

ロシア：「緊縮」と聞くと何を思い浮かべますか

2019年9月19日

長年に亘る不安定さと先行きの不透明さから、ロシア政府は支出よりも貯蓄に懸命に取り組んできたことで、ファンダメンタルズは盤石となりました。しかし、汚職を払拭してビジネス環境の改善を目指さなければ、経済成長の低迷リスクから、ロシアは短期債のキャリーを取るだけの場所になってしまいます。



ポリナ・クルドヤコ

パートナー

エマージング債チーム

シニア・ポートフォリオ・マネジャー



兄や友達とボルガ川近くの森で遊んでいた時の写真

1986年12月に、家に帰る途中の道で母に「厳しい時代が来るので、もっと節約をしないといけない」と言われたことを覚えています。そのとき、私は「これ以上？」と答えたはずですが、私は怒りの感情を覚えましたが、食べ物や着る物の選択肢がないことにとってもイライラしていたのです。24時間列に並んで、まだ熟していない青いバナナの箱や傘を手に入れたことが、その時代の私の功績です。常に苦しい時が隣り合わせにある感覚でした。

グラスノスチ（情報公開）とペレストロイカ（改革）という新しいスローガンによって、官僚主義は弱まり、ロシア経済の成長にとって隠れていた源泉が現れてくると考えられていました。しかし実際は、不安定な状況が強まったことで緊縮状態が日に日に強まっていく感覚でした。安定の必要性は明白でした。

それ以降、ロシアでは数多くの変化がありましたが、30年以上経っても経済成長よりも安定のほうが貴重であると感じています。先週、ロシアのフォーラムに参加してきましたが、そこでは経済成長を高めることについて、政府の目標を発信する場となっていました。この目標達成への道のりは険しそうです。

ブルーベイでは、ロシアの外貨建てと現地通貨建てのソブリン債に対して、現時点では前向きな見通しを持っています。年初来ですでに堅調な上昇を遂げていますが、ロシアのファンダメンタルズと実質金利の高さ、他の投資適格国と比較した時のスプレッド水準などを踏まえると、グローバル債券市場においてロシアは引き続き魅力的な投資先であると考えていま

す。しかしながら、社債の投資については、より厳選したアプローチが必要になると見ています。

債券投資家にとって、ロシアは経済面で奇跡を起こしてきたと考えています。経常収支と財政収支はともに黒字で、伝統的な金融政策を打ち出し、銀行セクターは再編が完了しており、外貨準備高の 5,000 億米ドルで、低水準である債務は全て支払うことが出来ます。こうしたことから、「エマージング市場のスイス」と言っても過言ではないでしょう。原油収入の黒字を守って通貨のボラティリティを抑制する目的で、新たな財政ルールを策定して原油依存の財政からの脱却が出来たことをロシア政府は誇りに思うべきです。これまで 40 年かけて達成出来なかった経済の安定をもたらすことに成功しました。しかし、こうした成果と経済制裁による対外的な緊縮環境は、経済成長にとって重しとなり、2019 年 4-6 月期の GDP は前年比でわずか 0.9%となっています。

それでは、今後の経済成長に必要なものは何でしょうか。

どのような国であれ、経済成長の見通しを考える際には、グローバル経済の成長環境、人口のトレンド、政治及び地政学的な安定性、財政支出への意欲と能力といった、様々な要素を考慮する必要があります。こうした点においては、ロシアは優位な立ち位置にあるとは言えないかもしれません。

グローバル経済の成長は落ち込んでおり、市場は次の成長刺激源がどこにあるのか、疑念を抱いています。ロシアの人口統計も前向きなものではなく、1950 年には世界第 4 位だった人口は、2020 年には 8 位となり、80 年後には 19 位にまで落ち込むと予想されています。政治面での安定は見られますが、貿易戦争及び経済制裁によって地政学的面は不透明です。

ロシアの個人の消費性向は企業のそれよりは高いものの、他の消費主導の国と比較するとおとなしいものとなっています。この背景に例えば、30 歳の中国人は、生まれてから経済危機を経験していませんが、30 歳のロシア人にとって経済危機はいまだ鮮明な記憶として残っている、といったことがあるのかもしれません。

同様に、政府の財政支出能力も高いものの、民間企業セクターへの資金供給意欲は強くありません。さらに、民間企業はキャッシュを蓄え、年々配当額を増やしている一方で、設備投資に伸びは見られません。

政府がターゲットとするグローバル平均を上回る GDP 成長率を達成するためには、個人消費の二倍の成長を期待するよりも、企業のキャッシュ比率を低下させることのほうが現実的であると考えています。しかし、現在の環境が続くようであれば、ロシアの経済成長率が数年で予想外に上昇することはないと考えています。

それでは、経済成長を最優先しないことによる弊害は何でしょうか。

長年に亘る不安定さと先行きの不透明さから、政府は支出よりも貯蓄に懸命に取り組んできました。構造改革が進んでいないことや、強い官僚主義と汚職の横行という状況では、民間セクター単独では持続可能な経済成長を遂げることは出来ない一方、公的セクターはグローバルな経済環境と経済制裁を踏まえ、余力を残しておくことを選好しています。これまでの 35 年間の結果から、構造改革なくしては、政府による景気刺激はバブル経済（とその破裂）を生むだけであり、結果的に変動が大きくなる可能性が高いでしょう。

エマージング市場について議論する際、自然と高い経済成長を仮定しています。しかし、ロシアの歴史を見ると、プラスの経済成長率よりも安定を重視してきました。1986年の米国の経済成長率が2.5%であったのに対して、ロシアの経済成長率は4.2%であったにもかかわらず、1980年代中頃、アメリカ人観光客にチューイング・ガムをねだり、その包み紙を貴重品として大切に取っておく必要があったのか、よく分かっていませんでした。今になると、ロシア政府が財政支出をすることに躊躇する理由と、経済成長は野心的な目標であるということが理解出来ます。

短期的には、安定性が鍵になると見ています。しかし長期的には、汚職を払拭してビジネス環境の改善を目指さなければ、経済成長の低迷リスクから、投資家にとってロシアは短期債のキャリアを取るだけの場所として見られるでしょう。

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。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマージング短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマージング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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。

その他、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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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録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。

以上