



Giancarlo Perasso

CEEMA 地域 リード・エコノミスト
グローバル・マクロエコノミック・リサーチ・チーム



Mehil Marku

シニア・インベストメント・ストラテジスト

2019 年 5 月

厳しい経済制裁の中、 信用力強化に向けたロシアの道筋

5 年ほど前、米国と欧州連合は、クリミアを併合したロシアに対して厳しい制裁を課した。その後も追加的な制裁が加えられたが、こうした制裁にもかかわらず、ロシア経済は比較的堅調に推移している。また、政府に対する明らかな国民の反発も見られない。ロシアの経済成長は、人口動態に関する懸念、構造改革の欠如、実体経済における資源(主に原油)への依存を背景として、引き続き軟調に推移する可能性が高い。それでも、ロシア当局は、近年推し進めてきた堅実な政策路線を転換しないと我々は考えている。こうした状況は、厳しい追加制裁(ユーロ債の新規購入の禁止や貿易の完全な禁止など)が課されない限り、変化しないと予想される。

米議会が重要な法案を提出したことにより今後の展望は不安定となっているが、法案が承認されるかどうかは不透明だ。一方、改選された欧州議会は、対ロシア制裁をエスカレートすることに消極的な姿勢を示すかもしれない。最終的に追加制裁措置が講じられるような事態に至った場合、ロシアの取るであろう対抗策が不確実性を増幅させるだけである。

ロシア経済の現状と今後の不確実性を踏まえ、本稿では、これまでロシアが制裁にどのように対応してきたのか、今後数カ月/数年の展望とロシアの強固な信用力への影響を検証する。

選挙妨害、その他の「悪意ある」行為

2014 年 3 月のクリミア併合以来、2016 年の米国大統領選挙への介入、シリア内戦におけるロシアの関与、英国における化学兵器の使用疑惑、米国に対する全般的な敵対行為を受けて、対ロシア制裁は拡大している。

当初の制裁は、ウクライナとロシアの軍事衝突に関係があるか、あるいはそれを支援していた個人および事業体を対象としていた。その後、制裁の対象はロシア経済の主要セクター(国防、エネルギー、金融)にまで拡大され、これには VTB やスベルバンクなどのシステム上重要な銀行、ロスネフチやガスプロムなどの大手エネルギー企業なども含まれている。

2017 年 8 月、敵対者に対する制裁措置法(CAATSA)は、ロシアのエネルギーセクターへの外国投資を制裁対象としつつ、ロシアの国防・情報部門と「重要な取引」を行っている国、企業、個人にも二次制裁を適用することを義務付けるという内容に強化された。CAATSA は、2016 年の米大統領選挙におけるモスクワの介入をめぐるミューラー特別検察官による捜査に基づいて、2018 年 3 月に起訴されたロシアの個人および団体に対しアメリカ政府が制裁を発動した際に初めて用いられた。重要なのは、CAATSA によって、米国連邦議会は制裁の発動あるいは解除に関する大きな権限を与えられ、制裁を解除するには連邦議会から広い支持を得なければならないことである。

特に Nathan Sheets (PhD, PGIM フィクスト・インカム, チーフ・エコノミスト, グローバル・マクロ・エコノミック・リサーチ責任者)、Pradeep Kumar (PhD, PGIM フィクスト・インカム, エマージング市場デット・チーム, ポートフォリオ・マネージャー)など、本稿に対する我々の同僚からのコメントに感謝する。

