臨時レポート

ドイチェ・ロシア東欧株式ファンド

追加型投信/海外/株式

2025年7月28日
ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

<ご留意事項> ロシアへの制裁強化等を受け、流動性が十分に担保できない可能性があると判断し、投資信託約款に基づき、2022年2月28日より、当ファンドのご購入・ご換金のお申込みの受付を停止しております。なお、当レポート発行日時点でお申込みの受付再開時期は未定です。

当ファンドの状況

購入・換金申込の受付は引き続き停止

西側諸国からの制裁への対抗措置により、ロシアが非友好国と指定する国（含む日本）の投資家によるロシア株式等の取引は実質的にできない状況であることに変わりはありません。

加えて、ロシアから非友好国の投資家への送金が停止していること等から、過去の売却代金に加え、配当金等の受け取りができない状況も依然として続いています。

当ファンドの状況についても変更はなく、引き続きご購入・ご換金のお申込みの受付を停止しております。ロシア株式等の売買が実質的にできない状況が継続している中、ご購入・ご換金の対応ができないためです。

ご換金のお申込みのみ受け付けることも検討いたしましたが、ロシア株式等を売買することができない状況の中、取引が可能な東欧諸国等の株式のみを売却した場合、ポートフォリオのバランスが将来大きく崩れる可能性があること、また、ファンドを維持するために必要な一定程度の流動性を確保することが難しくなる可能性があります。

当社は運用会社として、すべての受益者様に公平に対応させていただく義務があることから、現時点において当ファンドにおけるご換金のお申込受付の停止を継続しております。

※2024年9月において、当ファンドで保有し実質ゼロ評価していた6銘柄（預託証券）のロシア株を売却できる機会があったため、取引価格の妥当性等を鑑み、制裁上の制限等を確認した上で売却しました。買い手が現れたこと、ロシア株の取引を巡る規制がさらに強化される可能性があることが、売却に至った大きな要因です。一方で、保有銘柄のうち、ロシア国内で上場し、保管されている銘柄については、依然として取引ができない状況にあります。なお、今後このような取引機会があるかは現時点で不透明です。

今後の運用方針

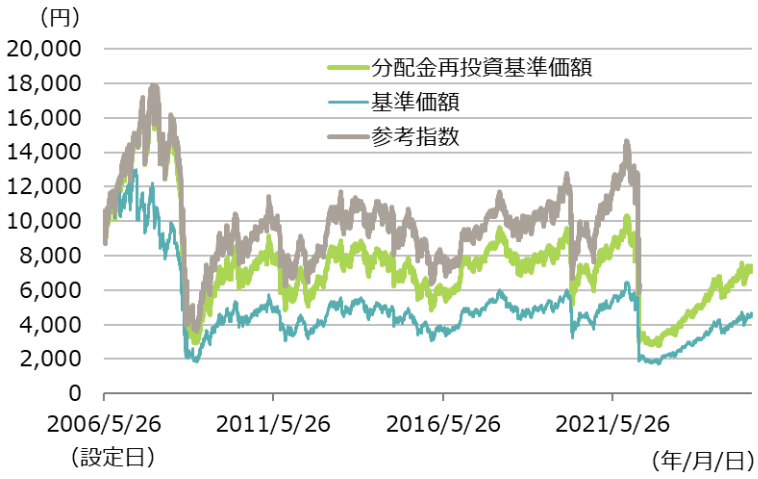
ロシア・ウクライナ戦争の終結に向けた協議の行方は不透明であり、ロシアが非友好国とみなす非居住者投資家が侵攻以前のような取引を再開できるようになるまでには、かなりの時間を要すると思われます。引き続き情勢を注視し、取引が再開となる等、状況に進展があった時点で改めてさまざまな観点から再評価する必要があると考えています。

トルコや東欧諸国については、各国の経済や政策、企業のファンダメンタルズ分析を基に運用を継続してまいります。個別企業を取り巻く事業環境や株価バリュエーション等に基づき銘柄の選別を行っていく方針です。

