

ロシア：概況

Alexander Morozov: +7495 721 1577 alexander.morozov@hsbc.com

- ▶ ロシア経済は原油価格の急騰と財政・金融面での刺激策を背景にインフレ加速を伴って急拡大中。メドベージェフ・プーチンの二頭体制の下、ロシア政治に大きな変化はなし。

景気過熱と政策見通し

2007年4QのGDP成長率は前年比+9.5%に加速し、2008年は前年比おおよそ8%の成長が続いているもようである。高成長をけん引しているのは消費関連サービスセクターだ。建設と資本財関連業界も旺盛な投資需要を反映して急成長中である。非クレジットからクレジットへの資産再配分と中銀による銀行セクターの流動性維持策が奏功して、国際的な信用収縮はこれまでのところ銀行貸出の目立った減少にはつながっていない。資本流入の再拡大により、今年後半も信用の伸びが続く見通しである。プーチン政権は高成長の維持を最優先課題としており、その政策目標の達成のため、高インフレと中期的な景気過熱リスクを容認する考えのようである。

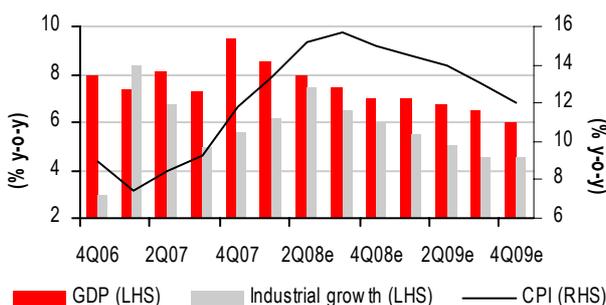
高成長達成のため、政府は生活費の上昇による影響を補償するための特定の所得層を対象とした支出策を検討している。メドベージェフ大統領とプーチン首相就任を受けた内閣改造後も、政局に目立った変化はない。大統領府から内閣へと多少の権力移譲がみられたが、メドベージェフ大統領は自身の政権チームを確立している。新大統領は、法の支配の確立、裁判所の独立、汚職排除、中小企業を対象とした行政手続きの簡素化を優先課題としており、一部政府機関の権限が強化される可能性がある。

	Q3 2007	Q4 2007	Q1 2008	Q2 2008e	Q3 2008e	Q4 2008e	Q1 2009e	Q2 2009e	Q3 2009e	Q4 2009e
GDP 成長率 (前年比%)	7.3	9.5	8.5	8.0	7.5	7.0	7.0	6.7	6.5	6.0
鉱工業生産 (前年比%)	4.9	5.6	6.2	7.5	6.5	6.0	5.5	5.0	4.5	4.5
CPI (四半期末%、前年比)	9.3	11.9	13.3	15.2	15.7	15.0	14.5	14.0	13.0	12.0
PPI (四半期末%、前年比)	10.4	25.1	26.4	26.6	26.8	27.0	20.0	17.0	15.0	12.0
貿易収支 (% GDP)	9.0	10.4	12.7	11.8	5.9	2.0	7.4	5.0	2.4	3.7
経常収支 (% GDP)	4.4	6.4	10.4	7.6	1.8	-2.1	5.1	0.7	-1.6	-0.2
外貨準備高 (USDbn)	415.3	462.0	493.3	538.5	557.8	559.2	582.7	597.0	594.0	593.0
政策金利, 四半期末(%)	10.0	10.0	10.3	10.5	10.8	11.0	11.3	11.3	11.3	11.3
5年利回り, 四半期末 (%)	6.4	6.3	6.4	6.9	6.7	6.9	7.2	7.4	7.7	7.9
RUB/USD, 四半期末	24.86	24.55	23.48	24.18	25.10	25.59	26.10	26.23	26.23	26.36
RUB/EUR, 四半期末	35.46	35.93	37.11	36.27	35.14	34.54	33.92	34.09	34.09	34.26

2002年に逆戻り

2007年4Qに2ケタ台に乗せて以来、2008年前半もインフレ率の上昇が続いており、前年比15%に加速している。インフレ率がこの水準に達するのは2002年以後のことである。物価上昇圧力は多様な品目へと広がりをみせており、コアインフレ率や非食品価格が上昇している。このことは、食品価格が安定化しても、インフレの急速な沈静化は期待できないことを意味する。物価上昇が続くと判断がさまざまな契約価格に反映されるようになっており、インフレ期待の上昇に伴い賃上げ要求にも影響を及ぼし始めている。所与のマネーサプライ伸び率と経済成長率の下では、貨幣流通速度が上昇するとインフレが上昇する。家計の貯蓄性向は、実質金利の低下を受けずでマイナスに低下している。

