2009 年のロシア株式市場

1．2009 年、世界経済の動向

1）主要国の経済・金融危機対策

米国：①連邦準備制度理事会（FRB）政策金利を 0～0.25%まで引下げ ②住宅ローン担保券 1 兆 2500 億ドルと政府系住宅金融機関債 1750 億ドル分買い取り ③国債 3000 億ドル買い取り ④銀行向短期資金貸出による資金供給増加策

欧州：①欧州中央銀行（ECB）政策金利を 1.0%まで引下げ ②銀行に対する流動性供給策。

2）インド＆中国経済が堅調に成長

先進国の国内総生産（GDP）がマイナス成長を示す中、09 年 1 月～9 月までのインド GDP +7.9%,中国 GDP +8.9%成長（前年同期比）。一方、輸出依存度が高いロシアの GDP −8.9%。

3）先進国経済も景気後退局面を脱却

2009 年第 3 四半期 GDP（前期比）欧州連合圏(EU)+0.4%, ドイツ+0.7%, フランス+0.3%、日本+0.3%、米国+2.2%。

4）経済回復の兆を背景に金融危機対策を縮小

11 月、米 FBR は 2000 億ドル規模の国債買い取りを完了。11 月～12 月、オーストラリア中央銀行は政策金利を 0.50%引き上げ、現在 3.75%。欧 ECB による銀行への無制限 1 年物貸付措置の停止・終了。12 月、日本銀行による社債買い取り停止する意向の表明。

5）インフレリスクの低減

米 FBR と欧 ECB によると、資源価格の安定と消費需要の低迷により、世界経済に対するインフレ圧力は低下している。

2．2009 年、ロシア経済の動向

1）2 月からルーブル高傾向

2009 年初、ロシア中銀がルーブル買い支え策を緩めた。その結果、対通貨バスケットで 20%ルーブル安が進み、41 ルーブルとなった。2 月末より、資本流出が低下し、原油価格の上昇により、ルーブル高が進行、対通貨バスケットルーブル高、35 ルーブルとなった。現在、中銀による公式上限は 41 ルーブル、非公式な下限は 35 ルーブルで設定。

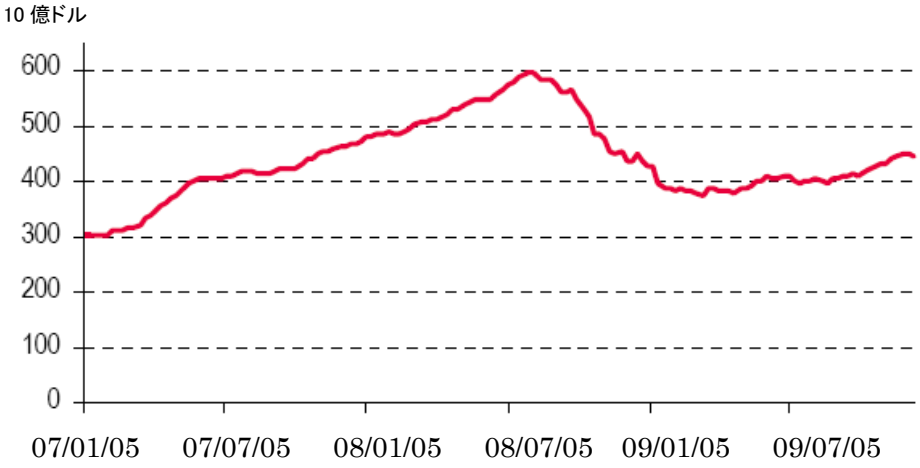
図 1. 対通貨バスケットのルーブルレートの推移（2009 年）

出所：ロシア中央銀行

2）外貨準備高は徐々に増加

安定した原油価格、資本流出の減速を受け、外貨資金流入が増加し、外貨準備高が上昇に転じた。2009 年半ばに底を打った後に 16.7%増加、現在 4440 億ドル。

図 2. 外貨準備高の推移（2007～2009 年）

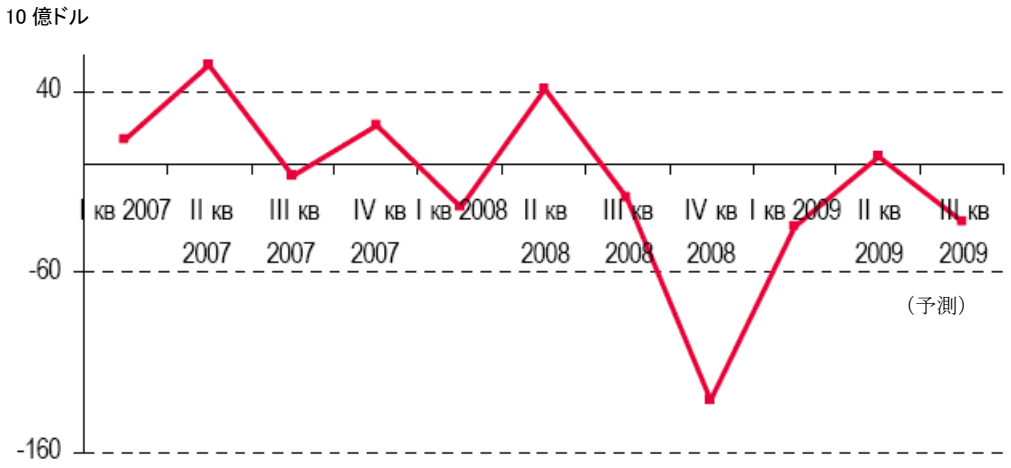


出所：ロシア中央銀行

3）資本流出鈍化

2009 年 1 月～10 月期累計 530 億ドルの資本が流出した。しかし、原油高、外貨準備高、ルーブル高の好影響を受け、外貨建資本流出が鈍化し、第 2 四半期、44 億ドルの資本流入となった。

