

【株式・債券ともに好調】

ロシアの株式市場が好調です。2013年末以降のロシアを取り巻く様々な環境を振り返ると、欧米諸国からの制裁強化や原油価格の急落、またそれらに伴う景気悪化局面入り等、マイナスの影響となり得る要素が数多くありました。その中でもロシアの株式市場は変動性を伴いつつも堅調な推移が続いています。

好調さは債券市場も同様です。過去5年で見ると、ロシア国債市場、ロシア社債市場共に、足元最高値付近で推移しています。

【キーワードは“利回りの高さ”】

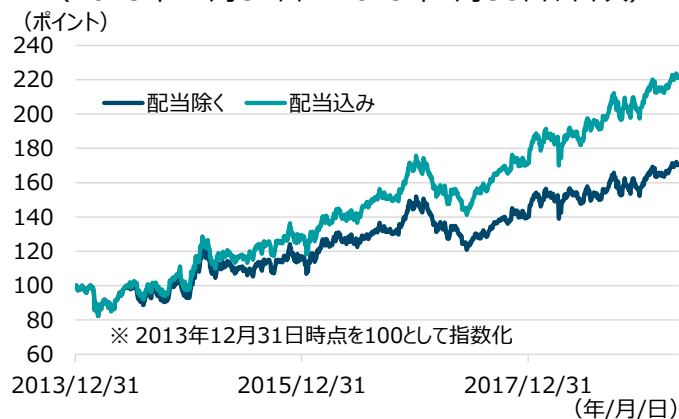
ロシアの株式及び債券市場の魅力を表すキーワードは“相対的な利回りの高さ”と考えます。

＜株式市場＞

ロシア株式市場には配当利回りが高いという特徴があります。これには上場銘柄に国有企業が多く、政府が企業に対し高い配当性向の維持や引き上げを要求しているという特殊な事情が背景にあります。ロシアの株価指数であるMOEXロシア指数（ルーブル建）のリターンを配当の有無で比較すると、過去5年で配当込みのリターンが配当を除く場合を約50%上回っており、高配当銘柄への投資の効果がいかに大きいか良くわかります。このような市場の特徴等から、ロシア市場は特に中国等、ほかの新興国市場に比べ株価の変動性が相対的に小さくなると共に、市場急変時には底堅さを発揮する場面が過去にも散見されています。

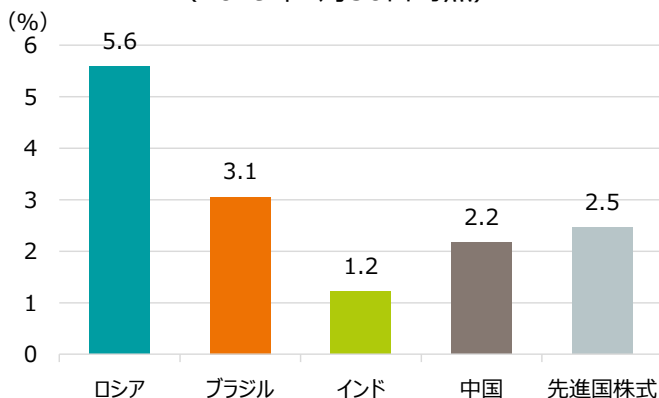
【図表】ロシア株価指数の推移

(2013年12月31日～2019年4月30日、日次)



【図表】配当利回り（指数ベース）の比較

(2019年4月30日時点)

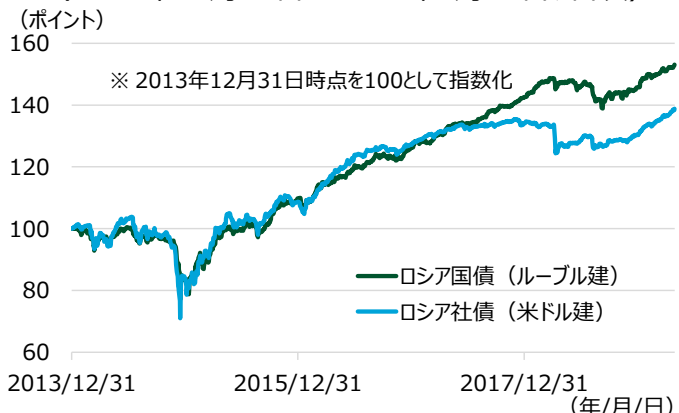


＜債券市場＞

債券市場ではロシアの相対的な利回りの高さに対する魅力が足元増しつつあると考えます。米国は利上げの停止を示唆し、また欧州では金融緩和姿勢の強化が打ち出される等、これまで拡大傾向にあった景気局面が転換しつつある中、先進国の金利水準は軒並み低下しています。このような環境下、利回りを求める投資家からの資金が、相対的に高い利回りを有し且つ現在『投資適格級』が付与されているロシアの国債に流入しているものと思われる。

