きが懸念され投資家のリスク回避姿勢が強まったことから、リート市場は2月後半から3月にかけて急落しました。4月以降は、新型コロナウイルスの感染拡大による経済の落込みを受けて、各国の政府・中央銀行が打ち出した金融緩和や積極的な財政政策に支えられ、リート市場は上昇傾向で推移しました。当作成期末にかけては、新型コロナウイルスの感染拡大の鈍化や経済活動の再開が進む中、景気回復期待により投資家のリスク選好姿勢が強まりましたが、新型コロナウイルスの感染拡大



の第2波への懸念もあり上値の重い展開となりました。

## 為替市場

2020年上半期の新興国高金利通貨は、1月に中国の地方都市武漢で発生した新型コロナウイルスの感染拡大が当初アジア地域からその後2月半ばから欧米地域に拡大し、世界的にパンデミック（世界的大流行）を起こしたことで2月後半から3月にかけて大きく下落しました。また新型コロナウイルス感染拡大に伴う世界経済活動の下振れ懸念が高まる中、3月初めにロシアとOPECプラスとの間で協調減産の延長交渉が想定外に決裂したことで原油市況が急落したことから産油資源国通貨を中心に大きくマイナスに作用しました。一方、3月にはFRBの緊急利下げや前例のない大規模な量的緩和策に加えて、大規模な財政支援策を通じた資金供給拡大政策が実施されました。また、同様に世界的に金融緩和策や財政支援策が実施されたことを受けてリスク資産が落ち着き、新興国通貨もおおむね安定的に推移しました。

## 当作成期の選択通貨について

ロシア・ルーブル（2020年3月中旬～2020年4月上旬、2020年5月中旬～当作成期末）

ロシア・ルーブルは、2020年上半期の原油価格下落や米財務省による経済制裁の影響やそれに伴う国内資本市場からの対外資金流出を背景に対米ドルで $\Delta 10.3\%$ 下落しました。2月から3月にかけてロシアとOPECプラスによる協調減産の協議が決裂したことから原油価格は大きく下落し、ロシア・ルーブルはこれを嫌気する形で大きく下落しました。ロシア中央銀行は、政策金利を2月0.25%、4月0.5%、6月1%と合計で1.75%引き下げ、ハト派姿勢を示すフォワードガイダンスを継続しました。また通貨安に対して米ドル売り／ロシア・ルーブル買いの介入姿勢に転換しました。

また、新型コロナウイルス感染拡大による経済活動のダメージに対し、ロシア政府による財政支援策は現金の直接給付よりは債務保証、免税と社会保障給付の形で行われ2020年から2021年にかけての総額は国内総生産（GDP）比の約3.5%にのぼりました。全国規模での都市封鎖解除後5月以降から経済活動は幾分改善基調を示しましたが依然低調でした。サービス業購買担当者景気指数（PMI）は歴史的低水準となった4月の12.2から5月は35.9、小売売上高では4月の $\Delta 23\%$ から5月は $+19\%$ でした。インフレ率では2月は $+2.3\%$ と最低水準となったものの、3月は $+3\%$ と底打ちが示されました。またロシア政府によるロックダウンの厳格さは、オックスフォード大学による調査指数化によると85と主要7カ国（G7）各国と比べても厳格さが顕著でした。

メキシコ・ペソ（2020年1月中旬～2020年3月上旬）

メキシコ・ペソは、2020年上半期対米ドルで $\Delta 15\%$ 下落しました。新型コロナウイルス感染拡大による世界的なリスク回避センチメントの広がり、脆弱な経済指標、メキシコ国債価格下げや原油価格下落といった悪材料すべてに大きく反応する結果となりました。メキシコ中央銀行は政策金利を合計で2.25%引き下げ5%としました。加えて7,500億メキシコ・ペソ相当の金融支援を打ち出し金融緩和姿勢を維持しました。国内経済活動は新型コロナウイルス感染拡大により悪化しました。四半期ベース実質GDP成長率は、第一四半期は $\Delta 1.2\%$ に悪化し、4月の製造業PMIは35まで急低下しました。また4月の小売売上高は $\Delta 23.8\%$ と記録的な悪化を示しました。

メキシコは、やや遅れて新型コロナウイルスの感染が拡大しましたが、その後感染者数は常に世界でも上位10カ国に含まれたものの、政府による財政支援は限定的でした。アンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール

(AMLO) 大統領は、格付け大手のフィッチ・レーティングスが国営石油会社ペメックスの格付けを「CCC-」に引き下げた中でも継続的な支援を強調しました。ペメックスの5年物クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)のスプレッドは、4月に12%程度まで急上昇した後、6月は5.7%程度で推移しました。国際通貨基金(IMF)はラテンアメリカ地域での経済見通しでメキシコを最も低い見通しに引き下げました。

トルコ・リラ (2019年12月(当作成期首)～2020年1月上旬)

トルコ・リラは、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大による新興国通貨やリスク資産全体への不透明な見通しを嫌気して対米ドルで2020年上半期は△7%下落しました。この間トルコ中央銀行はたえまなく大胆な利下げを行い合計3.75%引き下げ、政策金利を8.75%としキャリー金利を低下させました。こうした中、3月は例外的に他の新興国通貨が弱含む中、原油価格下落や経常収支改善を背景としてアウトパフォームしました。加えて5月もトルコ・リラの大口の売り持ち先となっていた外資系銀行数行に対する市場介入を行いくらか上昇しました。一方、経済指標は新型コロナウイルスの感染拡大により悪化が続き、4月のイスタンブール製造業PMIは33.4と史上最低を更新しトルコ・リラはこれを嫌気しました。

トルコでは24時間における新型コロナウイルスの感染者数が5,000人を超える3月下旬まで大規模な感染拡大は発生しませんでした。しかし、トルコ政府は感染経路把握や主要都市封鎖を機動的に行いました。通貨にとっては旅行者数減少がマイナス材料として嫌気されました。

米ドル (2020年4月中旬～2020年5月上旬)

米ドルは、この期間ほぼすべての新興国高金利通貨に対していくつかの理由から強含みました。第一にロックダウンが大規模な地域で広がりを見せ期間も延長され経済活動停止が続く中、商品市況が急落したことを受け新興諸国の交易条件が急速に悪化したためです。第二に、世界的な株式市場の乱高下と世界経済にまつわるいくつものリスク要因が増加する中、投資家が2008年金融危機に匹敵する急激なスピードで新興国からの資金流出を進めたためです。第三にロックダウンによる国内経済活動の弱含みとそれに対応する中央銀行による利下げや緩和姿勢の中での各国独自の量的緩和策を導入したためです。こうした3つの動きは新興諸国の経済成長見通しが弱含む中、実質金利を低下させ、また信用リスクも上昇させたことから資金流出を生み幅広い新興国高金利通貨に対して米ドル高基調を生み出しました。特にブラジル・レアル、メキシコ・ペソ、インド・ルピー、インドネシア・ルピアと南アフリカ・ランドは4月対米ドルで史上最低水準を更新しました。またロシア・ルーブルやトルコ・リラも対米ドルでほぼ同様の下落となりました。

第15作成期 (2020年6月～2020年12月)

### グローバル・リート市場

当作成期の先進国リート市場は下落しました。期初から2020年1月にかけては、英総選挙で保守党が勝利し英国の欧州連合(EU)離脱に道筋がついたことや、米中両国が通商協議において第1段階の部分的な合意に達したことなどが好感され堅調に推移しました。2月以降は、中国で発生した新型コロナウイルスの感染が中国外にも急拡大したことにより、欧米を中心に都市封鎖など人々の行動を厳しく制限する措置が取られました。多くの国・地域で経済活動が急停止したことから、世界経済の先行きが懸念され投資家のリスク回避姿勢が強まったことから、リート市場は2月後半から3月にかけて急落しました。4月以降は、新型コロナウイルスの感染拡大による

経済の落込みを受けて、各国の政府・中央銀行が打ち出した金融緩和政策や積極的な財政政策に支えられ、リード市場は上昇傾向で推移しました。当作成期末にかけては、新型コロナウイルスの感染拡大の鈍化や経済活動の再開が進む中、景気回復期待により投資家のリスク選好姿勢が強まりましたが、新型コロナウイルスの感染拡大の第2波への懸念もあり上値の重い展開となりました。

## 為替市場

2020年上半期の新興国高金利通貨は、1月に中国の地方都市武漢で発生した新型コロナウイルスの感染拡大が当初アジア地域からその後2月半ばから欧米地域に拡大し、世界的にパンデミック（世界的大流行）を起こしたことで2月後半から3月にかけて大きく下落しました。また新型コロナウイルス感染拡大に伴う世界経済活動の下振れ懸念が高まる中、3月初めにロシアとOPECプラスとの間で協調減産の延長交渉が想定外に決裂したことで原油市況が急落したことから産油資源国通貨を中心に大きくマイナスに作用しました。一方、3月にはFRBの緊急利下げや前例のない大規模な量的緩和策に加えて、大規模な財政支援策を通じた資金供給拡大政策が実施されました。また、同様に世界的に金融緩和策や財政支援策が実施されたことを受けてリスク資産が落ち着き、新興国通貨もおおむね安定的に推移しました。

## 当作成期の選択通貨について

ロシア・ルーブル（2020年3月中旬～2020年4月上旬、2020年5月中旬～当作成期末）

ロシア・ルーブルは、2020年上半期の原油価格下落や米財務省による経済制裁の影響やそれに伴う国内資本市場からの対外資金流出を背景に対米ドルで $\Delta 10.3\%$ 下落しました。2月から3月にかけてロシアとOPECプラスによる協調減産の協議が決裂したことから原油価格は大きく下落し、ロシア・ルーブルはこれを嫌気する形で大きく下落しました。ロシア中央銀行は、政策金利を2月0.25%、4月0.5%、6月1%と合計で1.75%引き下げ、ハト派姿勢を示すフォワードガイダンスを継続しました。また通貨安に対して米ドル売り／ロシア・ルーブル買いの介入姿勢に転換しました。

また、新型コロナウイルス感染拡大による経済活動のダメージに対し、ロシア政府による財政支援策は現金の直接給付よりは債務保証、免税と社会保障給付の形で行われ2020年から2021年にかけての総額は国内総生産（GDP）比の約3.5%にのびました。全国規模での都市封鎖解除後5月以降から経済活動は幾分改善基調を示しましたが依然低調でした。サービス業購買担当者景気指数（PMI）は歴史的低水準となった4月の12.2から5月は35.9、小売売上高では4月の $\Delta 23\%$ から5月は $+19\%$ でした。インフレ率では2月は $+2.3\%$ と最低水準となったものの、3月は $+3\%$ と底打ちが示されました。またロシア政府によるロックダウンの厳格さは、オックスフォード大学による調査指数化によると85と主要7カ国（G7）各国と比べても厳格さが顕著でした。

