＜ルーミス・セイレス・アンド・カンパニー社コメント＞

2022 年 2 月

朝日ライフ アセットマネジメント株式会社
Asahi Life Asset Management Co.,Ltd.

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 301 号
一般社団法人 投資信託協会会員 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員

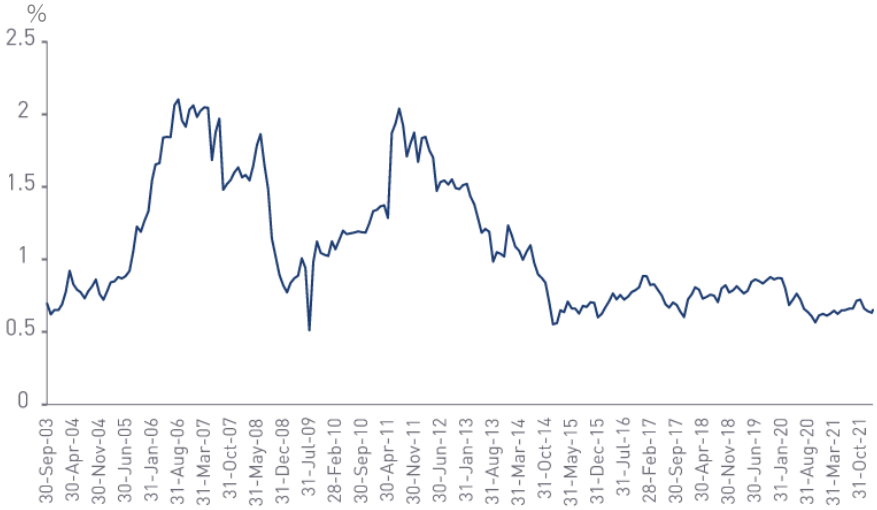
明白になっていないロシアへの資源依存について考える

ハッサン・マリク
CFA、シニア・ソブリン・アナリスト

ロシア、NATO（北大西洋条約機構）、ウクライナの間で地政学的緊張が再燃していることが、ここ数週間の市場の混乱につながっています。両陣営の間では、すでに制裁と制裁への抵抗の様々な駆け引きが行われてきました。外交努力は難局にあり、また実際に大規模な戦争が起こることはとても考えられないため、経済戦争がエスカレートするリスクを抱えています。

ロシアの金融市場への関連性は一見したところ不明瞭です。核保有国であり、国連安全保障理事会の常任理事国であり、主要産油国であるロシアは、地政学上の主要なプレーヤーであることは明らかです。同時にMSCI新興国指数の 5%に満たない株式市場や世界の株式時価総額の僅か 0.64%しかないことから(※1)、表面的にはロシアの直接金融の規模は大きくないように見えます。しかし、このような指標は、世界経済と市場におけるロシアの影響力を著しく過小評価していると考えています。世界のサプライチェーン（生産供給体制）において重要な役割を果たしているロシアは、石油と天然ガスの分野を超えて、巨大で支配的な経済的影響力を持っています。投資家の皆様におかれましては、このようなリスクを無視しないようご注意ください。

世界の株式時価総額に対する
ロシアの株式時価総額の割合
（出所)Bloomberg 2022 年 2 月 9 日現在



双方に大きな損害が生じる選択肢は考えにくい

様々な局面では、極端な制裁が検討される可能性はありますが、あまりに極端過ぎる制裁は双方に利益が無いため、即座に選択肢から外されるだろうと我々は考えています。例えば、米国がロシアを SWIFT（国際金融取引に係る通信決済ネットワークシステム）などの米ドル決済システムから排除する（過去にイランは排除されましたが、キューバは排除されませんでした）、あるいは、ロシアが NATO 加盟国（特に欧州）への石油・ガスの販売を停止する、といったシナリオです。今回の危機以前から化石燃料の価格が数年来の高値を記録している中で、ロシアのエネルギー輸出代金の支払能力を凍結することは、十分かつ適正な価格のエネルギー源を確保しようとしている西側諸国の政府にとっては逆効果であると考えられます。欧州は液体天然ガスへの投資を加速させていますが、依然としてロシアのパイプラインガスに依存しています。同様に、ロシアは 2014 年以降、変動通貨制への移行という痛みを伴う劇的なマクロ経済改革を行い、外的ショックへの耐性が向上したにもかかわらず、欧州への天然ガス輸出を停止すれば、ロシアの国際収支は悪化すると考えています。

ロシアは現在、世界のサプライチェーンを通じて巨大で支配的な影響力を有している

世界のサプライチェーンにおいてロシアは、むしろロシアの財政・対外収支にとってそれほど重要ではない非化石燃料商品の生産においても重要で広汎な役割を果たしています。したがって、これまで影響力があまり行使されていなかった分野でもロシアは巨大で支配的な経済的影響力を有していると考えています。この点で注目すべき 3 つの分野として、アルミニウム、チタン、ウランが挙げられます。

