

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／債券	
信 託 期 間 と クローズド期間	信託期間は約 6 年 9 ヶ月程度（2018年 7 月27日～2025年 4 月18日） クローズド期間はありません。	
運 用 方 針	この投資信託は、主に投資信託証券（投資信託または外国投資信託の受益証券および投資法人または外国投資法人の投資証券をいいます。以下同じ。）に投資を行うことを通じて、中長期的な信託財産の成長をめざして運用を行うことを基本とします。	
主要投資対象	ルクセンブルグ籍門建て外国投資法人「Robeco Capital Growth Funds - Robeco Global Credits - IBH JPY」投資証券	総資産のうち3分の2以上を主に世界の企業が発行する社債（新興国社債、ハイ・イールド社債、金融機関が発行する債券（CoCo 債等のハイブリッド証券）を含みます。）、資産担保証券（ABS）を含む証券化商品等に投資します。また、ESG（環境・社会・ガバナンス）評価を考慮した運用を行います。
	証券投資信託「Shinsei ショートターム・マザー・ファンド」受益証券	残存期間の短い公社債やコマーシャル・ペーパー等の短期有価証券への投資により安定した運用の確保を図り、あわせてコール・ローンなどで運用を行うことにより流動性の確保を図ります。
投 資 制 限	①投資信託証券、短期社債等（「社債、株式等の振替に関する法律」（以下「社振法」といいます。）、第66条第1号に規定する短期社債、同法第117条に規定する相互会社の社債、同法第118条に規定する特定社債および同法第120条に規定する特別法人債をいいます。）およびコマーシャル・ペーパー以外の有価証券への直接投資は行いません。 ②投資信託証券への投資割合に制限を設けません。 ③株式への直接投資は行いません。 ④外貨建資産への実質投資割合には制限を設けません。 ⑤外貨建有価証券への投資については、わが国の国際収支上の理由等により特に必要と認められる場合には、制約されることがあります。 ⑥同一銘柄の投資信託証券への投資割合は、当該投資信託証券が一般社団法人投資信託協会の規則に定めるエクスポージャーがルクスルーでできる場合に該当しないときは、投資信託財産の純資産総額の10%以内とします。 ⑦一般社団法人投資信託協会の規則に定める一の者に対する株式等エクスポージャー、債券等エクスポージャーおよびデリバティブ取引等エクスポージャーの投資信託財産の純資産総額に対する比率は、原則としてそれぞれ10%、合計で20%以内とすることとし、当該比率を超えることとなった場合には、一般社団法人投資信託協会の規則に従い当該比率以内となるよう調整を行うこととします。	
分 配 方 針	毎決算期末に、原則として、以下の方針に基づき分配を行います。 ①分配対象額の範囲は、経費控除後の繰越分を含めた配当等収益および売買益（評価益を含みます。）等の全額とします。 ②収益分配金額は、経費控除後の繰越分を含めた配当等収益および売買益等の範囲で、委託者が基準価額水準、市場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、委託者の判断で分配を行わないことがあります。 ③収益分配に充てず信託財産内に留保した利益（無分配期の利益を含みます。）については、運用の基本方針に基づき運用を行います。	

償還 運用報告書(全体版)

満期償還

第 7 期

(償還日：2025年 4 月18日)

オリックス 世界社債アクティブファンド (為替ヘッジあり)

追加型投信／内外／債券

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、ご購入いただいております「オリックス 世界社債アクティブファンド(為替ヘッジあり)」は、2025年 4 月18日に約款の規定に基づく信託期間の満了に伴い償還いたしました。
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

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 期の運用実績

決 算 期	基 準 価 額			債 組 入 比 率	投 資 信 託 券 率 証 組 入 比	純 資 産 額 総 産 額
	(分配落)	税 込 配 金	期 中 騰 落 率			
3 期 (2021年 4 月20日)	円 10,814	円 150	% 6.5	% 0.0	% 98.5	百万円 1,403
4 期 (2022年 4 月20日)	9,828	0	△ 9.1	0.0	97.8	1,309
5 期 (2023年 4 月20日)	9,080	0	△ 7.6	0.0	98.2	1,192
6 期 (2024年 4 月22日)	8,766	0	△ 3.5	0.0	98.8	1,106
(償 還 時)	(償還価額)					
7 期 (2025年 4 月18日)	8,901.80		1.5	—	—	1,075

(注 1) 基準価額は 1 万口当たりで表示しています。
(注 2) 基準価額の騰落率は分配金込みで表示しています。
(注 3) 各組入比率は純資産総額に対する組入比率です。
(注 4) 当ファンドは親投資信託を組み入れますので、「債券組入比率」は実質比率を記載しています。
(注 5) 純資産総額は単位未満を切り捨て、騰落率、各組入比率は小数点第 2 位を四捨五入して表示しています。
(注 6) 当ファンドは、特定のベンチマーク（運用成果の目標基準）や参考指数を設けておりません。

○当期中の基準価額と市況等の推移

年 月 日	基 準 価 額		債 組 入 比 率	投 資 信 託 券 率 証 組 入 比
		騰 落 率		
(期 首)	円	%	%	%
2024年 4 月22日	8,766	—	0.0	98.8
4 月末	8,754	△ 0.1	0.0	98.8
5 月末	8,791	0.3	0.0	98.9
6 月末	8,876	1.3	0.0	98.9
7 月末	8,946	2.1	0.0	98.9
8 月末	9,064	3.4	0.0	99.2
9 月末	9,099	3.8	0.0	98.8
10 月末	8,923	1.8	0.0	98.4
11 月末	8,943	2.0	0.0	98.5
12 月末	8,816	0.6	0.0	98.8
2025年 1 月末	8,824	0.7	0.0	98.8
2 月末	8,952	2.1	0.0	99.2
3 月末	8,846	0.9	0.0	99.4
(償 還 時)	(償還価額)			
2025年 4 月18日	8,901.80	1.5	—	—

(注 1) 基準価額は 1 万口当たりで表示しています。
(注 2) 騰落率は期首比で表示しています。
(注 3) 各組入比率は純資産総額に対する組入比率です。
(注 4) 当ファンドは親投資信託を組み入れますので、「債券組入比率」は実質比率を記載しています。
(注 5) 騰落率、各組入比率は小数点第 2 位を四捨五入して表示しています。
(注 6) 当ファンドは、特定のベンチマーク（運用成果の目標基準）や参考指数を設けておりません。

■当期の運用状況と今後の運用方針（2024年4月23日から2025年4月18日まで）

○基準価額等の推移



- (注1) 分配金再投資基準価額は、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2) 分配金を再投資するかどうかについてはお客様がご利用のコースにより異なります。また、ファンドの購入価額により課税条件も異なります。したがって、お客様の損益の状況を示すものではありません。
- (注3) 分配金再投資基準価額は、期首（2024年4月22日）の値が基準価額と同一となるように指数化しております。なお、上記表示期間に収益分配が行われなかった場合、基準価額と分配金再投資基準価額の推移は同一のものとします。
- (注4) 当ファンドは、特定のベンチマーク（運用成果の目標基準）や参考指数を設けておりません。
- (注5) 上記騰落率は、小数点以下第2位を四捨五入して表示しております。

○基準価額の主な変動要因

当期における基準価額の主な変動要因は、以下の通りとなります。

当ファンドの基準価額に対するプラス要因

- ・2024年7月～9月に、主要国の国債利回りが低下基調（価格は上昇）となり、社債利回りも低下（価格は上昇）したこと

当ファンドの基準価額に対するマイナス要因

- ・2024年8月に、米国の経済指標の悪化により主要国の株式市場が急落となり、社債のクレジット・スプレッドが拡大したこと
- ・2024年10月～12月に、主要国／地域の国債利回りが上昇（価格は下落）したこと
- ・2025年3月に、米国での景気後退懸念による株式市場の下落により、社債のクレジット・スプレッドが拡大したこと

※クレジット・スプレッド：発行体の信用力の差に基づく利回りの差のことをいいます。一般に、国債の利回りとの差のことで、デフォルトリスクが高い企業はどクレジット・スプレッドも大きくなります。（以下同様）。

○投資環境

＜世界社債市場＞

※以下、世界の社債市場の対象期間は2024年4月23日～2025年3月31日となります。

当期首には、主要国の国債利回りは上昇傾向（価格は下落）で始まりました。5月には、原油価格が下落し、市場全体が落ち着きを見せる中、欧州の国債利回りは上昇（価格は下落）しました。一方、米国では米国の経済活動の軟化が見られ米国国債利回りは低下（価格は上昇）しました。クレジット・スプレッドは緩やかに縮小しました。6月には、複数の中央銀行が利下げを決定しました。ECB（欧州中央銀行）は、新型コロナウイルス感染拡大が落ち着いてから初となる利下げを実施し、中銀預金金利を0.25%引き下げて3.75%としました。米国のFRB（米国連邦準備制度理事会）は、FOMC（米国連邦公開市場委員会）にて政策金利を据え置きましたが、食品やエネルギーを除いたコアCPI（消費者物価指数）の上昇率が鈍化したことで、市場では今後の利下げ期待が高まりました。7月には、月の早い時期には、フランスでの選挙結果が市場で好感されましたが、その後、軟調な消費指標や雇用市場の鈍化、インフレ率の鈍化などが市場心理を抑える形となりました。月の後半には、米国国債の利回りが低下（価格は上昇）する中、株式市場は下落し、クレジット・スプレッドは拡大しました。8月には、米国の労働指標の後退懸念により、世界の金融市場は大きく変動しました。日本では、世界的にキャリー・トレードの巻き戻しが起きる中、TOPIX（東証株価指数）は1日で12%を越す下落となりました。米国では、クレジット・スプレッドが僅か数営業日で0.2%以上も拡大しました。株式市場の急落にもかかわらず、米国経済の堅調さを示す経済指標の発表やパウエルFRB議長のハト派寄りの発言を受けて市場心理は回復し、米国の株式と国債市場は上昇しました。9月には、FOMCで0.50%の政策金利の引き下げを決定したことでクレジット・スプレッドが縮小し、市場心理が改善しました。9月後半には中国の景気刺激策が発表され、中国株式市場や中国関連銘柄が上昇したことも、社債市場のプラス要因となりました。10月には、米国のISM非製造業（サービス業）景況指数が19ヵ月ぶりの高水準となったことや雇用統計が予想以上に好調だったことを受け、10年国債利回りは急騰（価格は下落）しました。又、中東情勢の緊迫化により、原油価格が大きく変動しました。このような状況の中、クレジット市場は下落（利回りは上昇）しましたが、相対的には堅調でありました。11月には、米国のトランプ次期新政権の財政政策や関税引き上げの可能性を受けて、米国国債利回りは上昇（価格は下落）したものの、その後、財政緊縮派のスコット・ベッセント氏が財務長官に指名される見通しとなったことで、利回りは低下（価格は上昇）に転じました。欧州では、軟調な経済指標を受けてECBによる利下げ幅が大きくなるとの見通しからドイツ国債利回りが低下した一方で、フランスでは、予算案を巡る懸念や現政権の崩壊の可能性を受け、国債利回りが上昇（価格は下落）しました。12月には、FOMCで政策金利の引き下げが決定し、2024年の年間の利下げ幅は合計1.00%となりましたが、2025年は0.50%予想に留まり厳しい見通しとなりました。これにより米国株式市場は急落し、米国国債利回りも上昇しました。ECBでは預金金利の0.25%引き下げ3.00%としましたが、その後ハト派姿勢を弱めたことで市場が失望しドイツ国債利回りは0.28%上昇しました。1月には、米国のインフレ鈍化により米国10年国債利回りは低下しました。FRBは政策金利を4.50%に据え置くことと決定し、ECBでは政策金利を0.25%引き下げ、2.75%としました。2月には、米国のトランプ大統領が、メキシコとカナダに対して25%の関税、中国に10%の追加関税を課す大統領令に署名し、リスク回避に対する市場心理が働きました。メキシコとカナダへの関税が延長したものの、月末にかけて関税に対する懸念が再燃し、市場では国債や金など安全資産へのシフトが起こりました。クレジット市場では、その他のリスク資産より回復をみせていました。3月には、貿易摩擦と経済指標の悪化により、債券市場は不安定な状況となりました。米国の追加関税による不確実性とインフレ押し上げの高まり、そして消費者からの信頼性の低下により市場心理に影響を与えました。ハイイールド債と投資適格債の利回りは、リスク資産が売られたことで上昇しました。

