



臨時レポート

足元のロシア市場について

2018年4月12日
ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

- 2018年4月10日のロシア市場は、株式市場は上昇したものの、債券および為替市場は下落しました。
- ルーブル安や原油価格の上昇は輸出関連企業の株価を下支えするものの、米国の追加制裁がロシア市場に与える影響については依然不透明感が根強いものと見ています。
- ウクライナ問題を受け経済制裁が行われた2014年の頃とは異なり、原油価格が堅調に推移していることは安心材料と言えますが、市場では追加制裁の可能性が警戒され変動性が高まっており、短期的には神経質な展開となると見ています。

【依然変動性の高いロシア市場】

2018年4月10日（現地時間）のロシア市場は、株式市場は上昇したものの、債券および為替市場は下落しました。

【ルーブル安の恩恵を受ける輸出関連企業】

株式市場の反発の牽引役となったのは、エネルギー関連や鉱物関連企業の株価の上昇です。

ルーブル建の株価指数であるMOEXロシア指数は4月10日には前営業日比で約4%上昇しましたが、セクター別に見ると、石油・ガスセクターが同+4.85%、金属・鉱業セクターが同+4.46%と大幅に上昇しました。

この背景の一つとして、通貨ルーブルの下落があります。ロシアの主要輸出品目である原油やガス、また鉱物資源を取扱う企業から見れば、ルーブルの下落は収益の拡大につながります。米国の追加制裁の影響等により、4月9日、10日の2日間でルーブルは対米ドルで前週末比約8%下落したことから、この恩恵を受けると見込まれる石油・ガスセクターや金属・鉱業セクターが上昇しました。

また、足元原油価格が堅調に推移していることもこれらのエネルギー関連企業の株価上昇につながったものと考えられます。

【制裁リスクが債券、通貨の重石に】

株式市場が反発に転じた一方で、債券市場と為替市場は下落しました。また、クレジットリスクの指標となる5年物CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）についても拡大傾向が続いています。

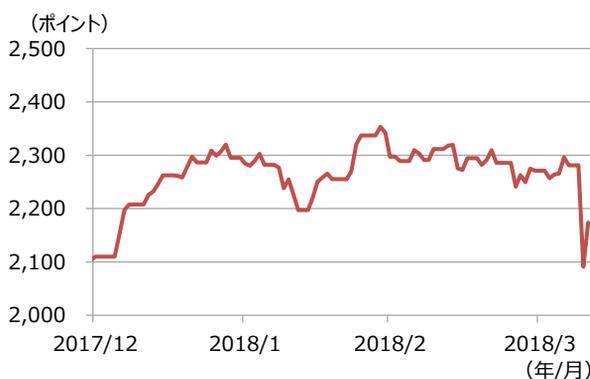
このような市場の動きはつまり、今回の米国の追加制裁がロシアに対しどのような影響を及ぼすのか、またどれほど市場が懸念を抱いているのかを表していると考えられます。

米国政府はかねてより追加制裁の対象、およびそれらがロシア経済に与える影響について調査を行っていました。中でも国債に対する制裁の実施が最も影響が大きいとされており、市場では警戒されてきました。4月6日に発表された追加制裁リストに国債は含まなかったものの、今後も他の企業等が新たな制裁対象としてリストに追加される可能性も想定されるため、当面は不安定な動きが続くと見ています。

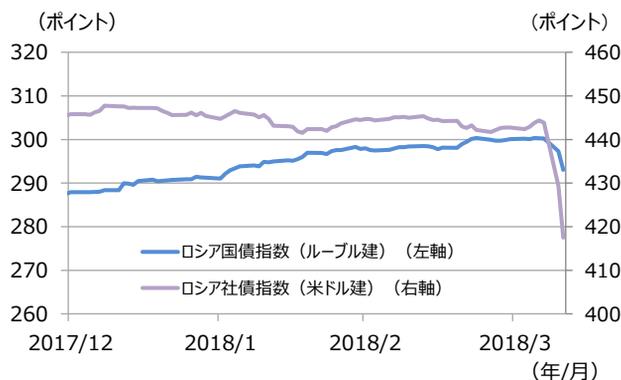
【図表】各市場の動き

		2018年4月9日	2018年4月10日	騰落率
株式	MOEXロシア指数（ルーブル建）	2,090.88	2,173.76	3.96%
	ロシアRTS指数（米ドル建）	1,094.98	1,090.79	-0.38%
債券	ロシア国債指数（ルーブル建）	297.34	293.02	-1.46%
	ロシア社債指数（米ドル建）	429.41	417.47	-2.78%
為替	ルーブル/円	1.79	1.70	5.27%のルーブル安
	米ドル/ルーブル	59.74	63.02	5.49%のルーブル安

