2009 年投資戦略：ロシア経済試練の年

ロシア市場：90年代の水準へ後退

08年、ロシア証券市場の下落幅は70%以上となり、97年の水準まで落ち込んだ。上半期に、アメリカのサブプライム問題の影響で世界中の銀行が資産の償却損を計上する中、ロシアは、国際原材料市場の反発と石油・ガスセクターへの税制緩和期待から、5 月末時点で、RTS指数は2500に迫る記録的水準に達していた。ロシア国内経済は好調で、上半期の実質GDP成長率は8%を示した。

08年、ロシア証券市場は70%以上の下落を示し、時価総額が97年の水準まで落ち込む厳しいものであった。

下半期に入ると経済情勢は急激に変化し、貸付市場における緊張が引き金となって金融危機が発生した。同時に、原材料市場が下落し、ロシアからは約1300億ドルに上る資本が流出し、RTS指数は最高値から80%下落した。

各国中央銀行は協調利下げを行い、金融セクターに対する大規模な支援策を打ち出したが、貸付市場が正常な機能を取り戻すには程遠く、大部分のロシア企業は国の資金をあてにするしかなかった。

09年初めはロシア経済にとって厳しいものとなるであろう。引き続き未払いや資金繰りの問題が解消される見込みはなく、第 1 四半期の実質GDP成長率は前年同期を下回る見通しだ。09年前半、株式市場はマクロ経済情勢に敏感となり、RTS指数が一時的に08年の最安値を下回る可能性を排除することはできない。

FINAMの基礎シナリオでは、09年RTS指数は893前後となるであろう。

今後の推移は金融当局が打ち出した危機対策の有効性次第であろう。しかし、BRICs諸国の09年株価収益率が10台となっているのに対し、RTS指数は6．5を下回っており、大部分のロシア企業は外国類似企業に比べ過小評価されているようである。経済情勢は厳しく、ロシアへの投資リスクプレミアムは過去7年間で最高となったが、年末にはロシア市場は現在の水準を上回るであろう。FINAMの予測では、09年末にはRTS指数は624から1168の水準で終えると見込まれる。また、FINAMの基礎シナリオでは、RTS指数は 20 世紀の水準へ下落しているが、21世紀の水準に戻り、893となると予測されている。

09年投資テーマ：安全性と業界シェアが鍵に

秋に世界中を襲った金融危機は貸付市場を大混乱に落としいれ、世界経済は恐慌のふちに立たされた。資金調達が危機以前の水準に戻るまでにはまだ長い時間がかかるであろう。以前から消費と投資需要に刺激されて成長してきた先進国の先行きは不透明である。FINAMは、経済危機を段階的に脱出する過程において、新興国の経済成長見通しは先進国よりも良いと考える。何故ならば、新興国には安価な労働力があり、製造業における著しい成長が期待できるためと考えられる。

経済危機を段階的に脱出する過程において、新興国の経済成長見通しは先進国よりも良い。

ロシアの経済情勢は直接輸出収入に依存している。国際原材料市場における不況が長期化すれば、急激なルーブル安と外貨準備高の取り崩しは避けられないであろう。しかし、OPECが大幅減産を発表しており、現在の水準を維持するだけでも大規模な資金投入が必要であることを考えると、国際原材料市場の不況が長期化するというシナリオが実現する可能性は低いと考える。FINAMの基礎シナリオでは、09年には原材料市場における需要は回復し始め、ブレント原油の平均価格は1バレルあたり52ドルとなると予測される。

世界的に商品市場が低下し、貸付資金が不足している中、ロシア経済は未払い問題に直面し、各経済分野に悪影響を与えている。しかし、もっとも打撃を受けた分野に対して国がとった融資策により、資金繰りは改善すると考えられる。厳しい世界情勢の中、ロシア政府が保有している大量な準備資金は、経済の安定化を図る上で重要な要素となるだろう。

