ロシアの株式市場とその見通し

Troika Dialog (UK) Limited
Stephen Cohen

はじめに

現在のロシア株式市場は、1998 年の危機後ほど割安ではなく、過去 9 年間に渡り、資産のバリュエーションは大幅に再評価されてきた。ロシアは当時の状況から回復を遂げており、マクロ経済的リスクは実質的に解消されている。今後 4～5 年間の実質 GDP が年率 6%以上成長する可能性が高い経済において、2008 年の収益ベースで 13 倍未満の PER（2007 年末時点）は、依然として割安である。2007 年には、現存する最も優れたベンチマーク指数である RTS 指数は、大型 IPO が一因となって約 19%上昇した。

このパターンは今後も継続すると当社は考えている。今後数年間、米ドルベースで年率 20%前後のリターンが予想される。新規発行が市場の制約となる一方で、魅力的なバリュエーション水準、基調となる成長力の力強さ、潤沢な流動性によって、相場は押し上げられるはずである。ボラティリティは 25～30%のレンジに留まると思われる。市場は、世界の株式、特に新興市場と共に調整される可能性があるものの、非連動的な動きが進むとみられる十分な理由もある。

目下のところ、2008 年 3 月の大統領選挙後も、ウラジーミル・プーチンが強力な指導的立場を維持しているようである。プーチンの政策は米国では人気がなく、ロシアにおける民主主義はやや停滞しているかもしれないが、本国ではプーチンは依然として非常に人気がある。プーチン政権は、過去 8 年間の経済的な成功の実績によって正当な高い評価を受けており、積極的に資本主義を推進し、民間セクターを支援してきた。

1990 年代とは違い、現在のロシアは統制されている。税金は納付され、犯罪率は低く、政府は統治ができ、可処分所得は急増し、ロシアは再び、世界の信任を得るようになった。また、1990 年代の「不公平な」取引は現在ではほぼ解消されている。政府は、戦略的資産を管理している主要大企業の株式の過半数を保有することにより、ほぼすべての戦略的資産（主に大量の埋蔵天然資源）の統制を取り戻した。

経済的背景

今日のロシア経済には 6 つの特徴がある。それは、低水準の投下資本（従って、高い株式資本利益率つまり ROE）、低い消費財普及率、財政収支と経常収支の大幅黒字、生産性が牽引する力強い国内成長、大規模な市場（2007 年末の GDP は 12 億 9 千万米ドル）、大規模かつ多様性のある商品セクターである。

これらの特徴は、今後数年間、消費、インフラ、固定直接投資（FDI）のブーム、構造的に高い国内企業の ROE、新しいセクターの発達、グローバル危機に比較的影響を受けにくい堅固な国内市場、多数の成長性の高い商品株の台頭といった動きを促すと当社は考えている。

今日、市場には、内需、商品、公益事業という 3 つの主要スーパーセクターがある。商品は現在、主に世界的な経済成長、公益事業はリスク選好というテーマにおいて注目され、国内市場は堅調な成長を実現してき

本書に含まれる情報及び要約(以下要約とする)は記録に過ぎず、情報の提供のみを目的とする。本要約はいかなるファンドの株式、またはその他持分売却の勧誘もしくは売買を推奨する、或いは契約または約束の根拠となるものではなく、またそう解釈されるべきものではない。本要約は各対象、および第三者の情報源からの情報及び資料に基づいており、完全性、正確性を保証するものではなく、またこの点に関して表明、または表明するものではない。当社は、多くのファンドは特定の法域(米国及びシンガポールを含む)では売却できない、または売却が規制される可能性がある点を理解している。従って、本要約で取り上げたいずれかのファンドに対し何らかの投資行動を取る前に、独立した専門家から助言を得ることを勧めたい。本要約の利用或いは本要約の内容を信頼することによって発生する直接または間接的な損失に対し、当社はいかなる責任も負わない。

た。現在の信用危機により、グローバル成長に依存する株式は苦戦する可能性があるが、一方、ロシアの成長性が高い内需関連株は、相対的に見直され、有利になるだろう。

商品が強大な力を持つマクロ経済環境において、内需関連株の成長の特性は中国に近く（米ドル建で 20%を超える年間増益率）、ROE は中南米（20%弱）に類似している。今後数年間、金融、不動産、小売、ブロードバンドといった普及率の低いセクターでも、移動体通信、メディア、自動車、消費財といった比較的普及率の高いセクターでも、内需関連株は市場をアウトパフォームする牽引役となる可能性がある。

商品関連では、世界の同業界の企業と比べると製鉄会社およびノリリスク･ニッケル社が依然かなり割安である。金、石炭、探査・生産関連にも、十分な成長機会がある。ガス会社は石油価格の高騰や国内価格の自由化から間接的な恩恵を受けるはずである。石油・ガス会社は、中東での紛争が激化した場合には、安全な資源供給先として頼られる。