＜日本短期金融市場＞

国庫短期証券3ヵ月物の利回りは、日本銀行金融政策決定会合においてマイナス金利政策の解除が決定されて以降はプラス利回りで推移し、追加利上げに伴い利回りも上昇、期末時点においては0.421%程度の水準となりました。

○当ファンドのポートフォリオ

投資先ファンド：Robeco Capital Growth Funds -Robeco Global Credits - IBH JPY

※以下、投資先ファンドのポートフォリオの対象期間は2024年4月23日～2025年3月31日となります。

当期首から9月にかけては、投資先ファンドのパフォーマンスは上昇基調となりました。5月には、欧米の10年国債利回りにバラツキのある動きとなる中、銘柄選別がプラス要因となりました。6月には、社債のクレジット・スプレッドが前月末比で僅かに拡大したものの、銘柄選別の効果が上回りプラスのパフォーマンスとなりました。7月には、欧米の10年国債利回りの低下（価格は上昇）と、社債のクレジット・スプレッドが前月末対比で縮小したことで、プラスのパフォーマンスとなりましたが、市場対比では、やや下回るものとなりました。8月には、米国10年国債利回りの低下（価格は上昇）と銘柄選別効果がプラス要因となり、市場対比では銘柄選別効果がプラス要因となりました。9月には、国債利回りが世界的に低下（価格は上昇）したことでプラスのパフォーマンスとなりました。銘柄選別効果では市場対比でマイナスとなりました。10月には、社債のクレジット・スプレッドが前月末対比で縮小したものの、国債利回りの世界的な上昇（価格は下落）が影響し、マイナスのパフォーマンスとなりました。11月には、国債利回りの世界的な低下（価格は上昇）と、社債のクレジット・スプレッドが前月末対比で縮小したことで、プラスのパフォーマンスとなりました。12月には、国債利回りの上昇（価格は下落）により、マイナスのパフォーマンスとなりましたが、市場対比ではアロケーション効果がプラスとなりました。1月には、債券のキャリーとスプレッドの縮小がプラス要因となり、10年超の長期債のアンダーウェイトを維持していたこともパフォーマンス向上に繋がりました。2月には、国債利回りの低下（価格の上昇）とユーロ建債券のオーバーウェイト、米ドル建債券のアンダーウェイトとしたことがパフォーマンス向上に繋がりました。3月には、クレジット・スプレッドの拡大と国債利回りの上昇（価格は下落）がパフォーマンス低下の要因となりましたが、ポートフォリオではベータ・ポジションのオーバーウェイトがプラスの要因となった一方で、発行体の選定がマイナスの要因となりました。

※ベータ：個別証券またはポートフォリオの収益が証券市場全体の動きに対してどの程度敏感に反応して変動するかを示す数値をいいます。1より大きければ当該証券またはポートフォリオの収益が市場変動よりも大きく変動することを意味します。（以下同様）。

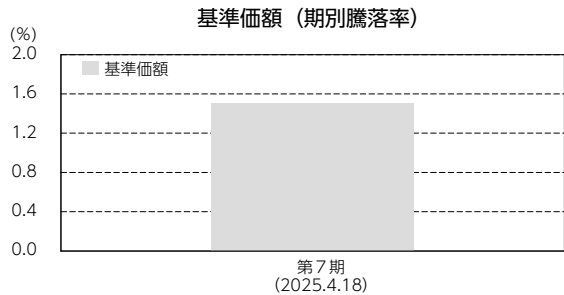
Shinseiショートターム・マザー・ファンド

Shinseiショートターム・マザー・ファンドでは、主として国庫短期証券等を組み入れました。組み入れ期間において国庫短期証券等の利回りがプラスで推移したことから、当期の基準価額は上昇しました。

○当ファンドのベンチマークとの差異

当ファンドは、特定のベンチマーク（運用成果の目標基準）や参考指数を設けておりません。

右記のグラフは、期中の期別基準価額騰落率です。



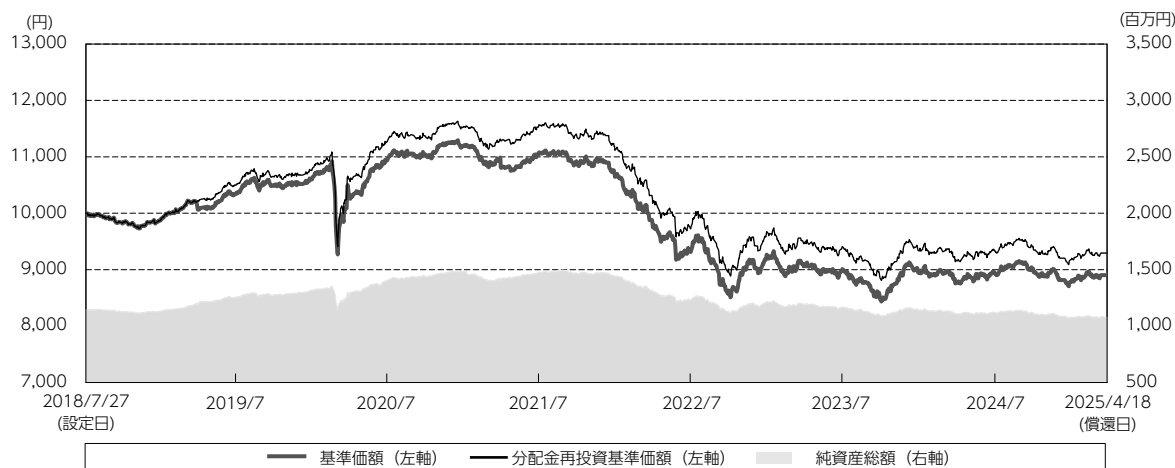
（注）基準価額の騰落率は分配金（税込み）込みです。

○分配金

当期は、期中での満期償還のため、収益分配金はありません。

○設定来の基準価額等の推移

(2018年7月27日～2025年4月18日)



(注1) 分配金再投資基準価額は、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2) 分配金を再投資するかどうかについてはお客様がご利用のコースにより異なります。また、ファンドの購入価額により課税条件も異なります。したがって、お客様の損益の状況を示すものではありません。

(注3) 上記表示期間に収益分配が行われなかった場合、基準価額と分配金再投資基準価額の推移は同一のものとします。

(注4) 分配金再投資基準価額は、設定日の値が基準価額と同一となるように指数化しております。なお、上記表示期間に収益分配が行われなかった場合、基準価額と分配金再投資基準価額の推移は同一のものとします。

○基準価額の主な変動要因

第1期(2018年7月27日～2019年4月22日)

当ファンドの基準価額に対するプラス要因

- ・2018年12月には、主要国の国債利回りの低下(価格は上昇)を受けて、社債市場が上昇(利回りは低下)したほか、銘柄選択効果がプラス寄与したこと
- ・2019年1～3月には、社債市場が上昇(利回りは低下)したことで、ベータを高めていたことがプラス寄与したこと
- ・4月には、ベータをやや低くしていたものの、社債市場が上昇(利回りは低下)したことや銘柄選択効果がプラス寄与したこと

当ファンドの基準価額に対するマイナス要因

- ・2018年8月には、銘柄選択効果がマイナス要因となったこと
- ・9月～11月には、社債市場がマイナスのリターンとなる中、1を上回るベータとしていたことで市場変動要因がマイナス要因となったこと

第2期（2019年4月23日～2020年4月20日）

当ファンドの基準価額に対するプラス要因

- ・当期首から2019年8月にかけて、主要国の国債利回りの低下（価格は上昇）を受けて、社債市場が上昇（利回りは低下）したほか、銘柄選択効果もプラス寄与する場面があったこと

当ファンドの基準価額に対するマイナス要因

- ・2019年9月には、国債利回りの上昇（価格は下落）とクレジット・スプレッドの拡大を受けて社債市場が下落（利回りは上昇）したこと
- ・2020年3月にかけて、クレジット・スプレッドが拡大して社債市場が軟調な動きとなったこと

第3期（2020年4月21日～2021年4月20日）

当ファンドの基準価額に対するプラス要因

- ・当期首～2020年7月に主要国の国債利回りが低下（価格は上昇）基調となったほか、社債市場でクレジット・スプレッドが全般的に縮小したこと
- ・11月～12月に社債市場でクレジット・スプレッドが全般的に縮小したこと

当ファンドの基準価額に対するマイナス要因

- ・2020年8月～9月に社債市場でのクレジット・スプレッドが全般的に拡大したこと
- ・10月には、保有銘柄の多くでクレジット・スプレッドが拡大したこと
- ・2021年1月～3月に主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）したこと

第4期（2021年4月21日～2022年4月20日）

当ファンドの基準価額に対するプラス要因

- ・2021年5月～7月に主要国の国債利回りが低下（価格は上昇）基調となったほか、社債市場でクレジット・スプレッドが全般的に縮小したこと

当ファンドの基準価額に対するマイナス要因

- ・2021年8月～9月に主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）したこと
- ・12月～当期末にかけて、インフレ圧力の高まりなどを背景に主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）基調を続けたことや、クレジット・スプレッドも拡大する場面があったこと

第5期（2022年4月21日～2023年4月20日）

当ファンドの基準価額に対するプラス要因

- ・2022年6月下旬～7月に、経済成長の鈍化見通しが強まったことで主要国の国債利回りが低下（価格は上昇）基調となり、社債市場の利回りも低下（価格は上昇）したこと
- ・11月～2023年2月上旬に、インフレ率の上昇に鈍化の兆候が見え始めたことで主要国／地域の中央銀行による利上げペースの減速見通しが出たことを背景に社債市場の利回りが低下（価格は上昇）したほか、クレジット・スプレッドも縮小する場面が見られたこと
- ・3月上旬～4月上旬に、欧米での銀行の経営問題の表面化を受けて主要国の国債利回りが低下（価格は上昇）したことで、社債市場の利回りも低下（価格は上昇）したこと

当ファンドの基準価額に対するマイナス要因

- ・ 当期首～2022年6月中旬に、インフレ率の上昇やそれに伴う政策金利の引き上げを受け、主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）したほか、経済成長見通しに対する懸念からクレジット・スプレッドが拡大したこと
- ・ 8月～10月に、インフレ率の高止まりを受けて主要国／地域の中央銀行による利上げが進んだことを背景に、社債市場の利回りが上昇（価格は下落）したこと
- ・ 2023年2月中旬～3月上旬に、米国雇用統計の好調さや主要国／地域の中央銀行によるタカ派寄りの姿勢などを受け、欧米の国債利回りが上昇（価格は下落）したこと

