



## 臨時レポート

### ロシア株式市場の足元の状況と今後の見通し

2017年2月27日  
ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

#### 【ロシア株式市場は大幅に上昇】

ロシア株式市場は、原油価格の大幅な反発や国内景気の改善期待が高まったことに加え、米国のトランプ大統領の誕生も追い風となり、大幅に上昇しています。

当社では引き続きロシア株式市場を強気に見ています。

#### <当社がロシア株式市場を強気に見ている背景>

- ① 国内景気の改善期待
- ② 強固な経済への転換
- ③ 原油価格の安定
- ④ 中央銀行の緩和期待
- ⑤ ロシア株式市場のバリュエーション
- ⑥ 米国との関係改善期待

#### 【①国内景気の改善期待】

欧米諸国による経済制裁や原油価格の大幅な下落を受けて、約2年に渡り景気低迷が続いていたロシア経済ですが、原油価格が現在の価格水準で推移すれば、2017年にはロシアの実質GDP（国内総生産）成長率は国際通貨基金（IMF）の見通し（2017年1月時点予測+1.1%）を上回る2%近いプラス成長へ回帰すると当社は見えています。

景気回復の兆しは国内の経済指標にも現れています。先行指標であるPMI（購買担当者景気指数）は製造業が2016年8月以降、サービス業が2016年2月以降いずれも景気判断の節目となる50を上回っており、改善傾向が続いていることがわかります。また、家計のデレバレッジ（負債圧縮）が大幅に進んでおり、低迷が続いていた消費は賃金の上昇やインフレ率・金利の低下を背景に今後回復に向かうことが期待されます。

#### 【②強固な経済への転換】

原油や天然ガス等のエネルギー資源がロシアの主な収益源泉であることに変わりはありませんが、ロシア政府はより経済基盤を強固なものとするため、現在様々な対策を講じています。

ロシア政府は原油の想定価格を1バレル＝40米ドルに設定し、かなり慎重な財政運営を行うことで、2020年までに財政均衡の実現を目指しています。

また、過去約1,000行あった国内銀行の約半分を閉鎖する等、より強固な金融システム構築に向けた動きも進めています。

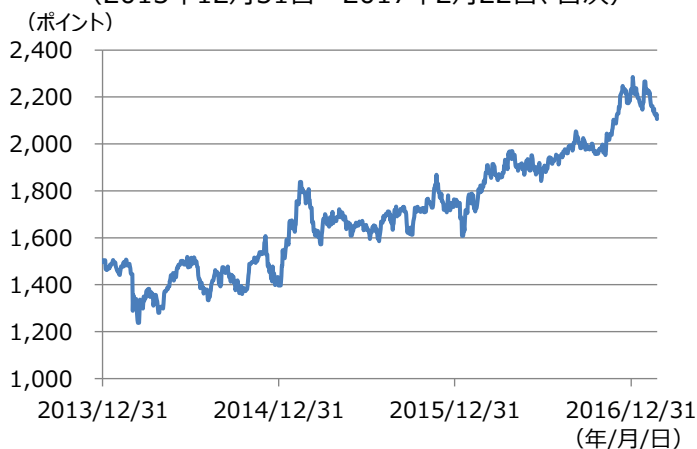
ロシアは経常黒字国であり、短期対外債務に対する外貨準備高も相対的に高水準を維持しており、新興国の中では元々外的なショックに強いという特徴があります。