メキシコ・ペソ（2020年1月中旬～2020年3月上旬）

メキシコ・ペソは、2020年上半期対米ドルで $\Delta 15\%$ 下落しました。新型コロナウイルス感染拡大による世界的なリスク回避センチメントの広がり、脆弱な経済指標、メキシコ国債価格下げや原油価格下落といった悪材料すべてに大きく反応する結果となりました。メキシコ中央銀行は政策金利を合計で2.25%引き下げ5%としました。加えて7,500億メキシコ・ペソ相当の金融支援を打ち出し金融緩和姿勢を維持しました。国内経済活動は新型コロナウイルス感染拡大により悪化しました。四半期ベース実質GDP成長率は、第一四半期は $\Delta 1.2\%$ に悪化し、4月の

製造業PMIは35まで急低下しました。また4月の小売売上高は $\Delta 23.8\%$ と記録的な悪化を示しました。

メキシコは、やや遅れて新型コロナウイルスの感染が拡大しましたが、その後感染者数は常に世界でも上位10カ国に含まれたものの、政府による財政支援は限定的でした。アンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール（AMLO）大統領は、格付け大手のフィッチ・レーティングスが国営石油会社ペメックスの格付けを「CCC-」に引き下げられる中でも継続的な支援を強調しました。ペメックスの5年物クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の спреッドは、4月に12%程度まで急上昇した後、6月は5.7%程度で推移しました。国際通貨基金（IMF）はラテンアメリカ地域での経済見通しでメキシコを最も低い見通しに引き下げました。

トルコ・リラ（2019年12月（当作成期首）～2020年1月上旬）

トルコ・リラは、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大による新興国通貨やリスク資産全体への不透明な見通しを嫌気して対米ドルで2020年上半期は $\Delta 7\%$ 下落しました。この間トルコ中央銀行はたえまなく大胆な利下げを行い合計3.75%引き下げ、政策金利を8.75%としキャリー金利を低下させました。こうした中、3月は例外的に他の新興国通貨が弱含む中、原油価格下落や経常収支改善を背景としてアウトパフォームしました。加えて5月もトルコ・リラの大口の売り持ち先となっていた外資系銀行数行に対する市場介入を行いいくらか上昇しました。一方、経済指標は新型コロナウイルスの感染拡大により悪化が続き、4月のイスタンブール製造業PMIは33.4と史上最低を更新しトルコ・リラはこれを嫌気しました。

トルコでは24時間における新型コロナウイルスの感染者数が5,000人を超える3月下旬まで大規模な感染拡大は発生しませんでした。しかし、トルコ政府は感染経路把握や主要都市封鎖を機動的に行いました。通貨にとっては旅行者数減少がマイナス材料として嫌気されました。

米ドル（2020年4月中旬～2020年5月上旬）

米ドルは、この期間ほぼすべての新興国高金利通貨に対していくつかの理由から強含みました。第一にロックダウンが大規模な地域で広がりを見せ期間も延長され経済活動停止が続く中、商品市況が急落したことを受け新興諸国の交易条件が急速に悪化したためです。第二に、世界的な株式市場の乱高下と世界経済にまつわるいくつかのリスク要因が増加する中、投資家が2008年金融危機に匹敵する急激なスピードで新興国からの資金流出を進めたためです。第三にロックダウンによる国内経済活動の弱含みとそれに対応する中央銀行による利下げや緩和姿勢の中での各国独自の量的緩和策を導入したためです。こうした3つの動きは新興諸国の経済成長見通しが弱含む中、実質金利を低下させ、また信用リスクも上昇させたことから資金流出を生み幅広い新興国高金利通貨に対して米ドル高基調を生み出しました。特にブラジル・レアル、メキシコ・ペソ、インド・ルピー、インドネシア・ルピアと南アフリカ・ランドは4月対米ドルで史上最低水準を更新しました。またロシア・ルーブルやトルコ・リラも対米ドルでほぼ同様の下落となりました。

第16作成期（2020年12月～2021年6月）

### グローバル・リート市場

当作成期の先進国リート市場は、欧米を中心に新型コロナウイルスのワクチン接種が拡大したことに伴う景気回復期待や、主要株式市場の堅調な推移などが好感され、投資家のリスク選好姿勢が強まったことから、概ね上昇基調で推移しました。期初から2021年1月にかけては、米長期金利の上昇や個人投資家の「共闘」売買による

米国株式市場の急落などが投資家心理を冷やし、リスク回避の動きが強まりましたが、その後、米国株が持ち直し堅調に推移したことなどが好感され、リートも上昇基調で推移しました。また、3月、5月には、ワクチン接種の拡大や景気対策により米景気回復が加速するとの見方から米長期金利が上昇基調となったことや、資源価格高騰や供給網ひっ迫の影響でインフレ懸念が強まり米金融緩和政策の早期縮小の可能性が浮上したことなどが重石となりました。当期末にかけては、ワクチン普及に伴う経済回復期待や、高値が警戒される株式に対し出遅れ感のあるリートが選好されたことなどから底堅く推移しました。

## 為替市場

2021年上半年期の為替市場は、新型コロナウイルスの感染拡大後に続いていたドル安トレンドに下げ止まりが見られました。背景は、2020年12月以降、米国をはじめとしてワクチン接種が本格化し行動制限の緩和による経済再開への期待が高まったためです。これにより、歴史的な低水準にあった米国債券利回りの上昇が見られドルが買われました。一方、新興国通貨は、インド、ブラジルなどで新型コロナウイルスの感染再拡大が見られ、米欧等の先進国に比べてワクチン接種の遅れが予想されたことから、軟調傾向となりました。2021年1月から4月にかけてドル高となりましたが、その後再び長期債利回りをはじめ国債利回りが低下し6月初めにかけて一時的にドル安となりました。背景には、米FRB（連邦準備制度理事会）が雇用の回復を重視していることから、現在実施されている過去に例を見ない超金融緩和政策の漸進的な縮小を開始する時期が後ずれされるとの予想が強まったことなどが挙げられます。しかしながら、2021年6月以降、米FOMC（公開市場委員会）で政策金利の引上げ時期や金融緩和策の縮小開始時期予想が前倒しされたことから再び米ドル高傾向となり、当期を終えました。債券利回りでは、長期債利回りは低下しましたが、短中期債利回りは上昇し、米ドル高傾向を支えました。

## 当作成期の選択通貨について

ロシア・ルーブル（2020年12月（当作成期初）～3月初旬）

ロシア・ルーブルは、原油価格を軸にロシアの対外関係と中央銀行の金融政策を材料として推移しました。期初から2021年1月末までは原油価格は堅調ながら、弱含みに推移しました。背景として、2020年12月はロシアによる米国政府機関へのハッキング疑惑に対する国際的な非難があり、2021年1月は反政府リーダーであるナバロフ氏を巡る政治的な混乱がありました。特にナバロフ氏の帰国後の1月下旬に大規模な抗議活動も見られルーブル安となりました。しかしながら、2月以降は特に目立った政治的な出来事はなく、コロナ禍からの世界的な景気回復と原油価格の上昇を受けルーブルは値を戻しました。中央銀行のインフレに対するタカ派的な姿勢も支援材料となりました。

インド・ルピー（2021年3月初旬～6月初旬）

2021年3月は海外投資家の株式市場への資金流入を背景に堅調に推移しました。4月に入り、インド中銀の国債購入計画発表による国債利回りの低下が悪材料となりました。さらに、新型コロナウイルス新規感染者数が劇的に増加したことから、行動制限による景気回復の遅れなどが懸念されてルピー安が進みました。しかしながら、行動制限の対象地域や方法が2020年の大流行期に比べ抑制されたものであったため、景気への悪影響が抑制されるとの期待が強まったことやワクチン接種の拡大を受け、4月下旬からはルピー高に転じました。5月以降は新規感染者数もピークアウトし、経済再開への期待が高まりルピー高傾向を維持しました。

メキシコ・ペソ（2021年6月中旬以降）

2021年6月16日の米FOMC（連邦公開市場委員会）を前に米国の金融緩和の縮小開始観測が強まったことから、相対的な高金利、商品需要により上昇傾向にあったメキシコペソはやや軟化しました。

第17作成期（2021年6月～2021年12月）

### グローバル・リート市場

当作成期の先進国リート指数は、期初は米長期金利の低下や金融緩和政策の長期化観測に加え、米株式市場が堅調に推移したことなどから投資家のリスク選好姿勢が強まり上昇しました。また、米国企業の好決算を受けて株式市場が堅調に推移したことなども支えとなりました。その後も、米金融緩和政策の縮小観測が後退したことなどが好感され、2021年8月にかけて堅調に推移しました。9月には、主要国で量的緩和政策の早期縮小が意識されたことや、中国不動産大手、恒大集団の過剰債務問題を受けて主要株式市場が下落しリスク回避の動きが強まったことに加え、インフレ圧力により米長期金利が上昇したことを受けて、リート市場も一時大幅な下落となりました。10月には、米国経済の底堅さや、良好な企業業績などが好感され、投資家のリスク先行姿勢が強まり、欧米のリート市場を中心に反発しました。しかし、11月には欧州における新型コロナウイルスの感染が再び拡大傾向となり、経済の先行き不透明感が強まったことや、南アフリカで新たな変異型（オミクロン型）が確認され、世界的な感染拡大リスクが嫌気され再び下落しました。当期末にかけては、オミクロン株の重症化リスクがそれほど高くないとの見方が強まり、警戒感が和らいだことから反発しました。

