

デリバティブの利用とバイサイド： アジア太平洋地域の視点

本稿では、資産運用会社、年金基金、保険会社、ヘッジファンド、非ディーラー銀行などの、いわゆるバイサイドにおけるデリバティブの利用とそのメリットについて論じるとともに、急成長するアジア太平洋地域の経済において、これらの企業がデリバティブを利用する際に直面する規制上の制限やその他の制約について考察する。また、これらの障壁がアジア太平洋地域の資本市場と経済発展に及ぼす悪影響についても指摘する。

目次

要旨	03
デリバティブとバイサイド	04
デリバティブの概要.....	04
なぜバイサイドはデリバティブを利用するのか.....	05
バイサイドによるデリバティブの利用	06
資産運用会社.....	06
ヘッジファンド.....	07
年金基金.....	08
保険会社.....	09
非ディーラー銀行.....	10
バイサイドによるデリバティブ利用の推進	12
各法域における制約.....	12
アジア太平洋地域におけるデリバティブ利用制約による悪影響.....	12

要旨

デリバティブは、世界で最も一般的に利用されている金融商品の一つである。いわゆる「バイサイド」と総称される資産運用会社、年金基金、保険会社、ヘッジファンド、非ディーラー銀行¹などの幅広い機関投資家が、リスク管理と投資戦略を実行しリターンを創出するためにデリバティブを利用している。

バイサイドがデリバティブを利用する主な理由は2つある。リスク軽減とエクスポージャー管理である。リスク軽減とは、金利、通貨、株価などの外部要因がポートフォリオの価値に与える影響を抑えることである。エクスポージャー管理とは、投資戦略をサポートする金融活動を指す。

リスク軽減は、必ずしも原資産を直接ヘッジすることを意味するとは限らず、資産クラスやセクター全体のリスクを軽減する広範なアプローチを指すこともある。同様に、エクスポージャー管理は、より効率的にエクスポージャーを引き受けるため、または資産を直接保有することが不可能な場合に、デリバティブを利用することを意味することもある。

アジア太平洋地域においてデリバティブは、バイサイドがリスクを軽減し、エクスポージャーを調整し、効率的に市場にアクセスするために役立っている。デリバティブを利用することで、グローバルに多様化したポートフォリオ管理や資産配分の効率化をすることができる。つまり、デリバティブは投資家にとってリスクをヘッジしつつ、高いリターンを追求する上で重要な役割を果たしているといえる。

アジア太平洋地域においてデリバティブへのアクセスが特に重要なのは、この地域が急速に増加する人口を抱え、それが経済活動や投資・貯蓄層の成長を促進しているためである。アジア太平洋地域には約47億人が居住しており、これは世界人口の約62%に相当し、中国、インド、インドネシアの3か国だけで31億人を占めている。

しかし、アジア太平洋のいくつかの法域では、バイサイド企業によるデリバティブの利用に制限が設けられている。制限の内容は法域によって様々であり、デリバティブの利用をヘッジ取引のみに限定したり、特定の資産クラスに関するデリバティブを禁止したり、取引規模やエクスポージャーの総額に上限を設けたり、カウンターパーティーの事前承認を求めたりすることが含まれる。

こうした制限は経済的に不利な結果をもたらす可能性がある。アジア太平洋経済圏の多くの国が急成長を続けるにつれ、リスク管理ソリューションに対する需要も高まるだろう。重要なリスク管理手段へのアクセスを制限する商品や市場の障壁は、企業のコストを増加させ、海外からの投資を抑制し、経済成長を阻害する可能性がある。

デリバティブに対する制限は、金融市場の発展を損なう可能性もある。活発で、効率的なデリバティブ市場は、流動性、価格発見、資本配分を促進する。デリバティブ市場は、国内外の幅広い参加者を惹きつけ、強靱な金融システムに貢献する。規制上の障壁は、重要な機関投資家を排除し、長期的には取引活動、市場の厚み、金融の安定性を低下させることで、こうした利益を損なう。

特に重要なのは、規制の法域間や監督当局間の不整合は、市場参加者に不確実性をもたらし、デリバティブの利用を阻害する可能性があるという点である。異なる規制の枠組みはクロスボーダー取引を複雑にし、一貫性の欠如はコンプライアンス負担を増大させる。

アジア太平洋地域の経済的重要性の高まりは、こうした問題の緊急性を浮き彫りにする。中国は世界第2位の経済大国であり、インドは2030年までに第3位の経済大国になると予想されている。頑健なリスク管理機能を妨げなく利用できることは、この地域が経済の勢いを維持するのに役立つだろう。

デリバティブは、こうしたダイナミックな市場において、産業界や投資家が複雑なリスクを軽減する上で重要な役割を果たしている。安全で効率的な規制の枠組みは、バイサイド企業が顧客により良いサービスを提供し、地域の成長を支えるのに役立つだろう。

本稿では、アジア太平洋地域におけるバイサイドがどのようにデリバティブを利用しているか、彼らが直面しているデリバティブの利用に関する一般的な制約、そしてそれが市場の効率性や経済成長に与える影響について概観する。また、バイサイドによるデリバティブの利用について、既存の規制の枠組みの改正に関する提案や、デリバティブが効率的なリスク管理ツールであることの周知の必要性について提言を行った、個別の法域について考察した補足文書も作成する。

¹一般的な意味での「バイサイド」ではないものの、非ディーラー銀行はデリバティブのエンドユーザーであり、同様のリスク管理ニーズを有している

デリバティブとバイサイド

デリバティブの概要

デリバティブとは、金利、株式、債券、通貨、商品など、原資産のパフォーマンスから価値を得る金融商品である。デリバティブは一般に、キャッシュ・フローを交換したり、将来の特定日に他の金融商品を買ったりすることを約束するものである。スワップ²、オプション³、フォワード⁴、先物⁵などの形態がある。