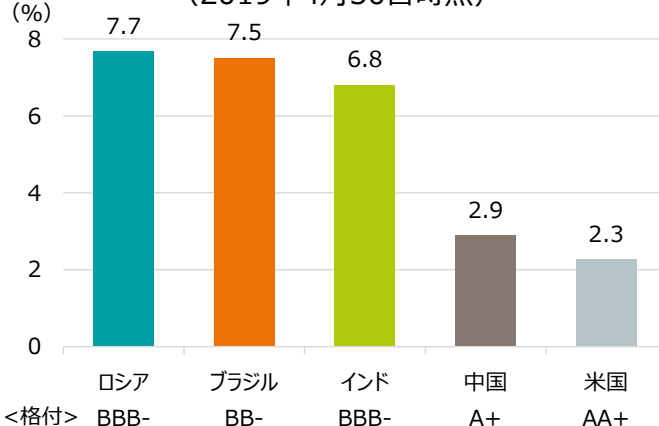
【図表】ロシア債券指数の推移

(2013年12月31日～2019年4月30日、日次)



【図表】2年国債利回りの比較

(2019年4月30日時点)



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。  
 ※ 格付はS&P外貨建長期債。2019年4月30日時点。  
 ※ 各指数については後記「当資料で使用している指数に関する留意事項」をご参照下さい。

【なぜロシアが今好調なのか？】

ロシア市場が好調な理由の1つに、米国による対ロシア制裁への市場の過度な警戒感が和らいだことがあると考えます。

2013年にロシア軍がウクライナに侵攻して以降、各国はロシアに対し制裁を実施してきました。中でも米国はウクライナ問題に加え、2016年の大統領選挙にロシアが介入したとの疑惑や、英国で起きたロシア元情報機関員らの暗殺未遂事件にロシア政府が関与したこと等を理由に、断続的に制裁を強化、その度にロシア市場の重石となってきました。

中でも2018年8月に米国上院超党派グループが議会に提出した追加制裁法案は、ロシア市場に多大な影響を与えるとして市場の懸念材料となっていました。具体的には、新規に発行されたロシア国債（満期14日以上）の米国国民による取引の禁止や、米国及び米国国民によるロシアの国営金融機関との取引の制限に加え、それらの企業の株式に保有制限を設ける等といった、かなり厳しい内容です。

しかし未だ審議の進展が見られず、時間の経過と共に市場の注目も徐々に薄れてきているのが現状です。

また、その他にロシア市場を下支えている要因としては、原油価格が堅調に推移していることもあると考えます。

【今後の注目ポイント】

これまで同様、今後も制裁がロシア市場を左右するものと見ています。なお、米国がロシアへの追加制裁実施に依然強い意欲を示していること、また大手格付会社が提出されている通りの制裁が課された場合には格付の引き下げもあり得るとしていること等から、制裁が課される蓋然性が高まったときは市場の警戒感が強まると見られます。

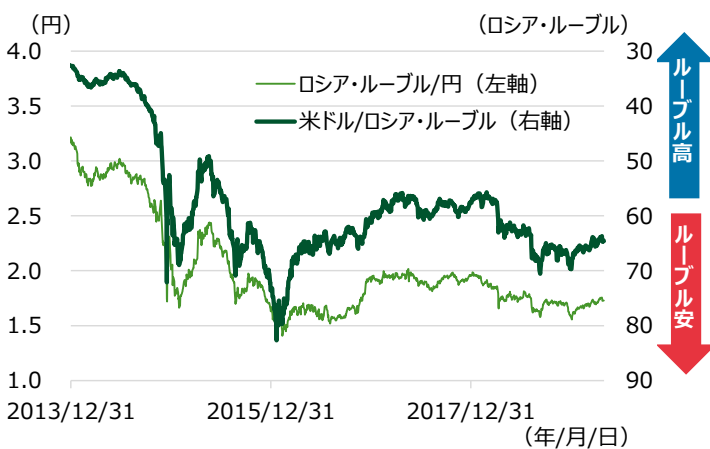
一方で、ロシアが国を挙げて経済をさらに強固なものへ導こうとしていることが、追い風になると注目しています。