米当局による利上げ観測が高まると、通常新興国市場からの資金流出懸念が浮上しますが、ロシアについてはその影響を相対的に受けにくい国であると言えます。

※データは記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

#### 【図表】MICEX指数（ルーブル建）の推移

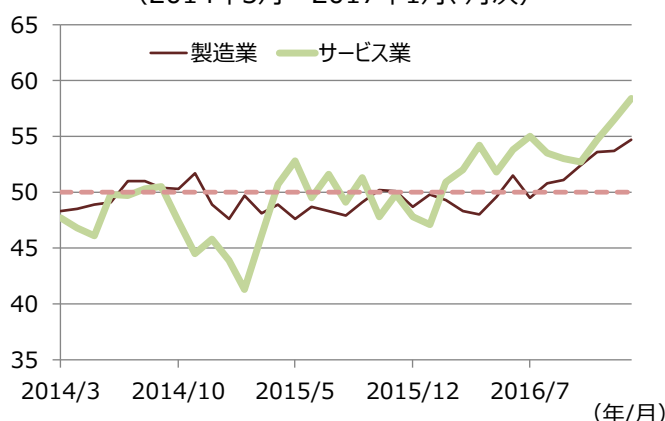
（2013年12月31日～2017年2月22日、日次）



出所：Bloombergのデータを基にドイチェ・アセット・マネジメント(株)が作成

#### 【図表】PMI（製造業、サービス業）の推移

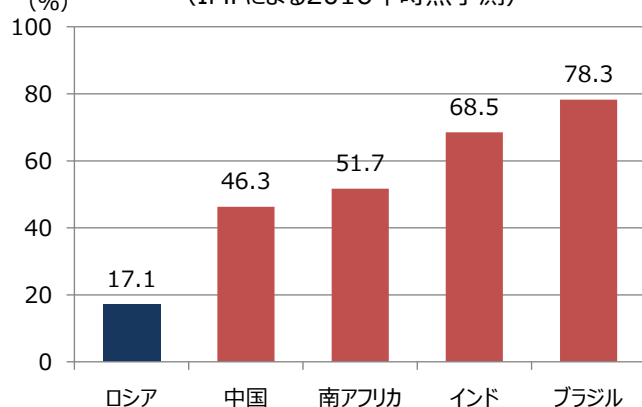
（2014年3月～2017年1月、月次）



出所：Bloombergのデータを基にドイチェ・アセット・マネジメント(株)が作成

#### 【図表】BRICs各国の対外債務（対GDP比）

（IMFによる2016年時点予測）



出所：IMF World Economic Outlook, October 2016のデータを基にドイチェ・アセット・マネジメント(株)が作成



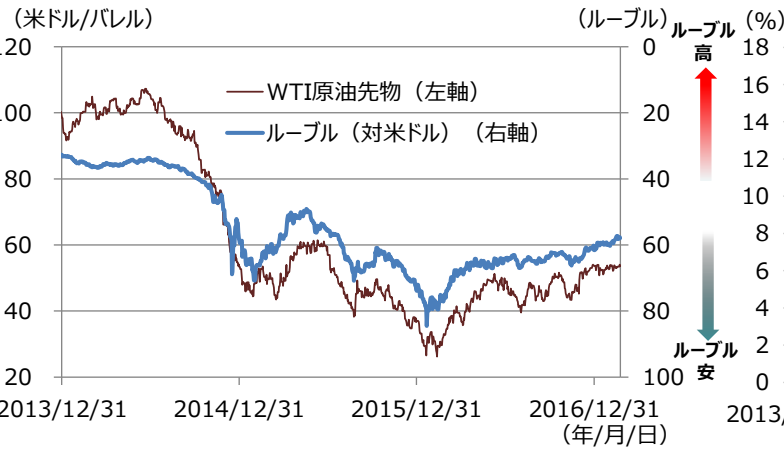
# 臨時レポート

## ロシア株式市場の足元の状況と今後の見通し

### 【③原油価格の安定】

2016年12月にOPEC（石油輸出国機構）加盟国および非加盟国が協調減産に合意したこと等を受けて、原油価格は1バレル＝50米ドル台で安定しています。米国のシェール生産や各国による減産の動向には注意が必要ですが、原油市況の落ち着いたことはロシア経済の安定度を高めることに繋がるものと見込まれます。

【図表】WTI原油先物とルーブル（対米ドル）の推移  
（2013年12月31日～2017年2月22日、日次）

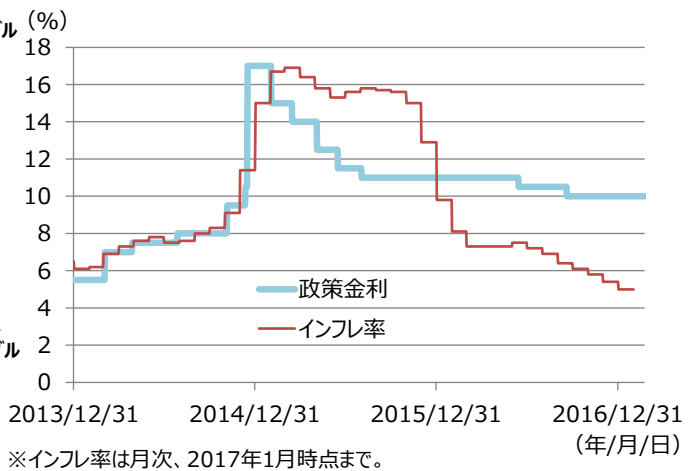


### 【④中央銀行の緩和期待】

ロシア中央銀行は通貨防衛のため、2015年に政策金利を17.0%まで引き上げて以来、インフレ率の動きに合わせ、段階的な利下げを行ってきました（2017年2月17日現在10.0%）

