2022 年 4 月

朝日ライフ アセットマネジメント株式会社
Asahi Life Asset Management Co.,Ltd.

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 301 号
一般社団法人 投資信託協会会員 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員

クレムリンのメッセージの行間を読む

ハッサン・マリク、CFA
シニア・ソブリン・アナリスト

ルーミス社マクロ戦略グループは、ウクライナ紛争が迅速で継続的な外交努力によって解決されるという見通しについては懐疑的です。

多くの人が早期和平と戦前の市場状態への回復という希望を抱きがちですが、クレムリン（ロシア政府）からのメッセージの行間を読むと、前途は楽観的ではないと思われます。具体的には、伝えられる外交的なニュース以上に、プーチン露大統領は戦略的、歴史的な経緯に囚われているように見え、紛争の段階的縮小への道を閉ざし、ロシアの戦争姿勢を激化させる可能性が圧倒的に高いと思われます。その結果、ウクライナの一般市民が悲惨な目に遭う可能性があります。世界経済の観点からは、インフレリスクと世界的な成長の下落リスクを伴う可能性があり、従来通りの経済状況への回復は困難であると考えています。

（1） ロシア政府の意思表示としての歴史的主張

今回の紛争が始まって以来、多くの評論家がクレムリンのプロパガンダ（政治的宣伝）に当惑し、動揺し、非合理的であると見なしてきました。しかし、これは間違いです。なぜなら、同じプロパガンダでも、歴史的な視野で分析すれば、プーチン大統領の心理や目的について独自の見解に達することができると考えるからです。特に、プーチンの公の場での発言によると、彼がまだキーウのゼレンスキー政権を交代させウクライナ南部と東部を掌握するという最低限の出口に到達していないことが明確にわかります。

第二次世界大戦の辛い記憶を利用する

ビデオ（https://www.youtube.com/watch?v=eI93nVjwZ2o）でも述べたように、プーチンがロシア国内向けに戦争を正当化するために用いた歴史的な議論によって、ウクライナの政権交代を迫る攻撃的な姿勢から手を引くことは政治的に不可能になったと我々は見ています。プーチンは様々な演説の中で、ウクライナはネオナチによって運営されており、1991 年以降のウクライナの国境はまさにボルシェビキ（ロシア社会民主労働党が分裂して形成された、レーニンが率いた左派の一派。1917 年に起きた民主革命であるニ月革命後は社会主義革命とプロレタリア独裁を主張し、十月革命を起こし、ソ連政権を樹立した。）がロシア国民に対して犯した犯罪の結果であるという、ロシアではおなじみの超民族主義的主張を繰り返しています（※1）。

ロシアの歴史をよく知る者にとっては、隣国のウクライナ政権下でネオナチによる大量虐殺が行われているという主張をするロシアの指導者がゼレンスキー政権交代を迫るのは政治的に当然と言えます。ロシアは第二次世界大戦でのドイツとの戦争によって 2600 万人以上の国民を失いました。歴史家はこの出来事を契機に

ソ連政権が樹立されたと考え、ロシアの長い歴史の中で特に統一された見解としています。ロシアの指導者が、ナチスと呼ばれる人々と永続的な和解をすることは、考えられないことです。

キーウのウクライナ政権にネオナチのレッテルを繰り返し貼り、プーチンはキーウのゼレンスキー政権交代を求める勢力をロシア国内で高めたいのです。現状のままでは、プーチンとその側近にとっては屈辱的であり、政治的に致命的となる可能性があるからです。イスタンブールでの最近の会談で、クレムリンの「ウクライナの脱ナチス化」路線が軟化したと言う西側の評論家もいますが、公式声明(※2)や報道(※3)ではナチスへの言及が続いており、クレムリンがそのような扇動的な発言を明確に後退させたという見方は疑わしいと思われます。

