

# 対円での上昇期待高まるロシアルーブル

新興国国債オープン(毎月決算型)／愛称 アトラス(毎月決算型)  
追加型投信／海外／債券

2016年12月12日

## 【当レポートのポイント】

- ロシアルーブルは、今年1月に対円で過去最安値に下落した後、総じて底堅い動きを続けていましたが、足元では対円で約1年ぶりの高値を回復するなど戻り歩調が鮮明となっています。
- この背景には、米大統領選挙以降の円安進行、原油価格の上昇、ロシア経済のファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)の改善、米露関係や日露関係の改善期待等があると思われます。
- ロシア経済の回復期待が高まるとともに、石油輸出国機構(OPEC)と非加盟国による減産合意を受けて原油価格の底堅い推移が予想され、当面はロシアルーブルの堅調地合いが続く可能性が高いと見ています。

## I. ロシアルーブルは、対円で約1年ぶりの高値水準に

ロシアルーブルは、原油価格の大幅下落やロシア経済の低迷等を嫌気し、2014年後半以降対円で急落する展開となりました。その後、原油価格が上昇に転じたことを受けて、今年1月を底に対円では総じて底堅い動きを続けていましたが、足元では対円で約1年ぶりの高値を回復するなど戻り歩調が鮮明となっています。

ルーブルが対円で上昇している背景として、主に以下の要因があげられます。

- ① 米大統領選挙以降の円安進行
- ② 石油輸出国機構(OPEC)と非加盟国による減産合意を受けた原油価格上昇
- ③ ロシア経済ファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)の改善
- ④ 米露関係や日露関係の改善期待

特に足元では、米国経済の成長期待の高まり等を受けて、主要先進国の長期金利上昇や株高とともに、円が対ドル中心に全面安の動きとなっていることが、急速なルーブル高・円安につながっていると思われます。

図表1 ロシアルーブル(対円、週足)の推移  
(2011年12月5日～2016年12月9日)



(出所) Bloomberg データより岡三アセットマネジメント作成

### ＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■ 本資料は、「新興国国債オープン(毎月決算型)／愛称 アトラス(毎月決算型)」に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■ 本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■ 本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■ 投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



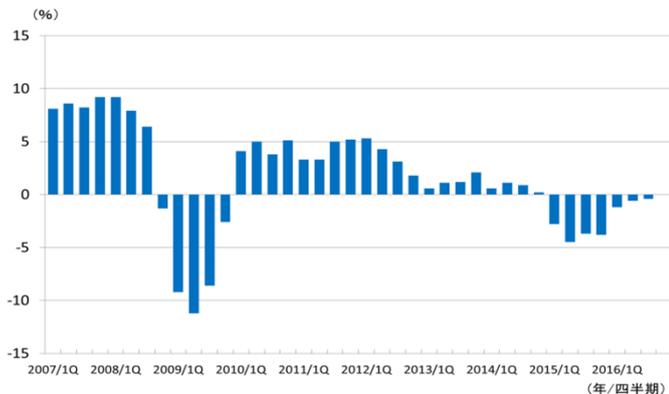
## II. 原油価格上昇を受けて、ロシア経済のファンダメンタルズは徐々に改善

ロシアの2016年7-9月期の実質GDP成長率は-0.4%（前年同期比）となり、7四半期連続のマイナスを記録しました（図表2）。この間の景気低迷は、2014年後半以降の原油価格の急落や、ロシアのクリミア編入を受けた西側諸国による経済制裁が影響していると思われます。

ロシアでは、輸出に占める原油・天然ガスのシェアが約6割、政府歳入に占める石油関連収入が約4割に達しており、原油価格の動向が経済の幅広い分野に影響します。また、原油価格とルーブルの対ドル相場は連動しやすく、原油価格急落が通貨安を通じて国内のインフレ率の上昇につながり、企業の設備投資や個人消費の悪化をもたらしたと思われます（図表3）。