昨年9月以降利下げは見送られており、最近ロシア財務省が発表した新たな外貨購入プログラムが金融緩和策の先送りに繋がる可能性はありますが、インフレ率は中銀がターゲットとする4%に向けて低下基調が続いており、今年の後半より徐々に金融緩和を進め、経済活動を後押しすることが期待されます。

【図表】政策金利とインフレ率（前年比）の推移  
（2013年12月31日～2017年2月22日）

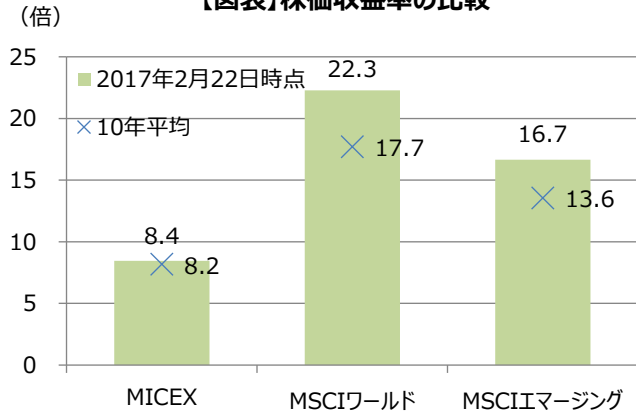


出所：Bloombergのデータを基にドイチェ・アセット・マネジメント(株)が作成

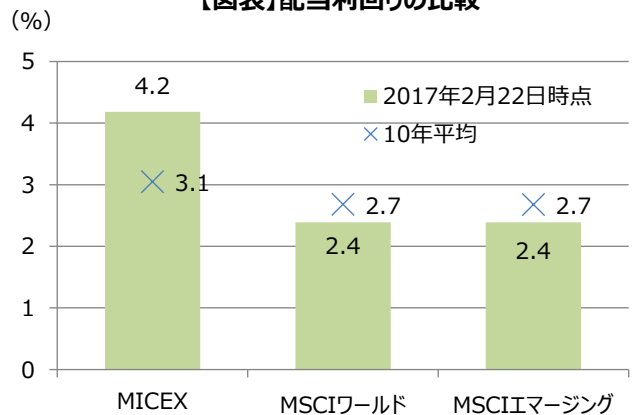
### 【⑤ロシア株式市場のバリュエーション】

ロシア株式市場は昨年大きく上昇しましたが、過去の平均と比較すると依然割安な水準にあると言えます。また、配当利回りの相対的な高さもロシア株式への投資を惹きつけるひとつのポイントとなるでしょう。

【図表】株価収益率の比較



【図表】配当利回りの比較



出所：Bloombergのデータを基にドイチェ・アセット・マネジメント(株)が作成  
※10年平均は2007年1月～2016年12月までの日次データの平均値。

※データは記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。



【⑥米国との関係改善期待】

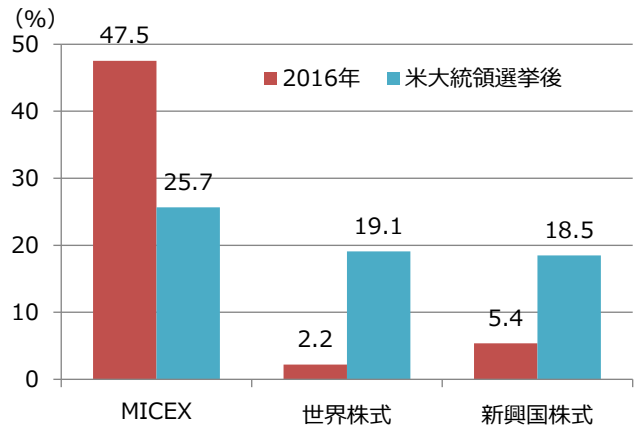
米国でトランプ氏が大統領に就任したことでロシアと米国の関係性に変化が見られるかが注目されています。トランプ大統領は大統領選挙期間中からロシアに対して好意的な発言を繰り返し行うとともに、国務長官に親ロシア派と見られるティラーソン氏を指名し、米上院本会議で承認されました。

