



BlueBay
Asset Management

インサイト

ロシア ; ブルかベアか

2017年11月

先日、企業の経営陣や政府高官(そこにはプーチン大統領も含まれますが)に会いにロシアに行ってきました。最終日にはロシア・サーカスにも行きました。ショーの目玉は牛の背中に熊が乗るといったものでした。



この姿をみながら、これは投資家にロシアの債券にブルになるべきかベアになるべきか、を問いかけているのではないかと思います。緩和的な財政及び金融政策によって、ゴルディロックス型の投資環境となっていますが、企業活動において独自のルールを持つ国に対する西欧からの目は懐疑的です。

ロシアの債券資産は割高な水準にあると考えています。2018年3月の大統領選挙後に新政府が発足することから、今後一年間はボラティリティの高まりが予想されます。民間銀行セクターでは更なる混乱がみられる可能性があり、追加制裁のリスクも残っています。

10月にはロシア革命100周年記念がありましたが、プーチン大統領からの特別なパフォーマンスはありませんでした。しかし、この数年間を振り返ると、彼が地政学的に行ってきたパフォーマンスには目を見張るものがあります。カタールの財務相が今年のロシア訪問が13回目になることを高々と発表したことには、何の驚きもありませんでした。二国間の繋がりや強さを示すための礼儀正しい方法だったのではないのでしょうか。

プーチン大統領は強気で、国内に焦点をあてたスピーチをしましたが、質疑応答の時間はありませんでした。

過去最低水準のインフレ率、2019年までに均衡予算の見通し、原油への依存度低下といったことは全て、投資家にとってポジティブ材料のように聞こえてきます。経済成長の牽引役としてプーチン大統領は、高い技術革新、教育、ロシアにとって友好的な資本流入を通じた経済の効率化の必要性について強調しました。しかし残念なことに、これらの期待がどれだけ現実的なものであるかを問うことは出来ず、9年間で初めてプーチン大統領は質問を受け付けませんでした。もしかしたら、大統領選挙に向けて忙しすぎるのかもしれませんが、2018年6月発足の新政府は答えよりも多くの質問を投げかけることになるからかもしれませんし、最近の公務でただ単に疲れすぎていただけかもしれません。

今回の出張でハイライトしたい人物が二人います。それは、ロシア連邦中央銀行エリヴィラ・ナビウリナ総裁とアントン・シルアノフ財務大臣です。大統領も彼らの功績を称えましたが、特にナビウリナ総裁には感銘を受けました。彼女のリーダーシップの下、



ポリナ・クoldayeva

パートナー

エマージング債チーム(コ・ヘッド、社債)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

ロシア中銀は過去最低水準までインフレ率を押し下げることが出来たとともに、ルーブルは安定を維持し、長らく必要とされてきた銀行セクターの債務再編も進みました。正直な知識人でありながら謙虚であるという、素晴らしい人間性を兼ね備えた人物でした。これはロシアの官僚のなかでは非常に珍しいことではないかと思います。

しかし、民間セクターと非エネルギー部門の経済成長の源泉に対する質問の回答は得られないままとなっています。投資銀行は4年ぶりに2017年は15億米ドルに上る三件のIPOを報告できたことを誇らしく思っているかもしれませんが、これは国有企業の事業活動の影に隠れています。ロシア経済の70%は国有企業が占めています。民間セクターにおいても新興企業は政府が後ろ盾になっているケースが多い、と政治コンサルタントは言っていました。

ロスネフチはその良い例でしょう。ロスネフチは、この一年間買収を繰り返しており、海外及び国内の財務レバレッジは上昇しています。エジプトのガス資産の買収、国内石油会社バシネフチの統合、国内外でのガス事業の拡大などが挙げられます。引き続き制裁下にはありますが、ロスネフチは中国と強い戦略的関係を結んでおり、グレンコアとカタール投資庁(QIA)から、中国華信能源(CEFC)はロスネフチ株の14%を買取りました。また、ガス供給市場を確保するために、子会社の株式の20%を国有の北京ガスに売却しました。ロスネフチは最終的に「経済制裁を行うには大きすぎる」というステータスを獲得し、ガспロムに取って代わることになるのでしょうか。

中国とロシアの関係は強化されているものの、ロシアが資金を頼っていることから、中国のほうが上手でしょう。CEFCの代表が英語ではなく北京語でスピーチを行ったことは印象的でした。また、ミーティングを行った民間セクターの企業は、一帯一路の取り組みの一環としての石油及びガスセクター以外にも、中国の関与が強まることを期待していました。これまでのところ、中国の買い手のターゲットとなっているケースは、不動産会社一社であるとみられます。石油・ガスセクターでのトレンドが、その他のセクターに広まっている状況は今のところまだみられません。

ソビエト時代を思い起こすことになった出来事は、国有のVTB銀行のアンドリュー・コスティン頭取が、スターリンの軍服のレプリカをVTB銀行主催のガラディナーで着用していたことでした。その軍服には「万国の労働者よ、団結せよ！」という共産主義の有名なマニフェストをもじって、「万国の投資家よ、団結せよ！」と書かれていました。共産主義のマニフェストにおいては、資本主義システムに対する労働者の団結を求めているわけですが、投資家は何に対して団結を求められているのでしょうか。

VTB主催のディナーとロシア・サーカス(こちらも国有化されてもうすぐ100年ですが)からの帰りの道すがら、私が育ったソビエト連邦と今のロシアに変わりはない、と感じました。人的資本は素晴らしい素質を秘めているにもかかわらず、強大化する国の力、ソビエト連邦に対する妄想と恐れ、という青春時代の記憶を現代のロシアの道を歩くなかで思い出しました。

■手数料等

当社の提供する投資一任契約に関してご負担いただく手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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をご覧ください。

■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ござい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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、資料作成時点（2017年11月1日）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、当社による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。