09年RTS指数の株価収益率は6．2となっており、BRICs諸国平均の10を下回る。

09年には民間企業への国の影響が強化されると見られる。しかし、この傾向は大げさなものではなく、危機的状況では必要なプロセスであると捉えるべきである。しかも、今までの例を見ると、国による援助は少数株主に肯定的な影響を与え、利益をもたらした。

現在経済状況は厳しく、09年上半期にはGDP成長率が低下することも予想されているが、市場はロシア資産への投資リスクを過剰評価しているように見受けられる。ロシア国債（30 年もの）の対米国債スプレッドは過去7年間で最大となり、09年のRTS指数の株価収益率（PER）は他のBRICs諸国の平均10を下回る6．2にとどまっている。

経済状況が厳しい中、注目すべき企業は各分野のリーダー企業である。資金調達が厳しい現状で重要視されるのは、収益率の高さ、負債額の少なさ、そして安定したビジネスモデルである。また、様々な理由で投資家によってリスクが過大評価されている「堕ちた天使」にも注目すべきだと考える。

分野毎リスクと個別企業リスクを考慮した上で、FINAMは09年の投資対象として考えるのは、以下の3つのグループである。

低リスク

金融危機の影響がもっとも薄いのは通信業であろう。

FINAMは、今回の金融危機の影響がもっとも薄いのは、通信業だと考える。何故ならば、同業界は、伝統的に国内消費者向けに事業展開を行っており、ビジネスモデルも安定しているためである。携帯通信会社では、モバイル・テレシステムズ（MTSS）に注目しており、同社は09年も高収益性を維持できると考える。地方に事業を展開している固定通信会社は、以前より保守的な事業構造をもっており、資金繰りが予測可能なものであった。これは、このような経済危機状況において企業の強みでもある。FINAMは、地方固定通信会社の中で、配当利回りの高い優先株式の動向に注目している。

FINAMは、09年、石油・ガス関連会社は業績の低下及び大幅な投資削減は免れないと考える。しかし、それにも関わらず、ガスプロム（GAZP）とルクオイル（LKOH）株式を投資対象として考慮にいれている。両社の事業は多角化しており、短期的な石油価格の下落による悪影響を受けにくいものと考えられる。

中リスク

金融危機下で若干大きなリスクを伴うのが銀行、冶金、消費の各セクターである。しかし、これらの分野にも注目に値する投資先は存在する。

金融危機の影響により、銀行、冶金、消費分野では若干リスクが高くなる。

FINAMは、銀行分野で投資先最も有望なのはズベルバンク（SBER）とVTB（外貿銀行）（VTBR）であると考える。両行は直接、国からの援助を仰ぐことができるうえ、「国営銀行」という肩書きで金利収入を増加させ、主要業務において市場占有率を増大させることが可能となろう。最大のリスクとしては、貸付ポートフォリオの品質低下（回収率下落）が考えられる。

FINAMは、冶金業界ではノヴォリペツク製鉄（NLMK）に注目したい。業種別平均を下回る生産原価は同社の競争力を高める重要な要素であり、業界が不況に見舞われる中、高い収益性を上げられる可能性がある。冶金分野の主なリスクとして、金属製品に対する国際需要の低下が挙げられる。

消費分野の代表としては、ウィム・ビル・ダン食品（WMDF）とマグニト（MGNT）が挙げられる。両社が扱うのは生活必需品であるため、不況による影響を受けにくい。厳しい09

年においても、両社は売上を伸ばす可能性がある。FINAMは、主なリスクと考えるのは、管理不可能なコスト上昇と成長率の急激な鈍化である。

高リスク

もっとも大きな打撃を受けるのは著しい発展を見せていた機械製造、不動産、電力、化学及び石炭分野である。

金融危機による大きな打撃を受けたのは、過去に著しい成長を見せていた機械製造、不動産、電力、化学及び石炭分野である。各分野の大手企業であるにも関わらず、時価総額で見ると倒産水準まで下落している。FINAMの考えでは、このような状況は必ずしも実情を反映しているとは考えていない。不動産及び化学分野に関し、状況が厳しくなっているのは事実であり、大手でも先行きは不透明である。一方、他分野に関しては、多少先行きの見通しが立つであろう。