デリバティブは、さまざまな投資家や企業によってさまざまな目的で利用されている。金利、株式の価値、通貨の変動によるリスクや不確実性を軽減することができる。例えば、金利変動による潜在的な影響を軽減することで、新しい工場の資金調達コストを固定したい製造業者や、小麦などの食品価格の変動リスクを管理したい食品製造業者にとって、デリバティブは有用である。デリバティブはまた、資産運用会社がリターンを最適化したり、年金基金の資産価値を保護したりするのにも役立っている。

世界のデリバティブ市場の規模が、その重要性を物語っている。国際決済銀行（BIS）の最新データによると、2023⁶年12月末時点のグロスの市場価値総額は18.1兆ドルに達している。法的強制力のある二国間ネットリング契約の時価総額を調整したグロス信用エクスポージャーは3.1兆ドルであった。このエクスポージャーは、清算済みおよび清算されていないデリバティブについて市場参加者が差し入れている担保（当初証拠金および変動証拠金）の額によってさらに軽減されている。

デリバティブは、取引所で取引されるもの（上場デリバティブ、ETD）もあれば、店頭（OTC）デリバティブと呼ばれる相対契約によるものもある。店頭デリバティブは、特定の取引やヘッジニーズに合わせてカスタマイズされ、中央清算機関（CCP）を通じて清算されることもある。取引のカウンターパーティが保有し続けることもある。上場デリバティブは規制された取引所で執行され、完全に標準化されており、同一の取引仕様、価格基準、決済期間が設定されている。上場デリバティブはすべて、CCPによって清算・決済される。

表1は、上場デリバティブと店頭デリバティブの主な特徴をまとめたものである。

表1：店頭デリバティブと上場デリバティブ

	上場デリバティブ	店頭デリバティブ				
カスタマイズ	契約サイズ、満期、決済手続きなど、契約仕様が固定されている	契約条件を当事者の特定ニーズやリスク許容度に合わせて高度にカスタマイズできる。				
取引場所と方法	組織化された取引所で取引される	音声による交渉または取引プラットフォームでの電子取引により取引される。				
取引される商品の種類	<ul style="list-style-type: none"> 先物 オプション 	<ul style="list-style-type: none"> フォワード オプション スワップ（例：金利スワップ、CDS） 				
清算	中央清算機関（CCP）を通じて取引が清算され、CCPがすべての取引の中央相手となる。	<table border="1"> <thead> <tr> <th>清算取引</th> <th>非清算取引</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>取引は中央清算機関（CCP）を通じて清算され、CCPがすべての取引の中央相手となる。</td> <td>取引は取引相手（カウンターパーティ）との間で直接決済される。これらの取引はカウンターパーティリスクの対象となる。</td> </tr> </tbody> </table>	清算取引	非清算取引	取引は中央清算機関（CCP）を通じて清算され、CCPがすべての取引の中央相手となる。	取引は取引相手（カウンターパーティ）との間で直接決済される。これらの取引はカウンターパーティリスクの対象となる。
清算取引	非清算取引					
取引は中央清算機関（CCP）を通じて清算され、CCPがすべての取引の中央相手となる。	取引は取引相手（カウンターパーティ）との間で直接決済される。これらの取引はカウンターパーティリスクの対象となる。					

continues on next page ▶

²二当事者間で、想定元本について合意された条件で、ある期間中、一定の間隔で、ある一連の将来キャッシュ・フローと別のキャッシュ・フローを交換する契約

³当事者の一方が、将来のある時点で、事前に合意した行使価格で何かを購入する権利（義務は負わない）を持つ契約

⁴両当事者が、将来の特定の時点において、その日合意した価格で資産を売買する契約

⁵取引所で取引される標準化された契約で、あらかじめ決められた資産を、将来のある時点で、その日合意された価格で引き渡すもの

⁶OTC Semiannual Derivatives Statistics at End-December 2023, www.bis.org/publ/otc_hy2405.pdf

▶ continued from previous page

	上場デリバティブ	店頭デリバティブ
証拠金	規制された取引所のルールに基づき、証拠金がCCPに拠出される	証拠金は中央清算機関（CCP）のルールに基づき、CCPに拠出される。
		当初証拠金と変動証拠金（担保）は、非清算デリバティブの証拠金規制に基づいて取引相手との間で交換される。

店頭デリバティブは、市場参加者がそれぞれのニーズに合わせて契約を調整できる柔軟性を提供し、その結果、独自のリスク・エクスポージャーに対応することができる。

実際には、市場参加者は事業戦略を遂行するために上場デリバティブと店頭デリバティブの両方を利用している。それぞれの商品の長所を認識し理解することで、市場参加者は金融情勢を的確に把握し、リスク管理、投資、ヘッジに利用できる多様な選択肢から利益を得ることができる。この相乗効果は、グローバルな金融システムの全体的な安定と適応に貢献し、市場参加者がそれぞれのニーズを満たすために最も効率的な手段を見出すことを可能にしている。

なぜバイサイドはデリバティブを利用するのか

バイサイドには、資産運用会社、年金基金、保険会社、ヘッジファンド、それに非ディーラー銀行が含まれるが、そのそれぞれが、独自の運用モデル、ビジネス・ニーズ、投資戦略を有する。しかし大まかに言えば、これらの企業がデリバティブを利用するのは、以下の2つの理由からである。

