

パラディウム・ジャパン・トラストー  
豪ドル建満期時元本確保型  
ミルバーン・パフォーマンス連動ファンド  
(2008-11)

---

ケイマン諸島籍オープン・エンド型契約型公募外国投資信託／単位型

**償還運用報告書**  
(全体版)

作成対象期間

**第 9 期**

(2016年10月1日～2016年11月30日(最終償還日))

管理会社

ドイチェ・アセット・マネジメント・エス・エー

## 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。

パラディウム・ジャパン・トラストー豪ドル建満期時元本確保型ミルバーン・パフォーマンス連動ファンド（2008-11）（以下「サブ・ファンド」といいます。）は、2016年11月30日に最終償還日を迎え終了しました。

ご愛顧を賜り、誠に有難うございました。

サブ・ファンドの仕組みは、以下のとおりです。

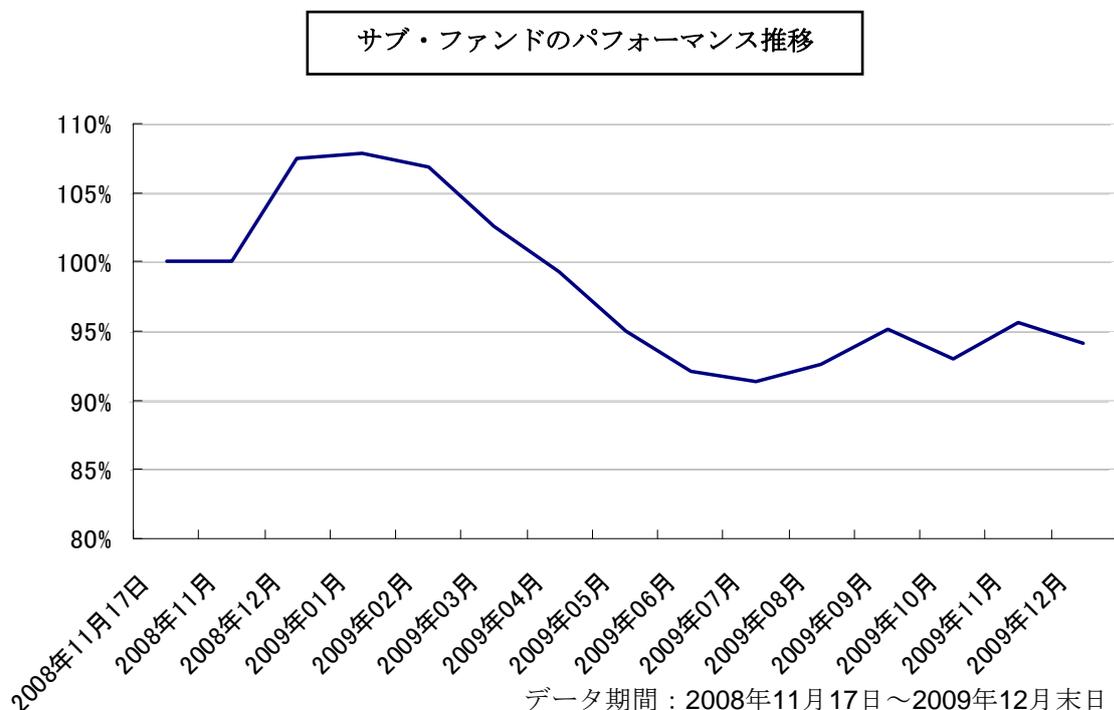
|           |  |
|-----------|--|
| ファンド形態    | ケイマン諸島籍オープン・エンド型契約型公募外国投資信託／単位型  |
| 信託期間      | サブ・ファンドは、2008年11月17日に運用を開始し、2016年11月30日に運用を終了し、償還されました。  |
| 運用方針      | サブ・ファンドの投資目的は、受益者に対して、（i）マスター・ポートフォリオ（ミルバーン・ポートフォリオにかかる元本確保型のレバレッジ戦略）の実績に連動するリターン、および（ii）サブ・ファンドの元本確保確定日から（同日を含みます。）最終償還日まで（同日を含みます。）における当初投資元本の確保を提供することです。   |
| 主要投資対象    | ドイツ銀行ロンドン支店により発行され、サブ・ファンドの最終償還日の1か月前を満期日とする予定の単一の債務証券（以下「本社債」といいます。）  |
| ファンドの運用方法 | 投資目的を達成するため、サブ・ファンドは、当初資産のすべて（設立費用にかかる報酬を控除後）を本社債に投資しました。本社債の償還額は、サブ・ファンドの最終償還日まで、ドイツ銀行が取り扱い、発行する短期金融商品に投資されます。なお、最初の海外受渡日からサブ・ファンドによる本社債の取得が決済されるまでの間、申込期間中にファンド証券の申込みに関して受領した額は、すべてドイツ銀行が取り扱い、または発行する短期金融商品に投資されました。かかる投資に生じる利息はサブ・ファンドのために発生しました。   |
| 主な投資制限    | （i）空売りされる証券の総価額は、サブ・ファンドの純資産価額を上回ってはなりません。<br>（ii）私募株式、非上場株式または容易に換金できない不動産等の非流動性資産に、サブ・ファンドにおける受益証券の純資産の15%を超えて投資することはできません。<br>（iii）管理会社または第三者の利益のための管理会社による取引等、登録受益者の保護に反するか、またはサブ・ファンドの資産の適切な運用に支障をきたす管理会社による取引は禁止されるものとします。<br>（iv）管理会社は、サブ・ファンドの勘定で借入れを行うことができますが、①借入れ時のサブ・ファンドの直近の純資産価額の10%を上限とし、②受益証券の買戻しについて支払うべき額を支払う目的の場合に限ります。<br>（v）受託会社または管理会社は、単一の発行会社により発行される普通株の10%以上をサブ・ファンドのために取得しないものとします。 |
| 分配方針      | サブ・ファンドの存続期間中、分配は行われません。   |

## I. 運用の経過等

### (1) 第8期までの運用の経過

第1期 (2008年11月17日～2009年9月30日)

2008年11月17日から2009年9月30日までの第1期計算期間とその後2009年12月末日に至る3か月間のサブ・ファンドの運用成績は豪ドルベースで-5.95%でした。



サブ・ファンドは、ミルバーン・ポートフォリオ連動社債（豪ドル建）への投資を通じて、一定のルールでミルバーン・ポートフォリオのパフォーマンスに連動したキャピタルゲインを獲得することを目的としています。以下は、ミルバーン・ポートフォリオの運用状況に関する説明です。

#### ミルバーン・ポートフォリオの運用状況について

サブ・ファンドの設定時における市場環境としては、サブプライム危機に端を発した金融危機を取り巻く懸念のなか、経済活動は世界的に急激に減速していきました。こうした環境のなか、株式指数とコモディティ価格は下落局面にあり、またリスク回避の動きが市場に広がり、安全と質への逃避から米ドルが上昇し、高利回り通貨が下落し、政府債や高流動性商品に資金が殺到しました。

大まかに言えば、サブ・ファンドの設定時から2009年3月にかけてこうした状況は続いており、これらの市場の動きを捉えたミルバーン・ポートフォリオは、株式指数のショート、コモディティのショート、米ドルのロング、金利先物のロングポジションから、同期間に高い利益を上げました。

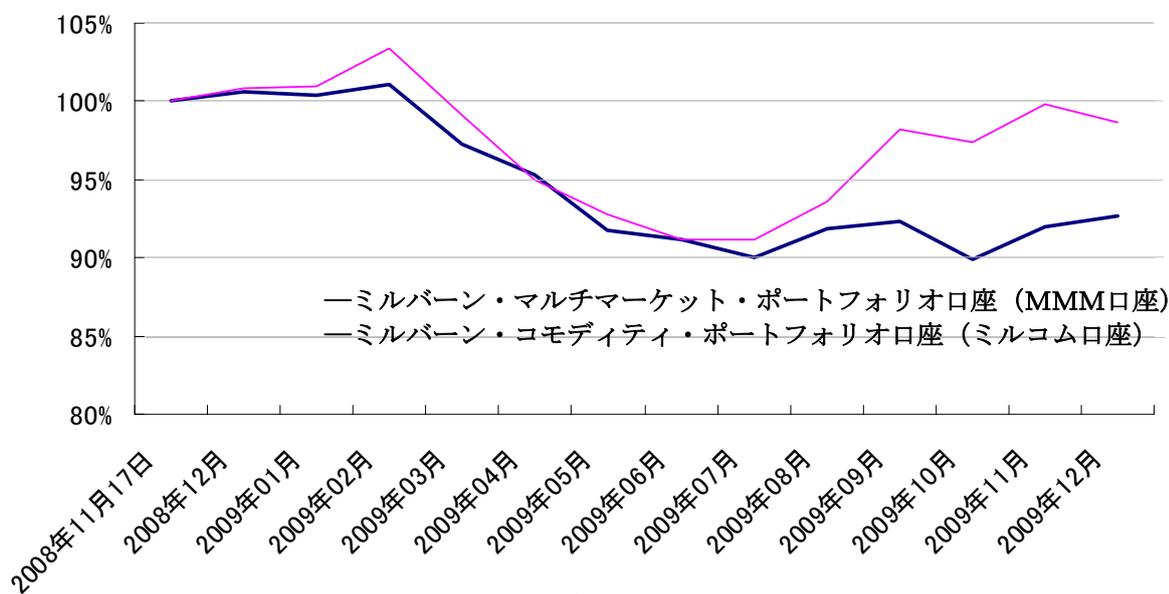
市場参加者の姿勢は、2009年3月10日前後に大きく変化しました。まず、株価が上昇し、続いてコモディティ価格も上向きました。さらに、米ドルが下落し始め、長期金利が上昇し始め、その結果、利益を上げていたポジションが損失を生み出し始めました。これらのポジションは、

ミルバーン・ポートフォリオが採用するモデルが、新たなデータに対応するのに伴って徐々に削減されましたが、モデルの3分の2以上をトレンドフォロー戦略が占めており、同戦略の平均取引期間は6か月以上であるため、ポジションが削減、解消されるまで相当な期間を要しました。

2009年第3四半期には、金融市場が堅調なパフォーマンスを牽引する形となりました。高利回り通貨およびコモディティ通貨に対する米ドルおよびその他通貨のショートポジションが利益を上げ、株式指数先物のロングおよび金利先物のロングポジションも、パフォーマンスの押し上げ要因となりました。また、米ドル安を背景に、貴金属、鉛、亜鉛のロングポジションも利益を上げました。農産物セクターでは、小麦のショートおよび砂糖のロングポジションが利益をもたらしました。

2009年第4四半期には、特に米国とアジアの景気見通しが改善したことから、米国、ノルウェー、アジア（日本を除きます。）の株式指数先物のロングポジションが利益を上げました。一方、欧州の大部分、日本、韓国の株式指数先物取引は損失を計上しました。こうした景気回復は、貴金属および工業用金属のロングポジションに利益をもたらしましたが、金利上昇にもつながったことから、金利先物のロングポジションは損失を計上する結果となりました。砂糖および綿のロングポジションは利益を上げたものの、穀物価格は先の下落基調から上昇に転じ、穀物のショートポジションは損失を計上しました。

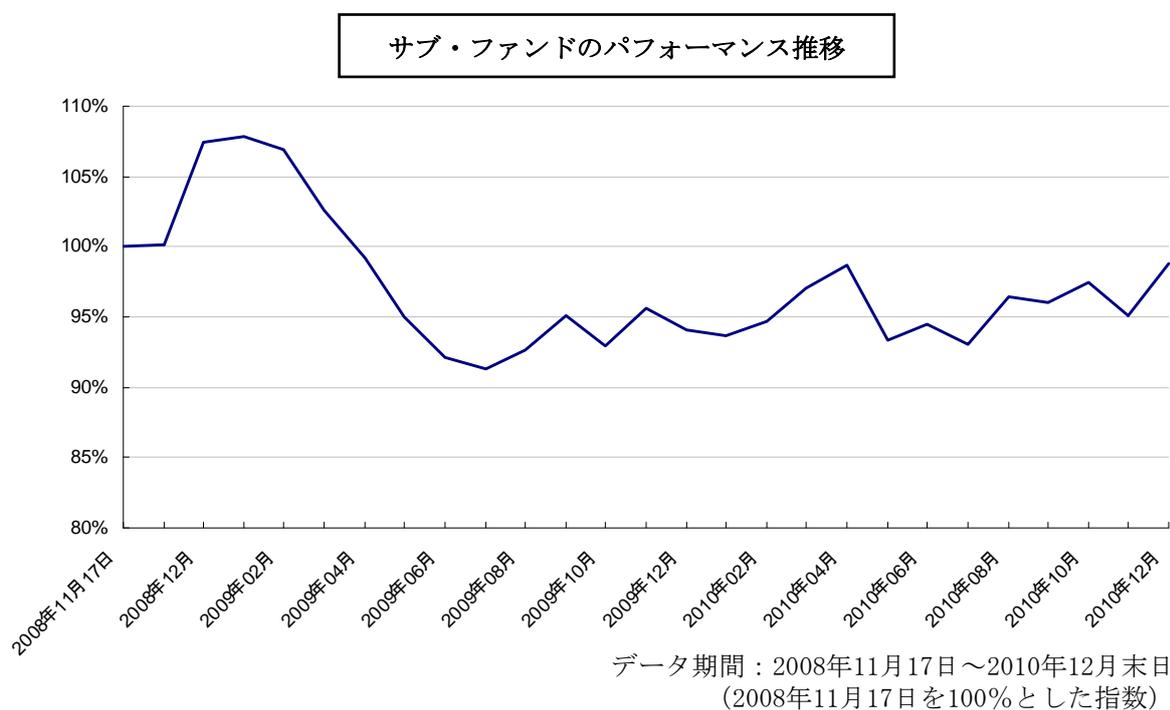
下図は、ミルバーン・ポートフォリオを構成するミルバーン・マルチマーケット・ポートフォリオ口座（MMM口座）、およびミルバーン・コモディティ・ポートフォリオ口座（ミルコム口座）のパフォーマンスです。



データ期間：2008年11月17日～2009年12月末日

## 第2期（2009年10月1日～2010年9月30日）

2009年10月1日から2010年9月末日までの第2期計算期間とその後2010年12月末日に至る3か月間のサブ・ファンドの運用成績は豪ドルベースで+3.84%でした。



サブ・ファンドは、ミルバーン・ポートフォリオ連動社債（豪ドル建）への投資を通じて、一定のルールでミルバーン・ポートフォリオのパフォーマンスに連動したキャピタルゲインを獲得することを目的としています。以下は、ミルバーン・ポートフォリオの運用状況に関する説明です。

### ミルバーン・ポートフォリオの運用状況について

ミルバーン・ポートフォリオは、2009年第4四半期において利益を計上しました。とりわけ米国やアジアの経済見通しが改善したことで、米国やノルウェーおよび日本を除くアジアにおける株価指数先物の買い持ちポジションからの収益につながりました。一方、ほとんどの欧州や、日本、韓国の株価指数先物取引は損失を計上しました。こうした景気回復により、貴金属や工業用金属の買い持ちポジションから利益が生み出されましたが、金利の上昇にもつながり、金利先物の買い持ちポジションが損失を被りました。砂糖や綿花の買い持ちポジションが利益を計上しました。期初における下降傾向が反転し穀物価格が上昇したことから、穀物の売り持ちポジションが損失を計上しました。

2010年の2月から4月および9月から12月にかけての利益が、欧州債務危機が最も深刻化した5月から7月にかけての損失を上回り、2010年全体では大幅な収益を生み出しました。金利先物取引からの収益が最も大きく、通貨、金属、穀物、ソフトコモディティの先物取引も魅力的な利益を上げました。その一方で、エネルギーおよび株式の先物取引は損失を計上しました。

ゼロに近い政策金利や、量的緩和および量的緩和第2弾を通じての継続的な流動性供給により、FRBの金融緩和政策は2010年を通して常に市場の動きに影響を与え続けました。これを背景として、米国、英国、欧州および日本の中長期国債や短期金利先物のロングポジションは2010年の第3四半期までに高い利益を上げました。しかしながら、10月から12月の期間において、欧州周辺国の債務危機が大きく広まったことによる先進国経済の政府における膨大な財政赤字に対する懸念や、将来のインフレ懸念が大幅な金利上昇のきっかけとなり、金利先物のロングポジションによる損失が拡大しました。また、中国、インド、オーストラリアを含む複数の国々がインフレの芽を摘むために金融政策を引き締めたことも金利の上昇圧力となりました。