アルミニウム

我々は、世界のアルミニウム市場がロシアの地政学的リスクに敏感であることは、おそらく最も明白であると考えています。2018 年 4 月、米国政府は、ロシアのオリガルヒ（ロシアやウクライナ等旧ソ連諸国の資本主義化の過程で形成された政治的影響力を有する新興財閥）のオレグ・デリパスカ氏と、彼が当時支配していた世界最大級のアルミニウム生産会社であるルサール社に制裁を加えました。同社の株価は日中に 50%下落し、アルミニウムの先物価格は数日間で 30%近く上昇し、食品包装から航空宇宙システムまで、安価で豊富なアルミニウムの生産に依存している西側諸国のさまざまな企業がパニックに陥りました(※2)。デリパスカ氏がルサール社を売却したことで 2018 年の危機は緩和されましたが、同社の主要な生産資産はロシアに残り、クレムリン（ロシア大統領府）はさまざまな西側諸国のサプライチェーンに影響力を持っています。

チタン

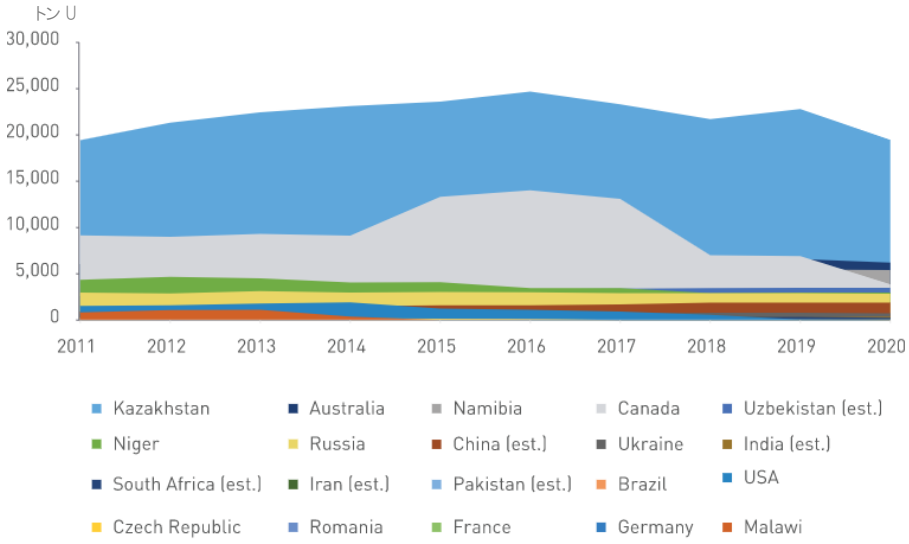
皮肉なことに、ロシアの影響力は、世界のサプライチェーンの中でもさらに無名の一角であるチタン市場において、より大きいかもしれないと考えています。格付け会社のフィッチ・レーティングスによると、VSMPO アビスマ社というロシアの一企業が、世界のチタン生産量の 30%以上を占めています。しかし、このシェアの高さは、世界のサプライチェーンにおける同社の重要性を過小評価していると考えられます。具体的には、同社の特定の製品の価格は、生のスポンジチタンのヘッドライン価格を 10 倍も上回っており(※3)、同社のチタン製品の希少価値を反映しています。最近では、2021 年 11 月にボーイング社と覚書を交わし、現在および将来の商業生産において、VSMPO アビスマ社はボーイング社の最大のチタン供給源としての地位を維持することになりました。VSMPO アビスマ社の生産は、エアバス社のチタン消費量の約 65%、ボーイング社の 35%、ブラジルのエンブラエル社の全消費量に相当すると推定されており、ヨーロッパの航空宇宙産業と

の関連性はさらに高いものとなっています。このような特殊な用途では厳しい生産基準が求められるため、航空宇宙企業の認定サプライヤーになるには費用と時間がかかり、迅速な納入先の切り替えはできません。ロシアが、武器の生産・販売に直接関連する持株会社を通じて VSMPO アビスマ社の株式を影響力ある形で所有していることは、いわゆる「スマートな制裁（経済制裁の対象を権力者や軍事的産業・軍用に転用できる品に限定することで人道的な問題を回避する）」に対する西側諸国の取り組みを困難にしていると我々は考えています。VSMPO アビスマ社はこれまでの緊張状態の中で米国の制裁を免除されてきましたが、ロシアが独自の輸出規制をかけることを妨げるものはなく、もし輸出規制が行われれば米国や欧州のサプライチェーンに恐ろしい影響を与えることになります。

