

# ロシアからの解放

## インデックスからのロシア除外の影響

2022年3月9日

## ロシアからの解放

2月下旬、ロシアがウクライナへの軍事攻撃を開始し、私たちも世界中の人々とともに衝撃と悲しみを覚えました。市場への影響と当面のポートフォリオ上の留意点については、別のレポートでご説明しています<sup>1</sup>。金融市場の動向は引き続き変化しています。西側諸国は迅速に対応し、制裁措置が発動され、ロシアの外貨準備は凍結され、ロシアの金融システムの相当部分が SWIFT から切り離されました。その結果、ロシアは資本規制や株式取引の停止などを決定しました。このような制裁措置や対応の一環として、インデックスプロバイダーはロシアの資産が引き続き投資可能か否かの評価を迫られています。

**株式：**ロシアが株式取引を停止し、資本規制を実施した結果、ロシア市場へのアクセス可能性<sup>2</sup>が失われたとして、3月3日、MSCIとFTSEは、既存の構成銘柄の評価額を実質ゼロ<sup>3</sup>まで減損し、株式インデックス<sup>4</sup>からロシアを除外することを決定しました。

**債券：**JPモルガンは、広く利用されている新興国債券インデックスに既存のロシア債券を残すか否か、市場参加者に調査を行い、3月7日、同社が算出するすべての債券指数からロシア債券を除外することを決定しました<sup>5</sup>。ブルームバーグも同様に、諮問委員会でロシア債券の除外を検討しており、3月前半には詳細な情報を発表する予定です。

## 直接的なロシア・エクスポージャーはポートフォリオにどの程度含まれるのでしょうか<sup>6</sup>？

弊社の参考ポートフォリオを含む多くのポートフォリオでは、新興市場の株式や債券にも資産配分を行っているため、ロシアへの直接的なエクスポージャーを有しています。また、グローバル株式インデックスも若干のロシア・エクスポージャーを有しています。

---

<sup>1</sup> [地政学が金融市場に与える影響に関する過去の事例からの検証（2020年2月25日）](#)

<sup>2</sup> 外国人所有に対する開放性、資本流入・流出の容易性、運用枠組みの効率性、投資手段の利用可能性、制度的枠組みの安定性の5項目で評価されます。 <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/market-classification>

<sup>3</sup> 厳密には証券の基準通貨の0.00001単位の価格で評価されます。

<sup>4</sup> [MSCIとFTSE、「投資不可能」なロシアを主要指数から除外（Bloomberg）](#)

<sup>5</sup> [JPモルガン、ロシア債を全ての債券指数から除外 - 今月末実施（Bloomberg）](#)

<sup>6</sup> 欧米企業がロシアで事業を展開し、収益を得るなど、間接的なエクスポージャーを有しているケースもありますが、少なくとも米国企業については間接的なエクスポージャーも小さいと見ています。S&P 500指数を構成する企業のロシアとウクライナに対する収益エクスポージャーは合計で1%程度であり、上位10社の単体でのエクスポージャーでも3%から8%の間です。 <https://insight.factset.com/few-sp-500-companies-are-commenting-on-the-crisis-in-ukraine>

ロシアに直接投資している企業もありますが、その一部は現在投資を引き揚げており、相応の評価損が発生します。

<https://www.wsj.com/articles/companies-divesting-from-russia-are-facing-big-write-downs-11646303400>

図 1 では、新興国債券と新興国株式のインデックスにおいて、ロシアへの直接的なエクスポージャーは低く、グローバル株式インデックスでは無視できるレベルであることが示されています。ただし、アクティブファンドでは、インデックス以上にエクスポージャーを有している可能性があることに留意が必要です。

**図 1 : 株式・債券インデックスにおけるロシア・エクスポージャー**

	2022 年 1 月末	2022 年 2 月末
MSCI EM (新興国株式)	3.32%	1.61%
MSCI ACWI (グローバル株式)	0.38%	0.19%
JPM GBI-EM Global Diversified (新興国債券、現地通貨建)	7.70%	2.09%
JPM EMBI Global Diversified (新興国債券、米ドル建)	3.89%	1.19%

出所 : Refinitiv Lipper, MSCI, JP Morgan, 2022 年 2 月末現在

## インデックスから特定の国が除外された場合、通常は何が起こるのでしょうか？

通常、ある国がインデックスから除外された場合、インデックスを複製するパッシブファンドは、トラッキングエラーの大幅な上昇を避けるため、構成銘柄を市場実勢価格で売却します。一方、アクティブファンドでは、より大きな裁量を行使することができますが、ロシアがオフベンチマークとなったことで、ポジションに影響が及ぶ可能性もあります<sup>7</sup>。

## ポートフォリオへの影響は？

仮に現在、ロシア株式や債券が取引されていた場合、パッシブファンドは、ベンチマークに連動するよう、構成銘柄を大幅な損失で売却するか、評価損を全額計上することになるでしょう。

しかし現在、ロシア証券の取引は不可能に近い状態です。また、資本規制により、海外に送金することもできないため、ロシア国外のファンドマネージャーは、ロシア資産を売却して他の投資に振り向けることはできません<sup>8</sup>。

つまり、紛争前にロシアのエクスポージャーを清算していなかったファンドは、ロシアの証券取引所の閉鎖と資本規制の実施により、取引ができず、当面はロシアのエクスポージャーを維持せざるを得ません。したがって、そうしたファンド<sup>9</sup>は、ロシアの証券を凍結資産として帳簿に残し、インデックスプロバイダーの考え方と同様に、大幅または全額に近い評価損を計上することが予想されます。

<sup>7</sup> アクティブ・マネージャーは、ロシアへの配分を維持することで生じるレピュテーション・リスクを懸念しています。ロシアへの投資が全面的に禁止される可能性や、ロシア政府が今後の戦費調達のために外国人投資家の保有資産を収奪する可能性など、受託者としての考慮も必要です。