政府当局が数回に渡って、各分野における主要企業支援の必要性を表明したことを考慮に入れると、ゴーリキー自動車（GAZA）及びラスパドスカヤ石炭（RASP）のリスクとリターンの関係は、長期的な投資として魅力的であると、FINAMは考える（最高値からそれぞれ94%、89%の下落を見せている）。

FINAMは、電力分野では、まず水力卸売電力（HYDR）と第4卸売電力（OGKD）に注目している。電力分野自由化への動きが鈍化する恐れが高まったため、両社の市場価格は額面価格まで下落した（水力卸売電力の場合は額面割れ）。また、長期的な投資対象として中央地域間配電会社（非取扱銘柄）株も挙げられる。

2008 年の証券市場

1.1. RTS 指数の動向

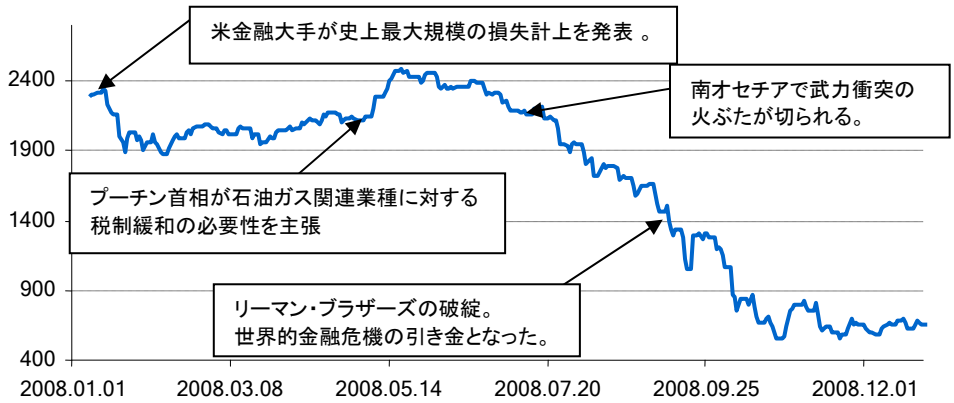
2008 年、RTS 指数は、過去最高値である 2500 ポイントの大台に到達した。しかし、年末には 71%下落し、1997 年の水準で取引を終えた。

2008 年年初、サブプライム住宅ローン関連の減損処理が拡大したことから、米金融大手が、史上最大規模の損失を計上した。需要減退、並びに、経済減速の兆しと平行して発生した金融セクターにおける巨額の損失は、世界各国の証券市場で投売りを引き起こした。ロシア市場もその例にもれず、RTS 指数は、2008 年 1 月を通じて 15%下落した。

2008 年、RTS 指数は、過去最高値である 2500 ポイントの大台に到達した。しかし、年末には 71%下落し、1997 年の水準で取引を終えた。

これを受け、米連邦準備制度（FRB）は、積極的に金融政策の緩和に乗り出し、救済を図ったことから、一旦、投資家の不安は解消された。また、原油価格の高騰、及び、順調なロシア国内経済を背景に、RTS 指数は、徐々に上昇していった。そして、石油関連企業の減税を主張したプーチン首相の発言によって、上昇傾向は大きく加速した。買いを集めた 5 月のロシア市場では、当然のことながら、まず、石油関連セクターが異常なほどの上昇を示し、RTS 指数は、過去最高の 2500 ポイントに到達した。

