

<世界ツーリズム株式ファンドのアドバイザー・GVC Gaesco 社の臨時レポート>

情報提供用資料

2022年3月15日

ロシアによるウクライナ侵攻時の投資について

2月24日に始まったロシアによるウクライナ侵攻は、非常に深刻な事態を引き起こしています。株式市場に関していえば、その侵攻の前日から2週間で米S&P500指数は1.3%下落、日経225は6.3%下落、最も影響を受けたユーロストックス50は11.8%も下落しました。このような状況の中で、投資家は何をすれば良いのでしょうか。

1. 戦時下に株式市場がどう動くかを考える必要があります。

戦時下の投資原則は、戦争が始まったらすぐ買うことです。戦争には終わりがあります。戦争が終了した時、投資家がどの株価で優良企業の株式を取得できたかが重要になります。戦争は優良企業の株式をより安く買える機会を与えてくれるのです。

この原則は、経験則に基づいたものです。ベトナム戦争（1964年）、湾岸戦争（1991年）、アフガニスタン紛争（2001年）、イラク戦争（2003年）、ロシアによるクリミア侵攻（2014年）の5つの大規模な戦争・紛争を分析したところ、戦いが始まった最初の日に株式投資をした投資家の平均収益率は次のようになります。

1か月	2か月	3か月	4か月	5か月	6か月	9か月	12か月
+4.1%	+6.2%	+9.4%	+6.8%	+9.6%	+10.5%	+11.1%	+8.9%

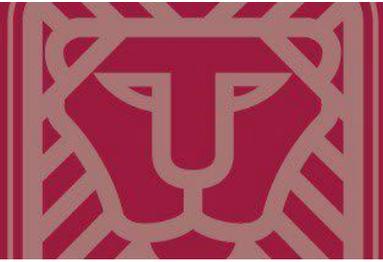
この収益は、S&P500指数の上昇率をベースにしています。戦争が始まったらすぐ買うという戦略は、この例を見る限り正解のようです。

2. この戦争の特殊性について考える必要があります。

私たちは、すべての出来事について、できるだけ多くの生の情報を多く収集したいと思っています。また、プーチンがこの戦争を起こさせた動機を理解するよう努めています。

確かに、NATOの問題はしばしば主要な原因の一つとして挙げられています。それによると、ロシアは大西洋同盟の加盟国がロシア国境近くに位置していることを嫌がっています。だとすると、今回の侵攻はロシアという熊がNATO側の国境まで追い詰められ、ついにその鋭い爪で一撃を加え始めたこととなります。プーチンが抱かかつてのソ連へのある種の憧れのようなものが、その原因といわれています。

当資料は、情報提供を目的としてGVC Gaesco社が作成した英文レポートを、キャピタルアセットマネジメント株式会社が参考和訳したものです。参考和訳と原文の内容に相違がある場合には原文が優先します。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。当資料は信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。



しかし、私たちの調査からは全く異なる動機が判明しました。近年、ウクライナは欧米寄りの姿勢を鮮明にしていただけでなく、2015年から2020年にかけて、ウクライナの1人当たりGDPは70%も増加していたのです。それに対してロシアは同期間、わずか6%しか増加していません。つまり、ロシアほどの経済規模がないウクライナ経済は、ロシアを遥かにしのぐ成長をしていたのです。

もし西側寄りの他の周辺国もウクライナと同じように成長していることが判明したら、どこに問題があるのでしょうか。問題は、多くのロシア人とウクライナ人が親戚関係にあるということです。なんとロシア人の3分の1ほどがウクライナに親戚がいるといわれています。「欧米化のお蔭で、私たちは繁栄している」とロシア人に伝えるウクライナ人の親戚もいます。メディアは、そういった内容のコミュニケーションやソーシャルネットワークを検閲しているかもしれませんが、家族間のコミュニケーションはそうではありません。よって、この戦争は意外に防衛的な対立であるといえます。ならば、その対立は単にロシアとウクライナの間ローカルな問題なのです。たとえ、ウクライナ側の背景や一般世論のすべてが欧米の価値観に基づき、また欧米諸国はウクライナを助けるべきとの声があたえ大きくても、これはグローバルな問題ではありません。これで、プーチンが最も嫌う問題の一つである、ウクライナ領土を通過するガスパイプラインのことが理解しやすくなります。このパイプラインはウクライナに収入をもたらすだけでなく、NATO加盟国による天然ガスの消費の面でさらなる利点をもたらしています。