### 為替市場

当作成期を通しては、米ドル／円相場は、円安米ドル高となりました。当期初は、3月以降続く110円近辺でのレンジ相場（概ね109円台から111円台）に位置しておりました。レンジ相場の背景としまして、3月以降、新型コロナウイルス変異株による米国国内の感染再拡大が懸念されたこと、米雇用の回復が予想よりも遅れたことに加えて、コロナ禍に起因した世界的なサプライチェーンの混乱や繰越し需要によるインフレ圧力の増加による景気への悪影響が懸念されるなど、債券利回りの低下材料、米ドルの弱材料が多く現れました。一方で、ワクチン接種の拡大による経済正常化の進展にともないFRB（米連邦準備制度理事会）がテーパリング（量的金融緩和の縮小）を開始するとの観測が強まったため、債券利回りの上昇材料、米ドルの強材料となったことが挙げられます。このような拮抗する材料が存在する環境の下、米国国債利回りは上昇・下降し、それに応じて米ドル円相場も推移し、おおよそ9月ごろまで110円近辺でのレンジ相場が続きました。10月以降、米国等での記録的なインフレ率上昇によりインフレ上昇は長期的なものとの懸念も強まりテーパリングの年内開始観測が強まるなか、米ドルはレンジを上抜け115円台を目指す動きとなりました。11月に入り、FOMC（米公開市場委員会）でテーパリング開始が発表されましたが、予想通りであったため、米国国債利回りはほぼ横ばいとなり米ドル円相場も横ばいに推移しましたが、下旬にかけて新型コロナウイルスの新たな変異株（オミクロン株）の出現によりリスク回避姿勢が強まると、下落し、12月14日、15日開催のFOMCの前にもみ合いとなり、高値圏にて当期を終えました。

### 当作成期の選択通貨について

2021年下半期を通じて新型コロナウイルス感染状況と世界的な中央銀行の金融政策正常化が意識される中、世界的な金利環境、資産価格と商品市況の荒い値動きがつづき新興国高金利通貨の動きはみだら模様でした。アメ

リカの金融政策のハト派傾斜やトルコリラの激しい値動きに影響を受けた新興国高金利通貨があった一方、自国の注意深い金融政策の恩恵を受けて底堅く推移する通貨もありました。地域別ではアジア地域が中央東ヨーロッパ、中東、アフリカやラテンアメリカ地域よりも底堅くインドネシアルピア、中国元、インドルピーは2021年下半年底堅く推移しました。中国元は金融政策の更なる緩和や不動産セクターの不透明な先行きにもかかわらず2021年下半年最も良好なパフォーマンスとなりました。トルコリラは最もパフォーマンスが悪化し他の新興国通貨への影響が懸念されましたがその動きは限定的でした。ロシアルーブルやメキシコペソは年後半の迅速な金融引き締めによる恩恵を受け名目及び実質金利上昇により恩恵を受けました。

(2021年7月初旬～10月初旬)

ロシアルーブルは2021年下半年に新興国通貨が苦戦する中、対ドルで1.5%程度上昇しました。8月中旬から10月にかけて経済活動再開に伴う世界的人的移動回復やOPEC供給合意の不透明感を受けWTI原油価格が約38%上昇しロシアルーブルを含む産油国通貨は大きく恩恵を受けました。一方政治的な緊張は継続しましたが下半年ロシアルーブルへの影響は限定的でした。ロシア軍によるウクライナへの軍事侵攻懸念によりアメリカや西欧諸国との関係亀裂に懸念が生じましたが年末バイデンアメリカ大統領とプーチン大統領との間でのヨーロッパ地域における安全保障に関して平和的対話が行われ、そうした懸念は軽減しました。また金融政策はロシアルーブルにとって大きなプラス材料として寄与しました。ロシア中央銀行はインフレ圧力の高まりを受け2021年末にかけ下半年利上げを行い5.5%から8.5%へ合計3%政策金利を引き上げました。総合インフレ率は11月前年同期比8.4%プラスと2016年第1四半期以来の上昇となりました。

(2021年6月中旬(作成期初)～7月初旬、同10月初旬～12月中旬(作成期末))

メキシコペソは2021年下半年、対ドルで横ばいとなりました。メキシコ中央銀行による金融引き締め姿勢と対外リスク環境の安定は通貨にとってプラス材料として寄与しました。デルタ株に始まりオミクロン株まで新型コロナウイルス感染拡大による大規模な都市封鎖を回避できた点は経済活動にとってはプラスでしたが自動車産業など製造業は経済活動再開後の供給制約などで苦戦し10月鉱工業生産は0.7%プラスと8か月ぶりの低水準に落ち込みました。メキシコ中央銀行は2021年下半年4回の政策会合で合計1.25%利上げして政策金利を5.5%まで引き上げました。また中央銀行は2022年第4四半期に向けたインフレ見通しを引き上げ11月総合インフレ率が前年同期比7.37%プラスに示された12月政策会合議事録では継続するインフレ圧力への警戒が示されました。AMLO大統領はビクトリア・ロドリゲス公債歳出担当次官を2022年1月から任期が始まる次期中銀総裁に指名しました。この発表は政権に対する中央銀行の独立性への懸念を意識させメキシコペソは一時的に弱含みました。

第18作成期(2021年12月～2022年6月)

### グローバル・リート市場

当作成期の先進国リート市場は下落しました。期初は新型コロナウイルスの変異型「オミクロン型」の感染拡大による経済への影響は限定的との見方から米国株が堅調に推移し投資家のリスク先行姿勢が強まり上昇しました。しかし、その後、2022年1月から2月にかけてはオミクロン型の世界的な感染拡大への懸念や米FRBによる早期金融引き締め観測などを背景に投資家のリスク回避姿勢が強まり下落基調となりました。3月から4月にかけては米金利の先高観は続きましたが、堅調な米マクロ経済指標や企業業績などが支えとなり買い戻しが続きまし

た。4月後半から当期末にかけては、米長期金利の上昇を受けてリートの投資妙味が薄れたことや、インフレ抑制のために米連邦準備制度理事会（FRB）が積極的な金融引き締めを継続する見方が強まったことなどからリート市場は再び軟調な展開となりました。

## 為替市場

米ドル／円は、当作成期首114円近辺で始まりしました。米連邦準備制度理事会（FRB）のテーバリング加速や利上げ開始予想を受けて長期金利上昇圧力が強まりました。こうしたなか、米ドル円相場は、米国のオミクロン株による新型コロナウイルスの感染再拡大期（1月にピークをつけたものの高止まり）やウクライナ情勢の緊迫化などによる世界的なリスク回避の動きの中、米長期金利の上昇にかかわらず、2月ごろまで、概ね横ばいで推移しました。2月24日のロシアのウクライナ侵攻後、米ドルは、ウクライナ情勢に伴うリスク回避の動きや、米金利上昇などが交錯し、もみ合いましたが、3月中旬以降、米公開市場委員会（FOMC）を受けて米利上げペースの加速が意識されたことなどから、上昇しました。下旬は、FRBは積極的に金融政策の正常化を進めるとの見方が強まる中、日米金融政策の方向性の違いが意識され大幅上昇しました。4月に入り、下旬以降、日銀が金利上昇を抑制する姿勢を明確に示す中、金融政策の引き締めを進めるFRBとの違いが改めて意識され、米ドルは対円で一段と上昇し、5月上旬に130円近辺まで上昇しました。その後、6月にかけて良好な米経済指標発表により、FRBが金融引き締めを積極的に行うとの見方が強まり、米長期金利が上昇したことから米ドル高円安が進み、133円台で当期を終えました。

## 当作成期の選択通貨ユニバースの状況

2022年上期新興国市場全般はまだら模様の展開となりました。上半期の大半は世界的な債券安による金利上昇の中、アメリカ金利は最近の高値を更新し、金融引き締め環境下でアメリカ株式市場はS&P500指数が年初から約21%下落しました。こうした金融環境下で新興国通貨市場では不安定さが増し加えて市場は2023年第4四半期の景気後退も織り込み始め、買い持ちポジションが減少しました。またロシアによるウクライナ侵攻が発生しこれを受け新興国市場全般、特にロシアルーブルやその周辺国通貨チェコルネ、ポーランドズロチ、ハンガリーフォリントから資金流出が加速し、加えて中国人民元、インドルピー、韓国ウォンなどアジア通貨は供給懸念やエネルギー価格高騰懸念により下落しました。一方で資源国通貨であるブラジルレアル、南アフリカランド、メキシコペソは底堅く推移しその後の商品市況上昇を受け値を急速に戻しました。

ブラジルレアルは上半期2番目に堅調な新興国通貨で対ドルで約13%上昇しました。リスク対比魅力的なキャリー金利がブラジルレアルを下支えし、加えて金融引き締め姿勢や交易条件の改善が好感されました。第二四半期に入りアメリカにさらなる金融引き締め加速を受けたアメリカ債券金利上昇にもブラジルレアルは資源輸出国通貨として大きな耐性を示しました。政治面では10月の大統領選を控えて現職ボルソナロ大統領に対し左派ルラ前大統領の優勢が示されていますがこれまでのところ通貨市場への影響は限定的でした。ブラジル中央銀行は上半期累計2.5%政策金利を引き上げ政策金利を13.25%と2017年前半の水準まで戻しました。こうした引き締めサイクルは第三四半期には終了が示唆されていますがインフレ動向に沿って柔軟に対応し更なる利上げ継続の可能性も示されています。ブラジル地理統計院の示す5月インフレ率は12.2%プラスと高いインフレ圧力を更新して利上げサイクルが継続する可能性を示していました。

ロシアルーブルは2022年上半期はこれまでで最も大きく乱高下しました。ウクライナ侵攻後対ドルで過去最安



値を付けた後、一転2015年水準まで上昇しました。2月21日ウクライナ国境を越え、ロシア平和維持部隊によるウクライナ南部地域への侵攻を皮切りにロシア軍は全土に侵攻し今日に至ります。当初西側諸国はアメリカ、イギリスやEUは経済制裁を表明し、ロシアの銀行、企業や一部関係者個人に対し金融規制を課しました。制裁は上半期を通じ継続し多くの大企業や金融機関はロシアでの業務を停止や閉鎖を決め、ロシアからの原油や天然ガスの輸入依存についても低下させていく計画を決定しました。ロシアルーブルは制裁後、西側銀行システムがロシアとの関係を遮断したため、非公式の相対市場で取引が行われることになりましたが引き続き原油輸出国として上昇し、底堅く堅調に推移しました。

第19作成期（2022年6月～2022年12月）

### グローバル・リート市場

当期の先進国リート市場は、インフレ高進により米国連邦準備制度理事会（FRB）を中心とする主要国中央銀行による積極的な利上げ継続姿勢と、金融引き締めによる景気悪化懸念から不安定な値動きとなり下落しました。