<sup>8</sup> 理論的には、ロシアの証券をハードカレンシー（米ドル）で取引することは可能ですが、今のところ、そのような取引の相手方となる証券会社が存在しないため、現実には取引不可能です。

<sup>9</sup> パッシブファンドとアクティブファンドの両方を指します。

一方、ロシアの証券取引が再開され、ロシアからの送金が可能になった場合、ロシアの証券を一般的な市場価格で処分し、損失を実現した上で、残額をロシア以外のポートフォリオに再投資することも可能です。アクティブファンド、パッシブファンドともに、残額があると仮定すれば、これは絶対的なパフォーマンスの観点からは部分的な回復となるでしょう。さらに、インデックスプロバイダーがすでにベンチマークからロシアを除外しており、プロバイダーが再びロシアを追加しないと仮定すると、これはベンチマークに対するファンドの一回限りのアウトパフォーマンスにつながる可能性があります。その時点ではロシアのエクスポージャーを売却しないアクティブファンドであっても、保有する証券を実勢価格に基づいて再評価する可能性が高いため、やはり、一回限りのアウトパフォーマンスを経験する可能性があるでしょう<sup>10</sup>。しかし、ロシア証券の取引やロシアからの資金送金は、当面は不可能かもしれません。

債券の場合は、さらに複雑な要素があります。通常、配当が任意である株式とは異なり、クーポンや元本の支払いは契約によるものです。資本規制が敷かれ、ロシアの金融セクターの一部が SWIFT から排除された今、物理的に支払いができないため、ロシアはテクニカルにデフォルトする可能性があります。また、ロシアは、対外債務の不履行を選択するかもしれません<sup>11</sup>。

## デイスインベストメントについてはどうでしょうか？

投資家の中には、受託者責任上許されるのであれば、価値観上の理由から、ポートフォリオからロシア・エクスポージャーをすべて排除したいと考える方もいるかもしれません。コネチカット、ロードアイランド、ノルウェー、デンマーク<sup>12</sup>、英国<sup>13</sup>などでは、すでに多くの年金プランが、ロシア・エクスポージャーを完全に排除することを決定しています。オーストラリア政府は、現地の年金基金に対し、「売却のための措置を講じる」よう要請しています<sup>14</sup>。また、ニュージーランド政府も同様の措置をとっています。なかには、「国としてのロシアによる侵略には関連や関与がない可能性もある」として、ロシア政府とロシア民間企業へのエクスポージャーとを区別した上で、売却に関する立場を定める場合もあります<sup>15</sup>。しかしながら、前述のような理由から、直ちに資産売却が可能とは限りません。

<sup>10</sup> どのような場合でも、インデックスのリバランスやファンドのガイドラインに基づく特定のポートフォリオの投資可能ユニバースに与える影響によって、インデックスに対するアウトパフォーマンスは一時的に発生する可能性があります。また、相対的なパフォーマンスに影響を与えるような国ごとの差異が生じる可能性もあります。

<sup>11</sup> 例えば、ロシアの中央銀行は、3月第1週に海外の債券保有者へのクーポン支払いをブロックしました。このままでは、ロシアは1998年のデフォルト以来、初めてクーポンの支払いが滞ることになります。 <https://www.wsj.com/articles/some-russian-bond-trading-defrosts-as-investors-hunt-for-deals-11646339049>

<sup>12</sup> <https://www.wsj.com/articles/divesting-from-russia-proves-complicated-for-pension-funds-11646193559>

<sup>13</sup> <https://www.researchprofessionalnews.com/rr-news-uk-universities-2022-3-uss-pension-scheme-to-sell-off-500m-in-russian-investments/>

<sup>14</sup> <https://ministers.treasury.gov.au/ministers/josh-frydenberg-2018/media-releases/superannuation-fund-holdings-russian-assets>

<sup>15</sup> <https://www.nzsuperfund.nz/news-and-media/joint-statement-on-russian-investment-exclusions/>

## 結論

株式インデックスからロシアはすでに除外されています。債券インデックスにおいてもまた、新規銘柄の即時除外を行い、既存銘柄も今後除外されていきます。ただし、インデックスによるロシアの除外は、大半の場合、当初の構成比率が低位であったことから、パッシブファンドには長期的かつ直接的な影響を与えないものと思われます。一方、アクティブファンドについては、運用会社によってエクスポージャーとその影響度は異なり、個別の状況に応じて、担当コンサルタントや運用会社にご相談されることをお勧めします。



### Chris Canstein

インベストメント・リサーチ・スペシャリスト

グローバル・ストラテジック・リサーチ・チーム

## 付録 1

インデックスプロバイダー	ステータス	適用日
MSCI	主要インデックスからロシア株式を除外し、スタンドアローン市場に再分類*	3月9日取引終了後
FTSE Russell	全ての株式インデックスからロシア株式を除外	3月4日取引開始前
S & P Dow Jones	株式インデックスからロシア株式を除外	3月9日取引開始前
Stoxx	ロシア株式をインデックスから除外し、全てのロシアインデックスを凍結	3月18日取引終了後
MVIS	全てのロシアインデックスの凍結	次回の定期レビュー
JPMorgan	全ての債券指数からロシア債券を除外	3月31日
ICE	全ての債券指数からロシア債券を除外	3月31日のリバランス時

\*MSCI では市場を「先進国」「新興国」「フロンティア」「スタンドアローン」の4つのカテゴリーに分類しており、「スタンドアローン」は資本移動に規制があって流動性が低く孤立した市場を意味します。

## 重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

### ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は[Report \(Vertical\) \(mercer.com\)](https://www.mercer.com)をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライティング・マネジャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。