ロシアのマクロ経済環境の主な特徴

1. 低い資本水準

1990 年から 2000 年までの混乱期には、ロシアの株式投資は微々たるものであった。ロシア国家統計委員会によれば、株式資本は単純に毎年年数を重ね、2004 年には通常の 10 年未満と比べて、平均年数が 20 年以上に達した。実際に、2004 年までに 20 年を超えた株式資本は、総資本の 50%以上を占めた。データには若干不備があるかもしれないが、株式資本金額の対 GDP 比率は、大半の市場が 200%を大幅に上回るのに対し、170%に低下した。

2. 低い投資水準

投資の GDP に対する比率は 20%で、世界平均（約 25%）を下回り、アジアの発展途上諸国の約半分に過ぎない。ロシアの投資水準は中南米に近い。1990 年から 2005 年の 1 人当たり FDI（外国直接投資）は 200 米ドルを下回り、同時期に東欧に流入した水準の 10 分の 1 である。2006 年～07 年には投資が加速し、現在、実質ルーブルベースで年間 15%を超える割合で伸びている。これは、投資やインフラのブームの始まりを告げるものである。

3. 低い物品やサービスの普及率

東欧、欧州連合（EU）、またブラジル、ロシア、インド、中国（BRIC 市場）と比べると、ロシアの主な物品やサービスの普及率は非常に低い。これは、銀行（個人ローンの対 GDP 比率は僅か約 10%）、パーソナルケア（1 人当たり支出額は、EU の 200 米ドルに対して約 25 米ドル）、不動産（1 人当たりオフィススペースは、東欧の 0.5 平方メートルに対して 0.2 平方メートル）、小売（組織的な取引の取引総額に占める割合は僅か 25%）等、多くのセクターに当てはまる。消費者経済はまだ確立されておらず、1 人当たり GDP がロシアよりもかなり低い市場よりも普及率が大幅に低い分野がいくつも存在する（例えば、クレジットカードの普及率はブラジルの方が大幅に高く、住宅ローンの対 GDP 比率は中国の方がかなり高い）。

4. 堅固なマクロ経済の枠組み

ロシアは 1998 年の危機から教訓を得、それ以来、経常収支、財政収支とも大幅黒字を保っている。政府債務残高は最小限に留められ、2008 年 4 月の外貨準備高は約 5 千億米ドルと、世界第 3 位である。ロシアは、中東やアジアと並んで、世界の主要資本提供国の一つである。2007 年末時点で、ロシアの株式市場の負債資

本書に含まれる情報及び要約（以下要約とする）は記録に過ぎず、情報の提供のみを目的とする。本要約はいかなるファンドの株式、またはその他持分売却の勧誘もしくは売買を推奨する、或いは契約または約束の根拠となるものではなく、またそう解釈されるべきものではない。本要約は各対象、および第三者の情報源からの情報及び資料に基づいており、完全性、正確性を保証するものではなく、またこの点に関して表明、または表明するものではない。当社は、多くのファンドは特定の法域（米国及びシンガポールを含む）では売却できない、または売却が規制される可能性がある点を理解している。従って、本要約で取り上げたいずれかのファンドに対し何らかの投資行動を取る前に、独立した専門家から助言を得ることを勧めたい。本要約の利用或いは本要約の内容を信頼することによって発生する直接または間接的な損失に対し、当社はいかなる責任も負わない。

本比率は 14%であり、債務は少ないが、潤沢なキャッシュフローにより 2008 年末までには 10%未満に低下すると予想されている。

5.　ルーブル防衛のための資金

1 米ドル＝23.5 ルーブル、とルーブルはほぼ適正価値で売買されていることから、キャリー取引に使用される通貨ではない。長年に渡り、中央銀行はルーブルを抑制しようと介入を行ってきた。政府は、必要があれば、通貨を防衛する資金を保有している。2008 年は食品価格の高騰により、インフレ率は約 11～13%と目標を超える可能性が高い。国内の実質金利はゼロに近い。ルーブルは恐らく、実質的に上昇を続けることが可能だろう。

6.　巨大な市場

ロシアは現在、購買力平価（PPP）で世界第 8 位の経済国であり、国内純生産では 10 位である。2007 年の実質時価総額が約 1 兆 2,500 億米ドル、1 日の取引高が 60 億米ドルを超えるロシアは、アジア以外では、群を抜いて最大の新興市場である。過去 8 年間に渡り、ロシアでは個人支出が著しく急成長しており、ドルベースで 5 倍以上に増加している。

7.　巨大な商品セクター

ロシアの巨大な商品セクターには、株式に対して興味深い影響がいくつかある。このセクターは、ルーブル高を維持するマクロ経済の安定装置としての役割を果たす。これにより、ルーブルのコストと米ドル建の輸出価格の上昇に直面している輸出業者よりも、国内投資の魅力が相対的に増す。ロシア企業には、蓄えと生産の両方を拡大する能力がある。ロシア企業は多大な資産を所有し、資産ベースでは割安である。この特徴は、現在の税制の枠組みのために今日の市場にとってはそれほど魅力的ではないにしろ、オプション価値としては興味深いものである。

