



状況整理（2022年3月2日現在）

ロシアに対しては段階的に複数の経済制裁が科されており、依然状況は不透明

2022年2月21日、ロシアのプーチン大統領はウクライナで親ロシア派が自称する国家の独立を承認しました。24日早朝にはこれらの地域の治安維持を名目に軍事作戦の展開を宣言し、ウクライナへの侵攻が始まりました。

ロシアの動きを受け、米国、EU（欧州連合）、英国を含む主要先進国は様々な経済制裁を発動しました。2月22日から24日に発表された時点では（下記左）、ロシアの輸出品目の中心であるエネルギー・セクターへの直接的制裁は含まれなかったため、世界経済に与える影響は限定的だという楽観的な見方も出ました。

しかし26日、ロシアのさらなる侵攻に対応した追加制裁として、ロシアの複数の銀行を国際決済網であるSWIFT（国際銀行間通信協会）から排除する方針が発表されました。この措置の対象行の範囲によっては、世界経済への影響も甚大になることが想定されるため、市場には不安が広がりました。現在も措置の詳細は不明であり、市場での注目点となっています。

3月2日現在、ウクライナへの侵攻の動向、制裁の詳細やその影響の大きさなど不確定要素が多く、依然先行きが読みにくい状況にあると言えるでしょう。

ロシア・ウクライナ関連の直近の動き

2021年後半以降、両国の緊張は急速に高まりました。

| 日付 | 出来事 |
|----------------------|---------------------------------|
| 2014年 | ロシア、ウクライナ東部のクリミアを併合 |
| 2019年 | ウクライナ、親米派と言われるゼレンスキー政権発足 |
| ... | |
| 2021年10月～ 2022年1月 | ロシア、ウクライナ周辺に計10万人超の軍勢を配備 |
| 2022年2月21日 | ロシア、ウクライナ東部で親ロシア派が自称する国家の独立を承認 |
| 2022年2月22日 | 対ロ制裁第1弾発表 |
| 2022年2月24日 早朝 | ロシア、治安維持を名目に ウクライナへの侵攻開始 |
| 2022年2月24日 | 対ロ制裁第2弾発表 |
| 2022年2月26日 | SWIFT排除等、追加制裁発表 |

2022年3月2日時点で取得可能な情報に基づき記載
出所：ジェットロ、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント

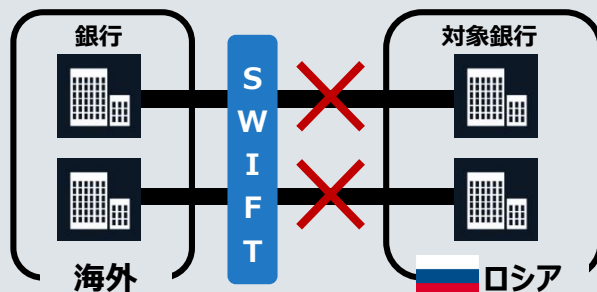
対ロ経済制裁第1弾、第2弾の主な内容

- 1 ロシア国債のセカンダリーマーケットでの取引禁止（既に米国では新発債の取引は禁じられていたが、範囲を拡大）
- 2 ロシア最大のズベルバンク、VTB銀行を含むロシア主要銀行による海外企業との為替取引の禁止（エネルギー関連の決済は除外）
- 3 ロシア経済において重要な役割を果たす13の企業への新規融資や新規投資の禁止
- 4 ソフトウェア、半導体、通信機器などのハイテク製品のロシアへの供給禁止

2月22日から24日に発表された制裁内容について記載
出所：ジェットロ、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント

SWIFT（国際銀行間通信協会）から排除されると？

排除された銀行は、事実上ロシア国外のすべての国との送金ができなくなります。貿易の決済が困難になるため、対象行の範囲によってはロシア経済だけでなく、制裁を加えた側の国への悪影響も想定され、世界経済への大きな打撃になりうるという見方もあります。



