

ウクライナ情勢：プーチン大統領への潮目が再び変わるのか



ティモシー・アッシュ

シニア・ソブリン・ストラテジスト
エマージング市場

2022年8月17日

ウクライナ情勢に関する私見、特に紛争の期間と最終的な損害に関する考察をアップデートしたいと思います。ウクライナの長期的な経済状況（再建の必要性）を理解する上で鍵となるものです。

第一に、紛争におけるあらゆることの予測は明らかに難しいです。ロシアの電撃戦に始まり、多くの人々がロシアの勝利は数日間で終わると思っていたように、紛争は波乱万丈の展開となっています。その後、キーウの戦いでウクライナが勝利し、ロシアがウクライナ東部・ドンバス地方に再び焦点を当て、セヴェルドネツクとリシチャンスクで勝利を収めました。米国からの高機動ロケット砲システム（HIMARS）がウクライナに提供されたことにより、ここ数週間、ウクライナの勢いが再び増しているように見えます。ドンバス地方でのロシア軍は停滞し、焦点は現在、ウクライナが攻勢に出ると予想される南部・ケルソンでの迫り来る戦いに移っています。

第二に、どれだけプーチン大統領次第であるかです。最終的には、プーチン大統領が攻撃的な行動をやめる決断をすれば、紛争は終わるでしょうが、まず戦地で打ちのめされる必要があるかもしれません。しかし、半年が経過した今、紛争に実際に勝てるのかどうか、プーチン大統領は疑問に思っているに違いありません。もしそうであれば、より近い将来の和平協定を求めるかもしれません。

「第一に、紛争におけるあらゆることの予測は明らかに難しいです。」

現時点で明確に分かることとして、プーチン大統領がロシア経済を本格的な総力戦の設定にする、つまり第2次世界大戦のような国民の総動員と経済の国家計画を考える覚悟がない限り、ロシアには紛争を長期化させる無限の武力はありません。サダム・フセイン政権下のイラクを引き合いに出して、「彼は10年近くイラン・イラク戦争を続けた」と言うこともできるかもしれませんが、フセイン政権は湾岸諸国と米国から資金と武器を提供されていたという背景があります。

ロシアは現在、原油価格の上昇に支えられているとはいえ、資金や武器の外部供給源が限られており、プーチン大統領にとっては大きな問題の一つとなっています。紛争により、ロシアは戦闘能力の半分に相当する大量の武器と人員を失い、装備の迅速な補充は困難な状況にあります。ロシアは高精度ミサイルの供給が不足しており、西側諸国がロシアへの技術輸出を禁止しているため、新たな製造が難しいのです。これまでのところ、中国はロシアへの支援に積極的ではありませんが、最近のパロシ米下院議長の台湾訪問により、ロシアとの関係が変わるかもしれません。

HIMARSシステムがウクライナに補給されたことにより、既に脆弱になっていたロシアのサプライチェーンに打撃を与え、壊滅的な影響を及ぼしています。ロシアは前線に十分な物資を供給できなければ、紛争を遂行することはできません。ロシアでは兵力と士気の懸念もあり、ウクライナ側は100万人の兵力を投入できると言っています。地場の強みと欧米の訓練も受けているため、兵力はウクライナにとって問題ではありませんが、ロシアにとっては問題となります。

ロシア軍の死傷者は既に数万人規模に達していると言われています。戦死者や行方不明者は10万人にのぼるといふ説もあり、これは紛争を最初に開始した人員の半分に相当します。プーチン大統領が国民を総動員しない限り、ロシアは多くの兵力を戦場に迅速に投入することはできません。また、装備の問題を考えると、武装できないのであれば、それすらも無意味なものとなる可能性があります。