図 3. ロシアの資本流入・流出の推移（2007～2009 年）

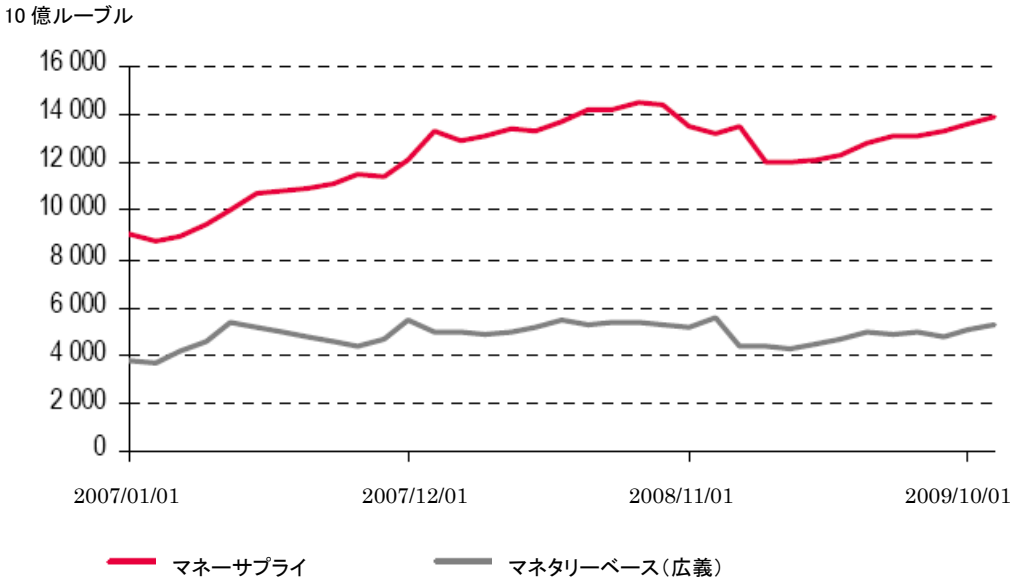


出所：ロシア中央銀行

4）マネーサプライの減少及びインフレ圧力低下

1 月、ルーブル切り下げ懸念によりルーブル売り外貨買いが殺到した。その結果、マネタリーベース 22.4%減、マネーサプライ 11.1%減。 4 月、ルーブル高期待及び信頼感回復より外貨売り、ルーブル買いが増加した。その結果、11 月のマネーサプライは 2008 年半ばに 14 兆ルーブルの水準まで回復。

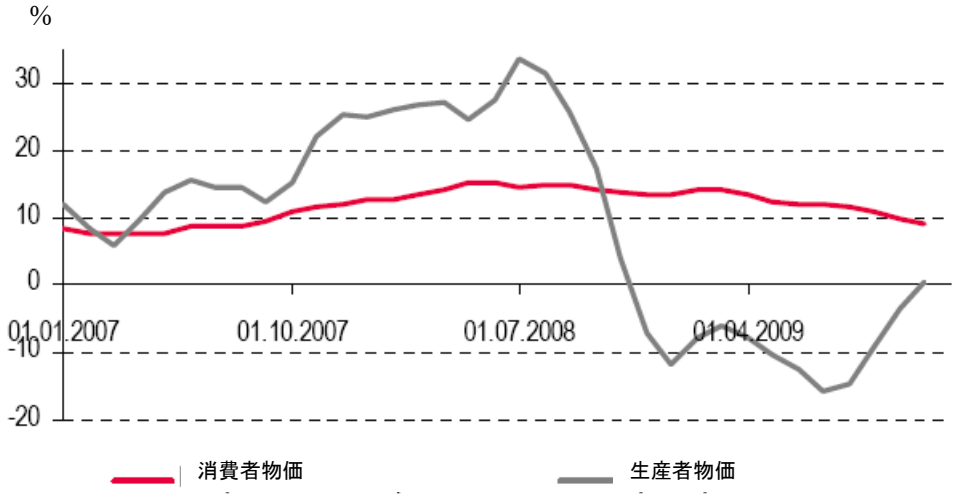
図 4. ロシアのマネタリーベースとマネーサプライ（2007～2009 年）



出所：ロシア中央銀行

消費需要の不振及びマネーサプライの低下により消費者物価は年間を通じて低下した。指数は 2009 年 1 月の 13.4%から 11 月には 9.2%まで低下した。9 月～10 月、消費需要の不振及び季節要因等でゼロ・インフレ率が観測された。2009 年通期のインフレ率は 8.8～9.0%の水準となる見通しである。

