

臨時レポート～JPMロシア・東欧株ファンド

ロシアの市場環境と今後の見通し

2009年2月末以降、ロシアの株式市場は上昇基調を辿っています。本レポートでは、2008年にロシア株式市場が急落した背景と、足元のロシアの経済情勢や金融政策の状況および今後のロシア株式市場の見通しについて、当社グループの見方をQ&A形式でまとめました。ロシア市場についてのご理解を深める上で役立ていただければ幸いです。

Q1. 2008年は世界的に株価が下落しましたが、その中でロシア株の下落幅が大きかったのは、何故ですか？

2008年を通じて見ると、ロシア株は先進国のみならず、他の新興諸国市場をも下回り、ロシアの代表的な株価指数であるロシアRTS指数は72%という下落に見舞われました。この大幅な下落は、世界的な金融市場の混乱と実体経済の悪化を背景に、ロシアが世界の中での資源供給大国であるという位置付けから、原油価格の急落の影響を強く受けたためと考えられます。また、投資家のリスク許容度の低下に伴うリスク資産から現金への流れの中で、海外投資家の資金引き揚げの動きが顕著となったことも懸念されました。更に、ロシアの企業は資金調達の多くを米ドルで行っていたため、ロシアの通貨ルーブルの下落により企業が負担する実質的な負債が急増したことも経営不安に繋がり、株価を押し下げる要因となりました。

ロシア株式市場と原油価格(WTI)の動き

(2007年12月28日～2009年4月24日)

(ドル/バレル)



	ロシアRTS	原油価格
2008年の年間騰落率	-72.4%	-53.5%
2009年年初来(4月24日まで)騰落率	31.6%	15.6%

*上記グラフは過去の実績であり、将来の運用成果をお約束するものではありません。
(出所)ブルームバーグ

Q2. 通貨ルーブルも大きく下落しましたが、どのような背景がありましたか？また、最近の動きはどうなっていますか？

昨年夏以降、世界的な景気減速と共に通貨ルーブルは不安定な環境となりました。ロシア中銀はルーブルの急激な下落を回避するため、ルーブル買い介入を行いながら、漸進的なルーブル安政策を採りました。しかしながら、市場の大量のルーブル売り圧力には抗し切れず、結局、ロシア中銀はルーブルの目標レンジを放置し、買い支えを断念したことから、1月後半にルーブルは急落しました。

介入を実施していたことで、ロシアの外貨準備高が2008年8月以降3割以上も減少したこともロシア経済に対する先行き懸念を高めました。しかし、ロシア中銀がルーブルの下落を容認する方針に変更したことにより、足元では外貨準備の減少が止まり増加に転じたことや、同国の歳入に大きな影響を与えるエネルギー価格が上昇していることなどから、ルーブルに対する不安心理は一時に比べて後退し、安定的に推移しています。

ロシア・ルーブルの推移
(2007年12月31日～2009年4月24日)