出所：ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント
イラストはイメージを目的とするものです。



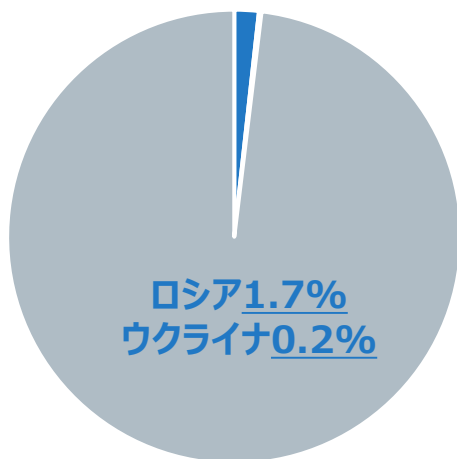
世界経済への影響

では、世界経済への影響についてはどのように考えればよいでしょうか。

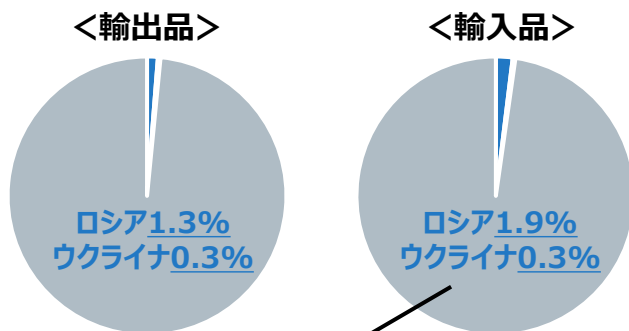
まず、ロシア経済が世界のGDP（国内総生産）に占める割合は1.7%、ウクライナは同0.2%にとどまります。世界の貿易に占めるロシア・ウクライナの割合も低いことから、両国の動向が世界経済に直接的に及ぼす影響は限定的だと想定されます。

しかし、ロシアの輸出品である天然資源や小麦の供給懸念はコモディティ価格の上昇をもたらし、世界的なインフレ上昇圧力になるという見方もあります。加えて、市場のセンチメントの悪化などの要因もあり、各国中央銀行の金融引き締めペースが従来の想定と比べて変化する可能性があります。このような金融環境の変化による実体経済への影響など、間接的な影響については引き続き注視が必要です。

世界の名目GDPに占める
 ロシア・ウクライナの割合

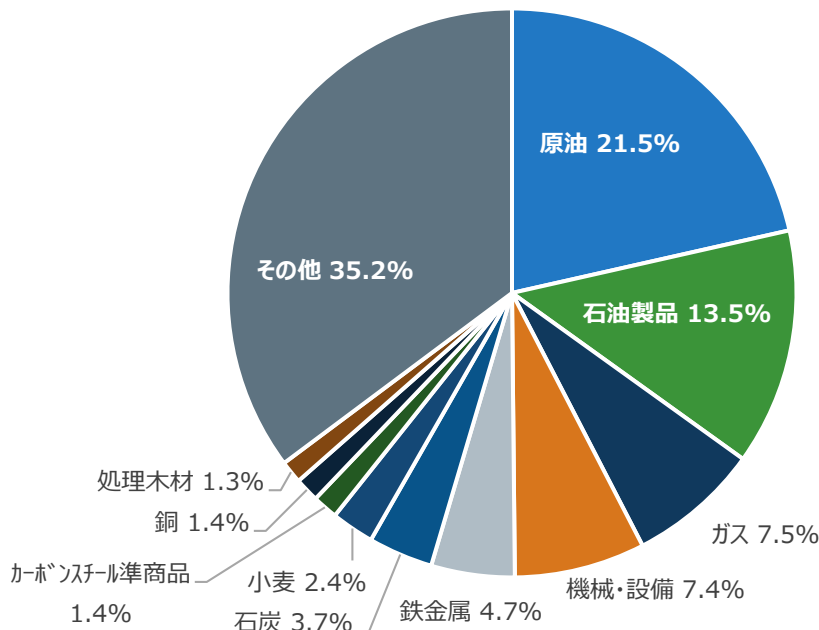


世界の貿易に占める
 ロシア・ウクライナ由来の品目の割合



時点：2020年、出所：IMF（国際通貨基金）
 GDP、貿易データともに米ドルベース

ロシアからの輸入品目（ロシアの輸出品）の内訳



時点：2020年、出所：ロシア連邦関税局、ブルームバーグ



新興国債券市場の見通し（2022年3月2日現在）

新興国の債券市場についてはどのように考えればよいでしょうか。

新興国市場全般に対しては、先進国を含めた世界的な金融政策の動向が重要な論点となります。地政学リスクの高まりに応じた金融環境のひっ迫化、市場センチメントの悪化などは、各国の金融政策の緩和圧力となります。一方、コモディティ価格の上昇は、特に欧州や日本をはじめとする資源輸入国でインフレ懸念をもたらし、金融政策の引き締め圧力となると想定されます。また、前述の通りSWIFT排除措置の詳細にも注視が必要です。

その上で、新興国間の相対的な魅力度を判断する必要があります。概して資源輸出国の債券・通貨は、コモディティ価格上昇から恩恵を受けると想定されます。一方輸入国については、上記のインフレ懸念に加えて、輸入額の膨らみから外貨準備が減少することで、通貨の信認が低下するリスクがあります。