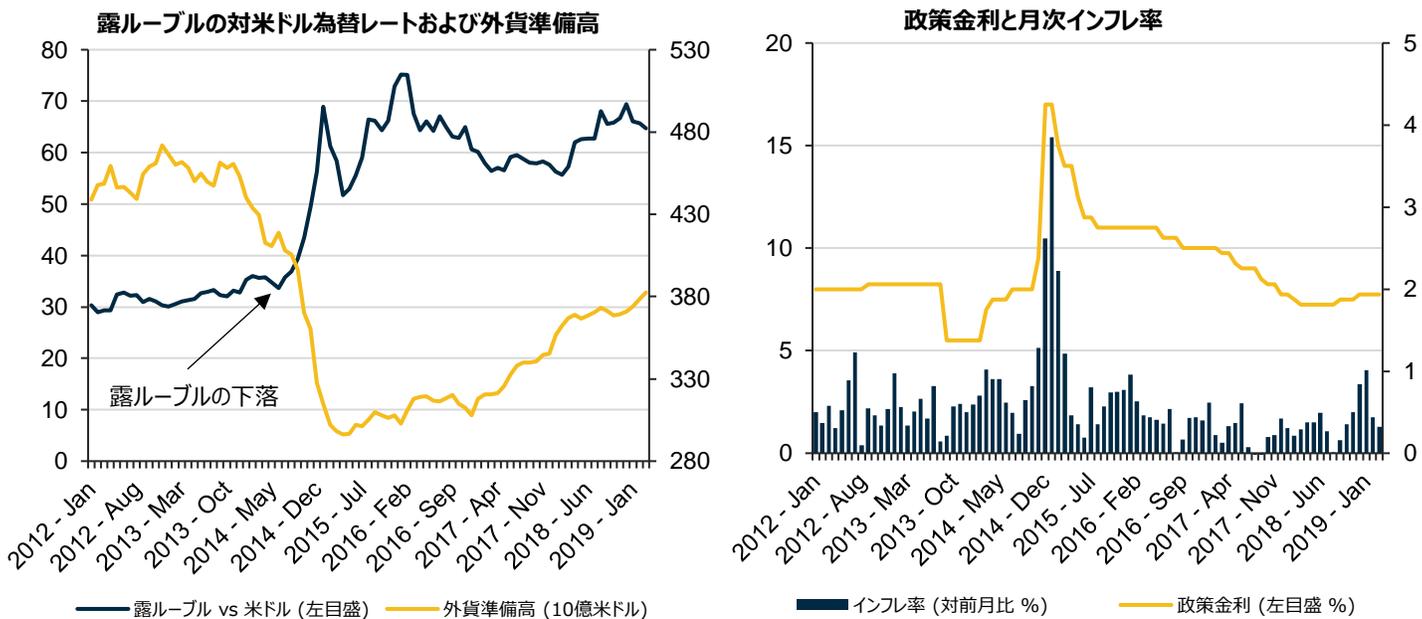
また、ロシアは、2018年の米国中間選挙への介入疑惑、および米国の影響力が及ぶ従来からの領域に対する広範囲にわたる挑戦的な行為を繰り返しており、対ロシア制裁には終わりが見えない。生物化学兵器法に基づいて制裁(2019年制定のクレムリンによる侵略から米国の安全を防御することに関する法(DASKAA)に由来する、米国の安全保障を守るための超党派議員による法案に基づく)が課されようとしていること、およびこうした米国からの制裁に対してロシアの脆弱性を軽減するような措置(例えば、中央銀行が保有する米ドルの減額)が講じられている状況を考えると、こうした印象はさらに強くなる。提出された内容で承認されれば、DASKAはロシアの新しいソブリン債への投資を妨げ、銀行およびエネルギーセクターを対象とした新しい制裁が導入されることになるため、ロシアにとって非常に痛手となる。

対ロシア制裁が、経済的なダメージを与え、ウクライナその他の地域におけるさらなる積極的な軍事行動を抑止し、民主的な選挙への介入を防止し、西側諸国における情報収集力を低下させ、禁止されている化学兵器を国外で使用したことを処罰することを目的としたものであったとしたら、その結果はせいぜいまちまちであったと言わざるを得ない。例えば、経済面では、国民の生活水準や海外からの投資が悪化する一方で、マクロ経済の安定と強固な対外的財政収支はともに維持されており、この点において制裁の大きな効果は生まれていない可能性がある。