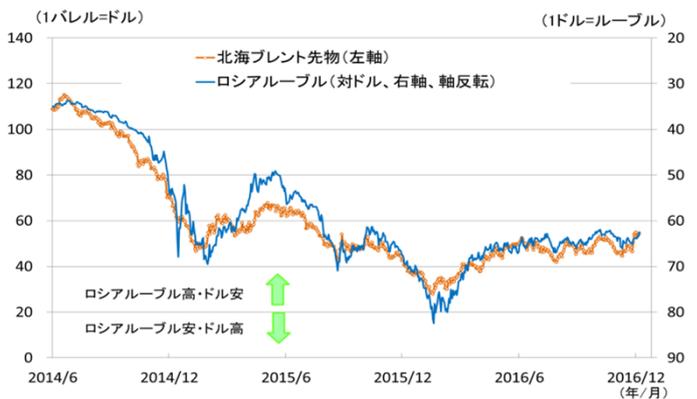
しかし、今年1月を底に原油価格が上昇に転じたことを受けて、ロシア経済の悪化に歯止めがかるとともに、足元ではファンダメンタルズに改善の兆しが見え始めてきました。前述の実質GDP成長率は依然としてマイナスであるものの、徐々にマイナス幅が縮小しており、2017年にはプラス成長に転じる見込みです。また、物価上昇率の鈍化が鮮明となっていることを受けて、ロシア中央銀行は今年6月と9月に利下げを実施し、政策金利を11.0%から10.0%に引き下げました（図表4）。引き続き水準は高いものの、今後は利下げの効果が期待されると思われます。加えて、企業の景況感は製造業・サービス業ともに改善傾向が鮮明となるなど、今後ロシア経済が回復に向かう環境が整いつつあると見ています（図表5）。

図表2 ロシアの実質GDP成長率(前年同期比)  
(2007年1-3月期～2016年7-9月期)



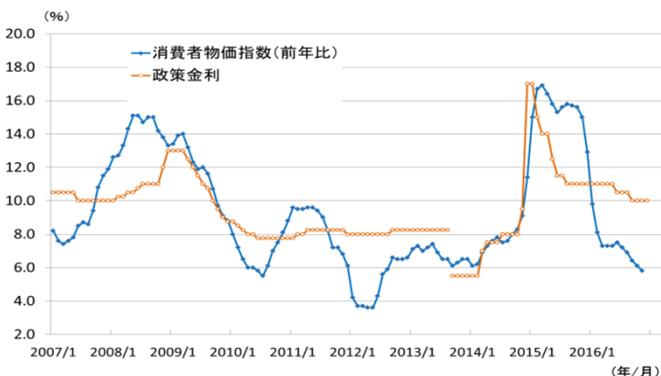
(出所) Bloomberg のデータより岡三アセットマネジメント作成

図表3 北海プレント先物とロシアルーブル(対ドル)  
(2014年6月2日～2016年12月9日)



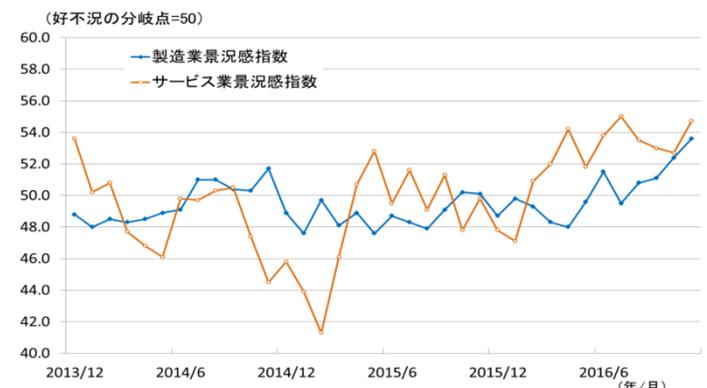
(出所) Bloomberg のデータより岡三アセットマネジメント作成

図表4 ロシアの消費者物価指数と政策金利  
(2007年1月～2016年12月、消費者物価指数は2016年11月まで)



※政策金利は、2013年9月にリファイナンスレートを1週間入札レポ金利に変更。  
(出所) Bloomberg のデータより岡三アセットマネジメント作成

図表5 ロシアの製造業・サービス業の景況感指数  
(2013年12月～2016年11月)



(出所) Bloomberg のデータより岡三アセットマネジメント作成

### ＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、「新興国国債オープン(毎月決算型)／愛称 アトラス(毎月決算型)」に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