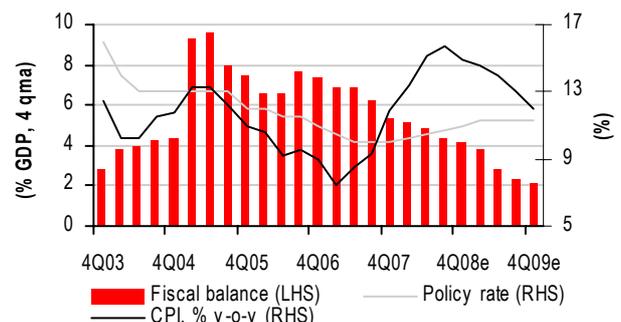
景気とCPI



インフレ目標導入の地ならし

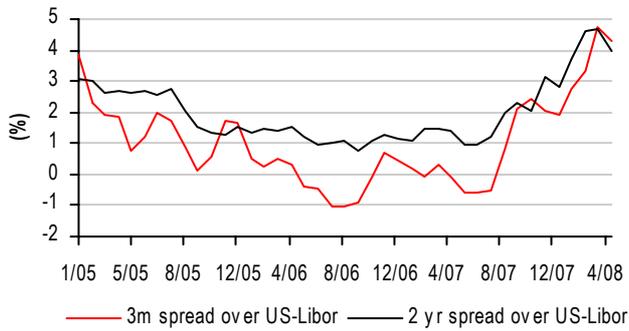
2008年2Qにロシア中銀は2、3年後をめどとしたインフレ目標制への移行を示唆する2つの政策変更を行った。まず、1Qの利上げに続き、4月にすべての政策金利の25bpの引き上げを実施した。さらに5月中旬、ルーブルの非公式の目標変動枠内における市場介入手法の変更を発表した。また財務省と中銀は、中銀のレポレートに100bp上回る水準を最低入札金利として財務省の保有する余剰ルーブルに対する入札を開始した。総じて、一連の対策は為替市場の変動性を高め、一段の利上げを可能にすることを狙ったものである。また当局は、金利上昇は避けられないとしても、銀行システムの流動性低下を放置する考えはないことを明確にしている。インフレ目標導入に向けた次のステップとして、準備率の引き上げとルーブルのオファーレートの引き上げ、一段の利上げなどが予想される。

政策スタンス

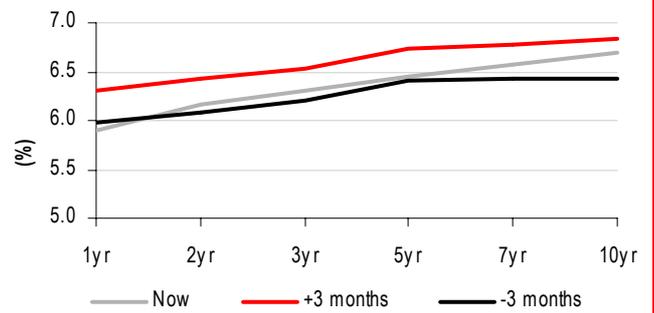


ロシア：チャート一覧

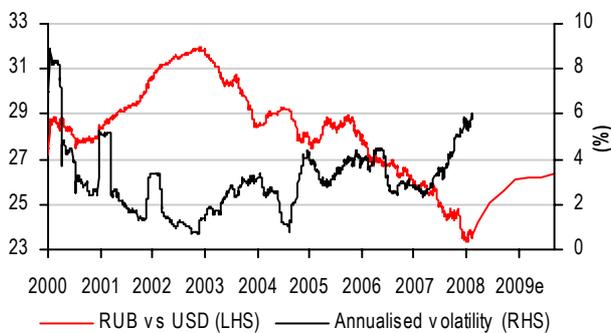
金利スプレッド (対 USD Libor)