図. 1. RTS 指数の動向（2008 年 1 月 1 日から 2008 年 12 月 25 日まで）



出典:RTS

しかし、初夏に入り、市場では、ネガティブトレンドが優勢になってきた。一方で、商品市場は、引き続き、上昇傾向にあったため、世界経済におけるインフレ圧力が増大し、それと共に、経済成長の先行きが懸念されるようになってきた。こうした状況が生じてきたことによって、先進国の金融監督当局は、経済成長の持続とインフレの抑制という 2 つの相反する問題を解決する必要に迫られた。しかし、各国の金融監督当局は、この 2 つの問題を同時に解決するにあたって、効果的な対策を打ち出すことができず、その結果、2008 年半ばには、主要中央銀行の政策金利に関してでさえ、明確な意志がないという事態になった。特に、欧州中央銀行は、物価の安定、及び、インフレの抑制を目的に、政策金利を 4%から 4.25%に引き上げた。

不透明な世界経済の先行きは、市場最高値を付けていた原材料市場における投資需要の低下を招き、商品市場も調整局面に入った。

また、メチェルの価格政策に対するプーチン首相の物言い、及び、南オセチアで発生した軍事衝突に対する軍事介入は、ロシア市場にとって、最初の投売りを招く追加的悪材料となった。

9 月半ばには、事実上、世界金融危機の発端となった米投資銀行リーマン・ブラザーズの破綻によって、引き続き、下落の波に見舞われた。

貸付市場は急激に収縮し、返済能力に問題のない債務者であっても、借入が困難になるほど、資金調達環境は悪化した。これにより、原材料市場における需要は後退し、さらなる投売りを誘引することになった。

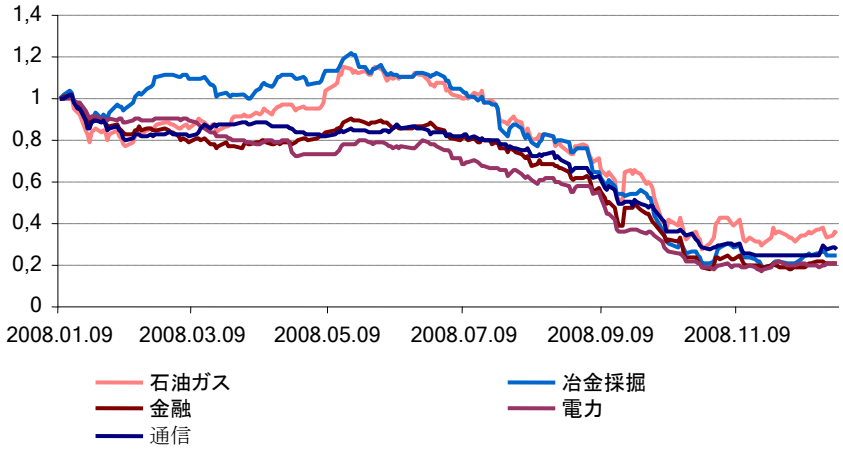
世界の主要中央銀行は、金融セクターの安定、及び、景気浮揚を目的に、協調利下げを行ったが、現在のところ、その効果は見えていない。11 月半ばに開催された主要 20 カ国首脳会議では、具体的な金融危機対策は策定されず、すでに、各国の金融監督当局が実施している基本方針に基づいた共同宣言を表明するに止まった。

世界的な経済・金融問題の他、第 4 四半期のロシア市場にとっては、次に挙げる2つの国内要素が追加的圧力となった。:

- 経済の健全な機能を妨げるほどに肥大化した支払いの焦げ付き.
- 2009 年に双子の赤字（経常赤字・財政赤字）に転落する可能性が浮上してきたことによるルーブル安