第6期（2023年4月21日～2024年4月22日）

当ファンドの基準価額に対するプラス要因

- ・ 2023年11月～12月に、主要国の国債利回りが低下（価格は上昇）し、社債市場のクレジット・スプレッドが縮小したこと

当ファンドの基準価額に対するマイナス要因

- ・ 2023年5月～10月に、主要国／地域の国債利回りが上昇（価格は下落）したほか、クレジット・スプレッドが拡大したこと
- ・ 2024年1月～当期末にかけて、主要国の国債利回りが上昇基調（価格は下落）となったことで、社債市場の利回りも上昇（価格は下落）したこと

第7期（2024年4月23日～2025年4月18日）

※当期間の基準価額の変動要因については、2頁をご参照ください。

第1期 (2018年7月27日～2019年4月22日)

<世界社債市場>

当ファンドの設定後、2018年8月には、国債利回りが低下（価格は上昇）する一方で、クレジット・スプレッドが拡大したものの、世界の社債市場はプラスのリターンとなりました。米国10年国債の利回りが月間で0.10%低下（価格は上昇）したほか、ドイツ10年国債の利回りも0.12%低下（価格は上昇）しました。米国をめぐる貿易交渉が続けられる中、米国のトランプ大統領による個人的なコメントが様々な波紋を引き起こしたほか、イタリアやアルゼンチン、トルコの動向も大きなニュースとなり、金融市場の変動を高めることとなりました。9月には、社債と国債とのクレジット・スプレッドは縮小したものの、国債利回りの上昇（価格は下落）による影響が大きく、世界の社債市場はマイナスのリターンとなりました。米国10年国債の利回りが月間で0.20%上昇（価格は下落）し、ドイツ10年国債の利回りも0.15%上昇（価格は下落）しました。米国での金利上昇にもかかわらず米ドルが安定して推移したことに加え、米中間の貿易摩擦に対する懸念の後退、トルコやアルゼンチンでの情勢の落ち着きなどを受け、9月の社債市場は国債と比較して下落幅が小さくなる（利回りは上昇）局面がありました。10月には、社債と国債とのクレジット・スプレッドの拡大や米国などの国債利回りの上昇（価格は下落）を受け、クレジット市場は、全般的に下落（利回りは上昇）しました。米国10年国債の利回りが月間で0.08%上昇（価格は下落）した一方で、ドイツ10年国債の利回りは0.09%低下（価格は上昇）しました。中国の経済成長の一段の鈍化やイタリアの予算をめぐる議論の継続、英国によるEU（欧州連合）離脱交渉の停滞などを受け、社債市場では慎重な姿勢が一段と強まりました。11月には、国債利回りが低下（価格は上昇）した一方でクレジット・スプレッドが拡大したことから、11月の社債市場は全般的に軟調な動きとなりました。米国10年国債の利回りは月間で0.15%低下（価格は上昇）し、ドイツ10年国債の利回りも0.07%低下（価格は上昇）しました。社債市場は、10月に続き軟調で、特に月末にかけて下落（利回りは上昇）しました。12月の社債市場は、クレジット・スプレッドの拡大で国債市場を下回るパフォーマンスに留まったものの、プラスのリターンとなりました。米国10年国債の利回りは月間で0.30%低下（価格は上昇）し、ドイツ10年国債の利回りも0.07%低下（価格は上昇）しました。一方で、社債市場では、政治面の出来事や世界的な金融引き締めの動きなどを受けてクレジット・スプレッドが拡大したものの、社債市場も上昇（利回りは低下）しました。2019年1月の社債市場は、クレジット・スプレッドが縮小し、利回りが低下（価格は上昇）したことで、プラスのリターンとなりました。米国10年国債の利回りが月間で0.05%低下（価格は上昇）したほか、ドイツ10年国債の利回りも0.09%低下（価格は上昇）するなど、国債利回りは総じて低下（価格は上昇）しました。12月に拡大したクレジット・スプレッドは、1月には急速に縮小し、社債市場を押し上げました。FRBがハト派寄りのスタンスを示唆したことが、1月のクレジット・スプレッドの縮小につながったと考えられます。2月の社債市場は、主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）したものの、クレジット・スプレッドが縮小したことで、プラスのリターンとなりました。米国10年国債の利回りが月間で0.09%上昇（価格は下落）し、ドイツ10年国債の利回りも0.03%上昇（価格は下落）しましたが、クレジット・スプレッドは、1月に続いて縮小しました。3月の社債市場は、主要国の国債利回りが低下（価格は上昇）し、クレジット・スプレッドも縮小したことで、プラスのリターンとなりました。米国10年国債の利回りが月間で0.31%低下（価格は上昇）したほか、ドイツ10年国債の利回りも0.25%低下（価格は上昇）しました。欧州や米国の経済指標に軟化の兆候が見られ、国債利回りの低下（価格は上昇）に繋がりました。クレジット・スプレッドは、2月に続いて縮小しました。4月の社債市場は、主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）した

ものの、クレジット・スプレッドが縮小したことで、プラスのリターンとなりました。米国10年国債の利回りが月間で0.10%上昇（価格は下落）し、ドイツ10年国債の利回りも0.08%上昇（価格は下落）しました。クレジット・スプレッドが引き続き縮小するなど、社債市場全体では堅調なものの、銘柄間のバラツキが大きくなりつつある状況の中、当期末を迎えました。

<日本短期金融市場>

国庫短期証券3ヵ月物の利回りは、断続的な日本銀行の買入オペの影響等から、期を通じて0%を下回る水準で推移し、日本銀行による長短金利操作付き量的・質的金融緩和の影響もあり、期末時点においては-0.1497%程度の水準となりました。

第2期（2019年4月23日～2020年4月20日）

<世界社債市場>

当期首から2019年5月にかけて社債市場は、クレジット・スプレッドが拡大したものの、国債市場が大きく上昇（利回りは低下）したことで、プラスのリターンとなりました。米国10年国債利回りが前月末に比べて0.38%低下（価格は上昇）したほか、ドイツ10年国債利回りも前月末から0.21%低下（価格は上昇）しました。米中間の貿易戦争に解決の見通しが立っていないことやPMI（購買担当者景況感指数）の世界的な低下など経済成長の鈍化懸念が、国債利回りの低下（価格は上昇）に繋がりました。6月の社債市場は、クレジット・スプレッドの縮小と国債利回りの低下（価格は上昇）を受け、プラスのリターンとなりました。米国10年国債利回りは、前月末に比べて0.12%低下（価格は上昇）し、ドイツ10年国債利回りも前月末から0.13%低下（価格は上昇）しました。FRBやECBのハト派姿勢の強まりなどを背景に、6月にはリスク資産が上昇した一方で、今後の利下げを織り込みながら国債利回りは低下（価格は上昇）しました。7月の社債市場も、クレジット・スプレッドの縮小と国債利回りの低下（価格は上昇）を受け、プラスのリターンとなりました。米国10年国債利回りが前月末に比べてほぼ横ばいとなった一方で、ドイツ10年国債利回りは前月末から更に低下（価格は上昇）しました。7月も中央銀行の動向が社債市場に影響を及ぼす要因となり、ECBのドラギ総裁による発言やFRBによる約10年半ぶりとなる利下げが市場の注目を集めました。8月の社債市場は、クレジット・スプレッドが拡大したものの、国債利回りが増え、プラスのリターンとなりました。米国10年国債利回りは前月末比0.52%低下（価格は上昇）し、ドイツ10年国債利回りも前月末比で0.26%低下（価格は上昇）しました。8月も、中央銀行の動向や政治動向、貿易紛争が、社債市場に影響を及ぼす主な要因となりました。世界的な貿易問題がさらなる利下げ期待に繋がっており、その結果として米国10年国債利回りが低下（価格は上昇）を続けたほか、米国30年国債利回りは初めて2%を下回りました。9月の社債市場は、国債利回りの上昇（価格は下落）とクレジット・スプレッドの拡大を受け、マイナスのリターンとなりました。米国10年国債利回りが前月末比0.17%上昇（価格は下落）したほか、ドイツ10年国債利回りも前月末比で0.13%上昇（価格は下落）しました。9月の市場は、中央銀行の動向や貿易紛争、欧州圏の政治情勢などに左右される展開となりました。FRBが更なる利下げに慎重な姿勢を見せた一方で、ECBは、利下げを実施したほか、量的金融緩和の再開を決定しました。10月の社債市場は、国債利回りが上昇（価格は下落）した一方で、クレジット・スプレッドは縮小しました。米国10年国債利回りは前月末比0.03%上昇（価格は下落）し、ドイツ10年国債利回りも前月末比で0.16%上昇（価格は下落）しました。米中間の貿易紛争における一時的な合意や英国の合意なきEU離脱の可能性の低下などが、クレジット・スプレッドの縮小に繋がりました。相対的に米国の経済統計は堅調だったものの、FRBは、10月末に政策金利を引き下げま

した。11月の社債市場は、国債利回りが上昇（価格は下落）した一方で、クレジット・スプレッドは縮小しました。米国10年国債利回りは前月末比0.08%上昇（価格は下落）し、ドイツ10年国債利回りも前月末比で0.05%上昇（価格は下落）しました。米中通商協議における進展の兆しを受けてクレジット・スプレッドは縮小した一方で、一部経済指標の改善が債券利回りを世界的に押し上げる（価格は下落）ことになりました。12月の社債市場は、国債利回りが上昇（価格は下落）した一方で、クレジット・スプレッドは縮小しました。米国10年国債利回りが前月末比0.14%上昇（価格は下落）したほか、ドイツ10年国債利回りも前月末比で0.18%上昇（価格は下落）しました。12月は、新規発行の停滞や米中貿易紛争を巡る良好な報道などを受けて社債市場は好調に推移し、格付けが相対的に低リスクの高い社債が、他の社債を上回るパフォーマンスとなりました。2020年1月の社債市場は、国債利回りが低下（価格は上昇）した一方で、クレジット・スプレッドは拡大しました。米国10年国債利回りは前月末比0.41%低下（価格は上昇）し、ドイツ10年国債利回りも前月末比で0.25%低下（価格は上昇）しました。1月前半は株式市場が好調だったものの、その後の中国での新型コロナウイルスの感染拡大が世界市場に影響を及ぼし、国債利回りは世界的に低下（価格は上昇）しました。1月には、英国やユーロ圏の社債市場が相対的に好調だった一方で、米国や新興国の社債市場は低調でした。2月の社債市場は、国債利回りが低下（価格は上昇）した一方で、クレジット・スプレッドは拡大しました。米国10年国債利回りは前月末比0.36%低下（価格は上昇）し、ドイツ10年国債利回りも前月末比で0.17%低下（価格は上昇）しました。2月前半には株式市場が好調に推移していたものの、新型コロナウイルスの中国外への感染拡大が鮮明になったことで、最終週に入って市場動向は一気に反転し、株式市場や社債市場は下落しました。英国やユーロ圏の社債市場が世界全体の市場をアウトパフォームした一方で、米国や新興国の社債市場はアンダーパフォームしました。3月には、国債利回りが低下（価格は上昇）した一方で、クレジット・スプレッドが拡大し、社債市場は下落（利回りは上昇）しました。米国10年国債利回りが前月末比0.48%低下（価格は上昇）した一方で、ドイツ10年国債利回りは0.14%上昇（価格は下落）しました。3月には、新型コロナウイルスの感染が世界的に拡大したことで、社債市場が売り込まれました。一時的ながら、金や米国国債まで売られ、安全資産が見当たらない状況となりました。社債市場からの資金流出が市場の低迷に拍車をかけ、投資家が流動性のある銘柄を売却したことで、個別銘柄の価格は異常ともいえる水準となりました。先進国の中央銀行や政策当局は迅速に対応し、その対応策が市場を下支えることになりました。4月には、米国やドイツの国債利回りが前月末を下回る水準で当期末を迎える中、3月に急変動に見舞われた社債市場は、国債市場の上昇（利回りは低下）やクレジット・スプレッドの縮小などを背景に上昇しました。