図 5. 消費者物価と生産者物価の推移（2007～2009 年）



出所：経済産業省、FINAM の計算による

5）中央銀行によるリファイナンス金利（政策金利）の積極的な引下げ

2009 年、10 回ファイナンス金利が見直され、13.0%から 8.75%まで引き下がった。年初、資本流出阻止を目指し高金利設定が続行した。ルーブル高とインフレ率の鈍化で金利引き下げが可能になった。引下げの結果、銀行部門の流動性が高まり、資金調達コストが低下する事が見込まれる。

図 6. 米国、EU 圏、ロシアの政策金利の推移

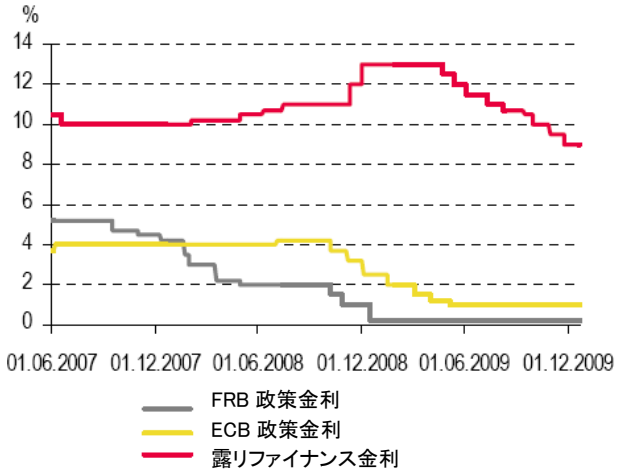
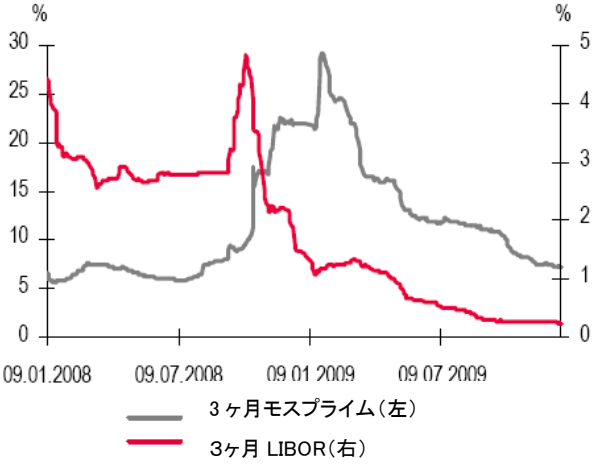


図 7. ロシア銀行間金利の推移



6）原油価格は上昇

2009 年、経済及び証券市場に大きな影響を与える原油価格が高騰し、株式市場にとって好材料となった。1 月～2 月、39～40 ドルで推移していたブレント原油先物は倍増し、ロシア証券市場の牽引役となった。

7）ソブリンリスクは危機前の水準まで低下

資源価格の回復及び政府による金融危機対策を背景に、ロシア経済は安定し、ロシアのソブリンリスクは徐々に低下した。9 月、ロシアの CDS は 1100 から 50 まで低下し、ほぼ危機前の水準に達した。