期初は4～6月期の好調な米国リーートの決算に加え、米実質国内総生産（GDP）が2四半期連続のマイナス成長となるなど米マクロ経済指標の悪化が相次ぎ、パウエル米FRB議長が今後の利上げペースを緩める可能性を示唆した事から、大幅利上げに対する警戒感が和らぎ上昇基調で推移しました。

当期中盤、欧米を中心に高インフレが続く中、先進国主要中銀の積極的な利上げや8月のジャクソンホール会議におけるパウエル議長の金融引き締め継続意思を受け政策金利見通しが上方修正されたため、大幅に下落しました。

当期末にかけては、10月の豪州及びカナダ中銀の利上げ幅縮小に加え、10月米消費者物価指数（CPI）が市場予想を下回りインフレのピークアウトを期待させる結果となったことで、FRBの利上げペース減速観測から投資家心理が和らぎ先進国リート市場は上昇しました。

### 為替市場

当期を通しては、米ドル／円相場は、円安米ドル高となりました。

当期初は、1ドル135円近辺にて始まりました。当期は、米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ上昇に対応して3月から利上げを開始し、米債券利回りが上昇基調となったため、米ドル高円安傾向が続きました。さらに日本円に関しては、日本銀行が金融緩和策を維持したため、米国をはじめ主要国中央銀行が金融引き締め政策へ転換するなか、11月にかけて円安傾向が顕著でした。6月に、FRBが0.75%の大幅利上げに踏み切りました。さらに、米ドル高円安傾向が強まり、10月下旬ごろに当期高値水準の1ドル150円近辺を付けました。7月には欧州中央銀行（ECB）が利上げに踏み切るなど世界的に金融引き締めが大勢となりました。11月に入り、10月米消費者物価指数（CPI）が予想以上に鈍化し、さらに、FRBは利上げペースを鈍化させるとの期待が強まり、ドル安円高に動きました。さらに、23日公表の11月FOMC議事要旨で利上げペース減速が早期に適切になると考えられていることが示され、130円台に下落しました。12月に入っても130円台で推移して引けました。

### 当作成期の選択通貨ユニバースの状況

新興国通貨のパフォーマンスは、2022年下半年期を通じ強弱入り混じる展開でしたが、アジア通貨を中心に、これまで弱含みであった通貨が若干の回復を見せました。第4四半期に世界で金利が上昇し、投資家が世界のイン

フレとFF金利のピークを見極め始めたことは新興国通貨の支援材料となりました。しかし、世界株式の動きがまだら模様であったため（S&P500指数は6月に底を打った後、年初来の損失の50%を回復したが、10月に再び最安値を更新）、一部の新興国通貨は大きく上昇することができず、苦戦を強いられました。第4四半期初めに、中国のゼロコロナ政策の緩和を巡るヘッドラインを受け、リスクセンチメントの改善材料となりました。アジア通貨はこのニュースに好反応を示し、第4四半期に韓国ウォンは対米ドルレートで10%以上、台湾ドルは3%以上、中国元は2.5%上昇しました。他の通貨もこれらニュースや商品価格から恩恵を受け、ブラジルレアルは下半期に対米ドルレートで5%、メキシコペソは7%上昇しました。FEDが今年最後の会合で利上げペースを減速したことも、多くの新興国通貨の下支えとなりました。

ブラジルレアルは、2022年下半年期に対米ドルレートでおおよそ5%上昇しました。ブラジルのキャリー金利水準の魅力に加え、良好な交易条件は、通貨にとってプラス材料として寄与しました。第4四半期は特に米国と世界の金利が上昇し、ブラジルレアルを含む新興国高金利通貨に恩恵がありました。ブラジル中央銀行は8月に政策金利を50bp引き上げ、13.75%にすることを決定しましたが、同時に、今後数回の会合で利上げサイクルを終了する旨を示唆しました。予想通り、ブラジル中央銀行はその後すべての会合で金利を据え置きました。ブラジルのインフレ率は引き続き低下し、前年比6%弱と、ブラジル中央銀行の目標レンジに近づきました。10月にはブラジル大統領選が実施されました。第一回投票から左派候補のルラ氏が現職のボルソナロ氏を上回り、決戦結果においてルラ氏が新大統領に選出されました。間もなく発表される予算案を巡る不透明感を巻き込み、全体的なセンチメントは弱含み、市場はルラ内閣の具体的な人事、特に財務相の発表に注目が集まりました。12月に、新大統領の盟友、フェルナンドを財務相に起用すると発表がありました。この人事は期待されていたにもかかわらず、反応はやや鈍く、年末にかけてブラジルレアルは現地の相場材料よりも市場全体のリスクセンチメントで取引されました。

第20作成期（2022年12月～2023年6月）

### グローバル・リート市場

当期の先進国リート市場は下落しました。期初、12月の米消費者物価指数（CPI）の鈍化を受けて、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げペースを減速させるとの見方が広がり上昇しました。欧州では、企業の好業績発表が相次いだことや中国景気の回復期待などから世界景気軟着陸への期待が高まり一段高となりました。当期中盤、2023年1月の米CPIが市場予想を上回り、インフレ圧力の継続が示唆されました。これにより米欧の利上げ長期化が引き続き懸念され下落基調で推移しました。米中堅銀行の経営破たんを発端に欧米の金融システム不安が広がった事を背景に、投資家のリスク回避姿勢が強まり軟調な推移となりました。当期末にかけては、予想以上に堅調な米経済指標の発表による金融引き締め長期化懸念の再燃、米連邦債務上限問題を巡る不透明感が上値を抑え、一進一退の展開となりました。英国リート市場は、4月の雇用統計を受けて、追加利上げ懸念が後退した事から上昇しました。6月の米連邦公開市場委員会（FOMC）でFRBが政策金利を据え置く見方が強まり、米景気への先行き不安が後退し、概ね前期末対比同水準まで上昇しました。

### 為替市場

当期を通しては、米ドル・円相場は、米ドル高円安となりました。

当期初は、1ドル138円近辺で始まりました。期初から2023年1月にかけて、景気減速懸念やインフレ鈍化期待からFRBの金融引き締めペース減速への期待が見られたこと、日本銀行の金融緩和と政策の修正観測などから、急速

な円安進行が調整し、円高方向への修正が見られました。1月には当期安値水準の128円近辺を付けました。2月以降、堅調な米経済指標の発表が続く中、米長期金利の上昇も見られ、再び米ドル高円安傾向となりました。3月月初には138円台近辺に迫りました。その後、FRBの急激な利上げの副作用として相次いで米地銀の破綻が続いたためリスク回避的な動きが強まり、米長期金利の下落を受けて一時的に米ドル高円安となりました。しかしながら、米政府の対応により救済策が講じられたため、危機は短期間で終息し、3月下旬から米ドル高円安へ転換しました。その後も、強い米経済指標発表が相次ぎました。これにより、米長期金利が上昇し、FRBの利上げが継続される、あるいは金利の高止まりが続くとの見測が強まりました。こうしたなか、ドル高円安基調が続きました。結局、140円台で取引を終了しました。

## 当作成期の選択通貨ユニバースの状況

新興国通貨のパフォーマンスは、2023年上半期を通じ強弱入り混じる展開でした。中南米通貨（ブラジル・リアル、メキシコ・ペソ）および中央ヨーロッパ通貨（ハンガリー・フォリント、ポーランド・ズロチ、チェコ・コルナ）は実質金利の上昇や、広く安定したファンダメンタルズ、良好な交易条件に支えられアウトパフォームしましたが、アジア通貨は中国の経済活動再開による押し上げ効果が薄れたことや、アジアとその他の地域との金利差が拡大したことなどを背景に、一時的にアンダーパフォームしました。さらに、米金利との相関が高まっている一部の新興国通貨は、米コアインフレが予想に対して粘り強く推移したため、第2四半期に再び売られました。南アフリカ・ランドや、中国元、ブラジル・リアルは、下記のような政治的要因も取引材料となっています。南アフリカでは、国営電力会社エスコムによる一連の計画停電を巡る抗議が続いており、南アフリカ・ランドに対するセンチメントは依然としてマイナスとなっています。中国では経済活動再開後、製造業や不動産業への財政支援が不足し、中国元および中国株は軟調に推移しました。ブラジルでは、2022年下半期の大統領選後もルラ政権が引き続き市場のボラティリティを高めており、財政支出やブラジル中央銀行の独立性などを巡る先行きが不透明なため、為替リスクが高まりました。

ブラジル・リアルは、他の高金利なラテンアメリカ通貨とともに、2023年上半期に対米ドルレートでアウトパフォームしました。米金利の上昇局面においても、魅力的なキャリー金利水準がブラジル・リアルを支えました。3月には、米銀行や欧州銀行を巡る金融システム不安が高まったにもかかわらず、高金利な新興国通貨は、グローバルなリスク市場との相関が低く、底堅く推移しました。ルラ氏が大統領に就任した後、ブラジルの将来の財政見通しに対する不確実性が高まり、予算発表を巡り上半期のブラジル・リアルはヘッドラインリスクにさらされました。加えて、ルラ政権はブラジル中央銀行の継続する金融政策に懸念を表明していることなどから、金融政策委員会の人事がハト派寄りに傾くリスクがありました。ブラジル中央銀行は、インフレ期待が相対的に高く、財政リスクも続いていることなどから、上半期の金利を13.75%に据え置きました。しかし、ブラジルの成長は安定しており、インフレ率は減速傾向で目標水準に戻り、米国の到達金利が見えてきたことなどから、ブラジル中央銀行の関心は遅かれ早かれ利下げへと移る可能性があります。

第21作成期（2023年6月～2023年12月）

## グローバル・リート市場

当期の先進国リート市場は上昇しました。期初は、堅調な米マクロ経済指標を受けて米国の景気後退懸念が和らいだことや、欧米を中心にインフレ鈍化の兆しが見られ利上げ継続観測が後退したことなどを背景に米国や欧州圏のリート市場が好調でした。他方、各国中央銀行による金融引き締めを受けて英国やアジア地域のリート市場

が軟調に推移したことは重しとなりました。当期中盤は、米国債市場の需給悪化や米FRBによる利上げ長期化観測などを背景に米長期金利が上昇したことから、先進国リート市場は概ね下落基調となりました。当期末にかけては、欧米の中央銀行が相次いで利上げを見送ったことや、労働市場や個人消費などの米マクロ経済指標が弱い内容となったことなどから、世界的に利上げ終了観測が広がりました。このような中、先進国の金利は急低下し、リート市場は反発しました。