### Ⅲ. 米露関係や日露関係の改善期待が高まる

2014年3月のロシアのクリミア編入を受けて、その後西側諸国は段階的にロシアに対する経済制裁を強化しており、ロシア経済低迷の一因となっています。特に、ロシアの主要銀行・企業に対する金融取引の制限等を受け、海外市場での新規の資金調達が困難になるとともに、経済制裁の発動以降に西側金融機関のロシア向け与信残高が急激に減少するなど、金融面でのマイナスの影響が大きいと思われます。現在、米国と欧州連合（EU）はロシアに対する経済制裁を解除する条件として、2015年2月に調印されたウクライナ東部をめぐる和平合意「ミンスクⅡ」の完全履行を要求しています。一方、トランプ次期米大統領は11月14日にプーチン露大統領と電話会談を行い、関係改善を目指すことで合意したと伝えられており、西側諸国による今後の経済制裁解除に対する期待感が足元のルーブルの上昇要因として働いていると思われます。

また、12月15日の日露首脳会談に向けて、両国間の経済協力プロジェクトに対する期待感が高まりつつあります。足元でも、三井住友銀行とみずほ銀行によるロシア国営資源会社ガスプロムへの約8億ユーロの協調融資、国際協力銀行（JBIC）によるロシア最大手ズベルバンクへの約40億円の単独融資決定等の報道が相次いでおり、日露関係の改善はロシア経済の支援材料になるとともに、ロシアへの投資資金の流入を後押しし、ルーブルの上昇要因になると思われます。

### Ⅳ. 今後の見通しと運用方針

ロシア経済は、7四半期連続のマイナス成長を記録するなど低迷が続いていますが、原油価格が上昇に転じたことを受けて、ルーブル上昇に伴うインフレ率の鈍化や企業の景況感改善が鮮明となるなど、ファンダメンタルズに改善の兆しが見え始めています。また、米露関係や日露関係の改善期待が高まりつつあることも、ロシア経済およびルーブルのサポート要因として働くと考えています。加えて、石油輸出国機構（OPEC）と非加盟国との減産合意を受けて原油価格の底堅い推移が予想されることから、当面はルーブルの堅調地合いが続く可能性が高いと見ています。

なお、当ファンドの主要投資対象である「新興国国債マザーファンド」では、米大統領選挙前にロシア国債およびルーブルへの投資を約2年ぶりに再開し、その後も段階的に投資比率を引き上げてきました（12月9日現在のロシアルーブルの投資比率は8.2%）。今後も、原油価格やロシア経済の動向に留意しつつ、投資比率の引き上げを図る考えです。

以上

（作成：債券運用部）

#### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、「新興国国債オープン（毎月決算型）／愛称 アトラス（毎月決算型）」に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



新興国国債オープン(毎月決算型)／愛称 アトラス(毎月決算型)  
追加型投信／海外／債券

新興国国債オープン(毎月決算型)／愛称 アトラス(毎月決算型)に関する留意事項

【岡三アセットマネジメントについて】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社

岡三アセットマネジメント株式会社は、金融商品取引業者として投資運用業、投資助言・代理業および第二種金融商品取引業を営んでいます。登録番号は、関東財務局長（金商）第370号で、一般社団法人投資信託協会および一般社団法人日本投資顧問業協会に加入しています。

【投資リスク】

- 投資者の皆様は投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた利益および損失は、すべて投資者の皆様へ帰属します。ファンドは、新興国の国債等値動きのある有価証券等に投資しますので、組入れた有価証券等の価格の下落等の影響により、基準価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資しますので、為替相場の変動により損失を被ることがあります。
- ファンドの主な基準価額の変動要因としては、「金利変動リスク」、「為替変動リスク」、「カントリーリスク」、「信用リスク」があります。その他の変動要因としては「流動性リスク」があります。

※基準価額の変動要因は上記のリスクに限定されるものではありません。

【その他の留意点】

- ファンドのお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりがあった場合も同様です。
- ファンドは、ファミリーファンド方式で運用を行います。ファンドが投資対象とするマザーファンドを他のベビーファンドが投資対象としている場合に、当該他のベビーファンドにおいて追加設定および一部解約等がなされた場合には、その結果として、マザーファンドにおいても売買等が生じ、ファンドの基準価額に影響を受けることがあります。
- 取引所における取引の停止、外国為替取引の停止、決済機能の停止、その他やむを得ない事情があるときは、購入・換金申込みの受付を中止することや、すでに受付けた購入・換金申込みの受付を取消すことがあります。
- 詳しくは、「投資信託説明書（交付目論見書）」の「投資リスク」をご参照ください。