こうしたネガティブな傾向によって、ロシア証券市場では下落トレンドが形成され、RTS 指数は 1997 年の水準にまで落ち込んだ。

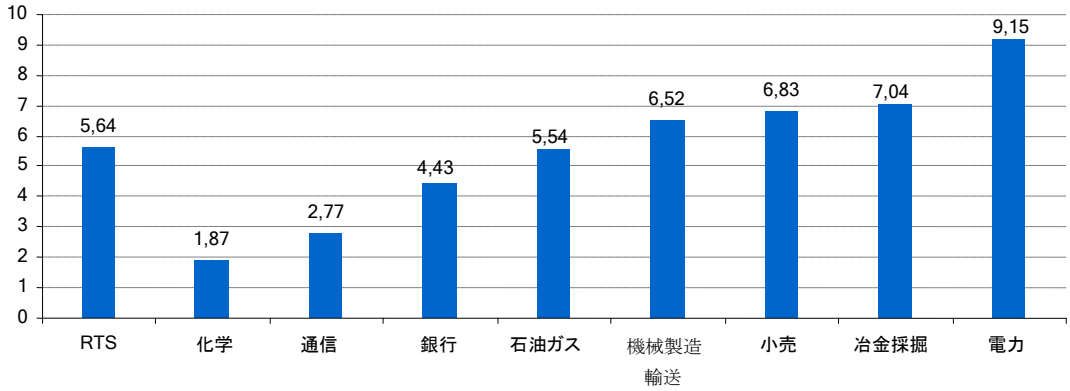
図. 2. 2008 年年初来の RTS 業種別指数



出典：RTS

2008 年上半期、もっとも堅調な推移を示したのは、商品市場の上昇を受ける形となった冶金関連業種と石油関連業種であった。一方、下半期には、世界的金融危機の台頭、及び、ロシアからの資本流出を受け、どのセクターも同様に下向いた。その中でも、通信関連業務は、まだ下落幅が小さかった。これは、通信関連企業のビジネスモデルが国際照準に合わせた安定性の高いものであることが影響したものと考えられる。

図. 3. ロシア証券市場の 2009 年予想 PER



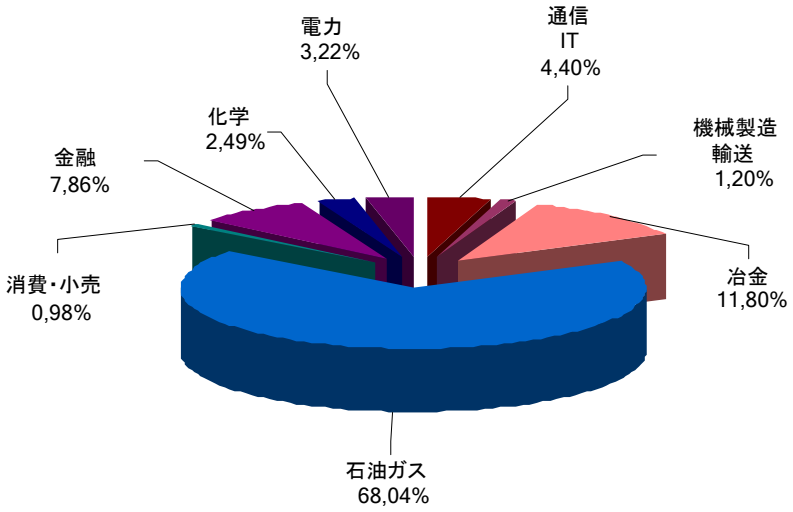
出典：RTS、FINAM の評価

71%下落したロシア市場の 2009 年予想 PER は 6.2 倍に低下した。

71%下落したロシア市場の 2009 年予想 PER は 6.2 倍の水準にある。また、現在、2009 年の 1 株あたり純利益に近い価格で取引されている銘柄もある。FINAM は、大方のロシア企業については、業績のさらなる下方修正を予想しているが、現在の市場価格からすると、業種を問わず、ロシア株には、投資魅力があると考える。

今秋の急激な資本流出と世界経済情勢の悪化によって、RTS 指数に組み込まれている企業の時価総額は大きく低下し、2008 年年初には 1 兆 1200 億ドル規模であったものは、3120 億ドル規模にまで縮小した。

