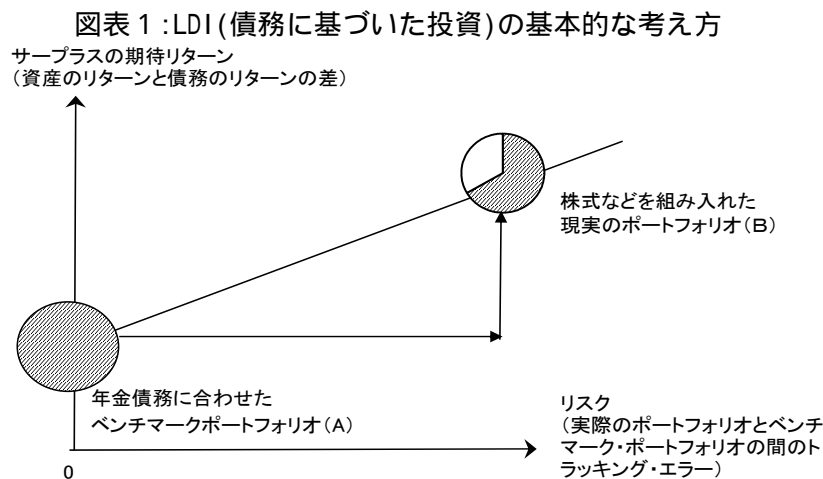


(年金運用)：債務に基づいた投資 (Liability Driven Investment) (1)

欧州大陸や英国の給付建て年金では、昨今、「年金債務に基づいた投資 (LDI: Liability Driven Investment)」に取り組みつつある。果たして、日本の年金運用にも影響があるのか、従来の年金 ALM (資産負債管理) とどう違うのか、その手法と背景などを取り上げていきたい。

2004 年頃から欧州の年金基金が取り入れつつある、年金資産の新たな運用手法が「年金債務に基づいた資産運用 (LDI: Liability Driven Investment)」である。この戦略は一言で言えば、「年金債務をベンチマークとしてそこからのトラッキングエラーを管理しつつ、債務に対する超過リターンをあげようとする運用戦略」といえる。

すなわち、年金債務と常に同じリターンをあげられる、長期債などのベンチマーク・ポートフォリオ (下図の A) を基準として、株式などを組み入れた現実のポートフォリオ (B) のリターンがそのポートフォリオのリターンとどれだけ乖離するかというリスク (横軸) と、それによってどれだけ高いリターン (超過リターン) をあげられるか (縦軸) を管理する手法である。



(注) "Adopting a liability-led strategy", Tarik Ben Saud, Pension Management, April 2005, pp34-35 を参考に作成

「資産と債務の差」といえば、従来からの資産負債管理 (Asset Liability Management: 年金 ALM) がある。米国では、財務会計基準 87 号 (FAS87) が導入された 1980 年代後半以降、企業会計上の年金債務である PBO (予測給付債務) などの変動と、年金資産の変動を一致させる手法の有用性が説かれてきた。典型例が債務と同じデュレーションを持つ長期債に投資し、金利変動による債務の増減と、資産の増減を一致させる手法 (イミュナイゼーション) である。

しかし、昨今の LDI (債務に基づいた資産運用) は、従来の年金 ALM とは 2 つの点で異なる。第 1 に必ずしも、従来の年金 ALM のように (超) 長期債の現物だけに投資するわけではない。確かに債務と資産の金利感応度を管理する上では、長期債投資が有効である。しかし、金利感応度の調節手段は、もはや長期債投資だけではない。右頁の図表 2 に示した例にみるように、金利スワップを使えば、資産側の金利感応度をあげ (あるいは債務側の金利感応度を下げ)、資産と負債の金利感応度の差を小さくすることができる。

第2に年金債務と資産の時価の変動、あるいはキャッシュフローを完全に一致させているLDIは少ない。むしろ、資産と債務との間でトラッキングエラーが生じることを許容している。株式など他の資産のリスクをとったり、場合によっては金利によるリスクのミスマッチを生じさせたりする。トラッキングエラーによるリスクを許容できる範囲の中で管理しつつ、資産と債務の差額（サープラス）のリターンが最大になるようなポートフォリオを組むのである。

図表2：年金資産と債務の金利感応度を一致させるスワップの例

＜年金資産＞			＜年金債務＞		
	残高	デュレーション		残高	デュレーション
株式	60	5年	年金債務	100	15年
債券	60		(積立余剰)	(20)	
合計	120		合計	120	
＜資産価格の金利感応度＞ (金利が1%動いた場合の資産価格の変化) $60 \times 5 / 100 = 3.0$			＜年金債務の金利感応度＞ 15		
→ここで、短期金利を払い、長期金利を受け取る金利スワップを組む スワップの想定元本を100、デュレーション12年とすれば ＜スワップ後の資産価格の金利感応度＞ $(60 \times 5 + 100 \times 12) / 100 = 15$ と債務の金利感応度と一致する					

欧州の年金基金が、年金債務と資産の関係を管理するためにLDIを取り入れている背景としては2点ある。1つが財務規制（積立規制）上の要因である。デンマークでは2002年から、年金債務・資産を時価で評価した上で、「信号システム」と呼ばれるストレステストにより、十分な積立があるかどうかをチェックする、新財務規制が導入された。

そこでは、株価の30%下落、金利の1.0%の低下、不動産価格の12%下落が同時に起こった場合でも、積立不足にならない積立余剰がない場合は黄色信号、同じく株価の12%下落、金利の0.7%低下、不動産価格の8%下落が同時に起こった場合に備える積立余剰がない場合には赤信号、が点く。赤や黄色の信号が点くと、資産配分の見直しなど、その色に応じた是正措置を取らなくてはならない。赤や黄色の信号を防ぐために、資産・債務の時価の変動を合わせて管理するLDIが普及してきた。また、オランダでも2007年から、年金債務をスワップ金利で時価評価する新財務基準（FTK）が導入される予定である。

もう1つの背景は、会計基準の変化である。すなわち、年金資産・債務を時価評価して、直ちに貸借対照表などの財務諸表に反映させる動きである。典型的な例が2005年から英国で導入された財務報告基準17号（FRS17）にみられる、数理計算上の差異の即時認識である。数理計算上の差異とは、退職給付債務の割引率や資産の運用利回りなどの実績が当初の想定と異なったり、これらの前提を変更したりした場合に生じる追加的な債務や資産を指す。この即時認識が導入され、年金資産・債務が常に時価評価される場合でも、LDIにより両者の時価の変動を調整することによって、サープラス（積立余剰）を管理することができる。

（臼杵 政治）