

## インサイト

# ロシアより愛をこめて（銃とともに）

2017年4月

出身地であるロシア訪問を終え、エマージング債チームのシニア・ポートフォリオ・マネジャーであるポリーナ・クルドヤフコがロシアの現状についてレポートします。



ポリーナ・クルドヤフコ

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

はじめに

こんな話から始めたいと思います。4歳になる私の娘はお絵描きが大好きです。毎年恒例のイースター休暇中のロシア訪問を前に、ロンドンの絵画フェアに立ち寄った時のことです。会場に到着すると彼女は即座に次の絵の前に行き、感嘆のまなざしを向けこう言いました。「とてもすてきな絵。これ買ってもいい？」私はそれを断ることが出来ませんでした。なぜなら、娘はまだ字を読めませんが、私たち二人にとって何か縁があると感じたからです。

Diego Farnetti の絵：『From Russia with Love and a Gun』



モスクワ行きの飛行機に乗り込み、この絵のタイトルを思い返してみると幾つかのことが思い浮かびました。1960年代の映画「007/ロシアより愛をこめて」、冷戦時代の記憶、プライスレスな価値のあったアメリカ製のチューイング・ガムや単なる傘を買うためだけに24時間も列に並んだというソビエトで過ごした幼少期。

私たちはロシアで親戚との集まりに参加することになっていました。これは景気回復の兆候を示すロシアの経済統計の実態を探る素晴らしい機会となりました。IMFは2017年のロシアのGDP成長予想を1.1%から1.4%に引き上げました。実質賃金は過去8か月連続で上昇しています。3月の自動車売上高は4年振りに前年比+9.4%となりました。低インフレ、安定した失業率、経常黒字の増加、及び財政赤字の削減が見られるロシアのマクロ経済ストーリーは引き続き堅固です。果たして、実態はどうであったのでしょうか。

## 1. 継続的な人材の流出

ロシアの知識階層は有能ですが、悲観的な集団です。自国に対してある程度懐疑的な見方は持っていましたが、複数の友人が自国に見切りをつけてしまっていたことは予想外でした。ロシア版のNetflixを開発したある友人は、西側諸国による経済制裁下の過去2年間事業の発展に努めてきましたが、イスラエルへの移住を決意したそうです。他国への移住という選択肢がないその他の友人は、自国への不満をより一層募らせていました。ガン治療のための国外からの薬に対する補助金が削減されたという悲しい事例もあります。政府系企業で有能な人材が職を追われていることも不安を煽ります。生活水準の格差は拡大している一方で、言論の自由は失われる傾向にあります。

### 親族が暮らす近所の家と比較



## 2. 外国からの圧力の高まり

ロシア内務省の複数の人物は、西側諸国によるプーチン大統領と米トランプ大統領の関係性の受け止め方に驚いています。ロシアは19世紀の戦略的思考で外交を行っています。このことが、21世紀のコミュニケーション手法を用いるトランプ大統領との関係をより分かりにくくしています。またウクライナやシリアなど、未解決となっている外的衝突も多く存在しています。経済的利益が優先され、設備投資の代わりに軍事費が増大しています(以下グラフ)。

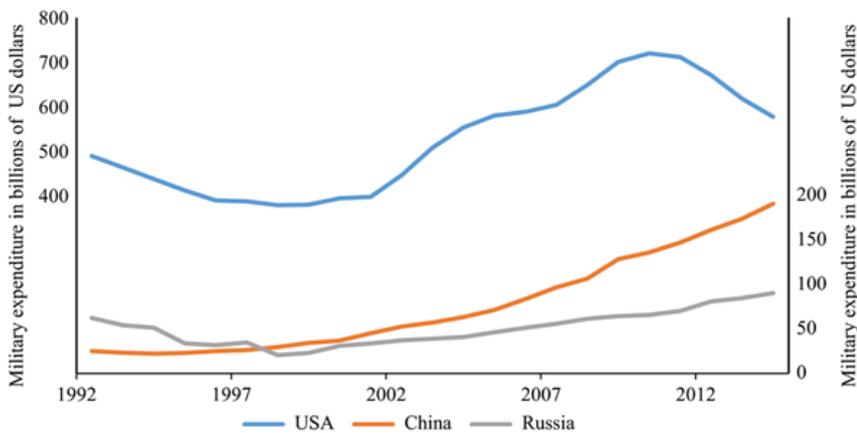
### ガスプロム（国営エネルギー企業）の設備投資額は減少傾向

Gazprom Group capex<sup>1</sup>, USD bn



<sup>1</sup> Calculated using average exchange rates for the periods.  
Source: Company data, management estimates

Military Expenditure Trends for 1960–2014 and What They Reveal



Global Policy  
 Volume 7, Issue 2, pages 174-184, 7 MAR 2016 DOI: 10.1111/1758-5899.12328  
<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1758-5899.12328/full#pol12328-fig-0007>

### 3. 最近のドル建て社債の良好なパフォーマンスが再びみられる可能性は低い

ロシアのドル建て社債は過去12カ月間で12%上昇し、同期間で8.5%上昇したインデックス(JP Morgan CEMBI)を大きく上回っています。過去3年間で見ても、最も良好なパフォーマンスを記録している国の一つです。ロシアの経済指標は良好な内容ですが、ブルーベイではロシアが今後もインデックスをアウトパフォームし続けることは困難であると考えています。

ただし現地通貨建て社債に関しては、より前向きな見通しを持っています。現地通貨建て社債は2桁の利回りを提供し、インフレ動向も落ち着いていること、また同資産クラス内では最も流動性の高い市場となっていることなどから、ロシアの現地通貨建て社債を選好しています。

ブルーベイでは、ロング・オンリーのエマージング社債戦略(ドル建ての社債に投資)でロシアを小幅にアンダーウェイトしており、ロング・オンリーの現地通貨建て社債戦略ではロシアにより投資妙味があると判断しています。

### おわりに

ロシアに関して明るい見方もあります。現地の大学教授である別の友人は、若い世代に対して前向きにみえています。彼の18歳の生徒はソビエト連邦時代及びその不名誉とは無縁の世代で、長い時間が掛かるかもしれませんが、新たな将来を創る意欲に満ちているそうです。これを聞いて私は、イースター休暇中に姉が歌った曲を思い出しました。「私たちの時代は来る。今はただ信じて待つのみ。」

### 街中で見られた「公正ロシア」の看板



感傷的な旅行から戻り、ロシアに関するメモを見返そうとiPadを取り出したときです。メモが全て無くなってしまっていたことに気付いたのです。過去にこのようなことは経験したことはありません。ジェームス・ボンドの映画(『007ロシアより愛をこめて』)か、『レッド・ノーティス』という本(プーチン政権の汚職を明らかにしたBill Browderによる実話に基づく本)の影響か。偶然にしては出来過ぎていると思いました。

---

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  
加入協会:一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

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4月26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れるようお願いいたします。