設定来の基準価額の推移

期間： 2006年5月26日（設定日）～2025年6月30日、日次

※参考指数は2022年3月9日まで



※基準価額の推移は1万口当たり、信託報酬控除後の価額を表示しております。
※分配金再投資基準価額は分配金（税引前）を再投資したものとして計算した値であり、実際の投資家の運用成果とは異なります。
※当ファンドはMSCI EM ヨーロッパ10/40（除くギリシャ）（税引後配当込み、円換算ベース）を参考指数とします（設定日を10,000として指数化）。
※参考指数については、後記「参考指数について」をご参照下さい。
※MSCI EM ヨーロッパ10/40（除くギリシャ）はMSCIインク（以下「MSCI」といいます。）が算出する指数です。MSCI EM ヨーロッパ10/40（除くギリシャ）に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIに帰属します。また、MSCIは同指数の内容を変更する権利及び公表を停止する権利を有しています。
※過去の運用実績は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。

足元のロシア情勢

ロシア経済はプラス成長を維持するも大幅に鈍化

ロシアの2025年1-3月期の実質国内総生産（GDP）成長率（前年同期比）は+1.4%となりました（ロシア連邦統計局発表）。8四半期連続でのプラス成長とはなったものの、前四半期の+4.5%から大幅な鈍化となりました。ロシア中央銀行（中銀）による金融引き締め政策が成長に影響を及ぼしていると見込まれます。

戦時経済下において引き続き軍需関連が成長を牽引しているものの、自動車等の高額消費が低迷しています。物価高に伴う金利の上昇を受け、買い控えが起こっていること等が背景にある模様です。

兵士の確保や兵器の増産等に伴う人手不足も深刻さを増しており、2025年5月の失業率は2.2%と過去最低水準となりました。働き手の確保に向けた人件費の上昇や対ロ制裁による輸入品価格の上昇等により、インフレ率は高止まりしており、経済活動の重しとなっています。

なお、ロシアは既に景気後退の瀬戸際にあるとの認識を示しているロシア高官もいるとの報道もあるようです。

政策金利引き下げ

中銀は2025年6月の会合で政策金利を21%から20%に引き下げることを決定しました。成長が鈍化し、インフレが足元緩和傾向にあること等を受け、2022年9月以来の引き下げとなりました。

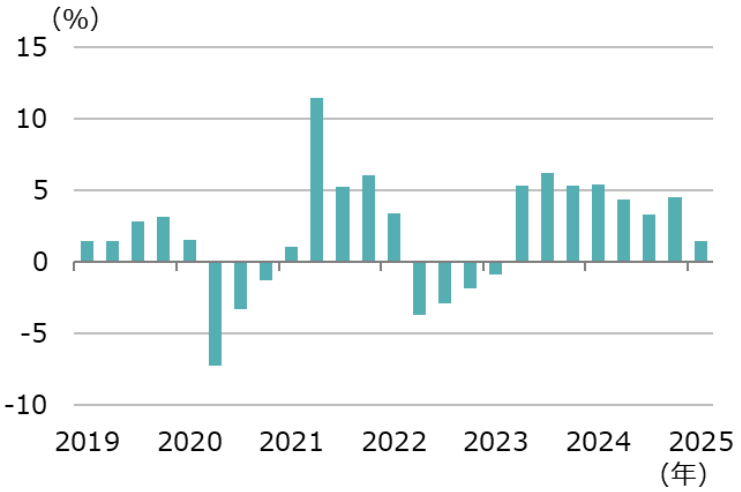
中銀は声明で、「インフレ圧力は引き続き低下しており、国内の需要の伸びは供給力を上回っているものの、ロシア経済は徐々に均衡の取れた成長軌道に戻りつつある」と説明しました。加えて、2026年末までにインフレ目標(4%）の水準で安定させるため、引き締め方針を維持するとしています。

ルーブル、対米ドルで上昇

通貨ルーブルは、2025年1月のトランプ米大統領の就任以降、上昇傾向にあります。ルーブル高の要因には、トランプ米大統領による交渉のもと、ロシアとウクライナの停戦協議が進展すると期待されたことや、中銀が引き締め政策を継続していること等があります。加えて、足元では中東情勢の緊迫により原油価格が急騰し、2025年6月末時点では1ドル＝78ルーブル台の水準まで上昇したことも、ルーブルの上昇要因のひとつとみられます。