## 為替市場

当期を通しては、米ドル／円相場は、ほぼ横ばいとなりました。当期、米ドル円相場142円近辺で始まり、6月末にかけて、FRBによる利上げ継続観測、米債務上限問題を巡る過度な懸念の後退、日銀の金融政策の現状維持などから、ドル高・円安が進みました。7月は、米雇用統計の結果が市場予想を下回ったことや日銀の政策変更の可能性が市場で意識されたことなどからドル安・円高方向へ急速に転じました。しかしながら、米GDPの上振れなどにより景気のソフトランディング期待が高まり、日銀は長短金利操作の修正を発表しましたが大きな影響はなく、7月中旬から期末にかけてドル高・円安が進みました。8月から10月にかけて、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引締めが長期化するとの見方から米長期金利が上昇する中、日米金利差の拡大が意識され、ドル高・円安が続きました。11月から期末にかけて、米連邦公開市場委員会（FOMC）を受けた追加利上げ観測の後退などからドル安・円高方向に転じました。結局、142円台で終わりました。

## 当作成期の選択通貨ユニバースの状況

2023年下半期は、世界的なインフレ率の低下が続き、米金利が急低下し始めたため、新興国通貨は全体的に下支えされました。低下したG10諸国の金利は、先進国と新興国の金利差を維持し、世界株式や高金利通貨への支援材料となりました。CEEMA通貨（南アフリカランド、ポーランドズロチ、ハンガリーフォリント）は、2023年上半年は低迷していましたが、全面的にラテンアメリカ通貨（ブラジルレアル、メキシコペソ、チリペソ）を上回りました。特定のローカルな話題がラテンアメリカ通貨に影響しました。アルゼンチンでは、総選挙で極右候補が現職を破ったため、年末に大規模な歳出削減が発表され、アルゼンチンペソが50%以上と大幅に下落しました。最も流動性の高い高利回り通貨であるブラジルレアルとメキシコペソは、引き続き好調に推移しましたが、現在の対米ドル水準からのリスクリワードが低下したことや、ブラジル中銀とメキシコ中銀の両機関による着実な利下げが継続・開始されるとの予想から、上昇幅は抑えられました。中央ヨーロッパでは、10月の選挙後にポーランド中銀が利下げサイクルを一時停止したため、ポーランドズロチがアウトパフォームしました。賃金上昇率の高い水準に再び焦点が当てられ、早期の緩和に対する懸念が高まりました。最後にアジアでは、米金利の低下と中国人民銀行による中国元市場への継続的な介入などを背景に、主要通貨は堅調に推移しました。

ブラジルレアルは好調な上半期の後、下半期は不安定に推移し、対米ドルレートで2%近く下落しました。ブラジルレアルは継続して魅力的なキャリー金利水準と高い実質金利を持っていましたが、乱高下する米金利の環境下で全体的に苦戦しました。ブラジルレアルは9月／10月に米10年債利回りが5%という新たなサイクル高値に上昇したことで急激に弱まりましたが、第4四半期にCPI低下とFED会合を受け利回りが低下したことで一部持ち直しました。ルラ新政権の影響で、ブラジルの将来の財政見通しに対する不透明感が続いています。ブラジルのハダド財務相は財政赤字ゼロ目標の達成に強硬姿勢を維持しましたが、新たな歳出計画がまだ進行中であることから、多くの点で疑問視されました。加えて、ルラ政権はブラジル中央銀行の継続する金融政策に懸念を表明していることなどから、金融政策委員会の人事がハト派よりに傾くリスクがありました。第4四半期に入ると、

インフレ率が低下するのに合わせ、両者の関係はわずかに改善しました。ブラジル中銀は2023年下半期に金利を200bp引き下げ、12月時点の政策金利は11.75%まで低下しました。利下げは50bpずつの穏やかなペースで行われ、理事会は将来の安定したインフレ期待を維持するためにインフレ指標を注視し続けました。

第22作成期（2023年12月～2024年6月）

### グローバル・リート市場

当作成期の先進国リート市場は下落しました。期初は堅調な米国経済を背景に米連邦準備制度理事会（FRB）による早期利下げ観測が後退し、米長期金利が上昇したことから、米国リート市場を中心に軟調な展開となりました。その後は、米国経済のソフトランディング（軟着陸）期待や米国株高により投資家のリスク先行姿勢が強まったことなどを背景に底堅く推移しました。当期中盤は、2024年3月の米消費者物価指数の上振れに伴い、FRBによる利下げ観測が後退したことや米長期金利の上昇などが重しとなり下落しました。

作成期末にかけては、米国において4月の消費者物価指数（CPI）がインフレ鈍化を示す結果となったことや、欧州においては、欧州中央銀行による利下げ観測、堅調なマクロ経済指標などを背景に欧米のリート市場を中心に反発し、月初からの下げ幅を縮小しました。

### 為替市場

当作成期、米ドル円相場は143円近辺で始まり、インフレ鈍化が見られたことや、日本銀行の金融政策正常化観測から、米ドル安円高で推移しましたが、2024年1月の能登半島地震による日本銀行の金融政策正常化観測後退や、堅調な米国経済指標により、米ドル高円安基調となりました。2024年4月に一時160円台をつけた後、二度にわたる日本の金融当局による円買い為替介入が観測されましたが、米ドル高円安基調は変わらず、介入から作成期末にかけては150円台半ばで推移しました。

### 当作成期の選択通貨ユニバースの状況

ブラジル・リアルは、2024年上半期に対米ドルレートで下落しました。期間開始後、他の新興国通貨と比較しより高いバリュエーションと、長期的なポジショニングの影響で、ブラジル・リアルはドル安局面で他の新興国・リスク通貨に後れを取りました。ハダド財務相は、2024年の赤字ゼロ目標達成に向けた姿勢を維持しましたが、一般債務の公表額は増加したことや、12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）に続き、米10年債利回りが30bps上昇し、米ドルが反転したことなどはブラジル・リアルの下落材料となりました。3月に入ると、米10年債利回りは横ばいで推移し、ブラジル中央銀行は予想通り50bps利下げしましたが、今後はより緩やかなペースで利下げを選択できるようにガイダンスを微調整しました。米消費者物価指数（CPI）が市場予想を上回り、投資家が米連邦準備制度理事会（FRB）による予想利下げ予想を3回から1.6回に再評価した際は、米10年債利回りは40bps上昇しましたが、これがリスク資産に圧力をかけ、ブラジル・リアルの重しとなりました。米国の金融政策や世界的なインフレ動向の不確実性が際立つ厳しい環境の中、ブラジル中央銀行は6月の会合で政策金利を予想通り10.5%に据え置きましたが、市場の懸念を和らげるには至らず、鉄鉱石や大豆、銅などブラジルの輸出品の価格下落はブラジル・リアルの押し下げ圧力となりました。

ブラジルでは、金融緩和の減速と低インフレを背景に、実質金利がラテンアメリカで最も持続可能なキャリア源になるだろうと考えています。加えて、制約的な財政政策と堅調な海外直接投資は通貨の支援材料となるでしょう。ブラジル中央銀行は、引き続き慎重かつデータ依存の姿勢を維持すると予想されます。市場が今後6ヵ月

における利上げを織り込み始めているため、ブラジル・レアルは潤沢なリスク・プレミアムを提供しています。慎重な財政・金融政策や、安定したマクロおよび為替ボラティリティなどと相まって、実質金利を下支えする環境は、通貨高維持の材料となるはずでず。

第23作成期（2024年6月～2024年12月17日（償還時））

### グローバル・リート市場

期初は5月の米消費者物価指数（CPI）が鈍化し米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げ期待が高まったことなどから米国リートを中心に上昇しました。他方、ユーロ圏はフランスの総選挙を巡る不透明感などが重しとなり軟調に推移しました。当期中盤は、9月の米連邦公開市場委員会（FOMC）において米FRBが利下げを決定するとの見方が強まり米国リートを中心に堅調に推移しました。実際には米FRBが0.5%の大幅利下げを決定したことや追加利下げに前向きな姿勢を示したことなども好感されました。その後、10月にかけて、米国経済が堅調に推移する中、追加利下げ観測が後退したことや、米大統領選挙でトランプ氏が勝利するとの見方などから米長期金利が上昇し先進国リート市場が下落する場面もありました。当作成期末にかけては、米長期金利の上昇が一服したことなどが支えとなり、先進国リート市場は底堅く推移しました。

### 為替市場

当期、米ドル円相場は158円近辺で始まりました。6月は米消費者物価指数（CPI）の鈍化からドルが弱含んだ後、日銀の金融政策決定会合を受けて7月の利上げ観測が後退したこと、米金利の上昇などから、ドル高円安が進み、7月初に期中ドル高値水準の161円台を付けました。7月に入って、米連邦準備制度理事会（FRB）への利下げ期待が強まる一方、日銀の利上げ観測が強まったため、9月半ばごろまでドル安円高傾向が続き、期中ドル安値水準の140円割れまで低下しました。9月半ばごろ、日銀が利上げを急がない姿勢を示したこと、米景気指標の上振れや米連邦準備制度理事会（FRB）当局者がタカ派的な姿勢を示したことなどから反転し、11月半ばごろまでドル高円安傾向となりました。その後、米国のトランプ新政権のもと、財政規律を重視すると考えられているベッセント氏が財務長官に指名されたことや日銀の利上げ観測などから一時的にドル安円高傾向となりました。しかしながら、12月に入り、FRBが利下げに慎重であるとの見方が強まった一方、12月に日銀は利上げを見送るとの見方が強まり再びドル高円安となり、結局153円台で引けました。

### 当作成期の選択通貨ユニバースの状況

2024年下半年は、世界経済の変化と国内政策の動向に大きく影響され、ラテンアメリカ通貨を取り巻く状況は複雑な様相を呈しました。ブラジルレアル（BRL）は、鉄鉱石や大豆等のコモディティ価格の下落と世界的なインフレ圧力による逆風に見舞われ、通貨安の傾向がさらに悪化する形となりました。ブラジル中央銀行は3回の利上げをもって対応し、政策金利であるSelicレートは12.25%に引き上げられました。市場のセンチメントは、長引くコアインフレと外部の脆弱性に対する懸念を反映する形で、引き続き慎重な動きを示しました。ブラジル経済の回復は目を見張るものでした。消費者物価上昇率は低下傾向にあるものの、依然として目標値を上回っていました。ブラジル中銀は、世界的に持続するインフレと主要な貿易相手国の景気減速等、重大なリスク要因をハイライトし、政策スタンスの微妙なバランスを強調しました。

