

外為決済リスクの管理

年金業界の動向は、決済リスク削減の更なる必要性を浮き彫りに

10年以上にわたり、セルサイドが外為決済リスク削減の取り組みを主導してきましたが、他にも、重要な市場セクターの一つである年金も大きな進展を遂げています。

年金ファンドの外為決済リスク削減の進展は、2000年に初めて発表されたバーゼル銀行監督委員会（バーゼル委）「外為取引の決済に関連するリスクを管理するための監督上の指針」に対するセルサイドの対応を反映したものです。

それ以来、外為市場は、外為取引の決済に関連するリスクの削減において大きく進歩しており、銀行はガバナンス体制を改善するとともに、市場リスクやオペレーショナル・リスク、その他の決済関連リスクの管理を高度化しています。しかしながら、外為市場では決済リスク（または元本リスク）は依然として最も重大なリスクであり、国際決済銀行（BIS）の四半期報告（2019年12月）は、このリスクが増加傾向にあるとの見方を示しています¹。また、BIS決済・市場インフラ委員会（CPMI）が2020年に発行したレポートは、外為取引決済時の決済リスクを削減するために、実行可能な場合は同時決済（PVP）方式を使うことを推奨しています²。PVP決済システムでは、外為取引の両サイドを同時に決済することにより、一方のカウンターパーティが売却した通貨を引き渡した後に、相手方から購入した通貨を受け取れないリスクを削減します。

CLSは2002年に、G20各国の中央銀行の命を受け、外為市場参加者間の前例のない協働により設立されました。独自のPVP多通貨決済システムであるCLS決済の導入により、外為市場の決済リスクは大幅に削減されました。

しかしながら、年月を重ねPVPの利用が拡大しているにもかかわらず、BISの四半期報告は、外為決済リスクが2013年以降、相対的にも絶対的にも増大していると述べています。同レポートによると、新興国通貨など、CLS決済対象外の通貨による取引の増加を一因として、PVPにより保護された外為取引の割合が、2013年の50%から2019年には40%に低下した模様です。2019年BISトライアニュアル・サーベイによると、新興国通貨の外為市場は主要通貨に比して大幅な伸びを示し、2016年以降、世界の取引高に占める割合は19%からほぼ25%に高まっています³。

年金業界が市場シェアを大きく伸ばしていることを考え合わせると、BISのデータは、全市場参加者が外為決済リスク・エクスポージャーを認識し、それを削減するために利用可能な強固なサービスを活用する必要性を裏付けています。

BIS レポートによると、新興国通貨など、CLS決済対象外の通貨による取引の増加を一因として、PVPにより保護された外為取引の割合が、2013年の50%から2019年には40%に低下した模様です。

¹ BIS: "BIS Quarterly Review – International banking and financial market developments" (December 2019), specifically Bech and Holden: "FX Settlement Risk Remains Significant" (December 2019) https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1912.pdf

² CPMI: Enhancing cross-border payments: building blocks of a global roadmap, Stage 2 report to the G20, 13 July 2020: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d193.htm>

³ BIS: "Triennial Central Bank Survey – Foreign exchange turnover in April 2019" (16 September 2019) https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf

年金業界の進化

Willis Towers Watsonの2021年グローバル・ペンション・アセット・スタディーによると、主要国年金市場における年金資産は2020年に11%増加しました。同調査はまた、年金は世界資産の57%超を占める最も有力なアセット・オーナー・セグメントであるとの結論に達しています。

さらに過去10年間、年金ファンドや年金保険契約、その他の退職貯蓄商品を合計した年金資産全体が伸びています。同調査によると、2019年末時点で世界の年金資産は46.7兆米ドルに達しています。