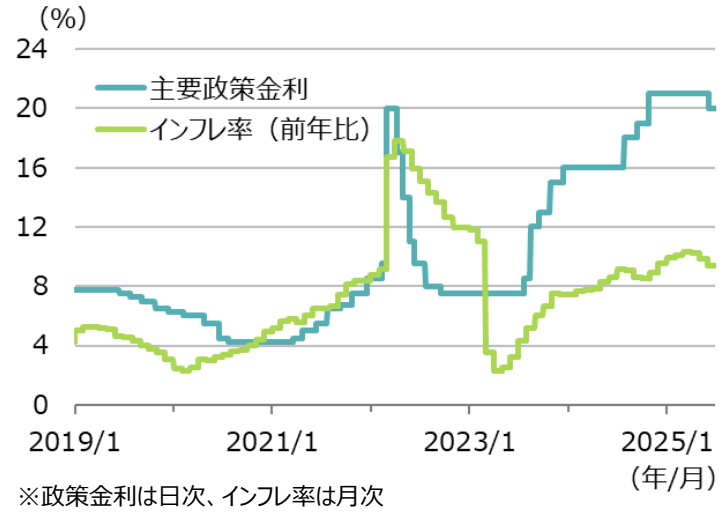
ロシアのGDP成長率（前年同期比）の推移

期間： 2019年1-3月期～2025年1-3月期、四半期



ロシアの政策金利とインフレ率の推移

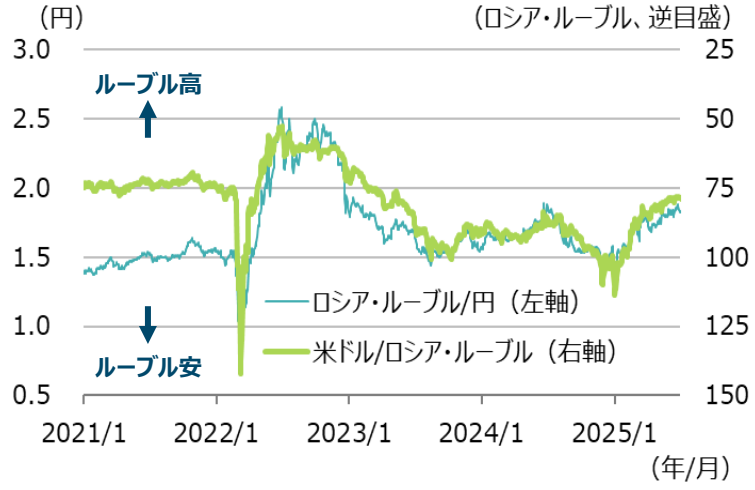
期間：2019年1月1日～2025年6月30日



※政策金利は日次、インフレ率は月次

ロシア・ルーブル（対円、対米ドル）の推移

期間：2021年1月1日～2025年6月30日、日次



出所：各種資料を基にドイチェ・アセット・マネジメント㈱が作成
※データは記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

ファンドの特色

東欧株式マザーファンドへの投資を通じて、ロシア、トルコ、ポーランド、ハンガリー、チェコのいずれかで上場または取引されている株式を主要投資対象とし、信託財産の中長期的な成長を目指して運用を行います。

1 ロシア・東欧諸国(トルコ・ポーランド・ハンガリー・チェコ)の株式を主要投資対象とし、それらの国々の成長を捉えた運用の実現を目指します。

・ロシア・東欧諸国(トルコ・ポーランド・ハンガリー・チェコ)を、以下総称して「主要投資対象国」ということがあります。

・主要投資対象国に加え、ウクライナ、エストニア、オーストリア、カザフスタン、ジョージア、スロバキア、ブルガリア、ラトビア、リトアニア、ルーマニア(以下総称して「その他投資対象国」ということがあります。)にも投資する場合があります。また、主要投資対象国及びその他投資対象国以外の国にも、DWSインベストメントGmbHが実質的に主要投資対象国及びその他投資対象国に該当すると判断する場合には、投資することがあります。

・投資対象には預託証書等が含まれます。預託証書とは、ある国の株式を海外で流通させるために、その株式を銀行等に預託し、その代替として海外で発行される証券をいいます。

(2024年12月末現在)

2 マザーファンドに係る運用指図に関する権限を、DWSインベストメントGmbHに委託します。

DWSインベストメントGmbHはDWSグループのドイツにおける拠点です。グローバルなネットワークを駆使し、投資家の多様なニーズに応える商品開発と優れた運用成果の実現を目指します。