低調な成長を続ける中、マクロ経済安定化への道筋

クリミアの侵攻およびウクライナ東部のドンバス地域の分離は、原油価格が120米ドル/バレルから50米ドル/バレルに急落する直前に行われた。このため、ロシア経済は、制裁と原油価格の急落という二重の打撃を受けた。ロシア当局の初動は予想通りのものであり、かつて他の新興国でも見られたものであった。すなわち、金利の引き上げや外貨準備高(原油価格急落やクリミア侵攻前の2013年末時点で約4,500億米ドル)を調整することで通貨下落を抑制しようと試みた。図1は、2014年後半の米ドルに対する露ルーブルの下落、および外貨準備高の推移を示している。2014年12月、最終的にロシア中央銀行は、純粋なインフレ目標の設定および完全変動相場制へと政策を転換した。月次の物価上昇率が鈍化し始めると政策金利を引き下げ(図2参照)、それと同時に財務省は非常に慎重な政策スタンスをとり始めた。

図1と2：露ルーブルの対米ドル為替レートおよび外貨準備高、政策金利と月次インフレ率



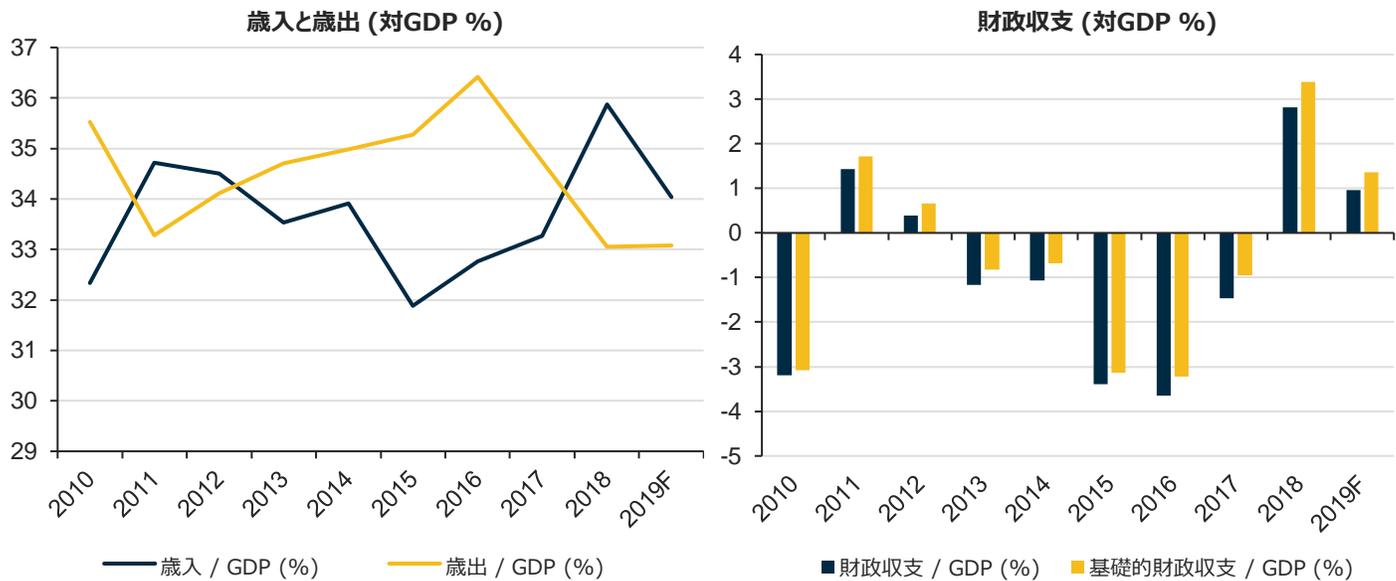
出所：ハーバー・アナリティクス (2019年5月現在)