8.　中東の主要な代替としてのロシアのエネルギー

ロシアは世界の石油生産の 12%、ガス生産の 21%を占める。中東を除けば、ロシアは石油生産の 22%、ガス生産の 26%を占め、世界の残存ガス埋蔵量の半分以上を保有している。このことから、欧米と中東との間に紛争が起きた場合には、同国のエネルギーセクターは明らかに有利になる。

今後への影響

1.　国内経済は高成長の見通し

当社の計算によれば、生産性の向上がロシアの経済成長の 80%以上を占めており、これは商品セクターが暴落してマクロ環境を動揺させない限り、内需型成長が続くことを意味する。従って、ロシアの実質経済成長率は、しばらくの間 6%以上を続けるはずである。これは世界的に見て高く、同国の成長率は「アジアの虎」に匹敵する。1 人当たり GDP は 1980 年代の欧州の平均水準と比較してもまだ低い。これから、市場の見えざる手の原理が働いていくにつれ、ロシアには追いつくための課題が増えていく。

2.　インフラと FDI のブーム

グローバル企業がロシアという重要で高成長の市場に対するエクスポージャーをとる必要性を認識していることから、ロシアへの FDI は増え始めている。比較対照として、中国では一定して、年間 500 億ドルを超える FDI を享受している。ロシア人が自国の市場への投資を再開したことから、2006 年には資本の逃避も歯止めがかかった。公益事業から鉄道、港湾、住宅、道路に至る分野で、多額のインフラ投資が計画されている。

本書に含まれる情報及び要約(以下要約とする)は記録に過ぎず、情報の提供のみを目的とする。本要約はいかなるファンドの株式、またはその他持分売却の勧誘もしくは売買を推奨する、或いは契約または約束の根拠となるものではなく、またそう解釈されるべきものではない。本要約は各対象、および第三者の情報源からの情報及び資料に基づいており、完全性、正確性を保証するものではなく、またこの点に関して表明、または表明するものではない。当社は、多くのファンドは特定の法域(米国及びシンガポールを含む)では売却できない、または売却が規制される可能性がある点を理解している。従って、本要約で取り上げたいずれかのファンドに対し何らかの投資行動を取る前に、独立した専門家から助言を得ることを勧めたい。本要約の利用或いは本要約の内容を信頼することによって発生する直接または間接的な損失に対し、当社はいかなる責任も負わない。

3. 内需ブーム

少なくとも今後 4 年間、ロシアの内需セクター全体で、20%以上の年間成長率が期待されている。急成長企業は市場に参入して資金を調達する必要があることから、新しいセクターが台頭するはずである。ロシアと欧州の指数を比較すると、いくつかのセクターがまだ存在しない一方で、エネルギーセクターの比重が非常に大きいことが分かる。まさに拡大中の金融セクターを別にすれば、最も顕著なセクターは、保険、消費財、医薬とサービスである。プライベート・エクイティ型の機会を利用する以外に、これらのセクターに対するエクスポージャーを持つことは難しい。

4. 内需株の高リターンの継続

これまでのところ、困難な経営環境や、企業の投資拡大需要にも関わらず、資本収益率は高い。ロシアの内需関連株の ROE は、ロシアの民間セクターには従来資本が不足していたことから、より成長性が高く、リスクの高い他の市場に等しい。最も近いのが、資本が巨額であることから ROE が低いことで有名なアジアである。よく知られているように、中南米は、株主リターンの主な決定要因である ROE（成長率ではなく）の伸びが低いにも関わらず、ほとんどの期間、一貫してアジアをアウトパフォームしている。当社は、ロシアの ROE は当面の間、17～20%と高水準を維持すると予想している。

5. グローバル危機に対する回復力の強さ

堅固なマクロ経済の枠組みを持つことから、ロシアはグローバル危機に対する回復力に富む。現在のマクロ環境は、1998 年とは根本的に異なっており、ルーブルはキャリー取引に使用される通貨のような動きはしていない。主要新興市場の暴落は、ほとんどがマクロ経済の脆弱性が通貨の暴落を招くという形で現れることによって生じていることから、マクロ経済の安定性は重要である。ロシアの堅固な国内市場は、このリスクの影響をほとんど受けないことから、トルコ、東欧、ブラジル、さらにインドといった他の国々の成長ストーリーとは根本的に異なっている。ロシア連邦中央銀行は、米ドルとユーロをほぼ半々に含むバスケットに対して、ルーブルを管理している。

6. 並外れた成長可能性を持つ商品株

過去数年間、Polyus Gold、NOVATEK、Rosneft 等、新たな主要商品株が上場されている。今後、ウラニウム、探査・生産、金、石炭といったセグメントに大きな成長の可能性がある。経営陣が予想されている成長を実現できれば、世界の商品価格の変動に完全には依存しない素晴らしい投資機会となる。

