

野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング  
フィデューシャリー・マネジメント部  
原 和香奈

### 主要な株式・債券指数からのロシア銘柄除外と中国の政治リスク懸念の高まり

ロシアのウクライナ侵攻後、主要な指数からのロシア銘柄の除外と、大手海外年金によるロシア銘柄の売却等の表明が相次ぎました。このような事態を受けて、国内年金においては中国の政治リスクへの懸念から中国資産に対する警戒感の高まりが見受けられます。

#### 主要な指数からのロシア銘柄の除外について

ロシアによるウクライナ侵攻以降、主要な株式・債券指数からのロシア銘柄の除外が相次ぎました(図表1)。除外の主な理由としては、株式においては資本規制によってロシア市場へのアクセス可能性が失われたこと、債券においては格付の採用基準を満たさなくなったことや市場の混乱に伴う各指数の再現性への影響等が挙げられています。主要な指数における2022年1月末および2月末のロシア銘柄の組み入れ比率は図表2に示す通りです。特にグローバル株式・債券

指数におけるロシア銘柄の組み入れ比率はいずれもそれほど大きなウェイトを占めていなかったことから、指数全体へのマイナスの影響は比較的軽微に留まりました。しかし、仮により大きな割合を占める国の政治リスクが顕在化した場合には、相応の大きな損失を被る可能性があることを改めて意識させられるリスクイベントであったと言えるのではないのでしょうか。

図表2 主要な株式・債券指数における  
ロシア銘柄の組入比率

	2022年 1月末	2022年 2月末
MSCI ACWI (除く日本)	0.40%	0.20%
ブルームバーグ・グローバル総合(除く日本円)	0.31%	0.16%
J.P.モルガン GBI-EM グローバル・ダイバーシファイド*	7.70%	2.09%
J.P.モルガン EMBI グローバル・ダイバーシファイド*	3.89%	1.19%

(出所) 各指数データを用いて、NFRC 作成

図表1 主要な株式・債券指数からの  
ロシア銘柄除外

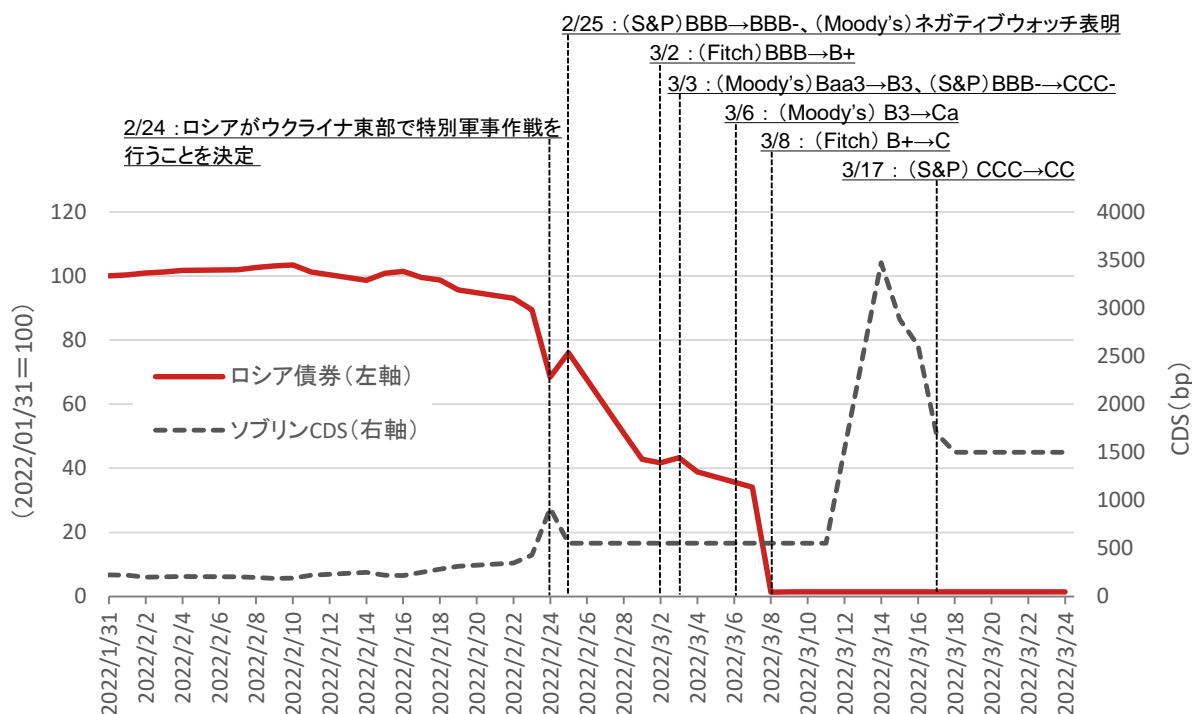
資産クラス	指数算出会社	各社の対応状況
株式	MSCI	2022年3月2日に同社の指数からロシア株式を除外することを発表、同年3月9日取引終了時に除外。
	FTSE Russell	同年3月2日に同社の指数からロシア株式を除外することを発表。
	S&P	同年3月4日に同社の指数からロシア株式を除外することを発表。
債券	J.P.モルガン	同年3月7日に同社の指数からロシア債券を除外することを発表、同年3月末に除外。
	Bloomberg	同年3月末に同社の指数からロシア債券を除外。