議員の間では否定的な意見も聞かれ、状況は流動的ですが、欧米との関係が改善に向かい制裁の緩和等が進めば、ロシアを再評価する動きが広がると思われます。

【今後の見通し】

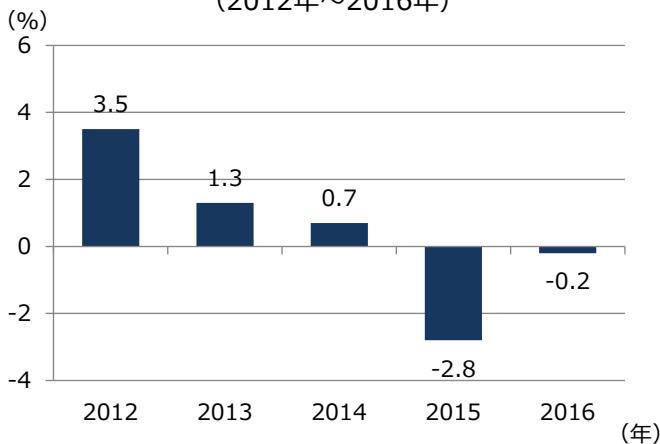
現在市場では、トランプ政権による政策の行方や欧州で相次ぐ選挙を巡る思惑が投資家心理の重石となっていますが、そうした環境の中で経済を取り巻くファンダメンタルズが着実に改善しつつあるロシア株式市場は、相対的に妙味の高い投資先であると考えています。

【図表】各株式市場（含む指数）の騰落率（円ベース）



出所：Bloombergのデータを基にドイチェ・アセット・マネジメント(株)が作成  
 ※2016年の騰落率は2015年12月31日～2016年12月30日、米国大統領選挙後は2016年11月9日～2017年2月22日。  
 ※世界株式：MSCIワールド指数、新興国株式：MSCIエマージング指数。  
 ※MSCIワールド指数、MSCIエマージング指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIインクに帰属します。また、MSCIインクは同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

【図表】GDP成長率の推移  
(2012年～2016年)



出所：Bloombergのデータを基にドイチェ・アセット・マネジメント(株)が作成

【図表】ロシア中央銀行によるGDP成長率予想  
(2016年12月時点)

	想定原油価格 (1バレル当たり)	GDP成長率予想
2017年	40米ドル (ベースシナリオ)	+0.5%～+1.0%
	46米ドル (原油高シナリオ)	+1.2%～+1.7%
	25米ドル (リスクシナリオ)	-1.5%～-1.0%
2018年	40米ドル (ベースシナリオ)	+1.5%～+2.0%
	50米ドル (原油高シナリオ)	+2.0%～+2.5%
	25米ドル (リスクシナリオ)	-0.5%～-0.1%

出所：ロシア中央銀行のデータを基にドイチェ・アセット・マネジメント(株)作成

※データは記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。



# 臨時レポート

## ロシア株式市場の足元の状況と今後の見通し

### 【ご参考】ウクライナ問題に関するロシアに対する経済制裁例

#### 第1次（2014年3月）：クリミア併合への対応 主に個人の資産凍結・渡航禁止

国	制裁内容	ロシアへの影響度
米国	ロシア政府高官・軍関係者等の資産凍結・渡航禁止。(3月6日)	△
米国	資産凍結・渡航禁止対象者の追加。(3月17日)	△
米国	資産凍結・渡航禁止対象者の追加。(3月20日)	△
EU	18名の資産凍結。(3月5日)	△
EU	ロシアとのビザ交渉凍結。(3月6日)	△
EU	21名の資産凍結・渡航禁止。(3月17日)	△
EU	資産凍結・渡航禁止対象者の追加。(3月21日)	△
日本	ビザ緩和凍結、投資・宇宙・安全保障での協定交渉の凍結。(3月18日)	△

