

ゴールドマン・サックス・グローバル・ファンズ

GS 新成長国通貨債券ファンド

アイルランド籍／オープン・エンド契約型外国投資信託
普通(米ドル建て・毎月分配型)クラス

償還運用報告書 (全体版)

作成対象期間
第 18 期

(自:2024年12月 1 日
至:2025年 7 月 8 日(償還日))

受益者のみなさまへ

毎々、格別のご愛顧にあずかり厚くお礼申し上げます。
さて、ゴールドマン・サックス・グローバル・ファンズーGS 新成長国通貨債券ファンド(以下「ファンド」といいます。)は、このたび、2025年7月8日に償還いたしました。ここに謹んで運用経過と償還内容をご報告申し上げますとともに、受益者のみなさまのご愛顧に対しまして、厚く御礼申し上げます。

代行協会員

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社

投資顧問会社

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・インターナショナル

管理会社

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・ファンド・サービスズ・リミテッド

ファンドの仕組みは次のとおりです。

ファンド形態	アイルランド籍／オープン・エンド契約型外国投資信託
信託期間	信託証書等に定められる方法に従い解散されない限り、ファンドは無期限で存続します。 (注)ファンドは、2025年7月8日を償還日としてファンドの運用を終了しました。
繰上償還	下記の状況(ただしこれに限りません。)において管理会社はゴールドマン・サックス・グローバル・ファンズまたはファンドを終了させることができます。 (i) 受益者または当該ファンドの受益者により受益証券の償還を承認する特別決議が可決され、これに関して4週間以上6週間以下の通知が与えられている場合 (ii) 4週間以上6週間以下の通知が受益証券の保有者に与えられている場合(随時)(前述の一般性を侵害することなく、管理会社は、ファンドの純資産価額が30億円を下回った場合、またはマスター・ファンドのゴールドマン・サックス・ファンズ ゴールドマン・サックス・エマージング・マーケット・デット・ローカル・ポートフォリオ(以下「マスター・ファンド」といいます。))が終了した場合、ファンドを終了させることができます。) 以下の事象が発生した場合(ただしこれに限りません。)、受託会社はゴールドマン・サックス・グローバル・ファンズまたはファンドを书面通知により終了させることができます。 (a) 管理会社が清算手続に入る場合 (b) 受託会社の合理的な見解において管理会社がその任務を遂行する能力を有しない場合
運用方針	ファンドは、マスター・ファンドへの投資を通じて、エマージング諸国の主に現地通貨建て債券に投資することにより、収入(インカム・ゲイン)と資産価値増加(キャピタル・ゲイン)からなる高水準の投資トータル・リターンを獲得することをめざします。
主要投資対象	● ファンドは、エマージング諸国の債券を実質的な主要投資対象とします。 ● マスター・ファンドは、投資プロセスにおいてマスター・ファンドの投資顧問会社が定める環境・社会・ガバナンス基準を通じて環境的・社会的な特性を推進します。 ● マスター・ファンドは、通常の状態において、自己の純資産(現金および現金同等物を除きます。)の少なくとも3分の2をエマージング市場に本拠を置くまたはエマージング市場から収益の大部分を得ているエマージング市場の政府または企業により発行される譲渡性のある確定利付証券に投資します。 ● マスター・ファンドは、転換可能債券(偶発転換証券(CoCos)を含みます。)にその純資産の25%を上限として投資する可能性があります。 ● マスター・ファンドは、投資方針の一環として、またヘッジ目的のために、金融派生商品の取引を用いる可能性があります。
ファンドの運用方法	ルクセンブルク籍の投資法人であるマスター・ファンドに投資することにより運用します。
主な投資制限	● 確定利付証券への投資はマスター・ファンドの純資産(現金および現金同等物を除きます。)の3分の2以上とします。 ● 私募証券、非上場株式または不動産等、すぐに現金化できない流動性に欠ける資産に対しその純資産価額の15%を超えて投資を行いません。 ● 空売りされる有価証券の時価総額は、ファンドの純資産価額を超えないものとします。 ● ファンドの純資産価額の10%を超えて、借入れを行わないものとします。
分配方針	毎月15日(ファンド営業日でない場合は翌ファンド営業日)に収益の分配を行うことができます。運用状況等によっては、分配金の金額が変わる場合、あるいは分配金が支払われない場合があります。

I. ファンドの設定から前期までの運用の経過

第1期（2008年1月31日（設定日）～2008年11月30日）

＜エマージング債券市場動向＞

当期初から2008年9月にかけて、現地通貨建てエマージング債券市場は、堅調な展開となりました。10月以降、大きく調整する展開となったものの、当期末にかけて反発し期を通じてみると上昇の展開となりました。当期前半は、3月にベア・スターンズの救済合併を機に市場全体に安心感が広がったことなどを背景に、商品価格が高騰し、世界的なインフレ（物価上昇）懸念が台頭したことから、エマージング債券市場は全体としては下落の展開となりました。7月以降、商品価格の下落からインフレ懸念が後退し、市場は反発したものの、当期後半は、米国を中心とした金融機関の経営危機が市場を揺さぶることとなりました。9月中旬に、米大手証券会社が破綻し、米最大手保険会社は米政府に救済されるなど、金融危機が深刻化し、信用収縮と流動性が低下した結果、リスク資産はかつてないほどの下落圧力に見舞われエマージング債券市場も調整を余儀なくされました。10月下旬以降、米国政府が金融システムに流動性を供給し、住宅購入者や消費者を支援することを目的に、新たな大規模金融対策を発表したことなどからエマージング債券市場は反発し期を終えました。

＜エマージング通貨市場動向＞

当期の前半は、ハンガリー・フォリントとブラジル・レアルが堅調な展開となりました（対円）。

ハンガリーの中央銀行が、インフレを抑制するために大幅な政策金利の引き上げを行ったことなどがハンガリー・フォリントの上昇要因となりました。一方で、チリでは、様々な経済指標が市場予想以上に悪く、経済は減速しつつあるなかで、インフレ率が高止まりしたことなどを背景にチリ・ペソは下落しました（対円）。当期後半は、米国を発端とする金融不安により、為替市場においてリスク回避志向が急激に高まり、エマージング通貨は円、米ドルに対してほぼ全面安の展開となりました。かかる状況の中、当期のファンドのリターンは円建てが-29.9%、米ドル建てが-23.4%、ユーロ建てが-10.4%となりました。

（注）G S 新成長国通貨債券ファンドは2008年1月31日より運用を開始し、普通（米ドル建て・毎月分配型）クラス受益証券は2009年7月27日より運用を開始しました。

第2期（2008年12月1日～2009年11月30日）

＜エマージング債券市場動向＞

当期中の現地通貨建てエマージング債券市場（現地通貨ベース）は、上昇基調で推移しました。当期初から2009年2月中旬にかけて市場予想を下回る経済指標が相次ぎ、海外投資家のリスク回避姿勢が強まったことなどを背景に下落する展開となりました。2009年3月以降は、エマージング諸国の積極的な利下げや、世界的な景気の底入れ期待などによりエマージング債券市場は堅調に推移しました。また、2009年4月のG20金融サミットにおいてIMF（国際通貨基金）の融資枠を従来の3倍の7,500億ドルに引き上げることが決まったことや、より柔軟な融資制度であるFCL（フレキシブル・クレジット・ライン）の導入により、エマージング諸国の破綻リスクが軽減されたとの見方も広がりました。6月以降も、市場予想を上回る企業決算の発表が続いたことや、欧米の経済指標が景気回復を示唆するものが多く、海外投資家のリスク資産への投資意欲が高まったことなどを背景に、堅調な展開となりました。加えて、IMFや他の国際金融機関による強力かつ足並みの揃った世界的な経済支援が、エマージング諸国の経済が大幅に後退する可能性を引き続き軽減するとの見方もプラス材料となりました。

＜エマージング通貨市場動向＞

当期中のエマージング通貨市場は、対円や対米ドルで上昇する展開となりました。当期初から、2009年1月末にかけては、欧米金融機関の収益悪化懸念が高まり、金融不安が再燃したことなどを背景に投資家のリスク回避姿勢が強まったことから、下落基調で推移しました。2月以降は、景気底入れへの期待感が高まったほか、金融機関から不良資産を買取る米国の官民投資プログラムなど、各国政府の新たな対策が歓迎されたことから投資家のリスク回避姿勢が緩和し、エマージング通貨市場は上昇基調で推移しました。ただし、日本の藤井財務相が為替市場への介入について消極的な見方を示した2009年8月後半と、ドバイの信用不安が高まり為替市場においてリスク回避傾向が強くなった2009年11月後半には、エマージング通貨が対円や対米ドルで軟調に推移する局面もありました。かかる状況の中、ゴールドマン・サックス・グローバル・ファンズーG S 新成長国通貨債券ファンド 普通（米ドル建て・毎月分配型）クラス受益証券の設定来（2009年7月27日設定）のリターンは+6.9%となりました。

第3期（2009年12月1日～2010年11月30日）

＜エマージング債券市場動向＞

当期中の現地通貨建てエマージング債券市場（現地通貨ベース）は、上昇基調で推移しました。当期初から2010年4月にかけては、米国や中国などで良好な経済指標が発表されるなど、世界的な景気回復によるリスク選好度の高まりから、エマージング債券市場は堅調に推移しました。2010年5月には、欧州の財政危機問題とその世界経済への影響が懸念されましたが、欧州周辺国のエマージング債券などが軟調に推移した一方で、景気減速で各国の利上げペースが鈍化するとの見方が強まり、その他の地域では堅調な推移となりました。2010年6月から2010年10月にかけても、世界的な景気回復期待から上昇基調が続きましたが、2010年11月は、再び欧州の財政危機問題への懸念や食糧価格の高騰をはじめとしたエマージング諸国でのインフレ圧力の高まりから反落しました。

＜エマージング通貨市場動向＞

当期中のエマージング通貨市場は、対米ドルや対ユーロで上昇する展開となりました。当期初から2010年4月にかけては景気回復期待から比較的堅調な推移となりましたが、5月に欧州の財政危機問題への懸念が高まったことから軟調に推移しました。特に、ハンガリー・フォリントやポーランド・ズロチなど地域的に財政悪化が懸念された東欧通貨が大きく下落しました。その後は強弱入り混じる展開となりました。ブラジル・レアルは資本規制を導入したことなどがマイナス要因となりました。一方で、インドネシア・ルピアなどのアジア通貨が堅調な推移となりました。日本円も他のアジア通貨同様に堅調に推移したことから、エマージング通貨は概ね対円で軟調な推移となりました。かかる状況の中、当期のゴールドマン・サックス・グローバル・ファンズーG S新成長国通貨債券ファンド 普通（米ドル建て・毎月分配型）クラス受益証券のリターンは+11.8%となりました。

第4期（2010年12月1日～2011年11月30日）

A. 市況の回顧

当期の世界経済は持続的な成長基調で推移しましたが、多くの先進諸国における成長のペースは決して堅調とはいえませんでした。2011年第1四半期と第2四半期の米国GDP成長率は、それぞれ0.4%、1.3%と、小幅な伸びに留まりました。第3四半期のGDP成長率は、個人消費の拡大を背景に、1.8%となりました。ユーロ圏においては、ソブリン債務危機と緊縮政策の実施がGDP成長率の鈍化を招き、第2四半期と第3四半期のGDP成長率は0.2%と、第1四半期の0.8%から大きく低下しました。その他の地域を見ても、日本の経済成長率は、2011年第1四半期と第2四半期はそれぞれ-1.7%、-0.5%とマイナス基調で推移しましたが、第3四半期には1.4%とプラスに転じました。一方、新興国市場では、多くの諸国が力強い経済成長を遂げており、先進国諸国の成長率を概ね上回る結果となりました。とは言え、当期中、同市場の景気拡大ペースは抑制されました。中国の第1四半期と第2四半期のGDP成長率は、それぞれ9.7%、9.5%だったのに対し、第3四半期は9.3%となり、伸びが鈍化しました。インドでは、第1四半期と第2四半期のそれぞれ7.8%、7.7%から、第3四半期には6.9%へ減速しました。当期の世界の債券市場は、旺盛なリスク選好の流れから一転してリスク回避姿勢に転じた投資家の動きを追い風に、プラスのリターンを確保しました。多くの地域において、相対的に安全とされる国債が、高リスクの債務証券のパフォーマンスを上回りました。インフレ期待の変化もまた、世界の債券市場に影響を及ぼしました。世界経済成長の減速の兆候が認められる中、一部の商品相場は、当期中、最高値を付けた後下落に転じました。一例を見ても、期初におよそ1バレル84ドルだった原油価格は、2011年4月には1バレル113ドルまで上昇し高値を付けましたが、その後下落に転じ、2011年11月にはおよそ1バレル97ドルまで値下がりしました。当期全体のバークレイズ・キャピタルUS総合債券インデックスおよびバークレイズ・キャピタル・グローバル総合債券インデックスのリターンは、それぞれ5.74%、6.31%でした。新興国市場債券は、低金利の環境下で相対的に高い利回りを求める投資家からの資金流入などを背景に、何回かの調整局面をはさみつつ、前期末対比で上昇する展開となりました。JPモルガンEMBIグローバル・ディバースファイド・インデックスで測った同市場債券の当期リターンは、4.50%でした。

B. 運用実績の回顧

当期のゴールドマン・サックス・グローバル・エマージング・マーケット・デット・ローカル・ポートフォリオ（マスター・ファンド）において、アルゼンチンの外貨建て債券と現地通貨建て債券、ならびにブラジルの現地通貨建て債券の国別配分および銘柄選択などが主なプラス寄与となりました。また、ベネズエラの外貨建て債券への国別配分および銘柄選択も、プラス寄与となりました。一方で、インドネシアおよびメキシコの現地通貨建て債券の国別配分および銘柄選択のほか、社債や政府系機関債に対するポジショ

どがマイナス寄与となりました。通貨戦略面では、とりわけメキシコ・ペソをオーバーウエイトとし、ユーロをアンダーウエイトとしたことが、当期のパフォーマンスにマイナスの影響を及ぼしました。

第5期（2011年12月1日～2012年11月30日）

A. 市況の回顧

2012年11月30日終了年度の世界の経済成長は、まちまちな展開となりました。米国経済は、当期期初に順調な滑り出しとなりましたが、第1四半期と第2四半期に減速し、その後、第3四半期にはいくぶん好転したかのように思われました。振り返ってみますと、2011年第4四半期の米国GDP成長率は、4.1%でした。米商務省の発表によると、2012年第1四半期と第2四半期のGDP成長率は、それぞれ2.0%、1.3%となり、第3四半期には、3.1%を付けました。その他の大半の先進諸国における成長率の伸びは、米国ほどの力強さはなく、一部の国では再び景気後退に陥りました。10月に、IMFは「深刻な世界経済減速のリスクが警戒を要するほど高い」と発表しました。こうした状況を受けて、IMFの見通しでは、世界の成長率は、2011年の3.8%から2012年は3.3%に減速するとされています。地域別では、IMFは、ユーロ圏の2012年の成長率は0.4%縮小するとの見通しを示しています。一方で、新興国市場では依然先進国市場を上回る高い成長率が見込まれていますが、IMFは、新興国市場の成長率は2011年の6.2%から2012年は5.3%に減速するとの見通しを示しています。2012年11月30日終了年度の世界の債券市場は、プラスのリターンを確保しました。リスク回避機運の高まりと協調金融緩和を受けて、多くの国で長期国債の利回りが低下しました。加えて、世界経済全般が減速したことから、インフレは概ね抑制されていました。一例を見てみますと、期初におよそ1バレル100ドルだった原油価格は、2012年3月には1バレル107ドルまで上昇し高値を付けましたが、その後下落に転じ、2012年11月末にはおよそ1バレル89ドルまで値下がりしました。2012年11月30日終了年度のバークレイズ米国総合インデックスおよびバークレイズ・グローバル総合インデックスのリターンは、それぞれ5.29%、5.37%でした。低金利の環境下で相対的に高い利回りを求める投資家からの資金流入などを背景に、高リスクの債券が当期を通じて大変好調でした。JP モルガンGBI-EMグローバル・ディバーシファイド・インデックスで測った新興国市場債券の当期リターンは、12.61%でした。また、バークレイズ米国ハイ・イールド債2%の発行上限付きインデックスで測った米国ハイ・イールド債券市場の当期リターンは、16.99%でした。

B. 運用実績の回顧

当期のゴールドマン・サックス・グロース&エマージング・マーケッツ・デット・ローカル・ポートフォリオ（マスター・ファンド）において、ブラジルとメキシコの現地通貨建て債券の国別配分および銘柄選択が主なプラス寄与となりました。また、我々の積極的な通貨選択もパフォーマンスに貢献しましたが、中でもロシア・ルーブルとインド・ルピーの配分比率を高めたことがプラスに作用しました。コートジボワールとロシアの外貨建て債券への国別配分および銘柄選択も、プラス寄与となりました。最後に、社債や政府系機関債に対するポジションも、パフォーマンスのプラス要因となりました。一方で、ポーランドの現地通貨建て債券の国別配分および銘柄選択が、パフォーマンスの主なマイナス要因となりました。また、ハンガリー・フォリントとポーランド・ズロチに対する我々の積極的な通貨選択も、当期のパフォーマンスにマイナスの影響を及ぼしました。