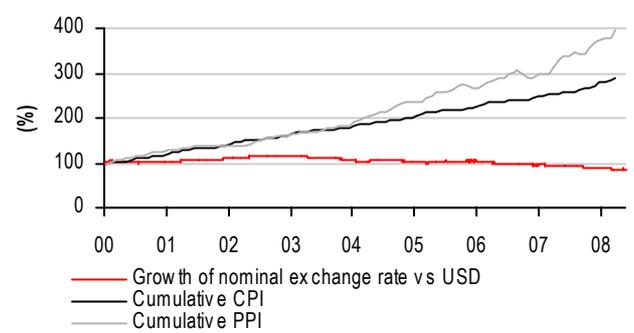
イールドカーブ



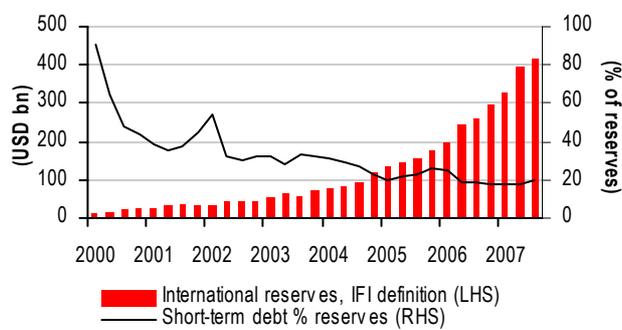
為替レートとボラティリティ



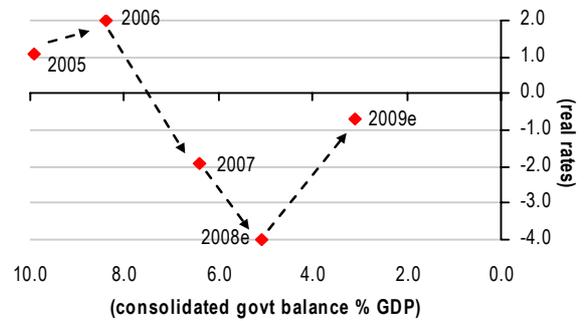
為替レートとインフレ率



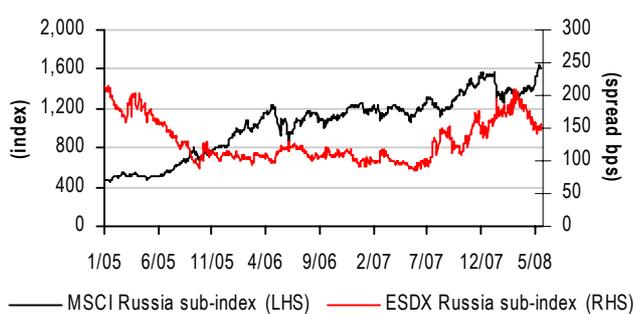
外貨準備と流動比率



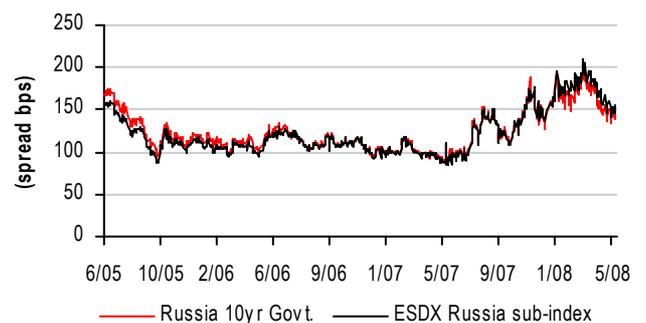
財政収支と実質金利



株式・債券市場



現地通貨建て債務の利回りとドル建て債務の利回り



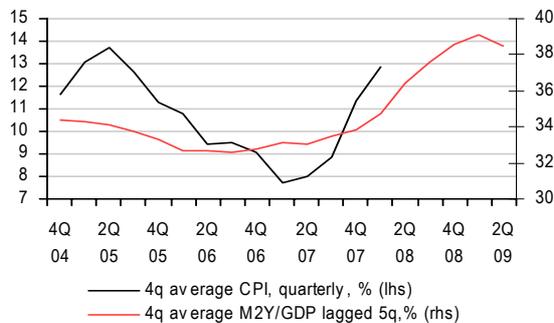
ロシア：内外要因

- 過去の金融緩和策によりインフレ率、輸入の伸びともに急加速する一方、原油価格急騰が続いていることで輸出の伸びも高水準を維持。ロシアの格付けが引き上げられればソブリン債の下支え要因となる。