<日本短期金融市場>

国庫短期証券3ヵ月物の利回りは、断続的な日本銀行の買入オペの影響等から、期を通じて0%を下回る水準で推移し、日本銀行による長短金利操作付き量的・質的金融緩和の影響もあり、期末時点においては-0.1598%程度の水準となりました。

第3期（2020年4月21日～2021年4月20日）

<世界社債市場>

当期首には、国債利回りが低下（価格は上昇）すると共に、クレジット・スプレッドが縮小したことで、社債市場は上昇（利回りは低下）して始まり、2020年5月に入っても、国債利回りが上昇（価格は下落）したものの、社債市場はクレジット・スプレッドが縮小したことで利回りは低下（価格は上昇）しました。新型コロナウイルス

スは引き続き世界的な感染が続いているものの、各国の政府は、状況次第でロックダウン（都市封鎖）を緩和しながら経済活動の再開を始めました。FRBが、市場のボラティリティの抑制や資産価格の押し上げ、自国通貨の下落を意図した政策を取る一方で、欧州では、ECBが「必要な方策は全て実施する用意がある」との声明を出しました。6月には、主要国の国債利回りがほぼ横這いとなる中で、クレジット・スプレッドが縮小しました。FRBによる社債購入など積極的な金融政策や新型コロナウイルス感染者数の増加ペースの鈍化、ロックダウンの緩和などを受け、6月の社債市場は好調な動きで始まりましたが、米国など経済規模の大きい国／地域で新型コロナウイルスの感染拡大に落ち着く様相が見えなかったことなどを背景に、その後は、軟調な動きとなりました。7月には、主要国の国債利回りが低下（価格は上昇）すると共に、クレジット・スプレッドが縮小しました。7月には、新型コロナウイルス対策としてのソフトロックダウン（緩やかな都市封鎖）や米中間の緊張の高まりが見られた一方で、新型コロナウイルス向けワクチンの臨床試験における良好な結果や米国での新規金融支援策などが追い風となりました。8月には、クレジット・スプレッドと国債利回りは逆の動きを見せました。主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）した一方で、夏の休暇シーズンにクレジット・スプレッドは縮小を続けました。米中間の紛争が再燃した後にやや落ち着きを見せる中、ソフトロックダウンの継続というマイナス要因は、予想よりも早期に新型コロナウイルスのワクチンが投入されるとの見通しで緩和されました。9月に入っても、クレジット・スプレッドと国債利回りは逆の動きとなりましたが、8月と異なり、主要国の国債利回りが低下（価格は上昇）した一方で、クレジット・スプレッドが拡大しました。社債市場の資金流入動向や複数の国／地域での新型コロナウイルスの感染再拡大、原油価格の下落、市場が既に割高な水準になりつつあるとの認識が、市場心理にマイナスに働きました。10月には、国債利回りが、国／地域によって異なる動きとなり、米国の国債利回りが上昇（価格は下落）した一方で、ドイツの国債利回りは低下（価格は上昇）しました。米国では、クレジット・スプレッドが縮小する中、長期部分の利回りが短期部分より上昇幅が大きくなったことで、イールドカーブはスティープ化しました。欧州では、金融緩和や景気刺激型の政策を受け、国債利回りが低下（価格は上昇）すると共に、クレジット・スプレッドも縮小した状況が続きました。米国大統領選挙に対する不透明感や欧米における新型コロナウイルスの感染再拡大が、社債市場の変動要因となりました。11月に入っても、国債利回りは国／地域によって異なる動きとなり、米国の国債利回りが僅かながら低下（価格は上昇）した一方で、ドイツの国債利回りは上昇（価格は下落）しました。社債市場のクレジット・スプレッドは総じて縮小しました。ファイザー社が当初予想を上回る新型コロナウイルスのワクチンの有効性を発表したことで、投資家のリスク選好度が高まり、株式市場や社債市場が好調な動きとなりました。12月には、米国の国債利回りが上昇（価格は下落）した一方で、ドイツの国債利回りは低下（価格は上昇）しました。月間では、社債市場のクレジット・スプレッドは僅かながら縮小しましたが、金融市場への資金流入の鈍化やバリュエーションの割高感、マクロ経済を彩る楽観論、さらに、先進国における新型コロナウイルスの感染再拡大などを背景に、12月には投資家心理がやや悪化しました。2021年1月には、主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）した一方で、社債市場のクレジット・スプレッドは、ほぼ横這いとなりました。月初には、バイデン氏の米国大統領就任を巡り、連邦議会への暴徒乱入という事態が生じたほか、中旬以降は、個人投資家による特定銘柄の売買の影響で、株式市場は混乱を余儀なくされました。ECBは、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）による資産購入予定額を使い切らない可能性を示唆する一方で、製造業やサービス業の経済指標の一部が落ち込んだことから、金融緩和姿勢の継続を決定しました。米国の追加経済対策に加え、新型コロナウイルス向けワクチン接種の進展による経済成長の回復期待の高まりを受け、2月も主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）する中で、社債市場のクレジット・スプレッドは、僅かながら縮小しました。社債市場のクレジット・スプレッドに大きな動きが見られなかった一方で、リフレッシュ懸念によ

る国債利回りの上昇（価格は下落）が、社債市場のリターンのマイナス要因になりました。FRBやECBなど、主要国／地域の中央銀行は、金融緩和姿勢を維持しました。3月には、米国の国債利回りが上昇（価格は下落）した一方でドイツの国債利回りは僅かながら低下（価格は上昇）しました。株式市場での投資家心理は良好な中で、社債市場のクレジット・スプレッドは、僅かに拡大したものの、クレジット・スプレッドの動きは社債市場のパフォーマンスにほとんど影響しませんでした。4月に入り、主要国の国債利回りが低下（価格は上昇）すると共に、社債市場のクレジット・スプレッドが僅かながら縮小する中で、当期末を迎えました。

※イールドカーブ：横軸に償還までの残存期間、縦軸に利回りを表示した曲線グラフのことをいい、曲線の傾きが大きくなることをスティープ化、逆に傾きが小さくなることをフラット化といいます。（以下同様）。

<日本短期金融市場>

国庫短期証券3ヵ月物の利回りは、断続的な日本銀行の買入オペの影響等から、期を通じて0%を下回る水準で推移し、日本銀行による長短金利操作付き量的・質的金融緩和の影響もあり、期末時点においては-0.1029%程度の水準となりました。

第4期（2021年4月21日～2022年4月20日）

<世界社債市場>

当期首には、米国やドイツ、日本などの主要国の国債市場が軟調（利回りは上昇）となる一方で、クレジット・スプレッドは落ち着いた動きを見せるなど、ばらつきのある動きで始まり、2021年5月も同様の動きとなりました。10年国債利回りは、米国情債が前月末比で低下（価格は上昇）した一方で、ドイツ国債は僅かながら上昇（価格は下落）しました。社債市場のクレジット・スプレッドは、5月も僅かに縮小しました。米国のイエレン財務長官によるインフレ見通しに対するタカ派的な発言やコモディティ価格の上昇などにもかかわらず、主要国の中央銀行がハト派寄りの姿勢を続けたことで、欧州や米国の国債市場に大きな変動は見られませんでした。6月には、国債利回りが低下（価格は上昇）する中で、クレジット・スプレッドも僅かながら縮小しました。クレジット市場の上昇基調は、6月も維持され、多くのセクターが過去最高に近い水準で取引されていました。当期首から好調に推移していたクレジット市場は、7月にはやや変動の大きい展開となりました。新型コロナウイルスのデルタ変異株の感染拡大が、投資家のリスク選好度を後退させました。中旬に経済成長見通しがやや悪化したことで7月後半にクレジット・スプレッドは拡大しましたが、それでも過去最低ともいえるほど縮小した水準での推移となりました。8月の社債市場は、動きの乏しい市場となりました。月中に株式市場の変動が大きくなる場面もありましたが、社債市場のクレジット・スプレッドには大きな動きは見られませんでした。新型コロナウイルスのデルタ株の感染拡大により経済成長見通しに対する懸念が高まったことで空運やレジャーなどのセクターの回復に対する懸念が強まり、経済活動の再開を見越した投資行動は低調なパフォーマンスとなりました。9月の社債市場では、複数のマイナス要因がある中でクレジット・スプレッドへの影響はほとんど見られなかったものの、中国恒大集団の債務危機を受けて中国の不動産セクターは変動が大きくなりました。主要国／地域の中央銀行は極端なハト派スタンスからの転換を進め、ECBが月間の資産購入額（純額ベース）の見直しを行ったほか、FRBが2022年の利上げの可能性を示唆しました。米欧などでのインフレ率の高まりを受けて、主要国の国債利回りは急上昇（価格は下落）しました。10月には、複数の資産クラスで変動が大きくなったものの、クレジット市場の大半が相対的に落ち着いた動きとなりました。FRBが2022年の利上げの可能性を示唆したほか、ECBがPEPPの2022年3月での終了を決定するなど、予想以上に強いインフレ上昇基調を受けて、各国の中央銀行はタカ派寄り