シンキング・アヘッド・インスティテュートによる世界上位300の年金ファンドに関するレポートによると、2019年には、アジア・パシフィック地域（APAC地域）の年金ファンドは、資産額の伸びで他地域を上回りました⁴。2019年の上位20の年金ファンドの運用資産残高（AUM）は前年比8.1%増加し、中でもAPAC地域のファンドの資産は、10.6%と最大の伸びとなりました。一方、マーサーCFA協会の2020年グローバル年金指数のレポートは、アジアの年金制度の昨年の運用パフォーマンスが、世界の他地域の年金制度をやや下回ったことを示しています。実際、新型コロナウイルスが市場に及ぼす影響のために、喫緊の課題である改革が遅れ、多くが引き続き厳しい時期に直面することになる可能性があります。そのため、アジアの退職年金制度はすでに人口の高齢化、低成長、低金利という経済環境への対応に取り組んでいますが、一部では将来債務に対する積立金の確保に支障をきたしているところもある中、さらに圧力がかかることが予想されます。

こうした状況にもかかわらず、日本の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は依然として世界最大規模の年金ファンドであり、AUMは177.7兆円（1.72兆米ドル、2020年12月末現在）に上ります。これは、世界第2位のファンドであるノルウェー政府年金ファンドを40%以上、上回る規模です。

年金ファンドが世界最大規模のアセット・オーナーの一つとしての地位を維持する中、資産のグローバル化や、ポートフォリオにおける海外資産割合の上昇が続いています。従来、年金ファンドは債券や株式に投資してきました。しかし、ここ数十年間は、世界人口の高齢化を支えるための圧力が高まり、年金ファンドのポートフォリオでは、アセットクラスと地域の分散が進んでいます。この海外投資へのシフトが、ポートフォリオ内での外為取引やヘッジ取引の増加につながっています。

年金業界が成長し新興市場を含むオフショア資産へのシフトが続くにつれて、決済リスク・エクスポージャーの拡大が予想されます。

2018年現在、海外投資は、世界の年金ファンドの運用資産残高の約3分の1、年金投資総額の34%（2014年は31%）を占めています⁵。低金利環境が続く中で安全資産への投資の魅力は低下しているため、この分散を年金ファンドの成功のために必須と捉える傾向が強まっています。より高いリターンを実現する圧力の下、年金ファンドは海外投資を拡大しています。年金制度を利用する人口増に対応するためにも、より高い利回りを得られる良好な海外市場へのアクセスが求められています。

年金業界が成長し、新興市場を含むオフショア資産へのシフトが続くにつれて、決済リスク・エクスポージャーの拡大が予想されます。また、為替エクスポージャーの増加に伴い、年金ファンドが考慮すべき新たな課題が生じます。アセット・オーナーが投資ポートフォリオの為替リスク・エクスポージャーをレビューするには、最良執行を検討した上で、先進国と新興国の通貨エクスポージャーを、本国通貨の予想ボラティリティと比較して評価しなければなりません。

アセット・オーナーは、そうしたレビューとともに、為替エクスポージャー管理の戦略を決定し、ヘッジの有無やレベルを決め、為替リスクに対するソリューション実施のコストや所要流動性の問題を理解する必要があります。

また、それ以外に考慮すべき重要な事項として、潜在的な決済リスク、流動性管理への影響、ポートフォリオのヘッジに伴う追加的なオペレーション負担が挙げられます。年金ファンドは通常、カストディアン、または日本のファンドの場合、具体的には信託銀行（あるいは運用委任された外部の運用会社）に連絡して、外為決済リスクの削減、流動性の最適化、オペレーションの効率化のために利用可能な選択肢について話し合います。現在では、カストディアンや信託銀行が提供する外為ソリューションを通じてリスク軽減を図るファンドが増えており、そうしたソリューションには、取引執行、タイムリーな報告、ネットティング、PVP決済が含まれます。

⁴ Willis Towers Watson: "Thinking Ahead Institute Research – Global Pension Assets Study" (February 2021) <https://www.thinkingaheadinstitute.org/research-papers/global-pension-assets-study-2021/>

⁵ Willis Towers Watson: "Thinking Ahead Institute Research – The world's largest pension funds – 2020" (September 2020) <https://www.thinkingaheadinstitute.org/research-papers/the-worlds-largest-pension-funds-2020/>