第6期（2012年12月1日～2013年11月30日）

A. 市況の回顧

2013年11月30日終了年度のグローバルな経済成長は、強弱交錯の展開となりました。米国の経済成長は、「財政の崖」、連邦債務上限問題、一部政府機関の閉鎖や金利上昇などの複数の要因を一蹴する勢いで、国内経済が力強い底固さを呈し、堅調でした。GDP成長率は、2012年第4四半期が0.1%と低迷していましたが、米国商務省の発表では、2013年第1四半期および第2四半期がそれぞれ1.1%および2.5%、続く第3四半期はこれらを上回る4.1%に達しました。その他の多数の先進国のGDP成長率も回復しましたが、米国より低い水準に留まりました。IMFは、2013年10月の世界経済見通し（World Economic Outlook）で、「先進経済国は次第に勢いを増しているが、同時に、新興市場国の経済成長は減速している」と述べました。IMFによる地域別の経済見通しは、2013年のユーロ圏の経済成長率が-0.4%、2014年が1.0%と予想しています。また、IMFは、新興国市場の経済成長が先進国より高水準を維持すると見込んでいますが、格差の縮小を予想しています。IMFによる直近の予想では、新興国市場の2013年の経済成長率が、2012年の4.9%に対して4.5%とやや減速し、特に中国の2013年の経済成長は、2012年の7.7%に対し7.6%と予想しています。当期のグローバルな固定利付市場のパフォーマンスは低迷しました。当期期初段階では、世界各国の中央銀行による持続的な金融緩和政策と、低金利の環境下での投資家の高利回り志向を受けて好調でしたが、2013年5月から8月にかけて売られました。米国国債利回りは、米連邦準備制度理事会（FRB）が今年末に量的緩和プログラム

の縮小を開始すると観測を背景に上昇しましたが、FRB が市場予想に反して縮小開始を見送ったため、9月から10月にかけて反落しました。2013年11月30日終了年度のバークレイズ米国総合債券インデックスおよびバークレイズ・グローバル総合債券インデックスのリターンは、それぞれ-1.61%および0.51%でした。高リスクの固定利付き債券の当期のパフォーマンスは強弱交錯でした。バークレイズ米国ハイ・イールド社債インデックスで測った米国ハイ・イールド債市場のリターンが8.55%に上昇したのに対し、JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド・インデックスで測った新興国市場債券の当期リターンは-5.06%でした。*

*すべてのリターンは、米ドル・ベースで表示されています。

B. 運用実績の回顧

当期のゴールドマン・サックス・グロース&エマージング・マーケット・デット・ローカル・ポートフォリオ（マスター・ファンド）に主に貢献したのは、インドネシア、トルコおよびポーランドの各国債券の国別選択と銘柄選択でした。アクティブな通貨選択も、インドネシア・ルピアとブラジル・レアルのマスター・ファンドの組入れを中心に、運用実績を押し上げました。米国金利に対するマスター・ファンドのデュレーション（金利感応度）のエクスポージャーも、運用成果に貢献しました。一方、マレーシア・リンギットとインド・ルピーのアクティブな為替選択は不振でした。ブラジル中央銀行がインフレ抑制のために再び利上げサイクル入りしたため、ブラジル国内債券のオーバーウエイトが運用成果を下押ししました。それ以外の国では、米ドル建の非米国債券のエクスポージャーが、マスター・ファンドの運用実績の下げ要因となりました。

第7期（2013年12月1日～2014年11月30日）

A. 市況の回顧

当期のユーロ圏、日本と一部の発展途上国の経済指標は、米国の経済成長の回復とは対照的に、伸び悩みました。米国商務省が発表したGDP成長率は、2014年第1四半期が-2.1%と過去三年で初のマイナスに落ち込みましたが、第2四半期は+4.6%、第3四半期は+5.0%とプラスに転じ、第4四半期の成長見通しは+2.6%でした。一方、米国を除く多数の国々の経済成長は、強弱交錯でした。IMFは、2015年1月の世界経済見通し（World Economic Outlook）で、「原油価格の下落が、グローバルな成長への追い風になるだろう。ただし、先進国と新興国市場の大半で中期的な経済成長への期待が薄れたことに伴う投資の停滞等複数のネガティブな要因が、このような上昇を相殺するだろう。」と報告しました。地域別の見通しでは、2014年のユーロ圏の経済成長が2013年の-0.5%から0.8%に上昇し、2014年の日本の経済成長は、2013年の1.6%に対し0.1%拡大したと報告しました。その他の地域では、2014年の新興国市場全体の経済成長が減速し、2013年の4.7%に対して4.4%に留まったと述べました。当期のグローバル債券市場では、ボラティリティの上昇局面が散見されました。グローバルな経済成長への期待を背景に、期初に多くの国で利回りが上昇し、債券価格が下落しました（利回りと債券価格は逆方向に動きます。）。FRBは2013年12月に、月次の資産購入プログラムの縮小を開始することを発表しました。FRBは2014年10月に、資産購入を終了しましたが、米国長期国債の利回りは、当期を通じて急低下しました。グローバルな経済成長を巡る懸念、複数の地政学上の問題や米国以外の投資家の旺盛な需要が、その一因でした。インフレは、概ね減速基調のグローバルな経済成長と原油価格の急落を背景に、適度に抑制された水準を維持しました。2014年11月30日終了年度のバークレイズ米国総合債券インデックスおよびバークレイズ・グローバル総合債券インデックスのリターンは、それぞれ5.26%および0.68%でした。高リスクの固定利付き債券の当期のパフォーマンスは、強弱交錯でした。バークレイズ米国ハイ・イールド社債インデックスのリターンは、4.52%上昇し、JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド・インデックスのリターンは10.53%でした。*

*すべてのリターンは、米ドル・ベースで表示されています。

B. 運用実績の回顧

当期のゴールドマン・サックス・グロース&エマージング・マーケット・デット・ローカル・ポートフォリオ（マスター・ファンド）の運用成果に主に貢献したのは、メキシコ金利とブラジル金利のオーバーウエイトでした。アクティブな通貨選択では、マスター・ファンドが組み入れたロシア・ルーブルとブラジル・レアルのポジションを中心に、プラスの超過リターンとなりました。ベンチマークが組み入っていない米ドル建ての債券の投資配分も、運用成果に貢献しました。一方、韓国金利のショートと、ポーランド金利のアンダーウエイトが、マスター・ファンドのパフォーマンスを大幅に押し下げました。アクティブな通貨選択では、ポーランド・ズロチとインド・ルピーの銘柄選択がマスター・ファンドの運用成果にマイナス寄与となりました。また、マスター・ファンドの米国金利のデュレーションのポジションも、運用成果にマイナスの影響を及ぼしました。

第8期（2014年12月1日～2015年11月30日）

■1口当たり純資産価格の主な変動要因

上昇要因

エマージング債券市場（現地通貨ベース）のトータル・リターンがプラスであったことが1口当たり純資産価格の上昇要因となりました。

下落要因

エマージング通貨が対米ドルで下落したこと、分配金をお支払いしたことなどが1口当たり純資産価格の下落要因となりました。

■投資環境について

エマージング債券市場

当期中のエマージング債券市場（現地通貨ベース）は、上昇しました。期初は、原油価格の下落を受け軟調に推移しましたが、2015年1月に入るとECB（欧州中央銀行）による量的金融緩和策決定を受け、利回り追求の動きから同市場は堅調に推移する結果となりました。2月以降は、ギリシャ政府とECBの支援プログラムの延長を巡る交渉が難航したことや、米国の利上げ観測の再燃などが下落要因となった一方、原油在庫量の低下など供給懸念を背景とした原油価格の上昇やリスク資産の回復などといった上昇要因が交錯する展開となりました。10月以降期末にかけては、米国の利上げ先送り観測の高まりや欧州中央銀行による追加緩和への期待、市場予想を上回る中国のGDP成長率の発表や中国人民銀行（同国中央銀行）による利下げなどを背景に概ね上昇基調となり、期全体ではトータル・リターンはプラスとなりました。国別では、ナイジェリアやロシアなどが相対的に大きく上昇した一方で、トルコやコロンビアなどが下落しました。ナイジェリアについては、同国が政策金利の引き下げを行ったことなどを背景に上昇しました。トルコは、同国大統領の汚職問題や同国総選挙をめぐる不透明感などの政情不安に加え、高水準のインフレなどが嫌気されました。

エマージング通貨市場

当期中のエマージング通貨は、米ドルに対し下落する展開となりました。通貨別では、ブラジル・レアルやコロンビア・ペソなどが大きく下落した一方、フィリピン・ペソやタイ・バーツは相対的に良好なリターンとなりました。ブラジル・レアルについては、同国の財政収支悪化懸念や高インフレなどのファンダメンタルズの悪化に加え、景気低迷、政治情勢の混乱などが同通貨の下方圧力となりました。

フィリピン・ペソは、資源輸入国である同国が原油安の恩恵を享受していることや、底堅い内需を背景とした堅調な景気、強固な対外バランスシート、高い成長率など良好な経済情勢などが評価されました。

■ポートフォリオについて

ファンド

運用方針に従い、当期を通じてファンドの資産をマスター・ファンドに投資しました。

マスター・ファンド

期首においてはブラジルやタイ、ハンガリーの現地通貨建て債券のほか、トルコ・リラやインド・ルピー、ハンガリー・フォリントといった通貨などに対して相対的に強気のポジションを取った一方、韓国やマレーシアの現地通貨建て債券のほか、中国・人民元やブラジル・レアル、シンガポール・ドルといった通貨などに対して相対的に弱気のポジションを取りました。期末においてはブラジルやメキシコ、ポーランドの現地通貨建て債券のほか、メキシコ・ペソやロシア・ルーブル、ポーランド・ズロチといった通貨などに対して相対的に強気のポジションを取った一方、マレーシアやハンガリー、トルコの現地通貨建て債券のほか、中国・人民元や韓国・ウォン、台湾ドルといった通貨などに対して相対的に弱気のポジションを取りました。上記のような運用の結果、当期のパフォーマンス（米ドル・ベース）は、参考指標であるJPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ダイバーシファイド（米ドル・ベース）を下回る水準となりました。当期は、ナイジェリア、ロシアなどの現地通貨建て債券のポジションやブラジル・レアル、中国・人民元のポジションなどの通貨ポジションがプラス寄与となりました。一方、ブラジル、インドネシアなどの現地通貨建て債券のポジションや、メキシコ・ペソ、ポーランド・ズロチなどの通貨ポジションなどがマイナス寄与となりました。

第9期（2015年12月1日～2016年11月30日）

■1口当たり純資産価格の主な変動要因

上昇要因

エマージング債券市場（現地通貨ベース）のトータル・リターンがプラスであったことが1口当たり純資産価格の上昇要因となりました。

下落要因

エマージング通貨が対米ドルで下落したこと、分配金をお支払いしたことなどが1口当たり純資産価格の下落要因となりました。

■投資環境について

エマージング債券市場

当期中のエマージング債券市場（現地通貨ベース）は、上昇しました。期の序盤は、原油価格の上昇やECB（欧州中央銀行）の追加緩和期待、米利上げペース鈍化などを背景に投資家のリスク選好度が高まったことから、エマージング債券市場は上昇しました。期の中盤に、堅調な米国の経済指標やFOMC（米連邦公開市場委員会）議事録などを背景に米利上げ期待が上昇したほか、中国や欧州の軟調な経済指標などを受けて世界経済への懸念が高まったことなどから下落する局面もありましたが、英EU（欧州連合）離脱決定を受けて、先進国の追加緩和期待や米利上げ先送り観測が高まり、投資家心理が改善したことに加え、OPEC（石油輸出国機構）の減産合意期待などを背景に原油価格が上昇したことなどから、期の終盤にかけて概ね上昇基調で推移しました。期末に、米大統領選で保護主義的政策を掲げるトランプ氏が勝利し、新興国経済への影響が懸念されたことなどから下落しましたが、期全体では上昇する結果となりました。国別では、ブラジルやロシアなどが相対的に大きく上昇した一方で、フィリピンやポーランドなどが相対的に下落しました。ブラジルについては、ルセフ氏の大統領罷免観測を背景とした構造改革期待や現政権による財政改革の進展などがプラス材料となりました。フィリピンは、同国大統領が米国と距離を置くと発言したことなどを受けて、経済的依存度の高い米国との関係悪化懸念などがマイナス材料となりました。

エマージング通貨市場

当期中のエマージング通貨は、米ドルに対し概ね下落する展開となりました。通貨別では、メキシコ・ペソやトルコ・リラなどが相対的に軟調となった一方、ブラジル・レアルやチリ・ペソなどが相対的に良好なリターンとなりました。メキシコ・ペソについては、保護主義的政策を掲げるトランプ氏の米大統領選勝利を受け、同国経済への影響が懸念されたことなどがマイナス材料となりました。ブラジル・レアルは、政治情勢の改善や財政改革の進展などがプラス材料となりました。

■ポートフォリオについて

ファンド

運用方針に従い、当期を通じてファンドの資産をマスター・ファンドに投資しました。

マスター・ファンド

期首においてはブラジルやメキシコ、ポーランドの現地通貨建て債券のほか、メキシコ・ペソやロシア・ルーブル、ポーランド・ズロチといった通貨などに対して相対的に強気のポジションを取った一方、マレーシアやハンガリー、トルコの現地通貨建て債券のほか、中国・人民元や韓国・ウォン、台湾ドルといった通貨などに対して相対的に弱気のポジションを取りました。期末においてはブラジルやポーランド、タイの現地通貨建て債券のほか、ポーランド・ズロチやメキシコ・ペソ、ブラジル・レアルといった通貨などに対して相対的に強気のポジションを取った一方、マレーシアやトルコ、ルーマニアの現地通貨建て債券のほか、韓国・ウォンや台湾ドル、ルーマニア・レイといった通貨などに対して相対的に弱気のポジションを取りました。上記のような運用の結果、当期のパフォーマンス（米ドル・ベース）は、参考指標であるJPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケッツ・グローバル・ダイバーシファイド・インデックスを下回る水準となりました。当期は、ブラジル、トルコなどの現地通貨建て債券のポジションやブラジル・レアル、ハンガリー・フォリントなどの通貨ポジションがプラス寄与となりました。一方、メキシコ、ハンガリーなどの現地通貨建て債券のポジションや、メキシコ・ペソ、マレーシア・リングgitなどの通貨ポジションなどがマイナス寄与となりました。

第10期（2016年12月1日～2017年11月30日）

■1口当たり純資産価格の主な変動要因

上昇要因

エマージング債券市場（現地通貨ベース）のトータル・リターンがプラスであったことが1口当たり純資産価格の上昇要因となりました。

下落要因

先進国中央銀行の金融緩和後退観測や分配金をお支払いしたことなどが1口当たり純資産価格の下落要因となりました。

■投資環境について

エマージング債券市場

当期中のエマージング債券市場（現地通貨ベース）は、上昇しました。米政権の政策の実行力に対する期待が後退したほか、3月のFOMCで利上げペースの加速が示されなかったこと、欧州の政治リスクの低下などを背景に投資家心理が改善したことなどから期央にかけて上昇基調で推移しました。期の後半は、先進国中央銀行の金融緩和後退観測が高まったこと、次期FRB議長にタカ派的な人物が任命されるとの報道や中東情勢を巡る地政学的懸念などから下落する局面も見られたものの、次期FRB議長の発表などを受けて現行の緩やかな米利上げペースが継続するとの観測が高まったほか、米税制改革の進展などを背景に投資家心理が改善したことなどから上昇し、期全体でも上昇する結果となりました。国別では、ブラジルやアルゼンチンなどが相対的に大きく上昇した一方で、チェコ共和国やルーマニアなどが相対的に下落しました。ブラジルについては、同国中央銀行が利下げを決定したことなどがプラス材料となりました。チェコ共和国は、インフレが加速したことに加え、同国中央銀行が利上げを決定したことなどがマイナス材料となりました。

エマージング通貨市場

当期中のエマージング通貨は、円や米ドルに対して上昇する一方、ユーロに対し下落する展開となりました。通貨別では、トルコ・リラやアルゼンチン・ペソなどが相対的に軟調となった一方、チェコ・コルナやポーランド・ズロチなどが相対的に良好なリターンとなりました。トルコ・リラについては、イラクのクルド人自治区で独立の是非を問う住民投票が実施されたことを受けて地政学リスクが意識されたことや、米国や欧州との関係悪化懸念などがマイナス材料となりました。チェコ・コルナは、同国中央銀行が政策金利の引き上げを決定したことなどがプラス材料となりました。

■ポートフォリオについて

ファンド

運用方針に従い、当期を通じてファンドの資産をマスター・ファンドに投資しました。

マスター・ファンド

期首においてはブラジルやポーランド、タイの現地通貨建て債券のほか、ポーランド・ズロチやメキシコ・ペソ、ブラジル・レアルといった通貨などに対して相対的に強気のポジションを取った一方、マレーシアやトルコ、ルーマニアの現地通貨建て債券のほか、韓国ウォンや台湾ドル、ルーマニア・レイといった通貨などに対して相対的に弱気のポジションを取りました。期末においては南アフリカやメキシコ、ロシアの現地通貨建て債券のほか、ポーランド・ズロチやインドネシア・ルピア、アルゼンチン・ペソといった通貨などに対して相対的に強気のポジションを取った一方、チェコ共和国やポーランド、マレーシアの現地通貨建て債券のほか、台湾ドルや香港ドル、ルーマニア・レイといった通貨などに対して相対的に弱気のポジションを取りました。上記のような運用の結果、当期のパフォーマンス（米ドル・ベース）は、参考指標であるJPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ダイバースファイド・インデックスを上回る水準となりました。当期は、アルゼンチン、チェコ共和国などの現地通貨建て債券のポジションやポーランド・ズロチ、チェコ・コルナなどの通貨ポジションがプラス寄与となりました。一方、マレーシア、コロンビアなどの現地通貨建て債券のポジションや、台湾ドル、韓国ウォンなどの通貨ポジションなどがマイナス寄与となりました。