*ロシアルーブル(対円)の為替レートは、100を乗じた数値を使用しています。

*上記グラフは過去の実績であり、将来の運用成果をお約束するものではありません。

(出所)ブルームバーグ

Q3. 足元の経済情勢はどうですか？

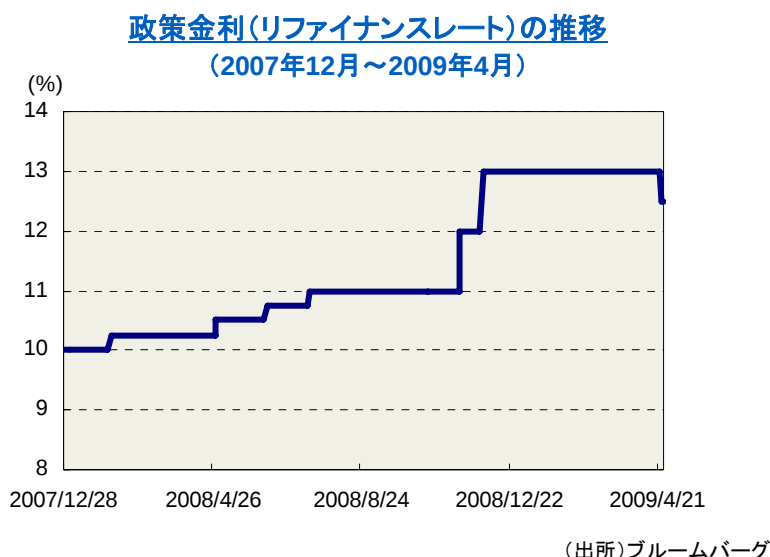
ロシアにおける経済指標は景気悪化の深刻度を深めています。3月の小売売上高は1999年以来最大の下落を示し、失業率は2月の8.5%から3月は9.5%へと急上昇しました。2009年の経済成長率は10年ぶりにマイナス圏に陥る可能性が高いと考えられます。一方、インフレについては、ロシアでは単一企業による事業の独占率が高いことにより、上昇圧力がかかりやすい状況下にありました。しかし今後は、足元の通貨ルーブルの安定と内需の縮小により頭打ち感が出てくるものと予想されます。

Q4. 国内の政治リスクはありますか？

政治の面では、ロシアは他の東欧諸国に比べ国内の政情不安は少ないと見られ、足元での突発的な政治リスクは少ないと思われます。しかし、政府による景気刺激のための予算編成や具体的な景気浮揚策の策定が遅れていることから、今後の景気悪化が一層深刻化した場合には、注意を要すると考えます。また、金融政策・財政政策への信頼性、為替政策の透明性、海外投資家に向けた対応、税制変更の有無などの点が、今後の市場に大きな影響を与える重要な注目点だと考えます。

Q5. ロシア中央銀行の金融政策はどのようなものですか？

上記のような経済情勢を背景に、ロシア中銀は4月23日、主要政策金利であるリファイナンス金利を13.0%から12.5%へ0.5%引き下げました。2008年9月以降、金融市場の混乱により世界各国の中央銀行が相次いで利下げを行う中、ロシアでは下落が続く通貨ルーブルの防衛のために、利上げ政策を余儀なくされました。しかし、足元のルーブルの安定やインフレの低下見通しなどの後押しもあり、ロシア中銀は国内の景気下支えのために利下げに転じたものと見られます。今後も通貨の安定とインフレ懸念の後退が続けば、追加利下げの余地は十分にあると考えられます。



Q6. 2月末以降、ロシアの株式市場が堅調なのは何故ですか？

年初からのロシア株は多くの先進国の株式指数がマイナス圏で推移する中、堅調な推移を辿っています。前年の下落幅が大きかったこと、原油価格や通貨ルーブルが安定していること、G20(20カ国金融サミット)で新興国支援の強化が合意されたことなどが買い材料になっていると考えられます。また、バリュエーション面でもロシアの代表的な株式指数であるロシアRTS指数で見るとPBR(株価純資産倍率)が0.8倍程度となっており、歴史的に見て、非常に魅力的な水準となっています。

Q7. 今後のロシア株の見通しをどう見えていますか？

当社グループでは、ロシアを含めた世界の経済環境は、当面の間、停滞し、株式市場も不安定な状況が続くと考えています。しかしながら、そのような悪材料を織込んだ今の株価水準は、今後の上昇をもたらす可能性を十分に秘めているものと思われます。そして、その際の重要なけん引役として、次の3つの要素に注目しています。

＜株式市場をけん引すると考えられる3つの要素＞

- ◆企業収益の持ち直し…今後の景気に対する不透明度が高いことから、業績予想は非常に難しい状況が続くと思われます。しかし、今回の危機を乗り越えられる企業については、事業効率や価格支配力を強化することにより、徐々に明るい見通しが開けてくると考えます。
- ◆原油価格の上昇…景気の下振れにより、一時的に下落する可能性はありますが、中期的には、新興諸国の需要が戻ると考えられることから、下値は限定的と考えます。
- ◆米ドルの下落…米ドルの下落は、資源価格の上昇に繋がりがやすく、また、通貨ルーブル高の恩恵を受けられる海外投資家の資金流入を促す可能性が高いと考えます。