⁶ Mercer CFA Institute 2020 Global Pension Index, <https://www.mercer.com/our-thinking/global-pension-index.html>

⁷ "Beyond their Borders: Evolution of Foreign Investments by Pension Funds," updated and re-published by PwC in 2020

インソーシングとアウトソーシング

多くの年金ファンドが、様々なアセットクラスのポートフォリオ管理をインソースした方がよいか、またはアウトソースした方がよいかを検討しています。現在、世界的にインソーシングに向かう動きがあります。ポートフォリオ管理を社内で行うことで、年金ファンドは、受託者責任、コスト、パフォーマンスに対するコントロールを強化することができます。

一方、日本の年金は、プライベート・エクイティやプライベート・デットを含む海外資産への投資に、より前向きになっています。日本がマイナス金利政策下にある中、そうした資産は比較的高いリターンが見込めるからです。そしてそのために、資産のアウトソーシングにおけるホーム・バイアスが低下しています。GPIFや、日本の国家公務員に年金サービスを提供する国家公務員共済組合連合会（KKR）など大手の年金では、海外やオルタナティブ運用のマンデートで、国内と海外でバランスの取れたマネージャー構成となっています。GPIFにおけるすべての外国債券運用の任意のアウトソーシングと、すべての株式運用の義務としてのアウトソーシングは、厳格な投資ルールに従ったものであり、環境・社会・ガバナンス（ESG）投資のプロセスにプラスに働いています。ESGの取り組みの推進者として、GPIFはESGインデックスを導入し、運用会社に対し、ポートフォリオに組み入れた企業のESGインテグレーション・分析に責任を持つよう要請し始めています。GPIFは外部のマネージャーを用いなければならないため、アセット・マネジメント業界最大の機関投資家顧客となっています。その他大手アセット・オーナーでは自家運用を行っているところも多い一方で、GPIFのアプローチを強みと見る向きも多くあります。

東京外国為替市場委員会は国内の行動規範をグローバル・コードに置き換えた上で、東京市場独自の実務慣行に対処する国内ガイダンスで補足しています。

業界の進化に伴い、他にも次のようなトレンドが浮上しています。

オペレーショナル・エクセレンス

世界の年金業界の成長とオルタナティブ投資への関心の高まりを規制当局も注視しており、規制の新たな導入や強化、ガバナンス、透明性の向上を追求していくものとみられます。その結果、年金業界はオペレーショナル・エクセレンスに注力し、コスト削減、リスク管理の向上、顧客満足度やサービス提供の強化を推進していくことになるでしょう。

いくつかの年金ファンドが、グローバル外為行動規範（グローバル・コード）の遵守意思表明をすることにより、市場でのベストプラクティスを徐々に採用し始めました。グローバル・コードは、世界の16の法域の中央銀行と市場参加者の協働により策定した55の原則で構成され、最高の倫理基準と外為市場のベストプラクティスを奨励するものです。グローバル外為市場委員会（GFXC）が遵守促進と維持管理を担うグローバル・コードは、頑健、公正で、流動性が高く、オープンで透明な市場の実現を後押しします。また、多様な外為市場参加者が、強靱なインフラの支えの下、市場情報を正しく反映した競争力のある価格で、安心して効果的に、受け入れ可能な行動基準に沿った方法で取引を行えることを目指すものです。

グローバル・コードは、外為業務のベストプラクティスを提唱するだけでなく、原則50では具体的に、市場参加者は決済リスクの計測とモニタリングを行い、PVP決済の仕組みを用いることを含めて、可能な限りリスクを軽減する決済サービスの利用に努めるべきであるとしています。アジア・パシフィック地域では、香港やシンガポールを含むいくつかの法域が、グローバル・コードを承認の上、国内のルールブックや行動規範に直接組み入れています。東京外国為替市場委員会は国内の行動規範をグローバル・コードに置き換えた上で、東京市場独自の実務慣行に対処する国内ガイダンスで補足しています。