#### 第2次（2014年4、5月）：主に個人・企業の資産凍結・渡航禁止

国	制裁内容	ロシアへの影響度
米国	資産凍結・渡航禁止対象者の追加。(4月11日)	△
米国	輸入規制対象企業の追加。(4月28日)	△
EU	資産凍結・渡航禁止対象者の追加。(5月12日)	△
日本	ウクライナの主権と領土の一体性の侵害に関与したと判断される23名のビザ停止。(4月29日)	△

#### 第3次（2014年7、8月）：マレーシア航空機撃墜で強化 主に経済制裁

国	制裁内容	ロシアへの影響度
米国	エネルギー会社のロスネフチとノヴァテック、またガスプロム銀行、ロシア開発対外経済銀行を90日超の資金調達禁止対象に。(7月16日)	◎
米国	90日超の資金調達禁止対象にモスクワ銀行、ロシア農業銀行、VTB銀行、ユナイテッド・シッピングビルディング・コーポレーションを追加。(7月29日)	◎
EU	欧州投資銀行（EIB）、欧州復興開発銀行（EBRD）の対ロシア新規融資禁止。(7月16日)	◎
EU	資産凍結・渡航禁止の対象者を15名、対象企業を18社追加。(7月25日)	△
EU	資産凍結・渡航禁止の対象者を8名、対象企業を2社追加。(7月30日)	△
EU	兵器および関連製品、または軍事目的で転用可能な製品および技術に関する輸出入の禁止。石油業界への機器輸出の事前認可制導入。ロシアの主要銀行による90日を超える資金調達の禁止。(7月31日)	◎
日本	クリミア併合を支援する40個人および2団体の資産凍結。(8月5日)	△

#### 第4次（2014年9月以降）：ウクライナ東部停戦。主に経済制裁とエネルギー企業・事業への輸出禁止

国	制裁内容	ロシアへの影響度
米国	ガスプロム銀行、ロシア開発対外経済銀行、モスクワ銀行、ロシア農業銀行、VTB銀行が資金調達禁止対象となる期間を90日超から30日超に短縮、ズベルバンクを資金調達禁止対象に追加。防衛大手ロステックに対し米国債券市場へのアクセスの制限。エネルギー大手5社（ガスプロム、ガスプロムネフチ、ルクオイル、スルグトネフガス、ロスネフチ）との深海・シェール開発の共同開発および機器・技術・サービスの供与禁止。(9月12日)	○
米国	対象者の資産凍結および新規投資、輸出入等を含むクリミアに関する特定取引の禁止。(12月19日)	△
EU	ロシアの主要5行の資金調達禁止対象となる期間を30日に設定。資産凍結・渡航禁止の対象者を24名追加。深海・北極海・シェールオイル事業へのサービスの供与禁止。(9月11日)	○
EU	資産凍結・渡航禁止の対象者を13名、対象企業を5社追加。(11月28日)	△
日本	ズベルバンク、VTB銀行、ロシア開発対外経済銀行、ガスプロム銀行、ロシア農業銀行による日本での新規証券発行、又は募集行為を許可制に。武器、武器技術、軍事用途の汎用品の輸出に関する審査手続きの厳格化。(9月24日)	○

出所：各種資料を基にドイチェ・アセット・マネジメント(株)作成

※上記はロシアに対する経済制裁の一部を抜粋したものです。

※ロシアへの影響度はドイチェ・アセット・マネジメント(株)によるものであり、将来の市場環境の変動等により、変更される場合があります。





**ご留意事項**

●投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。したがってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご購入に際しては、事前に最新の投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面の内容をご確認の上、ご自身で判断して下さい。

●投資信託に係る費用について

【お申込みいただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。】

- 購入時に直接ご負担いただく費用…購入時手数料 上限3.78%(税抜3.50%)
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保額 上限1.0%
- 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用…運用管理費用(信託報酬) 上限2.0304%程度(税込)
- その他費用…上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。

投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認下さい。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託の運用による損益は、すべて受益者に帰属します。投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本及び利息の保証はありません。投資信託は、預金または保険契約ではないため、預金保険及び保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。登録金融機関を通じてご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご購入に際しては、事前に最新の投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面の内容をご確認の上、ご自身で判断して下さい。

なお、当社では投資信託の直接の販売は行っておりませんので、実際のお申込みにあたっては、各投資信託取扱いの販売会社にお問合せ下さい。

ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社  
 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第359号  
 加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、  
 一般社団法人日本投資顧問業協会、  
 一般社団法人第二種金融商品取引業協会