3 実質外貨建資産については、原則として為替ヘッジを行いません。

4 ファミリーファンド方式で運用を行います。

(注)市況動向及び資金動向等によっては、上記のような運用ができない場合があります。

<参考指数について>

①参考指数の変更について
参考指数は、2016年11月1日より、MSCI EM ヨーロッパ10/40(税引後配当込み、円換算ベース)から、MSCI EM ヨーロッパ10/40(除くギリシャ)(税引後配当込み、円換算ベース)に変更しました。2016年10月31日の旧参考指数の指数値を基準として、2016年11月1日から新参考指数の日次騰落率を乗じて計算しています。
②ロシア株式部分の評価について
当ファンドおよびMSCIは、共にロシア株式部分について実質ゼロ評価に変更しましたが、以下の通り、変更時点が異なります。
当ファンド:2022年3月22日時点の基準価額から実質ゼロ評価に変更
MSCI:2022年3月9日から実質ゼロ評価に変更
そのため、当ファンドと参考指数の評価基準に違いが生じ、比較することが適切でないとの判断から、参考指数は2022年3月9日(3月8日のMSCI EM ヨーロッパ10/40(除くギリシャ)の値を3月9日の投資信託協会公表の為替レートで円換算)までの表示としております。
なお、当ファンドの評価基準については後記「<ご参考>ロシアの株式ならびに預託証書等(以下「ロシア株式等」)の評価について」をご参照下さい。

<ご参考>ロシアの株式ならびに預託証書等(以下「ロシア株式等」)の評価について

2022年2月28日(現地時間)以降、ロシアの証券取引所が株式取引を停止し、また米国や英国等の海外市場もロシア株式等の取引を相次いで停止したことを受け、市場の流動性が大幅に低下している中、実勢を反映した時価の取得が困難な状況となっておりました。そのため、多くのロシア株式等について、ファンドの基準価額算出に使用する時価には対円での為替変動のみが反映され、ロシア株式等の市場実勢が反映されていない状態が続いておりました。
その後もロシア株式等の取引が事実上困難な状態が継続し、妥当性のある時価の取得が出来ない状況が続いていること等を受け、2022年3月22日時点の基準価額から、当ファンドで保有するロシア株式等の評価を「実質ゼロ評価」といたしました。
なお、当資料基準日時点においても前述の評価を継続しております。
※当資料基準日時点においても継続して取引が行われており、妥当性のある時価の取得が可能と判断される一部のロシア株式等については、従来通り、基準価額算出日の前営業日の終値で評価しております。

※ロシアの預託証書等(以下、「DR」といいます。)については、ロシア政府が国外での流通を原則禁止しました。
これを受け、発行体であるロシア企業の一部は、DRを普通株式に転換する作業等を行っています。
当ファンドが保有するDRにおいて、転換にかかる費用等が発生した場合、当ファンドの負担となります。
現状DRに関しては発行体や保管機関等によって転換方法やタイミング、取り扱いが異なり、また今後ロシア政府の方針や各国の制裁等により、状況が変化することも想定されます。

投資リスク

基準価額の変動要因

当ファンドは、値動きのある有価証券等に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、投資元金が保証されているものではなく、これを割込むことがあります。当ファンドに生じた利益及び損失は、すべて投資者に帰属します。基準価額の変動要因は、以下に限定されません。なお、当ファンドは預貯金と異なります。

①株価変動リスク

株価は、政治経済情勢、発行企業の業績、市場の需給等を反映して変動し、短期的または長期的に大きく下落することがあります。これにより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。

②為替変動リスク

外貨建資産の価格は、為替レートの変動の影響を受けます。外貨建資産の価格は、通常、為替レートが円安になれば上昇しますが、円高になれば下落します。したがって、為替レートが円高になれば外貨建資産の価格が下落し、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。

③カントリーリスク

投資対象国の政治、経済情勢の変化等により、市場が混乱した場合や、組入資産の取引に関わる法制度の変更が行われた場合等には、有価証券等の価格が変動したり、投資方針に沿った運用が困難な場合があります。これらにより、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。特に新興国への投資については、一般的に先進国への投資に比べカントリーリスクが高くなります。

④信用リスク

株価は、発行者の信用状況等の悪化により下落することがあり、これにより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。特に、新興国の株式は、先進国の株式に比べ、相対的に信用リスクが高くなると考えられます。

⑤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、機動的に有価証券等を売買できないことがあります。このような場合には、当該有価証券等の価格の下落により、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。