グローバルな観点からは、1990年代とは異なり、多くの新興諸国で財政収支の改善や外貨準備高の増加など、経済構造が強固なものとなり、自国の景気刺激策などの対応が採り易くなっていることから、ロシアを含めた新興諸国の中長期的な株価上昇率は、先進国を上回る可能性が高いと考えます。

※次ページに続きます。

Q8. 当ファンドの運用方針に変更はありますか？

運用方針の大きな変更はありません。これまでに経験したことのない危機に政府や企業は直面していますが、これは長期的には経済に健全性をもたらす非常に良い機会だと考えます。なぜならデフレや景気後退は企業の生産性の改善や資本の効率化を促し、株式市場にとってはプラス材料になるという側面があるからです。市場では長期的な視点から見て極めて魅力的な水準にあると考えられる銘柄も出てきており、今回の危機を乗り越えることのできる、いわゆる勝ち組企業は、その地位をゆるぎないものにできると考えられます。

今後のエマージング経済における2つの主要投資テーマは、『都市化』と『インフラ整備』だと考えます。当ファンドでは、そうした動きを捉えて超過収益を獲得することを目指したポートフォリオ構築を行っています。

<運用の着眼点>

◆流動性の高い銘柄への投資：

小型株の保有比率を削減し、ポートフォリオ内の銘柄の集中を図ります。

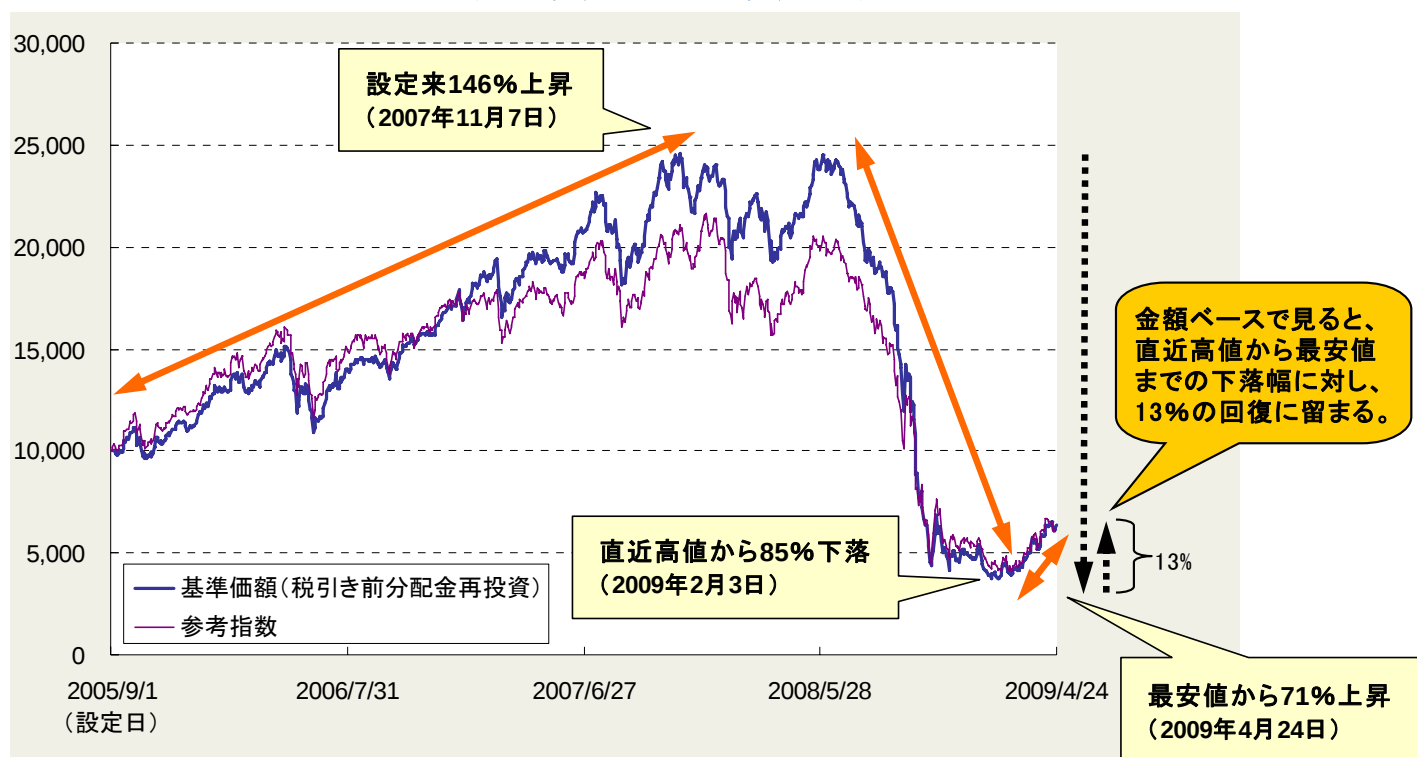
◆勝ち組銘柄への投資：

経営が良好で、危機を乗り越えてより成長することが期待される企業へ投資します。

◆取引量(売買)の抑制：

価格の上下動が激しく取引コストが高まっているため、売買は意識的に抑制します。

<設定来の基準価額(税引き前分配金再投資)の推移>
(2005年9月1日～2009年4月24日)



*上記グラフは過去の実績であり、将来の運用成果をお約束するものではありません。

*基準価額は、信託報酬率 年1.89%(税抜1.8%)で計算した信託報酬控除後の数値です。

*参考指数は、MSCIエマージング・イースタン・ヨーロッパ・インデックス(税引後配当込み、円ベース)で、設定日の前営業日を10,000として指数化しております。

◆ファンドの主なリスクおよび留意点 [詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。]