メキシコでは、米国での景気後退懸念や、日本円とスイスフランを資金とするキャリートレードのポジション解消に伴う不利な流動性の条件下で、8月の大幅な下落を皮切りに、ペソ（MXN）に顕著なボラティリティが見

られました。米国の景気後退懸念がその後和らぎ、連邦準備制度理事会（FRB）が政策金利を50ベースポイント引き下げたことで、マクロ経済の見通しが安定し、エマージング通貨などのリスク資産に恩恵もたらされました。そのため、ペソの為替水準は9月には回復しました。しかし、その後の数ヶ月間、メキシコ国内の政治情勢がペソの為替水準を圧迫しました。10月には、シェインバウム大統領によって提案された司法改革が長期的な制度的独立性に対する懸念を引き起こし、その上ドナルド・トランプ氏が再選された米国の選挙結果も加わり、懸念が高まりました。10月には、シェインバウム大統領によって提案された司法改革が長期的な制度的独立性に対する懸念を引き起こし、その上ドナルド・トランプ氏が再選された米国の選挙結果も加わり、懸念が高まりました。

## ○当ファンドのポートフォリオ

---

### <当ファンド>

主として外国投資信託証券である「CS グローバル・リート・トリプル・プレミアム・ファンド（適格機関投資家限定）」および国内の証券投資信託である「FOFs用短期金融資産ファンド（適格機関投資家専用）」を主要投資対象とし、安定した配当収入の確保と中長期的な値上がり益の獲得をめざして運用を行いました。

### <CS グローバル・リート・トリプル・プレミアム・ファンド（適格機関投資家限定）>

主として担保付スワップ取引を対象とし、実質的に米国リートETF、米国外リートETFと各ETFを対象としたオプション取引に加え、米ドル売り選択通貨買いの為替予約取引、並びに円に対する当該選択通貨のコール・オプション（通貨オプション）を売却した投資成果を享受し、安定した配当収入の確保と中長期的な値上がり益の獲得をめざして運用を行ってまいりました。

### <FOFs用短期金融資産ファンド（適格機関投資家専用）>

「短期金融資産 マザーファンド」の受益証券への投資を通じて、わが国の短期金融資産等（短期公社債および短期金融商品を含みます。）を中心に投資を行い、安定した収益の確保を目標として運用を行いました。

## ○当ファンドのベンチマークとの差異

---

当ファンドにはベンチマークはありません。また、適当な参考指数もないことから、ベンチマーク、参考指数を特定していません。

## ○分配金

第133期から第137期における分配金は、当ファンドの分配方針に基づき、基準価額の水準や市況動向等を考慮した結果、合計15円（税引前）といたしました。

なお、収益分配にあてなかった利益につきましては、信託財産内に留保し、運用の基本方針に基づいて運用いたしました。

第138期は、償還のため分配金をお支払いしておりません。

### 分配原資の内訳

（単位：円、1万円当たり、税込み）

項 目	第133期	第134期	第135期	第136期	第137期
	2024年6月18日～ 2024年7月17日	2024年7月18日～ 2024年8月19日	2024年8月20日～ 2024年9月17日	2024年9月18日～ 2024年10月17日	2024年10月18日～ 2024年11月18日
当期分配金	3	3	3	3	3
（対基準価額比率）	0.462%	0.508%	0.524%	0.514%	0.526%
当期の収益	—	—	—	—	—
当期の収益以外	3	3	3	3	3
翌期繰越分配対象額	2,182	2,179	2,176	2,173	2,170

（注1）対基準価額比率は、当期分配金（税込み）の期末基準価額（分配金込み）に対する比率であり、ファンドの収益率とは異なります。

（注2）当期の収益、当期の収益以外は小数点以下切捨てで算出しているため合計が当期分配金（税込み）と一致しない場合があります。



## ○ 1万口当たりの費用明細

(2024年6月18日～2024年12月17日)

項 目	当 作 成 期		項 目 の 概 要
	金 額	比 率	
(a) 信託報酬 ( 投 信 会 社 ) ( 販 売 会 社 )  ( 受 託 会 社 )	4 ( 2 ) ( 2 )  ( 0 )	0.629 (0.303) (0.303)  (0.022)	(a) 信託報酬＝作成期中の平均基準価額×信託報酬率 委託した資金の運用の対価 交付運用報告書等各種書類の送付、口座内でのファンドの管理、 購入後の情報提供等の対価 運用財産の管理、投信会社からの指図の実行の対価
(b) 売買委託手数料  ( 投 資 信 託 証 券 )	3  ( 3 )	0.509  (0.509)	(b) 売買委託手数料＝作成期中の売買委託手数料÷作成期中の平均受益権口数 ※売買委託手数料は、有価証券等の売買の際、売買仲介人に支払う手数料です。
(c) そ の 他 費 用  ( 印 刷 )	0  ( 0 )	0.025  (0.025)	(c) その他費用＝作成期中のその他費用÷作成期中の平均受益権口数 開示資料等の作成・印刷費用等
合 計	7	1.163	
作成期中の平均基準価額は583円です。			

(注1) 作成期中の費用(消費税等のかかるものは消費税等を含む)は、追加・解約により受益権口数に変動があるため、簡便法により算出した結果です。

(注2) 消費税は報告日の税率を採用しています。

(注3) 各比率は1万口当たりのそれぞれの費用金額(円未満の端数を含む)を作成期中の平均基準価額で除して100を乗じたものです。

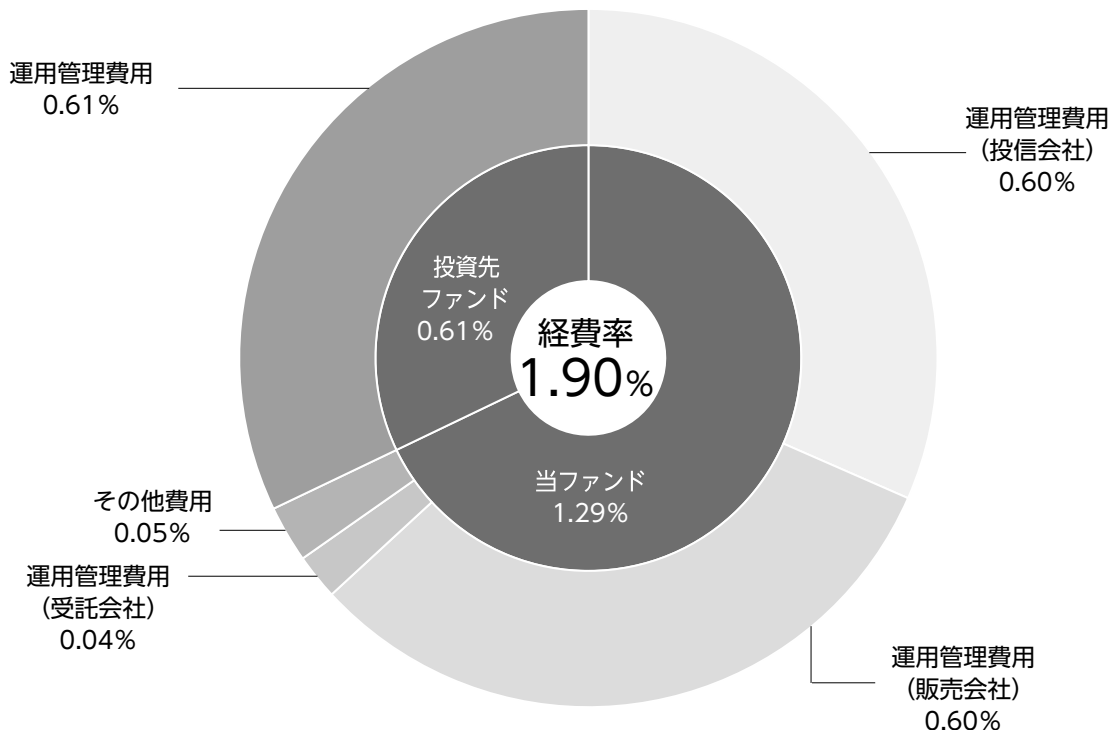
(注4) 各項目ごとに円未満は四捨五入してあります。

(注5) 各項目の費用は、当ファンドが組入れている投資信託証券(マザーファンドを除く。)が支払った費用を含みません。

(参考情報)

○経費率（投資先ファンドの運用管理費用以外の費用を除く）

当作成期中の運用・管理にかかった費用の総額（原則として、募集手数料、売買委託手数料及び有価証券取引税を除く。）を期中の平均受益権口数に期中の平均基準価額（1口当たり）を乗じた数で除した**経費率（年率）**は**1.90%**です。



(単位：%)

経費率 (①+②)	1.90
①当ファンドの費用の比率	1.29
②投資先ファンドの運用管理費用の比率	0.61

(注1) ①の費用は、1万口当たりの費用明細において用いた簡便法により算出したものです。

(注2) ②の費用は、各月末の投資先ファンドの保有比率に当該投資先ファンドの運用管理比率を乗じて算出した概算値です。

(注3) 各費用は、原則として、募集手数料、売買委託手数料及び有価証券取引税を含みません。

(注4) 各比率は、年率換算した値です。なお、四捨五入の関係により、合計が一致しない場合があります。

(注5) 投資先ファンドとは、このファンドが組入れている投資信託証券です。

(注6) ①と②の費用は、計上された期間が異なる場合があります。

(注7) 上記の前提条件で算出したものです。このため、これらの値はあくまでも参考であり、実際に発生した費用の比率とは異なります。

## ○売買及び取引の状況

(2024年6月18日～2024年12月17日)

### 投資信託証券

		第133期～第138期			
		買付額		売付額	
		口数	金額	口数	金額
外国(邦貨建)	CSグローバル・リート・トリプル・プレミアム・ファンド(適格機関投資家限定) FOFs用短期金融資産ファンド(適格機関投資家専用)	口	千円	口	千円
		—	—	6,295,106	3,622,140
		—	—	1,001,202	982

(注1) 金額は受け渡し代金。

(注2) 単位未満は切捨て。

## ○利害関係人との取引状況等

(2024年6月18日～2024年12月17日)

当作成期中における利害関係人との取引はありません。

(注) 利害関係人とは、投資信託及び投資法人に関する法律第11条第1項に規定される利害関係人です。

## ○組入資産の明細

(2024年12月17日現在)

償還日現在、有価証券等の組入れはありません。

## ○投資信託財産の構成

(2024年12月17日現在)