図 8. RTS 指数とロシア CDS の推移

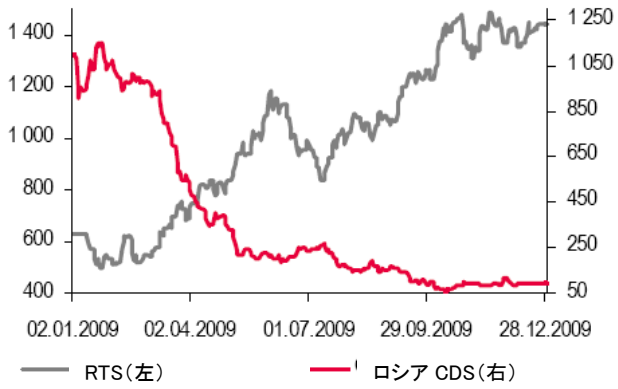


図 9. RTS 指数とブレント原油価格の推移

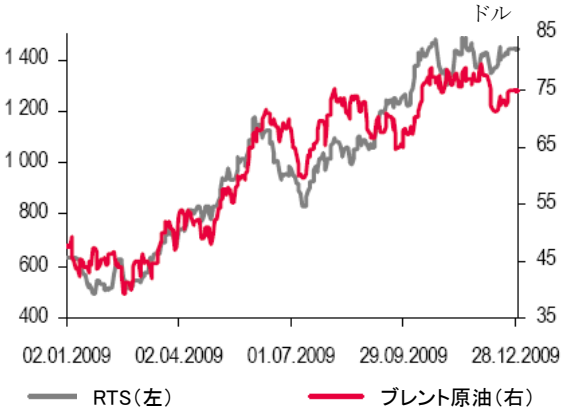


図 10. RTS 指数と通貨バスケットの推移

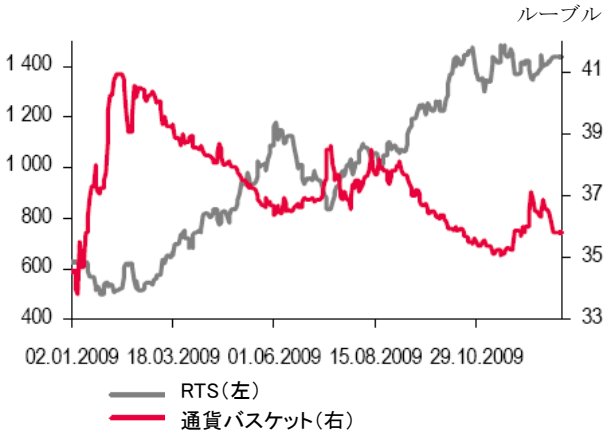
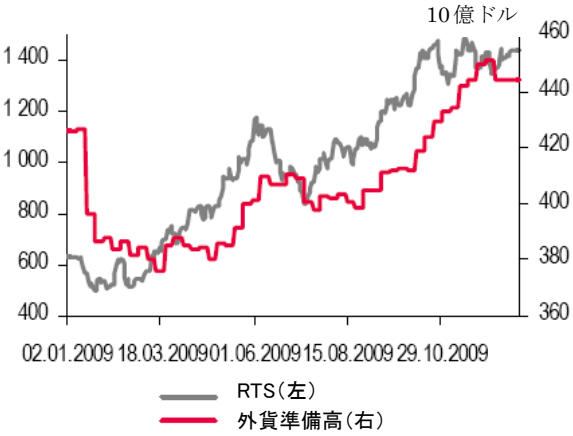


図 11. RTS 指数と外貨準備高の推移

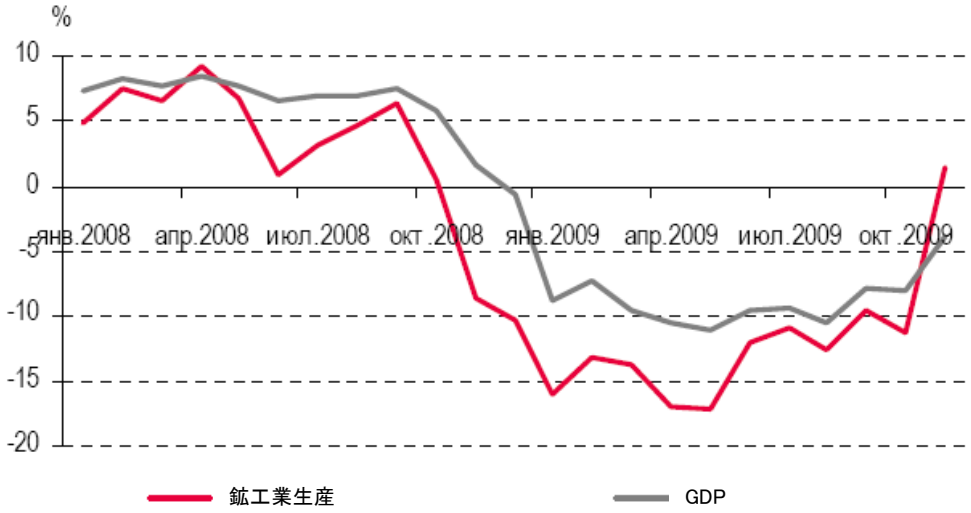


8）金融市場の正常化

年初、積極的な外貨買いによる流動性不足で 3 ヵ月、6 ヵ月の銀行間貸付金利－モスプライムが約 30%まで上昇した。年央、ルーブル高とリファイナンス金利の引き下げ等により、銀行間貸付市場は徐々に危機前の水準に回復した。今、1ヵ月～6ヵ月銀行間貸付金利は年率 7～8%の水準である。

9）2009 年中旬より経済は穏やかに回復

図 12. GDP と鉱工業生産の推移（2008～2009 年、前年比）



出所：経済産業省

10）失業率は低下

11 月時点の失業率は 2 月比 1.4%減の 8.1%。失業率の低下は経済回復の重要な兆候であり、消費を刺激する国民実質所得の上昇をもたらすはずである。

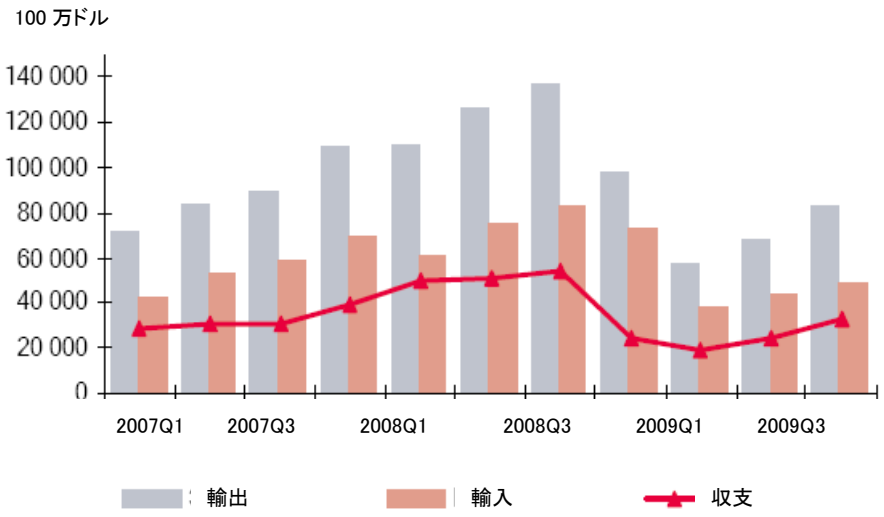
11）実体経済部門への貸付条件が改善

11 月、非金融機関に対するルーブル建て平均貸出金利が 1 月の 17.4%から 13.6%まで低下した。

12）純輸出が拡大

2009 年、資源価格の急落にも関わらず、貿易収支は黒字を維持した。また、純輸出は年間を通じて前期を上回る推移となった。

図 13. 輸出入の推移（2007～2009 年）



出所：ロシア中央銀行

3. 2009 年、ロシアの株式市場

1）2009 年、RTS 指数は最も上昇した指数のひとつ

2009 年は RTS 指数が 129%、MICEX 指数が 122%の上昇を示した。一方、BRIC's のブラジルの BOVESPA 指数は 139%、インドの SENSEX 指数 82%、中国の SSEX 指数は 73%の上昇を示した。