当ファンドの受益権の価額は、当ファンドに組入れられる有価証券等の値動きの他為替変動による影響を受けます。当ファンドは、主に外国株式を投資対象としますので、組入株式の価格の下落や、組入株式の発行会社の財務状況の悪化や倒産等の影響により、基準価額が下落し、その結果損失を被ることがあります。また、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、当ファンドは、元金が保証されているものではありません。当ファンドに生じた利益および損失は、全て受益者に帰属します。

当ファンドが有する主なリスクは以下の通りです。なお、以下の説明は、全てのリスクについて記載したのではなく、それ以外のリスクも存在することがあります。

■ 株価変動リスク

株式の価格は、国内外の政治・経済情勢や、発行会社の業績・財務状況の変化による影響を受けます。(発行会社の財務状況の悪化、倒産等により価格がゼロになることもあります。)また株式の価格は、株式市場における需給や流動性の影響を受けます。当ファンドは、株価の上昇を捉えることを目標とした、積極的な運用を行うため、株式(株価指数先物取引を含みます。)の組入比率は高位に保ちます。そのため、当ファンドの基準価額は、株式の価格変動の結果、大幅に変動または下落する可能性があります。

■ カントリー・リスク

当ファンドの投資対象株式の発行体が所在する諸国は、金融市場や政情が不安定で、かつ先進国と比べ脆弱な面があり、金融市場や政情に起因する諸問題が株式や通貨に及ぼす影響は、先進国より大きいことがあります。また、それらの諸国における株式・通貨市場は、規模が小さく流動性が低い場合があり、その結果それらの市場において取引される株式・通貨の価格変動が大きくなる場合があります。さらに、それらの諸国においては、政府当局が様々な規制を一方向的に導入することがあり、また有価証券が取引される市場、会計基準、財務状況の開示、法規制等に関する制度が先進国市場と異なる場合があることから、運用上予期しない制約を受けることがあります。以上のような要因は、当ファンドの基準価額を大幅に変動または下落させる可能性があります。また、当ファンドの投資対象株式が上場または取引されている諸国の税制は先進国と異なる面がある場合や、配当金にかかる源泉徴収税の還付手続きが整備されていない、あるいは還付に手数料がかかる場合などがあります。また、それらの諸国における税制が一方向的に変更されたり、新たな税制が適用されたりすることもあります。以上のような要因は、当ファンドの基準価額に影響を与える可能性があります。