項 目	当 作 成 期 末	
	評 価 額	比 率
	千円	%
コ ー ル ・ ロ ー ン 等 、 そ の 他	3,247,814	100.0
投 資 信 託 財 産 総 額	3,247,814	100.0

(注) 金額の単位未満は切捨て。

## ○特定資産の価格等の調査

該当事項はありません。

## ○資産、負債、元本及び基準価額の状況

項目	第133期末	第134期末	第135期末	第136期末	第137期末	償還時
	2024年7月17日現在	2024年8月19日現在	2024年9月17日現在	2024年10月17日現在	2024年11月18日現在	2024年12月17日現在
<b>(A) 資産</b>	<b>4,081,413,400円</b>	<b>3,669,314,702円</b>	<b>3,543,701,554円</b>	<b>3,592,593,767円</b>	<b>3,422,441,974円</b>	<b>3,247,814,298円</b>
コール・ローン等	111,536,183	183,437,055	149,795,149	104,545,576	100,584,296	3,247,804,955
投資信託受益証券(評価額)	3,969,877,187	3,485,877,095	3,393,905,954	3,387,552,914	3,216,387,663	—
未収入金	—	—	—	100,494,977	105,469,712	—
未収利息	30	552	451	300	303	9,343
<b>(B) 負債</b>	<b>47,360,285</b>	<b>25,393,355</b>	<b>29,606,959</b>	<b>27,578,241</b>	<b>37,293,142</b>	<b>15,915,525</b>
未払収益分配金	18,714,438	18,592,505	18,506,816	18,397,847	17,915,736	—
未払解約金	24,333,174	2,183,403	6,974,629	4,690,750	14,506,424	11,681,119
未払信託報酬	4,111,043	4,194,024	3,507,182	3,669,682	3,832,868	3,318,546
その他未払費用	201,630	423,423	618,332	819,962	1,038,114	915,860
<b>(C) 純資産総額(A-B)</b>	<b>4,034,053,115</b>	<b>3,643,921,347</b>	<b>3,514,094,595</b>	<b>3,565,015,526</b>	<b>3,385,148,832</b>	<b>3,231,898,773</b>
元本	62,381,462,464	61,975,016,862	61,689,389,562	61,326,157,720	59,719,120,768	57,606,792,337
次期繰越損益金	△58,347,409,349	△58,331,095,515	△58,175,294,967	△57,761,142,194	△56,333,971,936	—
償還差損金	—	—	—	—	—	△54,374,893,564
<b>(D) 受益権総口数</b>	<b>62,381,462,464口</b>	<b>61,975,016,862口</b>	<b>61,689,389,562口</b>	<b>61,326,157,720口</b>	<b>59,719,120,768口</b>	<b>57,606,792,337口</b>
1万口当たり基準価額(C/D)	647円	588円	570円	581円	567円	—
1万口当たり償還価額(C/D)	—	—	—	—	—	561円03銭

<注記事項>

(貸借対照表関係)

(注1) 当ファンドの第133期首元本額は64,575,037,434円、第133～138期中追加設定元本額は1,752,552,128円、第133～138期中一部解約元本額は8,720,797,225円です。

(注2) 1口当たり純資産額は、第133期0.0647円、第134期0.0588円、第135期0.0570円、第136期0.0581円、第137期0.0567円、第138期0.0561円です。

(注3) 償還時の純資産総額が元本額を下回っており、その差額は54,374,893,564円です。

## ○損益の状況

第133期(2024年6月18日～2024年7月17日)、第136期(2024年9月18日～2024年10月17日)  
 第134期(2024年7月18日～2024年8月19日)、第137期(2024年10月18日～2024年11月18日)  
 第135期(2024年8月20日～2024年9月17日)、第138期(2024年11月19日～2024年12月17日)

項目	第133期	第134期	第135期	第136期	第137期	第138期
(A) 配 当 等 収 益	848円	10,187円	13,563円	10,601円	14,011円	97,044円
受 取 利 息	848	10,374	13,563	10,601	14,011	97,044
支 払 利 息	—	△ 187	—	—	—	—
(B) 有 価 証 券 売 買 損 益	168,262,536	△ 337,309,125	△ 90,621,456	93,935,477	△ 63,939,974	△ 30,011,646
売 買 益	169,786,982	4,987,344	1,126,591	94,080,534	814,294	△ 92,164
売 買 損	△ 1,524,446	△ 342,296,469	△ 91,748,047	△ 145,057	△ 64,754,268	△ 29,919,482
(C) 信 託 報 酬 等	△ 4,312,673	△ 4,415,817	△ 3,702,091	△ 3,871,312	△ 4,051,200	△ 3,196,292
(D) 当 期 損 益 金 (A + B + C)	163,950,711	△ 341,714,755	△ 94,309,984	90,074,766	△ 67,976,983	△ 33,110,894
(E) 前 期 繰 越 損 益 金	△ 6,371,704,414	△ 6,106,418,868	△ 6,388,565,091	△ 6,423,319,796	△ 6,136,093,524	△ 5,968,125,290
(F) 追 加 信 託 差 損 益 金	△ 52,120,941,208	△ 51,864,369,387	△ 51,673,913,076	△ 51,409,499,317	△ 50,111,985,693	△ 48,373,657,380
(配 当 等 相 当 額)	( 13,635,524,185)	( 13,528,073,417)	( 13,447,286,091)	( 13,349,759,650)	( 12,982,089,910)	( 12,505,807,736)
(売 買 損 益 相 当 額)	(△ 65,756,465,393)	(△ 65,392,442,804)	(△ 65,121,199,167)	(△ 64,759,258,967)	(△ 63,094,075,603)	(△ 60,879,465,116)
(G) 計 (D + E + F)	△ 58,328,694,911	△ 58,312,503,010	△ 58,156,788,151	△ 57,742,744,347	△ 56,316,056,200	—
(H) 収 益 分 配 金	△ 18,714,438	△ 18,592,505	△ 18,506,816	△ 18,397,847	△ 17,915,736	—
次 期 繰 越 損 益 金 (G + H)	△ 58,347,409,349	△ 58,331,095,515	△ 58,175,294,967	△ 57,761,142,194	△ 56,333,971,936	—
償 還 差 損 金 (D + E + F + H)	—	—	—	—	—	△ 54,374,893,564
追 加 信 託 差 損 益 金	△ 52,139,655,646	△ 51,882,887,487	△ 51,692,419,892	△ 51,427,897,164	△ 50,129,815,612	—
(配 当 等 相 当 額)	( 13,616,809,747)	( 13,509,555,317)	( 13,428,779,275)	( 13,331,361,803)	( 12,964,259,991)	( — )
(売 買 損 益 相 当 額)	(△ 65,756,465,393)	(△ 65,392,442,804)	(△ 65,121,199,167)	(△ 64,759,258,967)	(△ 63,094,075,603)	( — )
分 配 準 備 積 立 金	848	—	—	10,214	—	—
繰 越 損 益 金	△ 6,207,754,551	△ 6,448,208,028	△ 6,482,875,075	△ 6,333,255,244	△ 6,204,156,324	—

- (注1) 損益の状況の中で(B)有価証券売買損益は各期末の評価換えによるものを含みます。  
 (注2) 損益の状況の中で(C)信託報酬等には信託報酬に対する消費税等相当額を含めて表示しています。  
 (注3) 損益の状況の中で(F)追加信託差損益金とあるのは、信託の追加設定の際、追加設定をした価額から元本を差し引いた差額分をいいます。  
 (注4) 第133期計算期間末における費用控除後の配当等収益(848円)、費用控除後の有価証券等損益額(0円)、および信託約款に規定する収益調整金(13,635,524,185円)より分配対象収益は13,635,525,033円(10,000口当たり2,185円)であり、うち18,714,438円(10,000口当たり3円)を分配金額としております。  
 (注5) 第134期計算期間末における費用控除後の配当等収益(0円)、費用控除後の有価証券等損益額(0円)、信託約款に規定する収益調整金(13,528,073,417円)および分配準備積立金(74,405円)より分配対象収益は13,528,147,822円(10,000口当たり2,182円)であり、うち18,592,505円(10,000口当たり3円)を分配金額としております。  
 (注6) 第135期計算期間末における費用控除後の配当等収益(0円)、費用控除後の有価証券等損益額(0円)、および信託約款に規定する収益調整金(13,447,286,091円)より分配対象収益は13,447,286,091円(10,000口当たり2,179円)であり、うち18,506,816円(10,000口当たり3円)を分配金額としております。  
 (注7) 第136期計算期間末における費用控除後の配当等収益(10,214円)、費用控除後の有価証券等損益額(0円)、および信託約款に規定する収益調整金(13,349,759,650円)より分配対象収益は13,349,769,864円(10,000口当たり2,176円)であり、うち18,397,847円(10,000口当たり3円)を分配金額としております。  
 (注8) 第137期計算期間末における費用控除後の配当等収益(0円)、費用控除後の有価証券等損益額(0円)、信託約款に規定する収益調整金(12,982,089,910円)および分配準備積立金(85,817円)より分配対象収益は12,982,175,727円(10,000口当たり2,173円)であり、うち17,915,736円(10,000口当たり3円)を分配金額としております。

