

ウクライナ侵攻開始から約1年が経過するも解決の糸口は見えず

非友好国との対立関係が続く

ロシアが軍事侵攻を継続する中、米国やEU（欧州連合）をはじめとする西側諸国とロシアの対立関係に解決の糸口は見えません。

西側諸国はこれまでもロシアに対し、資産凍結や、国際間の決済ネットワークを提供するSWIFT（国際銀行間通信協会）からの排除、最近ではロシア産原油の輸入価格に対し上限を設定する等、様々な制裁を段階的に実施してきました。

また、欧米各国は、ウクライナからの要請を受け、ドイツの「レオパルト2」や、米国の「エイブラムス」、英国の「チャレンジャー2」といった主力戦車を供与することを決定しました。なお、これに対し、ロシア側は「欧米が紛争に直接関与していることを意味する」として強く反発しています。

ロシア資産の取引は依然として実質的にできない状態

ロシア側の対抗措置により、ロシアが非友好国と指定する国の投資家によるロシアの株式や債券の取引は実質的にできない状態が続いています。そのため、ロシア市場の取引参加者はロシア国内の投資家に加え、ロシアが友好国とみなす国の投資家に限られています。

なお代表的株価指数であるMOEXロシア指数は、地政学リスクや、原油安等の影響により上値の重い展開が続いています。

また、非居住者によるロシア債券の保有比率は買い手が非常に限られるため、足元急激に低下しています。

通貨ルーブルはウクライナ侵攻直後、欧米の制裁強化や金融市場の混乱を受けて大幅下落した後、ロシアの資本規制や、ロシア中央銀行（以下、「中銀」）の大幅利上げ等により急騰しました。その後はルーブル安が抑制されたことや、物価上昇に鈍化が見られたことで、景気支援のため、中銀は利下げに転じましたが、欧米からの制裁によるロシア企業の外貨需要低下等もあり、以前に比べ落ち着いた値動きとなっています。

現状、ロシア情勢に改善の兆しは見えず

ロシアがウクライナへの軍事侵攻を継続している以上、ロシア情勢に改善の兆しは見えず、また今後もこの状態が継続するものと考えられます。

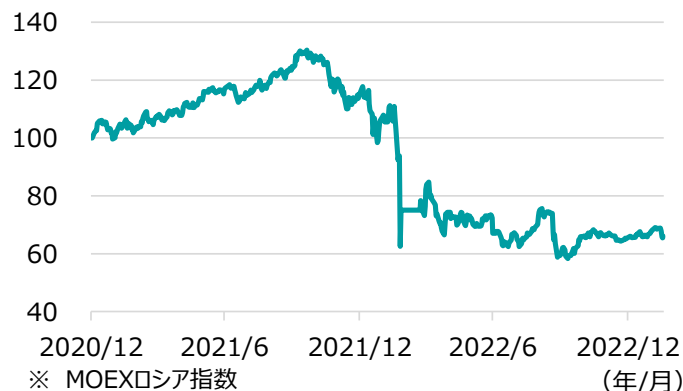
非友好国の投資家においては、取引が実質的にできない状態が続いており、また西側諸国の制裁の影響等から、過去の売却代金に加え、配当金や利金、また償還金等の受け取りが不可能となるケースも発生している等、ロシアの金融市場は未曾有の混乱状態に陥っています。

このような中、非友好国の投資家が取引を再開できるようになるまでには、かなりの時間を要すると思われ、また取引が可能となった時点で改めてさまざまな観点から状況を再評価する必要がありますと考えています。

出所：各種資料を基にドイチェ・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。

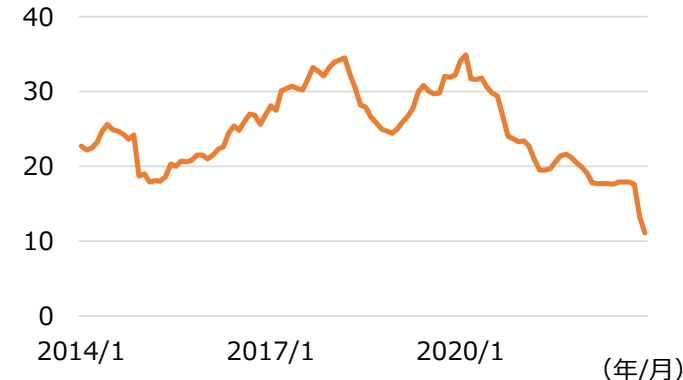
【図表】ロシア株式市場（現地通貨ベース）の推移

期間：2020年12月31日～2023年2月17日、日次
(ポイント)



【図表】ロシア債券の非居住者による保有比率

期間：2014年1月～2022年12月、月次
(%)



【図表】ロシア・ルーブル（対円、対米ドル）の推移

期間：2014年1月1日～2023年2月17日、日次
(円) (ロシア・ルーブル)



足元のロシア情勢

軍事侵攻開始から丸一年

ロシアがウクライナへの軍事侵攻を開始し、まもなく1年が経過しますが、いまだウクライナ国内では激しい戦闘が繰り返されています。

直近では2023年2月14日（現地時間）にロシア軍がウクライナの東部ドネツク州の要衝バフムトへの攻撃を続ける等、ウクライナ南部及び東部の広範囲で作戦を強化し、2022年2月24日の侵攻開始からまもなく丸一年となる中、今後新たに大規模攻勢をかけることも予想されています。