2018年に大統領再選を果たしたプーチン大統領は、ロシアを世界5位以内の経済大国とすることや、人口拡大、技術進歩等を目標として掲げています。それらを実現するためにロシアでは2019年～2024年に渡って「国家プロジェクト」の実施が予定されています。政府発表によると、連邦財政から約13兆ルーブルが支出され、その他外部からの投資等によって資金調達を行う模様です。

ロシア経済発展省は2018年10月時点の見通しで、当該国家プロジェクトにより、2021年以降の経済成長率は3%を超えると予測しています。潜在成長率が低いロシアにとって投資率の改善は課題の1つであり、投資による景気押し上げ期待により、ロシア市場をサポートする可能性があります。

なお、これまで低下していた非居住者によるロシア国債の保有比率は足元増加に転じています。追加制裁懸念が燻る中でも海外の投資資金がロシアに再び戻ってきている点は、ロシアの投資妙味が高いことを物語っており注目に値します。

【図表】ロシア・ルーブル（対円、対米ドル）の推移  
（2013年12月31日～2019年4月30日、日次）

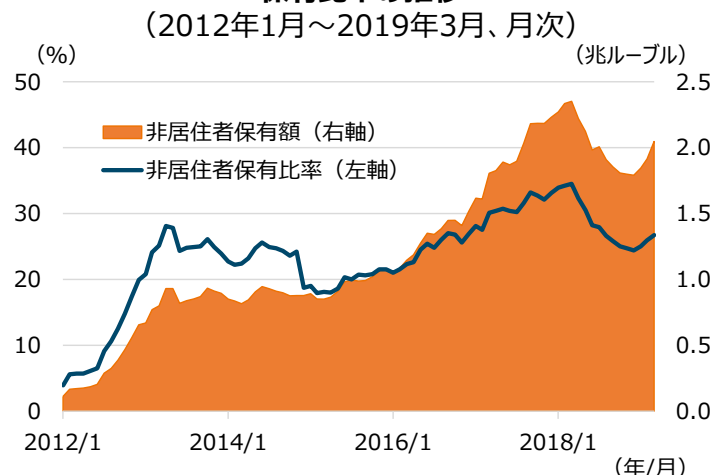


【図表】ロシア経済発展省のロシア経済見通し  
（2018年10月時点）

項目	2020年 (予)	2021年 (予)	2022年 (予)	2023年 (予)	2024年 (予)
実質GDP成長率 (%)	2.0	3.1	3.2	3.3	3.3
消費者物価上昇率 (%)	3.8	4.0	4.0	4.0	4.0
失業率 (%)	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6
国際収支 (100万米ドル)					
経常収支	49.8	37.5	30.1	27.2	24.7
貿易収支 (財のみ)	145.8	135.8	133.7	136.5	140.1
その他重要指標					
鉱工業生産 (%)	2.7	3.1	3.1	3.2	3.3
固定資本投資 (%)	7.6	6.9	6.6	6.4	6.1
ウラル原油価格 (米ドル/バレル)	59.7	57.9	56.4	55.1	53.5
為替レート (1米ドル=ルーブル、年平均)	63.8	64.0	64.7	66.3	68.0

※ 予測は基本シナリオの場合。前年比。消費者物価上昇率のみ前年12月比。

【図表】非居住者によるロシア国債の保有額と  
保有比率の推移



出所：Bloomberg、ロシア経済発展省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。

## 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2.0304%（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

<当資料で使用している指数に関する留意事項>

<株式>

ロシア：MOEXロシア指数、ブラジル：ブラジルボエバ指数、インド：S&P BSEセンセックス指数、中国：中国上海総合指数、先進国：MSCI World指数

<債券>

ロシア国債（ルーブル建）：JPMorgan・GBIロシア指数（ルーブル建）、ロシア社債（米ドル建）：JPMorgan・社債指数ロシア（米ドル建）

MSCI World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。

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。

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとにドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。当資料記載の情報及び見通しは、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として記載したものであり、その銘柄・企業の株式等の売買を推奨するものではありません。