■ 為替変動リスク

当ファンドは外貨建資産を保有し、また原則として為替ヘッジを行わないため、当該資産の建値となる通貨と円の間の為替変動が当ファンドの基準価額に影響を及ぼすことがあります。

当ファンドは上記のほか、次のようなリスクを伴います。詳細については投資信託説明書(交付目論見書)

* 本文をご参照ください。銘柄選定方法に関するリスク、株式の組入比率について、流動性のリスク、デリバティブ商品のリスク、受益者(投資家)の解約・追加による資金流出入に伴うリスクおよび留意点、投資方針の変更について、繰上げ償還等について、予測不可能な事態が起きた場合等について。

* 投資信託説明書(交付目論見書)とは、金融商品取引法第15条第2項本文に基づき、投資家にあらかじめまたは同時に交付しなければならない目論見書です。

●ファンドの特色

1. 主として、ロシア・東欧の株式に投資を行います。
2. 原則として、為替ヘッジは行いません。
3. 委託会社は運用の指図に関する権限をJPモルガン・アセット・マネジメント(UK)リミテッドに委託します。

●お申込みメモ(詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)(*)をご覧ください)

* 投資信託説明書(交付目論見書)とは、金融商品取引法第15条第2項本文に基づき、投資家にあらかじめまたは同時に交付しなければならない目論見書です。

信託期間：平成17年9月1日から平成27年8月17日まで
 申込単位：10万口以上1口単位または10万円以上1円単位※
 ※申込手数料および申込手数料に対する消費税等相当額を含めて10万円以上1円単位でお申込みいただけます。
 申込価格：取得申込日の翌営業日の基準価額
 目論見書の提供
 場所/申込場所：大和証券の本・支店等
 決算および分配：毎年8月17日(休業日の場合には翌営業日)の決算時に収益分配方針に基づき分配します。
 ただし、必ず分配を行うものではありません。
 *分配金再投資コースをご利用の場合は収益分配金は、税金を差引いた後、無手数料で自動的に再投資されます。
 *分配金支払いコースをご利用の場合は収益分配金は、税金を差引いた後、原則として決算日から起算して5営業日目までにお支払いを開始します。
 換金価格：解約請求の場合：換金申込日の翌営業日の基準価額
 買取請求の場合：換金申込日の翌営業日の基準価額から、販売会社にかかる源泉徴収税額に相当する額を差し引いた金額です。(当該源泉徴収税額に相当する額の控除は免除される場合があります。)
 支払開始日：原則として換金請求を受付けた日から起算して5営業日目から

●委託会社、その他の関係法人

- 委託会社：JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(設定・運用等)
- 受託会社：三菱UFJ信託銀行株式会社(信託財産の管理等)
- 販売会社：大和証券株式会社(受益権の募集の取扱い等)

●お客様にご負担いただく費用[当投資信託においては、以下の手数料がかかります。]

【申込手数料】

申込金額に右記の手数料率を乗じて得た額とします。
 申込金額：申込受付日の翌営業日の基準価額(1万口あたり) × 申込口数 ÷ 1万口
 ※ただし、償還乗換え等の場合には、償還金等の額の範囲内で取得する口数について右記手数料を無料とさせていただきます。

お買付時の申込金額	手数料率(税込)
1,000万円未満の場合	3.15%(税抜3.0%)
1,000万円以上5億円未満の場合	2.10%(税抜2.0%)
5億円以上10億円未満の場合	1.05%(税抜1.0%)
10億円以上の場合	0.525%(税抜0.50%)

【信託報酬】

純資産総額に対して年率1.89%(税抜1.80%)を乗じて得た額が、信託財産から日々差し引かれます。

【監査費用】

純資産総額に対して年率0.021%(税抜0.02%)を乗じて得た金額を監査費用とみなし、信託財産から日々差し引かれます。ただし、監査費用の上限は、年間315万円(税抜き300万円)です。