の姿勢を見せ始めました。長期的に見た場合には依然として縮小した水準といえるものの、過去1年間に大きな動きがなかったクレジット・スプレッドが11月には大きく拡大し、2020年12月の水準に達しました。欧州のスワップ・スプレッドの拡大や欧州における新型コロナウイルス第4波に対する懸念、新型コロナウイルスの新しい変異株であるオミクロン株の確認、高水準が続くインフレ率、中国の不動産を巡る懸念などが、投資家のリスク選好度を後退させ、クレジット・スプレッドの拡大に繋がりました。一方で、安全資産への逃避の動きを受けて、国債市場は上昇（利回りは低下）しました。12月は、例年と同様、相対的に静かな1ヵ月となりました。11月にクレジット・スプレッドの拡大の要因の1つとなったオミクロン株に対する懸念が後退したことなどから、クレジット・スプレッドは僅かながら縮小しました。インフレ率の上昇圧力が続くとともに資産購入プログラムの削減に向けた動きが進められたものの、主要国／地域の中央銀行の声明が引き続きハト派寄りだったことで、金利水準は直近のピークを下回って推移しました。2022年1月には、インフレ率の上昇基調を受けて複数の中央銀行がタカ派姿勢を強めたことが、リスク資産市場の変動要因となりました。ウクライナを巡るロシアと欧米諸国との緊張感の高まりに加え、感染が拡大するオミクロン株における重症化リスクの低さとそれを受けた厳しいロックダウン（都市封鎖）の可能性の低下を背景に、原油などのエネルギー価格が上昇しました。市場では、FRBやECBによる利上げを含め、金融引き締めが予想よりも速いペースで進むとの見方が強まりました。長期的に見ると相対的にリスクが小さいと判断されていたクレジット市場にとっても、厳しい1ヵ月となりました。2月前半には、インフレ率が予想以上の上昇となったことを主要因として、主要国／地域の中央銀行が金融引き締め姿勢を強めたことが市場の大きな変動要因となりましたが、後半には、ロシアがウクライナに侵攻したことやそれに伴う対ロシア経済制裁が投資家のリスクオフ姿勢を強め、様々な資産クラスに大きな影響を及ぼしました。原油や天然ガスなどのエネルギーだけでなく小麦の価格も上昇するなどコモディティ価格が上昇し、主要国／地域の中央銀行は供給不足に対して直接的な対応策がない一方で、インフレ率の上昇が長期にわたる可能性を背景としたスタグフレーションのリスクに直面することになりました。3月には、株式市場やクレジット市場、ソブリン債券市場など、幅広い市場が下落しました。ロシアによるウクライナ侵攻の拡大やインフレ率の高まり、FRBによる利上げサイクルの開始、米国国債における2年国債と10年国債の利回り逆転などが、市場の大きな変動要因となりました。一方で、コモディティ市場で、エネルギーや金属、農産物などを中心に大きく上昇しました。エネルギー価格の上昇は、インフレ率への直接的な影響もさることながら、世界経済の成長にもマイナスの影響を及ぼすとの見方が再認識されました。主要国／地域の中央銀行は、インフレ抑制に向け、タカ派寄りの姿勢を一段と強めました。4月に入っても、主要国の国債利回りは上昇（価格は下落）基調が続いており、リスク資産市場は全般的に変動が大きくなっています。ウクライナ情勢を巡る不透明感やインフレ率の上昇見通し、主要国における金融政策の行方など、市場の変動要因は引き続き数多く見られる状況の中で、当期末を迎えました。

※スワップ・スプレッド：金利スワップと同年限の国債利回りとの差のことをいいます。（金利スワップは、取引の相手方と異なる金利のキャッシュフローを交換することをいい、一方の取引相手が固定金利を支払い、もう一方の取引相手が変動金利を支払う取引が、最も一般的な形態です。）（以下同様）。

＜日本短期金融市場＞

国庫短期証券3ヵ月物の利回りは、断続的な日本銀行の買入オペの影響等から、期を通じて0%を下回る水準で推移し、日本銀行による長短金利操作付き量的・質的金融緩和の影響もあり、期末時点においては-0.1079%程度の水準となりました。

第5期（2022年4月21日～2023年4月20日）

<世界社債市場>

当期首～2022年6月中旬の社債市場は、世界経済の成長率やインフレ率の上昇に対する懸念の高まりに加え、ロシアによるウクライナ侵攻に対する見通しの不透明感、新型コロナウイルス感染拡大に伴う中国でのロックダウンによる影響に対する懸念、金融引き締め政策にもかかわらず沈静化の兆しが見られないインフレ率の上昇基調などを背景に、厳しい状況が続きました。インフレ率の上昇とそれに伴う利上げを背景に、主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）する一方、急速な利上げによる経済成長見通しに対する懸念を背景に、クレジット・スプレッドが拡大する展開となりました。5月には、FRBが2000年5月以来となる0.50%の大幅利上げを決定したものの、今後の大幅な利上げについて否定的な姿勢を見せたことで米国国債の利回りは比較的、落ち着いた動きとなりました。欧州では、ECB理事会の複数のメンバーが利上げの可能性を示唆したことでドイツ国債の利回りは上昇（価格は下落）する展開となりました。クレジット・スプレッドは、米国でも欧州でも月中には拡大した後、米国では月末に向けて縮小して僅かながら前月末の水準を下回った一方、欧州では、月末時点でも前月末を上回る水準で取引を終えました。6月には、FRBが0.75%の利上げを実施したほか、ECBが7月と9月に利上げを実施すると発表したことで、米国やユーロ圏の国債利回りは中旬まで上昇（価格は下落）基調を続けました。米国の5月のCPIが予想を上回り、FRBは1994年以来となる0.75%の大幅利上げを実施したほか、欧州でもインフレ率の上昇が続いていることが、主要国の国債利回りの上昇（価格は下落）に繋がりました。また、高水準のインフレ率や景気後退懸念が市場を揺さぶるなか、クレジット・スプレッドは拡大が続きました。6月下旬に入ると景気後退懸念が強まったことで、主要国の国債利回りは総じて低下（価格は上昇）基調に転じ、7月も国債利回りの低下（価格は上昇）が続きました。FRBが2会合連続となる0.75%の利上げを実施したほか、ECBが0.50%の利上げを実施したものの、市場の関心が、インフレ率の上昇から世界経済の成長鈍化見通しに傾いたことで、国債利回りが低下（価格は上昇）し、それに合わせる格好で、社債市場でも利回りが低下（価格は上昇）しました。ただ、社債市場の上昇（利回りは低下）基調は長続きせず、8月～10月には下落（利回りは上昇）する展開となりました。8月には、FRBのパウエル議長がタカ派的な発言をしたほか、英国やユーロ圏のCPI上昇率が高まったことで市場での利上げ観測が強まり、主要国の国債利回りの上昇（価格は下落）に繋がりました。9月も欧米を中心に国債利回りが上昇（価格は下落）したことで、社債市場はマイナスのパフォーマンスとなりました。主要国／地域の中央銀行によるタカ派姿勢の強まりや欧州地域におけるエネルギー需給問題を背景に、市場ではリセッション（景気後退）の可能性に対する懸念が強まりました。また、英国では、財源なき減税政策を盛り込んだ「ミニ予算」が英国の国債利回りの大幅上昇（価格は下落）を引き起こしたほか、9月のユーロ圏CPIが2桁に達したことも、ユーロ圏の国債利回りの上昇（価格は下落）に繋がりました。欧米のインフレ率が高水準を続けるなかで、10月には、FRBとECBがともに0.75%の利上げを実施し、市場ではタカ派姿勢の継続が見込まれていたことなどから、主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）し、社債市場の利回りの上昇（価格は下落）に繋がりました。11月～12月上旬の社債市場は総じて好調な動きとなりました。米国の10月のCPIが市場予想を下回ったことでFRBの利上げペースの減速見通しが出たことや欧州での天然ガス価格の下落基調が続いていることでインフレ懸念がやや弱まったほか、欧州の経済指標が良好だったことでクレジット・スプレッドが縮小したことも、社債市場にプラスに働きました。また、中国がゼロコロナ政策を中止するとの見方が広がったことで、アジアを中心に市場心理が好転したことも、社債市場の下支え要因となりました。12月中旬に入ると、社債市場は下落に転じました。米国の経済指標がリセッションの可能性の高まりを示すものとなるなか、インフレ率が鈍化基調にあるものの、FRBが当面の

利下げの可能性を否定したことで、米国を中心に国債利回りが上昇（価格は下落）したことが社債市場のマイナス要因となりました。2023年1月～2月上旬の社債市場は好調に推移しました。米国のインフレ率の上昇が鈍化しつつあることに加え、欧州のエネルギー価格がロシアによるウクライナ侵攻前の水準まで下落したことでインフレ懸念が薄らいだことにより、欧米で国債利回りが低下（価格は上昇）しました。米国ではリセッションの懸念が残っているものの、中国政府がゼロコロナ政策を実質的に撤廃したことや春節の時期に経済活動の再開を推進したことで、市場心理にプラスに働きました。2月中旬～3月上旬には、社債市場は再び軟調な動きとなりました。米国の雇用統計が市場予想を上回ったことや主要国／地域の中央銀行によるタカ派寄りの姿勢などを受け、市場では、インフレ率がこれまでの予想より長期にわたって高水準を続けるとの見方が強まり、欧米の国債利回りは上昇（価格は下落）しました。米国のイールドカーブの形状や一部の経済指標などにリセッションの可能性が示されたことで、米国のクレジット・スプレッドは拡大しましたが、相対的に経済が安定している欧州ではクレジット・スプレッドが縮小しました。3月上旬まで社債市場は軟調な動きとなっていました。米国のシリコンバレー銀行など複数の地銀の破綻や欧州でのスイス金融大手クレディ・スイス・グループの経営問題などが表面化したことで銀行システム全体に影響が及ぶ可能性に関する懸念が市場で高まり、欧米の国債利回りは4月上旬に向けて低下（価格は上昇）しました。質への逃避が国債利回りを押し下げる（価格は上昇）とともに、従前の予想よりも早期にFRBやECBのタカ派姿勢が弱まる可能性があるとの見方が出始めたことが、国債利回りの低下（価格は上昇）に繋がりました。欧米での銀行の経営問題に端を発した金融不安が金融当局などの迅速な対応で小康状態となるなか、4月に入って欧米での利上げ見通しがやや強まりを見せたことから主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）し、社債市場がやや軟調な動きとなるなかで、当期末を迎えました。

＜日本短期金融市場＞

国庫短期証券3ヵ月物の利回りは、断続的な日本銀行の買入オペの影響等から、期を通じて0%を下回る水準で推移し、日本銀行による長短金利操作付き量的・質的金融緩和の影響もあり、期末時点においては-0.1647%程度の水準となりました。

第6期（2023年4月21日～2024年4月22日）

＜世界社債市場＞

当期首には、主要国の国債利回りは低下基調（価格は上昇）で始まりましたが、5月には、価格変動の大きい物品を除いたコアインフレ率が2022年のピークを上回った英国のほか、FRB高官の発言や雇用市場の堅調さなどを受け、米国でも国債利回りが上昇（価格は下落）しました。日本とドイツの国債利回りは、5月には、月末比較で大きな変動はありませんでした。6月から10月も、インフレ率に鈍化の兆しが見られないことや経済情勢が堅調なことなどから、主要国の国債利回りは上昇基調（価格は下落）を続けました。特に9月には、ECBが10会合連続の利上げを決定したことや、米国での追加利上げの見通しや2024年中の利下げ回数の縮小見通しなどを受け、主要国の国債利回りは急上昇（価格は下落）しました。また、日本銀行が金融緩和政策を維持している日本では、国債利回りは相対的に落ち着いた動きとなっていました。日本銀行が7月にイールドカーブ・コントロールの柔軟化を決定したことで、日本の国債利回りは7月以降、上昇基調（価格は下落）に転じました。10月に日本銀行が10年国債利回りの上限を1%とする抑制を緩和するとしたことも、日本の国債利回り上昇に繋がりました。11月には、主要国の国債利回りは低下（価格は上昇）に転じました。米国でもユーロ圏でもインフレ率が市場予

想を下回り、市場では、FRBもECBも早ければ2024年春に利下げを実施するとの見方が出始めました。12月に入っても、主要国の国債利回りは低下基調（価格は上昇）を維持し、インフレ率は、主要国の中央銀行の目標水準を上回っているものの、世界的に鈍化基調を示したことに加え、FRBのパウエル議長が今回の利下げサイクルの終焉が近づいているとの見方を示したことなどから、市場では、米欧での政策金利の引下げに対する見方が継続しました。2024年に入り、主要国の国債市場は、利回りが上昇基調（価格は下落）となりました。米国でもユーロ圏でも、GDP（国内総生産）成長率など市場予想よりも好調な経済指標が見られたことで、中央銀行による利下げに対する期待が後退し、米国やドイツ、日本の国債利回りの上昇に繋がりました。3月には、米国経済の成長鈍化を示す経済指標が見られたことや、スイスで利下げが実施されたことなどから、主要国の国債利回りは低下（価格は上昇）しましたが、4月に入り、国債利回りは世界的に上昇（価格は下落）する中で、当期末を迎えました。