市場戦略－3 つの主要スーパーセクター

市場の分割

ロシアの市場は、商品、内需、公益事業という 3 つの主要スーパーセクターに分割することができる。商品株は時価総額の 60%以上を占め、この比率は他の新興市場よりもはるかに高い。過去数年間に渡ってバリュエーションが大幅に見直され、ロシアの商品株の大半は、現在、ほぼグローバルなバリュエーション倍率で売買されている。つまり、例えば 2000～02 年よりも一般的な世界の成長循環に沿っているということである。内需関連株（公益事業を除く）は、現在、ロシア市場の 4 分の 1 以上を占める。内需の大きな成長性を踏まえ、これらは、魅力的な新興市場の高成長ストーリーと見なされるべきだろう。公益事業株は 2006 年に大幅に見直され、内需関連株とは全く異なった見地で見る必要がある。収益が限られ、資産のバリュエーションが今後 4 年に渡って行われる改革次第であることから、どちらかといえばリスク選好投資であると当社では考えている。

本書に含まれる情報及び要約(以下要約とする)は記録に過ぎず、情報の提供のみを目的とする。本要約はいかなるファンドの株式、またはその他持分売却の勧誘もしくは売買を推奨する、或いは契約または約束の根拠となるものではなく、またそう解釈されるべきものではない。本要約は各対象、および第三者の情報源からの情報及び資料に基づいており、完全性、正確性を保証するものではなく、またこの点に関して表明、または表明するものではない。当社は、多くのファンドは特定の法域(米国及びシンガポールを含む)では売却できない、または売却が規制される可能性がある点を理解している。従って、本要約で取り上げたいずれかのファンドに対し何らかの投資行動を取る前に、独立した専門家から助言を得ることを勧めたい。本要約の利用或いは本要約の内容を信頼することによって発生する直接または間接的な損失に対し、当社はいかなる責任も負わない。

投資方法は環境次第

商品価格はグローバルな成長に牽引され、特に成長率が突然低下する場合の影響を受けやすいということはよく知られている。信用危機が与える影響としては 4 パターンが想定される。

- **米国経済が不況に陥り、世界成長率は 3%未満に下落、キャリートレードが終わる。**勿論、市場の全セクターが打撃を受け、商品と公益事業の株価も低位に留まるが、ロシアのマクロ環境が打撃を受けない限り、内需関連株は反発する。

- **米国経済が弱体化し、世界成長率は 3%を超え、キャリートレードが終わる。**公益事業株はリスク回避により下落し、商品株は低迷するが、ルーブルがキャリートレード通貨ではないことを市場が認識すれば、内需ストーリーはアウトパフォームする。

- **米国経済が弱体化し、世界成長率は 3%を超え、キャリートレードは持続する。**商品株及び公益事業株は横ばいで取引される可能性がある。但し、妙味のある特定の投資機会では、引き続き好成績を挙げるだろう。内需関連株が上昇する。

- **堅固な世界成長と信用危機が終わる。**商品株が急反騰を先導する。

内需ストーリーの魅力

内需関連株と商品株の比較

ロシアの内需関連企業は当面、名目米ドルベースで 20～30%の年間成長率の環境で経営を続け、今後 3 年間で、その収益は倍増する可能性があると当社は予想している。

バリュエーションの見直し後のロシアの商品株は、商品価格の動き次第ではあるが、現在は大半が収益見通しがやや上昇しているグローバルな循環株である。現在、グローバルな循環に対する脅威は高まっており、商品株の方が内需関連株よりもダウンサイドリスクが大きいことを意味する。

ルーブル高が続く一方で、インフレ圧力を吸収できることから、内需関連株には商品株に対して固有のメリットがある。一方、商品関連企業の収益は、価値が下落している通貨、つまり米ドル建であるため、ルーブル高の圧力にさらされている。従って、そのマージンには下方圧力がかかっている。

税制上の決定や、戦略的輸出企業に対する統制を確立し直したい政府の統制に対するエクスポージャーが低いことから、内需関連株は政治リスクが少ない。

グローバルな見地からの内需関連株

新興市場全体で、内需関連エクスポージャーをとることは難しく、これは、こうした企業が割高で売買される傾向にあるということを意味する。ロシアの内需関連企業は、インド、中国、東欧、ブラジルといった最も魅力的な新興市場の大半に比べ、成長性の高い環境で経営している。ロシア国内企業の予想 EPS 成長率（出典：ドイツ銀行）は、インドを除けばどの市場よりも高い。

金融等の主要分野における普及率が低いため、内需主導型成長ストーリーは長く続くと思われる。ロシア企業は、ブラジル、東欧、インドの企業が苦慮しているマクロリスクに直面していない。株価収益率（PER）が予想収益の 14 倍であるロシアの国内企業は、他の市場よりも割安であり、真のチャンスを提供する。