対米ドルおよびクロス通貨セクターは収益を計上し、外国為替取引はプラス寄与となりました。とりわけブラジル、コロンビア、インド、メキシコ、南アフリカ、シンガポールのような成長国通貨や資源国通貨に対する米ドルのショートポジションが利益を上げました。ユーロのショートポジションは米ドルに対してプラスに寄与したのと同様に、クロス通貨セクターにおいても、様々な通貨に対して収益を計上しました。さらに、カナダ、スイス、スウェーデンの通貨に対するオーストラリアドルのロングポジションも利益を上げました。一方、英国ポンド、韓国ウォン、ニュージーランドドル、ロシアルーブルに対する米ドル取引は、為替レートの方角性が定まらず、変動が激しかったために損失を計上しました。

貨幣に対する信頼低下や、欧州危機の再燃による安全資産への逃避、経済成長に対する楽観論の台頭などの恩恵を受け、貴金属のロングポジションは利益を上げました。一方、2010年を通じて成長見通しが定まらなかったことから産業用金属価格は不安定な値動きとなり、産業用金属の取引は損失を計上しましたが、12月に入って見通しが改善したことを受け大幅な利益を上げました。亜鉛、鉛、アルミニウムの取引による損失は、銅、ニッケル、スズによる収益を上回りました。

米ドル安、とりわけ第4四半期における成長見通しの改善、降水量や気温などの天候条件に起因する供給懸念などにより農産物市場は上昇し、トウモロコシ、小麦、菜種、大豆などのロングポジションは収益を計上しました。コーヒー、綿花、パーム原油、ゴムのロングポジションは利益を上げましたが、ココアや砂糖は小幅な損失を計上しました。

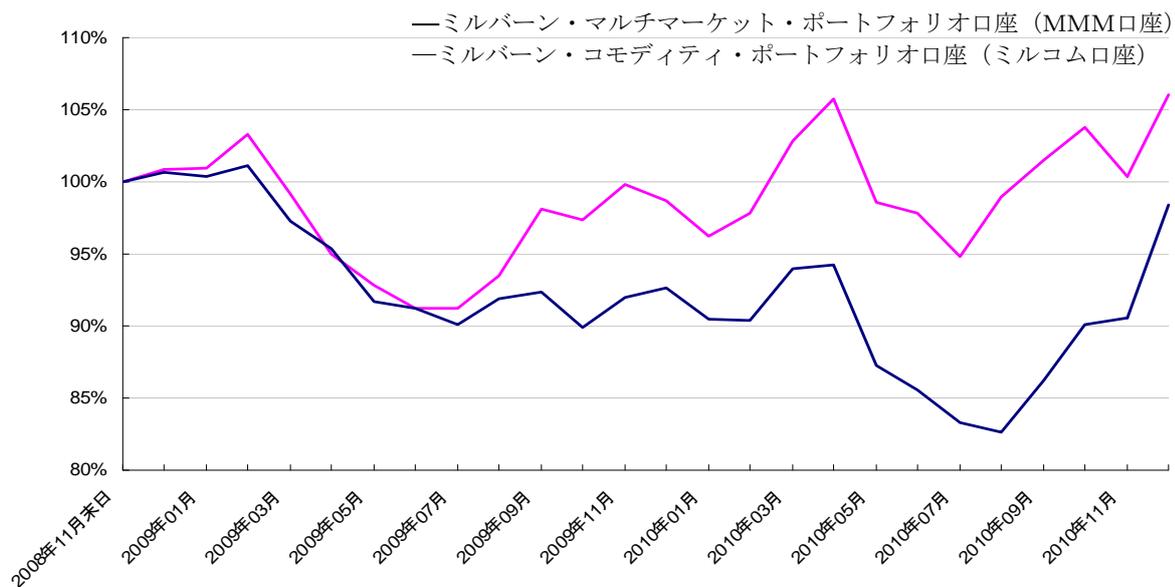
原油や石油製品価格は方向性が定まらず、不安定な値動きとなったため、エネルギー取引は利益を上げることができませんでした。しかし、2010年後半になって成長見通しが改善し、FRBによる継続的な流動性供給が投資家の信頼を下支えたことで、エネルギー価格は上昇に転じました。天然ガスのショートポジションは小幅な収益を計上し、原油や石油製品による損失の一部を相殺しました。

株式取引は損失を計上しましたが、期間や国によりパフォーマンスは全く異なりました。2010年前半において、欧州債務危機に対する認識の高まり、中国の金融引き締めへの懸念、5月6日の“フラッシュクラッシュ（瞬間暴落）”、北朝鮮と韓国の対立、グローバルな経済成長の持続可能性といったいくつかの重要な問題により、株式先物取引は損失を計上しました。一方、2010年後半は成長見通しが改善し、FRBによる流動性の供給が投資家の信頼を下支えたことで、株式取引は収益を計上し、2010年前半に被った損失の一部を相殺しました。国別では、インド、タイ、シンガポール、台湾、韓国、米国、ドイツ、スウェーデンにおける株式先物の

ロングポジションが利益を上げました。一方、中国、香港、スペイン、イタリア、フランス、日本、オーストラリアの株式取引は損失を計上しました。

最後に、家畜のロングポジションも損失を計上しました。

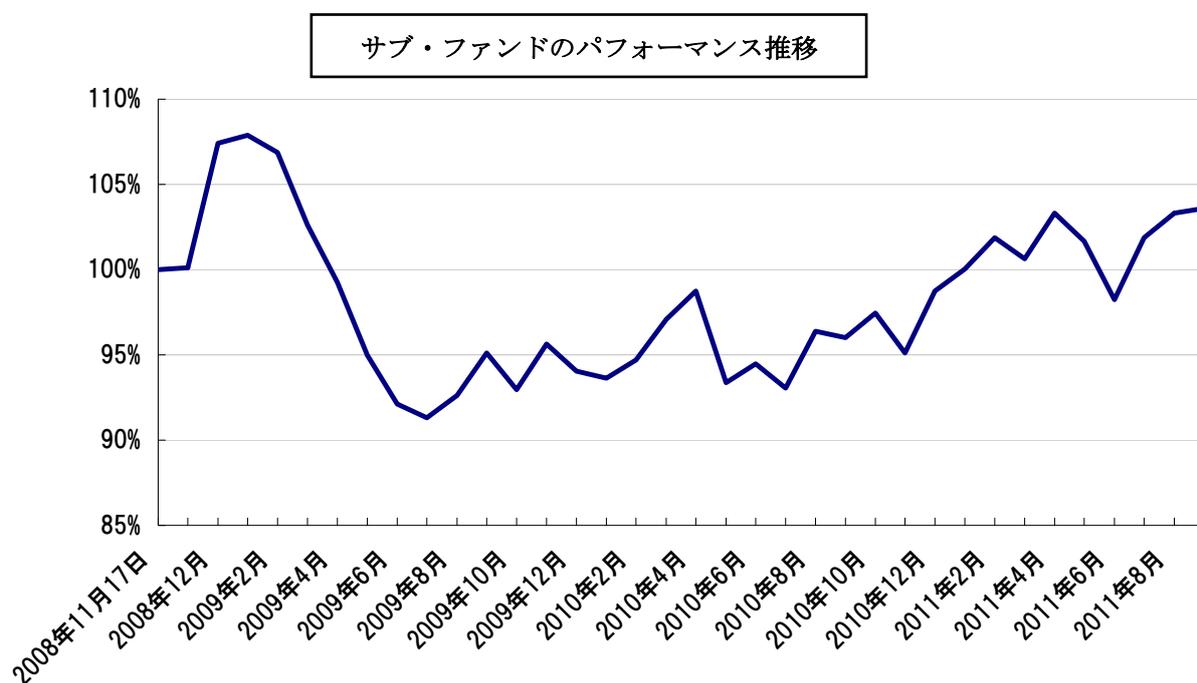
下図は、ミルバーン・ポートフォリオを構成するミルバーン・マルチマーケット・ポートフォリオ口座（MMM口座）、およびミルバーン・コモディティ・ポートフォリオ口座（ミルコム口座）のパフォーマンスです。



データ期間：2008年11月末日～2010年12月末日  
(2008年11月末日を100%とした指数)

### 第3期（2010年10月1日～2011年9月30日）

2010年10月1日から2011年9月末日までの第3期計算期間のサブ・ファンドの運用成績は豪ドルベースで+7.89%でした。



データ期間：2008年11月17日～2011年9月末日  
(2008年11月17日を100%とした指数)

サブ・ファンドは、ミルバーン・ポートフォリオ連動社債（豪ドル建）への投資を通じて、一定のルールでミルバーン・ポートフォリオのパフォーマンスに連動したキャピタルゲインを獲得することを目的としています。以下は、ミルバーン・ポートフォリオの運用状況に関する説明です。

#### ミルバーン・ポートフォリオの運用状況について

当期後半の主に金利取引の買い持ちポジションおよび当期前半の主にコモディティの買い持ちポジションによる収益が、株価指数先物の取引による損失を上回り、ファンド全体では収益を計上しました。為替取引では、米ドルの取引による収益が、米ドル以外のクロス通貨取引による損失で相殺され、横ばいとなりました。

当期前半のほとんどを通じて、とりわけFRBなどの先進国中央銀行による大量の流動性供給が奏功し、成長見通しが改善したことから、米ドル安や株高、コモディティ価格上昇につながりました。一方、インフレ懸念や新興国の金融引き締め、政府債務問題に対する根強い懸念などにより、国債利回りは上昇しました。

しかしながら、3月初め以降、経済成長や経済政策、政治、自然災害などに関連した多くの要因が市場参加者を悩ませました。“リスクオン・リスクオフ”取引が繰り返される変動の激しい期間において、市場心理は何度にもわたり期待と絶望の狭間で揺れ動きました。日本の地震

や津波、原発事故、ニュージーランドの地震、オーストラリアやタイの洪水などがありました。また、世界各地では例年のように激しい豪雨や干ばつが発生しました。財政面では、政治の行き詰まりや信頼の欠如により、米国や欧州は債務・財政危機に対して明確な対応を示すことができなかつたため、多くの国の信用格付けが引き下げられ、世界の銀行システムは困難な状況に直面しました。一年を通じて、傷ついた信頼の回復や、鈍化した成長の促進に向け、先進国では金融政策による対応が断続的に行われました。FRB やイングランド銀行、ECB は、低金利の長期化や量的緩和により景気浮揚を目指しました。中国やブラジル、インド、インドネシアなどの新興国市場の中央銀行は、インフレ抑制のために比較的引き締めの金融政策を維持してきましたが、成長率の鈍化がより深刻な懸念となったため、8月までにはそうした国々でさえも金融緩和に転じました。2011年においては、各国の為替政策についても決して安定した状況ではありませんでした。スイスや日本からブラジルやチリに至るまで、輸出産業に打撃を与える通貨高に歯止めをかけるための政策が実施されました。最後に、中東においては、アラブの春や、イランの核査察拒否、米軍のイラク撤退計画などにより、とりわけエネルギーセクターで不透明感が増したことを受け、国際エネルギー機関（IEA）は7月に6,000万バレルの戦略石油備蓄を放出しました。

こうした環境の中で、ほとんどの市場における値動きは不安定で明確な方向感を欠くものとなったため、当然のことながら安全資産への逃避やリスク回避取引が収益を上げました。その結果、4月から9月までの期間では、米国やオーストラリア、カナダ、そして小幅ながらも英国やドイツの国債や国債先物の買い持ちポジションが収益を上げました。こうした収益は、10月から3月までの金利先物取引による損失を大きく上回りました。

コモディティ取引も、とりわけ10月から2月の期間に収益を計上しました。金属セクターでは、金や銀の買い持ちポジションが収益のほとんどを占めました。当期前半には、米ドル安や高い成長率、インフレ懸念などが貴金属の価格を支えましたが、当期後半には安全資産への逃避により金価格が下支えされました。一方、工業用金属の値動きにはばらつきが見られ、銅の取引による収益は、鉛や亜鉛、プラチナの取引による損失で相殺されました。

中東や北アフリカの政情不安や当期前半における良好な経済成長見通し、供給不安などにより、エネルギー価格は上昇しました。したがって、原油や灯油、ロンドン軽油、ガソリン（RBOB）の買い持ちポジションは収益を上げました。ただし、成長見通しの悪化に伴い価格が下落に転じ、IEAが7月に戦略石油備蓄を放出した時点で収益が縮小したことから、買い持ちポジションを手仕舞いました。天然ガスの取引は損失を被りました。

当期前半には、米ドル安や堅調な成長見通しにより農産物やソフトコモディティの価格が支えられました。農産物市場も、様々な悪天候要因（豪雨や干ばつ、猛暑や寒波）に伴う供給不安により価格が支えられました。大豆や大豆油、トウモロコシ、白・黄トウモロコシ、小麦、菜種、綿花、パーム原油、コーヒー、ゴムの買い持ちポジションは収益を上げました。大豆ミールや小麦粉、ココア、家畜の取引は損失を被りました。

株式に目を向けると、先進諸国の金融緩和策の長期化により、期初において世界経済成長に対する楽観的な見方が強まりました。こうした環境はグローバル株式市場にとって好材料となり、多くの株価指数先物の買い持ちポジションが収益を上げました。しかしながら、後半になり、上記のような様々な問題に反応して株価が不規則に変動する中で、株価指数取引は収益を上げ

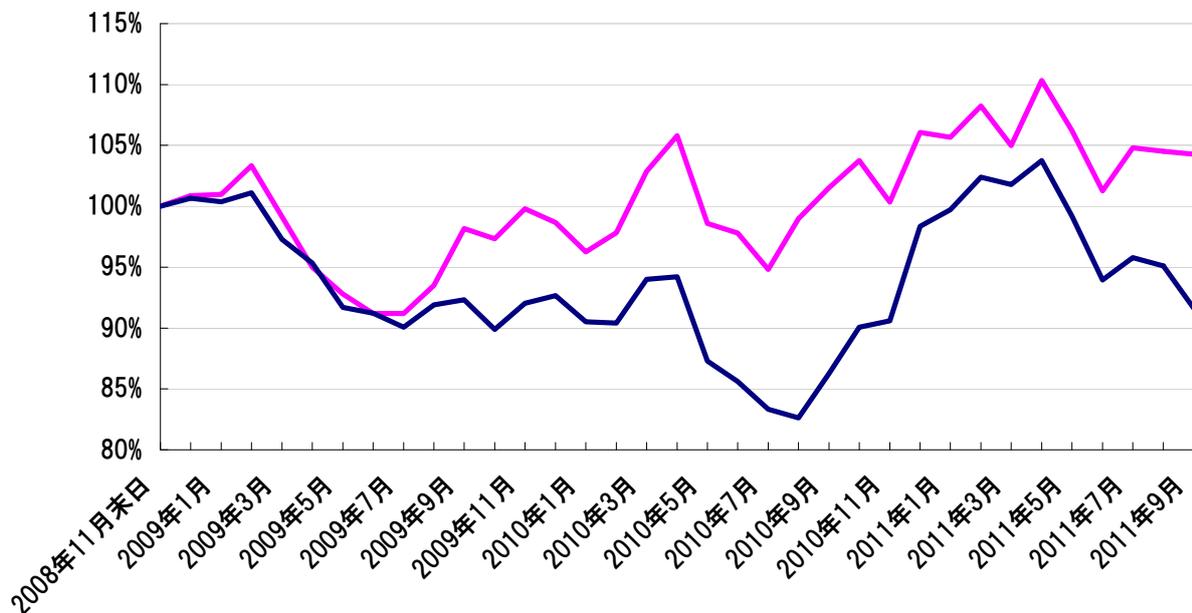
ることができず、損失が広範囲に及びました。多くのケースにおいて、買い持ちおよび売り持ちの両ポジションで損失を計上しました。当期全体では、日本やオーストラリア、イタリア、スペイン、英国の株価指数先物の取引による損失が、オランダやドイツ、カナダ、スウェーデン、韓国の株価指数先物の取引による収益を上回りました。

当期のほとんどにおいて、新興国市場の高金利・高成長通貨や資源国通貨に対する米ドルの売り持ちポジションが収益を上げました。また、“避難通貨”とされるスイスフランや日本円に対する米ドルの売り持ちポジションも収益を上げました。しかしながら、成長見通しが悪化し、債務・財政危機が深刻化し、そして多くの国が自国通貨高を阻止するための政策を実施したことから、夏の終わり頃までには米ドルは反発し、当期前半に計上した収益が縮小したため、多くのポジションを手仕舞い、或いは反転させました。全体では、ブラジルやインド、韓国、メキシコ、ロシア、シンガポール、オーストラリア、カナダ、ニュージーランド、スイス、ユーロの通貨取引による収益が、英国やチリ、コロンビア、日本、スウェーデンの通貨取引による損失を上回りました。