## ○投資信託財産運用総括表

信託期間	投資信託契約締結日	2013年6月28日		投資信託契約終了時の状況	
	投資信託契約終了日	2024年12月17日		資産総額	3,247,814,298円
区分	投資信託契約締結当初	投資信託契約終了時	差引増減または追加信託	負債総額	15,915,525円
				純資産総額	3,231,898,773円
受益権口数	537,741,625口	57,606,792,337口	57,069,050,712口	受益権口数	57,606,792,337口
元本額	537,741,625円	57,606,792,337円	57,069,050,712円	1万円当たり償還金	561.03円
毎計算期末の状況					
計算期	元本額	純資産総額	基準価額	1万円当たり分配金	
				金額	分配率
第19期	17,963,874,828円	12,975,599,155円	7,223円	210円	2.1000%
第20期	18,734,501,987円	12,717,583,616円	6,788円	210円	2.1000%
第21期	19,382,526,173円	11,447,747,855円	5,906円	210円	2.1000%
第22期	28,795,932,834円	17,294,744,383円	6,006円	210円	2.1000%
第23期	38,186,275,364円	22,094,795,946円	5,786円	210円	2.1000%
第24期	54,226,099,847円	29,821,221,324円	5,499円	210円	2.1000%
第25期	72,702,397,772円	39,010,831,063円	5,366円	180円	1.8000%
第26期	72,146,316,322円	35,298,335,534円	4,893円	180円	1.8000%
第27期	70,316,830,830円	28,176,666,992円	4,007円	150円	1.5000%
第28期	68,909,008,575円	27,766,285,999円	4,029円	150円	1.5000%
第29期	71,054,753,558円	27,126,921,397円	3,818円	150円	1.5000%
第30期	73,174,290,262円	27,364,590,954円	3,740円	120円	1.2000%
第31期	69,383,519,943円	22,533,868,366円	3,248円	120円	1.2000%
第32期	68,230,412,354円	21,156,361,166円	3,101円	100円	1.0000%
第33期	66,416,910,286円	22,492,677,005円	3,387円	100円	1.0000%
第34期	66,053,524,467円	22,481,462,156円	3,404円	100円	1.0000%
第35期	67,165,880,991円	23,019,846,811円	3,427円	100円	1.0000%
第36期	67,882,999,603円	22,187,929,697円	3,269円	100円	1.0000%
第37期	68,599,463,363円	23,909,123,027円	3,485円	100円	1.0000%
第38期	70,415,709,155円	23,744,954,094円	3,372円	100円	1.0000%
第39期	72,609,071,061円	22,808,964,679円	3,141円	100円	1.0000%
第40期	74,292,004,467円	23,389,023,111円	3,148円	100円	1.0000%
第41期	77,303,634,289円	22,070,502,776円	2,855円	100円	1.0000%
第42期	79,319,382,578円	24,718,737,778円	3,116円	100円	1.0000%
第43期	84,846,759,638円	26,575,537,000円	3,132円	100円	1.0000%
第44期	91,654,936,056円	29,336,680,415円	3,201円	100円	1.0000%
第45期	101,489,316,083円	31,678,818,456円	3,121円	100円	1.0000%
第46期	108,720,561,643円	32,533,849,386円	2,992円	100円	1.0000%
第47期	122,393,706,195円	35,769,048,406円	2,922円	100円	1.0000%
第48期	138,227,542,390円	40,399,376,611円	2,923円	100円	1.0000%
第49期	157,687,809,508円	44,876,971,213円	2,846円	100円	1.0000%
第50期	175,352,046,726円	48,884,570,336円	2,788円	100円	1.0000%
第51期	187,942,552,662円	51,817,373,079円	2,757円	100円	1.0000%
第52期	213,049,713,901円	55,099,430,839円	2,586円	100円	1.0000%
第53期	224,347,438,243円	54,921,536,749円	2,448円	70円	0.7000%

計 算 期	元本額	純資産総額	基準価額	1 万口当たり分配金	
				金額	分配率
第 54 期	202,987,873,022円	49,109,366,093円	2,419円	70円	0.7000%
第 55 期	196,272,157,015円	44,197,653,097円	2,252円	70円	0.7000%
第 56 期	186,516,128,813円	38,876,489,939円	2,084円	70円	0.7000%
第 57 期	185,415,802,143円	36,841,613,866円	1,987円	70円	0.7000%
第 58 期	185,823,040,209円	35,219,125,795円	1,895円	40円	0.4000%
第 59 期	168,978,025,338円	31,957,031,899円	1,891円	40円	0.4000%
第 60 期	163,301,576,223円	30,790,703,088円	1,886円	40円	0.4000%
第 61 期	159,664,107,227円	29,971,166,380円	1,877円	40円	0.4000%
第 62 期	155,304,136,711円	28,450,241,668円	1,832円	40円	0.4000%
第 63 期	153,077,701,612円	27,415,288,959円	1,791円	40円	0.4000%
第 64 期	148,970,341,690円	24,840,270,645円	1,667円	40円	0.4000%
第 65 期	144,824,764,206円	23,270,637,747円	1,607円	40円	0.4000%
第 66 期	143,392,822,248円	22,481,487,267円	1,568円	40円	0.4000%
第 67 期	141,631,528,772円	21,001,104,750円	1,483円	40円	0.4000%
第 68 期	140,036,669,719円	21,073,569,772円	1,505円	30円	0.3000%
第 69 期	136,495,546,153円	20,595,449,871円	1,509円	30円	0.3000%
第 70 期	135,693,647,005円	19,484,730,284円	1,436円	30円	0.3000%
第 71 期	135,506,218,019円	19,064,746,897円	1,407円	30円	0.3000%
第 72 期	134,798,291,469円	19,031,487,288円	1,412円	30円	0.3000%
第 73 期	134,028,951,885円	18,605,570,434円	1,388円	30円	0.3000%
第 74 期	133,082,221,741円	18,537,023,339円	1,393円	30円	0.3000%
第 75 期	132,721,948,575円	18,325,863,473円	1,381円	30円	0.3000%
第 76 期	132,024,432,009円	18,136,986,461円	1,374円	30円	0.3000%
第 77 期	130,751,225,680円	17,951,571,715円	1,373円	30円	0.3000%
第 78 期	131,239,207,698円	17,555,230,815円	1,338円	30円	0.3000%
第 79 期	131,483,656,858円	17,583,493,532円	1,337円	30円	0.3000%
第 80 期	130,485,931,398円	17,496,233,663円	1,341円	20円	0.2000%
第 81 期	119,447,372,245円	8,431,738,517円	706円	10円	0.1000%
第 82 期	115,626,552,932円	8,104,860,071円	701円	10円	0.1000%
第 83 期	115,336,374,166円	7,761,072,871円	673円	10円	0.1000%
第 84 期	114,864,291,729円	8,399,949,890円	731円	10円	0.1000%
第 85 期	114,450,771,018円	8,030,185,530円	702円	10円	0.1000%
第 86 期	113,739,736,540円	8,279,087,319円	728円	10円	0.1000%
第 87 期	113,221,611,545円	8,150,058,974円	720円	10円	0.1000%
第 88 期	112,661,537,262円	7,748,828,766円	688円	10円	0.1000%
第 89 期	110,343,200,286円	8,060,820,669円	731円	10円	0.1000%
第 90 期	108,665,664,761円	8,021,254,134円	738円	10円	0.1000%
第 91 期	106,796,321,473円	7,909,268,701円	741円	10円	0.1000%
第 92 期	105,290,995,529円	8,124,130,744円	772円	10円	0.1000%
第 93 期	103,760,862,273円	8,223,568,502円	793円	10円	0.1000%
第 94 期	102,094,067,393円	8,079,705,962円	791円	10円	0.1000%
第 95 期	101,097,493,507円	7,976,433,897円	789円	10円	0.1000%
第 96 期	100,638,495,196円	8,093,338,303円	804円	10円	0.1000%
第 97 期	98,602,586,347円	7,900,854,227円	801円	10円	0.1000%
第 98 期	98,582,822,022円	8,164,084,127円	828円	10円	0.1000%

計 算 期	元本額	純資産総額	基準価額	1 万口当たり分配金	
				金額	分配率
第 99 期	97,196,519,671円	8,095,568,726円	833円	10円	0.1000%
第 100 期	96,325,150,274円	8,015,757,769円	832円	10円	0.1000%
第 101 期	94,088,344,472円	7,785,729,792円	827円	10円	0.1000%
第 102 期	92,163,969,545円	7,583,409,629円	823円	10円	0.1000%
第 103 期	90,729,558,188円	7,131,041,188円	786円	10円	0.1000%
第 104 期	90,379,171,522円	6,961,887,585円	770円	10円	0.1000%
第 105 期	90,289,467,915円	7,107,653,466円	787円	10円	0.1000%
第 106 期	88,800,240,568円	7,504,257,520円	845円	10円	0.1000%
第 107 期	89,245,773,815円	6,320,422,189円	708円	10円	0.1000%
第 108 期	89,976,975,250円	5,943,457,195円	661円	10円	0.1000%
第 109 期	90,996,276,137円	6,209,019,720円	682円	10円	0.1000%
第 110 期	90,997,411,261円	6,739,003,874円	741円	10円	0.1000%
第 111 期	90,271,396,962円	6,351,853,272円	704円	5円	0.0500%
第 112 期	89,099,400,353円	5,563,753,882円	624円	5円	0.0500%
第 113 期	88,150,162,679円	5,689,226,585円	645円	5円	0.0500%
第 114 期	87,384,725,033円	5,606,528,855円	642円	5円	0.0500%
第 115 期	86,777,765,920円	5,573,258,758円	642円	5円	0.0500%
第 116 期	85,143,706,928円	5,699,842,667円	669円	5円	0.0500%
第 117 期	84,526,100,314円	5,170,708,410円	612円	5円	0.0500%
第 118 期	84,263,536,161円	5,335,887,031円	633円	5円	0.0500%
第 119 期	83,275,845,574円	5,345,337,388円	642円	5円	0.0500%
第 120 期	81,631,588,613円	5,532,764,159円	678円	5円	0.0500%
第 121 期	80,806,388,577円	5,397,183,768円	668円	5円	0.0500%
第 122 期	80,142,301,504円	5,167,602,225円	645円	5円	0.0500%
第 123 期	78,987,879,125円	5,261,080,249円	666円	5円	0.0500%
第 124 期	79,121,118,932円	4,920,221,706円	622円	5円	0.0500%
第 125 期	79,062,901,135円	5,040,301,457円	638円	5円	0.0500%
第 126 期	77,519,837,090円	4,828,990,669円	623円	5円	0.0500%
第 127 期	75,428,138,889円	4,846,860,396円	643円	3円	0.0300%
第 128 期	71,585,264,073円	4,532,763,245円	633円	3円	0.0300%
第 129 期	69,217,619,361円	4,424,961,236円	639円	3円	0.0300%
第 130 期	66,833,779,133円	3,997,160,626円	598円	3円	0.0300%
第 131 期	65,593,262,770円	4,204,088,649円	641円	3円	0.0300%
第 132 期	64,575,037,434円	4,025,177,638円	623円	3円	0.0300%
第 133 期	62,381,462,464円	4,034,053,115円	647円	3円	0.0300%
第 134 期	61,975,016,862円	3,643,921,347円	588円	3円	0.0300%
第 135 期	61,689,389,562円	3,514,094,595円	570円	3円	0.0300%
第 136 期	61,326,157,720円	3,565,015,526円	581円	3円	0.0300%
第 137 期	59,719,120,768円	3,385,148,832円	567円	3円	0.0300%

## ○償還金のお知らせ

1 万口当たり償還金 (税込み)	561 円 03 銭
------------------	------------