本書に含まれる情報及び要約(以下要約とする)は記録に過ぎず、情報の提供のみを目的とする。本要約はいかなるファンドの株式、またはその他持分売却の勧誘もしくは売買を推奨する、或いは契約または約束の根拠となるものではなく、またそう解釈されるべきものではない。本要約は各対象、および第三者の情報源からの情報及び資料に基づいており、完全性、正確性を保証するものではなく、またこの点に関して表明、または表明するものではない。当社は、多くのファンドは特定の法域(米国及びシンガポールを含む)では売却できない、または売却が規制される可能性がある点を理解している。従って、本要約で取り上げたいずれかのファンドに対し何らかの投資行動を取る前に、独立した専門家から助言を得ることを勧めたい。本要約の利用或いは本要約の内容を信頼することによって発生する直接または間接的な損失に対し、当社はいかなる責任も負わない。

内需関連株式

最大の内需関連セクターは、売買の大半を占める金融であるが、金融サービスの普及率は依然として低く、長期的に大きく成長する可能性があることを示す。移動体・固定通信事業者も流動性が高く、普及率は比較的高くても、加入者 1 人当り売上高（ARPU）は高くない。小売は成長率は高いが、流動性はさほど高くない。不動産株は、最近の下落後、純資産価値（NAV）の約 1 倍と再び魅力的な価格で取引されている。消費財、メディア、自動車には流動性が若干ある。

商品株

商品株には、主に石油・ガス、金属、その他の 3 グループがある。石油・ガスは、時価総額、売買高、指数に対する比重にはるかに大きな割合を占める。このセクターは、ガス、総合、探査・生産企業の 3 つの分野に分けられる。金属には、ベースメタル（主にノリリスク･ニッケル）と鉄鋼の 2 つの主要分野がある。他のセクターは金、石炭、肥料であるが、最後の 2 つは流動性に乏しい。

ロシアの石油・ガスセクターは、この数年間でバリュエーションが見直されたが、その後過去 12 ヶ月間にはバリュエーションが下がっている。埋蔵分が割安であり、また、場合によっては量的な増加に対して高い生産能力（Rosneft、NOVATEK）、マージンの拡大（タトネフチ、LUKoil）、価格引き上げ（Gazprom, NOVATEK）にも関わらず、現在、2009 年予想 PER は、世界の同業界の企業に対して 30%割安である。

金属セクターは 2007 年に世界の同業界の企業よりもバリュエーションが下がり、大幅に割安で売買されている。金、探査・生産、石炭、肥料株は、拡大計画が実現すれば、量的な成長ストーリーは非常に力強いものとなるだろう。これは、グローバルな見地からはめずらしい。ベースメタル・鉄鋼株もまた、バリュエーションが見直される可能性があるという点で興味深い。

公益事業株

ロシアの公益事業部門では、毎週重要なニュースが報道されるように、現在大幅な再編が行われており、M&A が非常に活発である。最大の持株会社である UES は、6 月には事業部門に分割される予定である。RusHydro は最近市場に参入した。

ロシアでは、公益事業株から生じる利益は僅かに過ぎず、投資家はむしろ、2011 年までに新規制度と価格自由化によって、これらの企業が通常の収益を生み出すようになり、従って、バリュエーションが世界の同業界の企業と同様になることを期待して、資産価値に基づいて売買している。

特に記載のない限り、推定及び予測はすべて Troika Dialog による。

本書に含まれる情報及び要約(以下要約とする)は記録に過ぎず、情報の提供のみを目的とする。本要約はいかなるファンドの株式、またはその他持分売却の勧誘もしくは売買を推奨する、或いは契約または約束の根拠となるものではなく、またそう解釈されるべきものではない。本要約は各対象、および第三者の情報源からの情報及び資料に基づいており、完全性、正確性を保証するものではなく、またこの点に関して表明、または表明するものではない。当社は、多くのファンドは特定の法域(米国及びシンガポールを含む)では売却できない、または売却が規制される可能性がある点を理解している。従って、本要約で取り上げたいずれかのファンドに対し何らかの投資行動を取る前に、独立した専門家から助言を得ることを勧めたい。本要約の利用或いは本要約の内容を信頼することによって発生する直接または間接的な損失に対し、当社はいかなる責任も負わない。