ウランとその他の市場

ロシアの影響力は、自国内で生産された商品に限られているわけではありません。様々な市場におけるロシアの市場シェアを表層的にしか捉えていない分析では、この点が見落とされていると考えられます。ロシアは、ベラルーシやカザフスタンなどのポスト・ソビエト諸国（ソビエト連邦の崩壊で独立を完全に果たした国々）にも大きな影響力を持っています。これらの国は、EU（欧州連合）のポスト・ソビエト版とも言われるユーラシア連合の主要メンバーです。ベラルーシはカリウムなどの主要生産国であるだけでなく、ソ連時代に世界最大の大型トラックを製造していたベラーズ社の本拠地でもあります。これらのトラックは、国際的な鉱山コングロマリット（多業種間にまたがる巨大企業）が運営する鉱山をはじめ、世界中の鉱山で使用されています。カザフスタンは、世界最大の亜鉛、タングステン、バライトの埋蔵量を誇り、多くの商品市場で中心的な役割を果たしています。特にウラン市場は重要で、世界のウラン生産量の約 4 分の 1 を占めています。カザフスタンは世界第 2 位のウラン埋蔵量を誇り、国有企業であるカザトムプロム社は世界で最も効率的な生産者の一つです。電力需要の増加に伴う排出ガス規制の強化により、世界のウラン備蓄量が計画的・非計画的な減産により減少しているにもかかわらず、原子力エネルギーの生産上の価値が重視されています。このような状況下で、旧ソ連からの世界的なウラン供給が継続的に途絶えることは、まさに混乱を起こさせる影響があると考えています。人口の約 4 分の 1 がロシア系住民であるこの国で、カザフスタンのカッシム・ジョマルト・トカエフ大統領の権力強化のために、ロシアが軍隊を派遣したことは、ロシアの影響力の大きさを物語っています。

世界のウラン生産量
（出所）https://world-nuclear.org（世界原子力協会 HP） 2022 年 2 月 10 日許諾



ロシアの制裁は重大なリスク

NATO とロシアの間で完全な銃撃戦が行われたり、ロシアが真冬にヨーロッパへのガスの供給を停止したりするシナリオは、お互いに痛みを伴うため考えにくいですが、ロシアが行う制裁の可能性を考えると、憂慮すべきことだと考えています。世界のサプライチェーンは、米中貿易戦争と新型コロナウィルスによって引き起こされたショックからまだ回復していません。地政学的なダイナミクスを考慮しながら、石油や天然ガスなどの明白な分野を超えて眺めて見ると、ロシアが世界の、特に欧米のサプライチェーンに対して大きな影響力を持っていることがわかります。重要なことは、このような影響力はロシア側の方が支配的で、欧米の企業、労働者、消費者がロシアよりもはるかに大きな損害を被る可能性があると考えられることです。世界の成長に影響を及ぼす新たなサプライチェーンに対する悪影響のリスクは重大であり、見過ごしてはならないと考えています。

以上

注釈

(※1) 出所：Bloomberg、2022 年 1 月 31 日現在。

(※2) 出所：Bloomberg。

(※3) 出所：Bloomberg。フィッチ・レーティングス、PSC Corporation VSMPO-AVISMA、2021 年 6 月 22 日。

本資料は情報提供のみを目的として提供されるもので、運用上のアドバイスを目的としているものではありません。ここに含まれる見解や予測は著者の定性的判断および仮定を反映したもので、必ずしもルーミス・セイレス・アンド・カンパニー社（以下、ルーミス社）の見解を示したものではありません。実際に起きることは予測と違うものになるため、市場が予測通りの動きをすることを保証することはできません。本資料の情報はルーミス社のいかなる投資戦略や運用商品の実際あるいは期待されるパフォーマンスを表すものではありません。第三者から入手したものを含め信頼できると判断した情報を元に作成しておりますが、その正確性を保証することはできません。本資料における見解は今後予告なしに変更することがあります。

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元金が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書(交付目論見書)をよくご覧ください。

■投資信託に係る手数料等について

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]

■申込時に直接ご負担いただく費用 …… 申込手数料 上限 5.5%(税抜 5.0%)

■換金時に直接ご負担いただく費用 …… 信託財産留保額 上限 0.3%

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

…… 信託報酬 上限 2.035%(税抜 1.85%)

■その他の費用 …… 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。

詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)でご確認ください。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率等につきましては、朝日ライフ アセットマネジメントが運用するすべての投資信託が徴収するそれぞれの費用のうち、最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

本資料は情報提供のみを目的として提供されるもので、運用上のアドバイスを目的としているものではありません。ここに含まれる見解や予測は著者の定性的判断および仮定を反映したもので、必ずしもルーミス・セイレス・アンド・カンパニー社(以下、ルーミス社)の見解を示したものではありません。実際に起きることは予測と違うものになるため、市場が予測通りの動きをすることを保証することはできません。本資料の情報はルーミス社のいかなる投資戦略や運用商品の実際あるいは期待されるパフォーマンスを表すものではありません。第三者から入手したものを含め信頼できると判断した情報を元に作成しておりますが、その正確性を保証することはできません。本資料における見解は今後予告なしに変更することがあります。

なお、英文につきましては https://www.loomissayles.com をご参照ください。資料の記載事項については資料作成時の執筆者の見解であり、将来予告なく変わることがあります。

2021-02-112