グローバル・コードの幅広い採用が、オペレーションの効率化とリスク削減の推進を後押ししています。2020年初頭に世界の金融市場で観察された激しいボラティリティを踏まえ、GFXCは市場参加者に対して、実行する取引に関連するリスクについて特に注意するよう促しています。

バイサイドによる採用はあまり進んでおらず、年金ファンドにグローバル・コードの遵守意思表示を促すためにできることはまだ多くあります。本日現在、世界でグローバル・コード遵守意思表示済みの年金ファンドはわずか11にとどまり、日本の年金ファンドでは皆無です⁸。2020年9月、GFXCは、現在行われているグローバル・コードのレビューの一環として、決済リスクの管理に関するガイダンスを強化すると発表しました。GFXCは、外為市場全体における決済の動向や関連するリスクがいかに管理されているかについても議論しました。中央銀行は市場参加者との協働により、決済方法に関するデータを定期的に収集するための市場サーベイを強化する一方、GFXCは引き続きバイサイド・コミュニティと連携を取りつつ、グローバル・コードや遵守意思表示書をバイサイドの会社にとって、より利用しやすいものとする方法を探っていくとみられます

大部分のアジア諸国では、年金制度の整備はまだ初期段階にあります。しかし、積極的な措置を取り始めている一部の国では改善が予想されます。

年金改革

アジアでは、平均余命の長期化や出生率の低下など、人口動態の急速な変化のために、多くの国が年金制度改革の長期間かつ広範囲にわたる変化と課題に直面し続けています。マーサーCFA協会の2020年グローバル年金指数によると、アジア地域の年金ファンドのインデックス値（退職年金制度の適切性、持続可能性、健全性を測定する）は、2019年からやや低下して平均スコアが52となり、世界の平均59.7を下回りました。

大部分のアジア諸国では、年金制度の整備はまだ初期段階にあります。しかし、積極的な措置を取り始めている一部の国では改善が予想されます。日本では人口の28.7%を65歳以上が占めており、この割合は2040年までに35.3%に達すると予想されています⁹。政府は、公的年金のキャッシュフローを改善し、公的年金ファンドが流動性の低い資産に投資しやすくするために、段階的に年金の受給開始年齢を引き上げるよう働きかける可能性が高いと思われます。

⁸ Global Foreign Exchange Committee, Global Index of Public Registers
https://www.globalfxc.org/global_index.htm

⁹ Ministry of Internal Affairs and Communications Report (20 September 2020)
<https://www.soumu.go.jp/english/>

スポットライト： 日本

外為取引という観点から見て、年金と投資信託は、日本で最もアクティブなファンドの2形態です。いずれも、時間の経過とともに対外投資を増加させており、日本のマイナス金利環境下で運用パフォーマンスを向上させようとしています。

例えば、2020年12月現在、177.7兆円(1.72兆米ドル)の資産を運用する世界最大規模の年金基金であるGPIFは、2020年4月に、海外資産への配分をポートフォリオ全体の40%から50%(外国債券と外国株式がそれぞれ25%)に引き上げる新たな方針を発表しました。

しかしながら、2020年中の新型コロナウイルスの世界的感染拡大と金融市場へのその波及的影響のために、上記前進の一部は反転する可能性があります。パンデミックの影響もあって、マーサーCFA協会の2020年グローバル年金指数のレポートによると、日本のインデックス値は2019年の48.3から2020年の48.5へとわずかな上昇にとどまりました。経済協力開発機構(OECD)が発表した数値によると、持続可能性のサブインデックスの改善の大部分は、純所得代替率の低下によって相殺されたからです。