付録

表 1：経済データ

2008 年 4 月 1 日現在のロシアの主要経済指標	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 予想	2008 予想	2009 予想
国民勘定										
名目 GDP（10 億米ドル）	259.7	306.6	345.5	431.5	591.8	764.0	989.3	1,288.6	1,630.0	1,800.0
実質 GDP（前年比）	10.0	5.1	4.7	7.3	7.1	6.4	7.4	8.1	7.2	6.8
鉱工業生産*（前年比実質）	11.9	4.9	3.7	7.0	7.3	4.0	6.3	6.0	5.5	5.0
個人消費（前年比実質）	7.3	9.5	8.5	7.5	12.1	11.8	11.3	13.1	11.0	10.0
総固定投資（前年比実質）	18.1	10.2	2.8	12.8	12.6	10.6	17.5	20.8	16.0	10.0
予算										
対 GDP 比予算収支（%）	2.4	3.0	1.8	1.7	4.2	7.7	7.3	5.4	4.0	1.0
為替平衡資金（10 億米ドル）**	-	-	-	3.7	18.8	43.7	89.1	150.0	200.0	200.0
消費者物価指数										
年末（前年比）	20.2	18.6	15.1	12.0	11.7	10.9	9.0	11.9	11.0	8.5
年平均（前年比）	20.9	21.7	16.0	13.6	11.0	12.5	9.8	9.1	11.5	9.8
生産者物価指数										
年末（前年比）	31.6	10.7	17.1	13.1	28.8	13.4	10.4	21.0	13.0	9.0
年平均（前年比）	46.6	19.2	14.0	15.6	24.0	21.1	12.5	15.7	17.0	11.0
M2										
年末（前年比）	62.4	40.1	32.3	52.0	35.8	39.0	48.8	47.5	40.0	33.0
年平均（前年比）	59.3	45.8	34.0	42.2	42.6	37.4	43.3	49.0	43.8	36.5
商業銀行の平均金利										
貸出金利（%）	24.4	17.9	15.7	13.0	11.4	10.7	10.0	10.0	10.5	9.0
預金金利（%）	6.5	4.9	5.0	4.5	3.8	4.0	4.5	5.5	6.0	6.5
社会										
失業率（%）	10.0	8.8	8.1	8.6	8.2	7.6	7.2	6.5	6.0	5.5
月間平均総賃金額（千ルーブル）	2.22	3.24	4.43	5.51	6.83	8.56	10.73	13.52	16.22	19.14
可処分所得に対する貯蓄率										
ロシア国家統計委員会	18.1	18.2	19.4	24.8	22.2	27.4	21.0	-	-	-
Troika Dialog	8.6	7.8	8.3	6.8	3.8	3.6	3.8	4.0	4.0	4.5
国際収支										
製品輸出（10 億米ドル）	105.0	101.9	107.3	135.9	183.2	243.8	303.6	354.0	450.0	475.0
製品輸入（10 億米ドル）	44.9	53.8	61.0	76.1	97.4	125.4	164.3	225.3	295.0	375.0
貿易収支（10 億米ドル）	60.2	48.1	46.3	59.9	85.8	118.4	139.3	128.7	155.0	100.0
経常収支（10 億米ドル）	46.8	33.9	29.1	35.4	59.0	83.8	94.4	76.6	85.0	25.0
FDI（10 億米ドル）	2.7	2.7	3.5	8.0	15.4	12.8	29.9	47.1	55.0	65.0
通貨準備金（金を除く、10 億米ドル）	24.2	30.4	44.1	73.2	120.8	175.9	294.9	465.0	590.0	665.0
債務										
対外公的債務（期末、10 億米ドル）***	129.2	113.9	105.2	106.0	105.6	82.3	49.0	44.0	41.0	35.0
対外民間債務（期末、10 億米ドル）	31.3	35.1	48.0	80.0	108.9	176.1	260.7	400.0	440.0	500.0
対 GDP 比対外債務率（年平均、%）	61.8	50.5	43.6	38.1	33.7	30.6	29.2	32.2	28.4	28.2
ルーブルの対米ドル為替レート										
平均	28.1	29.2	31.4	30.7	28.8	28.3	27.2	25.6	23.5-24.5	23.5-25.5
年末****	28.2	30.1	31.8	29.4	27.9	28.8	26.3	24.6	23.0-25.0	23.5-25.5
ルーブルの対ユーロ為替レート										
平均	26.0	26.1	29.7	34.7	35.8	35.2	34.1	35.0	35.2-36.7	34.5-37.0
年末****	26.1	26.5	32.4	36.1	37.4	34.2	34.7	35.8	35.0-37.5	34.5-37.0
ウラル、米ドル/バレル	**26.9**	**23.1**	**23.5**	**27.3**	**34.1**	**50.0**	**61.0**	**69.0**	**80.0**	**80.0**

* 2004 年からの新しい手法

** 同基金は 2008 年に変更予定

*** 中央銀行による通貨当局を含む

**** 12 月の平均為替レート

出典：ロシア国家統計委員会--、中央銀行、Troika Dialog

本書に含まれる情報及び要約(以下要約とする)は記録に過ぎず、情報の提供のみを目的とする。本要約はいかなるファンドの株式、またはその他持分売却の勧誘もしくは売買を推奨する、或いは契約または約束の根拠となるものではなく、またそう解釈されるべきものではない。本要約は各対象、および第三者の情報源からの情報及び資料に基づいており、完全性、正確性を保証するものではなく、またこの点に関して表明、または表明するものではない。当社は、多くのファンドは特定の法域(米国及びシンガポールを含む)では売却できない、または売却が規制される可能性がある点を理解している。従って、本要約で取り上げたいずれかのファンドに対し何らかの投資行動を取る前に、独立した専門家から助言を得ることを勧めたい。本要約の利用或いは本要約の内容を信頼することによって発生する直接または間接的な損失に対し、当社はいかなる責任も負わない。