クロス通貨取引は大きな損失を被りました。ユーロ／ニュージーランドドルや、ニュージーランドドル／日本円のクロス取引において、欧州債務危機の影響やニュージーランドの地震、日本の津波被害が不安定な値動きにつながり、買い持ちおよび売り持ちの両ポジションで損失を被りました。豪ドル／カナダドルのクロス取引でも、ボラティリティの影響により、買い持ちおよび売り持ちの両ポジションで損失を被りました。最後に、北欧通貨に対するスイスフランと英ポンドの売り持ちポジションも損失を計上しました。

下図は、ミルバーン・ポートフォリオを構成するミルバーン・マルチマーケット・ポートフォリオ口座（MMM口座）およびミルバーン・コモディティ・ポートフォリオ口座（ミルコム口座）のパフォーマンスです。

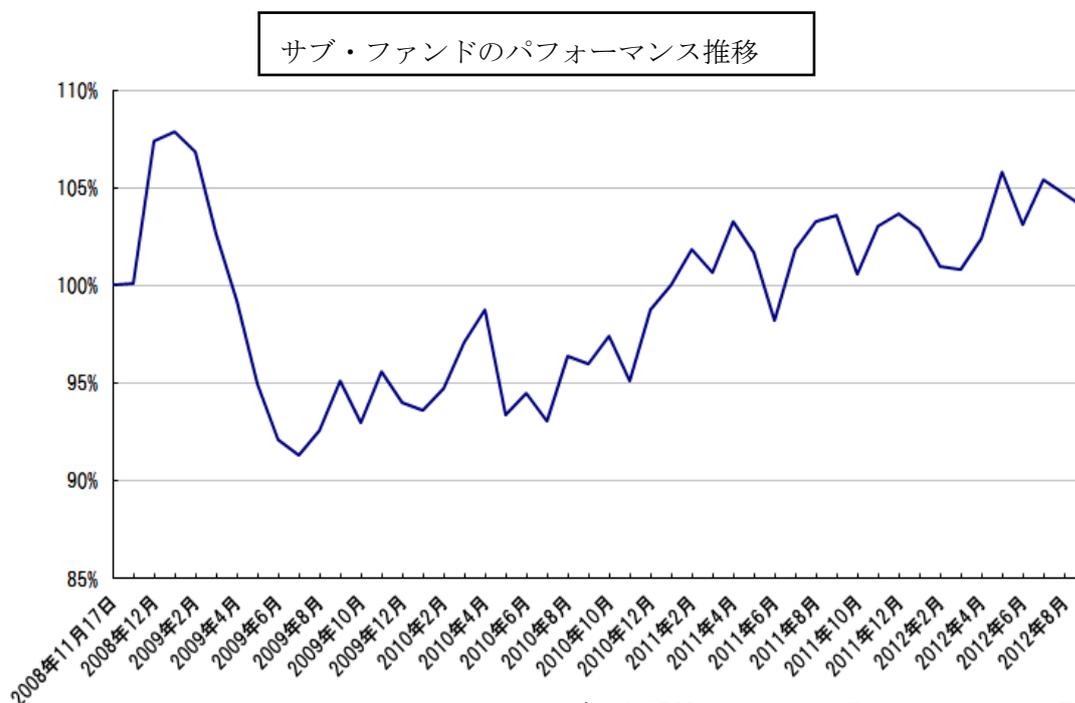
—ミルバーン・マルチマーケット・ポートフォリオ口座（MMM口座）  
 —ミルバーン・コモディティ・ポートフォリオ口座（ミルコム口座）



データ期間：2008年11月末日～2011年9月末日  
 (2008年11月末日を100%とした指数)

#### 第4期（2011年10月1日～2012年9月30日）

2011年10月1日から2012年9月末日までの第4期計算期間のサブ・ファンドの運用成績は豪ドルベースで+0.39%でした。



データ期間：2008年11月17日～2012年9月末日  
(2008年11月17日を100%とした指数)

サブ・ファンドは、ミルバーン・ポートフォリオ連動社債（豪ドル建）への投資を通じて、一定のルールでミルバーン・ポートフォリオのパフォーマンスに連動したキャピタルゲインを獲得することを目的としています。以下は、ミルバーン・ポートフォリオの運用状況に関する説明です。

#### ミルバーン・ポートフォリオの運用状況について

世界の経済成長およびインフレに関する不透明感や、財政・金融政策、政治的イベントにより、息の長いトレンドの形成が妨げられたため、当ファンドは当期に損失を計上しました。こうした環境の中で、為替や株価指数、エネルギー、金属先物などの取引による損失が、金利先物取引による好調な収益を上回り、全体として損失を計上しました。農産物先物取引はほぼ横ばいとなりました。

先進国ではレバレッジ解消の動きが続き、また新興国では新たな成長モデルとして輸出主導型から内需主導型経済への移行が進んでいます。こうした中で、欧州のソブリン債務危機や米国の財政問題などが重なり、世界経済を圧迫しました。当期を通じて実際の選挙（例えばギリシャの2回の選挙、フランスの大統領選、中国の新たな指導者の選出、米国の大統領選）や、今後予定されている選挙の影響により、周期的に市場に下方圧力が加わりました。こうしたマイナスの要素が見られた一方、特に先進国では中央銀行が金融緩和を強力に推進しました。中でも米連邦準備制度理事会（FRB）は積極的な緩和姿勢を示し、オペレーション・ツイストや、量的緩和第3弾（QE3）、オープン市場での米長期国債および住宅ローン担保証券の購入を実

施しました。また、失業率やインフレ率を金融政策の目標としました。欧州中央銀行（ECB）は当初に長期資金供給オペ（LTRO）を開始し、当期末近くにアウトライト・マネタリー・トランザクション（OMT）を実施しました。日銀は資産購入プログラムを5倍の規模に拡大するとともに、インフレ・ターゲットを導入し、イングランド銀行（英中央銀行）は量的緩和プログラムを2倍の規模に拡大しました。中国やブラジル、インド、その他アジアおよび欧州各国の中央銀行は大規模な緩和策措置を講じました。

これらの金融緩和への取組みの大部分は、国会議員や財政当局が銀行に対する規制や監視を強化し、適切かつ効果的な税制や歳出プログラムにより債務や財政赤字を抑制し、更に競争力を強化すべく制度変更を実行するための時間稼ぎと受け止められました。また、それは非常に緩やかであったものの、進展が見られました。格付機関が世界の大手銀行の多くの格下げを発表したことを受け、2011年11月後半において、FRB主導により6つの中央銀行は商業銀行に対するドル調達コストを引き下げました。

2012年6月29日、欧州連合（EU）首脳はスペインの銀行に対する緊急融資に関する条件を緩和し、スペインおよびイタリアの借入コストを引き下げ、緊急援助資金による欧州の銀行の直接的な資本増強を進めることに合意したと発表しました。更に、ECBの監視によるEU銀行同盟構想（12月に更に進展しました。）を議論し、財政統合議論を進展させ、1,200億ユーロの成長促進策を検討することなどでも合意しました。ドラギ ECB 総裁は7月26日、「ユーロを守るためにはいかなる措置も講じる」と明言しました。重要なことは、欧州の中で最も大きな債務を抱えている国々が年金や福利厚生改革を実施し、労働市場を機能的に改善し、歳入徴収や歳出管理を強化していることです。

それでも、当期末が近づくに従って、経済成長見通しにはばらつきが見られました。住宅指標の改善や、シェールオイル革命の恩恵、米国の雇用情勢の安定は、米国の成長見通しが改善していることを示しています。しかし、中国や新興国市場の成長は概してまだ不安定な状況にありました。欧州は依然として景気後退局面にあり、日本経済は低迷しています。

こうした概して不安定な状況や、金融緩和、低成長、低インフレ環境を踏まえると、米国やオーストラリア、カナダ、英国、ドイツ、フランス、イタリア、日本の中長期国債の買い持ちポジションが収益を上げたことは当然であると言えます。ドイツの短期金融商品の買い持ちポジションも非常に高い収益を計上しました。

「リスクオン」と「リスクオフ」が繰り返される環境の中で、為替取引は変動が激しく、大幅な損失を計上しました。様々な高金利通貨および新興国通貨や、日本円、スウェーデンクローナ、シンガポールドルに対する米ドルの取引は概して損失を計上しました。豪ドルに対する英ポンドの取引と同様に、ポーランドズロチや南アフリカランドに対するユーロの売り持ちポジションは損失を計上しました。一方、米ドルや高金利通貨、北欧通貨に対するユーロの売り持ちポジションは収益を計上しました。また、ノルウェークローネやニュージーランドドルに対するスイスフランの売り持ちポジションも収益を計上しました。

こうした不安定な環境の中で、株式先物取引は損失を計上しました。アジアや欧州の様々な株価指数取引は損失を計上しました。一方、これらの損失は、VIX 指数の売り持ちポジションや、

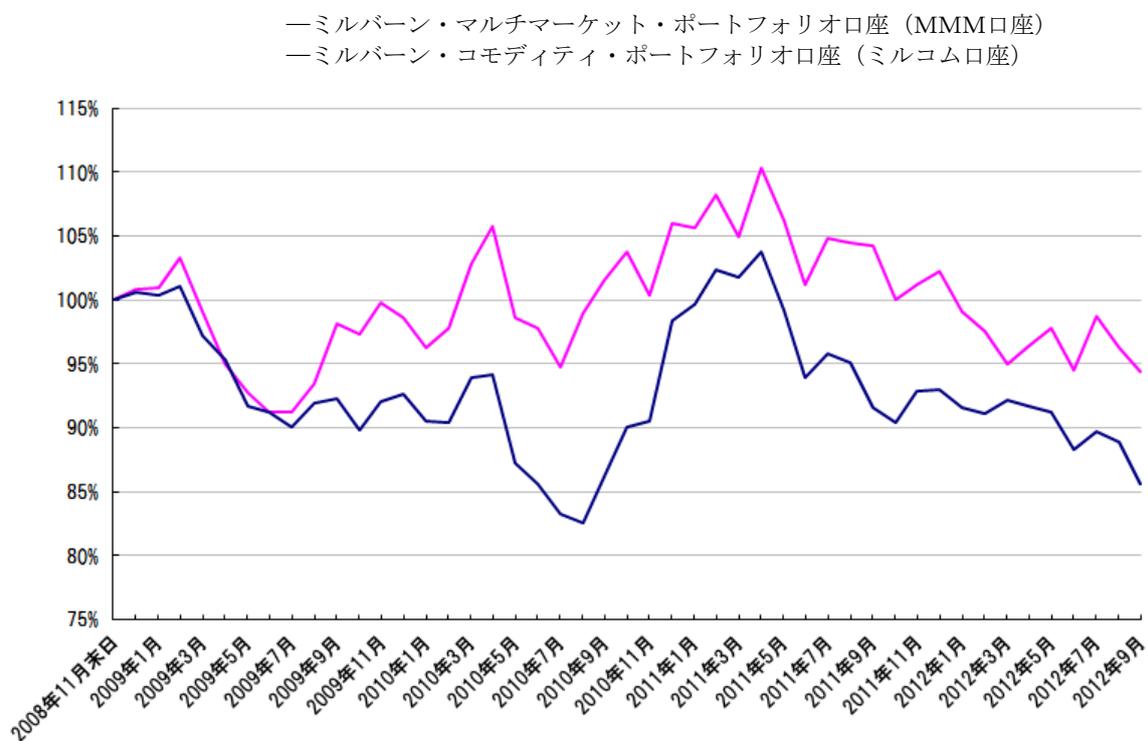
米国の株式先物の買い持ちポジション、スペインの株価指数の売り持ちポジションの収益によりやや相殺されました。

金属価格は当期に大きく変動しました。一般的に、貴金属の買い持ちポジションは損失を計上し、主に産業用金属の売り持ちポジションが損失を計上しました。経済的不透明感や中東情勢の混乱が持続的なトレンドの形成を妨げたため、原油や灯油、ロンドンガスオイルの取引はかなりの損失を計上しました。一方、北米のシェールブームを受け、米国の天然ガス取引は収益を計上し、英国の天然ガス取引の売り持ちポジションも収益を計上しました。

穀物価格は当初、良好な収穫見通しにより下落し、夏前半に干ばつが起きたことにより急騰し、その後、需要の減少により急落しましたが、穀物取引はほぼ横ばいとなりました。トウモロコシや大豆油、大豆、オートムギ、もみ米、小麦の取引は損失を計上した一方、大豆ミールや欧州菜種、メイズ、小麦粉の売り持ちポジションは収益を計上しました。家畜の売り持ちポジションは小幅な損失を計上しました。

アラビカコーヒーの売り持ちポジションは、ブラジル産の豊作により供給が増えたことから大幅な収益を計上しました。2012 年前半に世界経済が鈍化したため、綿花の売り持ちポジションは損失を計上しました。ココアの売り持ちポジションは、2011 年末に十分な供給があったにもかかわらず欧州の景気後退により需要が減退したため、収益を計上しました。天然ゴムの売り持ちポジションは 2011 年後半に収益を計上しました。オレンジジュースの先物取引も収益を計上しました。一方、これらの収益は、砂糖やロブスタコーヒー、粗パーム油の取引による損失によりほぼ相殺されました。

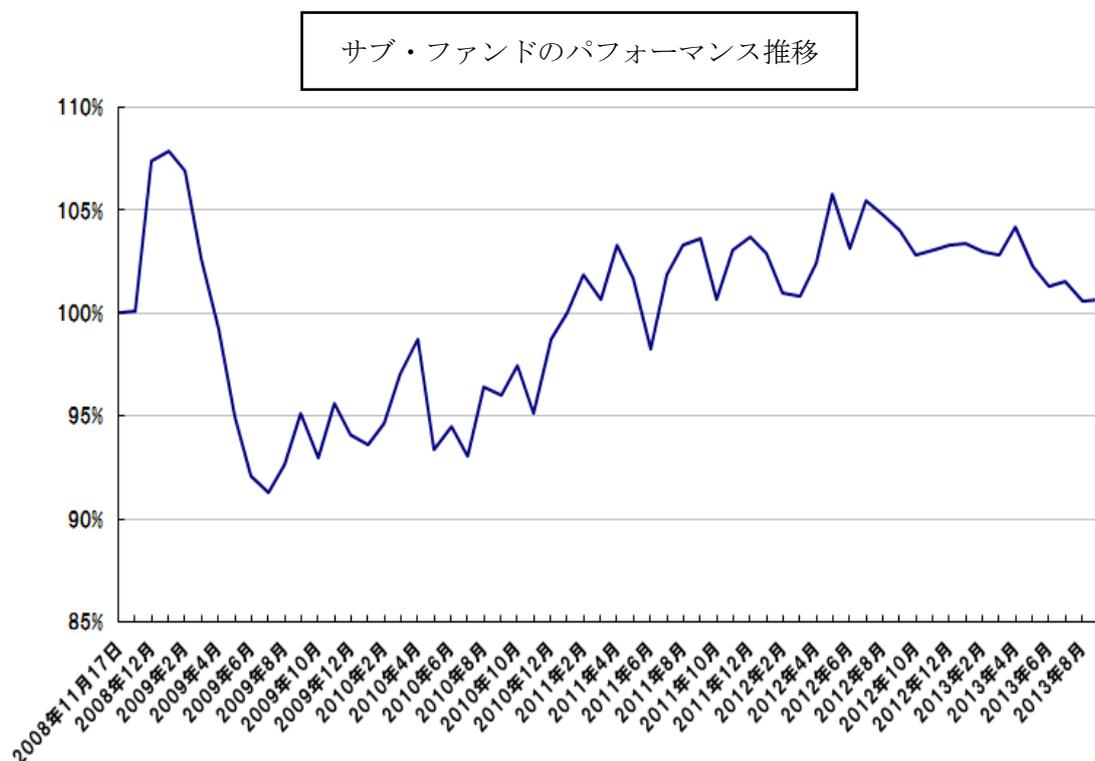
下図は、ミルバーン・ポートフォリオを構成するミルバーン・マルチマーケット・ポートフォリオ口座（MMM口座）、およびミルバーン・コモディティ・ポートフォリオ口座（ミルコム口座）のパフォーマンスです。