なおマネーが価格を支配

インフレの急加速は金融緩和に起因しているとする HSBC の解釈は、食料、エネルギーの価格高騰を通じた輸入インフレを主張する見方と相反する。こうした要因の影響を完全に退けるつもりはないが、あくまでも 2 次的なものにすぎないと考える。外的ショック要因のみにより国内のトレンドが形成されることはなく、多少の歪みが生じるだけである。トレンドを決定するのは金融要因である。2007 年半ば以降、食料価格の急上昇を背景にインフレ率が加速し、金融ダイナミクスにより決定される水準を上回った。食料価格高騰の影響がなければ、インフレ率は現在の水準を 2~3 ポイント下回ると考えられるが、それでもなお昨年より高い。食料以外の財とサービスの価格が 2 倍に上昇していることは、HSBC の見方を裏付けていると言える。

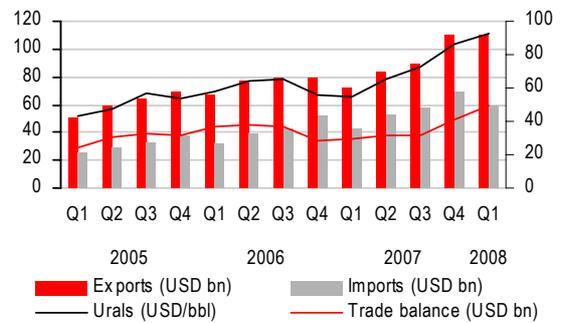
インフレ率は高止まりの見通し



輸入の伸びが輸出に匹敵する水準に加速

高インフレにもかかわらず、インフレ加速が各国に共通した現象となっていることを反映してルーブル (RUB) の実質実効為替相場は 4 月末までに +2.3% と緩やかに上昇している。しかし、高インフレとロシアの管理フロート制を反映して輸入の伸びが加速している。その結果、数量ベースの伸びは小幅にとどまるものの、原油高を主に金額ベースでは大幅に拡大している輸出と輸入の伸び率格差が急速に縮小している。これまでの上昇に匹敵するペースで原油価格が急落した場合、輸出が急減する恐れがあり、貿易収支と経常収支が赤字に転落すれば、いずれルーブル安圧力が高まる可能性がある。

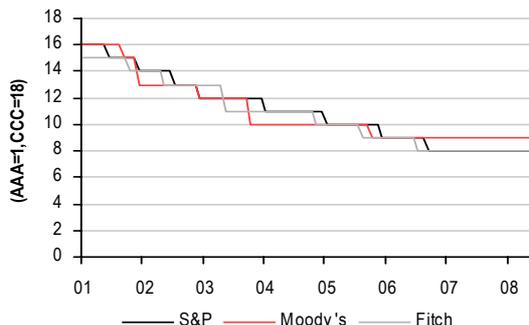
ウラル原油の価格と輸出入動向



大統領選でロシア格上げの可能性高まる

大統領選直後の今年 3 月、S&P と Moody's はロシアのソブリン格付けのアウトルックを「ポジティブ」に変更した。前回ロシアの格付けが格上げされたのは 2006 年 9 月である。その後、ロシアのマクロ情勢は一段と改善しており、大統領選をめぐる政治的なリスクが解消すれば格上げが行われる可能性が高まっていた。S&P による格付けが 1 段階、Moody's による格付けが 2 段階引き上げられれば、ロシアの格付けは A 格となる。最近、ロシアの CDS はロシアよりファンダメンタルズが見劣りするダブル B 格の国 (トルコ、ウクライナ) の CDS をアウトパフォーマンスしているが、格上げ期待からトリプル B 格の国 (ハンガリー、ブラジル、メキシコ) の CDS をアウトパフォーマンスする可能性も残る。