2014年末に導入された極めて伝統的な金融政策の目的は、早急にインフレを抑制することで、既に顕著となっていた家計の購買力と消費活動の低下を抑制し、ひいてはあらゆる形態の経済的不満の蔓延を阻止することにあった。

このマクロ経済調整プロセスにおいても1つ重要だったのは、慎重な財政政策を導入することであった。ただ、景気は後退しており、またロシア当局は制裁およびクリミア併合を原因としたマイナスの影響に直面していたため、慎重な財政政策の導入にはある程度の時間を要した。図3と図4は、原油価格の上昇を背景にロシア当局が2017年に堅実な財政政策を導入し、2018年には大幅な黒字を計上した様子が示されている。足元の

予算では1バレル当たり原油価格は約40米ドルと想定されており、原油価格の上昇に基づいて増加した歳入は、歳出を増加させるよりも、むしろ政府系投資ファンドの資金に回っている。¹

図3と4：歳入と歳出、財政収支



出所：国際通貨基金 (2019年5月現在)

このように、伝統的金融政策、堅実な財政政策、そしてちょっとした幸運(原油価格の高騰)が組み合わさって、ロシアは大きな経常黒字を計上することができた。2018年は、低調な輸入に対して原油輸出が増加し、大幅な経常黒字となった。(図6参照) マクロ経済の観点から見ると、ロシア当局は経済の安定化、外貨準備高の立て直し、債務の対GDP比率の低下、金融状況の健全化に成功した。実際に、露ルーブルの為替レートと原油価格との間の相関性が低下したことを背景として、現在課されている制裁、追加制裁の脅威、そして新たに導入された堅実な財政政策が、より独立した金融政策を可能にした。(図5参照)

図5：露ルーブルの為替レートとブレント原油価格は歴史的に相関性が高かったが、足元の相関性は薄れている



出所：ハーバー・アナリティクス (2019年5月現在)

¹ 参照：“ロシアの新しい財政規則は、石油・天然ガスへの依存を終わらせるか？” Apurva Sanghi / Naoko Kojo 著 (2017年12月6日)、ブリッキングス研究所、<https://www.brookings.edu/blog/future-development/2017/12/06/will-russias-new-fiscal-rule-end-its-oil-and-gas-dependence/>

図 6：ロシアの経常収支（第 4 四半期平均）



図 7：GDP 成長率、輸出物価（対前年比 %）



図 8：OFZ の海外投資家保有割合（%）



出所：ハーバー・アナリティクス（2019年5月現在）

しかし、経済はごくわずかな成長にとどまり、失業者数は主に人口の高齢化とサービス分野の拡大を受けて依然として抑制されている。

制裁が実体経済にどのような影響を与えたかは不明である。生産性は 2.5%のペースで上昇し、さらに加速している一方で、GDP 成長率は、低調に推移した 2014 年以前（その後、2015 年に景気後退入りした）と同水準であり、依然として原油および原油価格に大きく依存している（図 7 参照）。また、年金改革を除けば、依然としてマクロ経済調整の一部である構造改革が進んでいない。

実際問題として、唯一の真の構造改革は、ロシアが EU の農産物に対して制裁を課したことであった。これによってロシアの農業セクターは好転し、今やロシアは多くの農産物の主要輸出国になっている（露ルーブル安も支援材料になった）。² 投資環境と財産権は、先日発生した著名外国人投資家の収監事件が示すように依然として脆弱であり、引き続き政府は経済活動を強力な管理下に置いている。³ このため、制裁措置がロシア経済の低調な成長に大きく寄与しているとは言い難い。制裁によって影響を受けたセクターもあるものの、全体としては 2011-13 年と 2016-18 年の間の成長トレンドに大きな差異は見られない。