領土の拡大目標を示す

プーチンの歴史的主張は、ロシア指導部に難しい政治的制約を課すだけでなく、クレムリンの領土目標に関する考え方を示していると考えています。プーチンは、現在のウクライナの国境をボルシェビキがウクライナに与えたことをロシア国民に対するボルシェビキの犯罪であると主張することで、ロシアがウクライナの土地をさらに併合することによるウクライナ分割の可能性を切り開いたのです。ロシア国営放送がウクライナの地図を放映し、レーニン、スターリン、ロシア皇帝からの贈り物としてウクライナのさまざまな部分に陰影をつけたのは、実に示唆的でした(※4)。

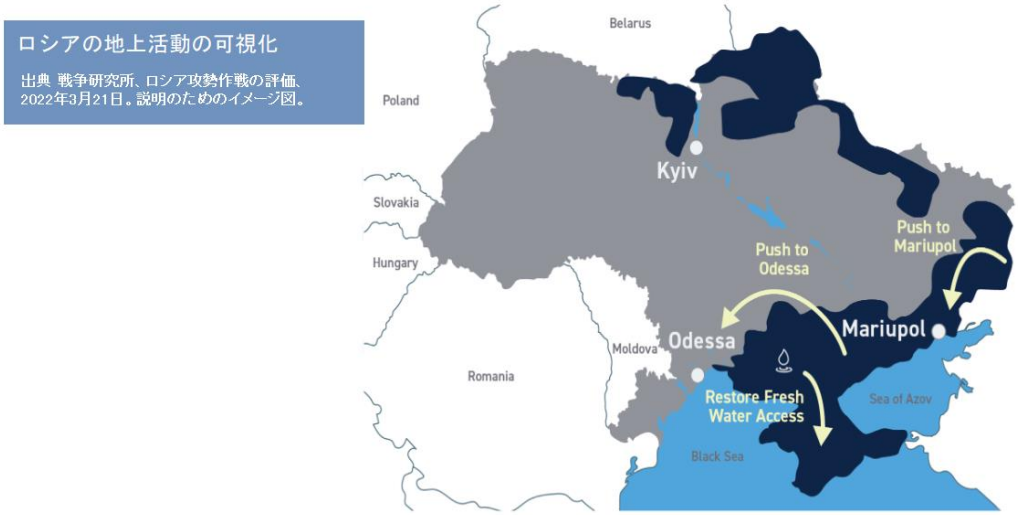
ウクライナの国境に関する
クレムリンのメッセージの可視化

出典 ガゼータ・ルー「TVチャンネル『ロシア24』がウクライナに寄贈された領土の地図を作成」2022年2月23日。

この地図とプーチンの演説は、ロシアの重要な目的が、ウクライナ南部と東部、つまり「レーニンの贈り物」と書かれた地域を奪取し究極的に併合することにあることを強く示唆しています。同じ地図で北部が「ロシア皇帝からの贈り物」とされているのは、プーチン政権が南部と東部の完全な支配に大きな価値を置いていること、これら地域からキーウを含む北部への扉が開かれていること、少なくともこれら地域は概念的には独立した状態であることを示していると、我々は解釈しています。

（2） 南部と東部の戦略的重要性

ロシアがウクライナ南部と東部の土地を手に入れることを正当化するために使われる歴史的な論拠があるのに加え、ウクライナ南部と東部を支配下におくことができれば、いくつかの重要な点においてロシアの地上での戦略的立場は強化されることになると考えています。まず、ウクライナ南部を支配下に置くことで、例えば、クリミアは 2014 年以降にウクライナが遮断した水源と再びつながることになります。実際、ロシアは戦争の最初の週にクリミアをウクライナの水源に実質的に接続させました。第二に、ロシアが南部のマリウポルとオデッサの港を奪取すれば、ウクライナは水路を絶たれます。そうすることで、プーチン政権の第三の目的であるウクライナのロシアへの依存を強化し、独立と中立を掲げて傀儡政権(※5)を樹立しやすくなります。