第11期（2017年12月1日～2018年11月30日）

■1口当たり純資産価格の主な変動要因

上昇要因

エマージング債券市場（現地通貨ベース）のトータル・リターンがプラスであったことなどが1口当たり純資産価格の上昇要因となりました。

下落要因

エマージング通貨市場が米ドルに対して概ね下落したことや、分配金をお支払いしたことなどが1口当たり純資産価格の下落要因となりました。

■投資環境について

エマージング債券市場

当期中のエマージング債券市場（現地通貨ベース）は、上昇しました。期の序盤は、米税制改革法案の成立、資源価格の上昇や欧米の株式市場が堅調だったことなどを背景に投資家のリスク選好度が高まったこと、シリア情勢などを巡る地政学リスクや米中貿易摩擦への懸念後退などが好感され、概ね上昇基調で推移しました。期の中盤は、米金利上昇などを嫌気したエマージング資産からの資金流出が重石となったほか、欧州の政治的不透明感の高まり、2018年6月のFOMCにおける政策金利の引き上げ決定および利上げ見通しの上方修正や、米中の貿易政策を巡る対立の激化などを背景に投資家のリスク回避姿勢が強まり、下落しました。期の終盤は、トルコを巡る懸念が緩和したことなどを背景にエマージング諸国情勢に対する投資家心理が改善したことや、米中貿易摩擦の緩和期待が高まったことなどから上昇基調で推移し、期全体でも上昇する結果となりました。国別では、南アフリカやブラジルなどが相対的に大きく上昇した一方で、アルゼンチンやフィリピンなどが相対的に下落しました。南アフリカについては、与党党首選挙におけるラマポーザ氏の勝利を受けて同国の政治経済が改善するとの期待が高まったことなどがプラス材料となりました。アルゼンチンについては、同国がIMFによる支援の前倒しを要請したとの報道を受け、同国の経済や債務返済能力への懸念が高まったことなどがマイナス材料となりました。

エマージング通貨市場

当期中のエマージング通貨は、米ドルに対して概ね下落する結果となりました。通貨別では、アルゼンチン・ペソや新トルコ・リラなどが大幅に下落した一方、タイ・バーツや南アフリカ・ランドなどが相対的には堅調なリターンとなりました。アルゼンチン・ペソについては、同国中央銀行が通貨防衛のため利上げを実施したものの、格付け会社フィッチが同国の格付け見通しを引き下げたことに加え、米金利が上昇するなか高水準のインフレおよび対外債務を抱える同国は特に売られる展開となりました。タイ・バーツは、4-6月期のGDPが市場予想を上回ったことなどがプラス材料となりました。

■ポートフォリオについて

ファンド

運用方針に従い、当期を通じてファンドの資産をマスター・ファンドに投資しました。

マスター・ファンド

期首においては南アフリカやメキシコ、ロシアの現地通貨建て債券のほか、ポーランド・ズロチやインドネシア・ルピア、アルゼンチン・ペソといった通貨などに対して相対的に強気のポジションを取った一方、チェコやポーランド、マレーシアの現地通貨建て債券のほか、台湾ドルや香港ドル、ルーマニア・レイといった通貨などに対して相対的に弱気のポジションを取りました。期末においてはインドネシアやブラジルの現地通貨建て債券のほか、ハンガリー・フォリントやポーランド・ズロチといった通貨などに対して相対的に強気のポジションを取った一方、ポーランドやチェコの現地通貨建て債券のほか、中国・人民元やルーマニア・レイといった通貨などに対して相対的に弱気のポジションを取りました。上記のような運用の結果、当期の投資先ファンドのパフォーマンス（米ドル・ベース）は、参考指標であるJPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケッツ・グローバル・ダイバーシファイド・インデックス（米ドル・ベース）を下回る水準となりました。当期は、南アフリカやアルゼンチンなどの現地通貨建て債券のポジションや、中国・人民元やチリ・ペソなどの通貨ポジションがプラス寄与となりました。一方、ポーランドやインドネシアなどの現地通貨建て債券のポジションや、アルゼンチン・ペソやメキシコ・ペソなどの通貨ポジションなどがマイナス寄与となりました。

第12期（2018年12月1日～2019年11月30日）

■1口当たり純資産価格の主な変動要因

上昇要因

エマージング債券市場（現地通貨ベース）のトータル・リターンがプラスであったことが1口当たり純資産価格の上昇要因となりました。

下落要因

エマージング通貨市場が米ドルに対して概ね下落したことや、分配金をお支払いしたことなどが1口当たり純資産価格の下落要因となりました。

■投資環境について

エマージング債券市場

当期中のエマージング債券市場（現地通貨ベース）は、上昇しました。期の序盤は、米中首脳会談での対中追加関税先送りの合意、FRBがハト派（景気重視）的な姿勢を示したことなどを背景に投資家のリスク選好度が高まったことなどから上昇しました。期中の中盤は、米中貿易摩擦が激化したことなどが重石となったものの、その後は欧米の金融当局者のハト派寄りの発言などが好感されたほか、6月末の米中首脳会談などを背景に米中通商協議に対し楽観的な見方が強まったことなどから概ね上昇基調で推移し、期全体でも上昇する結果となりました。国別では、トルコやメキシコなどが相対的に大きく上昇した一方で、ルーマニアやチェコなどが相対的に下落しました。トルコについては、G20（20カ国・地域）首脳会議での同国大統領と米大統領の会談を受けて米国からの制裁回避観測が高まったこと、2019年8月の消費者物価指数が市場予想を下回ったことなどがプラス材料となりました。ルーマニアについては、銀行やエネルギーに対する新税制などを巡る懸念などが重石となりました。

エマージング通貨市場

当期中のエマージング通貨は、米ドルに対して概ね下落する結果となりました。

通貨別では、メキシコ・ペソやタイ・バーツなどが上昇した一方、チリ・ペソやウルグアイ・ペソなどが相対的に軟調なリターンとなりました。メキシコ・ペソについては、2018年12月に同国中央銀行が利上げを決定したほか、2019年度予算案で新政権の財政規律を重視する姿勢が示されたこと、米中通商協議の進展期待などが好感されました。チリ・ペソについては、地下鉄の運賃値上げを受けて大規模なデモが発生し、同国の情勢に対する懸念が強まったことなどが嫌気されました。

■ポートフォリオについて

ファンド

運用方針に従い、当期を通じてファンドの資産をマスター・ファンドに投資しました。

マスター・ファンド

期初においてはインドネシアやブラジルの現地通貨建て債券のほか、ハンガリー・フォリントやポーランド・ズロチといった通貨などに対して相対的に強気のポジションを取った一方、ポーランドやチェコの現地通貨建て債券のほか、中国・人民元やルーマニア・レイといった通貨などに対して相対的に弱気のポジションを取りました。期末においてはタイやハンガリーの現地通貨建て債券のほか、ロシア・ルーブルやチェコ・コルナといった通貨などに対して相対的に強気のポジションを取った一方、ポーランドやチェコの現地通貨建て債券のほか、中国・人民元や台湾ドルといった通貨などに対して相対的に弱気のポジションを取りました。上記のような運用の結果、当期の投資先ファンドのパフォーマンス（米ドル・ベース）は、参考指標であるJPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ダイバーシファイド・インデックス（米ドル・ベース）を上回る水準となりました。当期は、タイやブラジルなどの現地通貨建て債券のポジションや、エジプト・ポンドなどの通貨ポジションがプラス寄与となりました。一方、ポーランドやチェコなどの現地通貨建て債券のポジションや、ブラジル・レアルやポーランド・ズロチ、韓国ウォンなどの通貨ポジションなどがマイナス寄与となりました。

第13期（2019年12月1日～2020年11月30日）

■1口当たり純資産価格の主な変動要因

上昇要因

エマージング債券市場（現地通貨ベース）のトータル・リターンがプラスであったことが1口当たり純資産価格の上昇要因となりました。

下落要因

分配金をお支払いしたことなどが1口当たり純資産価格の下落要因となりました。

■投資環境について

エマージング債券市場

当期中のエマージング債券市場（現地通貨ベース）は、上昇しました。期の序盤は、中国の金融緩和策の発表、米国とイランとの対立が一時的に緩和したことが好感されたほか、FOMCがハト派的と市場で受け止められたことなどを背景に、堅調に推移する局面もみられました。しかしながら、新型コロナウイルスの世界的大流行などを背景に、投資家のリスク回避姿勢が強まったことなどから急落しました。期中の中盤以降は、FRBの支援策に加え、新型コロナウイルスのワクチン開発や経済活動再開に対する期待が高まったこと、EU首脳復興基金合意などを背景に、投資家心理が改善したことなどから上昇基調で推移し、期を通してても上昇する結果となりました。国別では、ウルグアイやメキシコなどが相対的に大きく上昇した一方で、中国やハンガリーなどが相対的に下落しました。ウルグアイは、2020年7月の消費者物価指数が前月から低下したほか、6月の鉱工業生産指数が改善したことなどがプラス材料となりました。中国は、新型コロナウイルスの感染拡大や香港を巡る米国との対立激化などが嫌気されました。

エマージング通貨市場

当期中のエマージング通貨は、対米ドルでは通貨毎にまちまち、対ユーロや対円では概ね下落する展開となりました。通貨別では、中国・人民元やルーマニア・レイなどが対米ドルで上昇した一方、ブラジル・レアルやトルコ・リラなどが相対的に軟調となりました。中国・人民元は、米中貿易交渉が第一段階の合意に至ったことや米大統領選でバイデン氏が優勢との観測が高まったことなどが好感されました。ブラジル・レアルは、中央銀行が政策金利の引下げを決定したこと、経済省幹部の相次ぐ辞任などがマイナス材料となりました。

■ポートフォリオについて

ファンド

運用方針に従い、当期を通じてファンドの資産をマスター・ファンドに投資しました。

マスター・ファンド

期首においてはタイやハンガリーの現地通貨建て債券のほか、ロシア・ルーブルやチェコ・コルナといった通貨などに対して相対的に強気のポジションを取った一方、ポーランドやチェコの現地通貨建て債券のほか、中国・人民元や台湾ドルといった通貨などに対して相対的に弱気のポジションを取りました。期末においてはイスラエルやペルー、メキシコの現地通貨建て債券のほか、メキシコ・ペソやインドネシア・ルピアといった通貨などに対して相対的に強気のポジションを取った一方、ハンガリーの現地通貨建て債券のほか、イスラエル・新シェケルやルーマニア・レイといった通貨などに対して相対的に弱気のポジションを取りました。上記のような運用の結果、当期のパフォーマンス（米ドル・ベース）は、参考指標であるJPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ダイバーシファイド・インデックス（米ドル・ベース）を上回る水準となりました。当期は、メキシコや南アフリカなどの現地通貨建て債券のポジションや、イスラエル・新シェケルやトルコ・リラなどの通貨ポジションがプラス寄与となりました。一方、ポーランドやコロンビアなどの現地通貨建て債券のポジションや、チェコ・コルナやウクライナ・フリヴニャなどの通貨ポジションなどがマイナス寄与となりました。

第14期（2020年12月1日～2021年11月30日）

■1口当たり純資産価格の主な変動要因

上昇要因

保有しているエマージング債券からのクーポン収入などが1口当たり純資産価格の上昇要因となりました。

下落要因

エマージング通貨市場が米ドルに対して概ね下落したことや、エマージング債券市場（現地通貨ベース）のトータル・リターンがマイナスであったこと、分配金をお支払いしたことなどが1口当たり純資産価格の下落要因となりました。

■投資環境について

エマージング債券市場

当期中のエマージング債券市場（現地通貨ベース）は、下落しました。期の序盤は、新型コロナウイルスのワクチンや米国経済対策を巡る楽観的な見方などを背景に期初に上昇する場面があったものの、その後は米金利の上昇に加え、新型コロナウイルスワクチンの供給の遅れなどが嫌気され下落しました。期の中盤に入ると、米国の株高や良好な中国の1-3月期GDP、FRBによる量的緩和の早期縮小懸念が後退したことなどが好感され、上昇基調に転じました。しかし期の終盤には、中国の不動産セクターを巡る懸念に加え、米国のインフレ高進懸念や9月のFOMCなどを背景とした米金利上昇などが重石となり、期を通してみても下落する結果となりました。国別では、南アフリカやドミニカ共和国などが相対的に大きく上昇した一方で、チリやペルーなどが相対的に下落しました。南アフリカについては、10-12月期のGDPが市場予想を上回ったことなどが好感されました。チリについては、年金引き出し法を巡る懸念などが嫌気されました。

エマージング通貨市場

当期中のエマージング通貨は、対米ドルでは概ね下落した一方、対円では概ね上昇しました。対ユーロではまちまちの展開となりました。通貨別では、中国・人民元やドミニカ・ペソなどが上昇した一方、トルコ・リラやペルー・ソルなどが相対的に軟調となりました。中国・人民元については、金融当局による人民元高を容認するべきとの報道や、米中首脳会談を背景とした米中関係の改善期待などがプラス材料となりました。トルコ・リラについては、市場の信任が厚かった中央銀行総裁が解任されたこと、中央銀行が政策金利の引き下げを決定したことなどがマイナス材料となりました。

■ポートフォリオについて

ファンド

運用方針に従い、当期を通じてファンドの資産をマスター・ファンドに投資しました。

マスター・ファンド

期首においてはイスラエルやペルー、メキシコの現地通貨建て債券のほか、メキシコ・ペソやインドネシア・ルピアといった通貨などに対して相対的に強気のポジションを取った一方、ハンガリーの現地通貨建て債券のほか、イスラエル・新シェケルやルーマニア・レイといった通貨などに対して相対的に弱気のポジションを取りました。期末においてはタイや中国の現地通貨建て債券のほか、チェコ・コルナや中国・人民元といった通貨などに対して相対的に強気のポジションを取った一方、チェコやハンガリーの現地通貨建て債券のほか、トルコ・リラやメキシコ・ペソといった通貨などに対して相対的に弱気のポジションを取りました。上記のような運用の結果、当期のパフォーマンス（米ドル・ベース）は、参考指標であるJPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ダイバーシファイド・インデックス（米ドル・ベース）を上回る水準となりました。当期は、ハンガリーやチェコなどの現地通貨建て債券のポジションや、エジプト・ポンドやブラジル・レアルなどの通貨ポジションがプラス寄与となりました。一方、ロシアやポーランドなどの現地通貨建て債券のポジション、ハンガリー・フォリントやトルコ・リラなどの通貨ポジションなどがマイナス寄与となりました。

第15期（2021年12月1日～2022年11月30日）

■1口当たり純資産価格の主な変動要因

上昇要因

保有しているエマージング債券からのクーポン収入などが1口当たり純資産価格の上昇要因となりました。

下落要因

エマージング通貨市場が米ドルに対して概ね下落したことや、エマージング債券市場（現地通貨ベース）のトータル・リターンがマイナスであったこと、分配金をお支払いしたことなどが1口当たり純資産価格の下落要因となりました。

■投資環境について

エマージング債券市場

当期中のエマージング債券市場（現地通貨ベース）は、下落しました。期の序盤は、米金融政策の正常化観測が強まったほか、ウクライナ情勢の緊迫化などを背景に投資家のリスク回避姿勢が強まったことなどが重石となり、下落しました。期の中盤は一進一退の展開となり、米国の景気減速懸念が強まったことなどが嫌気された局面では軟調に推移した一方、中国当局が利下げを決定したほか、景気支援策を発表したことなどが好感され、上昇する局面も見られました。期の終盤は、FRBの大幅利上げやタカ派的な姿勢、英新政権の財政政策を受けた英金利の急上昇などを背景に投資家のリスク選好度が低下したことなどから下落する局面もあったものの、期末にかけて米利上げの減速期待や中国のゼロコロナ政策の緩和観測などを背景に上昇しました。しかし期を通してみると、下落する結果となりました。国別では、ブラジルやトルコなどが相対的に大きく上昇した一方で、ハンガリーやフィリピンなどが相対的に下落しました。ブラジルについては、中国の景気支援策などが好感されたほか、4-6月期のGDPが予想を上回ったこと、10月の大統領選の支持率でリードしていた左派候補に対して、市場の信認が厚いメイレス元財務相が支持を表明したほか、同候補が決選投票を前に中道寄りにシフトし、市場寄りの政策を優先する可能性が意識されたことなどが下支えとなりました。一方、ハンガリーについては、インフレが上昇基調にあったほか、中央銀行が利上げを継続していたこと、EUが同国における汚職を巡る懸念から補助金交付を一時停止したことなどが重石となりました。

エマージング通貨市場

当期中のエマージング通貨は、対米ドルでは概ね下落した一方、対円では概ね上昇しました。対ユーロではまちまちの展開となりました。通貨別では、メキシコ・ペソやウルグアイ・ペソなどが上昇した一方、エジプト・ポンドやトルコ・リラなどが相対的に軟調となりました。メキシコ・ペソについては、同国中央銀行が利上げを継続していたことなどがプラス材料となりました。一方、エジプト・ポンドについては、同国中央銀行がより柔軟な変動相場制に移行すると発表したことを受け、下落しました。