【その他】

・ウクライナ市場における株式への投資については、保有有価証券の売買益に対して15%のキャピタル・ゲイン税が課せられます。ルーマニア市場における株式への投資については、取引金額に対し一定率の証券取引税が課せられます。証券取引税は取引量等によって変動するため、具体的な金額、計算方法を記載しておりません。
 ・その他、投資信託財産の運用の際に発生する売買委託手数料、外貨建て資産の保管費用、租税費用、信託事務の処理に関する諸費用等が信託財産の負担となります。これらの費用は取引量等によって変動するため、具体的な金額、計算方法を記載しておりませんのでご了承ください。
 ・これらの費用の合計額は、当ファンドの運用状況により変動し、事前に確定しておらず、また、受益者が当ファンドの受益権を保有する期間、その他の要因により変動しますので、表示することができないことから記載しておりません。当該手数料等は、当ファンドより間接的にご負担いただきます。

お客様の投資判断における重要な情報となりますので、必ずお読みくださいますようお願いいたします。

◆ 当ファンドに係る重要な事項について

当ファンドは、ロシア・東欧（ロシア、チェコ、ポーランド、ハンガリー）の株式を主要投資対象としますので、組入有価証券の発行会社の業績、財務状況の悪化や倒産、市場環境等の影響により組入有価証券の価格が下落することで基準価額が下落し、損失を被ることがあります。なお、各投資対象国の金融市場や政情は一般的に先進国よりも不安定で脆弱な面があり、先進国市場への投資に比べ、より大幅に価格が変動することがあります。また、外貨建の資産に投資しますので、為替の変動により損失を被ることがあります。

◆ ご注意していただきたい事項について

- ・ロンドン証券取引所の休業日には取得及び換金の受付は行いません。
- ・ロシア・東欧株以外に、オーストリアならびに主要対象国以外の東欧諸国および独立国家共同体（CIS）構成国のいずれかで上場または取引されている株式にも投資する場合があります。
- ・新興国への投資にあたっては、米ドル等の先進国通貨建て資産を通じた投資を行うこと、現地通貨とは異なる通貨で決済が行われることがあります。
- ・投資対象には、ロシア・東欧諸国以外で取引されている株式のうち、ロシア・東欧諸国から売上または利益の大半を得ていると判断される株式を含みます。

◆ 本資料をご覧いただく上での留意事項

- ・本資料はJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社（以下、「当社」という。）が作成したものです。当社は信頼性が高いとみなす情報等に基づいて本資料を作成しておりますが、当該情報が正確であることを保証するものではなく、当社は、本資料に記載された情報を使用することによりお客様が投資運用を行った結果被った損害を補償いたしません。
- ・本資料に記載された意見・見通しは表記時点での当社及び当社グループの判断を反映したものであり、将来の市場環境の変動や、当該意見・見通しの実現を保証するものではありません。また、当該意見・見通しは将来予告なしに変更されることがあります。
- ・本資料は、当社が設定・運用する投資信託について説明するものであり、その他の有価証券の勧誘を目的とするものではありません。また、当社が販売会社として直接説明するために作成したものではありません。
- ・投資した資産の価値の減少を含むリスクは、投資信託をご購入のお客様が負います。過去の運用成績は将来の運用成果を保証するものではありません。
- ・投資信託は預金ではありません。投資信託は、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。投資信託を証券会社（第一種金融商品取引業者を指します。）以外でご購入いただいた場合、投資者保護基金の保護の対象ではありません。投資信託は、金融機関の預金と異なり、元本および利息の保証はありません。
- ・取得のお申し込みの際は投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめまたは同時にお渡ししますので必ずお受け取りの上、内容をご確認下さい。最終的な投資判断は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

<販売会社>

大和証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第108号
日本証券業協会
(社)日本証券投資顧問業協会
(社)金融先物取引業協会

<投資信託委託会社>

JPモルガン・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330号
日本証券業協会/(社)投資信託協会
(社)日本証券投資顧問業協会