第一はリスク管理、つまりヘッジである。バイサイド企業は、外部変数（金利、通貨、株式、コモディティなど）の変動が投資戦略、保有ポートフォリオ、または金融業務に与える影響を制限またはヘッジしようとする。

第二は、エクスポージャー管理である。バイサイド企業は、投資戦略、ポートフォリオ保有、または金融業務におけるエクスポージャーの修正、調整、追加、または多様化のためにデリバティブを利用する。

ヘッジには、例えば、貸し手が住宅ローンに対する金利変動の影響をヘッジするなど、原資産のリスクを相殺することもある。一方で、資産運用会社が日本株や債券への全体的なエクスポージャーを管理するために通貨スワップを利用するなど、リスク軽減のためのマクロ的なアプローチもある。

同様に、エクスポージャーの管理には、より効率的に、あるいは現物の資産では不可能なエクスポージャーを得るためにデリバティブを利用することもある。例えば、保険会社が米国株式市場へのエクスポージャーを得るために、株式を直接購入するよりも効率的にトータル・リターン・スワップを購入することができる。

バイサイドによるデリバティブの利用

資産運用会社

資産運用とは、リスクを軽減しながら、長期的にポートフォリオの価値を高めるための組織が行う調整された活動を指す。資産運用会社は、長期的な価値の向上を達成するために、投資の取得、維持、取引に重点を置いている。

資産運用会社の顧客には、個人投資家、富裕層、年金基金、保険会社、政府機関、財団、企業などが含まれる。

資産運用会社にはさまざまな種類があり、特定の資産クラスや戦略に特化した会社もあれば、さまざまな市場セグメントを網羅する会社もある。例えば投資信託は、複数の投資家から資金を集め、株式、債券、その他有価証券の分散ポートフォリオに投資するもので、一般的にオープンエンド型⁷である。インデックス・ファンドは、S&P500のような主要株式市場のセグメントへのエクスポージャーを投資家が得られるよう、資産運用会社が提供している。これらの運用会社は、特定の指数のパフォーマンスに連動するが、証券取引所で株式のように取引される上場投資信託（ETF）も提供している。これに類するものとして、プライベート・エクイティ（PE）ファンドは、成長サイクルのさまざまな段階にある未公開企業（ベンチャー・キャピタル、バイアウト、グロース・エクイティなど）に投資する。PEファンドのほか、不動産、クレジット、インフラなど資産タイプ別に特化した投資ファンドも存在する。

資産運用会社は、規制の枠組みによって区別される。顧客に証券取引のアドバイスやポートフォリオの運用を行う会社もあるが、これらの会社は規制が厳しく、監督官庁（例えば、米国においては1億ドル以上の資産を運用する場合は米国証券取引委員会）への登録が義務付けられている。また、投資ブローカーとして、顧客に代わって仲介の役割を果たす会社もある。

資産運用会社は、投資家の投資目的の達成を支援することで、ビジネス戦略を追求する。また、厳密なリサーチを行い、経済や市場の動向を分析し、企業の財務諸表を検討し、顧客の財務目標を達成するために十分な情報に基づいた意思決定を行う。

さらに、顧客の投資リターンを達成するために多くの課題を解決することが求められる。株式ポートフォリオでは、特定の業界や企業へのエクスポージャーをヘッジしたり、債券ポートフォリオでは、デュレーション（短期債から中・長期債まで）や信用度（投資適格債からハイ・イールド債まで）の調整が必要になることもある。また、コモディティや外国為替市場へのエクスポージャーの管理が必要とされることもある。コモディティや外国為替市場は、伝統的な株式や債券への投資よりもボラティリティが高い場合がある。

その結果、資産運用会社は様々な目的を達成するためにデリバティブを利用している。

- 資産価格、金利、為替レートの変動から生じるリスクを管理する。
- 特定のリスクへのエクスポージャーを調整し、最も効率的な方法で投資戦略を実行する（例えば、イールドカーブのセグメントや株式市場の特定の業種サブセクターを重視するなど）。
- 直接取引が困難な市場へのエクスポージャーを得る。
- ポートフォリオをグローバルに分散すべく、特に為替変動が大ききリスクとなりうる新興市場へ投資する。
- 効率的なポートフォリオ管理と資産配分を促進し、ファンドの投資目的を遵守する。
- ファンドのパフォーマンス・ベンチマークを上回る可能性のある取引機会を捉え、積極的にリターンを向上させる。

⁷オープンエンド型ファンドは、投資家の資金をプールした分散ポートフォリオで、無制限に株式を発行することができる。ファンド・スポンサーは投資家に直接株式を販売し、償還も行う。これらの株式は、純資産価値（NAV）に基づいて毎日価格が付けられる。ほとんどのミューチュアル・ファンドと上場投資信託（ETF）はオープンエンド型である

事例:ある資産運用会社は、金利が上昇した場合、保有する固定金利債券の価値が下落するリスクに直面している。このリスクをヘッジし、市場実勢金利でのインカムを得る能力を維持するために、資産運用会社は金利スワップ契約を締結する。金利スワップ契約は、当事者（ファンドマネージャーとディーラー）間で、想定元本額に対する利息の支払いまたは受け取りを交換するものである。当事者は、ファンドのニーズに合わせてスワップ契約に以下のような特徴を盛り込むことができる。