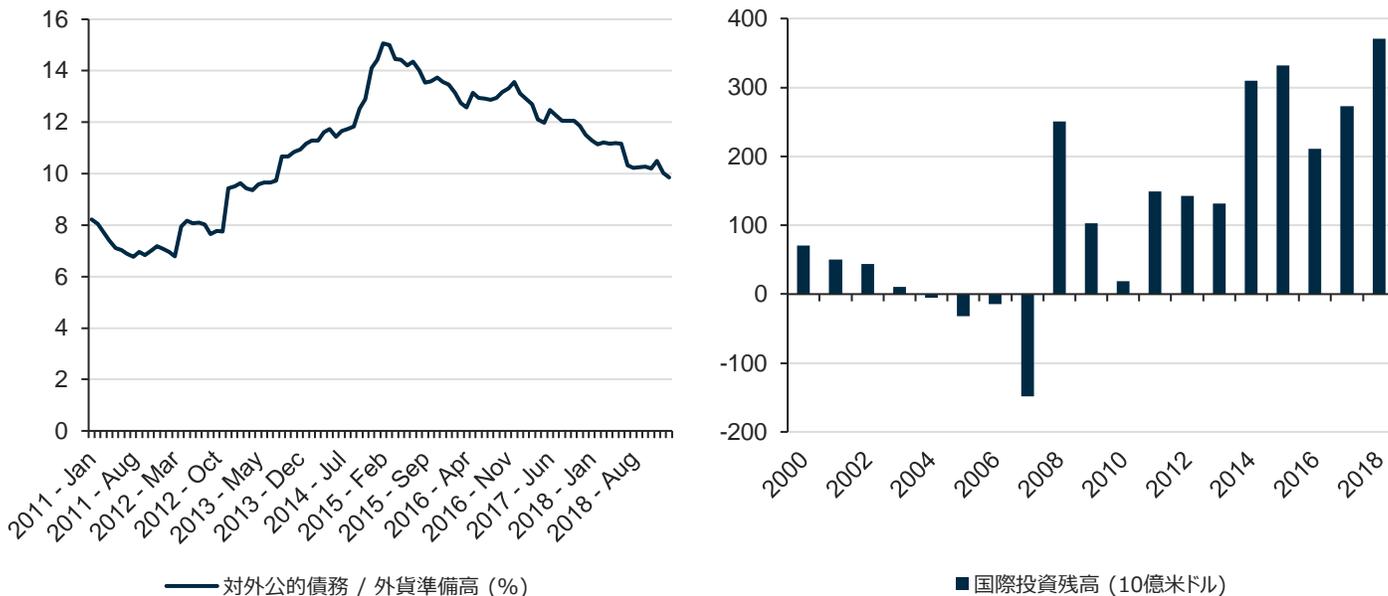
金融面から見れば、制裁の影響を最も明確に示しているのは、露ルーブル建国債である OFZ の海外投資家保有割合である。図 8 は、2018 年春に課された厳しい制裁の影響を明確に示している。ただ、追加制裁のリスクが低減しているとの認識、およびロシア当局により妥当なマクロ経済政策が継続されていることが好感され、足元では海外投資家がロシア市場に戻ってきている。

しかし、ドル建のロシア債を保有している投資家の立場から見ると、同国はきわめて安全な信用力を有しているように思われる。ロシアの対外公的債務は、現在の外貨準備高の 10%程度（図 9 参照）であり、純国際投資の残高は過去最高の水準にある（図 10）。さらに、新興国市場の中で、ロシアとボツワナの対 GDP 比債務比率は 14%と最も低い水準にある。

² “制裁措置の中、ロシアの農業セクターが盛況” 2017 年 4 月 19 日付フィナンシャル・タイムズ紙 (<https://www.ft.com/content/422a8252-2443-11e7-8691-d5f7e0cd0a16>)

³ “Calvey の逮捕でおびえるロシアの外国人投資家” 2019 年 2 月 18 日付フィナンシャル・タイムズ紙 (<https://www.ft.com/content/fc2f021a-32ae-11e9-bd3a-8b2a211d90d5>)

図9と10：対外公的債務の外貨準備高に対する比率(%)、純国際投資の残高



出所：ハーバー・アナリティクス (2019年5月現在)