さらに、ロシアが世界最大の国であることは事実ですが、ロシアの経済規模は170分の1の領土しかない韓国と同規模の世界第12位に過ぎないことも事実なのです。ですから、ロシアとウクライナの紛争を、例えば想定される中国と台湾の紛争と同じレベルの影響を与えることはないと考えられます。

3. 紛争がエネルギー価格及び原材料価格に与える影響について考える必要があります。

この戦争はロシアが輸出するエネルギー（特に原油と天然ガス）に関して緊張をもたらしますが、それは依存度が高い欧州諸国全般（とりわけ北欧）において顕著です。戦争が始まって以降、購入側か販売側のどちらかが制限を受けることへの恐れからその価格は急上昇しています。

さらに、ウクライナが輸出国である他の原材料も影響を受け、価格が高騰しているものがあります。ウクライナは、世界のトウモロコシの16%、小麦の12%、ヒマワリ油の50%を輸出しています。これにロシアの輸出を加えると、それぞれ18%、29%、78%という高い数値尾になります。従って、これらの原材料の価格は、その生産と流通の両面からの不安により高騰しているのです。代替供給地は、トウモロコシの場合は、米国やブラジル等、小麦の場合はフランスやルーマニア等の国になるでしょう。

いずれにせよ、原材料価格の上昇圧力は一層大きくなることが予想されます。全商品を反映するCRB指数は、コロナ禍発生直前の2020年2月に400台でした。その後、今回の侵攻直前には606まで上昇し、現在は625台となっています。原材料は、コロナ禍以前から56%高くなっていましたが、そこへこの戦争が追い打ちをかけている状況です。



4. 経済における原材料価格上昇の影響について考える必要があります。

インフレ率は戦争前から既に、米国は 7.5%、ユーロ圏は 5.1%、また英国 5.5%に達していましたが、更にインフレ圧力は高まるでしょう。また、サービス業に端を発するインフレの第 2 波も視野に入っています。インフレの第 1 波はモノによるものですが、第 2 波はおそらくサービスによるものと考えられます。コロナ規制は終わりを迎え、経済活動、つまり需要が喚起されるでしょう。そして、インフレを抑制するための最も効果的な手段である金利引き上げの必要性が高まるはずで、米国の FRB はすでに、3 月早々に戦争が始まると予想されていた時点で、その戦争が金利引き上げを見送る原因にはならないと宣言していました。年末までに 7 回の会合があり、7 回連続で利上げを行う可能性もあると思います。欧州中央銀行 (ECB) については、2 月によく利上げに前向きな姿勢を示したものの、現在はさらに遅れる可能性が高いようです。このことがドルの対ユーロへの上昇に影響し、ユーロ圏の原材料が既に値上がりしているのです。ECB はこの状況を是正し、今年中に少なくとも 2 回の利上げに踏み切ると予想します。

最も重要なのは、原材料価格やエネルギー価格の上昇が世界経済の成長に悪影響を及ぼすかどうかという点です。原油価格の例で見てみましょう。産油国は、1 バレルあたり 80 ドルから 90 ドルの原油価格を是認しています。供給サイドは大きな利益を得ているので、世界全体の成長を損ねることはないと思います。私たちは、原油価格が 107 ドルを超えると、世界経済は痛手を被ると考えています。しかし重要なのは、その時々々の価格ではなく平均価格です。今年に入ってから平均価格は 94 ドルです。重要なのは、原油価格が高水準を維持する期間なのです。

その他の原材料については、例えばトウモロコシやヒマワリの場合、ウクライナで今年作付けができるかどうか非常に重要で、できれば 4 月から 5 月の間の作付けに期待したいところです。

5. 最後は、投資家の決断です。

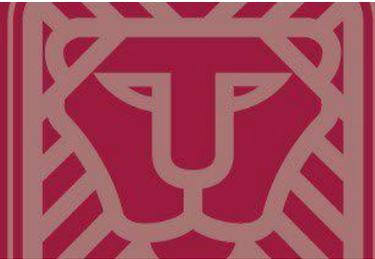
私たちの最終的な投資判断は次の二つです。

- 1) 戦争が続いている間は、可能な全ての企業への投資機会を捉える。
- 2) 金利上昇でも有望なセクターを中心に投資。

その中には、もちろん銀行や保険といったセクターもあれば、工業や原材料といった景気循環型のセクターも含まれます。観光産業は、おそらく今回の私たちのコメントが最も該当する投資先の一つでしょう。観光産業は、世界的な旅行規制の緩和と、消費者の強い欲求から恩恵を受けると考えられます。今夏の予約状況や空港での発着枠の購入状況などから判断すると、2022 年は大いに期待できる夏になる予感がします。