その他の留意点

・ロシア株式への投資にあたっての留意点　（2024年12月末現在）
ロシアの株式等への投資にあたっては、現地の法制度の制約により、証券の保管が再信託受託会社名義による混蔵保管となります。また、外国人保有株数制限やその他の要因により、当ファンドにおけるロシアの株式等への投資が制限を受けることがあります。

・マザーファンドを投資対象とする他のベビーファンドの購入申込みまたは換金申込み等により、当該マザーファンドにおいて売買が生じた場合等には、当ファンドの基準価額が影響を受けることがあります。

・当ファンドは、大量の換金が発生し短期間で換金代金を手当てする必要が生じた場合や主たる取引市場において市場環境が急変した場合等に、一時的に組入資産の流動性が低下し、市場実勢から期待できる価格で取引できないリスク、取引量が限られてしまうリスクがあります。これにより、基準価額にマイナスの影響を及ぼす可能性や、換金申込みの受付けが中止となる可能性、換金代金の支払いが遅延する可能性等があります。

・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。

・分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があり、その場合、当期決算日の基準価額は前期決算日と比べて下落することになります。分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者のファンドの購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

※ 基準日時点で、金融商品取引法第４条第１項に基づく届出は行われておりません。
また、2022年2月28日より、当ファンドのご購入・ご換金のお申込みの受付を停止しております。

お申込みメモ

■信託期間／繰上償還	信託設定日（2006年5月26日）から無期限 ただし、残存口数が50億口を下回ることとなった場合、受益者のために有利であると委託会社が認める場合またはやむを得ない事情が発生した場合には、信託を終了させていただくことがあります。
■決算日	原則として毎年5月18日及び11月18日（休業日の場合は翌営業日）とします。
■収益分配	年2回の毎決算時に、信託約款に定める収益分配方針に基づいて行います。分配対象額が少額の場合は、分配を行わないことがあります。 （注）将来の分配金の支払いおよびその金額について保証するものではありません。
■購入・換金の受付	原則として、販売会社の営業日の午後3時30分までに購入・換金申込みが行われ、販売会社所定の事務手続きが完了したものを当日の受付分として取扱います。ただし、フランクフルト証券取引所の休業日またはフランクフルトの銀行の休業日には、受付を行いません。※ 販売会社によって異なる場合があります。詳しくは、販売会社にお問合せ下さい。
■購入価額	購入申込受付日の翌営業日の基準価額
■購入単位	販売会社が定める単位とします。詳しくは、販売会社にお問合せ下さい。
■換金価額	換金申込受付日の翌営業日の基準価額から信託財産留保額を差し引いた価額
■換金単位	販売会社が定める単位とします。詳しくは、販売会社にお問合せ下さい。
■換金代金支払日	原則として、換金申込受付日から起算して7営業日目から販売会社においてお支払いします。
■課税関係	**課税上は株式投資信託として取扱われます。配当控除、益金不算入制度の適用はありません。** **原則として、分配時の普通分配金並びに換金（解約）時及び償還時の差益（譲渡益）に対して課税されます。** **公募株式投資信託は税法上、一定の要件を満たした場合に少額投資非課税制度(NISA(ニーサ))の適用対象となります。** **当ファンドは、NISAの対象ではありません。** **※上記は2025年6月末現在のものですので、税法が改正された場合等には変更される場合があります。** **（注）法人の場合は税制が異なります。**

ファンドの費用

項目	費用
＜直接ご負担いただく費用＞	
購入時手数料	購入申込受付日の翌営業日の基準価額に3.85％（税抜3.5％）を上限として販売会社が定める率を乗じて得た額
信託財産留保額	換金申込受付日の翌営業日の基準価額に0.5％を乗じて得た額
＜ファンドで間接的にご負担いただく費用＞	
運用管理費用（信託報酬）	日々の信託財産の純資産総額に対して年率2.068％（税抜1.88％）
その他の費用・手数料	当ファンドにおいて、信託事務の処理等に要する諸費用（ファンドの監査に係る監査法人への報酬、法律・税務顧問への報酬、目論見書・運用報告書等の作成・印刷等に係る費用等を含みます。以下同じ。）、組入資産の売買委託手数料、資産を外国で保管する場合の費用、租税等がかかります。これらは原則として信託財産が負担します。ただし、これらの費用のうち信託事務の処理等に要する諸費用の信託財産での負担は、その純資産総額に対して年率0.10％を上限とします。 「その他の費用・手数料」は、運用状況等により変動するものであり、一部を除き事前に料率、上限額等を表示することができません。