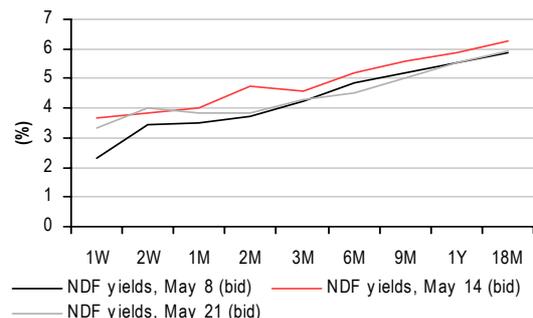
ロシアのソブリン格付け



ルーブル・キャリアに妙味

2009 年にはルーブル安圧力が高まる可能性があるが、1 年あるいは 18 カ月の NDF の売りが魅力的である。このトレードでは、①対バスケットのルーブル相場が 29.61 の水準でポジションを構築した場合、②ロシア中銀が向こう 12 カ月にルーブル変動枠の上限を 30.25 に 1% 引き上げた場合、③12 カ月後にルーブル相場が新たな変動枠の上限近辺に達した場合、のいずれにおいても、損失が発生する可能性は低い。しかし、このポジションを保有する場合、水準訂正リスクが存在することに留意する必要がある。向こう 18 カ月のルーブルの下値余地は限定的なため、残存期間の短い (12~18 カ月) 国内債のルーブル建てロングポジションを選好する。このトレードでは準ソブリン債のキャリアが良好で、利回りは 7.0~7.3%、クレジットリスクは同年限の国債と同水準にとどまる。セカンドティアの準ソブリン債の利回りは 8.1~8.4% だが、投機的格付けである。

1 年、18 カ月 NDF 売りに妙味



ロシア：マクロ指標

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e
生産・需要・雇用								
GDP 成長率 (% 前年比)	4.7	7.3	7.2	6.4	7.4	8.1	7.8	6.6
名目 GDP (USDbn)	345.6	431.7	591.7	760.2	988.6	1,290.1	1,732.9	1,943.8
1人当たり GDP (USD)	2,378	2,985	4,114	5,323	6,942	9,085	12,212	13,718
民間消費 (% 前年比)	8.5	7.5	12.1	11.8	11.3	13.1	13.5	8.1
政府支出 (% 前年比)	2.6	2.2	2.1	1.0	2.3	4.9	4.4	2.2
投資 (% 前年比)	2.8	12.8	12.6	10.6	17.5	20.8	18.2	11.0
鉱工業生産 (% 前年比)	3.1	8.9	8.3	4.0	3.9	6.3	6.5	4.9
国内総貯蓄 (% GDP)	23.3	24.4	24.9	25.1	26.6	28.4	29.8	30.9
失業率 (% 年末)	8.6	7.8	8.2	7.6	6.9	6.1	5.5	5.0
物価・賃金								
CPI, 平均 (% 前年比)	15.8	13.7	10.9	12.7	9.7	9.0	14.6	13.5
CPI, 年末 (% 前年比)	15.1	12.0	11.7	10.9	9.0	11.9	15.0	12.0
PPI, 年末 (% 前年比)	17.1	13.1	28.8	13.4	10.4	25.1	27.0	12.0
製造業賃金, 名目 (% 前年比)	35.2	26.0	21.9	26.9	24.3	27.1	28.4	23.7
マネー・為替・金利								
広義のマネーサプライ M3 (% 前年比)	33.2	50.5	35.8	38.6	48.8	47.5	30.0	20.0
民間融資実質伸び率 (% 前年比)	21.1	22.3	20.5	17.7	27.2	32.1	6.4	10.1
政策金利, 年末 (%)	21.0	16.0	13.0	12.0	11.0	10.0	11.0	11.3
5年利回り, 年末 (%)	13.8	8.1	6.8	6.4	6.3	6.3	6.9	7.9
RUB/USD, 年末	31.80	29.50	27.70	28.78	26.33	24.55	25.59	26.36
RUB/USD, 平均	31.35	30.68	28.81	28.45	27.19	25.57	25.07	25.97
RUB/EUR, 年末	33.40	37.20	37.70	33.96	34.72	35.93	34.54	34.26
RUB/EUR, 平均	30.06	33.35	34.46	34.99	34.17	35.05	36.60	33.76
対外部門								
商品輸出 (USDbn)	107.3	135.9	183.2	243.8	303.9	355.5	459.0	454.7
商品輸入 (USDbn)	48.8	60.3	97.4	125.4	164.7	223.4	319.3	367.9
貿易収支 (USDbn)	46.3	59.8	85.8	118.4	139.2	132.0	139.7	86.9
経常収支 (USDbn)	29.1	35.9	59.9	84.3	94.3	78.3	73.7	16.9
経常収支 (% GDP)	8.4	8.3	10.1	11.1	9.5	6.1	4.3	0.9
純対内直接投資 (USDbn)	-0.1	-1.8	2.1	2.5	9.2	6.8	11.5	12.0
純対内直接投資 (% GDP)	-0.0	-0.4	0.4	0.3	0.9	0.5	0.7	0.6
経常収支 + 対内直接投資 (% GDP)	8.4	7.9	10.5	11.4	10.5	6.6	4.9	1.5
輸出 (% 前年比)	5.3	26.7	34.8	33.1	24.7	17.0	29.1	-0.9
輸入 (% 前年比)	13.4	24.8	28.0	28.8	31.3	35.7	42.9	15.2
外貨準備高 (金を除く) (USDbn)	44.0	73.1	120.7	175.9	295.6	462.0	559.2	593.0
輸入カバー月数	10.8	14.5	14.9	16.8	21.5	24.8	21.0	19.4
公的・対外債務ソルベンシー指標								
商業銀行外貨資産 (USDbn)	13.7	21.4	26.0	39.2	65.2	93.3	99.3	109.3
対外債務総額 (USDbn)	143.4	180.2	214.5	257.2	310.6	459.6	535.1	601.1
短期対外債務 (外貨準備%)	118.0	68.9	29.9	24.7	19.2	22.8	21.9	23.1
民間対外債務 (USDbn)	14.7	39.0	108.9	176.2	262.0	413.2	493.2	563.2
連結財政収支 (% GDP)	1.4	2.3	4.6	9.9	8.4	6.4	5.1	3.1
政府財政収支 (% GDP)	1.4	1.7	4.4	7.5	7.4	5.4	4.1	2.1
プライマリーバランス (% GDP)	3.5	3.4	5.5	8.5	8.2	5.9	4.5	2.5
公的部門対内債務総額 (RUBbn)	680.0	682.0	778.5	875.4	1,052.0	1,265.0	1,634.0	2,030.0
公的部門対内債務総額 (% GDP)	6.3	5.1	4.6	4.0	3.9	3.8	3.8	4.0
公的部門対外債務総額 (USDbn)	116.5	117.3	105.6	82.4	48.6	46.4	41.9	37.9
公的部門対外債務総額 (% GDP)	33.7	27.2	17.8	10.8	4.9	3.6	2.4	1.9
公的部門債務総額 (% GDP)	40.0	32.3	22.4	14.9	8.8	7.4	6.2	6.0