■ポートフォリオについて

ファンド

運用方針に従い、当期を通じてファンドの資産をマスター・ファンドに投資しました。

マスター・ファンド

期首においてはタイや中国の現地通貨建て債券のほか、チェコ・コルナや中国・人民元などの通貨に対して相対的に強気のポジションを取った一方、チェコやハンガリーの現地通貨建て債券のほか、トルコ・リラやメキシコ・ペソなどの通貨に対して相対的に弱気のポジションを取りました。期末においては中国やメキシコの現地通貨建て債券のほか、南アフリカ・ランドやポーランド・ズロチなどの通貨に対して相対的に強気のポジションを取った一方、香港やイスラエルの現地通貨建て債券のほか、トルコ・リラやブラジル・レアルなどの通貨に対して相対的に弱気のポジションを取りました。上記のような運用の結果、当期のパフォーマンス（米ドル・ベース）は、参考指標であるJPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ダイバーシファイド（トータル・リターン・グロス）（米ドル・ベース）を上回る水準となりました。当期は、メキシコやエジプトなどの現地通貨建て債券のポジションがプラス寄与となりました。一方、イスラエルや中国などの現地通貨建て債券のポジション、韓国ウォンなどの通貨のポジションなどがマイナス寄与となりました。

第16期（2022年12月1日～2023年11月30日）

■1口当たり純資産価格の主な変動要因

上昇要因

エマージング債券市場（現地通貨ベース）のトータル・リターンがプラスであったこと、エマージング通貨市場が米ドルに対して概ね上昇したことや、保有しているエマージング債券からのクーポン収入などが1口当たり純資産価格の上昇要因となりました。

下落要因

コロンビアやマレーシアなどの現地通貨建て債券のポジションや中国人民元などの通貨のポジション、分配金をお支払いしたことなどが1口当たり純資産価格の下落要因となりました。

■投資環境について

エマージング債券市場

当期中のエマージング債券市場（現地通貨ベース）は、上昇しました。期の序盤は、米国の賃金上昇率やインフレが鈍化したことなどを背景に利上げ減速観測が強まった局面で堅調に推移したほか、欧米の金融システムに対する懸念が後退したことなどから上昇しました。期中中盤は、米利上げサイクルの終了が意識されたほか、米債務上限問題を巡る懸念の後退、中国当局の景気支援姿勢などが好感され、上昇しました。期の終盤に入ると、中国の経済や不動産を巡る懸念に加え、米国における高金利の長期化観測などを受け下落に転じたものの、期末にかけては米利上げ終了観測などを背景に投資家のリスク選好度が高まったことなどから再び上昇し、期を通して上昇する結果となりました。国別では、コロンビアやブラジルなどが相対的に大きく上昇した一方で、トルコやタイなどが相対的に下落しました。コロンビアについては、デイスインフレの進展などが好感されました。一方、トルコについては、5月の大統領選挙に向けて市場寄りの政策を掲げている野党連合が分裂の危機に陥ったことや高インフレが継続していること、中銀が政策金利を引き上げたものの、利上げ幅が市場予想を下回ったことなどが嫌気されました。

エマージング通貨市場

当期中のエマージング通貨は、対米ドルや対円では概ね上昇し、対ユーロではまちまちの展開となりました。通貨別では、コロンビア・ペソやハンガリー・フォリントなどが上昇した一方、トルコ・リラやエジプト・ポンドなどが相対的に軟調となりました。コロンビア・ペソについては、ペトロ政権の政治スキャンダルを受けて、同政権が進める改革が成立する可能性が低下したと受け止められたことなどが好感されました。一方、トルコ・リラについては、大統領選の決選投票で現大統領が再選したことなどが嫌気されました。

■ポートフォリオについて

ファンド

運用方針に従い、当期を通じてファンドの資産をマスター・ファンドに投資しました。

マスター・ファンド

期首においては中国やメキシコの現地通貨建て債券のほか、南アフリカ・ランドやポーランド・ズロチなどの通貨に対して相対的に強気のポジションを取った一方、香港やイスラエルの現地通貨建て債券のほか、トルコ・リラやブラジル・レアルなどの通貨に対して相対的に弱気のポジションを取りました。期末においてはチェコや中国の現地通貨建て債券のほか、シンガポール・ドルやポーランド・ズロチなどの通貨に対して相対的に強気のポジションを取った一方、メキシコやコロンビアの現地通貨建て債券のほか、中国人民元や南アフリカ・ランドなどの通貨に対して相対的に弱気のポジションを取りました。上記のような運用の結果、当期のパフォーマンス（米ドル・ベース）は、参考指標であるJPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ダイバーシファイド（トータル・リターン・グロス）（米ドル・ベース）を下回る水準となりました。当期は、中国やエジプトなどの現地通貨建て債券のポジション、ブラジル・レアルなどの通貨のポジションがプラス寄与となりました。一方、コロンビアやマレーシアなどの現地通貨建て債券のポジション、中国人民元などの通貨のポジションなどがマイナス寄与となりました。

第17期（2023年12月1日～2024年11月30日）

■1口当たり純資産価格の主な変動要因

上昇要因

エマージング債券市場（現地通貨ベース）のトータル・リターンがプラスであったこと、保有しているエマージング債券からのクーポン収入などが1口当たり純資産価格の上昇要因となりました。

下落要因

コロンビアやインドネシアなどの現地通貨建て債券のポジション、シンガポール・ドルなどの通貨のポジション、分配金をお支払いしたことなどが1口当たり純資産価格の下落要因となりました。

■投資環境について

エマージング債券市場

当期中のエマージング債券市場（現地通貨ベース）は、上昇しました。期の序盤は、FOMCがハト派的だったほか、中国当局による預金準備率の引き下げや株価下支え策などが好感され、おおむね上昇基調で推移し

ました。期中の中間以降は、中東情勢の緊迫化や米利下げ観測の後退などが重しとなる局面もあったものの、FRBによる大幅利下げや中国当局による景気支援策などが好感されて上昇し、期を通して上昇する結果となりました。国別では、トルコや南アフリカなどが相対的に大きく上昇した一方で、ブラジルやルーマニアなどが相対的に下落しました。トルコについては、中銀がタカ派寄りの姿勢を示したほか、政府が財政緊縮策を発表したことなどがプラス材料となりました。一方、ブラジルについては、財政懸念があるなか、大統領が歳出削減に消極的な姿勢を示したことなどが嫌気されました。

エマージング通貨市場

当期中のエマージング通貨は、対米ドルや対円では概ね下落し、対ユーロではまちまちの展開となりました。通貨別では、南アフリカ・ランドやマレーシア・リンギットなどが上昇した一方、ブラジル・レアルやトルコ・リラなどが相対的に軟調となりました。南アフリカ・ランドについては、5月の総選挙で過半数割れとなった与党が、市場寄りとされる野党との連立で合意したことなどが支援材料となりました。一方、ブラジル・レアルについては、政府が財政収支目標を引き下げ、財政の黒字化を先送りしたことや、同国南部にある主要穀物生産地で発生した洪水による被害などが嫌気されました。

■ポートフォリオについて

ファンド

運用方針に従い、当期を通じてファンドの資産をマスター・ファンドに投資しました。

マスター・ファンド

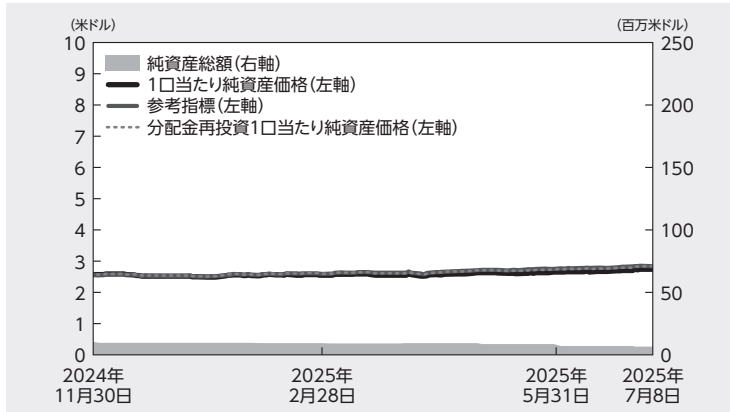
期首においてはチェコや中国の現地通貨建て債券のほか、シンガポール・ドルやポーランド・ズロチなどの通貨に対して相対的に強気のポジションを取った一方、メキシコやコロンビアの現地通貨建て債券のほか、中国人民元や南アフリカ・ランドなどの通貨に対して相対的に弱気のポジションを取りました。期末においては、南アフリカやチェコの現地通貨建て債券のほか、インドネシア・ルピアなどの通貨に対して相対的に強気のポジションを取った一方、インドやチリの現地通貨建て債券のほか、中国人民元やメキシコ・ペソ、韓国ウォンなどの通貨に対して相対的に弱気のポジションを取りました。上記のような運用の結果、当期のパフォーマンス（米ドル・ベース）は、参考指標であるJPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ダイバーシファイド（トータル・リターン・グロス（米ドル・ベース））を上回る水準となりました。当期は、南アフリカやハンガリーなどの現地通貨建て債券のポジション、ポーランド・ズロチなどの通貨のポジションがプラス寄与となりました。一方、コロンビアやインドネシアなどの現地通貨建て債券のポジション、シンガポール・ドルなどの通貨のポジションなどがマイナス寄与となりました。

Ⅱ. 当期の運用の経過等

(1) 当期の運用の経過

■当期の1口当たり純資産価格等の推移について

■ 普通(米ドル建て・毎月分配型)クラス受益証券



第17期末の1口当たり純資産価格
2.57米ドル
第18期末の1口当たり純資産価格
2.74米ドル(分配金額: 0.09米ドル)
騰落率
10.42%

(注1) 騰落率は、税引前の分配金を分配時に再投資したものとみなして計算しています。以下同じです。

(注2) 1口当たり分配金額は、税引前の分配金額を記載しています。以下同じです。

(注3) 分配金再投資1口当たり純資産価格は、税引前の分配金を分配時にファンドへ再投資したとみなして算出したもので、ファンド運用の実質的なパフォーマンスを示すものです。以下同じです。

(注4) ファンドの参考指標は、J Pモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ダイバーシファイド(トータル・リターン・グロス)です。

(注5) 分配金再投資1口当たり純資産価格および参考指標は、第17期末の1口当たり純資産価格を起点として計算しています。

(注6) ファンドの購入価額により課税条件は異なりますので、お客様の損益の状況を示すものではありません。

■1口当たり純資産価格の主な変動要因

上昇要因

エマージング債券市場(現地通貨ベース)のトータル・リターンがプラスであったこと、保有しているエマージング債券からのクーポン収入などが1口当たり純資産価格の上昇要因となりました。

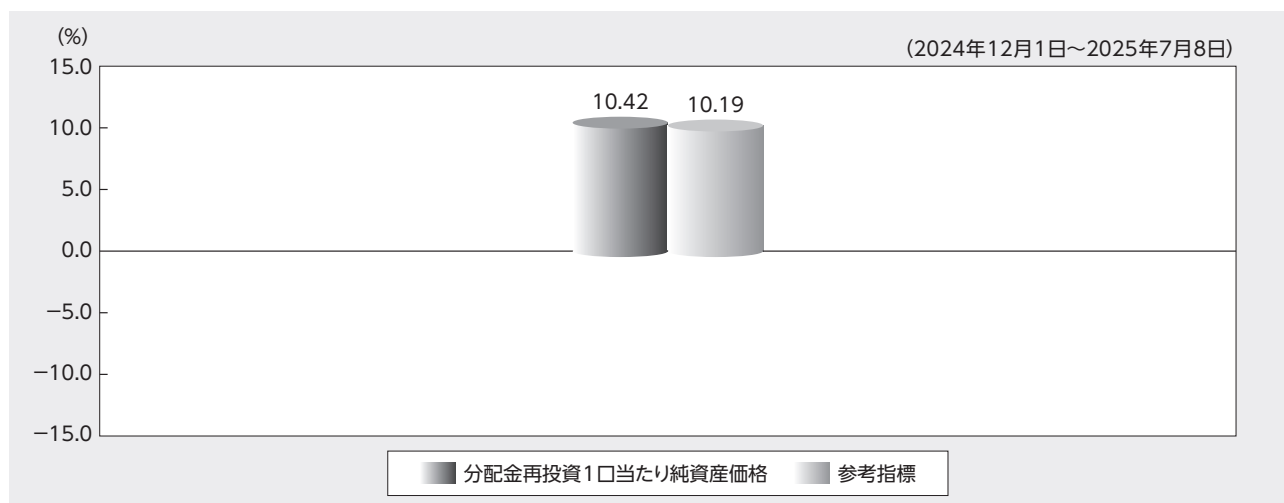
下落要因

タイなどの現地通貨建て債券のポジション、分配金をお支払いしたことなどが1口当たり純資産価格の下落要因となりました。

■ベンチマークとの差異について

ファンドは運用の目標となるベンチマークを設けておりません。以下のグラフは、ファンドの分配金再投資1口当たり純資産価格と参考指標の騰落率の対比です。

分配金再投資1口当たり純資産価格と参考指標の対比



(注) ファンドの参考指標は、J P モルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ダイバーシファイド (トータル・リターン・グロス) です。

■分配金について

■ 普通(米ドル建て・毎月分配型)クラス受益証券

当期(2024年12月1日～2025年7月8日)の1口当たり分配金(税引前)は下表のとおりです。なお、下表の「分配金を含む1口当たり純資産価格の変動額」は、当該分配日における1口当たり分配金額と比較する目的で、便宜上算出しているものです。

分配日	1口当たり純資産価格 (米ドル)	1口当たり分配金額(米ドル) (対1口当たり純資産価格比率 ^(注1))	分配金を含む1口当たり 純資産価格の変動額 ^(注2) (米ドル)
2024/12/16	2.56	0.015 (0.58%)	0.015
2025/1/15	2.49	0.015 (0.60%)	-0.055
2025/2/18	2.55	0.015 (0.58%)	0.075
2025/3/17	2.59	0.015 (0.58%)	0.055
2025/4/15	2.56	0.015 (0.58%)	-0.015
2025/5/15	2.60	0.015 (0.57%)	0.055

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

対1口当たり純資産価格比率(%) = $100 \times a / b$

a = 当該分配日における1口当たり分配金額

b = 当該分配日における1口当たり純資産価格 + 当該分配日における1口当たり分配金額

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

分配金を含む1口当たり純資産価格の変動額 = $b - c$

b = 当該分配日における1口当たり純資産価格 + 当該分配日における1口当たり分配金額

c = 当該分配日の直前の分配日における1口当たり純資産価格

(注3)2024年12月16日の直前の分配日(2024年11月15日)における1口当たり純資産価格は、2.56米ドルでした。

■投資環境について

エマージング債券市場

当期中のエマージング債券市場(現地通貨ベース)は、上昇しました。

期初にFOMC(米連邦公開市場委員会)参加者の見通しで2025年の米利下げ回数の減少が示されたことなどを背景とした米金利の上昇などが重石となった局面も見られたものの、その後は米関税政策や中東情勢への懸念が緩和したことなどから概ね上昇基調で推移し、期を通して上昇する結果となりました。

国別では、トルコやウルグアイなどが相対的に大きく上昇した一方で、チェコやコロンビアなどが相対的に下落しました。トルコについては、同国内で野党への弾圧とみられる動きが市場で懸念されていたなかで、野党党首に対する裁判が延期されたことなどが好感されました。一方、チェコについては、5月のインフレが前月から加速したほか、中央銀行が政策金利の据え置きを決定し、追加利下げに慎重な姿勢を示唆したことなどが重石となりました。

エマージング通貨市場

当期中のエマージング通貨は、対米ドルや対円では概ね上昇し、対ユーロでは概ね下落しました。通貨別ではチェコ・コルナやハンガリー・フォリントなどが上昇した一方、トルコ・リラやインドネシア・ルピアなどが相対的に軟調となりました。チェコ・コルナについては、チェコの中央銀行が追加利下げに慎重な姿勢を示唆したことなどが下支えとなりました。トルコ・リラについては、次期大統領選において野党の有力候補とされていたイスタンブール市長が拘束されたことを受け、政治への懸念が強まったことなどがマイナス材料となりました。

■ポートフォリオについて

ファンド

運用方針に従い、当期を通じてファンドの資産をマスター・ファンドに投資しました。

マスター・ファンド

期首においては南アフリカやチェコの現地通貨建て債券のほか、インドネシア・ルピアなどの通貨に対して相対的に強気のポジションを取った一方、インドやチリの現地通貨建て債券のほか、中国人民元やメキシコ・ペソ、韓国ウォンなどの通貨に対して相対的に弱気のポジションを取りました。期末にかけては償還に向け、保有銘柄の売却を進めました。

上記のような運用の結果、当期のパフォーマンス(米ドルベース)は、参考指標であるJPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ダイバーシファイド(トータル・リターン・グロス)(米ドルベース)を上回る水準となりました。

当期は、ブラジルなどの現地通貨建て債券のポジション、チェコ・コルナなどの通貨のポジションがプラス寄与となりました。一方、タイなどの現地通貨建て債券のポジションなどがマイナス寄与となりました。