＜日本短期金融市場＞

国庫短期証券3ヵ月物の利回りは、日本銀行による断続的な買入オペの影響ならびに長短金利操作付き量的・質的金融緩和の影響もあり、期中のほとんどで0%を下回る水準で推移しましたが、3月半ばの日本銀行金融政策決定会合においてマイナス金利政策の解除が決定されて以降は0%以上に浮上することが増え、期末時点においては0.0102%程度の水準となりました。

第7期（2024年4月23日～2025年4月18日）

※当期間の投資環境については、3頁をご参照ください。

○設定来の当ファンドのポートフォリオ

(2018年7月27日～2025年4月18日)

主として投資先ファンドであるルクセンブルグ籍外国投資法人「Robeco Capital Growth Funds -Robeco Global Credits - IBH JPY」投資証券への投資を通じて、中長期的な信託財産の成長をめざした運用を行いました。

※以下、「Robeco Capital Growth Funds -Robeco Global Credits - IBH JPY」を「投資先ファンド」といいます。投資先ファンドを高位で組入れる一方、「Shinseiショートターム・マザー・ファンド」を一部組入れた運用を行いました。

第1期（2018年7月27日～2019年4月22日）

投資先ファンド：Robeco Capital Growth Funds -Robeco Global Credits - IBH JPY

2018年8月には、投資先ファンドでは、月を通じて、ベータがほぼ1になるような運用を行い、市場変動要因は、投資先ファンドのパフォーマンスに大きな影響を及ぼす要因とはなりませんでした。一方で、銘柄選択効果が、投資先ファンドのパフォーマンスのマイナス要因となりました。9月には、ベータがわずかに1を上回るような運用を行い、市場変動要因は、投資先ファンドのパフォーマンスにプラス寄与しました。一方で、銘柄選択効果が、投資先ファンドのパフォーマンスに大きな影響を及ぼしませんでした。10月には、ベータが1をやや上回るような運用を行いました。社債市場が軟調な動きとなったことから、1を上回るベータとしていたことは、投資先ファンドのパフォーマンスにマイナス寄与となりました。米国のハイ・イールド債券市場が下落したことで、投資先ファンドでは、クレジット市場に対するヘッジ・ポジションから収益を上げることができました。11月も、ベータが1を上回るような運用を行いましたが、社債市場が引き続き軟調な動きとなったことで、投資先ファンドのパフォーマンスにマイナス寄与となりました。米国のハイ・イールド債券市場が下落したことで、投資先ファンドでは、クレジット市場に対するヘッジ・ポジションから収益を上げることができました。12月には、ベータが1を上回るような運用を行いました。クレジット・スプレッドが拡大基調を続けたものの、国債利回りが低下（価格は上昇）したことで、社債市場はプラスのリターンとなりました。銘柄選択効果も、投資先ファンドのパフォーマンスにプラス寄与しました。2019年1月も、ベータを前月よりもやや引き上げて、引き続き1を上回るような運用を行いました。社債市場が上昇（利回りは低下）したことで、ベータを高めていたことは、投資先ファンドのパフォーマンスにプラス寄与しました。ただし、米ドル建て債券の組入れをやや抑えていたことで、米国の社債市場の反騰の恩恵を十分に享受できませんでした。2月も、ベータが1を上回るような運用を行いました。社債市場が上昇（利回りは低下）したことで、ベータを高めていたことは、投資先ファンドのパフォーマンスにプラス寄与しました。ユーロ建て債券の組入れをやや高めにしており、欧州の社債市場が回復したことが、投資先ファンドのパフォーマンスにプラス寄与しました。3月には、ベータを前月よりもやや引き下げた運用を行い、月末には1まで引き下げました。社債市場が上昇（利回りは低下）したことで、1を上回るベータとしていたことは、投資先ファンドのパフォーマンスにプラス寄与しました。4月から当期末にかけては、ベータが1を下回った状態で運用を行いました。1を下回るベータとしていたことにより社債市場の上昇（利回りは低下）の恩恵を十分に享受しきれなかった一方で、銘柄選択効果が投資先ファンドのパフォーマンスにプラス寄与しました。

Shinseiショートターム・マザー・ファンド

Shinseiショートターム・マザー・ファンドでは、主としてわが国の短期公社債および短期金融商品に投資する方針であり、主に国庫短期証券に投資し、償還まで保有するスタンスで運用を行いました。当期において、日本銀行による買入オペの影響等により、国庫短期証券3ヵ月物の利回りがマイナスで推移したことから、基準価額はやや低下しました。

当期首から2019年4月末にかけては、投資先ファンドのポートフォリオのベータが1を下回った状態で運用を行いましたが、5月には、ベータをほぼ1とした運用を行いました。ベータを1前後としていたことは、投資先ファンドのリターンにあまり影響しなかった一方で、発行体の選別効果がプラス寄与しました。6月も、月間を通じてベータをほぼ1とした運用を行いました。ベータを1前後としていたことは、投資先ファンドのリターンにあまり影響しませんでした。また、発行体の選別効果も、6月には、投資先ファンドのリターンに大きな影響はありませんでした。7月も引き続きベータをほぼ1とした運用を行い、投資先ファンドは月間を通じて堅調な推移となりました。6月と同様に、ベータを1前後としていたことも、発行体の選別効果も、7月には、投資先ファンドのリターンに大きな影響を与えませんでした。欧州の社債は市場をアウトパフォームし、投資先ファンドのパフォーマンスにプラス寄与となりました。8月もベータをほぼ1とした運用を行い、投資先ファンドはプラスのリターンとなりました。ベータを1前後としていたことがリターンにプラス寄与した一方で、発行体の選別効果は僅かながらマイナス寄与となりました。9月には、ベータが僅かに1を上回るような運用を行いましたが、投資先ファンドはマイナスのリターンとなりました。ベータを1より少しだけ高めていたことは投資先ファンドのリターンに僅かながらプラス寄与し、発行体の選別効果もプラス寄与しましたが、デリバティブを活用したハイ・イールド債券のポジションがマイナス寄与となりました。10月も、月間を通じてベータが僅かに1を上回るような運用を行い、投資先ファンドはプラスのリターンとなりました。ベータを1より少しだけ高めていたことは、投資先ファンドのリターンに僅かながらプラス寄与した一方で、発行体の選別効果はマイナス寄与となりました。11月も引き続きベータが1をやや上回るような運用を行いました。投資先ファンドは、主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）した影響を受け、マイナスのリターンとなりました。米国市場が欧州市場に比べて相対的に好調だったものの、投資先ファンドでは、米国市場の組入比率を低めにしていたため、米国市場の相対的な堅調さを享受しきれませんでした。12月を通じてベータは1前後で推移するような運用を行いましたが、このことは、投資先ファンドのリターンに大きな影響を与えなかった一方で、銘柄選別効果はプラス寄与しました。投資先ファンドのパフォーマンスは、僅かながらマイナスのリターンとなりました。社債市場では、米国の社債が欧州の社債を上回るリターンとなりましたが、投資先ファンドでは米国の社債の組入れを抑え気味にしていたことで、米国の社債の好調さをフルに享受できませんでした。2020年1月もベータが1前後で推移するような運用を行いましたが、このことは、投資先ファンドのリターンに大きな影響を与えませんでした。銘柄選別効果が投資先ファンドのパフォーマンスにプラス寄与し、投資先ファンドは、プラスのリターンとなりました。社債市場では、ユーロ圏の社債が米国の社債を上回るリターンとなり、投資先ファンドで米国の社債の組入れを抑え気味にしていたことがプラスに働きました。2月には、ベータが1を上回った水準で運用を行いましたが、このことは、投資先ファンドのリターンにマイナス寄与となりましたが、銘柄選別効果がプラス寄与したことで、投資先ファンドは、プラスのリターンとなりました。社債市場では、ユーロ圏の社債が米国の社債を下回るリターンとなり、投資先ファンドで米国の社債の組入れを抑え気味にしていたことは、投資先ファンドのパフォーマンスにマイナスに働きました。3月もベータが1を上回った水準で運用を行い、このことは、投資先ファンドのリターンにマイナス寄与となりましたが、銘柄選別効果はプラス寄与しました。市場全体でスプレッドが拡大したことが大きく影響したことで、投資先ファンドは、マイナスのリターンとなりました。また、米国の社債市場が他の市場を下回るパフォーマンスとなったため、米国のウェイトを低くしていたことはプラスに働きました。4月は、当期末までベータが1を上回った水準で運用を行いました。国債利回りが低下する中で、社債市場が好調だったことなどから、投資先ファンドのパフォーマンスはプラスとなりました。

Shinseiショートターム・マザー・ファンド

Shinseiショートターム・マザー・ファンドでは、主として国庫短期証券等を組入れました。国庫短期証券等の利回りがマイナスとなっている状況から、当期の基準価額は小幅に下落しました。

第3期（2020年4月21日～2021年4月20日）

投資先ファンド：Robeco Capital Growth Funds -Robeco Global Credits - IBH JPY

当期首～2020年7月には、社債市場のクレジット・スプレッドが全般的に縮小したことで、投資先ファンドはプラスのリターンとなりました。同期間を通じてベータは1を上回った水準で運用を行い、このことは、投資先ファンドのリターンにプラスに寄与しました。5月～6月には、銘柄選択効果も、投資先ファンドのパフォーマンスにプラスに寄与しましたが、7月には、銘柄選択効果は、投資先ファンドのパフォーマンスにマイナス寄与となりました。8月の社債市場ではクレジット・スプレッドが全般的に縮小したものの、国債利回りが上昇（価格は下落）した影響が大きく、投資先ファンドはわずかながらマイナスのリターンとなりました。銘柄選択効果はプラスに寄与しました。9月に入って、社債市場ではクレジット・スプレッドが全般的に拡大したことにより、投資先ファンドはわずかながらマイナスのリターンとなりました。9月を通じてベータは1を上回った水準で運用を行い、このことは、投資先ファンドのリターンにわずかながらマイナス寄与となったほか、銘柄選択効果もマイナス寄与となりました。10月の社債市場では全般的にクレジット・スプレッドが縮小したものの、保有している社債の多くでクレジット・スプレッドが拡大したことにより、投資先ファンドは僅かながらマイナスのリターンとなりました。10月を通じてベータは1を上回った水準で運用を行い、このことは、投資先ファンドのリターンに僅かながらプラス寄与となりましたが、銘柄選択効果はマイナス寄与となりました。また、米国の社債のウェイトを引き下げていたことは、市場とのパフォーマンス比較でマイナス要因となりました。11月～12月の社債市場ではクレジット・スプレッドが全般的には縮小したことで、投資先ファンドはプラスのリターンとなりました。11月を通じてベータは1を上回った水準で運用を行った一方で、12月にはベータをほぼ1とした運用を行いました。11月にベータが1を上回る水準で運用を行ったことは、投資先ファンドのリターンにプラス寄与となったほか、同期間における銘柄選択効果もプラス寄与となりました。2021年1月の社債市場が主要国の国債利回りの上昇（価格は下落）などの影響を受けたことで、投資先ファンドはマイナスのリターンとなりました。1月を通じてベータは、投資先ファンドのリターンにほとんど影響しませんでした。銘柄選択効果はマイナス寄与となりました。2月～3月には、主として主要国の国債利回りの上昇（価格は下落）により、投資先ファンドはマイナスのリターンとなりました。ベータは、2月には投資先ファンドのリターンにほとんど影響しなかったものの、3月には僅かながらマイナス寄与となりました。銘柄選択効果は、2月にマイナス寄与となった一方で、3月にはプラスに寄与しました。