- (i) 金利キャップ：プレミアムと引き換えに、一方の当事者が、市場実勢金利が指定レート（「キャップ」）を超えた場合、その差額を他方の当事者に支払いを行うことに合意する。
- (ii) 金利フロア：プレミアムと引き換えに、一方の当事者が、市場実勢金利が指定レート（「フロア」）を下回った場合、その差額を他方の当事者に支払いを行うことに合意する。
- (iii) 金利カラー：金利が所定の下限または上限を超える動きから自らを保護するため、当事者がキャップを売却しフロアを購入する、またはその逆の取引。
- (iv) コーラブルスワップ：買い手が、金利スワップ取引の全額を、満期日前の所定の日時に早期解約する権利の対価として、前払金を支払うもの。
- (v) スプレッドロック：金利スワップ・ユーザーが、金利スワップ・レートと特定のベンチマークとの間のフォワード・ディファレンシャル（またはスプレッド）を固定することができるもの。
- (vi) ベーシススワップ：両当事者が、マネーマーケットの異なるセグメントに基づいて変動金利を交換する金利スワップ。

事例:ある運用担当者は、市場環境の変化に応じて、特定の株式へのエクスポージャーを一時的に削減したいと考えている。これはデリバティブを使わなくても可能である（つまり、当該株式を物理的に売却し、相場が回復するにつれて買い戻す）が、エクイティスワップやオプションを利用することにより、高い取引コストを避けることができる。運用担当者は、デリバティブを利用することにより、現物資産の配分を変更したり、リバランスしたりすることなく、リスクを管理することができる。

ヘッジファンド

ヘッジファンド⁸は、私的に組織され、専門の投資会社によって運用される、プールされた投資ビークルである。ミューチュアル・ファンドなどの他のプール型投資ファンドとは異なり、ヘッジファンドは一般顧客向けではなく、洗練された顧客向けに設計されている。ヘッジファンドは、多くの場合、最低投資金額が高く、投資家がファンドから資金を引き出す機会にも制限がある。さらに、ヘッジファンドは投資目標を達成するために様々な戦略を採用している。ヘッジファンドは、他の投資ファンドに比べ、有価証券を空売りしたり、レバレッジを効かせて投資ポジションを拡大したりすることができ、そのハイリスク志向に合致している。

「ヘッジファンド」は、様々な投資スタイルや戦略をカバーする広義の用語である。ヘッジファンドは、通貨やディストレスト債など特定の資産クラスや、クオンツ取引や裁定取引など投資戦略の一種に焦点を当てることができる。多くのヘッジファンドは、その投資戦略を実行するために、様々なデリバティブ⁹商品を含む多様な投資ツールやテクニックを使用している。

⁸ The OECD Economic Outlook: Sources and Methods, available in the OECD Glossary of Statistical Terms, https://read.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-glossary-of-statistical-terms_9789264055087-en#page1

⁹ IOSCO Investment Funds Statistics Report, January 2023, www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD725.pdf. では、グロスの想定元本ベースで、金利デリバティブと為替デリバティブが、世界的な適格ヘッジファンドが保有するデリバティブ・エクスポージャーの中で、最も大きいものであることが強調されている（11ページ、図9）。株式デリバティブは、調査の前年からロング・ポジションとショート・ポジションの両方で最大の増加を示しており、ファンドが保有する最大のデリバティブ・エクスポージャーとなっている（11ページ、図8）。

ヘッジファンドは以下の目的を達成するためにデリバティブを利用している。

- 金利、株式価値、通貨価格、その他の資産に対するリスク・エクスポージャーを管理する。
- レバレッジを通じてリターンを増幅し、初期投資額に対する利益を拡大する。
- 多様な市場にアクセスし、より効率的かつ費用対効果の高い方法で投資戦略を実行する。
- 市場の変動から利益を得ることを目指し、投資戦略を迅速に実行する。
- リスク・アービトラージ、ボラティリティ・トレーディング、その他の専門的な目的など、カスタマイズされた投資戦略を構築する。

年金基金

年金基金とは、年金制度¹⁰への個人および雇用主の拠出からなる資産のプールであり、退職者に対する将来の義務を果たすための年金給付を賄うことを唯一の目的としている

事例:あるヘッジファンドが、あるセクター内の個別企業には肯定的な見通しを持ち、同じセクター内の他の企業には否定的な見通しを持つ。このファンドは、個別企業へのロング・エクスポージャーと、同セクター内の他の企業のショート・ポジションを取りたいが、複数の取引を実行することによる取引コストを最小限に抑えたいと考えている。ファンドは、個別企業に対するロングエクスポージャー、同セクター内の他のすべての企業に対するショートエクスポージャー、それに配当を含めたポジションからの全てのリターンを提供する株式トータルリターン・ポートフォリオ・スワップを利用することで、このエクスポージャーを構築することができる。

経済協力開発機構（OECD）のデータ¹¹によると、年金基金は資産の約75%を占める債券と株式の組み合わせに投資しており、ポートフォリオの48%が債券、26%が株式となっている。ただし、この資産構成は法域によって大きく異なる。現金と預金は年金基金のポートフォリオにおけるもう一つの伝統的な商品であり、平均して年金基金保有額の9%を占めている。年金基金は、ストラクチャード・クレジット、不動産、インフラストラクチャーなどのオルタナティブ資産にも投資している¹²。

年金基金は、退職者の将来的なニーズに充当される資産が積み上がる一方で、市場の低迷やボラティリティによる基金価値の低下を防ぐという課題に直面している。こうしたダイナミックなリスクを管理するために、年金基金はデリバティブに目を向ける。

年金基金は様々な目的を達成するため、デリバティブを利用している。

- 金利、インフレ、為替、株式価格の変動によるリスクをコントロールする。
- 市場環境の変化に応じてポートフォリオ投資を迅速に調整する。
- 取引コスト、流動性またはその他の考慮事項のためにアクセスが困難な市場または資産クラスへのエクスポージャーを得る。
- 年金制度の負債主導型投資（LDI）¹³戦略の一環として、ダイナミックな資産配分を実現する。

¹⁰ 年金制度は多種多様である。職場に基づくもの（職域年金）もあれば、小売市場で直接利用するもの（個人年金）もある。これらの制度は強制的または任意的であり、これらの制度の給付は民間部門団体（私的年金制度）によって支払われる場合もあれば、公的部門団体によって資金提供される場合もある。詳細については、以下参照のこと。OECD Pensions Statistics, <https://doi.org/10.1787/data-00517-en>.