■投資の対象とする有価証券の主な銘柄

該当事項はありません。

■今後の運用方針

該当事項はありません。

(2) 費用の明細

項 目	項目の概要		
運用管理費用 (管理報酬等)	ファンドの投資顧問報酬、販売報酬および代行協会員報酬は、純資産価額に対して年率1.63%(投資顧問報酬は純資産価額の年率0.80%を超えず、販売報酬は純資産価額の年率0.80%を超えず、代行協会員報酬は純資産価額の年率0.03%を超えないか、または管理会社が合意するそれ以下の金額)を上限とします。 ファンドにかかる年間報酬(管理会社報酬、投資顧問報酬、副投資顧問報酬、販売報酬、管理事務代行報酬、登録・名義書換事務代行報酬および代行協会員報酬ならびに受託報酬(純資産価額の年率0.01%にあたる金額か、または管理会社が随時合意する金額)を含みます。)および費用は、純資産価額に対して年率2.5%または管理会社が同意するそれ以下の金額を上限とします(該当するマスター・ファンドのレベルの報酬および費用の影響を含みます。) 各報酬の支払先および役務の内容は以下のとおりです。		
	報酬	支払先	役務の内容
	管理会社報酬	管理会社	ファンドの運用・管理、受益者からの問い合わせへの対応、受益者の口座開設等の受益者サービス業務に対する対価
	評価報酬	評価会社	ファンド資産に関する評価業務に対する対価
	投資顧問報酬	投資顧問会社	ファンドに関する日々の投資運用業務に対する対価
	副投資顧問報酬	副投資顧問会社	投資顧問会社に対する投資助言業務に対する対価
	管理事務代行報酬	管理事務代行会社	ファンドの純資産総額、1口当たりの純資産価格の計算等の日々の管理事務代行業務に対する対価
	受託報酬	受託会社	ファンドの資産の保管業務等の受託業務に対する対価
	販売報酬	日本における販売会社	日本におけるファンド証券の販売・買戻しの取扱い業務、運用報告書の交付業務、ファンドおよびファンドの投資環境に関する説明および情報提供業務に対する対価
	代行協会員報酬	代行協会員	1口当たり純資産価格の公表、ファンド証券に関する目論見書、決算報告書その他の書類の販売会社に対する交付等の業務に対する対価
	登録・名義書換事務代行報酬	登録・名義書換事務代行会社	ファンドの名義書換代行業務および受益者名簿記帳業務に対する対価
その他の費用 (当期)	0.59%	専門家報酬、その他の費用等	

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

Ⅲ. 直近10期の運用実績

(1) 純資産の推移

	(G S 新成長国通貨債券ファンド) 純資産総額		(普通(米ドル建て・毎月分配型) クラス受益証券) 1口当たりの純資産価格	
	米ドル	千円	米ドル	円
第9会計年度末 (2016年11月末)	123,974,417	18,214,321	5.12	752
第10会計年度末 (2017年11月末)	120,593,871	17,717,652	5.48	805
第11会計年度末 (2018年11月末)	98,622,154	14,489,567	4.46	655
第12会計年度末 (2019年11月末)	113,749,891	16,712,134	4.34	638
第13会計年度末 (2020年11月末)	98,036,038	14,403,455	3.98	585
第14会計年度末 (2021年11月末)	57,903,626	8,507,201	3.30	485
第15会計年度末 (2022年11月末)	39,259,278	5,767,973	2.69	395
第16会計年度末 (2023年11月末)	34,597,255	5,083,029	2.74	403
第17会計年度末 (2024年11月末)	28,330,537	4,162,322	2.57	378
第18会計年度末 (2025年7月8日)	22,417,671	3,293,604	2.74	403
2024年12月末日	26,914,578	3,954,290	2.52	370
2025年1月末日	27,042,268	3,973,050	2.54	373
2月末日	26,789,179	3,935,866	2.55	375
3月末日	26,562,963	3,902,631	2.55	375
4月末日	27,380,961	4,022,811	2.63	386
5月末日	26,510,942	3,894,988	2.65	389
6月末日	22,730,423	3,339,554	2.70	397
7月8日	22,417,671	3,293,604	2.74	403

(注1) 米ドルの円貨換算は、便宜上、2025年8月29日現在の株式会社三菱UFJ銀行の対顧客電信売買相場の仲値(1米ドル=146.92円)によります。以下同じです。

(注2) 本書の中で金額および比率を表示する場合、四捨五入してあります。従って、合計の数字が一致しない場合があります。また、円貨への換算は、本書の中でそれに対応する数字につき所定の換算率で単純計算のうえ、必要な場合四捨五入してあります。以下同じです。

(注3) 上記会計年度末および半期末における純資産総額および1口当たりの純資産価格は、端数処理方法の違い等により財務書類の数値とは異なる場合があります。以下同じです。

(2) 分配の推移

普通（米ドル建て・毎月分配型）クラス受益証券

	1口当たりの分配金	
	米ドル	円
第9会計年度 (2015年12月1日～2016年11月30日)	0.48	71
第10会計年度 (2016年12月1日～2017年11月30日)	0.48	71
第11会計年度 (2017年12月1日～2018年11月30日)	0.48	71
第12会計年度 (2018年12月1日～2019年11月30日)	0.48	71
第13会計年度 (2019年12月1日～2020年11月30日)	0.48	71
第14会計年度 (2020年12月1日～2021年11月30日)	0.41	60
第15会計年度 (2021年12月1日～2022年11月30日)	0.24	35
第16会計年度 (2022年12月1日～2023年11月30日)	0.18	26
第17会計年度 (2023年12月1日～2024年11月30日)	0.18	26
第18会計年度 (2024年12月1日～2025年7月8日)	0.09	13
2024年12月	0.015	2
2025年1月	0.015	2
2月	0.015	2
3月	0.015	2
4月	0.015	2
5月	0.015	2

(3) 販売及び買戻しの実績

普通（米ドル建て・毎月分配型）クラス受益証券

	販売口数	買戻し口数	発行済口数
第9会計年度	6,466,599 (6,466,599)	2,971,425 (2,971,425)	12,507,870 (12,507,870)
第10会計年度	4,418,116 (4,418,116)	4,629,532 (4,629,532)	12,296,454 (12,296,454)
第11会計年度	6,160,303 (6,160,303)	5,383,471 (5,383,471)	13,073,286 (13,073,286)
第12会計年度	7,047,426 (7,047,426)	2,718,115 (2,718,115)	17,402,597 (17,402,597)
第13会計年度	2,366,918 (2,366,918)	3,991,633 (3,991,633)	15,777,882 (15,777,882)
第14会計年度	535,707 (535,707)	6,880,412 (6,880,412)	9,433,177 (9,433,177)
第15会計年度	150,744 (150,744)	2,789,091 (2,789,091)	6,794,830 (6,794,830)
第16会計年度	240,944 (240,944)	1,641,836 (1,641,836)	5,393,938 (5,393,938)
第17会計年度	29,917 (29,917)	1,229,613 (1,229,613)	4,194,242 (4,194,242)
第18会計年度	11,010 (11,010)	1,760,420 (1,760,420)	2,444,832 (2,444,832)

(注) () の数は本邦における販売・買戻しおよび発行済口数です。

IV. ファンドの現況

純資産額計算書

(2025年7月8日現在)

	米ドル (IVを除く)	千円 (IVおよびVを除く)
I. 資産総額	22,815,612	3,352,070
II. 負債総額	397,941	58,465
III. 純資産総額 (I - II)	22,417,671	3,293,604
IV. 発行済口数 (普通 (米ドル建て・ 毎月分配型) クラス受益証券)	2,444,832口	
V. 1口当たり純資産価格 (普通 (米 ドル建て・毎月分配型) クラス受 益証券)	2.74	403円

V. ファンドの経理状況

- a. ファンドの直近会計年度の日本文の財務書類は、アイルランドにおける法令に準拠して作成された原文の財務書類を翻訳したものである（ただし、円換算部分を除く。）。これは「特定有価証券の内容等の開示に関する内閣府令」に基づき、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」第328条第5項ただし書の規定の適用によるものである。
- b. ファンドの原文の財務書類は、外国監査法人等（公認会計士法（昭和23年法律第103号）第1条の3第7項に規定する外国監査法人等をいう。）であるプライスウォーターハウスクーパース アイルランド（PricewaterhouseCoopers, Ireland）から監査証明に相当すると認められる証明を受けており、当該監査証明に相当すると認められる証明に係る監査報告書に相当するものが当該財務書類に添付されており、本書にはその訳文が含まれている。
- c. ファンドの原文の財務書類は、下記の通貨で表示されている。
G S 新成長国通貨債券ファンド＝米ドル
- d. 日本文の財務書類には、主要な金額について円換算額が併記されている。日本円への換算には、2025年8月29日現在における株式会社三菱UFJ銀行の対顧客電信売買相場の仲値（1米ドル＝146.92円）が使用されている。なお、千円未満の金額は四捨五入されている。日本円に換算された金額は四捨五入のため合計欄の数値が総数と一致しない場合がある。

(訳文※)
ゴールドマン・サックス・グローバル・ファンズの管理会社宛
独立監査人の監査報告書

特別目的財務書類監査に関する報告

監査意見

ゴールドマン・サックス・グローバル・ファンズの特別目的財務書類（以下「財務書類」という。）に対する私どもの意見は、以下のとおりである。

- ・ 2025年7月9日現在におけるファンドの資産、負債および財政状態、ならびに2024年12月1日から2025年7月9日までの期間（以下「期間」という。）における運用成績の真実かつ公正な外観を提供している。
- ・ アイルランドにおいて一般に公正妥当と認められる会計慣行（財務報告基準第102号「英国およびアイルランド共和国で適用される財務報告基準」を含む、英国の財務報告評議会によって発行された会計基準）に準拠して適正に作成されている。

私どもは、以下により構成されている財務書類の監査を行った。

- ・ 2025年7月9日現在の財政状態計算書、
- ・ 同日に終了した期間の包括利益計算書、
- ・ 同日に終了した期間の買戻可能参加受益証券保有者に帰属する純資産変動計算書、ならびに、
- ・ 会計方針の記載を含む財務書類に対する注記

監査意見の根拠

私どもは、国際監査基準（アイルランド）（以下「ISA（アイルランド）」という。）に準拠して監査を行った。

ISA（アイルランド）における私どもの責任は、本報告書の「財務書類監査における監査人の責任」のセクションに詳述されている。私どもは、意見表明の基礎となる十分かつ適切な監査証拠を入手したと判断している。

独立性

私どもは、アイルランド監査・会計監督当局（以下「IAASA」という。）の倫理基準を含め、アイルランドにおける財務書類監査に関連する倫理規定に従って、ファンドから独立しており、また、これらの規定に従って、その他の倫理上の責任を果たしている。

強調事項：継続企業の前提に基づいて作成されていない財務書類

財務書類に対する注記3に記載のとおり、財務書類が継続企業の前提に基づいて作成されていない理由が記載されている。当該事項は、私どもの監査意見に影響を及ぼすものではない。

その他の記載内容に関する報告

その他の記載内容は、監査済清算財務書類のうち、財務書類およびそれに対する私どもの監査報告書以外のすべての情報である。管理会社は、その他の記載内容に対して責任を有している。財務書類に対する監査意見の対象にはその他の記載内容は含まれておらず、したがって、私どもは、本報告書において明示的に記載されたものを除き、当該その他の記載内容に対して、監査意見またはいかなる形式の保証も表明するものではない。財務書類監査における私どもの責任は、その他の記載内容を通読し、通読の過程において、その他の記載内容と財務書類または私どもが監査の過程で得た知識との間に重要な相違があるかどうか検討すること、また、そのような重要な相違以外にその他の記載内容に重要な虚偽表示の兆候があるかどうか注意を払うことにある。私どもは、明らかな重要な相違または重要な虚偽表示を識別した場合、財務書類の重要な虚偽表示またはその他の記載内容の重要な虚偽表示の有無について結論を下すために手続を実施することが求められている。私どもは、実施した作業に基づき、その他の記載内容に重要な虚偽表示があると判断した場合には、その事実を報告することが求められている。これらの責任に基づき、私どもが報告すべき事項はない。

財務書類および監査に対する責任

財務書類に対する管理会社の責任

3 ページおよび4 ページ（訳者注：原文のページ）に掲載されている管理会社の責任についての記載に詳述のとおり、管理会社の責任は、真実かつ公正な概観を与える適用される枠組みに従って財務書類を作成することにある。

管理会社はまた、不正または誤謬による重要な虚偽表示のない財務書類を作成するために管理会社が必要と判断した内部統制について責任を有している。

財務書類を作成するにあたり、管理会社は、ファン드가継続企業として存続する能力があるかどうかを評価し、継続企業に関する事項を開示する必要がある場合には当該事項を開示する責任があり、また、管理会社に運用中止の意図があるか、またはそうする以外に現実的な代替案がない場合を除いて、継続企業の前提を使用する責任を有している。

財務書類監査における監査人の責任

私どもの監査の目的は、全体としての財務書類に不正または誤謬による重要な虚偽表示がないかどうかについて合理的な保証を得て、私どもの監査意見を含む監査報告書を発行することにある。合理的な保証は、高い水準の保証であるが、I S A（アイルランド）に準拠して行った監査が、すべての重要な虚偽表示を常に発見することを保証（guarantee）するものではない。虚偽表示は、不正または誤謬により発生する可能性があり、個別にまたは集計すると、当該財務書類の利用者の経済的意思決定に影響を与えると合理的に見込まれる場合に、重要性があると判断される。

私どもの監査手続は、データ監査手法を用いて特定の取引および残高の母集団全件のテストを含むことがある。しかし通常は、母集団全件のテストではなく、限られた数の項目の選択を伴うものである。私どもは、その規模またはリスク特性に基づき、テストには特定の項目をターゲットとすることが多い。また場合によっては、私どもは、監査サンプリングを用いて、サンプルが選択された母集団についての結論を導き出すことが可能になる。

財務書類監査に対する私どもの責任の詳細は、以下の I A A S A のウェブサイトに掲載されている。

https://www.iaasa.ie/getmedia/b2389013-1cf6-458b-9b8f-a98202dc9c3a/Description_of_auditors_responsibilities_for_audit.pdf

この記載は、私どもの監査報告書の一部を形成するものである。

本報告書の利用制限

監査意見を含む本報告書は、2025年10月10日付の監査契約書に従い、アイルランド中央銀行からのファンドの認可の取消申請を目的として、管理会社のためにのみ作成されるものであり、その他の目的のためではない。私どもは意見を表明するにあたり、事前に書面で明確に同意している場合を除き、その他の目的に対して責任を負わず、本報告書を閲覧するまたは本報告書を入手する可能性のあるその他の者に対して責任を負わない（ファンドの契約上の義務のいずれかに基づくものを含むが、これに限定されない）。

その他の事項

本財務書類は、2011年欧州共同体規則（譲渡可能証券の集団投資事業）（改正済）に基づいて作成されておらず、またファンドの法定財務書類ではないという事実注意到注意を喚起する。

／／署名／／

プライスウォーターハウスクーパース

勅許会計士

ダブリン

2025年10月16日

（※）上記は、英文で作成された監査報告書原本の訳文として記載されたものです。訳文においては、原本の内容を正確に表すよう細心の注意が払われていますが、いかなる内容の解釈、見解または意見においても、原語で記載された監査報告書原本が本訳文に優先します。

(1) 貸借対照表

ゴールドマン・サックス・グローバル・ファンズ

G S 新成長国通貨債券ファンド*

財政状態計算書

2025年7月9日現在

		2025年 7 月 9 日現在*		2024年11月30日現在	
	注記	米ドル	千円	米ドル	千円
資産					
純損益を通じて公正価値で測定する金融資産	3 (d), 6	－	－	28, 556, 036	4, 195, 453
現金	3 (e), 13	22, 698, 908	3, 334, 924	－	－
投資顧問会社からの払戻し	7	96, 011	14, 106	146, 916	21, 585
投資売却未収金		－	－	36, 107	5, 305
資産合計		22, 794, 919	3, 349, 029	28, 739, 059	4, 222, 343
負債					
当座借越	3 (e), 13	－	－	2, 405	353
投資購入未払金		－	－	104	15
ファンド受益証券買戻未払金		22, 463, 112	3, 300, 280	31, 229	4, 588
未払投資顧問報酬	7	71, 098	10, 446	143, 249	21, 046
未払管理事務代行報酬および未払受託報酬	7	10, 296	1, 513	15, 953	2, 344
未払販売会社報酬	7	20, 086	2, 951	39, 759	5, 841
未払代行協会員報酬	7	753	111	1, 491	219
未払名義書換事務代行報酬	7	13, 610	2, 000	27, 401	4, 026
未払専門家報酬		110, 615	16, 252	72, 026	10, 582
その他の負債		105, 349	15, 478	74, 905	11, 005
負債合計（買戻可能参加受益証券保有者に帰属する純資産を除く）		22, 794, 919	3, 349, 029	408, 522	60, 020
買戻可能参加受益証券保有者に帰属する純資産	9, 10	－	－	28, 330, 537	4, 162, 322

管理会社の取締役会を代表して、

(署名)

(署名)