(出所) 各社資料等より、NFRC 作成

図表3は、ロシア債券のパフォーマンスおよびロシア国債の格付け、ソブリンCDSの推移について示したもので、プーチン大統領がロシアのウクライナ東部における特別軍事作戦開始を発表(2022年2月24日)して以降、ロシア債券価格の大幅下落とロシア国債の格付け引き下げが断続的に発生したことが確認できます。同年3月14日

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

図表3 ロシア債券のパフォーマンスおよびソブリンCDSの推移とロシア国債の格付けの変化



(注1) 全て無登録格付け。

(注2) ロシア債券は、ブルームバーグ・グローバル総合(除く日本円)に含まれるロシア債券指数を使用し、2022年1月末を100とした累積リターン推移を示す。ロシア国債の格付けは自国通貨建て長期債の格付け。

(出所) Bloomberg、Moody's、S&P、Fitchのデータを用いて、NFRCC作成

には、3月16日期限のドル建てロシア国債(海外市場発行)の利払い不履行の懸念が高まりソブリンCDSが急拡大し<sup>1</sup>、さらに3月15日にはEUが対ロシアの経済制裁強化の一環として、EUの格付け機関に対しロシアおよびロシア企業への格付け付与の禁止を打ち出したことを受けて、格付け機関各社は格付けを取り下げると発表するなど、ロシア債券を取り巻く状況は短期間で目まぐるしく変化しました。

- S&Pは同年3月21日、ロシアの発行体に対する信用格付けを4月15日までに全て取り下げると発表。4月8日に取り下げ。

- Fitchは同年3月23日、全てのロシア企業とその子会社の格付けを4月15日までに取り下げると発表。3月25日に取り下げ。
- Moody'sは同年3月24日、ロシアの発行体の信用格付けを全て取り下げると発表。3月31日に取り下げ。

また、新聞等でも報じられたように、欧米の複数の大手年金基金によるロシア銘柄の売却や新規投資の停止、今後の投資対象からの除外等の表明が相次ぎました<sup>2</sup>。

<sup>1</sup> 完全に確認されたわけではないが、その後の3月21日期限の利払いとともに予定通りに実施されたとされている。(出所:「21日のロシア外貨建て国債利払いも履行されたのか」、木内登英のGlobal Economy & Policy Insight、野村総合研究所)

<sup>2</sup> ノルウェー政府年金基金やオランダ公務員年金基金(ABP)、ニューヨーク州職員退職年金基金などがロシア銘柄の売却を表明。カリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS)はロシア企業に対する新規投資の停止を決定するとともに売却についても検討。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