実際、GPIFは引き続き、相対的に高リスクの株式への投資を増加させるとともに、ポートフォリオにおける外国債券への配分割合を引き上げており、これはボラティリティへのエクスポージャーを高める動きとなっています。一部には、GPIFはよりリスクの低い資産に回帰すべきという批判もあります。しかし、ポートフォリオ全体が日本国債で構成される場合、準備金は2060年代までに枯渇するという観測もあり、高齢者への支給に影響を及ぼすことになるでしょう。そのため、GPIFのアプローチは、資産価値が低下している局面でも積極的にリスクを取ろうとするものとなっています。

ここ数カ月、外国債券のより高い利回りを求める動きを日本の年金ファンドがけん引し、GPIFがその先頭に立っています。

パンデミックを契機に、日本の年金ファンドは、将来の投資、どのような分散ポートフォリオを構築するのか、またそれをどのように達成すべきであるかについて、より考えることを求められています。ここ数カ月、外国債券のより高い利回りを求める動きを日本の年金ファンドがけん引し、GPIFがその先頭に立っています。

日本の年金ファンドが海外投資を拡大する中、その結果としてポートフォリオ内で、外為取引を通じてヘッジされる外貨の保有額が増加しています。規制環境が絶え間なく変化し、コストや手数料の削減を求める圧力が高まっている中、外為取引の執行や決済において、ベストスタンダードを担保することが重要です。

PVPの力

日本および海外の年金の最新動向をこのように考察することで、年金ポートフォリオにおける既存のリスクと新たなリスクについてより深く理解することができます。年金業界では、リスクの効果的な管理、特に外為取引から生じる決済リスクの管理を確実にやりたいという要望が高まっています。

他のどの決済サービスより多くの外為決済を取り扱っているCLSのデータも、上記を裏付けています。CLSのデータを分析すると、年金ファンドのためにCLSで決済された外為取引額は、2016年から2019年にかけて全世界で約40%、アジア・パシフィック地域では75%増加したことがうかがわれます¹⁰。