取締役

取締役

2025年10月13日

* サブ・ファンドは、2025年7月9日、すべての受益証券について2025年7月8日付の純資産価額にて全額買戻しを行い、運用を終了している。

添付の注記は、本財務書類と不可分なものである。

(2) 損益計算書

ゴールドマン・サックス・グローバル・ファンズ

G S 新成長国通貨債券ファンド*

包括利益計算書

2024年12月1日から2025年7月9日までの期間

	注記	2025年7月9日終了期間*		2024年11月30日終了年度	
		米ドル	千円	米ドル	千円
収益					
受取配当金	3 (b)	1, 669, 323	245, 257	3, 306, 943	485, 856
実現投資純損失	8	(25, 400, 509)	(3, 731, 843)	(6, 284, 284)	(923, 287)
未実現投資利益の純変動額	8	26, 553, 031	3, 901, 171	3, 684, 604	541, 342
投資純利益		<u>2, 821, 845</u>	<u>414, 585</u>	<u>707, 263</u>	<u>103, 911</u>
費用					
投資顧問報酬	7	124, 807	18, 337	253, 340	37, 221
管理事務代行報酬および受託報酬	7	22, 972	3, 375	38, 375	5, 638
販売会社報酬	7	127, 745	18, 768	253, 340	37, 221
代行協会員報酬	7	4, 790	704	9, 500	1, 396
名義書換事務代行報酬	7	837	123	12, 692	1, 865
専門家報酬		76, 964	11, 308	108, 649	15, 963
その他の費用		67, 630	9, 936	143, 225	21, 043
費用合計		<u>425, 745</u>	<u>62, 550</u>	<u>819, 121</u>	<u>120, 345</u>
投資顧問会社による払戻費用	7	(152, 246)	(22, 368)	(223, 772)	(32, 877)
運用費用合計		<u>273, 499</u>	<u>40, 182</u>	<u>595, 349</u>	<u>87, 469</u>
運用利益		<u>2, 548, 346</u>	<u>374, 403</u>	<u>111, 914</u>	<u>16, 442</u>
財務費用：					
買戻可能参加受益証券保有者への分配金	11	331, 291	48, 673	830, 830	122, 066
財務費用合計		<u>331, 291</u>	<u>48, 673</u>	<u>830, 830</u>	<u>122, 066</u>
運用による買戻可能参加受益証券保有者に帰属する純資産の変動		<u>2, 217, 055</u>	<u>325, 730</u>	<u>(718, 916)</u>	<u>(105, 623)</u>

利益および損失は非継続投資活動からのみ発生した。本包括利益計算書に計上されているもの以外に、利益および損失はなかった。

* サブ・ファンドは、2025年7月9日、すべての受益証券について2025年7月8日付の純資産価額にて全額買戻しを行い、運用を終了している。

管理会社の取締役会を代表して、

(署名)	(署名)
_____ 取締役	_____ 取締役

2025年10月13日

添付の注記は、本財務書類と不可分なものである。

ゴールドマン・サックス・グローバル・ファンズ
G S 新成長国通貨債券ファンド*

買戻可能参加受益証券保有者に帰属する純資産変動計算書

2024年12月 1 日から2025年 7 月 9 日までの期間

	注記	2025年 7 月 9 日終了期間*		2024年11月30日終了年度	
		米ドル	千円	米ドル	千円
期首における買戻可能参加受益証券保有者に帰属する純資産		28, 330, 537	4, 162, 322	34, 597, 255	5, 083, 029
買戻可能参加受益証券発行受取額	9	28, 478	4, 184	194, 779	28, 617
買戻可能参加受益証券買戻支払額	9	(30, 576, 070)	(4, 492, 236)	(5, 742, 581)	(843, 700)
運用による買戻可能参加受益証券保有者に帰属する純資産の変動額		2, 217, 055	325, 730	(718, 916)	(105, 623)
期末における買戻可能参加受益証券保有者に帰属する純資産		-	-	28, 330, 537	4, 162, 322

* サブ・ファンドは、2025年 7 月 9 日、すべての受益証券について2025年 7 月 8 日付の純資産価額にて全額買戻しを行い、運用を終了している。

添付の注記は、本財務書類と不可分なものである。

ゴールドマン・サックス・グローバル・ファンズ
G S新成長国通貨債券ファンド
財務書類に対する注記
2024年12月1日から2025年7月9日までの期間

1. 組織

ゴールドマン・サックス・グローバル・ファンズ（以下「ファンド」という。）は、アンブレラ型ファンドとして組成された投資信託である。アイルランド中央銀行（以下「中央銀行」という。）は、2011年欧州共同体規則（譲渡可能証券の集団投資事業）（改正済）（以下「UCITS規則」という。）に基づき、ファンドを認可した。ファンドは、2013年中央銀行法（監督および執行）セクション48(1)（譲渡可能証券の集団投資事業）2019年規則（以下「CBI UCITS規則」という。）における要求事項の対象である。

ファンドは、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・ファンド・サービスズ・リミテッド（以下「GSAMFSL」という。）をその管理会社に任命している。管理会社の機能については、注記7を参照のこと。

GS新成長国通貨債券ファンド（以下「サブ・ファンド」という。）は、終了となる前において、ルクセンブルグ大公国の法律に基づき「変動資本を有する会社型投資信託」として設立された投資会社であるゴールドマン・サックス・ファンズSICAVのサブ・ファンドであるゴールドマン・サックス・エマージング・マーケット・デット・ローカル・ポートフォリオ（以下「マスター・サブ・ファンド」という。）に投資していた。

2. 投資目的

サブ・ファンドの投資目的は、収益確保と資本の増大から構成される高水準のトータル・リターンであった。この目的を達成するために、サブ・ファンドの各クラス受益証券発行受取額のすべてまたは実質的にすべてが、マスター・サブ・ファンドのIXOクラス投資証券に投資されていた。

また、サブ・ファンドのごく一部が、流動性確保およびサブ・ファンドによる支払期限の到来した費用支払いのために、現金として保有されるか、または流動性商品に投資されていた可能性はあるが、かかる投資はサブ・ファンドの純資産価額（以下「NAV」という。）の10%を超えることはなかった。

3. 会計方針

(a) 財務書類の作成基準

ファンドは、財務報告基準第102号（以下「FRS第102号」という。）「英国およびアイルランド共和国で適用される財務報告基準」を適用している。

本財務書類は、ファンドの機能通貨である米ドルで表示されている。本財務書類の作成は、FRS第102号、1990年ユニットトラスト法を含むアイルランドの法令、ならびにUCITS規則に従っている。

期末日後において、管理会社はファンドの存続可能性を精査した。管理する資産の低水準が続いているため、管理会社はファンドを繰上償還銘柄として管理下に置いた。サブ・ファンドは、2025年7月3日、マスター・サブ・ファンドへの投資を買戻した。その後、2025年7月8日におけるサブ・ファンドのNAV評価額が確定した後、2025年7月9日、サブ・ファンドのすべての受益証券が買戻された。したがって、本財務書類は継続企業の前提に基づいて作成されていない。

本財務書類の作成にあたり、管理会社の取締役会は、本財務書類および添付の注記の報告額に影響を与えうる一定の見積りおよび仮定を行うことが要求される。管理会社の取締役会が公正価値を

算定するために一定の見積りおよび仮定を行うことを要求された場合については、財政状態計算書の負債項目および注記4を参照のこと。実際の結果は、かかる見積りと異なることがある。真実かつ公正な価値を与える財務書類の作成において適用される会計基準であるF R S第102号は、アイルランド勅許会計士協会が公表し、財務報告評議会により発行されたものである。

本財務書類は取得原価主義に基づいて作成されているが、純損益を通じて公正価値で保有する金融資産および金融負債の再評価による修正が加えられている。

本財務書類中の書式および一定の文言は、F R S第102号セクション3「財務諸表の表示」に含まれているものを適用しているため、管理会社は、これらの財務書類が投資信託としてのファンドの事業の性質をより適正に反映していると考えている。管理会社は、上記の点が変更された本財務書類は、1990年ユニットトラスト法により要求される情報を提供していると考えている。

(b) 投資取引、関連投資収益および運用費用

投資取引は取引日基準で計上される。実現損益は加重平均を用いた原価法に基づいている。

受取配当金および支払配当金は配当落ち日に計上され、受取利息および支払利息は投資の期間にわたり計上される。受取利息は市場割引および当初発行割引の償却、ならびにプレミアム償却を含み、投資の期間にわたり収益に計上される。受取利息および受取配当金は、源泉徴収税（もしあれば）控除前の総額で認識される。

運用費用は発生主義で認識される。

(c) 取引費用

取引費用は、未実現投資利益／（損失）の純変動額および実現投資純利益／（損失）の一部として、包括利益計算書に認識される。受託会社における取引費用は、包括利益計算書の「管理事務代行報酬および受託報酬」に含まれる。

固定利付投資、先渡為替契約およびその他のデリバティブ契約（先物契約を除く）の取引費用は、個別に識別できるものではない。これらの投資の取引費用は、売買価格に含まれ、各ポートフォリオの投資パフォーマンス総額の一部となる。

(d) 有価証券に対する金融投資および評価

企業は、F R S第102号に基づき、すべての金融商品の会計処理について、以下のいずれかを適用することが要求されている。(a) F R S第102号のセクション11「基本金融商品」およびセクション12「その他の金融商品に関する事項」のすべての要件、(b) 欧州連合において使用が選択された国際会計基準第39号「金融商品：認識および測定」（以下「I A S第39号」という。）の認識および測定に係る規定、ならびにセクション11およびセクション12の開示要件、(c) 国際財務報告基準（以下「I F R S」という。）第9号「金融商品」（以下「I F R S第9号」という。）の認識および測定に係る規定、ならびにセクション11およびセクション12の開示要件。ファンドは、I A S第39号の認識および測定に係る規定、ならびにセクション11およびセクション12の開示要件を適用することを選択している。

(i) 分類

純損益を通じて公正価値で測定する金融資産もしくは金融負債は、売買目的保有に分類された、または純損益を通じて公正価値で測定することを指定された金融資産もしくは金融負債である。売買目的保有に分類された金融投資には、集団投資スキームがある。

純損益を通じて公正価値で測定しない金融資産には、未収金が含まれる。純損益を通じて公正価値で測定しない金融負債には未払金が含まれる。

(ii) 認識および認識の中止

ファンドは、当該投資の契約条項の当事者となった日付で、金融資産および金融負債を認識する。金融資産および金融負債の購入および売却は、取引日に認識される。取引日より、金融資産または金融負債の公正価値の変動から生じる損益はすべて包括利益計算書に計上される。

金融資産は、当該投資からのキャッシュ・フローを受領する権利が消滅した時点、またはファンドが所有に伴うほとんどすべてのリスクと経済価値を移転した時点で、認識が中止される。

(iii) 公正価値測定の原則

純損益を通じて公正価値で測定する金融資産および金融負債は、I A S 第39号に準拠して評価される。金融資産および金融負債は、取引価格で当初計上され、当初の認識以降は公正価値で測定される。「純損益を通じて公正価値で測定する金融資産または金融負債」の公正価値の変動から生じる損益は、発生した期間の包括利益計算書に表示される。

受取勘定に分類される金融資産は、減損損失（もしあれば）控除後の取得原価で計上される。純損益を通じて公正価値で測定する以外の金融負債は、取得原価で測定される。ファンドが発行した買戻可能参加受益証券から生じる金融負債は、買戻可能参加受益証券保有者に帰属するファンドの純資産（以下「純資産」という。）の残存価額に対する投資家の権利を表す買戻価額で計上される。

すべての有価証券の公正価値は、以下の方針に従って算定される。

(iii 1) 集団投資ファンドに対する持分

UCITS 投資ファンド等のオープン・エンド型投資ファンドへの投資の公正価値は、その英文目論見書に要約されているとおり、適用されるファンドの評価方針に従いファンドが提供する1口当たりNAVに基づいている。

(iii 2) すべての譲渡可能証券

第三者の値付機関もしくはディーラーから時価が入手できない、または取引値が著しく不正確であると判断される場合、当該投資の公正価値は評価技法を用いて算定される。評価技法には、直近の市場取引の使用、実質的に同一である他の投資有価証券の現在の公正価値の参照、割引キャッシュ・フロー分析または実際の市場取引で得られる価格について信頼性の高い見積額を提供しているその他の手法などがある。

かかる有価証券は、評価者が算定する実現可能性の高い価値で評価される。評価者は管理会社によって任命され、受託会社によって承認される。2025年7月9日終了期間における評価者はゴールドマン・サックス・アンド・カンパニー・エルエルシーであり、評価はゴールドマン・サックス・コントローラーズ・ディビジョン（以下「コントローラーズ」という。）によって実施された。

投資は、一般的に公正妥当と認められている会計原則に従い評価されており、公正価値を算定するために一定の見積りおよび仮定の使用が要求される可能性がある。これらの見積りおよび仮定は、入手可能な最良の情報に基づいているが、実際の結果はこれらの見積りと大きく異なることがある。

公正価値の算定に評価者が利用された有価証券については、注記4を参照のこと。

(e) 現金および当座借越

現金および当座借越は取得原価で評価され、公正価値に近似する。

(f) 外貨の換算

外貨建て取引は、取引日現在の実効為替レートで換算される。外貨建ての資産および負債は、期末日現在における為替の実効クロージング・レートで米ドルに換算される。外貨の換算、ならびに資産および負債の除却または清算に係る実現損益から生じる換算差額は、包括利益計算書に認識される。純損益を通じて公正価値で測定する投資有価証券およびデリバティブ金融投資に係る為替差損益、ならびに現金および現金等価物を含む貨幣性項目に係るその他すべての為替差損益は、包括利益計算書の実現投資純利益／（損失）または未実現投資利益／（損失）の純変動額に反映される。

(g) 財務費用

買戻可能参加受益証券について宣言された分配金は、包括利益計算書に財務費用として認識される。

(h) 買戻可能参加受益証券

ファンドが発行したすべての買戻可能参加受益証券は、投資家に対して、買戻日におけるファンドの純資産に対する当該投資家の持分投資割合に相当する現金に買戻す権利を提供している。

F R S 第102号セクション22「負債および資本」に準拠して、かかる受益証券は、買戻価額で財政状態計算書に金融負債として分類されている。ファンドは、英文目論見書に従い受益証券の買戻しを行う契約責任を負っている。

4. 評価者が算定した評価額

評価者は管理会社によって任命される。評価者は、特定の評価機能について取締役会に対して直接的な責任を負っており、評価は最終的に財務書類に反映される。2025年7月9日終了期間における評価者は、ゴールドマン・サックス・アンド・カンパニー・エルエルシーであり、評価はコントローラーズによって実施された。

2025年7月9日および2024年11月30日現在、公正価値を算定するために見積りおよび仮定が利用された資産または負債はなかった。

5. 税金

アイルランドの現行法および慣行に基づき、ファンドは、1997年租税統合法（改正済）第739条Bに定義される投資信託としての資格を有している。したがって、ファンドは、収益またはキャピタル・ゲインにアイルランドの税金を課されない。

ファンドは、課金事象が発生した場合以外は、収益および利益にアイルランドの税金を課されない。課金事象には、受益者に対する分配金支払い、または受益証券の現金化、買戻しもしくは譲渡、受益証券の処分もしくは解約、あるいは当該受益証券の取得日から8年毎の受益証券のみなし売却が含まれるが、以下の者に対してはこの限りではない。

- (a) 課金事象の時点で税務上、アイルランドの居住者でなく、アイルランドの通常の居住者でもない受益者で、その旨の関連宣言書をファンドに提出した者、および
- (b) 一定のアイルランドの税金の免除対象となっている居住者である受益者で、必要な署名の入った法定宣言書をファンドに提出した者

以下は、課金事象に含まれない。

- (i) アイルランドの歳入委員会の命令で指定された認定済清算システムにおいて保有される受益証券に関する取引
- (ii) ファンドの受益者への支払いが行われない通常取引での、受益者によるファンドの他の受益証券への交換
- (iii) ファンドの適格な統合または再構築によって生じる、他のファンドとの受益証券の交換、または
- (iv) 配偶者や元配偶者との間で一定の条件の下に行われた受益者による受益証券所有権の譲渡

ファンドは、適切な宣言書がない場合は、課金事象の発生によりアイルランドの税金が課せられ、ファンドは受益者から当該税金を源泉徴収する権利を留保する。ファンドが受け取ったキャピタル・ゲイン、配当金および利息には、投資の発行体が本拠地を置く国々の源泉徴収税を含む税金が課せられ、ファンドのNAVに含まれる可能性がある。こうした税金はファンドまたはその受益者に還付されない可能性がある。

6. 純損益を通じて公正価値で測定する金融資産および金融負債

ファンドは、終了となる前において、FRS第102号セクション34の修正に従って、測定を行うにあたり使用されたインプットの重要性を反映する公正価値ヒエラルキーを用いて、公正価値測定を分類することが要求されている。公正価値ヒエラルキーのレベルは以下のとおりである。

レベル1－同一の非制限の資産または負債について測定日において入手できる、活発な市場における無調整の公表価格。

レベル2－活発でない市場における公表価格、または重要なインプット（類似証券の公表価格、金利、為替レート、ボラティリティおよびクレジット・スプレッドを含むがこれらに限定されない）が直接的または間接的のいずれかにかかわらず観察可能な金融商品。公正価値測定の算定にあたり評価者の仮定が含まれることがある。

レベル3－（公正価値測定の算定にあたり評価者の仮定も含めた）重要な観察不能なインプットが必要な価格または評価。

全体としての公正価値測定が分類される公正価値ヒエラルキーのレベルは、全体としての公正価値測定に対して重要であるインプットのうち最も低いレベルのインプットに基づき決定される。この目的のため、インプットの重要性は全体としての公正価値測定に対して評価される。公正価値測定が観察可能なインプットを使用する場合であっても、当該インプットが観察不能なインプットに基づく重要な調整を必要とする場合、当該測定はレベル3の測定である。全体としての公正価値測定に対する特定のインプットの重要性を評価するには、資産または負債に特有な要素を考慮し、判断が要求される。