¹¹ Pension Markets in Focus, OECD, https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/data/oecd-pensions-statistics/pensions-statistics_data-00517-en

¹² 明確な定義は存在しないが、伝統的な投資（株式、債券、現金、不動産）とは一線を画し、革新的な金融商品やデリバティブの適用、原資産の流動性の低さ、運用者のスキルへの依存度の高さ、意味のあるパフォーマンス・ベンチマークの不在といった特徴を持つ投資と理解することができる。

¹³ 一部の年金基金はLDIの概念に従っている。LDIは、スキームがスキーム存続期間中に負債を満たすのに十分な資産を確保することを目的とした投資戦略である。

事例:ある年金基金は変動利付債を保有しており、金利リスクを負っている。このような状況は年金基金にとって一般的であり、デリバティブを利用するための一般的な出発点である。年金基金は、金利スワップを通じてキャッシュフローを固定金利に交換する。そのために年金基金は、固定金利の支払義務を負う取引相手と金利支払を交換することに合意する。

事例:ある年金基金は、ポートフォリオを多様化し、自国¹⁴では利用できない資産クラスや市場にアクセスするために、海外投資を行いたいと考えている。この場合、年金プランが為替変動にさらされることになり、ポートフォリオのボラティリティの一因となる可能性がある。年金基金は、為替リスクを比較的低コストでシンプルかつ効果的にヘッジするために、為替フォワードやスワップを利用することができる。

事例:あるグローバルな年金基金が、退職者の平均寿命の伸びに対応するため、LDI戦略を導入している。この戦略では、資産配分は現在および将来の年金債務を満たすように設計される。負債の価値は変動しやすいため、年金基金はデリバティブ投資を長期負債に合わせ、金利スワップやインフレ・スワップとともにレボ（現先取引）を利用し、時間の経過とともに配分を調整することができる。こうして、長期の負債をヘッジし、退職者への支払いに必要な際に必要な資産を確保できる。

事例:ある年金基金が海外株式の保有を増やしたいと考えている。対象となる投資先の中には、現物株式市場を通じてアクセスできない国もある。年金基金は、株式バスケット・スワップを締結して、希望するエクスポージャーを得ることができる。各原資証券の想定元本を決定した後、年金基金はベンチマークに基づく変動額と引き換えに、バスケットのパフォーマンスに基づいて特定の間隔で支払いを受ける。基礎となる想定元本の価値が上昇した場合、基金はキャッシュフローの差額を受け取る。逆に、バスケットの想定元本が下落した場合、基金は取引相手にキャッシュフロー差額を支払う。

年金基金がデリバティブを安全かつ効率的に利用するには、責任あるデリバティブ方針が必要である。それによって年金基金は、透明性、明確な評価、強力な管理、利益相反の回避を促進しながら、主要なリスクを管理することができる。

これらの課題を認識し、OECDや国際年金監督者機構（IOPS）などの国際的な年金規制や監督機関は、年金基金によるデリバティブ利用に関するベストプラクティス・ガイドラインを発行している。

保険会社

保険会社は、将来の不確実な出来事に伴う経済的リスクから個人や企業を保護するために設計された様々な商品を提供する金融機関である。保険会社は、保険契約者の様々なリスクを管理・軽減する上で重要な役割を果たしている。

保険会社は、人口動態の変化、気候変動によって悪化する異常気象、新たな規制や資本要件、技術的混乱、サイバー犯罪など、いくつかの経営課題に直面している。

特に、先進国では高齢化が進み、平均寿命が延び、医療費が上昇することで、退職後の生活設計や介護保険、医療保険商品に対する需要が高まっている。

生命保険会社が提供する年金は、市場のパフォーマンスに関係なく、退職後の最低水準の収入を保証するものである。そのため、保険会社は、年金加入者に対して退職後の安定した収入源を提供する義務を果たせるよう、さまざまな投資リスクを管理しなければならない。

同様に、損害保険分野の保険会社は、保険金支払いに十分な準備金を確保しなければならない。この投資ポートフォリオの管理は、保険会社の長期的な成功に不可欠である。保険会社は、保険金を迅速に支払うための十分な流動性を維持しつつ、将来の債務を満たすために十分な資産を確保するための投資戦略を採用している。

¹⁴ 例えば、カナダの年金制度は、現地の債券市場や株式市場が高度の集中しているため、外国市場を利用している

このような課題から、保険会社はデリバティブを活用し、様々なリスクを軽減している。

- 年金保証に関連する契約上の保護をヘッジする。
- 固定満期投資、長期債務、保険契約の保証金利の金利エクスポージャーを管理する。
- 株式市場価格の下落から保護するため、ポートフォリオまたはマクロ・レベルで株式リスクを制限する。
- 外貨建て投資および負債に係る外貨エクスポージャーを削減する。
- 単一の企業名または特定のポートフォリオに対するプロテクションとして、企業債務商品への投資における信用リスクを制限する。
- 信用スプレッドの変動から生じる市場リスクを制限するため、または特定の信用エクスポージャーのリスク・プロファイルを管理する。
- 規制上の資本要件を満たすために資産と負債の構成をより正確に調整することで、資産負債管理（ALM）を最適化する。
- 給付金や保険金の支払期限を含む流動性ポジションを管理する。
- リスクベースの資本枠組みの導入に伴い、その重要性が増しているバランスシートの最適化を目的に、リスク移転取引を行う。
- 現物株式の代わりに現金や株式先物を保有するなど、特定の資産クラスへのエクスポージャーをより効率的に得る。
- 市場環境の変化に応じて、株式市場へのエクスポージャーを短期間で変更する。