高い支払能力に裏付けられて、ロシアには債務を支払う強い意思があると考えられている。ロシア人は、大統領から一般市民に至るまで、1998年の債務不履行による屈辱を今でも忘れておらず、もう二度と同じ過ちを繰り返さないと心に刻み込んでいるように思われる。

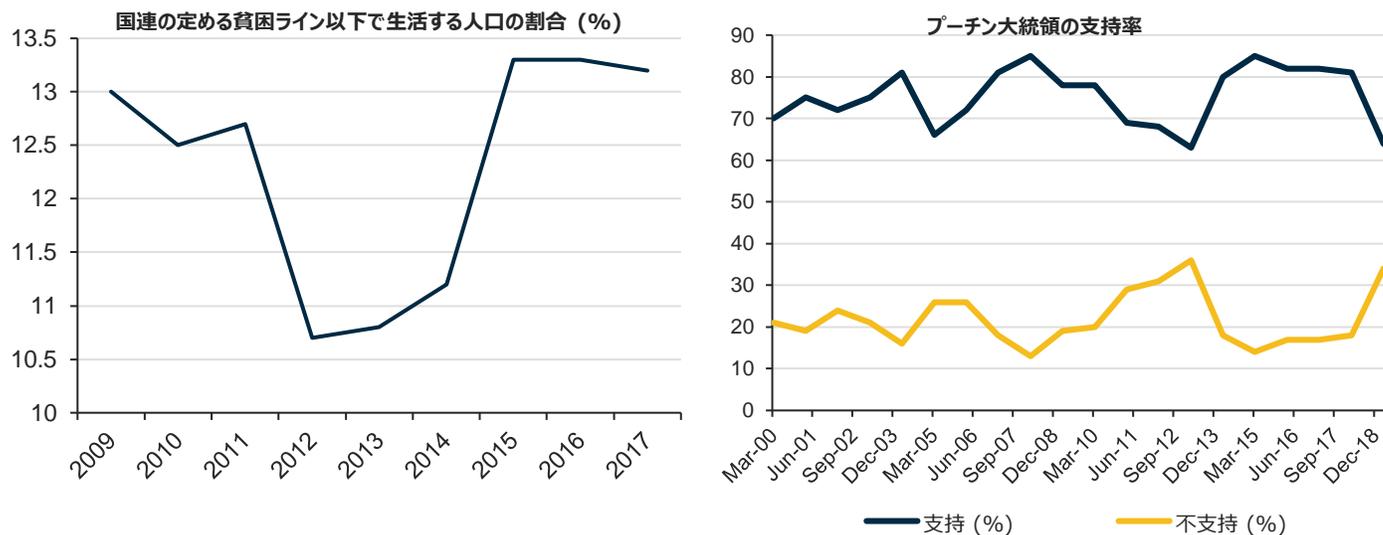
これまでのところ、欧米の制裁措置はロシア経済にある程度の影響を及ぼしているが、ロシア経済は、多くの構造改革にまだ取り組んでいないながらも、それでも2014年よりも財政的に強固な状況にある。こうした状況は今後も続くだろうか。今後さらに厳しい制裁が課されることになるのだろうか。その結果ロシアはどのような対応をするだろうか。そしてロシアの信用力はどのように変化するだろうか。こうした問題が、投資家にとって今後重要になるであろう。

今後の見通し

ロシアの財政状況は改善している一方で、それとは対照的に貧困ライン以下で生活する人口の割合は増加しており、10年前の水準を上回っている(図11参照)。プーチン大統領の支持率は依然として高いが、クリミア併合直前の水準からは低下している。クリミア併合は、生活水準が悪化し、また国民からの支持を得られていない退職年齢の引き上げを伴う年金改革案が提出された最中に行われた。2014年初めに見られたプーチン大統領の支持率上昇は、欧米による制裁決議への反動ではなく、クリミア併合を背景としたものであり、制裁の発動がロシアにおけるプーチン大統領の支持率上昇には寄与しなかったことを示唆している(図12参照)。⁴