2025年7月9日現在、サブ・ファンドは投資を保有していなかったため、公正価値の表は提示していない。

以下の表は、F R S 第102号に従って公正価値で測定する金融商品の2024年11月30日現在の内訳を示している。

2024年11月30日現在				
G S 新成長国通貨債券ファンド				
	レベル 1 米ドル	レベル 2 米ドル	レベル 3 米ドル	合計 米ドル
純損益を通じて公正価値で測定する金融資産				
投資有価証券－買建	28, 556, 036	－	－	28, 556, 036
合計	28, 556, 036	－	－	28, 556, 036

7. 重要な契約および関連会社

管理会社

ゴールドマン・サックス・グループ・インクの完全所有間接子会社であるG S AMF S Lはファンドの管理会社に任命されている。

G S AMF S Lは、日次で計上され月次の後払いで支払われる年間管理報酬を受け取る資格を有していた。当期において管理会社が稼得した金額は12, 054米ドル（2024年11月30日終了年度：19, 998米ドル）であった。管理会社報酬は、包括利益計算書の「その他の費用」に含まれている。

投資顧問会社および副投資顧問会社

管理会社は、ファンドに代わり、管理会社の関連会社であるゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・インターナショナル（以下「投資顧問会社」という。）をファンドの投資顧問会社に任命している。投資顧問会社は、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社をファンドの副投資顧問会社に任命している。投資顧問会社はその業務に対してNAVの年率0.80%の報酬を受け取る資格を有していた。当期において投資顧問会社が稼得した金額は124, 807米ドル（2024年11月30日終了年度：253, 340米ドル）であった。

管理会社は、年間報酬および費用の合計額（マスター・サブ・ファンド・レベルでの報酬および費用の影響を含む）をサブ・ファンドのNAVの年率2.5%または管理会社が同意するそれよりも低い金額に制限することに同意している。管理会社および投資顧問会社は、超過した費用を投資顧問会社が払い戻すことに同意している。

2025年7月9日終了期間において、投資顧問会社によってファンドに払い戻された費用は152, 246米ドル（2024年11月30日終了年度：223, 772米ドル）であった。

マスター・サブ・ファンドのI X Oクラス投資証券の購入または売却に関する販売手数料はない。

管理会社の取締役の報酬

バーバラ・ヒーリー氏、ビクトリア・パリー氏およびニコラス・フィリップス氏は社外取締役であり、投資顧問会社またはその関連会社に対する執行権はない。管理会社は、社外取締役それぞれに管理会社の取締役としての業務提供に関して年間報酬を支払う。バーバラ・ヒーリー氏およびビクトリア・パリー氏は独立取締役である。

ボブ・ヴァン・オーバービーク氏は、投資顧問会社の関連当事者であり、ファンドまたは管理会社から報酬を受け取っていない。

アラン・コーコラン氏およびジョン・ウィテカー氏は投資顧問会社の関連当事者であり、ファンドから報酬を受け取っていない。管理会社は、アラン・コーコラン氏およびジョン・ウィテカー氏に、管理会社の従業員としての業務提供に関して報酬を支払っている。

管理事務代行会社

ファンドは、ステート・ストリート・ファンド・サービスズ（アイルランド）リミテッド（以下「管理事務代行会社」という。）をサブ・ファンドの集中管理事務代行会社に任命している。管理事務代行会社は、NAVの計算および財務書類の作成を含むファンド業務の管理事務に対する責任を負っていた。ファンドは、管理事務、会計および投資家関連業務の提供に関して、月次管理事務報酬を支払っていた。この報酬には最低月額が定められていた。さらにファンドは、管理事務代行会社に対し、ファンドの監査済財務書類の作成に関して報酬を、また投資取引に対して特定の報酬を支払っていた。これらの報酬は日次で計上され通常は月次の後払いで支払われていた。当期において管理事務代行会社が稼得した金額は21,774米ドル（2024年11月30日終了年度：36,000米ドル）であった。

受託会社

ファンドは、ステート・ストリート・カストディアル・サービスズ（アイルランド）リミテッド（以下「受託会社」という。）をファンドの資産の受託会社に任命している。ファンドは、受託会社に対し、ファンドの純資産に基づき年間報酬を支払っていた。この報酬は、日次で計上され月次の後払いで支払われ、最低月額が定められていた。当期において受託会社が稼得した金額は1,198米ドル（2024年11月30日終了年度：2,375米ドル）であった。

販売会社および代行協会員

管理会社は受益証券の販売会社を務めている。

管理会社は、ファンドの関連会社であるゴールドマン・サックス証券株式会社を日本における販売会社に任命している。

管理会社は、ファンドの関連会社であるゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社を日本における代行協会員に任命している。

ファンドは、販売会社に対し、サブ・ファンドの日々のNAVの年率0.80%の報酬を月次の後払いで支払い、日本における代行協会員に対し、サブ・ファンドの日々のNAVの年率0.03%の報酬を月次の後払いで支払っていた。当期において販売会社が稼得した金額は127,745米ドル（2024年11月30日終了年度：253,340米ドル）であった。当期において代行協会員が稼得した金額は4,790米ドル（2024年11月30日終了年度：9,500米ドル）であった。

登録・名義書換事務代行会社

管理会社は、ファンドとCACEISバンク・アイルランド支店（訳注）（以下「名義書換事務代行会社」という。）との間で締結された登録・名義書換事務代行契約に基づき、同社をファンドの登録・名義書換事務代行会社に任命している。名義書換事務代行会社が管理会社に提供する日々の業務には、買付申込および買戻請求の受付および処理、受益証券の割当および発行、ならびに受益証券の受益者登録の保持が含まれる。名義書換事務代行会社には、ファンドの純資産から四半期毎の後払いで報酬が支払われていた。当期において名義書換事務代行会社が稼得した金額は837米ドル（2024年11月30日終了年度：12,692米ドル）であった。

（訳注）原文ではCACEISバンク・アイルランド支店（CACEIS Bank, Ireland Branch）と記載されているが、正しくはCACEISアイルランド・リミテッド（CACEIS Ireland Limited）である。

評価者

管理会社の取締役は、ゴールドマン・サックス・アンド・カンパニー・エルエルシーを評価者の代理人に任命しており、2025年7月9日終了期間および2024年11月30日終了年度において、評価はコントローラーズによって実施された。詳細については注記4を参照のこと。

8. 実現投資純利益／（損失）および未実現投資利益／（損失）の純変動額

包括利益計算書に示された、金融資産および金融負債の売買による実現投資純利益／（損失）および未実現投資利益／（損失）の純変動額の内訳は以下のとおりである。

	2025年7月9日終了期間*	2024年11月30日終了年度
	米ドル	米ドル
投資に係る実現純損失	(25,400,509)	(6,284,284)
実現投資純損失	(25,400,509)	(6,284,284)
投資に係る未実現利益の純変動額	26,553,031	3,684,604
未実現投資利益の純変動額	26,553,031	3,684,604

* サブ・ファンドは2025年7月9日にすべての受益証券について全額買戻しを行い、運用を終了している。

9. 資本

ファンドの最低当初申込額は、100米ドル、100ユーロまたは10,000円であり、管理会社による他の決定がない限り、これを下回ることはいない。

資本の変動は、買戻可能参加受益証券保有者に帰属する純資産変動計算書において示されている。ファンドは必要に応じて買戻しに応じるための十分な流動性を維持しつつ、受益証券の発行受取額を適切な有価証券に投資していた。

以下の表は、ファンドの受益証券の変動を要約したものである。

G S 新成長国通貨債券ファンド*	2024年12月1日 現在の残高	申込口数	買戻口数	2025年7月9日 現在の残高
普通（米ドル建て）クラス受益証券	97,995	1	(97,996)	-
ユーロ・クラス受益証券	19,444	-	(19,444)	-
日本円クラス受益証券	136,072	4	(136,076)	-
普通（米ドル建て・毎月分配型）クラス 受益証券	4,194,242	11,010	(4,205,252)	-
合計	4,447,753	11,015	(4,458,768)	-

* サブ・ファンドは2025年7月9日にすべての受益証券について全額買戻しを行い、運用を終了している。

G S 新成長国通貨債券ファンド	2023年12月1日 現在の残高	申込口数	買戻口数	2024年11月30日 現在の残高
普通（米ドル建て）クラス受益証券	116,271	349	(18,625)	97,995
ユーロ・クラス受益証券	21,500	-	(2,056)	19,444
日本円クラス受益証券	140,363	2,234	(6,525)	136,072
普通（米ドル建て・毎月分配型）クラス 受益証券	5,393,938	29,917	(1,229,613)	4,194,242
合計	5,672,072	32,500	(1,256,819)	4,447,753

10. N A V

サブ・ファンドの受益証券は2025年7月9日現在、全額買戻されているため、2025年7月9日現在の各クラス受益証券のNAV合計および受益証券1口当りNAVはゼロであった。以下の表は、2024年11月30日現在の各クラス受益証券のNAV合計および受益証券1口当りNAVを要約したものである。

G S 新成長国通貨債券ファンド	2024年11月30日現在	
	N A V	受益証券1口当りN A V
普通（米ドル建て）クラス受益証券	9,851,844米ドル	100.53米ドル
ユーロ・クラス受益証券	2,727,973ユーロ	140.30ユーロ
日本円クラス受益証券	723,167,229円	5,314.60円
普通（米ドル建て・毎月分配型）クラス受益証券	10,782,230米ドル	2.57米ドル

11. 配当金

サブ・ファンドは、普通（米ドル建て・毎月分配型）クラス受益証券を保有する受益者に対して、当該期間における当該クラス受益証券に帰属する純利益から、実現および未実現損失を控除した実現および未実現利益から、および／または資本（管理会社に柔軟性を与えるために）から、配当金を宣言し、分配していた。普通（米ドル建て・毎月分配型）クラス受益証券は、毎月配当金を宣言し、分配していた。

2025年7月9日終了期間において、サブ・ファンドが宣言した配当金は以下のとおりである。

普通（米ドル建て・毎月分配型）クラス受益証券			
配当落ち日	支払日	内訳	米ドル
2024年12月16日	2024年12月19日	1口当たり0.015米ドルの配当金	60,268
2025年1月15日	2025年1月21日	1口当たり0.015米ドルの配当金	57,589
2025年2月18日	2025年2月21日	1口当たり0.015米ドルの配当金	55,996
2025年3月17日	2025年3月21日	1口当たり0.015米ドルの配当金	54,205
2025年4月15日	2025年4月22日	1口当たり0.015米ドルの配当金	54,142
2025年5月15日	2025年5月20日	1口当たり0.015米ドルの配当金	49,091

2024年11月30日終了年度において、サブ・ファンドが宣言した配当金は以下のとおりである。

普通（米ドル建て・毎月分配型）クラス受益証券			
配当落ち日	支払日	内訳	米ドル
2023年12月15日	2023年12月20日	1口当たり0.015米ドルの配当金	75,829
2024年1月16日	2024年1月19日	1口当たり0.015米ドルの配当金	75,122
2024年2月15日	2024年2月21日	1口当たり0.015米ドルの配当金	73,448
2024年3月15日	2024年3月21日	1口当たり0.015米ドルの配当金	72,076
2024年4月15日	2024年4月18日	1口当たり0.015米ドルの配当金	70,524
2024年5月15日	2024年5月21日	1口当たり0.015米ドルの配当金	70,264
2024年6月17日	2024年6月21日	1口当たり0.015米ドルの配当金	69,048
2024年7月16日	2024年7月19日	1口当たり0.015米ドルの配当金	67,115
2024年8月16日	2024年8月21日	1口当たり0.015米ドルの配当金	64,895
2024年9月17日	2024年9月20日	1口当たり0.015米ドルの配当金	64,235
2024年10月15日	2024年10月18日	1口当たり0.015米ドルの配当金	64,270
2024年11月15日	2024年11月20日	1口当たり0.015米ドルの配当金	64,004

12. 金融投資および関連リスク

注記1に要約されているとおり、サブ・ファンドは、その資産のすべてまたは実質的にすべてをマスター・サブ・ファンドに投資していた。

マスター・サブ・ファンドを通じたサブ・ファンドの投資活動により、サブ・ファンドは、金融投資ならびにサブ・ファンドおよびマスター・サブ・ファンドが投資していた市場に付随するさまざまな種類のリスク（以下「投資リスク」という。）にさらされていた。

終了となる前において、サブ・ファンドの投資ポートフォリオは、集団投資スキームから構成されていた。管理会社の取締役会は、サブ・ファンドの投資リスクを管理するために投資顧問会社を任命している。マスター・サブ・ファンドを通じてサブ・ファンドがさらされていた金融リスクのうちで主要なものは、市場リスク、流動性リスクおよび信用リスクであった。

サブ・ファンドに関連して採用されているリスク管理方針の概要は以下のとおりである。

(a) 市場リスク

サブ・ファンドのマスター・サブ・ファンドへの投資の公正価値が変動する可能性を市場リスクという。一般に用いられる市場リスクのカテゴリーには、通貨リスク、金利リスクおよびその他の価格リスクが含まれる。

- (i) 通貨リスクは、スポット価格、先渡価格および為替レートのボラティリティの変動に対するエクスポージャーによって生じる可能性がある。
- (ii) 金利リスクは、さまざまな利回り曲線の水準、勾配および曲率の変化、金利のボラティリティ、モーゲージの期限前償還率および信用スプレッドの変動に対するエクスポージャーにより生じる可能性がある。
- (iii) その他の価格リスクは、通貨リスクまたは金利リスクから生じる以外の市場価格の変動の結果、投資の価値が変動するリスクであり、個別銘柄株式、株式バスケット、株価指数およびコモディティの価格ならびにボラティリティの変動に対するエクスポージャーにより生じる可能性がある。

マスター・サブ・ファンドの市場リスク戦略は、その投資リスクとリターンの目標によって決定される。

市場リスクはリスク予算編成方針の適用を通じて管理されている。投資顧問会社は、リスク予算編成フレームワークを用いて、トラッキング・エラーと一般に称される適切なリスク・ターゲットを決定する。

ゴールドマン・サックスのAMリスク管理グループ（以下「AMリスク」という。）は、全般的なリスク・ガバナンス体制に対する責任を負い、適切なリスク管理のベストプラクティスを定めている。リスク・ガバナンス体制は、該当するリスクの識別、測定、モニタリング、報告および改善を含んでいる。AMリスクは、感応度、ボラティリティおよびバリュー・アット・リスク（V a R）のモニタリングを含め、リスクをモニターするために、さまざまなリスク指標を使用する。このチームは、半年に1回以上の頻度で管理会社の取締役会にリスクについての報告を行うまたは書面による資料を提供する。

AMリスクは、整合性および報告の合理化のため、F R S 第102号の感応度の計算に用いるショックをS E Cが定める様式P Fにおいて規制当局が規定するショックと連携させることを決定した。AMリスクは、ショックを定期的に見直し、必要に応じて変更する。

(i) 通貨リスク

サブ・ファンドおよびマスター・サブ・ファンドの基準通貨は米ドルであるため、サブ・ファンドには、通貨リスクに対する直接的なエクスポージャーはなかった。サブ・ファンドが投資していたマスター・サブ・ファンドは、金融商品に投資し、機能通貨以外の通貨建て取引を締結することができる。したがってマスター・サブ・ファンドは、外貨に対する機能通貨の為替レートが変動し、マスター・サブ・ファンドの資産または負債のうち機能通貨以外の通貨建ての部分の価値がマイナスの影響を受けるリスクにさらされる可能性がある。

投資先のサブ・ファンドの機能通貨と異なる通貨建てのクラス受益証券に投資家が投資する場合、投資家の通貨リスクはサブ・ファンドの通貨リスクと異なる可能性がある。

下表は、通貨市場の変動に伴って生じることが予想されるマスター・サブ・ファンドにおける損益を示した感応度分析である。この感応度分析は、他のすべての通貨を一定とした場合のある通貨のマスター・サブ・ファンドの基準通貨に対する変動に基づくものである。マスター・サブ・ファンドに関しては、貨幣性項目か非貨幣性項目かにかかわらず、すべての通貨がマスター・サブ・ファンドの基準通貨に対して同時に変動するという仮定に基づいている。

2025年7月9日現在、サブ・ファンドは投資を保有していなかったため、通貨リスクに対するエクスポージャーはなかった。

2024年11月30日現在の通貨に関する市場の変動は、+/-20%の変動を表している。

2024年11月30日現在、通貨リスク		
基準通貨：米ドル		
通貨	基準通貨が20%変動した場合にNAVが受ける影響	
	上昇	下落
インドネシア・ルピア	(2.2%)	2.2%
マレーシア・リンギット	(2.0%)	2.0%
メキシコ・ペソ	(1.5%)	1.8%
南アフリカ・ランド	(1.6%)	1.7%
タイ・バーツ	(1.5%)	1.5%
その他	(9.3%)	6.0%
合計	(18.1%)	15.2%

上記の分析は、1年の間に合理的に生じる可能性のある通貨市場の変動に伴うマスター・サブ・ファンドにおける損益を示したものである。これらは市場の変動、ならびに相関関係および流動性の変化によって全体の損益がさらに大きくなる場合のストレス・シナリオを含んでいない。