データ期間：2008年11月末日～2012年9月末日  
 （2008年11月末日を100%とした指数）

## 第5期（2012年10月1日～2013年9月30日）

2012年10月1日から2013年9月末日までの第5期計算期間のサブ・ファンドの運用成績は豪ドルベースで-3.25%でした。



データ期間：2008年11月17日～2013年9月末日

(2008年11月17日を100%とした指数)

サブ・ファンドは、ミルバーン・ポートフォリオ連動社債（豪ドル建）への投資を通じて、一定のルールでミルバーン・ポートフォリオのパフォーマンスに連動したキャピタルゲインを獲得することを目的としています。以下は、ミルバーン・ポートフォリオの運用状況に関する説明です。

### ミルバーン・ポートフォリオの運用状況について

金利先物や為替、エネルギー、金属、農産物先物のポジションによる損失が、株価指数先物のポジションによる収益を大幅に上回り、当ポートフォリオは当期に損失を計上しました。

当期、米国の経済状況は緩やかながらも着実に改善しました。中国経済の成長ペースはやや減速しているものの、堅調に推移する兆しが見られます。欧州の成長は少なくとも若干改善しています。更に、2013年のほとんどにおいて世界的な金融緩和が続きました。また、ここ数年は先進国において銀行・財政問題が経済の下押し圧力となっていたものの、徐々に状況が改善に向かっていくように思われます。こうした中で、市場センチメントが好転しました。

一方、こうした前向きな動きが続いていた中で、政策に対する懸念や、政治・社会的混乱、またそれによる経済的不透明感が繰り返し生じました。金融政策の面では、米連邦準備制度理事会（FRB）の量的緩和縮小のタイミングに関する議論が続きました。また、中国人民銀行は2013年半ば、シャドバンキングの規制などに向け、金融引き締め姿勢を強化しました。更に、

多くの中央銀行は自国通貨高（通貨安）に誘導するため、政策金利の引き上げ（引き下げ）を実施したことから、金利市場や為替市場で混乱が頻発しました。米国では、財政政策をめぐる民主・共和両党の対立が市場に影響を与えました。例えば、2012年末から2013年初めにかけての「財政の崖」議論や、2013年3月の自動歳出削減、当期末にかけての政府機関閉鎖問題などが注目を集めました。また、世界各国で政治・社会的緊張の高まりが見られました。例えば、米国の大統領選挙や、中国の指導部交代、スペインの財政問題、イタリアの総選挙、キプロスの経済危機、トルコやインドネシア、タイ、ブラジル、南アフリカの社会不安、シリアやエジプト、イラク、イランの武力紛争などがありました。

当期は、金利先物取引は不安定に推移し、収益を上げることができませんでした。期初、市場では依然としてデフレ懸念が強く、量的緩和第3弾の開始などを受け、金利先物の買い持ちポジションが収益を上げました。しかし、バーナンキFRB議長やその他のFRB高官が5月にFRBの量的緩和縮小を示唆したことから、米国の中長期国債利回りは反転し、急激に上昇しました。これに伴い、カナダや欧州、英国、オーストラリア、日本の中長期国債利回りも上昇しました。その後、量的緩和縮小のタイミングが不透明であったため、不安定な取引環境が続きました。結果として、米国やドイツ、オーストラリア、カナダ、英国の中長期国債の買い持ちポジションは損失を計上しました。オーストラリアやドイツ、英国の金利先物の短期取引も損失を被りました。一方、フランスやイタリア、日本の中長期国債先物取引は若干の収益を計上しました。

外国為替市場も不安定な動きとなり、方向性に欠ける展開が続きました。先進国の金利水準の大幅な変化や量的緩和をめぐる不透明感が通貨の動きに影響を与えました。更に、オーストラリアやニュージーランド、日本、チェコ共和国、ポーランド、ペルー、韓国などの国が通貨安政策をとった一方、トルコやインド、インドネシア、ブラジル、南アフリカなどは通貨高政策をとりました。最後に、中国の成長をめぐる不透明感を背景に、資源国通貨は下落しました。結果として、オーストラリアやニュージーランド、カナダ、英国、ユーロ、スイス、チェコ共和国、ポーランド、ロシア、ノルウェー、コロンビア、シンガポールの通貨に対する米ドルの取引は損失を計上しました。様々な通貨に対するユーロの取引も損失を計上しました。これらの損失は、日本やブラジル、チリ、インド、イスラエル、韓国、メキシコ、トルコの通貨に対する米ドルの取引が収益を計上したことにより、部分的に相殺されました。また、オーストラリアドルの買いに対する日本円の売りや、ユーロの買いに対する南アフリカランドの売り、英ポンドに対するオーストラリアドルの取引も収益を計上しました。

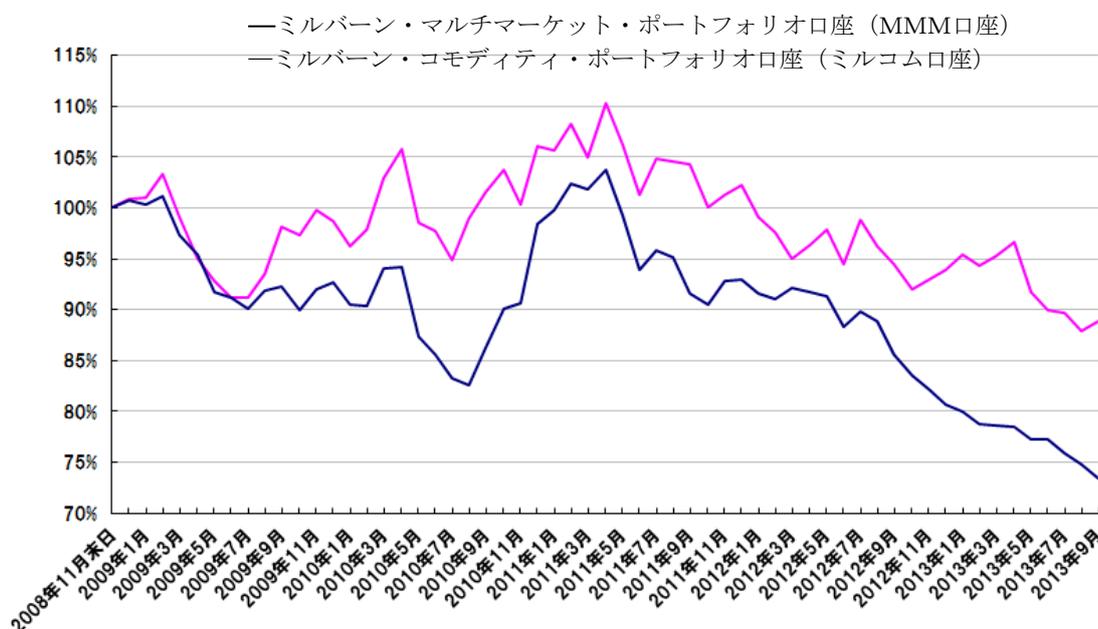
エネルギー価格は当期、様々な要因の影響を受けました。全体的な経済成長の改善（特に先進国の成長の改善）や中東情勢の混乱がエネルギー価格の上昇要因となりました。一方、シェール・オイル革命の影響や中国における成長モデルの転換（生産主導型から消費主導型へ）がエネルギー価格の下落要因となりました。こうした環境の中で、原油やRBOBガソリン、ロンドン軽油、灯油、天然ガスの取引は損失を計上しました。

上記のような混乱した状況の中で、金属価格も不安定な動きとなりました。年初は堅調な水準であったものの、3月に中国が金融政策を引き締め、米国の量的緩和縮小観測が浮上したことなどから金属価格は下落し、その後は不規則な変動が続きました。したがって、亜鉛や鉛の買い持ちポジションなどの取引が損失を計上し、スズやニッケル、アルミニウム、金、銀、パラジウム、プラチナなどの取引もわずかに損失を被りました。

世界的な景気見通しの改善により株価が上昇したことから、米国や日本、英国、欧州諸国（周辺国を除きます。）、オーストラリア、南アフリカの株価指数先物の買い持ちポジションが大幅な収益を計上し、またVIX先物取引の売り持ちポジションも収益となりました。一方、中国の金融政策引き締めや急激な円安などにより、中国や韓国の株価指数先物取引は損失を計上しました。インドやイタリア、スペインの株価指数先物取引も損失を計上しました。

当期、ソフトコモディティや農産物の取引も損失を計上しました。小麦やトウモロコシ、オーツ麦、キャノーラ油、米、メイズ、大豆ミールの取引による損失が、大豆、大豆油、欧州菜種の取引による収益を上回りました。家畜取引も損失を計上しました。コーヒーや砂糖の売り持ちポジションや、粗パーム油の取引が収益を計上した一方、ココアや綿花、オレンジジュースの取引が損失を計上しました。

下図は、ミルバーン・ポートフォリオを構成するミルバーン・マルチマーケット・ポートフォリオ口座（MMM口座）、およびミルバーン・コモディティ・ポートフォリオ口座（ミルコム口座）のパフォーマンスです。

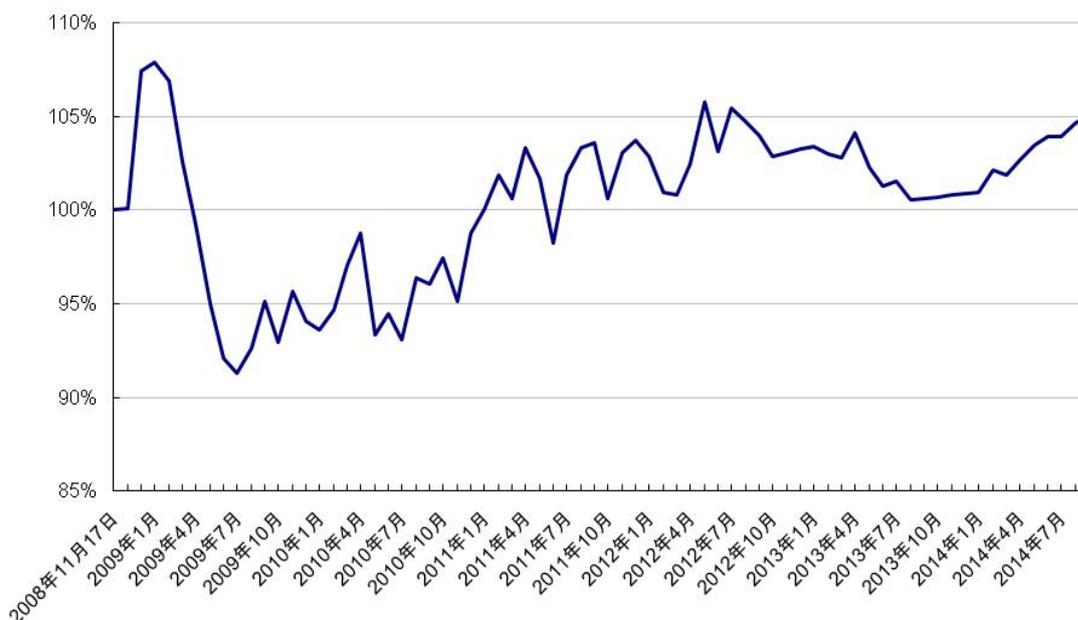


データ期間：2008年11月末日～2013年9月末日  
(2008年11月末日を100%とした指数)

## 第6期（2013年10月1日～2014年9月30日）

2013年10月1日から2014年9月末日までの第6期計算期間のサブ・ファンドの運用成績は豪ドルベースで+4.42%でした。

### サブ・ファンドのパフォーマンス推移



データ期間：2008年11月17日～2014年9月末日  
(2008年11月17日を100%とした指数)

サブ・ファンドは、ミルバーン・ポートフォリオ連動社債（豪ドル建）への投資を通じて、一定のルールでミルバーン・ポートフォリオのパフォーマンスに連動したキャピタルゲインを獲得することを目的としています。以下は、ミルバーン・ポートフォリオの運用状況に関する説明です。

#### ミルバーン・ポートフォリオの運用状況について

債券・金利や株価指数、農産物、為替取引、エネルギーのポジションによる収益が、金属のポジションによる損失を上回り、当ポートフォリオは当期に収益を計上しました。

主要国における経済成長やインフレの格差を背景に、各国中央銀行（米連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、日本銀行、中国人民銀行、イングランド銀行）の金融政策の方向性が異なったことにより、これらの市場の取引環境は概ね良好となりました。さらに、世界のほとんどの主要地域（北米、中南米、欧州、アジア（日本を除く））でも、地域内の国々の間で成長やインフレ、金融政策の方向性に違いが見られました。

2014年初めの世界の成長見通しは楽観的であったものの、実際にはやや予想を下回る結果となりました。その要因としては、(1) ロシアによるクリミアやウクライナへの侵攻や、それに続く制

裁措置により、欧州の経済成長が低迷したこと、(2) 原油価格や産業用コモディティ価格の下落により、コモディティ生産国の経済成長が低迷したこと、(3) 中国の経済成長が予想以上に減速したこと、などが挙げられます。インフレ面では、原油や産業用コモディティ、多くの食料品の価格が急落したため、インフレ率が上昇するとの予想は実現しませんでした。

さらに、堅調な成長を遂げている国（例えば、米国や英国など）でさえも、賃金やコア物価の上昇は見られませんでした。また、数多くの政治的・社会的イベントにより、取引環境に影響が及びました。具体的には、米国における2013年12月のマレー＝ライアン財政合意や、タイにおける軍事クーデター、インドにおけるモディ政権の誕生、インドネシアの大統領選におけるジョコ・ウィドド氏の勝利、トルコの大統領選におけるエルドアン首相の勝利、米議会選挙における共和党の躍進、スコットランド独立の可否を問う住民投票、香港における民主化デモ、上海株式市場の自由化への動き、などが挙げられます。

最後に、イスラム国やシリア、イラン、イラク、リビアなどでテロ行為が多発し、中東における紛争が長期化・深刻化しているため、年間を通じて市場に悪影響が及びました。もちろん、市場参加者は上述した全ての要因を踏まえ、各市場間、または各国間で資金を移動しています。こうした資金フローに伴い価格変動が生じるため、当ポートフォリオは収益機会を見出すことが可能になります。

インフレが抑えられ、経済成長がやや予想を下回り、社会・政治情勢が不安定であることを踏まえると、全ての償還年限にわたる多くの債券・金利先物の買い持ちポジションは収益をもたらす可能性が高いと考えられます。実際に、当ポートフォリオにおけるオーストラリアや、カナダ、日本、ドイツ、フランス、イタリア、英国の中長期債券先物の買い持ちポジションは収益を計上しました。一方、米国の債券・金利先物の買い持ちポジションは横ばいのパフォーマンスとなりました。この米国の買い持ちポジションは、当期初めに米連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和の縮小を開始した時と、当期末近くに量的緩和を終了した時に金利上昇懸念が台頭したことから、損失を計上しました。また、英国における利上げ観測により、英国の短期金利先物の買い持ちポジションも損失を計上しました。

世界の株式市場のパフォーマンスはまちまちの結果となりました。当期には大幅な調整が何度か起き、トレーダーの懸念が高まりました。米国、欧州、カナダ、日本、台湾、インド、南アフリカの株価指数先物の買い持ちポジションは収益を計上しました。これらの収益は、韓国、オーストラリア、中国、英国の株価指数先物の買い持ちポジションが損失を計上したことにより、部分的に相殺されました。

米国の堅調な経済成長や、量的緩和の終了、金利上昇見通しを背景に、米ドル高が進行した一方、ユーロ圏の低調な経済成長や、低インフレ、追加金融緩和を背景に、ユーロ安が進行しました。したがって、ユーロや、日本円、スウェーデンクローナ、チリペソ、韓国ウォン、イスラエルシェケルに対する米ドルの買い持ちポジションが収益を計上しました。また、米ドルに対する英ポンドの買い持ちポジションも収益を計上しました。カナダドルの売り持ちポジションに対するニュージーランドドルの買い持ちポジションや、スウェーデンクローナおよび南アフリカランドに対するユーロの取引も収益を計上しました。当期の大半において、より金利が高く、また（あるいは）成長見通しが明らかに高い複数の通貨に対する米ドルの売り持ちポジションを維持しました。しかし、米国の経済活動が加速し、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締め観測が