※収益分配金を再投資する際には購入時手数料はかかりません。
※「税」とは、消費税及び地方消費税に相当する金額のことを指します。
※投資者の皆様が負担する費用の合計額については、ファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

委託会社、その他の関係法人

■販　売　会　社：当ファンドの募集の取扱い等を行います。投資信託説明書（交付目論見書）の提供は、販売会社にて行います。
販売会社につきましては、委託会社にお問合せ下さい。

■委　託　会　社：ドイチェ・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359号
加入協会　日本証券業協会　一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会　一般社団法人第二種金融商品取引業協会
信託財産の運用指図等を行います。
ホームページアドレス　https://funds.dws.com/ja-jp/

■受　託　会　社：株式会社りそな銀行
信託財産の保管・管理等を行います。

■投資顧問会社：DWSインベストメントGmbH（所在地：ドイツ フランクフルト）
委託会社から運用の指図に関する権限の委託を受け、マザーファンドの運用指図等を行います。

＜ご留意事項＞
投資信託のお申込みに関しては、下記の点をご理解いただき、投資の判断はお客様ご自身の責任においてなさいますようお願い申し上げます。
■当資料はドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成した資料です。■当資料記載の情報は、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。データ等参考情報は信頼できる情報をもとに作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。また、使用しているデータについては特段の注記の無い限り、費用・税金等を考慮しておりません。■当資料記載の内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。■投資信託は、株式、公社債などの値動きのある証券（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されるものではありません。投資信託の運用による損益は、すべて投資信託をご購入のお客様に帰属します。■投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本および利息の保証はありません。■投資信託は、預金または保険契約ではないため、預金保険および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。■登録金融機関を通じてご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■ご購入に際しては、販売会社より最新の投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので、必ず内容をご確認の上、ご自身で判断して下さい。

当ファンドの販売会社は以下の通りです。

（五十音順）

金融商品取引業者名		登録番号	加入協会				備　考
			日本証券業協会	一般社団法人日本投資顧問業協会	一般社団法人金融先物取引業協会	一般社団法人第二種金融商品取引業協会	
株式会社イオン銀行	登録金融機関	関東財務局長（登金）第633号	○				委託金融商品取引業者：マネックス証券株式会社
株式会社 池田泉州銀行	登録金融機関	近畿財務局長（登金）第6号	○		○		インターネット販売限定
池田泉州TT証券株式会社	金融商品取引業者	近畿財務局長（金商）第370号	○				
岩井コスモ証券株式会社	金融商品取引業者	近畿財務局長（金商）第15号	○	○	○		
株式会社SMBC信託銀行	登録金融機関	関東財務局長（登金）第653号	○	○		○	一般社団法人投資信託協会に加入しています。
SMBC日興証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第2251号	○	○	○	○	
株式会社SBI証券	金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第44号	○		○	○	
株式会社SBI新生銀行	登録金融機関	関東財務局長（登金）第10号	○		○		委託金融商品取引業者：株式会社SBI証券 マネックス証券株式会社
岡三証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第53号	○	○	○	○	
Jトラストグローバル証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第35号	○	○			
中銀証券株式会社	金融商品取引業者	中国財務局長（金商）第6号	○				*
東海東京証券株式会社	金融商品取引業者	東海財務局長（金商）第140号	○	○	○	○	
西日本シティTT証券株式会社	金融商品取引業者	福岡財務支局長（金商）第75号	○				
ニュース証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第138号	○	○			
野村證券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第142号	○	○	○	○	*
ばんせい証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第148号	○				
PayPay銀行株式会社	登録金融機関	関東財務局長（登金）第624号	○		○		
松井証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第164号	○		○		
マネックス証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第165号	○	○	○	○	
みずほ証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第94号	○	○	○	○	*
三井住友信託銀行株式会社	登録金融機関	関東財務局長（登金）第649号	○	○	○		インターネット販売限定
三菱UFJ eスマート証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第61号	○	○	○	○	
楽天証券株式会社	金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第195号	○	○	○	○	

※備考欄に*の表示がある場合、購入申込の取扱いを中止しております。詳しくは販売会社にお問い合わせ下さい。