実際、ロシア軍は、最初は北からドンバス地方へ、その後は南へと、戦線を移動させています。政治的な理由から、プーチン大統領は総動員には消極的な姿勢を取っています。南部の貧しい地域、主にイスラム教地域から集めた軍隊を用いることに躊躇はないものの、西ロシア、モスクワ、サンクトペテルブルクなどから犠牲者を出すリスクは取りたくないと考えているようです。プーチン大統領は国内政治の状況に神経質になっていると思われます。重要な点は、ウクライナは国土のために戦う士気を高く持つ、100万人近くの男女を動員できるということです。プーチン大統領はロシアの正規軍を既に使い果たしてきており、ロシア人は本当に他のひとの土地のために戦いたいと思うのでしょうか。

ロシアは、クリミア半島、ドンバス地方の大部分、ケルソンとザポリージャの大部分を獲得し、大規模な攻撃を起こす能力のピークに達したようです。ロシア側は、何らかの外交ルートを通じて、これまでに得たもので決着をつけに行きたいように伺えます。おそらく、最近成立したロシア・ウクライナの穀物輸出再開の合意は、そのプロセスの始まりでしょう。ロシアから見ると、より大きな和平交渉を見据えていなければ、この合意には意味がありません。ウクライナ側が和平交渉を受け入れるかどうかは、また別の問題です。

ウクライナ側では、欧米からの武器や資金が届くようになり、軍隊の士気に衰えは見られません。紛争が長引けば長引くほど、ウクライナは強くなり、欧米の制裁はロシアにより大きな影響を与えることとなります。プーチン大統領にとって、ウクライナ紛争は欧米との大きな紛争の一環に過ぎず、NATOが防衛費をGDPの2%増に設定したことにより、現在は軍備競争に突入していることを忘れてはなりません。

ロシアはウクライナの武力に対抗できません。計算すると、現在ロシアに対峙する西側諸国のGDPは合計40兆ドルで、そのうち2%は2兆ドルとなり、これはロシアのGDP全体を上回ります。プーチン大統領がウクライナ紛争を継続し、欧米の制裁が長引けば長引くほど、少なくとも通常兵器においては、欧米と同等の軍事力を維持することは難しくなるでしょう。ウクライナでの勝利はプーチン大統領にとって重要ですが、NATOからの脅威（私はそうは思いませんが）に対抗するのに苦勞するほどまでにロシアの通常戦力を弱体化させるまでして、より幅広い安全保障を危険に晒したいのでしょうか。

ロシアが欧米の防衛費2兆ドルに追いつくためには、一般消費から防衛に資源を振り向ける必要があり、その結果、政治的な安定性への懸念が生じることも考慮しなければなりません。ロシア人はより貧しくなり、生活水準の維持に苦勞する時にドンバス地方の獲得をそれでも賞賛するのでしょうか。2014年以降、クリミア半島併合の輝きが薄れていったことを考えれば、こうなることは考えにくいとみています。

和平交渉を推し進める以外の選択肢がプーチン大統領にはなく、和平交渉が早期であれば早期であるほどロシアにとっては有利になると考えています。今後数カ月で予想されることは、ケルソンでの最終的な戦い、欧州のガス危機であり、危機のピークとなることが予想される、おそらく10月から11月にかけて、プーチン大統領が何らかの和平案を打ち出すとみえています。

「現在のウクライナの世論は和平協定に反対しています（最近の世論調査では、和平の代償としてロシアにウクライナ領土を譲歩することに90%が反対しています）。」

その時点においてはウクライナは欧州からロシアの提案を受け入れるように大きな圧力を受け、大規模な再建支援はウクライナの経済成長・復興ストーリーにとって好材料となるはずですが、しかし、現在のウクライナの世論は和平協定に反対しています（最近の世論調査では、和平の代償としてロシアにウクライナ領土を譲歩することに90%が反対しています）。しかし、ケルソンでの戦いにより、ウクライナ側が領土の奪還に失敗すれば、世論が変わるかもしれません。