(ii) 金利リスク

サブ・ファンドはマスター・サブ・ファンドに直接投資を行っていたため、金利リスクに対する直接的なエクスポージャーはなかった。サブ・ファンドが投資していたマスター・サブ・ファンドは、固定利付証券に投資することができる。特定の有価証券に関連する金利の変動により、投資顧問会社は契約終了時または有価証券売却時に同様の水準のリターンを確保することができなくなっていた可能性がある。また、現在の金利の変動または将来の予想レートの変動により、保有する有価証券の価値の増減が生じていた可能性がある。一般に、金利が上昇すれば固定利付証券の価値は下落する。金利の下落により一般にそれとは逆の効果が生じる。

マスター・サブ・ファンドは、希望する通貨建ての固定利付商品、変動利付商品およびゼロ金

利商品に投資することができる。

下表は、マスター・サブ・ファンド内のさまざまな通貨に対する金利エクスポージャー、および金利の変動に伴う損益を示している。この感応度分析は、他のすべての金利を一定とした場合のある通貨に適用される金利の変動に基づくものである。「ポートフォリオ合計」に関しては、すべての金利が同時に同じベース・ポイント変動するという仮定に基づいている。50bpsまたは125bpsの平行移動とは、曲線に沿ったすべての金利が50bpsまたは125bpsの上昇または下落（すなわち、0.50%または1.25%の上昇または下落）によって変動することを意味する。

11月30日現在の金利に関するプラス／マイナスの平行移動は、先進市場の金利については利回り曲線の＋／－75bpsの平行移動、新興市場の金利については利回り曲線の＋／－75bpsの平行移動を表している。

2025年7月9日現在、サブ・ファンドは投資を保有していなかったため、金利エクスポージャーはなかった。

2024年11月30日現在、金利リスク		
通貨	平行移動した場合にNAVが受ける影響	
	上昇	下落
中国人民元	(0.6%)	0.7%
メキシコ・ペソ	(0.5%)	0.6%
南アフリカ・ランド	(0.5%)	0.6%
マレーシア・リンギット	(0.5%)	0.5%
インドネシア・ルピア	(0.5%)	0.5%
その他	(1.8%)	1.8%
ポートフォリオ合計	(4.4%)	4.7%

上記の分析は、合理的に生じる可能性のある金利市場の変動に伴う損益を示したものであり、金利曲線と信用曲線の双方についての勾配の変動は考慮していない。これらのシナリオも、市場の変動、ならびに相関関係および流動性の変化によって全体の損益がさらに大きくなる場合のストレス・シナリオを含んでいない。

(iii) その他の価格リスク

その他の価格リスクとは、通貨リスクもしくは金利リスクから生じる以外の市場価格の変動の結果、金融投資の価値が変動するリスクであり、個々の投資有価証券もしくはその発行体に固有の要因、または市場で取引されている金融投資に影響を及ぼす何らかの要因により発生する。

マスター・サブ・ファンドの金融投資は公正価値で計上され、公正価値の変動は包括利益計算書に認識されるため、すべての市況の変動は買戻可能参加受益証券保有者に帰属する純資産に直接影響を及ぼす。

サブ・ファンドの集団投資スキームへの投資は、その英文目論見書に要約されているとおり、適用される投資信託の評価方針に従い集団投資スキームが提供する1口当たりNAVに基づいていた。集団投資スキームの資産は、一般的に独立した第三者の管理事務代行会社またはその他のサービス提供会社により評価されると予想されていたが、集団投資スキームの一部の有価証券またはその他の資産は、容易に確認することができる市場価格がない状況が発生していた可能性がある。そのような場合、関連する集団投資スキームの管理会社は、かかる有価証券または金融商品の評価を要求されていた可能性がある。

サブ・ファンドは、マスター・サブ・ファンドへの投資を通じてその他の価格リスクに対する重要なエクスポージャーを有していなかった。

通貨リスク、金利リスクおよびその他の価格リスクは、上述の総合的な市場リスク管理プロセスの一環として、マスター・サブ・ファンドの投資顧問会社によって管理されていた。

(iv) 感応度分析の限界

上記の感応度分析表には、以下のいくつかの限界がある。

- ・ 当該分析は過去のデータに基づいており、将来の市場価格の変動、市場間の相関関係および市場の流動性の水準が過去の傾向と異なる可能性があるという事実を考慮に入れることができない。
- ・ 当該分析は正確な数値というよりはむしろ、リスクについての相対的な見積りである。
- ・ 当該分析は仮説上の結果を表すもので、予測を意図したものではない。
- ・ 将来における市況は、過去の経験と著しく異なる可能性がある。

(b) 流動性リスク

流動性リスクとは、サブ・ファンドが現金またはその他の金融資産の受渡しにより決済される金融負債に関する債務の履行において困難に直面するリスクである。特に流動性が低下するおそれがあるのは、担保付および／または無担保の資金調達源を確保できない場合、資産を売却できない場合、または予測できない現金もしくは担保の流出が起きた場合である。

このような状況は、一般市場の混乱、またはサブ・ファンドもしくは第三者に影響を与えるオペレーション上の問題など、サブ・ファンドの管理の及ばない状況により発生することがある。さらに、資産売却能力は、他の市場参加者が同時期に類似の資産を売却しようとする場合に低下する可能性がある。

サブ・ファンドのマスター・サブ・ファンドへの投資は、サブ・ファンドにより課される買戻し制限よりもさらに厳しい制限を受けていた可能性がある。このため、サブ・ファンドが受益者に申し出る買戻日より買戻しの頻度が低くなっていた可能性がある。

サブ・ファンドは、終了となる前において、受益証券の発行および買戻しを規定していたため、そのため、英文目論見書の条件に従った受益者の買戻しに関連する流動性リスクを負っていた。かかる条件には、裁量によって、買戻時の分配金を現金もしくは現物で支払うこと、またはいかなる取引日においても買戻額をNAVの10%に制限することが含まれていた。買戻時の分配金が現物で支払われた場合、受益者は投資顧問会社に、当該資産を売却し、受領した現金を受益者に分配するよう要求していた可能性がある。

サブ・ファンドの英文目論見書は、受益証券を日々発行し、日々買戻しを行うことを規定している。サブ・ファンドはそのため、受益者の買戻しに応じるための流動性リスクを負っていた。

管理会社の取締役は、サブ・ファンドの英文目論見書および定款によって認められ、かつ、特定の流動性管理ツールの利用が残存する投資家と買戻しを受ける投資家の双方にとって最も利益があると考えた場合には、かかるツールを利用できた。これには、買戻し制限の適用、買戻しの一時停止または流動性手数料の徴収が含まれていた可能性がある（規制当局からの承認および受益者の同意が必要となる）。2025年7月9日現在、サブ・ファンドのマスター・サブ・ファンドへの投資は、マスター・サブ・ファンドの純資産のゼロ%（2024年11月30日現在：3.82%）を占めている。

サブ・ファンドは、2025年7月9日にすべての受益証券について全額買戻しを行い、運用を終了している。以下の表は、2024年11月30日現在、買戻可能参加受益証券保有者に帰属するサブ・ファンドの純資産の10%超を保有する受益者の内訳である。

GS新成長国通貨債券ファンド

2024年11月30日現在	
受益者 1 ¹	61.95%
受益者 2 ¹	36.77%
その他の受益者	1.28%
合計	100.00%

¹ 受益者は販売会社である。

2025年7月9日および2024年11月30日現在、金融負債は概ね期末日から3ヶ月以内に支払期限の到来するものであった。

(c) 信用リスク

信用リスクおよびカウンターパーティ（相手方）リスクとは、金融投資の一方の当事者が債務を履行しないために、もう一方の当事者に金融損失が生じるリスクである。

相手方との取引に関連した信用リスクを軽減するための手続が実施されている。相手方と取引を行う前に、投資顧問会社またはその関連当事者は、相手方、その事業および風評の信用分析を行い、信用度と風評の双方を評価する。承認された相手方の信用リスクは以後継続的にモニターされ、必要に応じて財務書類および期中財務報告のレビューが定期的に行われる。

サブ・ファンド、およびサブ・ファンドが投資していたマスター・サブ・ファンドは、受託会社の破綻、管理、清算または債権者からのその他の法的保護（以下「インソルベンシー（支払不能）」という。）に関連するさまざまなリスクを負っている。当該リスクには以下の損失が無制限に含まれる。

1. 受託会社が保管する資金のうち、受託会社側で顧客資金として取り扱われていないすべての資金の損失
2. 受託会社がファンドと合意している手続（もしあれば）に従って顧客資金として取り扱うことができなかったすべての資金の損失
3. 信託に保管されている有価証券のうち適切に分離されていないために受託会社側で識別がなされていない有価証券（以下「信託資産」という。）、または受託会社により、もしくは受託会社において保管されている顧客資金の一部もしくはすべての損失
4. 受託会社による不適切な口座管理に起因する、もしくは関連する信託資産の識別および譲渡の過程に起因する資産、および／またはインソルベンシー（支払不能）の管理費用に該当する控除を含む顧客資金の一部もしくはすべての損失
5. 残高譲渡の受領および関連資産に対する支配の回復が長期的に遅延することに起因する損失

インソルベンシー（支払不能）は、サブ・ファンドの投資活動に対して深刻な中断を招く原因となりうる。状況次第では、これにより管理会社の取締役がNAVの計算および受益証券の取引を一時的に停止させる可能性がある。

2025年7月9日現在、信用リスクにさらされていたサブ・ファンドの金融資産は、現金およびその他の債権（2024年11月30日：投資有価証券、現金およびその他の債権）であった。金融資産の帳簿価額は、報告日現在の信用リスクに対する最大エクスポージャーを最もよく反映している。

報告日現在における信用リスクに対する最大エクスポージャーの内訳は以下のとおりである。

	2025年7月9日現在*	2024年11月30日現在
資産	米ドル	米ドル
投資有価証券－買建	-	28,556,036
現金	22,698,908	-
投資顧問会社からの払戻し	96,011	146,916
投資売却未収金	-	36,107
資産合計	22,794,919	28,739,059

* サブ・ファンドは2025年7月9日にすべての受益証券について全額買戻しを行い、運用を終了している。

2025年7月9日現在、サブ・ファンドは投資を保有していなかったため、投資の信用リスクに対するエクスポージャーはなかった。下表は、2024年11月30日現在、信用リスクが買戻可能参加受益証券保有者に帰属する純資産の5%を超えて集中している相手方または発行体を示している。

2024年11月30日終了年度		
名称	関係	純資産比率（%）
ゴールドマン・サックス・エマージング・マーケット・デット・ローカル・ポートフォリオ（ゴールドマン・サックス・ファンズ S I C A V のサブ・ファンド） ¹	投資ファンド	100.80%

¹ ゴールドマン・サックス・グローバル・ファンズの関係ファンド。

現金残高は、ステート・ストリート・バンク・アンド・トラスト・カンパニーに保管されており、ステート・ストリート・バンク・アンド・トラスト・カンパニーの長期信用格付けはA A－（2024年11月30日：A A－）（スタンダード・アンド・プアーズによる格付け）である。

投資適格格付を下回る相手方または発行体はない。相手方または発行体は、それ自体が投資適格に格付けされているか、または格付けされていない場合には、関連会社のうちいずれかの企業がかかる格付けを有しており、投資顧問会社の信用リスク管理およびアドバイザー部門は、当該格付企業から相手方に対する強力な暗黙の支援があると考えている。

13. 金融機関

現金および当座借越は、以下の金融機関に保管されている。

相手方	使途	2025年7月9日現在*		2024年11月30日現在	
		米ドル	純資産比率 (%)	米ドル	純資産比率 (%)
ステート・ストリート・バンク・アンド・トラスト・カンパニー(b)	(a)	22,698,908	0.00%	(2,405)	(0.01%)
合計		22,698,908	0.00%	(2,405)	(0.01%)

* サブ・ファンドは2025年7月9日にすべての受益証券について全額買戻しを行い、運用を終了している。

(a) 非制限－受託会社現金口座

(b) ステート・ストリート・バンク・アンド・トラスト・カンパニーは、受託会社のグローバルな受託機関を務めている。

14. キャッシュ・フロー計算書

ファンドは、F R S 第102号セクション7「キャッシュ・フロー計算書」に従って、オープン・エンド型投資信託に適用される免除規定を選択し、キャッシュ・フロー計算書を作成していない。

15. ポートフォリオ変動計算書

「サブ・ファンドの重大な変動」は、期中において購入価額合計の1%を超えた有価証券の購入額総計、および売却価額合計の1%を超えた売却額総計を反映している。「ポートフォリオの重大な変動」は、29ページ（記者注：原文のページ）に記載されている。

16. 為替レート

以下の為替レート（対米ドル）は、米ドル以外の通貨建ての投資有価証券、ならびにその他の資産および負債の換算に使用されたものである。

通貨	2025年7月9日現在の1米ドル*	2024年11月30日現在の1米ドル
ユーロ	0.853570	0.946790
日本円	146.465000	150.185000

* サブ・ファンドは2025年7月9日にすべての受益証券について全額買戻しを行い、運用を終了している。

17. ソフト・コミッションおよび指定ブローカー手数料

サブ・ファンドは、2025年7月9日終了期間および2024年11月30日終了年度において、第三者との間にいかなるソフト・コミッション契約も締結しなかった他、調査および／または取引執行に関するコミッションの支払いもなかった。

18. 偶発債務

2025年7月9日および2024年11月30日現在、偶発債務はなかった。

19. 英文目論見書

ファンドの直近の英文目論見書は2023年11月1日に発行された。

20. 当期における重要な事象

管理会社はファンドの存続可能性を精査した。管理する資産の低水準が続いているため、管理会社はファンドを繰上償還銘柄として管理下に置いた。したがって、本財務書類は継続企業の前提に基づいて作成されていない。

管理する資産の低水準が続いているため、取締役会は、2025年5月30日付でサブ・ファンドを終了させることを正式に決定した。また、財務報告を更新された運用スケジュールに整合させるため、取締役会は会計年度末を11月30日から7月9日に変更することを決定した。その結果、サブ・ファンドは繰上償還銘柄として管理下に置かれ、2025年7月8日にサブ・ファンドのNAV評価額が確定された後、すべての受益証券が2025年7月9日に全額買戻された。

2025年7月9日終了期間において、ファンドに影響を与える重要な事象は他に発生しなかった。

21. 後発事象

2025年7月11日、サブ・ファンドは買戻未払金に対する最終支払いを受益証券保有者に行った。

2025年7月9日以降、ファンドに影響を与える重要な後発事象は他に発生していない。

22. 補償

ファンドは、終了となる前において、さまざまな補償を含む契約を締結していた場合がある。当該契約に基づくファンドの最大エクスポージャーは不明である。しかし、ファンドには過去において、当該契約に従った請求または損失はなかった。

23. 監査済財務書類の承認

管理会社の取締役会は、2025年10月13日に本監査済清算財務書類を承認した。

Ⅵ. 投資信託財産運用総括表

信託期間		投資信託 当初払込日	2008年 1 月 30 日		投資信託契約終了時の状況		
		投資信託 契約終了日	2025年 7 月 8 日		資産総額	22,815,612米ドル	
区分		投資信託 当初払込時	投資信託 契約終了時	差引増減	負債総額	397,941米ドル	
					純資産総額	22,417,671米ドル	
受益権 口数	普通（米ドル建 て・毎月分配型） クラス受益証券	570,626口	2,444,832口	1,874,206口	受益権 口数	普通（米ドル建 て・毎月分配型） クラス受益証券	2,444,832口
元本額		60,256,017米ドル	22,417,671米ドル	△37,838,346米ドル	1口当 たり償 還金	普通（米ドル建 て・毎月分配型） クラス受益証券	2.74米ドル

各会計年度の状況

計算期	期首純資産総額 （米ドル）	期末純資産総額 （米ドル）	1口当たり純資産価格 （米ドル）		1口当たり分配金	
					金額 （米ドル）	分配率 （%）
第1期	60,256,017	136,884,709	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	—	—	—
第2期	136,884,709	299,574,041	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	10.55	0.14	1.33
第3期	299,574,041	345,809,425	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	10.86	0.93	8.56
第4期	345,809,425	314,079,981	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	9.98	0.96	9.62
第5期	314,079,981	323,166,889	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	10.48	0.96	9.16
第6期	323,166,889	292,865,819	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	8.75	0.96	10.97
第7期	292,865,819	193,652,666	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	7.57	0.96	12.68
第8期	193,652,666	110,472,193	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	5.49	0.64	11.66
第9期	110,472,193	123,974,417	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	5.12	0.48	9.38
第10期	123,974,417	120,593,871	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	5.48	0.48	8.76
第11期	120,593,871	98,622,154	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	4.46	0.48	10.76
第12期	98,622,154	113,749,891	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	4.34	0.48	11.06
第13期	113,749,891	98,036,038	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	3.98	0.48	12.06
第14期	98,036,038	57,903,626	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	3.30	0.41	12.42
第15期	57,903,626	39,259,278	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	2.69	0.24	8.92
第16期	39,259,278	34,597,255	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	2.74	0.18	6.57
第17期	34,597,255	28,330,537	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	2.57	0.18	7.00
第18期	28,330,537	22,417,671	普通（米ドル建て・毎月 分配型）クラス受益証券	2.74	0.09	3.28

VII. お知らせ

ファンドは、2025年7月8日を償還日としてファンドの運用を終了しました。