40%

Approximately 40% growth in PVP settlement by pension funds globally

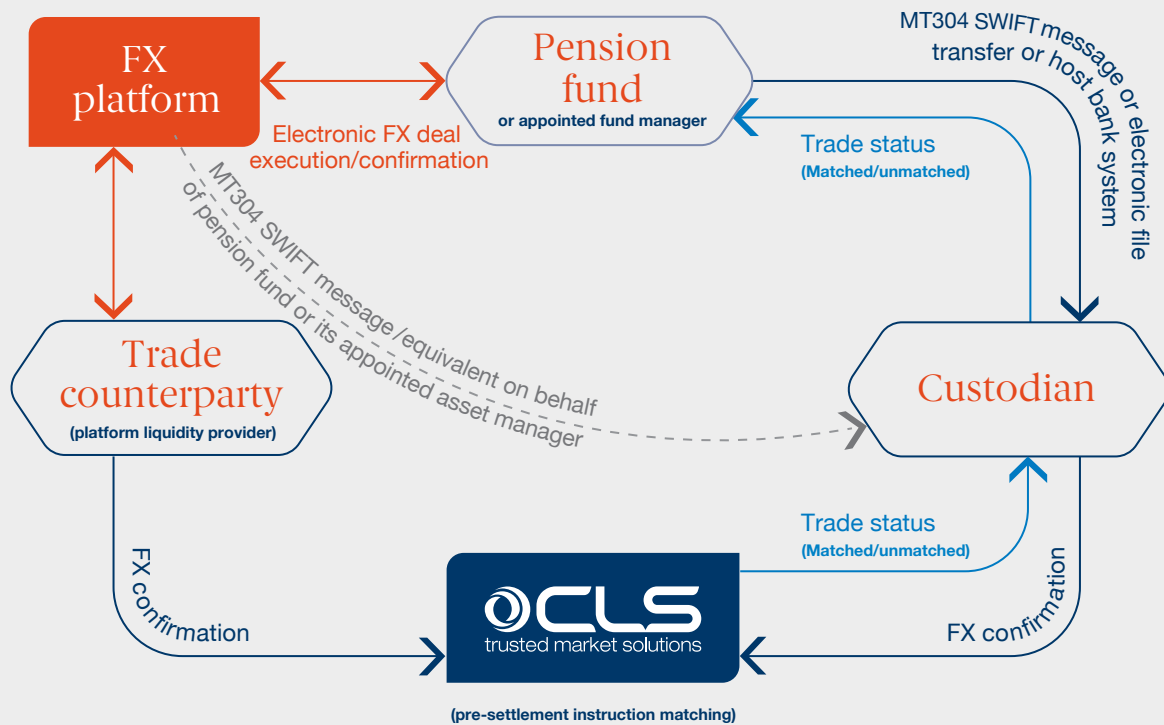
75%

Over 75% growth in PVP settlement by pension funds in Asia Pacific

CLSは、世界で最も活発に取引されている18通貨を決済しています¹¹。

CLS決済対象の外為取引が、年金またはその運用会社によって執行される際、CLSはCLS決済メンバーである年金ファンドのカストディアンを通じて、取引一本一本につき電子指図を受け取ります。

CLSのPVPシステムは、取引情報の認証とマッチングを行い、合意された決済日まで取引を保持します。各決済日に、CLSは、全通貨の即時グロス決済 (RTGS) システムがすべて同時稼働している欧州時間午前中の2時間の時間帯に、マッチングされた指図の各通貨ペアを同時決済します。マッチ済み、決済済みの取引は、カストディアンを通じて年金ファンドまたはその運用会社に情報が返されます。



¹⁰CLS data 2016-2019.

¹¹Australian dollar, Canadian dollar, Danish krone, euro, Hong Kong dollar, Hungarian forint, Israeli shekel, Japanese yen, Korean won, Mexican peso, New Zealand dollar, Norwegian krone, Singapore dollar, South African rand, Swedish krona, Swiss franc, UK pound sterling and US dollar.

世界的なトレンドとして海外資産のエクスポージャーやポートフォリオ管理業務のインソーシングの増加が予想される年金業界のような成長市場では、外為市場の安定化と世界のリスク削減のために、外為決済リスクを理解し、削減することが極めて重要となります。

CLS決済を利用することで、決済リスクの削減だけでなく、年金ファンドや運用会社の様々な部署が、その他の利点も享受することができます。フロント・オフィスは、与信効率の向上、カウンターパーティの拡大、取引機会の増加を通じて、ビジネスを成長させる機会を得られます。

年金ファンドまたはその運用会社は、ミドル・オフィスのオペレーションにおいて、所要資金の削減や、流動性管理のオーバーサイト向上という恩恵を得られる可能性もあります(ただし、カストディアンがCLS決済からのネットティングの恩恵を移転することが条件)。バック・オフィスは、ストレート・スルー・プロセッシング(STP)の強化と事務事故の減少を通じて、オペレーショナル・リスクを削減することができます。

年金ファンドと運用会社にとって、効率的なポストトレード・プロセッシングを通じたリスク削減とリスク管理は、投資ポートフォリオの運用パフォーマンスに直接影響を及ぼします。一つひとつのわずかなコスト削減の機会がボトムラインに影響するためです。年金ファンドをはじめとするアセット・オーナーはリターンを重視していますが、パフォーマンスやリターンの差別化が容易ではない現在の環境において、アセット・オーナーや運用会社は、オペレーションの効率化とコスト削減にこれまで以上にこだわっています。

ファンドのパフォーマンスとコスト削減に加えて、年金は規制環境の変化を一因として、ガバナンスやコントロール、受給者利益の保護、資産の保全といった原則の重視も強めています。そのため、年金がこれらの原則を遵守している証拠を(外為決済リスクを削減するPVP決

済サービスの利用などにより、オペレーションやリスク管理を卓越した水準まで高めているという形で)示すことができれば、受給者からの期待や関連の規制義務を満たすことができると考えられます。