強まるに従って、米ドル高が進行し始めたため、カナダドルや、シンガポールドル、トルコリラ、メキシコペソ、南アフリカランド、オーストラリアドルに対する米ドルの売り持ちポジションが損失を計上しました。東欧通貨およびノルウェークローネに対するユーロの取引や、日本円および英ポンドに対するオーストラリアドルの取引が損失を計上しました。

継続的な供給過剰や大量の在庫を背景に、砂糖の売り持ちポジションが収益を計上しました。中国で綿花の需要が減少する一方、豊富な供給が続く中で、綿花の売り持ちポジションが収益を計上しました。アジアでココアの需要が増加したことにより価格が上昇したため、ココアの買い持ちポジションが収益を計上しました。アラビカコーヒーやロブスタコーヒーの先物取引が収益を計上しました。

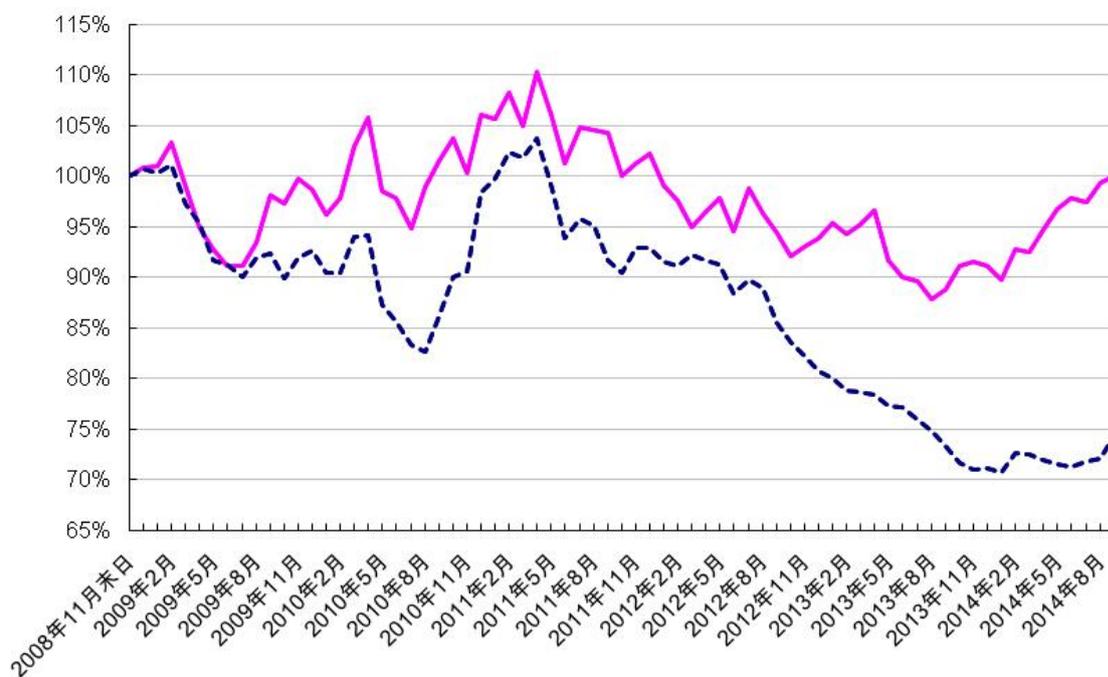
トウモロコシや小麦、大豆の記録的な豊作により、特に4月以降に価格が下落したため、これらのコモディティの売り持ちポジションが収益を計上しました。2014年初めに構築した大豆や大豆ミールの買い持ちポジションが当セクターの収益に貢献しました。畜牛の買い持ちポジションも小幅な収益を計上しました。

経済成長の改善が予想され、中東の紛争により市場が混乱する中で、エネルギー価格は上半期を通じて堅調に推移しました。しかし、その後成長見通しの悪化によりエネルギー需要が減少した一方、米国からの供給が引き続き増加したため、エネルギー価格は下落に転じ、下半期に急落しました。ブレント原油の取引による収益が、WTI原油や灯油の取引による損失を上回りました。さらに、英国の天然ガスの売り持ちポジションが収益を計上しました。

経済成長やインフレ、米ドルの見通しの変化を受け、金属価格は当期に激しく変動しました。銅や鉛、金、銀、アルミニウムの取引による損失が、ニッケルの買い持ちポジションや、亜鉛やパラジウム、プラチナの取引からの収益を上回りました（ニッケル価格は、インドネシアが実施した輸出制限により上昇しました）。

下図は、ミルバーン・ポートフォリオを構成するミルバーン・マルチマーケット・ポートフォリオ口座（MMM口座）、およびミルバーン・コモディティ・ポートフォリオ口座（ミルコム口座）のパフォーマンスです。

- ミルバーン・マルチマーケット・ポートフォリオ口座 (MMM口座)
- ミルバーン・コモディティ・ポートフォリオ口座 (ミルコム口座)

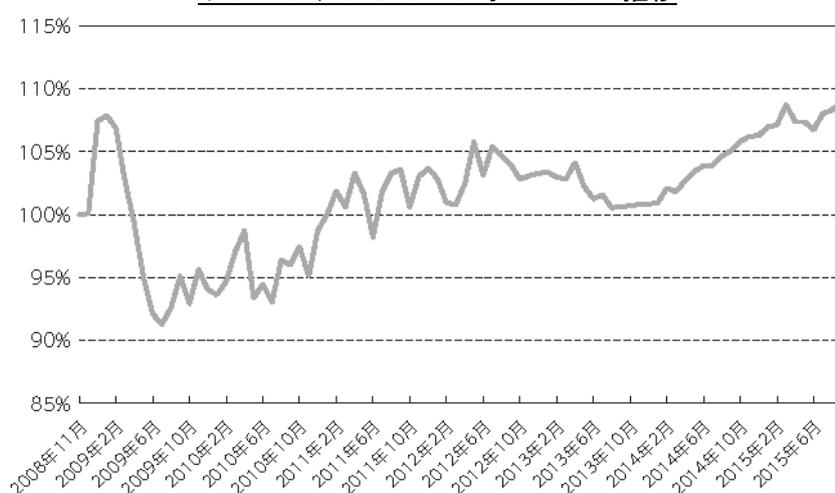


データ期間：2008年11月末日～2014年9月末日  
 (2008年11月末日を100%とした指数)

## 第7期（2014年10月1日～2015年9月30日）

2014年10月1日から2015年9月末日までの第7期のサブ・ファンドの運用成績は豪ドルベースで+3.73%でした。

### サブ・ファンドのパフォーマンス推移



データ期間：2008年11月17日～2015年9月末日

(2008年11月17日を100%とした指数)

サブ・ファンドは、ミルバーン・ポートフォリオ連動社債（豪ドル建）への投資を通じて、一定のルールでミルバーン・ポートフォリオのパフォーマンスに連動したキャピタルゲインを獲得することを目的としています。以下は、ミルバーン・ポートフォリオの運用状況に関する説明です。

### ミルバーン・ポートフォリオの運用状況について

当期、主に債券・金利の買い持ちポジションや金属の売り持ちポジションが収益を上げたため、当ポートフォリオは収益を計上しました。株価指数先物の取引は小幅な収益を計上しました。為替取引では、米ドルの取引による収益が、クロス通貨の取引による損失をやや上回ったため、小幅な収益を計上しました。ソフト・コモディティや農産物では、穀物の取引による損失が、ソフト・コモディティや家畜の取引による収益を大幅に上回ったため、損失を計上しました。エネルギーの取引は損失を計上しました。

経済成長やインフレ、金融政策、政治をめぐる見通しが世界的に不透明であったことから、当期は大部分の市場でボラティリティの高い展開となりました。米国の消費者物価や賃金インフレ率が目標値を下回って推移している中で、経済成長が不安定であるため、米連邦準備制度理事会（以下「FRB」といいます。）の利上げをめぐる議論が繰り返し起こりました。2015年1～3月期に開始された欧州中央銀行（以下「ECB」といいます。）の量的緩和プログラムにより、欧州の経済成長が下支えされているように思われますが、景気回復は緩やかなペースにとどまっており、インフレ率は目標値からほど遠い水準で推移しています。中国の政策当局は輸出・製造業主導型経済から消費・内需主導型経済への移行を推進しており、株式や外国為替、債券に対しても、統制型から市場ベースに移行することを目指していますが、スムーズな移行は実現されていません。こうした中で、中国人民銀行（以下「PBOC」といいます。）は様々な金融緩和（例えば、去年は政策金利を5回引き下げました。）を実施しているものの、経済成長の減速が続いています。最後に、日本では日本銀行が当初初めに追加量的緩和に踏み切ったにもかかわらず、経済成長率とインフレ率の両方がゼロ近辺で推移しています。主要国の景気が減速しているため、小規模な先進国や新興国市場にも影響が出ており、これらの国では世界貿易の収縮により成長率が鈍化し、資金流出により通貨が下落し、コモディティ生産国が悪影響を受けています。2015年を通じて、選挙や政治活動、

政治腐敗の影響により、市場では何度も動揺が広がりました。選挙や政治活動、政治腐敗は、各国における既存の政治構造を揺るがし、例えば欧州（ギリシャ、トルコ、スペイン、ポルトガル、フランス、英国、ポーランド）や南米（ブラジル、アルゼンチン、ベネズエラ）、南アフリカ、アジア（中国、日本、マレーシア、タイ、インドネシア、台湾、シンガポール、オーストラリア）、カナダ、米国といった国々がその影響を受けました。また、シリアやイラン、イラク、サウジアラビア、イエメン、ロシア、トルコ、ウクライナ、フランス、米国で地政学的リスクが高まり、テロが起きたことから、市場参加者はこうしたリスクを織り込みました。

米国の中長期債や短期金利先物の買い持ちポジションが収益を計上しました。特に当期の初めに経済成長が市場予想を下回り、FRBが利上げに消極的な姿勢を示したことや、また夏の終わりに中国株式市場が急落し、FRBが再び利上げを先送りしたことから、米国の中長期債や短期金利先物は上昇しました。エネルギー価格が急落し、インフレが低水準で推移したことで、国債の需要が支えられたことから、カナダ国債の買い持ちポジションも収益を計上しました。オーストラリアの中長期債や日本の国債、英国の中期債および短期金利先物の買い持ちポジションも小幅な収益を計上しました。ECBの量的緩和導入を受け、金利先物の需要が高まったことから、当期の大半において、ドイツやフランス、イタリアの金利先物の買い持ちポジションが収益を計上したものの、金利が極端な低水準に達した後、経済成長が加速し、ギリシャ危機が深刻化しているとの兆候が見られたことから春の終わりに反発したため、金利先物の買い持ちポジションが損失を計上する局面もありました。全体として、2015年ドイツやフランス、イタリアの金利先物の取引は小幅な収益にとどまりました。

産業用金属の価格は2015年初め安定または上昇しましたが、当期全体では大幅に下落しました。先進国市場の成長率の低迷や、中国の製造業および不動産セクターの継続的な減速、新興国市場の成長の伸び悩み（特にロシアやブラジルの景気後退）を背景に、金属の需要が減少しました。また、産業用金属の供給は豊富でしたが、一部の国際企業や中国が鉱山の閉鎖により生産量の削減に取り組んだことが奏功し、価格の下落が抑えられました。銅やアルミニウム、ニッケル、錫、パラジウムの売り持ちポジションは収益を計上しました。プラチナの取引と銀の売り持ちポジションも収益を計上しました。一方、金の売り持ちポジションは小幅な損失となりました。

不透明な政治・経済情勢を背景に、株価指数先物の取引は当期を通じて不安定な展開となりましたが、全体として小幅な収益を計上しました。日本の量的緩和拡大や、ECBの量的緩和導入、FRBおよびイングランド銀行の金融引き締め先送りにより、株式セクターは5月頃まで非常に好調に推移しました。しかし、その後は中国株式市場の急落や当局の政策ミスを受け、世界各国の株式市場が下落し、それまでの上昇分の大部分が帳消しとなりました。米国やカナダ、英国、韓国、南アフリカの株価指数先物の買い持ちポジションは損失を計上しました。一方、中国や香港、日本、台湾の株価指数先物の買い持ちポジションは収益を計上しました（ただし、夏場の市場の急落により、収益が抑えられました）。ECBが量的緩和を開始したことで、欧州の株価指数先物の買い持ちポジションは小幅な収益を計上しました。

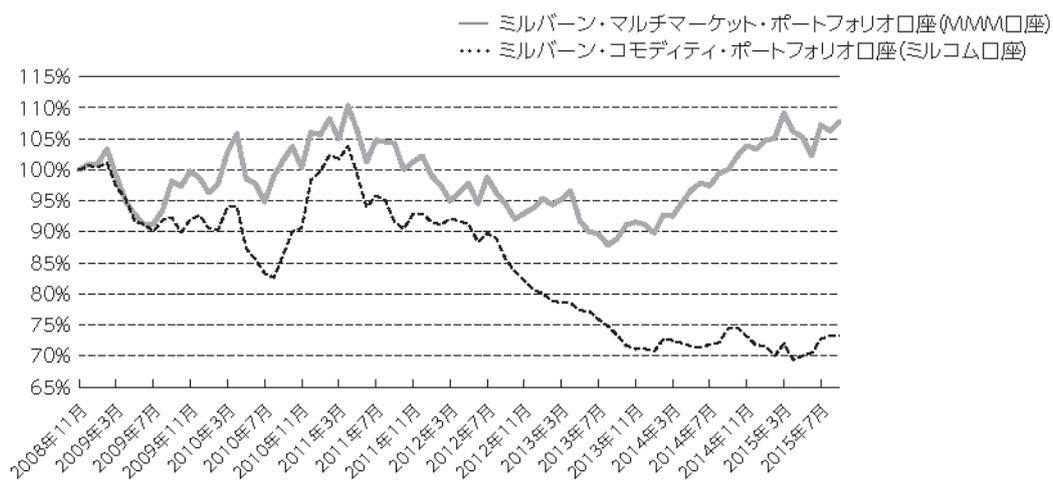
米ドルは様々な経済・政治懸念により翻弄されましたが、当期は不安定な動きとなる中でも上昇しました。ECBが1～3月期に量的緩和を導入し、日本銀行が追加量的緩和に踏み切ったことを受け、ユーロや日本円に対する米ドルの買い持ちポジションは収益を計上しました。とりわけ夏場において、新興国通貨や資源国通貨が軟調に推移したため、カナダドルやメキシコペソ、ブラジルレアル、コロンビアペソ、トルコリラ、チェココルナ、ニュージーランドドルに対する米ドルの買い持ちポジションは収益を計上しました。スウェーデンクローナやシンガポールドルに対する米ドルの取引も収益を計上しました。一方、スイス国立銀行が1月15日、ユーロに対するスイスフランの上限を撤廃し、スイスフランが15%上昇したため、スイスフランの売り持ちポジションに対する米ドルの買い持ちポジションが大幅な損失を計上しました。FRBとイングランド銀行の政策の見

通しが信頼性を欠くものであったため、英ポンドに対する米ドルの取引が損失を計上しました。オーストラリアドルやチリペソ、インドルピー、南アフリカランドに対する米ドルの取引も損失を計上しました。米ドル以外のクロス通貨取引では、様々な通貨に対するユーロの取引により、損失を計上しました。

トウモロコシや小麦の取引は損失を計上しました。豊富な供給により価格に下落圧力がかかる一方で、輸出需要が増加するとの報告が相次いだことから、当期全体を通じて非常に激しい値動きとなりました。例えば、6月と7月には、高水準の在庫や良好な生産見通しにより価格が下落したものの、その後中国が積極的に穀物を購入しているとの誤った報告があったことや、米農務省（USDA）が穀物の生産見通しを下方修正したことから、価格は急騰しました。その後価格は下落しましたが、ポジションを売り持ちから買い持ちに切り替えたため、その両方で損失を計上しました。綿花と粗パーム油の取引はそれぞれ小幅な損失を計上しました。コーヒーと砂糖については、大量の供給により価格に下落圧力がかかったため、売り持ちポジションが収益を計上しました。家畜の売り持ちポジションも収益を計上しました。