⁴ 2011年から2013年にかけて大統領の支持率低下は不十分な社会福祉の提供を原因としたものあり、特にモスクワ以外における国民の不満を煽った。

図 11 と 12 : 貧困ライン以下で生活するロシア人の割合が増加するにつれて、プーチン大統領の支持率は低下した。



出所：図 11 は世界銀行、図 12 はレバダ・センター (2019年4月現在)

プーチン大統領に対するロシア人の幻滅感や生活水準の低下に関する懸念を推し量るもう一つの方法は、国家が社会的公正を確保していたと考えられている自国の過去について、ロシア人がどのように考えているか調査してみることである。例えば、モスクワに本拠を置くレバダ・センターが実施した2019年4月16日の世論調査によると、ロシア人の70%がスターリンによる統治は同国にとって良いものであったと考え、別の51%はスターリン自身について肯定的な見方をしていることが分かった。

野党は依然として少数勢力であり、野党指導者はしばしば治安維持活動の対象となっている中、国民は政治的不満のはけ口をまだ見つけられていない。加えて、最近制定されたインターネット主権法により、政府による反対勢力に対する統制がさらに強まる可能性がある。その結果として、プーチン大統領は現時点では政治的な脅威に直面しておらず、依然としてしっかりと権力を掌握していることから、少なくとも2024年の任期満了までは内政・外政を問わず現在の政策を継続していくものと思われる。

2024年が近づくにつれて、プーチン大統領の後任問題の重要性が高まる。憲法に従い、プーチン大統領がその職を離れるのか。あるいは、より長期的な任期を確保するために自国憲法を改定した他の強力な指導者(中国、エジプト、トルコなど)に倣い、プーチン大統領も改憲という方法を選択するだろうか。これは、投資家にとって関心を集める問題となろう。プーチン大統領がトルコのエルドアン大統領やエジプトのシシ大統領と同じ道をたどった場合、市場がどのような反応を示すか予測することは非常に難しい。最近の実例を挙げると、健全なマクロ経済政策が継続されたエジプトに対しては、市場の反応は好意的であった。一方で、マクロ経済政策が不十分であったトルコに対しては、市場の反応は否定的であった。

今後考えられるシナリオ、および債券保有者への影響

今後どのような展開が予想されるだろうか。我々は4つの考えられるシナリオと、それらが債券保有者にとってどのような意味を持つかを考察する。

シナリオ A (確率 60%) : 西側諸国の政策は現状維持される。断片的な制裁は国民レベルでは影響を与えない一方で、ロシア経済に大きな影響を与えない。

このシナリオでは、国家がより大きな役割を果たし、原油依存からの脱却は非常に緩やかなペースで進み、引き続き慎重なマクロ経済政策が維持され、ロシア経済は従来のトレンドに沿った推移を示すだろう。これは債券保有者にとって引き続き好ましい投資環境である。

シナリオ B (確率 20%) : ユーロ債の購入禁止など、制裁が強化される。これによりロシア経済は大きな打撃を受ける。

このシナリオでは、ロシア企業と政府は資本市場にアクセスすることができなくなるであろう。おそらく、経済は国家にますます依存するようになり、資本逃避が再開されるであろう。既存のドル建債券保有者の観点から見れば、発行済みのユーロ債を保有していることは、風評リスクにつながる可能性もあり、ドル建ソブリン債の保有者には希少価値という点も含めて利益をもたらす可能性がある。企業にとっては、債券市場へのアクセスが制限された中で事業を継続することはより複雑な問題であり、社債の保有者は個々の企業を個別に評価する必要性が生じる(ただし、政府は「戦略的」企