Disclosures

- 本レポートは機関投資家への情報提供を目的に作成したものです。本レポートに記載されている意見や予測は個別の投資目的やポジション、ニーズに応えたものではありません。投資の決定は投資家ご自身の責任でなさるようお願いいたします。
- アナリストの報酬は投資銀行部門を含む HSBC 全体の収益性を一部勘案して支払われます。
- 本レポートの主たる対象企業以外の企業に関するディスクロージャーについては、インターネットの www.hsbcnet.com/research で入手可能な当該企業の直近レポートを参照ください。

本レポートを執筆したアナリストの証言

本レポートで述べられている個別企業や証券に関する見解はすべて私個人の見解を正確に反映したものであり、私の報酬が直接・間接の別を問わず、本レポートで述べられている見解と一切関連性がなく、今後もないことを証します。

追記

1. 本レポート（原文の英語版）の発行日は 2008 年 6 月 4 日です。
2. 本レポート記載のマーケットデータは特に明示されていない限り、2008 年 5 月 30 日現在のものです。
3. HSBC は、リサーチ業務に伴い生じる可能性のある利益相反行為の防止策を適切に講じています。リサーチ部門は投資銀行部門の指揮命令系統に属さない独立した部門であり、両部門の間にはチャイニーズウォールが設けられ、機密情報や株価に影響を与える情報は適切に管理されています。

Disclaimer

* Legal entities as at 22 August 2007

'UAE' HSBC Bank Middle East Limited, Dubai; 'HK' The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Hong Kong; 'TW' HSBC Securities (Taiwan) Corporation Limited; 'CA' HSBC Securities (Canada) Inc, Toronto; HSBC Bank, Paris branch; HSBC France; 'DE' HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, Dusseldorf; 000 HSBC Bank (RR), Moscow; 'IN' HSBC Securities and Capital Markets (India) Private Limited, Mumbai; 'JP' HSBC Securities (Japan) Limited, Tokyo; 'EG' HSBC Securities Egypt S.A.E., Cairo; 'CN' HSBC Investment Bank Asia Limited, Beijing Representative Office; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Singapore branch; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Seoul Securities Branch; HSBC Securities (South Africa) (Pty) Ltd, Johannesburg; 'GR' HSBC Pantelakis Securities S.A., Athens; HSBC Bank plc, London, Madrid, Milan, Stockholm, Tel Aviv, 'US' HSBC Securities (USA) Inc, New York; HSBC Yatirim Menkul Degerler A.S., Istanbul; HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC, HSBC Bank Brasil S.A. - Banco Múltiplo.