図 14. 2009 年先進国株式指数と RTS 指数の騰落率

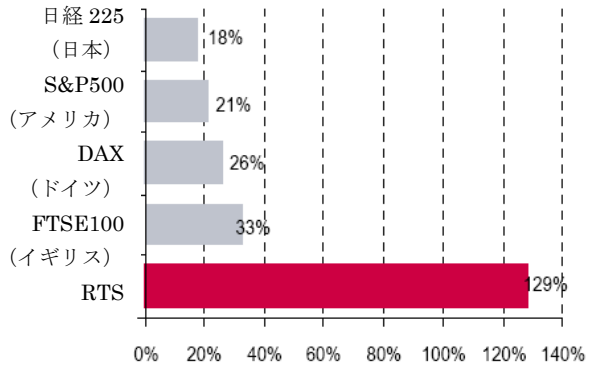
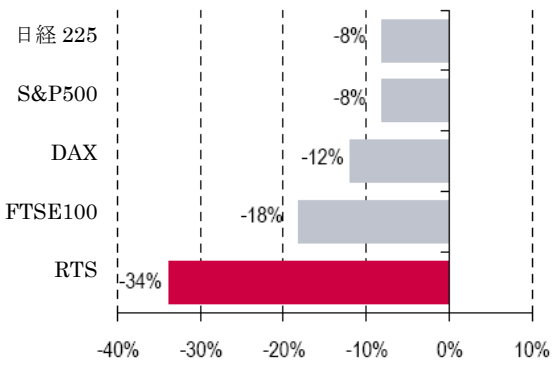


図 15. 先進国株式指数と RTS 指数の危機発生時からの騰落率



2）ロシアの株式指数は金融危機発生前の水準に戻っていない

RTS 指数は危機発生時、2008 年 7 月から見ると主要先進国及び新興国の株式指数の中で最も回復が遅く、危機前と比較すると－34%の水準で取引されている。

図 16. 2009 年新興国株式指数と RTS 指数の騰落率

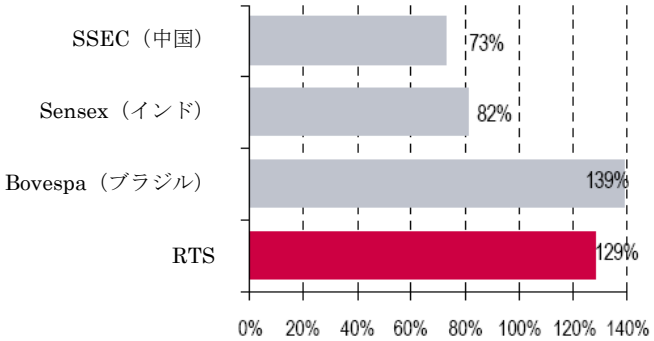
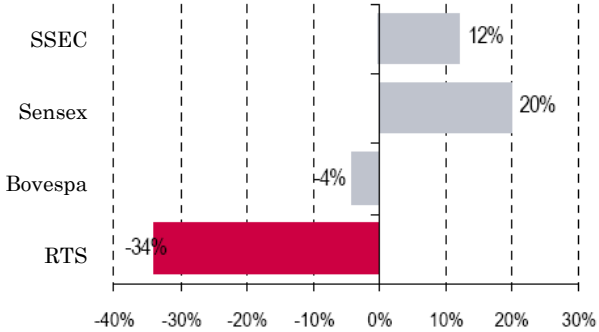


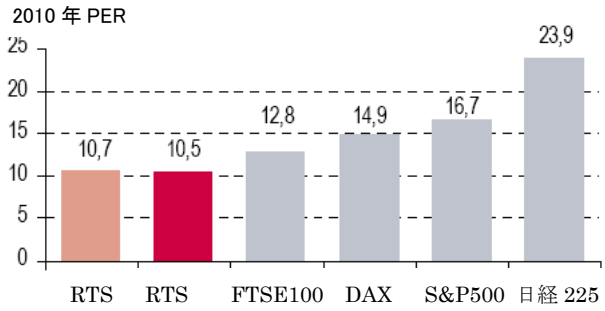
図 17.新興国株式指数と RTS 指数の危機発生時からの騰落率



3）先進国、BRICs 諸国中、ロシア株式市場は最も割安

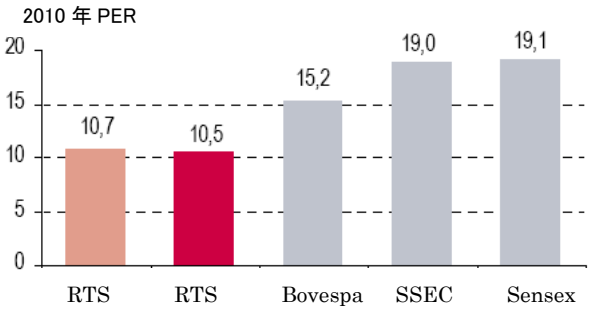
FINAM の計算では、現時点でロシア市場の 2010 年の株価収益率 PER は 10.5 倍と見積もられており（コンセンサス予想 10.7 倍）、主要先進国や新興国の中では著しく低い