欧米各国の制裁の影響等によりロシア経済は悪化

ロシアの国内総生産（GDP）成長率（前年同期比）は、2022年第2四半期がマイナス4.1%、また第3四半期がマイナス3.7%と、2期連続でマイナスとなりました。

<景気悪化の主な背景>

- ・ウクライナ情勢の悪化を受けて、欧米諸国が対ロシア制裁を強化していること
- ・外資系企業がロシア市場から撤退していることや、インフレ率が依然として10%を超える水準となっていることで、個人消費が減速していること
- ・ロシア政府が予備役の部分的動員令を発令したことを受け、労働市場が制約を受けていること

インフレリスクの高まりにより利上げの可能性も

中銀は2022年9月以降、政策金利を7.5%に据え置いています。なお、直近2月の政策決定会合の声明文では、財政赤字の拡大や対外貿易条件の悪化、また労働力不足等により、インフレリスクは高まっており、今後の会合で利上げが必要になる可能性があるとして述べています。

ロシア財政はエネルギー輸出から得られる収入が減少する一方で、ウクライナ侵攻による戦費拡大や景気支援策により歳出が急増していることで、赤字額が拡大している模様です。足元ではEUがロシア産原油の禁輸措置を発効したことや、天然ガス上限設定について合意したことが、資源輸出からの収入減につながったと見られます。

ロシアは財政赤字を穴埋めするため、国内での国債発行や、国民福祉基金（エネルギー輸出の余剰収益を積み上げた基金）の切り崩し等を行っていますが、国内での国債消化には限界があり、また国民福祉基金も減少に歯止めがかからず底をつく可能性が出ており、将来的に財政が立ち行かなくなる可能性もあります。

労働力不足が経済の足枷となっていることに加え、財政赤字拡大によりインフレが上昇し、中銀が再度金融引き締めを強いられれば、ロシア経済に悪影響を及ぼすことも想定されます。

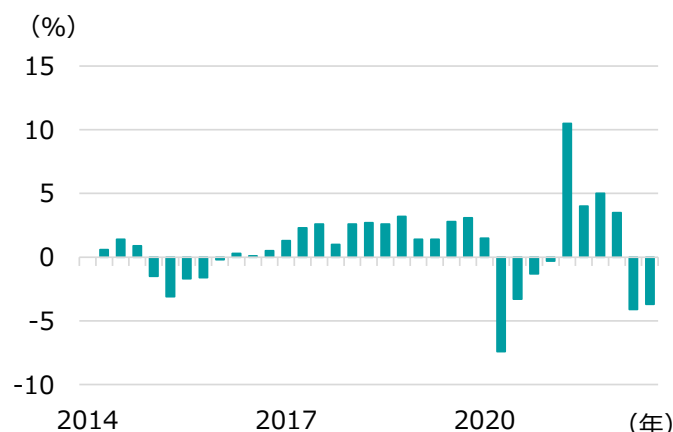
【図表】中銀によるGDP成長率予想

※2023年以降はベースラインシナリオ

	予想値
2022年	-2.5%
2023年	-1.0%～+1.0%
2024年	+0.5%～+2.5%
2025年	+1.5%～+2.5%

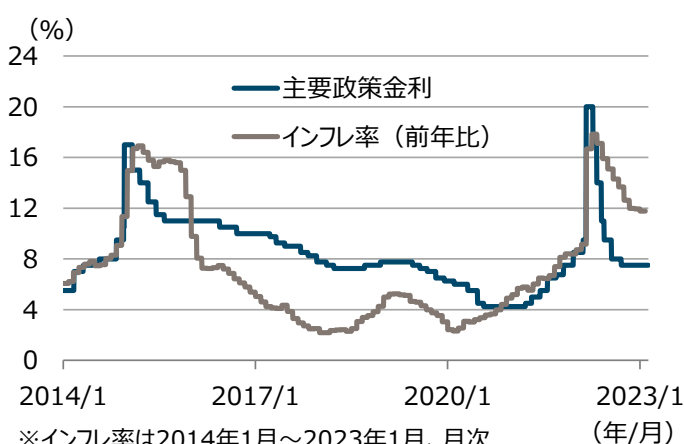
【図表】ロシアのGDP成長率（前年同期比）の推移

期間：2014年第1四半期～2022年第3四半期、四半期



【図表】ロシアの政策金利とインフレ率（前年比）の推移

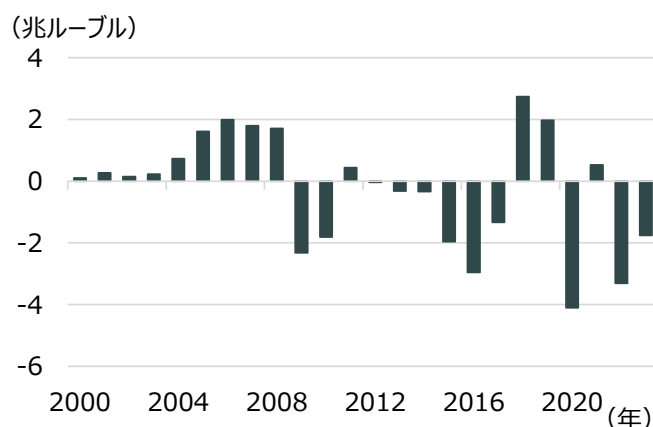
期間：2014年1月1日～2023年2月17日、日次



【図表】ロシアの財政収支の推移

期間：2000年～2023年、年次

※2023年は1月のみ



出所：ロシア中央銀行、各種資料を基にドイチェ・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。

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3.85%（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0.5%
 - 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2.068%（税抜1.88%）
 - 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