筆者 : Jaume Puig, CEO & CIO de GVC Gaesco Gestión S.G.I.I.C y de GVC Gaesco Pensiones SGFP

2022 年 3 月 10 日



◆ ファンドに係わるリスクについて

当ファンドの基準価額は、主に以下のリスク要因により、変動することが想定されます。

株式の価格変動リスク	当ファンドは、主に海外の株式に投資しますので、当ファンドの基準価額は、株式の価格変動の影響を受けます。株式の価格は政治経済情勢、発行企業の業績、市場の需給を反映して変動し、短期的または長期的に大きく下落することがあります。このような場合には、当ファンドの基準価額が影響を受け損失を被ることがあります。
為替変動リスク	当ファンドは、主に外貨建ての株式に投資します（ただし、これに限定されるものではありません）。投資している通貨が円に対して強く（円安に）なればファンドの基準価額の上昇要因となり、弱く（円高に）なればファンドの基準価額の下落要因となります。したがって、投資している通貨が対円で下落した場合には、当ファンドの基準価額が影響を受け損失を被ることがあります。
カントリーリスク	海外に投資を行う場合には、投資する有価証券の発行者に起因するリスクのほか、投資先の国の政治・経済・社会状況の不安定化や混乱などによって投資した資金の回収が困難になることや、その影響により投資する有価証券の価格が大きく変動することがあり、基準価額が下落する要因となります。
信用リスク	株式を発行する企業が、経営不安・倒産等に陥った場合、投資した資金が回収できなくなることがあります。またこうした状況に陥ると予想された場合、当該企業の株式等の価値は下落し、当ファンドの基準価額が下がる要因となる可能性があります。
流動性リスク	急激かつ多量の売買により市場が大きな影響を受けた場合、または市場を取り巻く外部環境に急激な変化があり、市場規模の縮小や市場の混乱が生じた場合等には、機動的に株式を売買できないことがあります。このような場合には、効率的な運用が妨げられ、当該株式の価格の下落により、当ファンドの基準価額が影響を受け損失を被ることがあります。
解約によるファンドの資金流出に伴う基準価額変動リスク	解約によるファンドの資金流出に伴い、保有有価証券等を大量に売却しなければならないことがあります。その際には、市況動向や市場の流動性等の状況によって、保有有価証券を市場実勢と乖離した価格で売却せざるをえないこともあり、基準価額が大きく下落することがあります。

※基準価額の変動要因は、上記に限定されるものではありません。

当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。

◆ お客様にご負担いただく費用

①ご購入時に直接ご負担いただく費用

■購入時手数料：お買付申込日の翌営業日の基準価額に対して、3.3%（税抜3.0%）を上限として販売会社が個別に定める料率を乗じて得た金額

②ご解約時に直接ご負担いただく費用

■信託財産留保額：解約請求日の翌営業日の基準価額に対して0.3%

③投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

■信託報酬：信託財産の純資産総額に対して年率1.936%（税抜1.76%）

■その他費用：有価証券等の取引に伴う手数料（売買委託手数料、保管手数料等）、監査費用、信託財産に関する租税、信託事務の処理等に要する諸費用等

※上記の費用（手数料等）の合計額は保有される金額および期間等により異なりますので、予め表示することが出来ません。

※詳しくは「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

【お申込に際してのご注意】

- 1.当ファンドは、海外の株式等の値動きのある有価証券に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、金融機関の預金とは異なり元本が保証されているものではありません。また、ファンドは預金または保険契約ではなく、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。信託財産に生じた利益および損失はすべて受益者に帰属します。第一種金融商品取引業者以外の金融機関は投資者保護基金に加入していません。
- 2.本資料はキャピタル アセットマネジメント株式会社が作成した情報提供資料であり、金融商品取引法により義務づけられた資料ではありません。お申込の際には、投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめあるいは同時にお渡ししますので、必ず内容をご確認の上、ご自身でご判断ください。
- 3.この資料におけるデータ・分析等は過去の実績に基づくものであり、将来の運用成果および市場環境の変動を保証もしくは予想するものではありません。
- 4.本資料はキャピタル アセットマネジメント株式会社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。

ご購入の際は、必ず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

当資料は、情報提供を目的として GVC Gaesco 社が作成した英文レポートを、キャピタル アセットマネジメント株式会社が参考和訳したものです。参考和訳と原文の内容に相違がある場合には原文が優先します。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。当資料は信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。