和平交渉の可能性について、米国、英国、東欧諸国が、ドイツやフランスの融和派ほど熱心になるとは思えません。ウクライナの真の平和と欧州の安全保障はプーチン大統領の敗北によってのみもたらされ、ウクライナ人（欧米の資金と武器によって支えられている）によってそれが達成される最良の機会であるという考えを持っているようです。米国や英国は、ウクライナに和平協定に合意するよう強く迫ることはないでしょう。ウクライナに強硬に交渉するよう、できれば戦場で新たな力を発揮するように促すでしょう。

もしウクライナが和平交渉に応じない場合、長期紛争に突入するかもしれませんが、紛争の程度は弱まるとみえています。ドンバス地方の2015年から2022年の状況と似ていますが、紛争の程度は大幅に縮小されると見えています。あまり進捗が見られない和平交渉の度重なる試みが行われることになるかもしれません。しかし、このシナリオにおいても、ウクライナは戦後復興に取り組むことができます。多くの資金が投入され、実質GDPは低水準から回復すると考えています。ロシアは制裁が重くのしかかり、経済は後退を続けるでしょう。ウクライナがどのような結末を迎えるにせよ、欧米とロシアの軍拡競争は続くため、欧米が制裁を緩和する理由はほとんどありません。

もう一つのシナリオは、プーチン大統領がウクライナの滅亡に躍起になるというものです。おそらく、ウクライナに関して、「私が領土を手に入れられないのなら、あなたが欲しいと思わない領土にする」というものでしょう。プーチン大統領が攻撃を続け、両国が疲弊した場合、どちらの国にも勝利はないと思います。いずれもこうした戦いに勝利出来る力を持っていませんが、長期的な勝者となる可能性の高い国はウクライナであり、欧米の武器や資金の援助をより多く得られることを先述しました。

なぜこの冬なのか。

欧州ガス危機を考慮すると、プーチン大統領は今冬に大いにこれを活用し、ガス危機により欧州を絶望的な状況に追い込み、ウクライナに和平協定に応じさせるのではないかと考えています。

さもなければ、プーチン大統領がこれを長期化させればさせるほど、ロシアは欧州のサプライチェーンから切り離されることとなります。ロシアは信頼できないサプライヤーであることが既に証明されているため、長期的にサプライチェーンから切り離されることは必至です。つまり、プーチン大統領のカードは来年ではなく今年の冬であり、紛争を終わらせるためにガス危機を上手く使う必要があると考えているのででしょう。

さらに、欧州エネルギー危機において、プーチン大統領はガス供給に圧力をかけますが、これには注意が必要です。もし、プーチン大統領が欧州とグローバル経済を景気後退に追い込むようなことがあれば（その可能性は高まっていますが）、世界のエネルギー需要は崩壊し、エネルギー価格も下落するでしょう。そうなれば、エネルギー輸出量の減少と価格の下落という二重苦に直面することになります。要するに、ベースケースとして考えているのは、プーチン大統領が年内にウクライナと和平交渉を成立させようと必死になっているために、欧州エネルギー危機が引き起こされているというものです。

和平交渉の最大のリスクは、ゼレンスキー大統領が国民の支持を得られないことです。先に述べたように、最近の世論調査では、ウクライナ人の9割が全領土を取り戻すまで紛争の継続を望んでいます。ウクライナを誘導するために欧米の資金が投入され、ロシアに対する防衛的な緩衝国としてウクライナの必要性が地理的に高い以上、欧米の資金フローは関係なく受けられるでしょう。ウクライナは経済復興を成功させ、将来のロシアの侵略に対抗できる経済力を備える必要があります。

ロシアによる侵攻当初の2月24日には、ウクライナという国が今後は存在するのか、という議論をしていたことも忘れてはなりません。プーチン大統領が最善を尽くしたとしても、侵攻前の国土の大部分と港へのアクセス権を持つウクライナは残ることが現在では確認できました。ウクライナはまだ大きな国であり、多くのスキルの高い国民を持ち、国家として絶対的に存続が可能です。戦いながらウクライナという国が存在する権利があることを証明してきました。

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上