10～12月、エネルギー価格の下落が続いたため、短期ノン・トレンド取引戦略におけるエネルギーの買い持ちポジションは損失を計上しました。2015年上半期には、ECBやPBOC、日本銀行が積極的な金融緩和を行う中で、世界経済の成長見通しの安定によりエネルギー価格が下支えされたものの、エネルギー先物の取引は再び損失を計上しました。その後、エネルギー価格は再び急落しました。特にサウジアラビアやロシア、米国、イラクが減産を行わず、イランの原油輸出が再開される見通しとなり、原油在庫が歴史的な高水準に達したことから、原油価格は11年ぶりの安値となりました。米国の天然ガス価格は、豊富な供給を背景に17年ぶりの安値となりました。その結果、当期の最後の3か月間は、ブレント原油やWTI原油、灯油、ロンドン軽油、天然ガスの売り持ちポジションが収益を計上しました。全体として、ブレント原油や灯油、ロンドン軽油、天然ガスの取引による損失が、RBOBガソリンやWTI原油、TOCOMガソリンの取引による収益を上回りました。

下図は、ミルバーン・ポートフォリオを構成するミルバーン・マルチマーケット・ポートフォリオ口座（MMM口座）、およびミルバーン・コモディティ・ポートフォリオ口座（ミルコム口座）のパフォーマンスです。

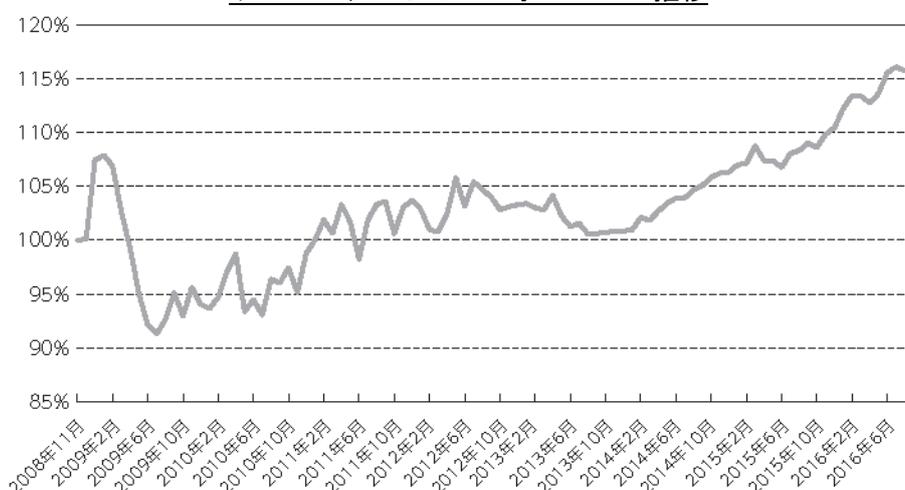


データ期間：2008年11月末日～2015年9月末日  
(2008年11月末日を100%とした指数)

## 第8期（2015年10月1日～2016年9月30日）

2015年10月1日から2016年9月末日までの第8期のサブ・ファンドの運用成績は豪ドルベースで+6.47%でした。

### サブ・ファンドのパフォーマンス推移



データ期間：2008年11月17日～2016年9月末日

(2008年11月17日を100%とした指数)

サブ・ファンドは、ミルバーン・ポートフォリオ連動社債（豪ドル建）への投資を通じて、一定のルールでミルバーン・ポートフォリオのパフォーマンスに連動したキャピタルゲインを獲得することを目的としています。以下は、ミルバーン・ポートフォリオの運用状況に関する説明です。

### ミルバーン・ポートフォリオの運用状況について

主に債券・金利の買い持ちポジションやエネルギー先物の売り持ちポジションの収益により、当ポートフォリオは当期に収益を計上しました。株価指数先物や為替先渡しの取引も収益を計上しました。最後に、穀物や家畜の先物取引による収益が、金属やソフト・コモディティの先物取引による損失をやや上回りました。

IMFの専務理事であるラガルド氏は2016年前半、「あまりにも低く、脆弱で、持続性に対するリスクが増大している」と評した世界経済の成長に対する懸念が繰り返し生じたことにより、当期のほとんどの期間において国債を求める旺盛な需要が生じました。具体的な懸念材料としては、持続的な低インフレや、世界的な金融緩和策の継続（特に2016年上半期における日本銀行や欧州中央銀行（ECB）、中国人民銀行（PBOC）、イングランド銀行による金融緩和の動きなど）、中国やブラジル、英国、トルコ、ベルギー、フランス、ドイツ、イタリア、中東、米国などにおける政治動向および（または）テロリストに関連したイベントに伴う安全資産への断続的な逃避などが挙げられます。その結果、ドイツ、フランス、イタリア、英国、日本の債券および短期金利先物の買い持ちポジションが大幅な収益を計上しました。2016年上半期には、経済成長に対する失望感が強まり、米連邦準備制度理事会（FRB）が政策金利の引き上げを先送りしたことで、米国の中長期債や短期金利先物の買い持ちポジションが収益を計上しました。ただし、これらの収益は、FRBが2015年後半に利上げに踏み切ったときや、2016年第3・4半期に追加利上げ観測が高まったときに被った損失により一部相殺されました。

エネルギー価格は当期のスタート時点で急落しました。国際エネルギー機関が「世界は原油の供給過剰に陥る可能性がある」と示唆したことや、多くの石油生産国（例えば、サウジアラビア、ロシア、米国、イラクなど）の原油生産が記録的な水準か、またはそれに近い状況となっていること、イランの原油輸出が増加していること、在庫が過去最高水準となっていること、さらに世界の原油需要が依然とし

て低迷していることなどを背景に、原油価格は1月に1バレル当たり約27ドルに急落しました。過剰な供給や、とりわけ秋と冬の温暖な気候により、米国の天然ガス価格は17年ぶりの最低水準に下落しました。その後、サウジアラビアやロシア、その他多くの生産国が生産凍結の計画を議論しており、4月にドーハで会合を開くとの報道を受け、原油価格は1バレル当たり約40ドルまで反発しました。その後もWTI原油は当期末まで1バレル当たり40ドルから50ドルの幅広いレンジで取引され、過剰生産や高水準の在庫といった現実に議論が集中した時には原油価格が下落する一方で、OPECの脅威が再び現れた時には価格が急騰しました。結局、ブレント原油やWTI原油、灯油、ロンドン軽油および天然ガスの売り持ちポジションが収益を計上し、上半期の収益が下半期の損失を上回りました。

世界的に金融緩和策が維持されたことや、実際に2016年夏頃から経済成長が緩やかに回復したことなどを背景に、株式市場は全体として当期に上昇しました。したがって、1月および2月における中国や原油価格に対する懸念や、6月における英国のEU離脱に関する国民投票（ブレグジット）により、株式市場は広範囲にわたる下落を経験したにもかかわらず、米国、英国、カナダ、オーストラリアおよび香港の株価指数先物の買い持ちポジションは収益を計上しました。また、VIX指数の売り持ちポジションも収益を計上しました。1月に株式市場が下落する中で、中国、香港およびシンガポールの株価指数先物の売り持ちポジションは収益を計上しました。一方、韓国、日本および欧州の株価指数先物の損失により、セクター全体の収益が一部相殺されました。

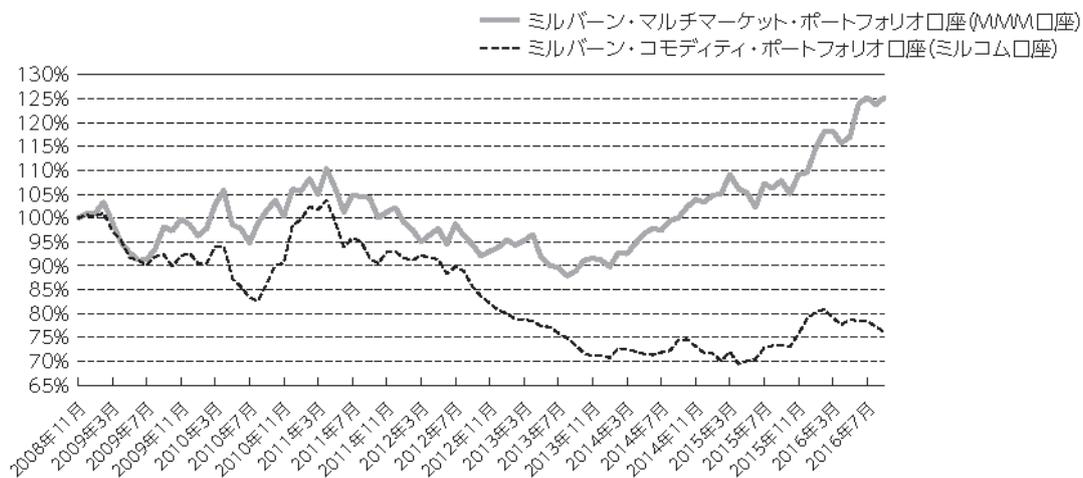
外国為替相場は当期に不安定な展開となりました。安全資産を求める動きや、石油価格の下落、FRBの「比較的タカ派的」な政策姿勢により、米ドルは堅調な展開で始まりしました。その後、年央まで不安定な展開の中で米ドルは下落しました。その背景としては、6月に強調された政策金利の引き上げを無意味に先送りしたことが挙げられます。FRBのイエレン議長は、FRBの利上げプログラムを鈍らせた「一時的な向かい風」は、単に通り過ぎる懸念ではなく、実際にラリー・サマーズ氏が提唱した「長期停滞論」を反映している可能性があるという現実の懸念に言及しました。しかしながら、EU離脱という英国有権者の予想外の判断を受け、米ドルに対する安全や質への逃避が米ドルの反発のきっかけとなり、夏場の終わりには横這いでの推移となりました。英ポンドに対する米ドルの買い持ちポジションは、とりわけ予想外の「ブレグジット」国民投票により、収益を計上しました。メキシコペソに対する米ドルの買い持ちポジションは、メキシコ中央銀行による数回の利上げにもかかわらず、収益を計上しました。カナダやロシアの通貨に対する米ドルの買い持ちポジションは、とりわけ原油価格が当期の上半期に下落した局面で、収益を計上しました。ブラジルでルセフ政権が罷免されたことを受け、米ドルに対するブラジルレアルの買い持ちポジションは収益を計上しました。金属価格の上昇や高金利により、米ドルに対するニュージーランドドルや南アフリカランドの買い持ちポジションは収益を計上しました。オーストラリアドルに対する取引も収益を計上しました。一方、ユーロ、日本円、スイスフラン、およびその他いくつかの欧州通貨に対する米ドルの取引は損失を計上しました。同様に米ドル以外のクロス通貨取引でも損失を計上しました。

大豆および大豆ミールの買い持ちポジションは4月から6月の四半期に収益を計上しました。これらの価格はブラジルやアルゼンチンでの悪天候により支えられました。トウモロコシの在庫はここ30年で最高水準となっており、世界の穀物生産高は今年10%増加すると予想されている中で、とりわけ6月、7月および8月に、トウモロコシおよび小麦の売り持ちポジションは収益を計上しました。南アフリカの干ばつを受け、1月および2月に白トウモロコシの買い持ちポジションは収益を計上しました。牛および豚の売り持ちポジションは、夏場の数ヶ月間に若干の収益を計上しました。大豆油の取引は若干の損失を計上しました。

ココアおよびロンドン・ココアの取引は損失を計上しました。とりわけ1月の買い持ちポジションがパフォーマンスの足を引っ張りました。アラビカコーヒーの売り持ちポジションは、12月および3月に損失を計上しました。綿花の売り持ちポジションは、当期のスタート時点や、とりわけ価格が不安定だった夏場に損失を計上しました。粗パーム油の買い持ちポジションは損失を計上しました。

不透明な経済動向（特に中国）や、米ドルおよびエネルギー価格の不安定な動きを反映し、産業用金属価格は年間を通じて変動の大きな展開となりました。銅、プラチナ、パラジウム、銀、ニッケル、および鉛の取引はそれぞれ損失を計上しました。

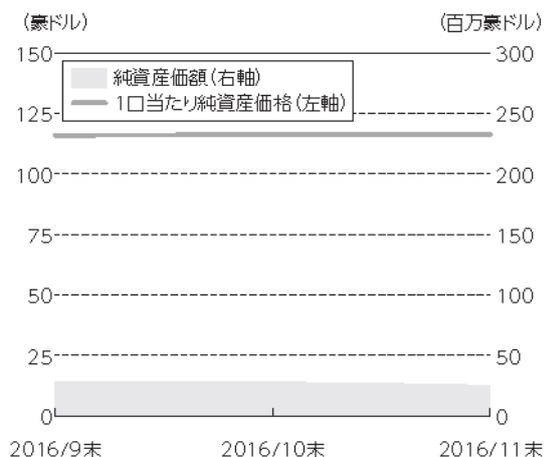
下図は、ミルバーン・ポートフォリオを構成するミルバーン・マルチマーケット・ポートフォリオ口座（MMM口座）、およびミルバーン・コモディティ・ポートフォリオ口座（ミルコム口座）のパフォーマンスです。



データ期間：2008年11月末日～2016年9月末日  
 (2008年11月末日を100%とした指数)

## (2) 第9期（2016年10月1日～2016年11月30日）の運用の経過

### ■ 1口当たり純資産価格等の推移について



|                      |             |
|----------------------|-------------|
| 第8期末の<br>1口当たり純資産価格  | 116.04豪ドル   |
| 第9期末の<br>1口当たり純資産価格  | 116.26豪ドル   |
| 第9期中の<br>1口当たり分配金合計額 | 該当事項はありません。 |
| 騰落率                  | 0.19%       |

(注1) サブ・ファンドは分配を行わない方針であるため、課税前分配金再投資換算1口当たり純資産価格を記載していません。以下同じです。

(注2) サブ・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。

(注3) サブ・ファンドにベンチマークは設定されていません。

### ■ 1口当たり純資産価格の主な変動要因

後記「投資環境およびポートフォリオについて」をご参照ください。

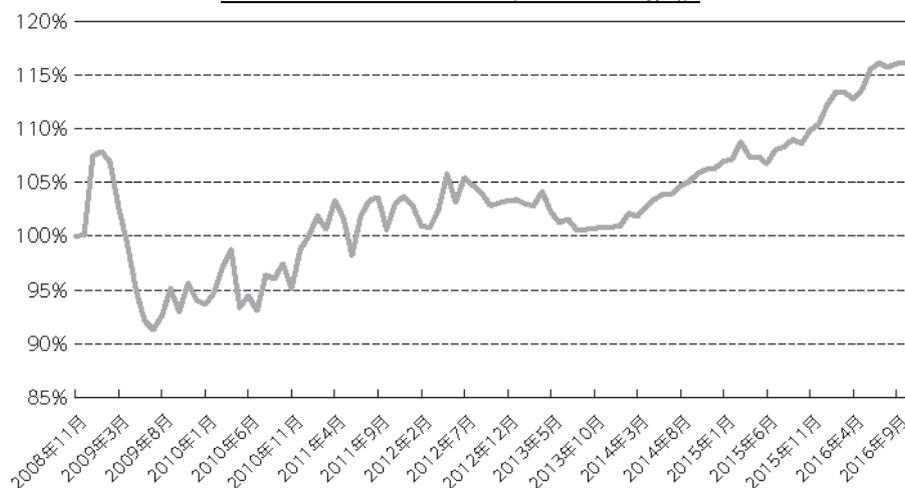
### ■ 分配金について

該当事項はありません。

### ■ 投資環境およびポートフォリオについて

2016年10月1日から2016年11月末日までの第9期計算期間（以下「当期」といいます。）のサブ・ファンドの運用成績は豪ドルベースで+0.19%でした。

#### サブ・ファンドのパフォーマンス推移



データ期間：2008年11月17日～2016年11月末日  
(2008年11月17日を100%とした指数)

サブ・ファンドは、ミルバーン・ポートフォリオ連動社債（豪ドル建）への投資を通じて、一定のルールでミルバーン・ポートフォリオのパフォーマンスに連動したキャピタルゲインを獲得することを目的としています。以下は、ミルバーン・ポートフォリオの運用状況に関する説明です。

### ミルバーン・ポートフォリオの運用状況について

当ポートフォリオは当期に損失を計上しました。主に金利先物の買い持ちポジションによる損失がパフォーマンスの足を引っ張りました。一方、為替先渡取引や株価指数先物はそれぞれ収益を計上しました。コモディティの取引はほぼ横ばいとなりました。金属先物が収益を計上したものの、エネルギーやソフト・コモディティ、農産物の先物取引は損失を計上しました。

米連邦準備制度理事会（FRB）が年末までにフェデラル・ファンド金利（政策金利）の誘導目標を引き上げるとの観測が強まり、米国や欧州で経済成長やインフレの指標が改善し、ソブリン債や社債が大量に発行され、トランプ氏の掲げる財政刺激策により米国の財政赤字が拡大するとの見方が広がりました。こうした状況を背景に、金利が上昇しました。英国では、ポンドの急落によりインフレ懸念が強まりました。結果として、ドイツやフランス、イタリア、英国、米国、日本、カナダ、オーストラリアの金利先物の買い持ちポジションが損失を計上しました。