（3） 紛争が激化する可能性が高い

我々の基本的なケースでは、残念ながら、プーチン政権はウクライナの紛争を緩和するのではなく、むしろ段階的にエスカレートさせるつもりです。少なくとも、ロシアの作戦範囲が拡大し、シリアやチェチェンで見られたような「焦土作戦」の使用が増えることから、紛争は一方的に激化すると予想されます。経済面では、ロシアによる報復のリスクが大きいと見ています。以前にも書いたように、ロシアがグローバルなサプライチェーン（生産供給体制）に対する圧倒的な影響力を利用して、支払余力があるのに債権者に打撃を与えるために戦略的なデフォルト（債務不履行）を行ったり、経済制裁に対抗する措置を行ったりするなどの動きが考えられます。最近のプーチン政権の「経済戦争」の主張は、1998 年のロシア金融危機よりも、ボルシェビキ革命の直後に起こった 1918 年の史上最大の国債デフォルトを思い起こさせます。

我々は、このような動きや野心を決して支持したり容認したりはしません。人的コストだけでも非難されるべきものです。しかし、プーチンのプロパガンダを非合理的な人物による気の狂った叫び声と見なしてしまえば、プーチン政権の意図と危機の将来の行方についての貴重なシグナルを無視することになると考えます。投資家は、プーチン政権のプロパガンダの行間を読み、その結果は実に悲惨なものになるかもしれないプーチン政権の脅迫を真剣に受け止めることが重要であると我々は考えています。その上で懸念するのは、外交的進展への期待を高めるニュースが、現地の暗い現実とプーチン政権の思惑への注意に対する障害となることです。具体的には、プーチン政権がウクライナ南部の支配を強化し、キーウの政権交代を実現できる可能性がある

と見ている限り、停戦を真剣に検討する可能性は低いと考えています。ウクライナ南部もキーウもロシアの手から逃れられない現状では、紛争の激化が懸念されます。

以上

（※1）NPR「プーチンの主張するウクライナの『ネオナチ』との戦いは歴史を歪める、学者の見解」2022 年 3 月 1 日
（※2）外務省プレス・ブリーフィング・ステートメント、2022 年 3 月 29 日
（※3）RIA 報道「ルカシェンコ、プーチンにウクライナでのロシアの行動への支持を表明、2022 年 4 月 1 日出典.: ブルームバーグ、2022 年 1 月 31 日現在
（※4）ガゼータ・ルー「TV チャンネル『ロシア 24』がウクライナに寄贈された領土の地図を作成」2022 年 2 月 23 日.出典
（※5）傀儡政権とは、災害、侵略、軍事占領の後、限られた権限や権威しか残されていない、かつての大きな政府の残物のこと

本資料は情報提供のみを目的として提供されるもので、運用上のアドバイスを目的としているものではありません。ここに含まれる見解や予測は著者の定性的判断および仮定を反映したもので、必ずしもルーミス・セイレス・アンド・カンパニー社（以下、ルーミス社）の見解を示したものではありません。実際に起きることは予測と違うものになるため、市場が予測通りの動きをすることを保証することはできません。本資料の情報はルーミス社のいかなる投資戦略や運用商品の実際あるいは期待されるパフォーマンスを表すものではありません。第三者から入手したものを含め信頼できると判断した情報を元に作成しておりますが、その正確性を保証することはできません。本資料における見解は今後予告なしに変更することがあります。なお、英文につきましては https://www.loomissayles.com をご参照ください。資料の記載事項については資料作成時の執筆者の見解であり、将来予告なく変わることがあります。

■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金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。従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。

又、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、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書・商品説明書）をよくご覧ください。

■投資信託に係る手数料等について

［ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。］

■申込時に直接ご負担いただく費用 …… 申込手数料 上限 5.5%（税抜 5.0%）

■換金時に直接ご負担いただく費用 …… 信託財産留保額 上限 0.3%

■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 上限 2.035%（税抜 1.85%）

■その他の費用 …… 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。

詳しくは投資信託説明書（交付目論見書・商品説明書）でご確認ください。

《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。費用の料率等につきましては、朝日ライフ アセットマネジメントが運用するすべての投資信託が徴収するそれぞれの費用のうち、最高の料率を記載しております。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、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書・商品説明書）をご覧ください。

2022-04-66