図. 4. 業種別時価総額



出典：RTS、FINAM の評価

2008 年年初と比較すると、RTS 指数構成銘柄の時価総額には大きな変化があった。中でも、2008 年年初に 57%を占めていた石油ガス関連業種は、その他業種のシェアが縮小したことを背景に、68%まで拡大した。FINAM は、石油関連企業に対する税制緩和、並びに、投資家の安全資産への逃避が、石油ガス関連業種のシェア拡大につながったと考える。

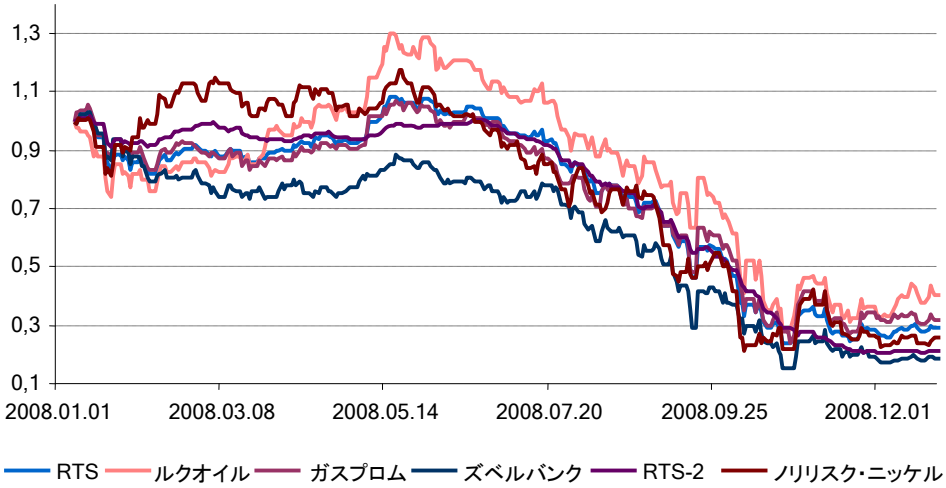
表. 1. 2008 年における RTS 指数構成銘柄の変化

新規採用	除外
連邦送電会社	ロシア統一電力システム
水力卸売電力	ロシア統一電力システム（優先株）
アクロン	ロステレコム（優先株）
Silvinit	第 5 卸売電力
第 2 卸売電力	レベディンスキー
Novorossiysk Commercial Sea Port	RITEK
ポリメタル	イルクート

出典：RTS

2008 年におけるロシア優良銘柄の動向は、上半期における原材料市場の高騰、並びに、下半期における大量の資本流出を反映した形となった。

図. 5. RTS、及び、RTS2 部主要構成銘柄の動向



出典：RTS

原油価格は年初来 50%以上の下落となったが、石油ガス関連銘柄は市場指数よりも良い値動きを見せた。

原油価格は年初来 50%以上の下落となったが、それでも、石油ガス関連銘柄は市場指数よりも良い値動きを見せた。

ガスプロム、ロスネフチ、ルクオイル、ノリリスク・ニッケル、スルグトネフチガスの 6 社は、ロシア市場における時価総額上位企業であるが、第 4 四半期、同 6 社の時価総額は、RTS 指数を構成する全銘柄の時価総額合計の 71%を占めた。

本レポートは、FINAM社の許諾に基づき当社にて参考和訳を行ったものです。原文（ロシア語・英語）と和訳との間に齟齬が存在する場合は、原文を優先いたします。また、本レポートは執筆者及びFINAM社の意見および考え方を紹介し、証券投資における情報提供を目的としたもので、個別の証券の売買勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定は、政治、経済、為替等のリスクを十分にご理解いただき、投資家ご本人の判断にてお願いします。また、本レポートに記載されている情報および意見等は、FINAM社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、その正確性、確実性、実現性については保証するものではありません。また、執筆者、FINAM社および当社と対象企業との間には、何ら利害相反関係はございません。記載内容は予告なしに変更されることがあります。本レポート掲載事項は目的の如何にかかわらず、無断引用、転載を禁じます。