図 18. 先進国指数の 2010 年株価収益率 PER（加重平均）



（コンセンサス）（FINAM）

図 19. 新興国指数の 2010 年株価収率 PER（加重平均）



（コンセンサス）（FINAM）

4）ブラジルと比較しても 31%低い

近似するブラジル市場と比較すると、ロシア市場の株価収益率は 31%低い。他の BRICs 諸国指数との比較では、44～45%、先進国中、英国株式市場より 18%低くなっている。

5）投資信託へ資金流入

経済情勢が徐々に回復してくる中、ロシアの投資信託には年初来 20 億ドルが流入し、2008 年の流出分を補填した。12 ヶ月の内、9 ヶ月で資本流入を記録した。

図 20. MICEX 指数 1 日あたりの取引高の推移

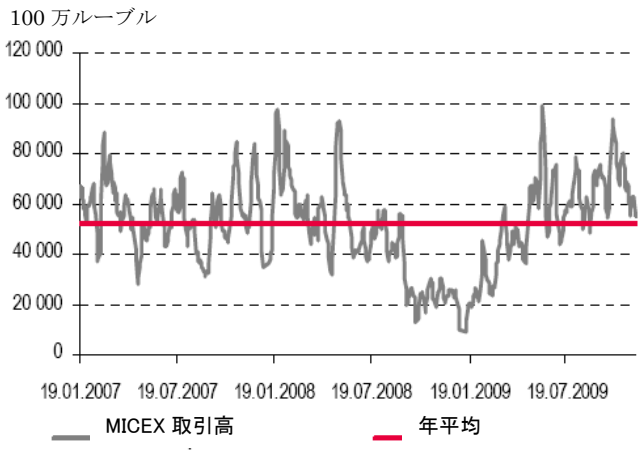
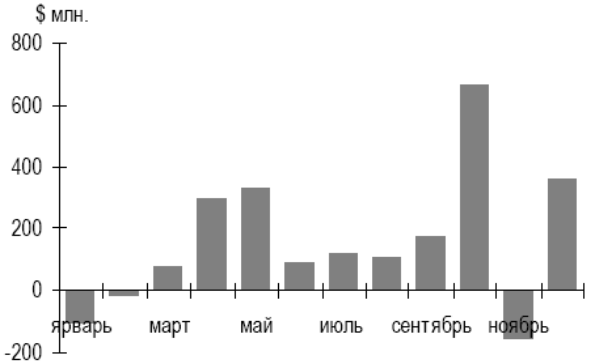


図 21. ロシアの投資信託資金の流れ



出所：MICEX、EMPR、FINAM の試算による

6）取引高は危機前の水準に回復

流動性改善のもう一つの裏づけは、取引高が危機前の水準に回復したことである。2008 年末～2009 年初、1 日当りの出来高が急落していたが、夏には危機以前の平均水準を上回る 600 億～700 億ルーブルの水準に到着。

7）中・小の銘柄へ投資が向かう

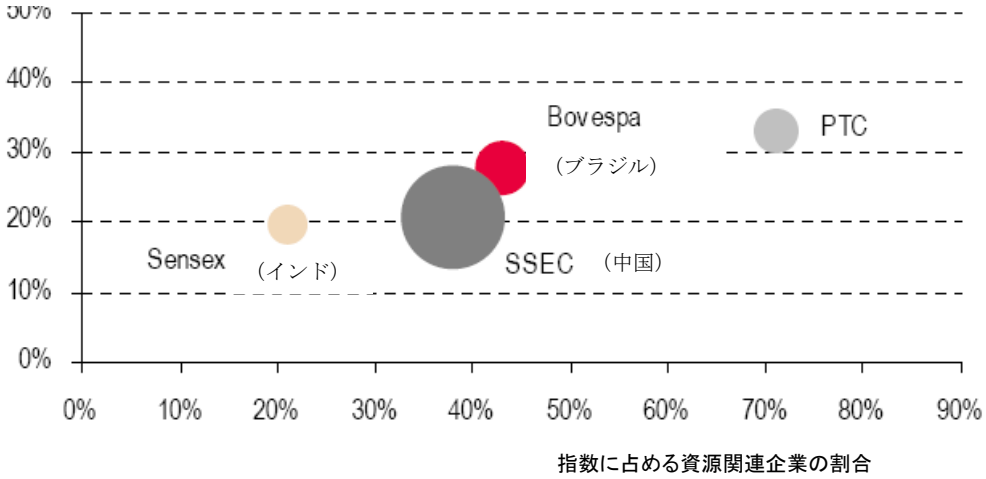
中小銘柄から構成される RTS-2 指数は、年初来 RTS 指数を 30%上回った。

8）資源関連銘柄の割合が高い

資源関連企業の RTS 指数に占める割合は BRICs 諸国の中では最も高い 70%である。ロシアに類似する資源大国ブラジルでは、指数に占める資源関連企業の割合は 40%となっている。