事例:ある保険会社は、年金商品を通じて行った金利保証から生じるリスクを軽減したいと考えている。保険会社はカウンターパーティからデリバティブを購入し、固定金利と引き換えにインデックス・ベースの変動金利を支払うことに合意する。市場実勢金利が保険会社の保証金利を下回れば、デリバティブは行使される取引で、デリバティブが行使されると、保険会社は固定金利の支払いを受け、変動金利をカウンターパーティに支払う。保険会社は事実上、金利リスクをカウンターパーティに移転したことになる。

事例:ある保険会社は10年債を保有しているが、それを30年債の負債とマッチングさせる必要がある。この資産と負債のミスマッチを是正するには、資産のデュレーションを負債のデュレーションに合わせて調整する必要がある。金利スワップを締結することで、保険会社は債券から得られる固定金利のキャッシュ・フローを、負債のデュレーションに見合った変動金利のキャッシュ・フローと交換することができる。

保険会社は、自らの事業に関連したデリバティブの利用について、オープン・ポジションの定期的なモニタリングやデリバティブ・プログラムの年次レビューなど、厳格な方針を維持している。加えて、多くの方針には、社内の信用リスク・スコアリング・システムに基づき、権限を与えられたカウンターパーティごとに特別に設定された限度額と、リスクを軽減するためのエクスポージャーの担保が含まれている。

非ディーラー銀行

銀行は、証券市場やデリバティブ市場における金融仲介から、融資、取引処理、顧客預金管理などの銀行業務まで、幅広いサービスを機関投資家に提供している。銀行はまた、国債や社債を幅広く保有する大規模な投資ポートフォリオも有している。本稿では、非ディーラー銀行（すなわち、デリバティブ市場においてマーケットメーカーではない銀行）をバイサイドの一部とみなす。

非ディーラー銀行の活動には、貸出による信用リスク、バランスシートの両側における金利リスク、融資や営業債権から生じる為替リスク、資産と負債の満期のミスマッチによる流動性リスクなど、様々なリスクが存在する。

これらのリスクは、銀行が民間企業に資金を供給し、経済成長を促進する上で重要な役割を担ってい

多くのアジア太平洋諸国において、非ディーラー銀行にとって特に重大なものとなる可能性がある。非ディーラー銀行は一般的に、短期預金とマッチングした短期変動金利ローンに貸出業務を集中させている。その結果、銀行は多くの企業が求める長期融資を提供できない可能性がある。その結果、固定金利融資のコストが上昇し、投資や成長の妨げになる可能性がある。

この文脈において、非ディーラー銀行は、以下のようなエクスポージャーをヘッジし、リスクを管理するためにデリバティブを利用している：

- 長期債の保有に伴う金利リスク
- 貸出資産と預金負債の期間のミスマッチに伴うリスク
- 銀行の貸出ポートフォリオに発生しうる信用リスクの集中

デリバティブを戦略的に利用することで、銀行は、顧客やより広範な経済のニーズと統合的な方法で資産と負債を構成することができる。融資の安定性は、コスト削減と借り手への融資能力の追加につながり、企業の投資を促し、経済成長に貢献する。これは特に金利デリバティブの利用において顕著であり¹⁵、非ディーラー銀行は、市場の需要と借り手のニーズにより適合した融資を提供する柔軟性を提供する。

事例：ある非ディーラー銀行は、国債から受け取る固定金利の利子を変動金利の受取りと交換するために、固定金利対変動金利のスワップを結ぶ。長期債からの固定金利収入を変動金利収入に変換することで、銀行の負債の性質が反映され、リスク・ミスマッチが軽減される。このヘッジ手法は、特に市場金利が上昇した場合に有効で、スワップからの変動金利の受取りの増加が、顧客預金に対する利息支払いの増加を相殺するのに役立つ。

事例：ある商業銀行は、顧客に固定金利の中長期住宅ローンを提供することで発生する金利リスクを相殺するため、固定対変動金利スワップを締結している。ローンからの固定金利収入を変動金利収入に変換することで、銀行が受け取る変動金利の支払いが銀行の短期資金調達コストの上昇を相殺できるため、金利上昇の影響を軽減できる。

¹⁵ 国際決済銀行（BIS）は、経済発展途上国を含むすべての法域の政策立案者や市場参加者がバンキング勘定における金利リスク（IRRBB）に大きな関心を寄せている中で、こうした必要性を認めている。（「IRRBBは、銀行業務から生じる重要なリスクであり、すべての銀行が直面するものである。IRRBBが生じるのは、金利が時間の経過とともに大きく変動する可能性があるためであり、一方、銀行業務には一般的に、満期のミスマッチ（例えば、満期の短い負債で資金を調達した満期の長い資産）と金利のミスマッチ（例えば、変動金利の預金で資金を調達した固定金利の貸出）の両方のエクスポージャーを生み出す仲介業務が含まれるためである。加えて、一般的な銀行商品（例：無担保預金、定期預金、固定金利ローン）の多くには、金利の変動に伴って発動されるオプション性が埋め込まれている。」）