世界的なトレンドとして海外資産のエクスポージャーやポートフォリオ管理業務のインソーシングの増加が予想される年金業界のような成長市場では、外為市場の安定化と世界のリスク削減のために、外為決済リスクを理解し、削減することが極めて重要となります。

CLS決済を利用することで、年金は決済リスクの削減だけでなく、以下のメリットも享受できます。

- 最良執行
- 競争力のある価格の提示を受ける機会
- 流動性の節減 - ファンドは、信託銀行を通じて市場で投資を継続することが可能となる
- STPを通じたオペレーションの合理化
- 支払指函数の減少
- オーバードラフトやフェイル・トレードの排除
- オペレーショナル・コストの削減

残された課題

世界でもアジア・パシフィック地域内でも、外為リスクに対する意識が高まっていますが、海外投資を始めたばかりのファンドの中には、決済リスクを認識していないものがある可能性もあります。

世界でもアジア・パシフィック地域内でも、外為リスクに対する意識が高まっていますが、海外投資を始めたばかりのファンドの中には、決済リスクを認識していないものがある可能性もあります。年金業界が成長し、新興市場を含む海外資産へのシフトが続いているため、外為決済リスク・エクスポージャーは今後拡大していく可能性が高いと思われます。外為取引の決済にCLS決済のようなPVPサービスを利用する年金ファンドの数が増加しているにもかかわらず、ミドル・オフィスのリソースが少なく、決済リスク削減のためのソリューションを未だ採用していないファンドも多くあります。

従来、CLS決済を通じて外為取引を決済するという決定は、年金ファンド自身ではなく、年金ファンドが指名した運用会社が行うケースが多く見られました。そのため、多くの年金はCLSについて知らないか、あるいは運用会社によってCLS決済を利用しているところと、利用していないところがあることに気付いていませんでした。その結果、年金ファンドの各アカウントによって、決済リスクに対する保護が一貫性のないものとなっていました。

最近では、すべてのアカウントがCLS決済を利用できる状態であるように、運用会社の指名やカスタディ口座を積極的に見直している年金（特に一部の大手ファンド）が増加しています。この傾向は、決済リスクに対する認識や、PVPという選択肢の利用可能性およびメリットに対する理解が、年金ファンドの間で高まってきた結果であると言えます。

執筆：



マーガレット・ロー
ヘッド・オブ・クライアント・マネジメント
アジアパシフィック



宮崎 誠
東京事務所ジェネラル
マネジャー
(日本・韓国担当)



Settlement



Processing



Data

外為決済リスクを削減するために年金ファンドが選択可能な強靱な方策があります。

決済リスク・エクスポージャーの削減を検討している年金が取るべきステップ

1. 外為取引執行を外部運用会社にアウトソースしているすべてのアカウントまたはマニフェストを識別する。
2. 外為取引を執行しているのは誰であるかを確認する。カストディアンか、運用会社か、あるいは社内のチームが決められた複数のカウンターパーティと直接執行しているのか。
3. 外為取引がカストディアン経由ではなく、カウンターパーティとの間で執行されている場合、外為関連の指図がどのように決済されているかを認識する。
4. PVP方式が決済リスクの削減に役立ち得るかを確認し、最良執行、流動性削減、事務効率化という観点から、フロント、ミドル、バック・オフィスにとってのPVP決済の全体的なメリットを検討する。
5. CLS決済を通じたPVP方式を取り扱っているかを含め、外為決済リスクを削減するソリューションの取り扱いについて、カストディアンに照会する。
6. 必要に応じて、このアプローチについて、指名している運用会社と話し合う。
7. さらに質問がある場合は、CLSに直接連絡する。

FX Global Code

Using CLS products and services plays an integral part in helping you comply with the FX Global Code. Find out more at cls-group.com

For more information please email sales@cls-group.com

Trusted by thousands of counterparties within the global FX ecosystem, CLS makes FX safer, smoother and more cost effective. Trillions of dollars worth of currency flows through our systems each day.

London
Hong Kong
Tokyo

New York
New Jersey

cls-group.com