米国の金利が上昇し、さらなる金利上昇が予想される中で、米ドルが上昇したため、米ドル指数は11月後半に14年ぶりの水準まで上昇しました。これを受け、ユーロや日本円、スイスフラン、スウェーデンクローナ、チェココルナ、シンガポールドル、トルコリラ、メキシコペソに対する米ドルの買い持ちポジションが収益を計上しました。英国の欧州連合（EU）離脱（ブレグジット）に伴う経済・政治的影響が強くなり懸念されたため、10月には英ポンドの売り持ちポジションに対する米ドルの買い持ちポジションが収益を計上しました。カナダの経済指標が弱い内容となり、エネルギー業界で不透明感が続く中で、カナダドルの売り持ちポジションに対する米ドルの買い持ちポジションも収益を計上しました。一方、オーストラリアドルやニュージーランドドル、ブラジルリアル、ロシアルーブル、インドルピー、イスラエルシェケル、チリペソ、コロンビアペソ、韓国ウォンに対する米ドルの取引は損失を計上しました。トルコリラやポーランドズロチに対するユーロの取引も損失を計上しました。

製造業関連の指標が世界的に改善し、トランプ氏の掲げる経済政策によって「アニマル・スピリット」が喚起された中で、株式市場が堅調に推移し、特に米国では11月に株価が大きく上昇しました。これを受け、米国やカナダ、日本、オーストラリアの株価指数先物の買い持ちポジションが収益を計上しました。VIX指数の買い持ちポジションや南アフリカの株価指数先物の売り持ちポジションも収益を計上しました。一方、英国や韓国の株価指数先物の買い持ちポジションは損失を計上しました。

中国からの需要（実需要と仮需要）が増加し、米国のインフラ投資拡大が期待され、英ポンドが下落する中で、産業用金属の価格が上昇しました。これを受け、特にロンドン金属取引所の銅や亜鉛、パラジウムの買い持ちポジションが収益を計上しました。また、米ドルの上昇に伴い金属価格に下落圧力がかかった局面では、銀とプラチナの売り持ちポジションも収益を計上しました。

石油輸出国機構（OPEC）やロシアの減産合意に関する報道が続く中で、エネルギー価格は不安定に推移しました。OPECは11月30日、加盟国の間で日量120万バレル規模の減産に合意したと発表し、非OPEC加盟国も減産に同調する方針であることを示唆しました。原油価格は10月初めから11月後半にかけて大きく下落していましたが、この発表を受けて9～10%急騰しました。こうした中で、原油やロンドン軽油、RBOBガソリン、灯油、天然ガスの売り持ちポジションが損失を計上しました。

中国向けの輸出需要が増加し、南アフリカが悪天候に見舞われ、米国の穀物在庫の減少が予想される中で、穀物価格は当期の大半にわたって堅調に推移しました。したがって、トウモロコシや大

豆ミール、大豆、大豆油の売り持ちポジションが損失を計上しました。これらのポジションについては、一部を削減し、その他は買い持ちポジションに切り替えました。11月に入って穀物価格が反落し、トウモロコシや小麦の売り持ちポジションが収益を計上したため、損失を一部取り戻しました。家畜の売り持ちポジションは小幅な損失を計上しました。

ロブスタ・コーヒーとアラビカ・コーヒーの買い持ちポジションや、ロンドン・ココアと砂糖の買い持ちポジションによる損失が、粗パーム油の買い持ちポジションによる収益を上回りました。

下図は、ミルバーン・ポートフォリオを構成するミルバーン・マルチマーケット・ポートフォリオ口座（MMM口座）、およびミルバーン・コモディティ・ポートフォリオ口座（ミルコム口座）のパフォーマンスです。



データ期間：2008年11月末日～2016年11月末日  
(2008年11月末日を100%とした指数)

#### (4) 費用の明細

| 項目         | 項目の概要                                |   |
|------------|--------------------------------------|---|
| 固定報酬       | 各買戻価格算出基準日現在の発行済み受益証券の投資元本に対し年率0.20% | 固定報酬契約に基づく固定報酬代理人の業務の対価として、固定報酬代理人に支払われます。  |
| 販売会社報酬     | 各買戻価格算出基準日現在の発行済み受益証券の投資元本に対し年率0.10% | 投資者からの申込みまたは買戻請求を管理会社に取り次ぐ等の業務の対価として、日本における販売会社に支払われます。   |
| 代行協会員報酬    | 各買戻価格算出基準日現在の発行済み受益証券の投資元本に対し年率0.10% | 受益証券1口当たり純資産価格の公表を行い、また受益証券に関する目論見書、決算報告書その他の書類を日本における販売会社に送付する等の業務の対価として、代行協会員に支払われます。                 |
| その他の費用（当期） | 0.00%                                | 監査人の報酬および費用、評価費用、法務費用、パラディウム・ジャパン・トラストおよびサブ・ファンドの設定および継続開示に関する費用等（弁護士に支払う開示書類の作成・届出業務等に係る報酬等）として支払われます。 |

(注) 各報酬については、有価証券報告書に記載されている料率を記載しています。「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サブ・ファンドの当期末の純資産価額で除して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。

## Ⅱ. 運用実績

### (1) 純資産の推移

下記各会計年度末および第9会計年度中における各月末の純資産の推移は、以下のとおりです。

|                           | 純資産価額       |            | 1口当たり純資産価格 |        |
|---------------------------|-------------|------------|------------|--------|
|                           | 豪ドル         | 千円         | 豪ドル        | 円      |
| 第1会計年度末日<br>(平成21年9月末日)   | 367,516,351 | 31,643,158 | 95.11      | 8,189  |
| 第2会計年度末日<br>(平成22年9月末日)   | 157,534,269 | 13,563,701 | 96.02      | 8,267  |
| 第3会計年度末日<br>(平成23年9月末日)   | 115,453,567 | 9,940,552  | 103.60     | 8,920  |
| 第4会計年度末日<br>(平成24年9月末日)   | 86,202,348  | 7,422,022  | 104.00     | 8,954  |
| 第5会計年度末日<br>(平成25年9月末日)   | 65,430,130  | 5,633,534  | 100.62     | 8,663  |
| 第6会計年度末日<br>(平成26年9月末日)   | 55,478,115  | 4,776,666  | 105.07     | 9,047  |
| 第7会計年度末日<br>(平成27年9月末日)   | 47,570,103  | 4,095,786  | 108.99     | 9,384  |
| 第8会計年度末日<br>(平成28年9月末日)   | 28,582,889  | 2,460,987  | 116.04     | 9,991  |
| 平成28年10月末日                | 28,274,718  | 2,434,453  | 116.15     | 10,001 |
| 第9会計年度末日<br>(平成28年11月30日) | 24,680,734  | 2,125,011  | 116.26     | 10,010 |

(注) オーストラリア・ドル（以下「豪ドル」といいます。）の円貨換算は、便宜上、平成29年1月31日現在の株式会社三菱東京UFJ銀行の対顧客電信売買相場の仲値（1豪ドル=86.10円）によります。以下、別段の記載がない限り同じです。

## (2) 分配の推移

該当事項はありません。

## (3) 販売および買戻しの実績

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

|        | 販売口数                     | 買戻口数                     | 発行済口数                    |
|--------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| 第1会計年度 | 3,865,820<br>(3,865,820) | 1,630<br>(1,630)         | 3,864,190<br>(3,864,190) |
| 第2会計年度 | 0<br>(0)                 | 2,223,480<br>(2,223,480) | 1,640,710<br>(1,640,710) |
| 第3会計年度 | 0<br>(0)                 | 526,240<br>(526,240)     | 1,114,470<br>(1,114,470) |
| 第4会計年度 | 0<br>(0)                 | 285,600<br>(285,600)     | 828,870<br>(828,870)     |
| 第5会計年度 | 0<br>(0)                 | 178,580<br>(178,580)     | 650,290<br>(650,290)     |
| 第6会計年度 | 0<br>(0)                 | 122,260<br>(122,260)     | 528,030<br>(528,030)     |
| 第7会計年度 | 0<br>(0)                 | 91,580<br>(91,580)       | 436,450<br>(436,450)     |
| 第8会計年度 | 0<br>(0)                 | 190,120<br>(190,120)     | 246,330<br>(246,330)     |
| 第9会計年度 | 0<br>(0)                 | 34,050<br>(34,050)       | 212,280<br>(212,280)     |

(注1) ( )内の数は本邦内における販売・買戻しおよび発行済口数です。

(注2) 第1会計年度の販売口数には、当初申込期間に販売された販売口数が含まれます。

### Ⅲ. ファンドの経理状況

- a. サブ・ファンドの直近会計年度の日本語の財務書類は、ルクセンブルグにおいて一般に認められた会計原則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」（平成5年大蔵省令第22号。その後の改正を含む。）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」（昭和38年大蔵省令第59号。その後の改正を含む。）第131条第5項ただし書の規定の適用によるものである。
- b. サブ・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。その後の改正を含む。）第1条の3第7項に規定する外国監査法人等をいう。）であるアーンスト・アンド・ヤング・リミテッドから監査証明に相当すると認められる証明を受けており、当該監査証明に相当すると認められる証明に係る監査報告書に相当するもの（訳文を含む。）が当該財務書類に添付されている。
- c. サブ・ファンドの原文の財務書類は、豪ドルで表示されている。日本語の財務書類には、主要な金額について円貨換算が併記されている。日本円による金額は、平成29年1月31日現在における株式会社三菱東京UFJ銀行の対顧客電信売買相場の仲値（1豪ドル=86.10円）で換算されている。なお、千円未満の金額は四捨五入されている。

## 独立監査人の報告書

パラディウム・ジャパン・トラストー

豪ドル建満期時元本確保型ミルバーン・パフォーマンス連動ファンド（2008－11）の受託会社 御中

### 財務書類監査に関する報告

#### 意見

我々は、パラディウム・ジャパン・トラストー豪ドル建満期時元本確保型ミルバーン・パフォーマンス連動ファンド（2008－11）（以下「サブ・ファンド」という。）の2016年10月1日から2016年11月30日（償還日）までの期間の損益計算書、純資産変動計算書、ならびに受益証券口数の変動および統計から構成される財務書類とともに、重要な会計方針の概要を含む当該財務書類の注記について監査を行った。

我々の意見では、添付の財務書類は、ルクセンブルグにおいて一般に認められた会計原則に準拠して、サブ・ファンドの2016年11月30日（償還日）現在の財務状態、ならびに2016年10月1日から2016年11月30日（償還日）までの期間の財務実績、純資産変動ならびに受益証券口数の変動および統計について、すべての重要な点において公正な概観を示している。

#### 意見の基礎

我々は、国際監査基準（ISA）に準拠して監査を実施した。当該基準に基づく我々の責任については、本報告の「財務書類の監査に対する監査人の責任」セクションで詳述する。我々は、国際会計士倫理基準審議会の職業会計士の倫理規程（IESBA規程）に準拠し、サブ・ファンドに対し独立しており、かつ我々は、IESBA規程に準拠したその他の倫理責任を充足している。我々は、我々が入手した監査証拠が我々の意見に関する基礎を提供するに充分かつ適切であると確信する。

#### その他の情報

その他の情報は、「経営陣および管理会社」に関する情報および「受益者に対する情報」（いずれも未監査）で構成されている。かかるその他の情報については、経営陣が責任を負う。

我々の財務書類に関する意見は、かかるその他の情報を対象としておらず、我々は、かかるその他の情報に関しては、いかなる形の確証も行わない。

財務書類に対する我々の監査に関連して、我々の責任は、かかるその他の情報を読解すること、およびかかる読解を行うにあたり、かかるその他の情報と財務書類もしくは我々が監査により得た知識との間に重大な齟齬があるか否か、またはその他の情報に重大な虚偽記載がなされていると窺われるか否かを検討することである。我々が行った作業に基づき、かかるその他の情報に虚偽記載があると我々が結論づける場合、我々は当該事実を報告する義務を負う。これについて、我々には報告すべき事項はない。

## 財務書類に対する経営陣および受託会社の責任

経営陣は、ルクセンブルグにおいて一般に認められている会計原則に準拠する財務書類の作成と公正な表示について、また不正または誤謬の如何にかかわらず、重大な虚偽記載がない財務書類の作成のために必要と経営陣が判断する内部統制について責任を負う。

経営陣がサブ・ファンドの清算もしくは運用中止を意図している場合またはこれらを行う以外に現実的な選択肢がない場合を除き、経営陣は財務書類を作成するにあたり、継続企業としてのサブ・ファンドの継続能力の評価、継続企業の前題に関する事項の開示（該当する場合）、および継続企業を前提とする会計基準の使用について責任を負う。

受託会社は、サブ・ファンドの財務報告プロセスの監督責任を負う。

## 財務書類の監査に対する監査人の責任

本書は、受託会社のためにのみ作成されている。我々の監査業務は、監査報告書で表明することを求められている事項を受託会社に述べるために行われており、それ以外の目的はない。法律で認められている限りにおいて、我々は、サブ・ファンドおよび受託会社以外のいかなる者に対しても、我々の監査業務、本報告書、または我々が形成する意見に関して、責任を引き受けずまた負わないものとする。

我々の目標は、不正によるか誤謬によるかにかかわらず、財務書類全体に重大な虚偽記載がないことの合理的な確信を得ること、および我々の意見を含む監査人の報告書を発行することである。合理的な確証は高度な確証ではあるが、これは、重大な虚偽記載が存在する場合に、I S A に準拠して実施される監査により当該虚偽記載が常に検出されることを保証するものではない。虚偽記載は不正または誤謬により生じ得るものであり、個々のまたは全体としての記載が、かかる財務書類の基礎として用いられる際にユーザーの経済的意思決定に影響を及ぼすであろうと合理的に考えられる場合に重大であるとみなされる。

I S A に準拠した監査の一環として、我々は、監査全体にわたり職業的判断を行い、職業的懐疑心を維持する。また、我々は、以下の事項を行う。

- 不正によるか誤謬によるかにかかわらず、財務書類の重大な虚偽記載のリスクを特定および評価するとともに、これらのリスクに対応した監査手続を設計および実施し、さらに、我々の意見の基礎を形成するために十分かつ適切な監査証拠を取得する。不正は談合、偽造、故意の不作为、不当表示または内部統制の無視を伴う場合があるため、不正による重大な虚偽記載を検出しないリスクは、誤謬による重大な虚偽記載を検出しないリスクよりも高くなる。
- サブ・ファンドの内部統制の有効性に関する意見を表明するためではなく、現状に相応しい監査手続を設計するために、監査関連の内部統制に関する理解を取得する。
- 採用される会計方針の適切性ならびに経営陣により行われた会計上の見積りおよび関連開示の合理性を評価する。

一 継続企業を前提とする会計基準の経営陣による使用の適切性について結論を導く。かかる使用が不適切であり、経営陣が別の会計基準を使用する場合、我々は、経営陣による当該別の会計基準の使用の適切性を結論づける。また、我々は、当該別の会計基準およびその使用理由を説明する開示の妥当性を評価する。我々の結論は、我々の監査報告書の日付現在までに取得された監査証拠に基づくものである。

一 開示を含む財務書類の表示、構成及び内容を評価するとともに、財務書類にその基礎となる取引および事象が適正に表示されるような方法で表示されているか否かを評価する。

我々は、特に、予定されている監査の範囲および時期ならびに重大な監査所見（我々が監査中に特定した内部統制の重大な不備を含む。）について、受託会社と連絡をとる。

アーンスト・アンド・ヤング・リミテッド

2018年1月30日



Ernst & Young Ltd.  
62 Forum Lane  
Camana Bay  
P.O. Box 510  
Grand Cayman KY1-1106  
CAYMAN ISLANDS

Tel: +1 345 949 8444  
Fax: +1 345 949 8529  
ey.com

## Independent Auditors' Report

The Trustee  
Palladium Japan Trust  
Principal Protected Performance of Millburn Linked Fund (2008-11) (AUD)

### Report on the Audit of the Financial Statements

#### Opinion

We have audited the financial statements of Palladium Japan Trust - Principal Protected Performance of Millburn Linked Fund (2008-11) (AUD) (the "Sub-Fund") which comprise the statements of operations and of changes in net assets and changes in the number of units and statistics for the period from 1 October 2016 to 30 November 2016 (date of liquidation), and notes to the financial statements, including a summary of significant accounting policies.