9）企業利益は資源価格の動向に左右されやすい

図 22. 2010 年平均利益成長率



出所：ブルームバーグ、FINAM の計算による

10）業種別で鉄鋼が最大の上昇幅

生産回復と商品価格の上昇を背景に、鉄鋼部門は+288%、消費小売部門は+235%上昇した。

図 23. 2009 年の業種別指数の騰落率

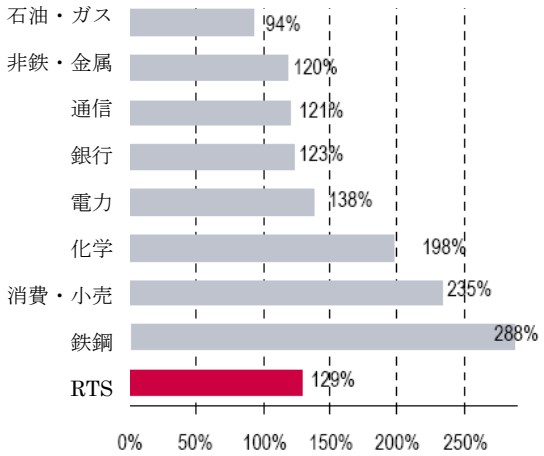
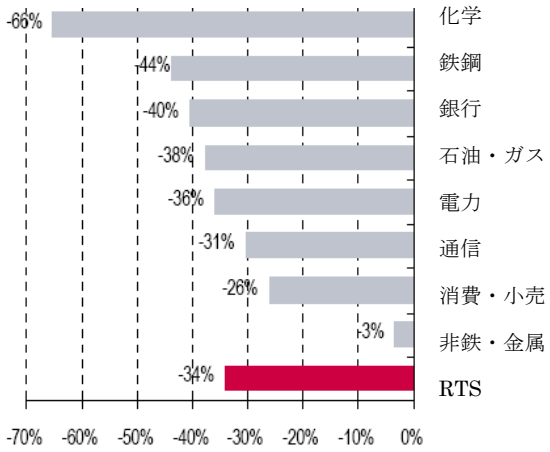


図 24. 危機発生時からの業種別指数の騰落率



出所：RTS、FINAM の計算による

2008 年の下落率が比較的に小幅だった石油・ガス部門の 2009 年上昇率は市場平均を大幅に下回る 94%に止まった。

11）株価収益率では通信、石油・ガス部門が魅力的

石油・ガス・固定電話通信部門の 2010 年株価収益率 PER が 10 倍を下回っており、比較的に割安となっている。また、先進国、新興国における同業種と比較しても割安である。一方、電力会社株は国内電力市場の自由化と利益上昇期待感から海外同業種と比較すると過大評価されていると思われる。

図 25. 新興市場同業種と比較

2010 年株価収益率 PER の割安感

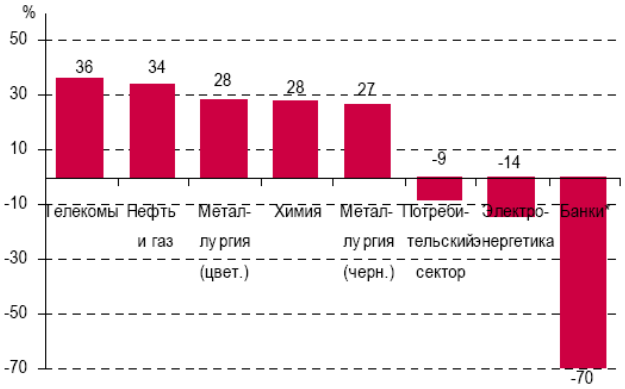
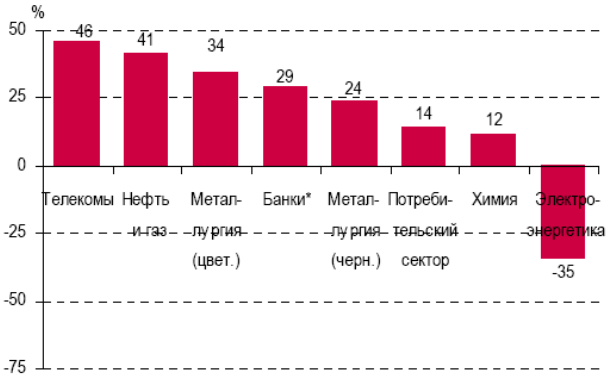


図 26. 先進国市場同業種と比較

2010 年株価収益率 PER の割安感



出所：ブルームバーグ、FINAM の計算による

↑通信　石油ガス　非鉄・金属　化学　鉄鋼　消費　電力　銀行　　通信　石油ガス　非鉄　銀行　鉄鋼　消費・化・電

4. 2010 年予測ー世界

1）世界経済は引続き回復へ

2010 年、世界経済は信用回復と消費・投資需要の緩やかな上昇により、回復を続けるだろう。2010 年、世界の経済成長のけん引役は、発展の途上にあり、高い成長テンポに支えられた新興国となるだろう。BRIC 諸国の影響力が拡大する。

2）インフレ圧力は高まる

経済が再び成長することにより、資金はより効率的に動くことになるであろう。その結果、各国中央銀行が危機時に増加させたマネタリーベースがマネーサプライに変化し、インフレリスクが高まるであろう。