Shinseiショートターム・マザー・ファンド

Shinseiショートターム・マザー・ファンドでは、主として国庫短期証券等を組入れました。国庫短期証券等の利回りがマイナスとなっている状況から、当期の基準価額は小幅に下落しました。

投資先ファンドは、当期首～2021年5月にプラスのリターンとなりましたが、銘柄選択効果やベータがマイナス寄与となったことで、市場全体を下回るパフォーマンスに留まりました。新型コロナウイルス向けワクチン接種の進展を受け、市場は、新型コロナウイルスが落ち着いた後の経済回復を織り込みつつあり、小売業やレストランなど新型コロナウイルス感染拡大で打撃を受けたセクターが良好なパフォーマンスとなりました。6月には、投資先ファンドはプラスのリターンとなり、銘柄選択効果がプラスに寄与したことで市場全体を上回るパフォーマンスとなりました。ただ、1を下回るベータを維持したことは、投資先ファンドのパフォーマンスに僅かながらマイナス要因となりました。7月も、投資先ファンドはプラスのリターンとなり、ほぼ市場並みのパフォーマンスとなりました。社債市場のスプレッドは僅かに拡大したものの、米国やドイツなど主要国の国債利回りが低下（価格は上昇）したことが、クレジット市場のプラス要因となりました。投資先ファンドで保有している銘柄の発行体企業の2021年第2四半期（4～6月）の業績が好調だったことや欧州のクレジット市場が米国より好調だったことなどから、銘柄選択効果がプラス要因となったほか、1を下回るベータを維持したことも僅かながらプラス要因となりました。月には、投資先ファンドはマイナスのリターンとなりました。社債市場のクレジット・スプレッドは、前月末に比べてほぼ横這いに留まった一方で、主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）したことが影響しました。ただ、銘柄選択効果がプラス要因となったことで、投資先ファンドは、市場をやや上回るパフォーマンスとなりました。社債市場のクレジット・スプレッドが前月末比で僅かながら縮小したものの、主要国の国債利回りが引き続き上昇（価格は下落）したことが影響し、投資先ファンドは9月もマイナスのリターンとなりました。銘柄選択効果がマイナス要因となったことで、投資先ファンドは、市場を下回るパフォーマンスとなりました。主要国の国債利回りの上昇（価格は下落）基調が続いたほか、社債市場のクレジット・スプレッドが前月末比で僅かながら拡大したことが影響し、10月も、投資先ファンドはマイナスのリターンとなりました。デュレーションを短めにしていたことはプラスに寄与したものの、銘柄選択効果がマイナス要因となり、投資先ファンドのパフォーマンスは、市場を下回りました。11月には、社債市場は下落しましたが、投資先ファンドはプラスのリターンとなり、市場を上回るパフォーマンスとなりました。主要国の国債利回りは前月末より低下（価格は上昇）したものの、社債市場のクレジット・スプレッドが、前月末に比べて拡大したことが影響しました。スワップ・スプレッドが拡大したことで投資機会があると考え、欧州の5年スワップ・スプレッドをロングする取引も行いました。12月には、投資先ファンドはマイナスのリターンとなりました。クレジット・スプレッドは前月末比でやや縮小したものの、主要国の国債利回りが前月末より上昇（価格は下落）したことが影響し、社債市場は下落しました。ベータを市場並みとしていたことが投資先ファンドのパフォーマンスのマイナス要因となりましたが、銘柄選択効果がプラスに寄与したことで、マイナス寄与分の一部を相殺できました。また、前月に続き、欧州の5年スワップ・スプレッドをロングする取引を行いましたが、同ポジションは、ほとんど寄与しませんでした2022年1月には、主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）したほか、クレジット・スプレッドが拡大したことで、投資先ファンドはマイナスのリターンとなりました。ベータを1以下としていたことが投資先ファンドのパフォーマンスのプラス要因となりましたが、銘柄選択効果がマイナスに寄与したことが影響しました。前月に続き、スワップ・スプレッドのポジションを保有しており、欧州の5年スワップ・スプレッドをロングする取引を行いましたが、同ポジションは、前月と同様、ほとんど寄与しませんでした投資先ファンドは、2月もマ

イナスのリターンとなりました。主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）したほか、クレジット・スプレッドも拡大するなど、クレジット市場には厳しい状況となりました。ベータを1以下としていたことは投資先ファンドのパフォーマンスのプラス要因となったものの、銘柄選択効果がマイナスに寄与しました。引き続き、スワップ・スプレッドのポジションを保有しており、欧州の5年スワップ・スプレッドをロングする取引を行いました。スワップ・スプレッドが拡大したことで、同ポジションはマイナス寄与となりました。3月には、社債市場が下落する中で、投資先ファンドはマイナスのリターンとなりましたが、市場を上回るパフォーマンスとなりました。社債市場のクレジット・スプレッドは、月中に拡大する場面があったものの、月末には前月末比で縮小して取引を終えました。一方で、米国やドイツなど主要国の国債利回りは引き続き上昇（価格は下落）したことで、社債市場が下落しました。銘柄選択効果が投資先ファンドのパフォーマンスにプラスに寄与したほか、クレジット・スプレッド拡大時に低めていたベータをクレジット・スプレッドの縮小に合わせて高めたことも、プラス要因となりました。また、引き続き保有しているスワップ・スプレッドのロング・ポジションも、スワップ・スプレッドが縮小したことでプラスに寄与しました。

Shinseiショートターム・マザー・ファンド

Shinseiショートターム・マザー・ファンドでは、主として国庫短期証券等を組入れました。国庫短期証券等の利回りがマイナスとなっている状況から、当期の基準価額は小幅に下落しました。

第5期（2022年4月21日～2023年4月20日）

投資先ファンド：Robeco Capital Growth Funds -Robeco Global Credits - IBH JPY

当期首～2022年6月中旬には、投資先ファンドはマイナスのパフォーマンスとなりました。インフレ率の上昇やFRBによる利上げ、ECBによる金融引き締め政策への転換などを受けて主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）した影響で、社債市場の利回りも上昇（価格は下落）したことがマイナス要因となりました。また、社債市場のクレジット・スプレッドが拡大したこともマイナス要因となりました。マクロ経済などの観点に基づくトップダウンによる配分は、投資先ファンドのパフォーマンスに大きな影響を及ぼさなかった反面、銘柄選別はマイナス寄与となりました。欧州のスワップ・スプレッドのポジションは、市場対比で、5月にはプラス寄与となったものの、6月にはマイナス寄与となりました。6月下旬～7月には、投資先ファンドはプラスのパフォーマンスとなりました。世界的な景気後退懸念の強まりを受け、主要国の国債利回りが低下（価格は上昇）したことで社債市場の利回りも低下（価格は上昇）したほか、クレジット・スプレッドも縮小したことが、プラス要因となりました。トップダウンによる配分や銘柄選別はともに、投資先ファンドのパフォーマンスにプラスに寄与しました。欧州のスワップ・スプレッドは、市場対比でマイナス寄与となりました。8月～10月には、投資先ファンドは、マイナスのパフォーマンスとなりました。欧米でのインフレ率の上昇を背景に主要国／地域の中央銀行による利上げ姿勢が強まったことで主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）し、社債市場の利回りも上昇（価格は下落）しました。また、市場ではリセッションの可能性に対する懸念が強まったことで、クレジット・スプレッドが拡大したこともマイナス要因となりました。トップダウンによる配分や銘柄選別による投資先ファンドのパフォーマンスへの寄与は、月によってプラス寄与／マイナス寄与が入れ替わるなどばらつきが見られました。また、欧州のスワップ・スプレッドのポジションは、市場対比で、8月にはマイナス寄与となりましたが、9月～10月に

はプラス寄与となりました。11月～当期末には、投資先ファンドのパフォーマンスは、月替わりで変動するような動きとなりました。11月～12月上旬には主要国の国債利回りの低下（価格は上昇）により社債市場の利回りも低下（価格は上昇）したほか、クレジット・スプレッドの縮小もあり、投資先ファンドはプラスのパフォーマンスとなりました。トップダウンによる配分や欧州のスワップ・スプレッドが市場対比でプラス要因となった一方、銘柄選別は大きな影響を及ぼしませんでした。12月中旬～12月末には、社債市場のクレジット・スプレッドが縮小したものの、FRBが当面の利下げを否定したことで米国を中心に国債利回りが上昇（価格は下落）し、社債市場の利回りも上昇（価格は下落）しました。トップダウンによる配分や欧州のスワップ・スプレッドは、市場対比でプラス寄与となりました。2023年1月に入ると、欧米での市場の利回りも低下（価格は上昇）しました。また、クレジット・スプレッドも前月末比で縮小し、社債市場のプラス要因となりました。トップダウンによる配分や銘柄選別はともに、市場対比で、プラスに寄与しました。2月中旬～3月上旬には、投資先ファンドは再びマイナスのパフォーマンスとなりました。米国の雇用統計が市場予想を上回ったことや主要国／地域の中央銀行によるタカ派寄りの姿勢などを受けて主要国の国債利回りが上昇（価格は下落）し、社債市場の利回りも上昇（価格は下落）しました。銘柄選別は市場対比でプラスに寄与しましたが、トップダウンによる配分や欧州のスワップ・スプレッドは、マイナス寄与となりました。3月上旬～中旬に表面化した欧米での銀行の経営問題を受け、3月中旬～4月上旬に欧米の国債利回りが低下（価格は上昇）したことで、社債市場の利回りは低下（価格は上昇）しました。クレジット・スプレッドが拡大したものの、国債利回り低下（価格は上昇）が大きくプラスに寄与して、社債市場の利回り低下（価格は上昇）に繋がりました。その後、欧米での利上げ見通しがやや強まりを見せたことで国債利回りが上昇（価格は下落）したことなどが影響し、投資先ファンドは軟調な動きのなかで当期末を迎えました。

Shinseiショートターム・マザー・ファンド

Shinseiショートターム・マザー・ファンドでは、主として国庫短期証券等を組入れました。国庫短期証券等の利回りがマイナスとなっている状況から、当期の基準価額は小幅に下落しました。

第6期（2023年4月21日～2024年4月22日）

投資先ファンド：Robeco Capital Growth Funds -Robeco Global Credits - IBH JPY

当期首から10月には、投資先ファンドのパフォーマンスは下落基調となりました。5月には、マクロ経済などの観点に基づくトップダウンによる配分は、市場対比パフォーマンスにはほぼ中立要因となりましたが、銘柄選別による効果が市場対比でプラス要因となり、投資先ファンドのパフォーマンスは市場を上回りました。6月から7月には、トップダウンによる配分がプラス寄与したものの、銘柄選別による効果のマイナス寄与が大きく、市場のパフォーマンスを下回りました。8月には、トップダウンによる配分はほぼ中立要因となった一方で、銘柄選別による効果はマイナス寄与となったことで、投資先ファンドは市場のパフォーマンスを下回りました。9月には、トップダウンによる配分と銘柄選別効果がプラス寄与したものの、社債市場でのイールドカーブが逆イールドとなったことがマイナス寄与し、投資先ファンドは市場のパフォーマンスを下回りました。10月には、銘柄選別効果がプラス寄与したものの、トップダウンによる配分がマイナス要因となり、投資先ファンドは市場のパフォーマンスを下回りました。11月から12月には、投資先ファンドはプラスのパフォーマンスとなりました。主要国／地域