バイサイドによるデリバティブ利用の推進

各法域における制約

デリバティブを利用するメリットは広く認識されているが、アジア太平洋地域にはデリバティブの利用を制限し、企業やその他の利用者がデリバティブの潜在能力を十分に発揮することを妨げる、数多くの規制やリスクへの懸念が存在する。こうした規制や懸念は法域によって異なり、バイサイドの参加者に与える影響も異なる。場合によっては、市場セグメント全体や活動の種類を横断的に網羅し、法的規制や監督慣行、あるいは市場慣行に基づいていることもある。

アジア太平洋地域におけるデリバティブ取引に関する規制は、一般的に「取引活動の制限」、「資産クラスの制限」、「リスク・エクスポージャーの制限」の3つに分類することができる：

活動の制限： アジア太平洋地域の一部の国では、バイサイドによるデリバティブの利用をヘッジまたはリスク軽減のためにのみ認めており、デリバティブを独立した投資戦略として使用することを禁止している。

資産クラスの制限： アジア太平洋地域のバイサイド機関投資家に広く適用されているもう一つの制限として、株式デリバティブのような特定の資産クラスにおけるデリバティブの使用を制限または禁止することが挙げられる。

リスク・エクスポージャーの制限： アジア太平洋地域のいくつかの法域では、取引の規模やリスクに応じてデリバティブの使用を制限しており、デリバティブ・エクスポージャーが一定レベルを超えてはならないとされている。

新興市場および発展途上市場におけるデリバティブの安全かつ効率的な利用のための政策的枠組み

規制上の課題に加え、デリバティブを利用する能力に影響を与えている、その法域の政策・法的枠組みのなかには、しばしばまだ十分ではない分野が存在する。デリバティブは、新興市場や発展途上の資本市場の発展において、また、幅広いエンドユーザーが通常の業務でさらされるビジネスリスクや財務リスクをより適切に管理できるようにする上で、重要な役割を担っている。こうした理由から、これらの法域の政策立案者にとって、安全かつ効率的なデリバティブ取引を確保するための適切な枠組みを確立することが重要である。

ISDAは以前公表した報告書¹⁶で、政策立案者が考慮すべき主要な要素（法律、規制、リスク管理）を概説している。この報告書では、グローバルな基準設定主体や先進国の規制・監督当局、市場参加者等によるこれまでの成果を活用し、これらの分野における問題点や慣行を明らかにしている。また重要な点として、先進国の政策立案者や市場参加者が策定したデリバティブ政策やルール・セットを、新興市場や発展途上市場に適用する際の留意点についても論じている。

例えば、どの法域においても不可欠な慣行、法律、ルールというものは存在する（デリバティブ取引の法的確実性、カウンターパーティ間のネットティング契約の執行可能性など）。

しかし、すべてのグローバルなルールがすべての法域で実施できるわけでも、実施すべきものでもないことも事実である（例えば、取引の少ない市場やクローズドな通貨での清算義務）。成長を促し、慎重なリスク管理慣行へのアクセスを可能にするためには、法域の政策・規制の枠組みが、その資本市場とデリバティブ活動の発展に合わせて整合し、発展していくことが重要である。

政策立案者が考慮すべき重要な論点の中には、清算、資本、証拠金、報告、取引執行を対象とするG20諸国のグローバル・デリバティブ市場改革と、それが特定の新興市場および開発途上市場で採用されるかどうか、またどのように採用されるかがある。もう一つの重要な検討事項には、リスク・ガバナンスと管理の問題が含まれる。デリバティブのリスク管理に対する会社のアプローチの性質から、会社の取締役会や上級管理職の責任、エクスポージャーを測定・管理するために会社が導入しているリスク管理ツール、プロセス、システムに至るまで、多岐にわたる。これらの問題に焦点を当てることで、新興市場および開発途上市場の地域において、リスク・エクスポージャーが理解され、文書化され、透明性が確保され、適切に管理されることを確かめながら、効果的なリスク管理活動を可能にする規制の枠組みの構築を促進することができる。

¹⁶ <https://www.isda.org/a/YHVgE/Policy-Framework-for-Safe-and-Efficient-Derivatives-Activity-in-Emerging-and-Developing-Markets.pdf>

アジア太平洋地域におけるデリバティブ利用制約による悪影響

一般的な観点からは、いかなる市場や投資活動に対する制約も、その便益がコストを上回る場合にのみ正当化される。アジア太平洋地域のバイサイドが直面しているデリバティブ利用への制約は、相当なコストを課している。

デリバティブの利用を制約することは、重要なビジネスリスクの効率的な管理を妨げ、成熟した資本市場の継続的な出現を阻害し、経済成長を制約する。アジア太平洋経済の継続的な経済成長を支えるためには、投資に資する環境を提供する強固な金融エコシステムが不可欠である。

こうしたデリバティブの利用制約がもたらすコストは今後も増大し続けるだろう。なぜなら、アジア太平洋地域の企業の成長に伴い、ヘッジやリスク管理ツールに対する需要が高まるからである。企業や投資家は市場のボラティリティや経済の不確実性から身を守ろうとするだろうが、デリバティブはこうしたニーズに対して効率的なソリューションを提供し、参加者がそれぞれの要件に合わせてリスク・エクスポージャーを調整することを可能にする。店頭デリバティブは、その柔軟性により、標準化された取引所取引商品では十分にカバーできないような複雑なリスク・エクスポージャーにも対応できるため、特に有用である。これらの金融商品は、為替変動、金利、コモディティに関連するリスクを管理・軽減する上で極めて重要な役割を果たしている。