3）先進国は経済支援策を収縮へ

米 FRB は金融市場の改善が続いているとし、流動性供給に関する特別措置の殆どを 2010 年 2 月 1 日までに終了させることを決定した。これにより、住宅ローン担保債券 1 兆 2500 億ドルと政府系住宅金融機関債 1750 億ドルの買取りは 3 月 31 日に、商業銀行への短期資金貸出は 6 月 30 日に終了する。このほか、2010 年末まで FRB と ECB による政策金利の引き上げが予想される。

4）資源価格は好調

世界経済の回復が続くことにより、実質的な資源消費が刺激され、高値が続くだろう。まだ低い水準にある金利や強まるドル安懸念、インフレ加速を背景とした高い投資需要も、商品市場への支援材料となるだろう。

5. 2010 年予測ーロシア

1）ロシア経済の回復

2010 年、好調な資源価格と実体経済分野に対する資金調達の拡大等を背景にロシア経済はプラス成長に回復するだろう。2010 年、基本シナリオによる GDP 実質成長率は+3.5%となる見込み。

2）高い流動性

各国中央銀行の表明によると、今後 3 ヵ月～6 ヵ月位、インフレ率が進まないために低金利政策が継続される。また、消費支出が弱く、実質的な物価が上昇しないため、金融当局は政策金利を操作する事によって経済成長を刺激しようとするであろう。これにより、金融市場における流動性は高くなると考えられる。

3）RTS 指数が上昇する可能性が高まる

上述要因は株式市場にとって好材料となる。FINAM の基本シナリオによると、2010 年末の RST 指数は 2009 年比 30%上昇の 1850 ポイントに達すると予測されている。

6. 注目業種

1）石油・ガス

ロシアの優良株では石油ガス部門の銘柄が注目されている。2009 年、他業種が平均で 173%上昇したにも関わらず、石油・ガス業種は 94%しか上昇しなかった。それに、株価収益率 PER でも、固定通信の次に割安である。一方、石油・ガス関連株式は指数構成において高いシェアを占めており、国内外投資に影響を受けやすい。2010 年、同部門株式は比較的な遅れを取り戻す余地はあると FINAM は考える。

2）銀行

2009 年、ロシアの銀行は積極的に貸倒引当金を積み増した。新規貸出はほぼ実施されず、既存顧客に対する貸出は高金利で行われた。現在、貸出金利の伸びが平均資金調達費用を上回っているため、2010 年には金利収入が増加するであろう。また、経済情勢の回復に伴い、借り手の支払能力が改善され、貸倒引当金繰入額は前年を大きく下回る水準となるだろう。上記要因及び信用回復により、2010 年は銀行部門の業績は向上するだろう。

3）ベースメタル生産部門（卑金属－銅、アルミニウム、鉛、錫、亜鉛）

2009 年上半期、非鉄・金属企業の大部分が低価格と低い稼働率に苦しまされた。しかし、年末、金属商品中、市場価格が危機前水準まで回復したものもあり、需要回復に伴い稼働率も上昇した。2010 年、アジア新興国から高需要に支えられ同部門企業の売上高が拡大される見込み。それに、今回の危機により各企業がコスト削減を余儀なくされたため、事業効率が向上し、収益増につながると考えられる。

7. 期待が低い業種

1）消費・小売

2009 年、消費・小売企業の時価総額が 3 倍強増加した。現在、消費・小売部門は最も株価収益率 PER が高い部門の 1 つである。2009 年、急成長した分、2010 年にも同様な上昇率を見せるのは難しいと考えられる。また、リスク要因として、政府による小売業界への規制強化の可能性が挙げられる。

2）貴金属

2009 年、貴金属商品の歴史的な高値の恩恵を受け、同部門の企業は記録的な売上高を確保するであろう。しかし、現市況及び肯定的な報道等は株価に織り込み済みで、FINAM はこの他に投資家を魅了する要因は見られないと考える

本資料は、FINAM Investment Company（下記 FINAM と省略）、及び、アルジゲート証券の顧客を対象とする情報提供を目的としたもので、個別の証券とその他の金融商品の売買勧誘、それ以外の投資活動若しくは買い取り提案実施の勧誘を目的としたものではありません。また、本資料は、FINAM 、及び、アルジゲート証券が正確かつ信用にたると判断した情報に基づき編集、作成されておりますが、あくまでも分析の対象となったテーマに関するアナリストの意見に過ぎません。本資料は可能な限り正確に

作成されておりますが、アナリスト或いは FINAM、及び、アルジゲート証券はその正確性および確実性を直接的にも間接的にも保証しません。本資料に記載される全ての情報および意見は、本資料が発行される時点でのものであるため、予告なしに変更されることがあります。本資料或いはそれに関連する資料を基にした判断の結果、損が発生した場合、FINAM、及び、アルジゲート証券、その社員は、一切責任を負いません。FINAM、及び、アルジゲート証券から許可を得ずに、本資料掲載事項或いはその一部の複製、転載およびその引用をすることは絶対に禁じます。FINAM 、及び、アルジゲート証券は、本調査レポートの中で調査対象としている企業と、ビジネスを行っている、或いは、行う意向があります。FINAM 、及び、アルジゲート証券、及び、当社役職員、関係会社等は、当資料に記載されている金融商品またはデリバティブ商品のロングまたはショート・ポジションを持ち、自己勘定取引及びその他売買をおこなっている場合があります。