In our opinion, the accompanying financial statements present fairly, in all material respects, the financial position of the Sub-Fund as at 30 November 2016 (date of liquidation), and its financial performance, changes in net assets and changes in the number of units and statistics for the period from 1 October 2016 to 30 November 2016 (date of liquidation), in accordance with accounting principles generally accepted in Luxembourg.

#### Basis for Opinion

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing (ISAs). Our responsibilities under those standards are further described in the *Auditors' responsibilities for the audit of the financial statements* section of our report. We are independent of the Sub-Fund in accordance with the International Ethics Standards Board for Accountants' *Code of Ethics for Professional Accountants* (IESBA Code), and we have fulfilled our other ethical responsibilities in accordance with the IESBA Code. We believe that the audit evidence we have obtained is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion.

#### Other Information

Other information consists of the Management and Administration information and Information to Unitholders - unaudited. Management is responsible for the other information.



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

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

#### **Responsibilities of Management and the Trustee for the Financial Statements**

Management is responsible for the preparation and fair presentation of the financial statements in accordance with accounting principles generally accepted in Luxembourg, and for such internal control as management determines is necessary to enable the preparation of financial statements that are free from material misstatement, whether due to fraud or error.

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

The Trustee is responsible for overseeing the Sub-Fund's financial reporting process.

#### **Auditors' Responsibilities for the Audit of the Financial Statements**

This report is made solely to the Trustee, as a body. Our audit work has been undertaken so that we might state to the Trustee those matters we are required to state to them in an auditors' report and for no other purpose. To the fullest extent permitted by law, we do not accept or assume responsibility to anyone other than the Sub-Fund and the Trustee as a body, for our audit work, for this report, or for the opinions we have formed.

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



As part of an audit in accordance with ISAs, we exercise professional judgment and maintain professional skepticism throughout the audit. We also:

- Identify and assess the risks of material misstatement of the financial statements, whether due to fraud or error, design and perform audit procedures responsive to those risks, and obtain audit evidence that is sufficient and appropriate to provide a basis for our opinion. The risk of not detecting a material misstatement resulting from fraud is higher than for one resulting from error, as fraud may involve collusion, forgery, intentional omissions, misrepresentations, or the override of internal control.
- Obtain an understanding of internal control relevant to the audit in order to design audit procedures that are appropriate in the circumstances, but not for the purpose of expressing an opinion on the effectiveness of the Sub-Fund's internal control.
- Evaluate the appropriateness of accounting policies used and the reasonableness of accounting estimates and related disclosures made by management.
- Conclude on the appropriateness of management's use of the going concern basis of accounting. When such use is inappropriate and management uses an alternative basis of accounting, we conclude on the appropriateness of management's use of the alternative basis of accounting. We also evaluate the adequacy of the disclosures describing the alternative basis of accounting and reasons for its use. Our conclusions are based on the audit evidence obtained up to the date of our auditors' report.
- Evaluate the overall presentation, structure and content of the financial statements, including the disclosures, and whether the financial statements represent the underlying transactions and events in a manner that achieves fair presentation.

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

*Ernst & Young Ltd.*

30 January 2018

## (1) 損益計算書

### 豪ドル建満期時元本確保型ミルバーン・パフォーマンス連動ファンド (2008-11) 損益計算書および純資産変動計算書

2016年10月1日から2016年11月30日（償還日）までの期間

|                        | 注記 | 豪ドル          | 千円          |
|------------------------|----|--------------|-------------|
| 期首現在純資産額               |    | 28,582,889   | 2,460,987   |
| <b>収益</b>              |    |              |             |
| 本社債に係る利息               | 2  | 16,273       | 1,401       |
| 預金利息                   |    | 26,473       | 2,279       |
| 収益合計                   |    | 42,746       | 3,680       |
| <b>費用</b>              |    |              |             |
| 代行協会員報酬                | 3  | 1,867        | 161         |
| 販売会社報酬                 | 3  | 1,867        | 161         |
| 固定報酬                   | 3  | 4,053        | 349         |
| 費用合計                   |    | 7,787        | 670         |
| 投資による純利益               |    | 34,959       | 3,010       |
| 投資有価証券売却による実現純利益       | 2  | 3,881,647    | 334,210     |
| 実現純利益                  |    | 3,916,606    | 337,220     |
| 投資有価証券に係る未実現評価益（純額）の変動 |    | (3,863,234)  | (332,624)   |
| 運用による純資産の純増加           |    | 53,372       | 4,595       |
| <b>資本の変動</b>           |    |              |             |
| 受益証券買戻支払額              |    | (28,636,261) | (2,465,582) |
| 期末現在純資産額               |    | —            | —           |

添付の注記は本財務書類と不可分のものである。

豪ドル建満期時元本確保型ミルバーン・パフォーマンス連動ファンド（2008-11）

受益証券口数の変動および統計

2016年10月1日から2016年11月30日（償還日）までの期間

受益証券

|               |           |
|---------------|-----------|
| 期首現在発行済受益証券口数 | 246,330   |
| 発行受益証券口数      | —         |
| 買戻受益証券口数      | (246,330) |
| 期末現在発行済受益証券口数 | —         |

統計

|            | 2016年11月30日<br>(償還日) | 2016年9月30日    | 2015年9月30日    |
|------------|----------------------|---------------|---------------|
| 純資産価額合計    | —                    | 28,582,889豪ドル | 47,570,103豪ドル |
| 1口当たり純資産価格 | —                    | 116.04豪ドル     | 108.99豪ドル     |

添付の注記は本財務書類と不可分のものである。

# 豪ドル建満期時元本確保型ミルバーン・パフォーマンス連動ファンド（2008－11）

## 財務書類に対する注記

2016年11月30日（償還日）現在

### 1. 概要

パラディウム・ジャパン・トラスト（以下「トラスト」という。）は、ケイマン諸島のミューチュアル・ファンド法（改正済）に準拠して「ミューチュアル・ファンド」としてケイマン諸島金融庁に登録され、SMPパートナーズ（ケイマン）リミテッド（旧ロイヤル・バンク・オブ・カナダ・トラスト・カンパニー（ケイマン）リミテッド）（以下「受託会社」という。）とドイチュ・アセット・マネジメント・エス・エー（以下「管理会社」という。）の間で締結された2006年11月28日付信託証書に基づいて設定されたユニット・トラストである。

2016年11月30日（償還日）現在、トラストは、以下の4つの運用中のサブ・ファンドを有していた。

1. パラディウム・ジャパン・トラスト－豪ドル建満期時元本確保型ミルバーン・パフォーマンス連動ファンド（2009－02）
2. パラディウム・ジャパン・トラスト－d b X－ウィントン・パフォーマンス連動型ファンド（米ドル建／豪ドル建／円建）
3. パラディウム・ジャパン・トラスト－豪ドル建満期時元本確保型 d b X－ポールソン・パフォーマンス連動ファンド（2009－10）
4. パラディウム・ジャパン・トラスト－SMBCフレンド・ドイツ銀行グループ 早期償還条項付償還時豪ドル建元本確保型ファンド 07－01（日経平均連動分配型）（2017年2月24日付で償還）

### パラディウム・ジャパン・トラストのサブ・ファンド

受託会社と管理会社の間で2008年9月29日付設立証書に従い、受託会社は、ミルバーン・ポートフォリオに連動する社債に投資する、パラディウム・ジャパン・トラスト－豪ドル建満期時元本確保型ミルバーン・パフォーマンス連動ファンド（2008－11）（以下「サブ・ファンド」という。）を設立し、2008年11月17日に運用を開始した。トラストが投資していた社債は2016年10月31日付で満期到来し、サブ・ファンドは2016年11月30日付で終了した。

本財務書類で使用されている特定の用語は、2006年12月付のトラストの英文目論見書（以下「英文目論見書」という。）および2008年9月付のサブ・ファンドに関する商品付属書（以下「商品付属書」といい、英文目論見書とともに「募集関係書類」という。）において定義されており、従って当注記と併せてかかる文書も読まれるべきである。

### サブ・ファンドの投資目的および方針

サブ・ファンドの投資目的は、登録受益者に対して、(i) 募集関係書類の商品付属書に記載の社債の概要に詳述されるマスター・ポートフォリオ（ミルバーン・ポートフォリオに係る元本確保型のレバレッジ戦略）の実績に連動するリターン、および(ii) サブ・ファンドの元本確保確定日から（同日を含む。）最終償還日まで（同日を含む。）、当初投資元本の確保を提供することである。

### 元本確保証書

サブ・ファンドへの投資の下方リスクを制限する目的で、登録受益者の利益のための元本確保証書が、ロンドン支店を通じて行われるドイツ銀行（以下「元本確保提供会社」という。）によって締結された。元本確保提供会社は、元本確保日において保有され、買い戻される各受益証券について、元本確保証書の条項に従い、不足額（もしあれば）を支払うことを各登録受益者の利益のためにサブ・

ファンドに対し撤回不能の形で保証する。

## 2. 重要な会計方針

当財務書類は、ルクセンブルグで一般に認められた会計原則に準拠して作成されている。サブ・ファンドが従う重要な会計方針の概要は、以下の通りである。

### 評価

本社債の評価は、本社債の計算代理人によって報告される公正価格に基づき、受託会社が公正価格で評価する。公正価格は、満期時点における本社債の保証額（受益証券1口当たり当初発行価格に相当）に係る予測される将来キャッシュ・フロー、支払固定クーポンおよび、本社債が連動する連動先指数のパフォーマンスに基づき支払われる変動クーポンに基づいて決定される。本社債の公正価格には、直近の金利支払日以後のいかなる経過利息も含まれる。

現金、預金および類似の投資は、経過利息を含めた額面価額で評価される。

サブ・ファンドの会計記録は現在、豪ドル（以下「基準通貨」という。）で維持されている。

### 収益

本社債に係る利息収益は、現金受取ベースで認識される。収益は、それぞれの源泉徴収税（もしあれば）を差し引いた額で記録される。

### 投資に係る実現損益

投資取引に係る実現損益は、売却された投資有価証券の平均取得原価に基づいて決定される。

## 3. 費用および手数料

サブ・ファンドに関連して、以下の報酬が支払われる。

### 固定報酬

サブ・ファンドのための役務に対し、ロンドン支店を通じて行為するドイツ銀行（以下「固定報酬代理人」という。）は、各買戻価格算出基準日現在の発行済み受益証券の投資元本に対し年率0.20%の報酬を受け取る権利を有し、かかる報酬は報酬計算基準に従い計算され、毎月発生し、各報酬支払日にサブ・ファンドの資産から四半期毎に後払いされる。

固定報酬には、受託会社、管理事務代行会社、保管会社および登録・名義書換代行会社、受託会社の代行会社の各報酬およびサブ・ファンドのその他の運用費用が含まれるが、これらに限られない。

### 販売会社報酬

サブ・ファンドのための役務に対し、みずほ証券株式会社（以下「日本における販売会社」という。）は、各買戻価格算出基準日現在の発行済み受益証券の投資元本に対し年率0.10%の報酬を受け取る権利を有し、かかる報酬は報酬計算基準に従い計算され、毎月発生し、各報酬支払日にサブ・ファンドの資産から四半期毎に後払いされる。

### 代行協会員報酬

サブ・ファンドのための役務に対し、みずほ証券株式会社（以下「代行協会員」という。）は、各買戻価格算出基準日現在の発行済み受益証券の投資元本に対し年率0.10%の報酬を受け取る権利を有し、かかる報酬は報酬計算基準に従い計算され、毎月発生し、各報酬支払日にサブ・ファンドの資産から四半期毎に後払いされる。

## 販売会社取次報酬

サブ・ファンドは、2013年11月29日から販売会社取次報酬を支払っていない。

## 管理報酬

サブ・ファンドは管理報酬を支払っていない。

すべての報酬は、設定日（同日を含む。）から元本確保確定日（同日を除く。）まで計算され発生する。

## 4. 税金

ケイマン諸島においてトラストは課税されないが、投資による収益、キャピタル・ゲインに関し、その他の国々において源泉徴収される税金を負担することがある。

## 5. 関係会社

サブ・ファンドの関係会社は以下の通りである。

ー管理会社である、ドイチェ・アセット・マネジメント・エス・エー

ーロンドン支店を通じて行為するドイツ銀行：本社債発行会社および本社債計算代理人、ポートフォリオ・スポンサー、元本確保提供会社、アレンジャー、ならびに固定報酬代理人

サブ・ファンドは、本社債発行会社であり元本確保提供会社であるロンドン支店を通じて行為するドイツ銀行の信用リスクに晒される。

## 6. 受益証券の発行および買戻し

サブ・ファンドの受益証券は、募集期間中に当初発行価格で発行された。募集期間終了後は、受益証券は発行されない。

受益証券の買戻しは、募集関係書類の商品付属書の「特別買戻し」に記載される場合を除き、クローズド期間最終日（2009年11月29日）後の最初の買戻価格算出基準日からいずれの買戻価格算出基準日においても行うことができる。各受益証券の買戻価格は、商品付属書に詳述されている通り、関連する評価日に計算される、該当する買戻価格算出基準日現在の1口当たり純資産価格を参照して決定され、かかる1口当たり純資産価格から買戻し手数料を差し引いた金額に相当する。

## 7. 後発事象

サブ・ファンドは、2016年11月30日をもって終了した。

サブ・ファンドであるパラディウム・ジャパン・トラストーSMB Cフレンド・ドイツ銀行グループ 早期償還条項付 償還時豪ドル建元本確保型ファンド 07-01（日経平均連動分配型）は、2017年2月24日付で償還した。

2016年11月30日以降および財務書類の発行日現在、サブ・ファンドによる最終償還として24,679,673豪ドルが2016年12月12日付で全額支払われた。

2017年5月12日、ロイヤル・バンク・オブ・カナダは、カリブ海を拠点とする同社の信託、保管およびファンド管理事業をSMPパートナーズ（ケイマン）リミテッドに売却し、その結果として、トラストの受託会社に対する所有権および支配権がSMPパートナーズ・グループに移転した。受託会社の所有者変更後、受託会社の名称がロイヤル・バンク・オブ・カナダ・トラスト・カンパニー（ケイマン）リミテッドからSMPパートナーズ（ケイマン）リミテッドに変更された。

## (2) 投資有価証券明細表等

該当事項なし（2016年11月30日現在）。

#### IV. 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11月17日   |                 |              | 投資信託契約終了時の状況  |
|                | 投資信託契約終了日      | 2016年11月30日   |                 |              |               |
| 区分             | 投資信託当初払込時      | 投資信託契約終了日     | 差引増減            | 純資産総額        | 24,680,734豪ドル |
| 受益権口数          | 3,865,820口     | 212,280口      | △3,653,540口     | 受益権口数        | 212,280口      |
| 元本額<br>(純資産総額) | 386,582,000豪ドル | 24,680,734豪ドル | △361,901,266豪ドル | 1口当たり<br>償還金 | 116.26豪ドル     |

#### 毎計算期末の状況

| 計算期                    | 元本額<br>(期初純資産総額)<br>(豪ドル) | 純資産総額<br>(豪ドル) | 1口当たり純資産価格<br>(豪ドル) | 1口当たり分配金 |         |
|------------------------|---------------------------|----------------|---------------------|----------|---------|
|                        |                           |                |                     | 金額 (豪ドル) | 分配率 (%) |
| 第1期                    | 386,582,000               | 367,516,351    | 95.11               | —        | —       |
| 第2期                    | 367,516,351               | 157,534,269    | 96.02               | —        | —       |
| 第3期                    | 157,534,269               | 115,453,567    | 103.60              | —        | —       |
| 第4期                    | 115,453,567               | 86,202,348     | 104.00              | —        | —       |
| 第5期                    | 86,202,348                | 65,430,130     | 100.62              | —        | —       |
| 第6期                    | 65,430,130                | 55,478,115     | 105.07              | —        | —       |
| 第7期                    | 55,478,115                | 47,570,103     | 108.99              | —        | —       |
| 第8期                    | 47,570,103                | 28,582,889     | 116.04              | —        | —       |
| 第9期                    | 28,582,889                | 24,680,734     | 116.26              | —        | —       |
| 信託期間中1口当たり総収益金及び年平均収益率 |                           |                |                     | 16.160   | 0.20%   |

## V. お知らせ

サブ・ファンドは、設定時からの予定どおり、最終償還日（2016年11月30日）に運用を終了し、償還されました。