

2017年8月1日

(書面による意見) デリバティブの利用について

臼杵政治

資金運用部会長

神野直彦先生

今回も所用により欠席し、申し訳ありません。以前からの議論で気になっている点があり、以下の通り書面による意見を提出させていただきます。

1. 基本ポートフォリオ（アセットアロケーション）とその乖離許容幅を定めた時点で、ポートフォリオのリスクの上限値、下限値（別の言葉では“リスクバジェット”）を決めることで GPIF の執行部に上下限間で（ある程度の）裁量権を与えたと考えらるべきである。執行部がポートフォリオのリスクをその範囲に収めているかぎり、デリバティブを含めた個別取引に干渉することは、リスク管理における効率性（すなわち、リスク指標 1 単位あたりでみたリターン、あるいはリスクプレミアム）を損なう可能性がある。個別取引について「この種の株式への投資はリスクが高いから控えるべき」と厚生労働大臣（あるいは当委員会）が指示するのが適切でないのと同様に、デリバティブ取引であっても「ヘッジ目的」に厳格に限定することは適切ではない、と考える。
2. 実際「ヘッジ目的」でなくても、デリバティブ取引がポートフォリオのリスク抑制に寄与することがある。ポートフォリオと負の相関係数のあるデリバティブは当然として、その他にも例がある\*。
3. もちろん「デリバティブ」をヘッジ目的に限定することは、昨年来年金部会で決定されているので、現時点でそれを覆すことは適切ではないとしても、今後は「ヘッジ目的」をできるだけ広く解釈していつてはどうか。例えば、①近い将来の具体的売却予定のない現物資産に対して、その価格変動リスクを一時的にヘッジするためのデリバティブの利用を認める、②売却予定の現物資産のリスクをヘッジする場合に、現物資産の売却タイミングと先物売りポジション解消のタイミングがある程度ずれることを認める、などが考えられる。
4. その一方で GPIF がデリバティブのリスク管理のルールや手法を整備するのは当然である。それだけではなく（10月1日以降は）、デリバティブや非伝統的資産を含めたポートフォリオのリスクをどう管理するか、具体的には①用いるべきリスクの指標・尺度、②リスク量の把握方法、③リスク管理の体制、などについてルール化し、そのルールにもとづいたリスクについての情報を、適切な頻度で執行部から理事会に報告していくように（当委員会が）求めることが重要ではないかと思料される。

(以下次葉)

<参考>

\*完全なヘッジではなくても、ポートフォリオのリスク軽減に寄与しうるデリバティブ取引の例

①（差金決済の）外国債券の先物に投資することで、元本部分の為替リスクを逃れることができる、

②株式など保有する現物資産クラスのプットオプションを購入することで下方リスク（テールリスク）を実質的にヘッジできる、

③アウトオブザマネーのコールオプションを売り、プットオプションを買う（カラー戦略）ことでアップサイドを犠牲にしつつ、ダウンサイドをコントロールできる。

（以上）