業については救済する可能性が高い)。GDP 成長率は大幅に鈍化し、経済は今まで以上に原油価格の不安定性の影響を受けることになるだろう。ロシアは、引き続き中国との戦略的関係性を深め、外貨準備を多様化すべく米ドル依存からの脱却を進め、より積極的に米国の世界的地位に挑戦し、その結果、さらなる制裁が課されるリスクを徐々に増大させる可能性がある。国民の不満を払拭することもできないだろう。

シナリオ C (確率 10%) : 欧米協調路線が崩壊。米国に比べ EU の姿勢が軟化。

このシナリオでは、ロシアの経済見通しは改善に向かうであろう。投資家の関心は EU と米国の対立に移ることが予想され、EU との結びつきが強まるロシアの産業セクターの今後の見通しも改善する可能性がある。しかし、活気を取り戻したロシアの農業セクターが EU 産の農産物との競争に耐えられるかどうかは不透明である(EU の姿勢が軟化するにつれて、ロシアは輸入規制を軽減すると想定)。しかし、全体的には、ロシアのマクロ経済の安定性が増大し、債券保有者にとって好ましいシナリオが生まれるであろう。

シナリオ D (確率 10%) : 全ての関係各国により合意に至る。ロシアによる、ミンスク議定書(ウクライナ東部での紛争終結を合意した文書)の履行、および今後は西側諸国の選挙に介入しないとの説得力のある信頼に足るコミットメントに基づき、EU と米国はこれまでの方針を変更し、2014 年以來実施されている制裁の大半を解除する。このシナリオは、ロシアや西側諸国の債券保有者をはじめとするすべての人々が利益を得られる「夢のようなシナリオ」である。しかし、残念ながら、我々は現時点ではそれが夢のようなシナリオでしかないと考えている。

結論

2014 年以降、米国と EU はロシアに対して制裁を課してきた。しかし、ロシア経済は一見したところ大きな損害を受けたようには見えず、政府に対する国民の反発も見られなかった。ロシア当局は近年推し進めてきた堅実な政策路線を転換しないと我々は考えているが、構造改革が依然として不十分であることから経済成長は低迷し、引き続き原油や資源が経済活動の中心的な役割を果たすものと思われる。従って、ロシアは、非常に堅実なマクロ経済政策と、これまでもあった原油価格の上昇という幸運に支えられ、現状の制裁措置に非常に容易に対処していくことができるであろうと我々は結論付ける。

こうした状況は、厳しい追加制裁(ユーロ債の新規購入の禁止や貿易の完全な禁止など)が課されない限り、変化しないと予想される。これを踏まえた今後の展望は不安定だ。米議会で重要な法案が提出されたが、追加制裁が発動されるかどうか、また EU その他の諸国が米国の立場に追随するかどうかは不透明である。その一方で、改選された欧州議会は、対ロシア制裁を強めることに消極的な姿勢を示すかもしれない。ロシアは、大部分の制裁による影響を払拭し、非常に魅力的な信用力を維持し続けているが、その情勢は引き続き流動的な状況となっている。

留意事項 1

データの出所(特に断りのない限り): PGIM フィクスト・インカム、2019年5月現在。

PGIM フィクスト・インカムは、1940年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社である PGIM インクおよびブルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。PGIM フィクスト・インカムはニュージャージー州ニューアークを本社とし、世界における次の事業も含まれます。(i) ロンドンの PGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iii) シンガポールの PGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門。ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブルデンシャル社とはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方(当初の配布先の投資アドバイザーを含む)に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したのですが、その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点(または本資料に記載したそれ以前の日付)における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより(直接的、間接的、または派生的に)被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

英国および欧州経済領域 (EEA) では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです: Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは英国の金融庁からの許可・規制を受けており(登録番号: 193418)、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。本資料は英国金融行為規制機構 (FCA) の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令 (MiFID II) の2014/65/EUに定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア) が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり(登録番号: 193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。(ライセンス番号: 49012)

© 2019 PFI and its related entities.

2019-2595

留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"Russia's Path to Credit Strength Amid Biting Sanctions"をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ201906250681