表 2：指数内訳

2008 年 4 月 1 日現在の RTS 指数企業の内訳					
産業	銘柄	指数に占めるウェイト　%	2008 年のリターン%（年初来）	2007 年リターン%	2006 年リターン%
金融	Sberbank	13.68	-21.33	22.32	163.36
金融	Sberbank (優先株)	1.01	-29.67	4.71	163.45
金融	VTB Bank OJSC	2.64	-25.49	-5.56	該当なし
化学	Silvinit	0.69	27.84	214.29	89.19
化学	Uralkali	2.05	19.87	406.49	28.33
消費財	Lebedyansky JSC	0.18	-9.78	15.00	26.98
消費財	Magnit OAO	0.34	-8.32	41.46	32.22
消費財	Seventh Continent	0.23	-7.72	-3.00	2.69
消費財	Wimm-Bill-Dann Foods OJSC	0.17	-18.89	63.64	185.71
固定回線	Central Telecommunication Co	0.21	-22.53	24.27	50.00
固定回線	North-West Telecom	0.24	-22.92	7.89	72.28
固定回線	Rostelecom	0.92	4.94	53.59	223.47
固定回線	Rostelecom (優先株)	0.28	-27.42	-13.89	111.76
固定回線	Sibirtelecom	0.25	-17.92	6.67	52.03
固定回線	Uralsvyazinform	0.32	-14.29	-3.82	80.44
固定回線	VolgaTelecom	0.19	-16.52	-2.98	54.73
製造	AvtoVAZ	0.27	5.56	164.71	83.78
製造	Severstal-Avto	0.38	11.85	78.51	74.35
製造	Vsmpo-Avisma Corp	0.34	-25.50	3.07	46.50
金属	Magnitogorsk Iron & Steel Works	1.08	-3.85	49.43	75.05
金属	Mechel	1.07	22.22	225.30	7.10
金属	MMC Norilsk Nickel	5.59	6.42	68.79	77.20
金属	Novolipetsk Steel	2.16	16.25	70.21	64.34
金属	Polyus Gold Co	1.73	9.15	-6.90	-26.96
金属	Raspadskaya	0.58	10.77	252.30	-18.00
金属	Severstal	1.87	5.38	102.50	13.13
金属	TMK OAO	0.72	-26.94	33.54	23.31
移動体、メディア、IT	Mobile Telesystems OJSC	0.67	-15.90	78.07	29.62
移動体、メディア、IT	RBC Information Systems	0.23	-11.96	-6.28	66.42
移動体、メディア、IT	Sistema JSFC	0.36	-13.90	30.31	17.59
石油・ガス	Bashneft	0.23	-20.73	2.50	43.24
石油・ガス	Gazprom OAO	14.55	-8.94	22.52	35.29
石油・ガス	Gazpromneft OAO	0.68	-11.02	39.25	20.00
石油・ガス	LUKOIL	17.00	-1.03	-1.08	48.06
石油・ガス	NovaTek OAO	3.21	0.25	0.93	0.94
石油・ガス	Rosneft Oil Co	7.64	-3.11	4.57	21.19
石油・ガス	Surgutneftegaz	4.53	-20.97	-18.95	40.37
石油・ガス	Surgutneftegaz (優先株)	1.39	-22.84	-42.14	25.98
石油・ガス	Tatneft	2.18	6.61	30.95	41.28
石油・ガス	Transneft	1.08	-33.40	-12.46	-2.75
石油・ガス	Ufaneftekhim	0.20	-0.29	9.52	14.55
不動産	Open Investments	0.47	0.00	0.00	該当なし
輸送	OAO Aeroflot	0.49	14.48	70.32	53.68
公益事業	HydroOGK	1.04	-17.72	該当なし	該当なし
公益事業	Irkutskenergo OJSC	0.23	-21.01	53.55	99.49
公益事業	Mosenergo TGK-3 OAO	0.23	-7.56	18.41	35.81
公益事業	OGK-3 OJSC	0.26	-31.15	24.49	122.73
公益事業	OGK-5 OJSC	0.22	-32.65	41.29	93.75
公益事業	Unified Energy System	3.23	-22.68	30.18	154.71
公益事業	Unified Energy System (優先株)	0.58	-25.00	29.03	156.20

出典： Troika Dialog

本書に含まれる情報及び要約(以下要約とする)は記録に過ぎず、情報の提供のみを目的とする。本要約はいかなるファンドの株式、またはその他持分売却の勧誘もしくは売買を推奨する、或いは契約または約束の根拠となるものではなく、またそう解釈されるべきものではない。本要約は各対象、および第三者の情報源からの情報及び資料に基づいており、完全性、正確性を保証するものではなく、またこの点に関して表明、または表明するものではない。当社は、多くのファンドは特定の法域(米国及びシンガポールを含む)では売却できない、または売却が規制される可能性がある点を理解している。従って、本要約で取り上げたいずれかのファンドに対し何らかの投資行動を取る前に、独立した専門家から助言を得ることを勧めたい。本要約の利用或いは本要約の内容を信頼することによって発生する直接または間接的な損失に対し、当社はいかなる責任も負わない。