【図表】MOEXロシア指数（ルーブル建）の推移
期間：2017年12月29日～2018年4月10日、日次



【図表】ロシア国債、社債の推移
期間：2017年12月29日～2018年4月10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
 ※ 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。
 ※ ロシア国債指数（ルーブル建）：JPモルガン・GBIロシア指数（ルーブル建）
 ※ ロシア社債指数（米ドル建）：JPモルガン・社債指数ロシア（米ドル建）



【中銀は金融政策に自信】

ウクライナ問題や原油安等を受けて2014年にルーブルが急落した際、ロシア中央銀行（以下、「中銀」）はインフレを抑制すべく大幅な利上げを実施しました。

今回の市場変動を受け、ナビウリナ中銀総裁は「今回の追加制裁がロシアの金融市場の安定を脅かすには至らず、当局による組織的な対応を必要とはしていない」、さらに、「中銀は対処に必要なあらゆる手段を備えている」と発言しました。

このことから、今後の状況次第ではあるものの、喫緊で中銀が対策を講じる可能性は低いと考えられます。

【2014年との違い】

2014年の時との違いとして、「制裁の内容」と「原油価格の水準」の2点が挙げられます。

まず制裁の内容については、2014年はロシアの大手金融機関やエネルギー企業による欧米市場での資金調達が制限されましたが、その対象は「新規」に限られていました。一方、今回はロシア企業2社（ただし資本関係があるため実質1社）が発行する株式および債券に対して米国民による取引自体が禁止されたため、前回よりも内容が強化されたと言えます。今後、このような厳しい制裁の対象範囲が拡大すれば、資金繰りが困難になる企業が増え、ロシア経済全体へ影響することが懸念されます。

次に原油価格については2014年当時、原油価格の急落により、外貨返済に窮したロシア企業が外貨調達のためルーブル売りを行ったことがルーブル安の一因となっていました。また、原油輸出が政府の主な歳入源であることから、原油価格の低迷がロシアの信用力低下につながり、ルーブルはさらに下落しました。

足元、原油価格が堅調に推移していることは1つの安心材料とも言えるでしょう。

【今後の見通し】

GDP成長率もプラスに回帰し、インフレ率も政策目標を下回る水準で推移する等、ロシアのファンダメンタルズは良好な状態にあります。また、格付は大手格付会社2社から投資適格級が付与されているほか、外貨準備高も積み上がってきていることから、ロシアの信用力は改善傾向にあることがわかります。

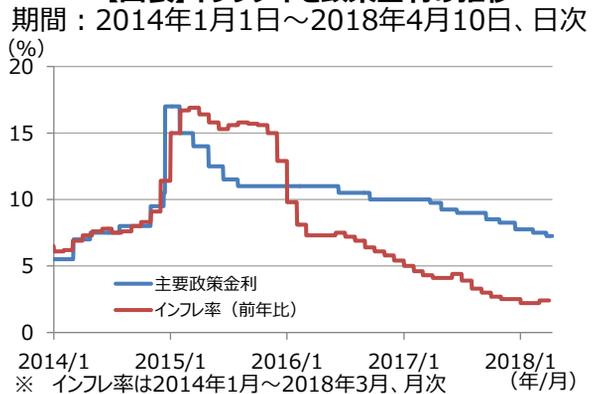
しかし、市場ではさらなる追加制裁が実施される可能性を警戒する等、ロシアに対する不透明感は高まっています。そのため、短期的にはロシア市場は神経質な展開となると見ています。

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
 ※ 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。
 * CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）：信用リスクを売買する金融取引。信用リスクの指標となる。

【図表】5年物CDS*の推移



【図表】インフレ率と政策金利の推移



【図表】ルーブル（対円、対米ドル）の推移



【図表】WTI原油先物の推移





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

＜当資料で使用している指数に関する留意事項＞

JPMorgan・GBIロシア指数（ルーブル建）、JPMorgan・社債指数ロシア（米ドル建）は、JPMorgan Chase & Co.の子会社であるJ.P. Morgan Securities LLC（以下「J.P. Morgan」といいます）が算出する債券インデックスであり、その著作権及び知的所有権は同社に帰属します。J.P. Morganは、JPMorgan・GBIロシア指数（ルーブル建）、JPMorgan・社債指数ロシア（米ドル建）及びそのサブインデックスが参照される可能性のある、又は販売奨励の目的でJPMorgan・GBIロシア指数（ルーブル建）、JPMorgan・社債指数ロシア（米ドル建）及びそのサブインデックスが使用される可能性のあるいかなる商品についても、出資、保証、又は奨励するものではありません。J.P. Morganは、証券投資全般若しくは本商品そのものへの投資の適否又はJPMorgan・GBIロシア指数（ルーブル建）、JPMorgan・社債指数ロシア（米ドル建）及びそのサブインデックスが債券市場一般のパフォーマンスに連動する能力に関して、何ら明示又は黙示に、表明又は保証するものではありません。