の国債利回りが低下（価格は上昇）したほか、クレジット・スプレッドが縮小するなど、社債市場は全般的に好調でした。11月には、トップダウンによる配分が投資先ファンドのパフォーマンスにプラス寄与しましたが、銘柄選別効果がマイナス寄与となり、市場のパフォーマンスを下回りました。12月には、トップダウンによる配分が投資先ファンドのパフォーマンスにプラス寄与したほか、銘柄選別効果が、より大きなプラス要因となり、市場のパフォーマンスを上回りました。2024年1月から2月には、投資先ファンドはマイナスのパフォーマンスとなりました。社債市場のクレジット・スプレッドが縮小したものの、主要国・地域の国債利回りが上昇（価格は下落）したことがマイナス要因となりました。1月には、主として銘柄選別がマイナス要因となり、投資先ファンドのパフォーマンスは社債市場を下回りましたが、2月には、銘柄選別がプラス要因となりました。3月には、投資先ファンドはプラスのパフォーマンスとなりました。主要国・地域の国債市場が上昇（利回りは低下）したことやクレジット・スプレッドが縮小したことで、社債市場は全般的に好調だったことがプラス要因となりました。投資先ファンドは、市場との相関性を高めていたことや銘柄選別効果がプラス寄与し、市場のパフォーマンスを上回りました。その後、主要国・地域の国債利回りが上昇（価格は下落）するなど、厳しい環境の中で当期末を迎えました。

Shinseiショートターム・マザー・ファンド

Shinseiショートターム・マザー・ファンドでは、主として国庫短期証券等を組み入れました。組み入れ期間の大部分において国庫短期証券等の利回りがマイナスとなったことから、当期の基準価額は小幅に下落しました。

第7期（2024年4月23日～2025年4月18日）

※当期間の当ファンドのポートフォリオについては、4頁をご参照ください。

○ 1 万口当たりの費用明細

(2024年 4 月23日～2025年 4 月18日)

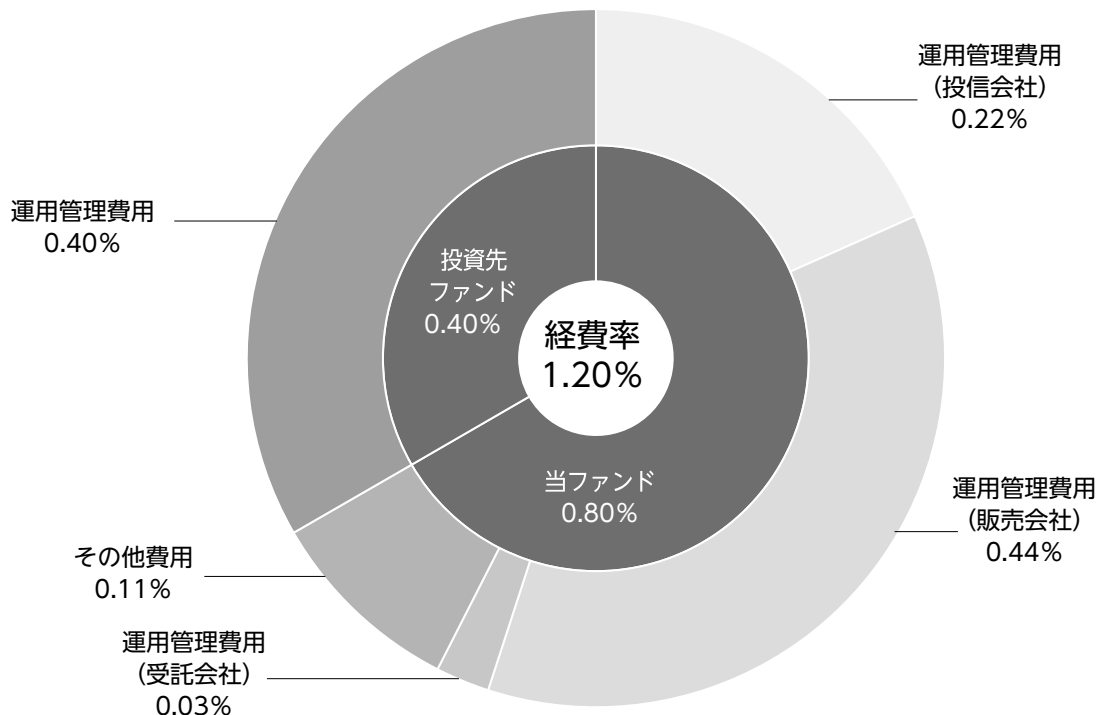
項 目	当期		項 目 の 概 要
	金 額	比 率	
	円	%	
(a) 信 託 報 酬	61	0.685	(a) 信託報酬＝期中の平均基準価額×信託報酬率
（投 信 会 社）	(19)	(0.218)	委託した資金の運用の対価
（販 売 会 社）	(39)	(0.435)	交付運用報告書等各種書類の送付、口座内でのファンドの管理、
			購入後の情報提供等の対価
（受 託 会 社）	(3)	(0.033)	運用財産の管理、投信会社からの指図の実行の対価
(b) そ の 他 費 用	9	0.106	(b) その他費用＝期中のその他費用÷期中の平均受益権口数
（監 査 費 用）	(3)	(0.031)	監査費用は、監査法人等に支払うファンドの監査に係る費用
（印 刷）	(7)	(0.076)	開示資料等の作成・印刷費用等
合 計	70	0.791	
期中の平均基準価額は、8,902円です。			

- (注 1) 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) 各金額は項目ごとに円未満は四捨五入してあります。
- (注 3) その他費用は、このファンドが組み入れている親投資信託が支払った金額のうち、当ファンドに対応するものを含みます。
- (注 4) 各項目の費用は、このファンドが組み入れている投資信託証券（親投資信託を除く）が支払った費用を含みません。
- (注 5) 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）を期中の平均基準価額で除して100を乗じたもので、項目ごとに小数第 3 位未満は四捨五入してあります。

(参考情報)

○経費率

当期中の運用・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1.20%です。



(単位：%)

経費率 (①+②)	1.20
①当ファンドの費用の比率	0.80
②投資先ファンドの運用管理費用の比率	0.40

(注1) 当ファンドの費用は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) 各費用は、原則として、募集手数料、売買委託手数料および有価証券取引税を含みません。

(注3) 各比率は、年率換算した値です。

(注4) 投資先ファンドとは、当ファンドが組み入れている投資信託証券（親投資信託を除く。）です。

(注5) 当ファンドの費用は、親投資信託が支払った費用を含み、投資先ファンドが支払った費用を含みません。

(注6) 当ファンドの費用と投資先ファンドの費用は、計上された期間が異なる場合があります。

(注7) 投資先ファンドには運用管理費用以外の費用がある場合がありますが、上記には含まれておりません。

(注8) 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 4 月23日～2025年 4 月18日)

投資信託証券

銘	柄	買 付		売 付	
		口 数	金 額	口 数	金 額
外国 (邦貨建)	Robeco Capital Growth Funds - Robeco Global Credits - IBH JPY	口	千円	口	千円
		—	—	1,248,444,851	1,113,428

(注 1) 金額は受渡し代金。
(注 2) 単位未満は切捨て。

親投資信託受益証券の設定、解約状況

銘	柄	設 定		解 約	
		口 数	金 額	口 数	金 額
Shinsei	ショートターム・マザー・ファンド	千口	千円	千口	千円
		—	—	110	109

(注) 単位未満は切捨て。

○利害関係人との取引状況等

(2024年 4 月23日～2025年 4 月18日)

該当事項はありません。

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

(2025年 4 月18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

(2025年 4 月18日現在)

項 目	当 期 末	
	評 価 額	比 率
コ ー ル ・ ロ ー ン 等 、 そ の 他	千円 1,079,549	% 100.0
投 資 信 託 財 産 総 額	1,079,549	100.0

(注 1) 評価額の単位未満は切捨て。
(注 2) 比率は、投資信託財産総額に対する評価額の割合で、小数点以下第 2 位を四捨五入して表示しています。

○資産、負債、元本及び償還価額の状況 (2025年4月18日現在)

項 目	償 還 時
(A)資 産	1,079,549,260円
コ ー ル ・ ロ ー ン 等	1,079,518,206
未 収 利 息	31,054
(B)負 債	3,999,944
未 払 信 託 報 酬	3,697,344
そ の 他 未 払 費 用	302,600
(C)純 資 産 総 額 (A－B)	1,075,549,316
元 本	1,208,237,679
償 還 差 損 金	△ 132,688,363
(D)受 益 権 総 口 数	1,208,237,679口
1 万 口 当 た り 償 還 価 額 (C／D)	8,901円80銭

<注記事項（運用報告書作成時には監査未了）>
(貸借対照表関係)
期首元本額 1,262,169,063円
期中追加設定元本額 5,685,352円
期中一部解約元本額 59,616,736円
1口当たりの純資産額は0.890180円です。
(注) 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132,688,363円です。

○損益の状況 (2024年4月23日～2025年4月18日)

項 目	当 期
(A)配 当 等 収 益	5,874,842円
受 取 配 当 金	5,681,656
受 取 利 息	193,186
(B)有 価 証 券 売 買 損 益	19,117,926
売 買 益	20,009,318
売 買 損	△ 891,392
(C)信 託 報 酬 等	△ 8,763,939
(D)当 期 損 益 金 (A＋B＋C)	16,228,829
(E)前 期 繰 越 損 益 金	△167,374,315
(F)追 加 信 託 差 損 益 金	18,457,123
(配 当 等 相 当 額)	(13,405,460)
(売 買 損 益 相 当 額)	(5,051,663)
(G)償 還 差 損 金 (D＋E＋F)	△132,688,363

(注1) 当期運用報告書作成時点では監査未了です。
(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。

○お知らせ

当ファンドは、2025年4月18日に信託を終了（満期償還）しました。

○投資信託財産運用総括表

信 託 期 間	投資信託契約締結日	2018 年 7 月 27 日		投資信託契約終了時の状況	
	投資信託契約終了日	2025 年 4 月 18 日		資 産 総 額	1,079,549,260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	3,999,944円
				純 資 産 総 額	1,075,549,316円
受 益 権 口 数	1,145,178,713口	1,208,237,679口	63,058,966口	受 益 権 口 数	1,208,237,679口
元 本 額	1,145,178,713円	1,208,237,679円	63,058,966円	1 万口当たり償還金	8,901.80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 万口当たり分配金	
				金額	分配率
第 1 期	1,178,316,594円	1,185,913,555円	10,064円	150円	1.5000%
第 2 期	1,239,682,136円	1,275,919,616円	10,292円	150円	1.5000%
第 3 期	1,297,731,537円	1,403,396,805円	10,814円	150円	1.5000%
第 4 期	1,332,664,478円	1,309,760,143円	9,828円	0円	0.0000%
第 5 期	1,313,184,295円	1,192,342,859円	9,080円	0円	0.0000%
第 6 期	1,262,169,063円	1,106,469,765円	8,766円	0円	0.0000%

○償還金のお知らせ

1 万口当たり償還金（税込み）	8,901 円 80 銭
-----------------	--------------