アジア太平洋地域経済の成長と多様化の進展を考えると、より多くの市場参加者が、より優れたキャッシュフロー管理のために、また、ビジネス・バリュー・チェーンでさらされているリスクから身を守るためのヘッジとして、デリバティブを必要とするようになるだろう。製造業、食品メーカー、建設会社は原材料価格の変動にさらされ、電力供給会社や航空会社はエネルギー価格の高騰にさらされ、企業や投資家は金利変動やインフレにさらされている。さまざまな市場参加者がヘッジ手段としてデリバティブを利用することで、ボラティリティの低減、業績の安定化、資本コストの削減、投資家の信頼感の向上につながる。

加えて、デリバティブの利用に対する制約は、十分に発達したデリバティブ市場が企業にリスク軽減手段を提供するだけでなく、イノベーション、投資、効率的な資本配分の触媒としても機能するという現実をないがしろにしている。デジタル・トランスフォーメーションの時代において、アジア太平洋地域の金融環境はダイナミックな市場の需要に応えるべく進化している。デリバティブ市場の深化は流動性を高め、価格発見を容易にする。これは、アジア太平洋地域の有望な経済見通しへのエクスポージャーを求める国内外の投資家を惹きつける上で極めて重要である。

今日、経済と金融市場はますます相互につながっており、アジア太平洋地域のデリバティブに関する制約は、同地域の企業がグローバル市場で競争する能力を損なうものである。もしアジア太平洋地域のデリバティブに関するルールが国際基準¹⁷⁾に近づけば、アジア太平洋地域の企業は取引量の増加や投資の増加といった恩恵を受けることができるだろう。また、グローバル・スタンダードに合わせることで、市場参加者がリスク管理システムの開発・導入において規模の経済を活用し、コスト削減を投資家や顧客に還元できる可能性もある。

アジア太平洋地域の多様な産業環境においては、幅広いデリバティブ商品へのアクセスが有益である。頑健で広範なデリバティブ商品¹⁸⁾を提供することで、アジア太平洋地域の経済関係者は、ダイナミックなグローバル経済の複雑さを効果的に乗り切ることができる。より広範な商品へのアクセスは、ヘッジや投資の目的を達成するための鍵となる。

さらに、デリバティブに対する制約は、特に特定のリスクとリターン要件を満たすためのカスタマイズされたソリューションを求めることが多いバイサイドの参加を制限している。例えば、カスタマイズには、標準的でない権利行使価格、期限、契約サイズのほか、価格設定機能、評価条件、配当、コーポレート・アクション、その他の調整、リスク配分条件、証拠金に関する特定の取り決めが含まれる。店頭デリバティブが認められることによりバイサイドの参加が増え、市場の厚みと流動性の向上に寄与する。バイサイドとセルサイドの双方において多様な参加者を確保することは、弾力性があり、流動性が高く、効率的な店頭デリバティブ市場の成長を促進するために決定的に必要なことである。

¹⁷⁾ 例えば、米国SECは2020年10月に登録投資会社によるデリバティブの利用に関する規則を採択した。以下のリンク参照。Use of Derivatives by Registered Investment Companies and Business Development Companies, Investment Company Act Release No. 34078 (Oct 28, 2020), available at <https://www.sec.gov/rules/final/2020/ic-34084.pdf>

¹⁸⁾ 例えば、インドでは、CDSの拡大が、同国の社債市場の発展を促進するための複雑な課題に対処する上で重要な役割を果たす可能性がある。現在、インドの社債市場は、リスク管理ツールとしてのCDSの利用が限られているため、市場参加者が参入を躊躇するという重大な障害に直面しています。社債市場の潜在能力を十分に発揮するには、投資家に効果的な信用リスク管理手段を提供できる堅固なCDS市場の確立が必要である。市場参加者がCDSを通じてデフォルトリスクをヘッジできるようにすることで、投資家の信頼が高まり、社債市場へのさらなる参加が促進される可能性がある。このように、活発なCDS市場と繁栄する社債市場の間には相互に有益な関係があり、既存の行き詰まりを克服し、インドの金融エコシステムをより強靱で活気あるものへと導く力を持っている。

市場の厚み、流動性、効率性、安定性といった観点から評価した場合、どのような市場であれ、その成功の前提となるのは、とりわけ、その市場商品がさまざまな参加者のニーズに対応するために、どれだけ広く利用されているかという点である。参加者のニーズが相殺される可能性があるため、市場参加者の幅が広がれば、通常、参加者から他の参加者へのリスク移転の媒介がうまくいくことになる。したがって、バイサイドとセルサイドの両方において市場参加者の多様化は、金融の安定と市場の効率性にとって不可欠な要件である。

店頭デリバティブの規制上の取り扱いに一貫性を持たせることは、市場参加者に明瞭性をもたらし、不確実性を減らし、信頼性を高めることになる。現在、アジア太平洋の各法域に存在する多くの制約は、バイサイドに高いコンプライアンス・コストを課し、同地域の投資魅力を損なっている。アジア太平洋経済は、バイサイドがトレーディングや投資戦略を実行するだけでなく、リスク管理やヘッジのための柔軟性を提供する店頭デリバティブへのアクセスを拡大する規制改革から恩恵を受けるだろう。

最後に、グローバルの金融危機後のG20改革（取引報告蓄積機関への報告、資本規制、中央清算、非清算デリバティブの証拠金取引等）の実施は、デリバティブ市場をより安全なものにした。こうした改革の一部はすでにアジア太平洋のいくつかの法域で施行されており、これらの市場をさらなるイノベーションと成長に向けて開放するための有用な基盤を提供している。