弊社では今後のロシア情勢を注視しつつ、各国に与える金融政策、経済への影響に加えて、バリュエーション水準や通貨の需給などのテクニカルな面を精査しつつ、慎重な分析を行っています。

為替市場

概して、中東や南米における資源輸出国の通貨にはコモディティ価格上昇からの恩恵が期待されると考えるものの、状況に応じた慎重な見方をしています。個別には、経済への悪影響が懸念されるロシア・ルーブルや東欧通貨、トルコ・リラなどに対して弱気の見方をしています。

外貨建て新興国債券市場



外貨建て
ロシア国債

ロシアに関しては、慎重な見方を取りつつも、準政府債や社債の一部には建設的な見方をしており、バランスシートが強固かつ保守的な財務運営により短期的な資金ニーズが限定的な企業の社債に注目しています。また、コモディティ価格の上昇により恩恵を受けるとみられるエネルギー関連企業についても投資妙味があると考えます。さらなる経済制裁の導入はリスクであるものの、その場合には社債よりロシア国債への影響が大きくなるとみています。



外貨建て
ウクライナ国債

ウクライナ国債に関しては、動向には注視が必要ですが、既に多くの不確実性は価格に織り込まれていると考えています。社債については、ファンダメンタルズが健全で、短期的な資金ニーズが限定的である大手食肉・小麦関連企業に対してはやや強気な見方を取っています。また、コモディティ価格上昇の恩恵を受け、かつウクライナの戦略上重要な鉱業関連企業についても投資妙味があるとみています。

現地通貨建て新興国債券市場

為替市場と同様、各国のファンダメンタルズおよびテクニカルな面を精査しつつ、慎重な分析を行っています。

ロシア国債については、経済制裁により一部取引が停止していることから、市場での流動性が低下した状況にあります。制裁対象でないロシア国債の特定と需給の精査、SWIFT排除措置の詳細とロシア銀行の取引能力の精査を行っていきます。

追記

- 本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨（有価証券の取得の勧誘）を目的とするものではありません。
- 本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- 本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。
- 本資料に記載された見解は情報提供を目的とするものであり、いかなる投資助言を提供するものではなく、また個別銘柄の購入・売却・保有等を推奨するものでもありません。記載された見解は資料作成時点のものであり、将来予告なしに変更する場合があります。
- 個別企業あるいは個別銘柄についての言及は、当該個別銘柄の売却、購入または継続保有の推奨を目的とするものではありません。本資料において言及された証券について、将来の投資判断が必ずしも利益をもたらすとは限らず、また言及された証券のパフォーマンスと同様の投資成果を示唆あるいは保証するものでもありません。
- 弊社及びゴールドマン・サックス・グループで投資運用業務を行う関係法人を総称して「ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント」あるいは「GSAM」と呼ぶことがあります。
- 本資料に記載された経済、市場等に関する予測は、資料作成時点での様々な仮定や判断を反映するものであり、今後予告なく変わる可能性があります。これらの予測値は特定の顧客の特定の投資目的、投資制限、税制、財務状況等を考慮したものではありません。実際には予測と異なる結果になる可能性があり、本資料中に反映されていない場合もあります。これらの予測は、将来の運用成果に影響を与える高い不確実性を伴うものです。したがって、これらの予測は、将来実現する可能性のある結果の一例を示すに過ぎません。これらの予測は一定の前提に基づく推定であり、今後、経済、市場の状況が変化するのに伴い、大きく変わることが考えられます。ゴールドマン・サックスはこれら予測値の変更や更新について公表の義務を有しません。
- 本資料に記載された、一般的な市場動向や、産業およびセクター動向、あるいは広範囲にわたる経済、市場および政治状況についての情報は、いかなる投資推奨あるいは投資助言の提供を意図するものではありません。本資料はゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント（GSAM）が作成したものであり、GSグローバル・インベストメント・リサーチが発行したものではありません。本資料に記載された見解は、GSグローバル・インベストメント・リサーチ、その他ゴールドマン・サックスまたはその関連会社のいかなる部署・部門の見解と必ずしも同一であるとは限りません。本資料記載の情報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。
- 新興国市場の有価証券は、流動性が低く、変動性が高い場合があり、為替の変動や政治的な不安定さなどを始めとする追加的なリスクがあります。

本資料の一部または全部を、弊社の書面による事前承諾なく（Ⅰ）複写、写真複写、あるいはその他いかなる手段において複製すること、あるいは（Ⅱ）再配布することを禁じます。

© 2022 Goldman Sachs. All rights reserved. <271114-OTU-1567394>