### 中国資産に対する警戒感の高まり

このようなロシアの事態を受けて、中国の政治リスクへの懸念から投資家の中国資産に対する警戒感が高まったことは確かではないでしょうか。特に外国債券については、国内年金の大半が政策ベンチマークとして採用しているFTSE世界国債インデックス(除く日本)への中国国債の組み入れが2021年11月から開始されて間もないこともあり、一部で不安の声が聞かれるようになりました。外国債券の政策ベンチマークに中国が組み入れられることによって、年金資産運用における政策ベンチマークの要件としても考慮されている指数の市場代表性が向上するだけでなく、分散投資効果による運用効率性の改善も期待されます。その一方で、中国は市場のショック時における資本流出や外国人投資家に対する投資制限・資本規制強化のような一般的な新興国リスクに加えて、台湾、香港、インド、ウイグル等に対する諸問題といった特有の政治リスクについても以前から懸念されており、そのため今回のロシアの事態を受けて中国に対する警戒感がより意識される結果となりました。

先に触れたとおり、ロシアの場合はグローバル株式・債券指数における組み入れ比率がそれほど大きくなかったため指数全体へのマイナスの影響は軽微でしたが、中国の場合は2022年3月末時点でブルームバーグ・グローバル総合インデックス(除く日本円)に含まれる中国債券のウェイトが9.9%と米国に次ぐ第2位の規模であることから、仮に中国の政治リスクが顕在化し中国債券の評価額を実質ゼロとして評価することになった場合には、指数全体で10%近いマイナス要因となることが想定されます<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> FTSE 世界国債インデックス(除く日本)への中国国債の組み入れは2021年11月から36か月間で段階的に組み入れられることとなっており2022年3月末時点の組み入れ比率

また、ファンドマネージャーの判断で機動的に銘柄の入れ替えを行うアクティブファンドとは異なり、パッシブファンドは特定の指数への値動きに連動することを目的としていることから、指数に含まれる国やセクターに沿った投資を行うのが基本です。そのため、パッシブファンドにおいてはロシアのウクライナ侵攻後も指数から除外されるまではロシア銘柄への投資が継続されてきました。指数から特定の国が除外された場合、パッシブファンドでは通常は指数との連動性を維持するために除外された銘柄を市場価格で売却しますが、今回のロシアについては事実上取引が不可能であったことから全額に近い評価損を計上したと考えられます。これが仮に中国の場合であれば、外国債券のパッシブファンドでは10%近いマイナスが発生していた可能性があるということです<sup>4</sup>。

このようなロシア債券を巡る一連の流れと中国の市場規模による影響度合の大きさを踏まえたうえで、外国債券においては、

- ① 政策ベンチマークや評価ベンチマークを「中国を含む指数」から「中国を含まない指数」に変更するケース

もしくは、

- ② アクティブ運用の評価ベンチマークは「中国を含む指数」とする一方で、パッシブ運用の評価ベンチマークは「中国を含まない指数」とするケース

は1.5%である。組み入れ完了後には9%超程度となると予想されるため、組み入れ完了後に中国国債の評価額を実質ゼロで評価することになった場合には、FTSE 世界国債インデックス(除く日本)全体で9%超のマイナス要因となることが想定される。

<sup>4</sup> 2022年3月末時点におけるブルームバーグ・グローバル総合インデックス(除く日本円)のパッシブファンドを想定しているが、FTSE 世界国債インデックス(除く日本)への中国国債の組み入れが完了した段階では同程度のマイナスの影響があると考えられる。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複製、転送または再配布することはご遠慮ください。

などの対応策が考えられます。このように、外国債券に限らず、今後中国資産に関連した議論が増えるかもしれません。

— 次号のお知らせ —

次号は

**6月13日(月)**

発行予定です。

当レポートは、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。当レポートに記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。当レポート内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当レポートは、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。当レポートのいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、当レポートの全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社  
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号  
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)  
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 <sup>(※)</sup>	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

(※) 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

- 投資リスク
- 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。
- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
  - 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
  - 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
  - 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
  - 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
  - デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
  - 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
  - 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社  
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1日本橋浜町Fタワー16F  
TEL: 03 6703 3991 Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)