【お客様にご負担いただく費用】

<お客様が直接的に負担する費用>

- 購入時
  - 購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）  
詳しくは販売会社にご確認ください。
- 換金時
  - 換金手数料：ありません。
  - 信託財産留保額：換金申込受付日の翌営業日の基準価額×0.2%

<お客様が信託財産で間接的に負担する費用>

- 保有期間中
  - 運用管理費用（信託報酬）  
：純資産総額×年率1.404%（税抜1.30%）
  - その他費用・手数料
    - 監査費用：純資産総額×年率0.01296%（税抜0.012%）

有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用等、海外における資産の保管等に要する費用等を投資信託財産でご負担いただきます。なお、マザーファンドの当該費用につきましては、間接的にご負担いただきます。（監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。）

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を示すことはできません。
- 詳しくは、「投資信託説明書（交付目論見書）」の「手続・手数料等」をご参照ください。

**販売会社**

(受益権の募集の取扱い、投資信託説明書(交付目論見書)、投資信託説明書(請求目論見書)及び運用報告書の交付の取扱い、解約請求の受付、買取請求の受付・実行、収益分配金、償還金及び解約金の支払事務等を行います。なお、販売会社には取次証券会社が含まれております。)

商号	登録番号	加入協会			
		日本証券業協会	一般社団法人 日本投資 顧問業協会	一般社団法人 金融先物 取引業協会	一般社団法人 第二種金融 商品取引業 協会
<b>(金融商品取引業者)</b>					
岡三証券株式会社	関東財務局長(金商)第53号	○	○		○
岡三オンライン証券株式会社	関東財務局長(金商)第52号	○	○	○	
岡三にいがた証券株式会社	関東財務局長(金商)第169号	○			
藍澤證券株式会社	関東財務局長(金商)第6号	○	○		
阿波証券株式会社	四国財務局長(金商)第1号	○			
岩井コスモ証券株式会社	近畿財務局長(金商)第15号	○		○	
臼木証券株式会社	関東財務局長(金商)第31号	○			
株式会社SBI証券	関東財務局長(金商)第44号	○		○	○
岡安証券株式会社	近畿財務局長(金商)第8号	○			
香川証券株式会社	四国財務局長(金商)第3号	○			
寿証券株式会社	東海財務局長(金商)第7号	○			
篠山証券株式会社	近畿財務局長(金商)第16号	○			
三縁証券株式会社	東海財務局長(金商)第22号	○			
静岡東海証券株式会社	東海財務局長(金商)第8号	○			
荘内証券株式会社	東北財務局長(金商)第1号	○			
内藤証券株式会社	近畿財務局長(金商)第24号	○			
奈良証券株式会社	近畿財務局長(金商)第25号	○			
ニュース証券株式会社	関東財務局長(金商)第138号	○	○		
播陽証券株式会社	近畿財務局長(金商)第29号	○			
益茂証券株式会社	北陸財務局長(金商)第12号	○		○	
マネックス証券株式会社	関東財務局長(金商)第165号	○	○	○	
むさし証券株式会社	関東財務局長(金商)第105号	○			○
明和証券株式会社	関東財務局長(金商)第185号	○			
山和証券株式会社	関東財務局長(金商)第190号	○			
楽天証券株式会社	関東財務局長(金商)第195号	○	○	○	○
相生証券株式会社	近畿財務局長(金商)第1号	○			
愛媛証券株式会社	四国財務局長(金商)第2号	○			
三京証券株式会社	関東財務局長(金商)第2444号	○			
三晃証券株式会社	関東財務局長(金商)第72号	○			
野畑証券株式会社	東海財務局長(金商)第18号	○			○
武甲証券株式会社	関東財務局長(金商)第154号	○			
<b>(登録金融機関)</b>					
株式会社静岡中央銀行	東海財務局長(登金)第15号	○			
株式会社島根銀行	中国財務局長(登金)第8号	○			
株式会社ジャパンネット銀行	関東財務局長(登金)第624号	○		○	
株式会社福邦銀行	北陸財務局長(登金)第8号	○			

(注) 販売会社によっては、現在、新規のお申込みを受け付けていない場合があります。

**<本資料に関するお問い合わせ先>**

 カスタマーサービス部 フリーダイヤル **0120-048-214** (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)