Issuer of report : HSBC Bank plc

8 Canada Square, London
E14 5HQ, United Kingdom
Telephone: +44 20 7991 8888
Fax: +44 20 7992 4880
Website: www.hsbcnet.com/research

日本語版発行: HSBC Services Japan Limited
日本語パブリケーション部
〒103-0027
東京都中央区日本橋3-11-1 HSBCビルディング
Tel: 03-5203-3111 Fax: 03-5203-3699
日本語版編集人 山本隆道

This document is issued in the United Kingdom by HSBC Bank plc, which is a member of the London Stock Exchange, and in Australia by HSBC Bank plc – Sydney Branch (ABN 98 067 329 015) and HSBC Bank Australia Limited (ABN 48 006 434 162) for the general information of its “wholesale” customers (as defined in the Corporations Act 2001). It makes no representations that the products or services mentioned in this document are available to persons in Australia or are necessarily suitable for any particular person or appropriate in accordance with local law. No consideration has been given to the particular investment objectives, financial situation or particular needs of any recipient. The document is distributed in Hong Kong by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited and in Japan by HSBC Securities (Japan) Limited.

Each of the companies listed above (the “Participating Companies”) is a member of the HSBC Group of Companies, any member of which may trade for its own account as Principal, may have underwritten an issue within the last 36 months or, together with its Directors, officers and employees, may have a long or short position in securities or instruments or in any related instrument mentioned in the document. Brokerage or fees may be earned by the Participating Companies or persons associated with them in respect of any business transacted by them in all or any of the securities or instruments referred to in this document.

The information in this document is derived from sources the Participating Companies believe to be reliable but which have not been independently verified. The Participating Companies make no guarantee of its accuracy and completeness and are not responsible for errors of transmission of factual or analytical data, nor shall the Participating Companies be liable for damages arising out of any person’s reliance upon this information. All charts and graphs are from publicly available sources or proprietary data. The opinions in this document constitute the present judgement of the Participating Companies, which is subject to change without notice.

This document is neither an offer to sell, purchase or subscribe for any investment nor a solicitation of such an offer. This document is intended for distribution in the United States solely to “major US institutional investors” as defined in Rule 15a-6 of the US Securities Exchange Act of 1934 and may not be furnished to any other person in the United States. Each major US institutional investor that receives this document by such act agrees that it shall not distribute or provide a copy of the document to any other person. Such recipient should note that any transactions effected on their behalf will be undertaken through HSBC Securities (USA) Inc. in the United States. Note, however, that HSBC Securities (USA) Inc. is not distributing this report, has not contributed to or participated in its preparation, and does not take responsibility for its contents. In Singapore, this publication is distributed by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Singapore Branch for the general information of institutional investors or other persons specified in Sections 274 and 304 of the Securities and Futures Act (Chapter 289) (“SFA”) and accredited investors and other persons in accordance with the conditions specified in Sections 275 and 305 of the SFA. This publication is not a prospectus as defined in the SFA. It may not be further distributed in whole or in part for any purpose. The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited Singapore Branch is regulated by the Monetary Authority of Singapore. HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC is authorized and regulated by Secretaría de Hacienda y Crédito Público and Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). HSBC Bank (Panama) S.A. is regulated by Superintendencia de Bancos de Panama. Banco HSBC Honduras S.A. is regulated by Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS). Banco HSBC Salvadoreño, S.A. is regulated by Superintendencia del Sistema Financiero (SSF). HSBC Colombia S.A. is regulated by Superintendencia Financiera de Colombia. Banco HSBC Costa Rica S.A. is supervised by Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF). Banistmo Nicaragua, S.A. is authorized and regulated by Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras (SIBOIF).

The document is intended to be distributed in its entirety. Unless governing law permits otherwise, you must contact a HSBC Group member in your home jurisdiction if you wish to use HSBC Group services in effecting a transaction in any investment mentioned in this document. HSBC Bank plc is registered in England No 14259, is authorised and regulated by the Financial Services Authority and is a member of the London Stock Exchange. (070905)

© Copyright. HSBC Bank plc 2007, ALL RIGHTS RESERVED. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted, on any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise, without the prior written permission of HSBC Bank plc. (March 2005) MICA (P) 316/06/2007