表 3： セクター内訳

2008 年 4 月 1 日現在の RTS 指数企業の内訳				
産業	指数に占める ウェイト　%	2008 年 リターン%	2007 年 リターン%	2006 年 リターン%
金融	18.01	-3.89	2.95	24.11
化学	1.03	0.60	9.83	0.29
消費財	1.44	-0.09	0.26	0.72
固定回線	2.73	-0.25	0.52	2.87
製造	0.99	0.73	0.50	0.54
金属	12.86	0.95	11.81	6.01
移動体、メディア、IT	1.34	-0.18	0.61	0.43
石油・ガス	53.92	-3.31	2.86	20.25
不動産	0.53	0.00	0.00	0.51
輸送	0.41	0.07	0.34	0.22
公益事業	6.78	-1.28	1.46	9.47

出典： Troika Dialog

表 4: セクター別パフォーマンス

戦略セクター別パフォーマンス		
	年初来 (2008 年 4 月 1 日まで)	2007
化学	18%	154%
石油・ガス	-9%	10%
ロシア－輸出	-6%	16%
製造	-8%	46%
不動産	-8%	43%
メディア、IT	-5%	-1%
消費財	-10%	33%
輸送	-7%	85%
金融	-23%	10%
ロシア –内需	-19%	34%
ロシア－インフラ	0%	78%
金属・鉱業	7%	79%
通信	-23%	82%
公益事業	-17%	22%

出典：Bloomberg、 Troika Dialog

表 5: セクター別バリュエーション

2008 年 4 月 1 日現在のセクター別バリュエーション										
	MCap	ADT	2008 年予想				2009 年予想			
	10 億 米ドル	100 万 US米ドル	P/E	EPS、 対前年比	EV/ EBITDA	PBR	P/E	EPS、 対前年比	EV/ EBITDA	PBR
石油・ガス	610	2,569	7.9	15%	5.3	1.6	7.1	10%	4.5	1.4
金属・鉱業	207	761	10.7	2%	6.4	2.4	10.7	-2%	6.2	2.1
公益事業	142	226	44.8	24%	9.4	2.8	24.7	118%	10.6	2.8
金融	119	588	12.6	39%	-	2.0	9.8	27%	-	1.7
通信	108	345	15.0	23%	6.9	3.7	12.4	21%	5.5	3.1
不動産	45.1	19	11.0	57%	8.5	2.0	7.7	68%	6.2	1.6
化学	44.3	33	11.8	159%	8.9	4.6	10.5	13%	7.3	3.2
消費財	43.0	83	19.7	40%	9.7	3.1	15.4	20%	7.9	2.6
製造	39.3	18	9.7	19%	6.5	1.6	9.1	11%	6.1	1.4
輸送	12.9	3	14.9	16%	8.0	1.9	11.7	25%	6.3	1.6
メディア、IT	8.0	15	23.2	-	12.5	4.8	14.1	65%	8.2	4.0
ロシア	**1,378**	**4,640**	**10.1**	**18%**	**6.1**	**2.0**	**8.6**	**12%**	**5.2**	**1.7**
ロシア－内需	**326**	**1,051**	**14.2**	**37%**	**7.8**	**2.4**	**11.2**	**30%**	**6.2**	**2.1**
ロシア－輸出	**725**	**3,086**	**8.3**	**13%**	**5.6**	**1.8**	**7.8**	**7%**	**4.8**	**1.5**
ロシア－インフラ	**185**	**277**	**9.7**	**20%**	**5.5**	**2.0**	**8.9**	**7%**	**5.0**	**1.7**
MSCI EM			**11.8**	**16%**	**7.4**	**2.6**	**10.3**	**15%**	**6.7**	**2.3**
MSCI DM			**12.3**	**10%**	**7.0**	**2.0**	**10.9**	**12%**	**6.5**	**1.8**

注: Russia - Domestics excludes utilities

出典: Bloomberg, IBES, Troika Dialog estimates

本書に含まれる情報及び要約 (以下要約とする) は記録に過ぎず、情報の提供のみを目的とする。本要約はいかなるファンドの株式、またはその他持分売却の勧誘もしくは売買を推奨する、或いは契約または約束の根拠となるものではなく、またそう解釈されるべきものではない。本要約は各対象、および第三者の情報源からの情報及び資料に基づいており、完全性、正確性を保証するものではなく、またこの点に関して表明、または表明するものではない。当社は、多くのファンドは特定の法域 (米国及びシンガポールを含む) では売却できない、または売却が規制される可能性がある点を理解している。従って、本要約で取り上げたいずれかのファンドに対し何らかの投資行動を取る前に、独立した専門家から助言を得ることを勧めたい。本要約の利用或いは本要約の内容を信頼することによって発生する直接または間接的な損失に対し、当社はいかなる責任も負わない。