

(年金運用)：金利スワップを活用した債務重視の年金運用

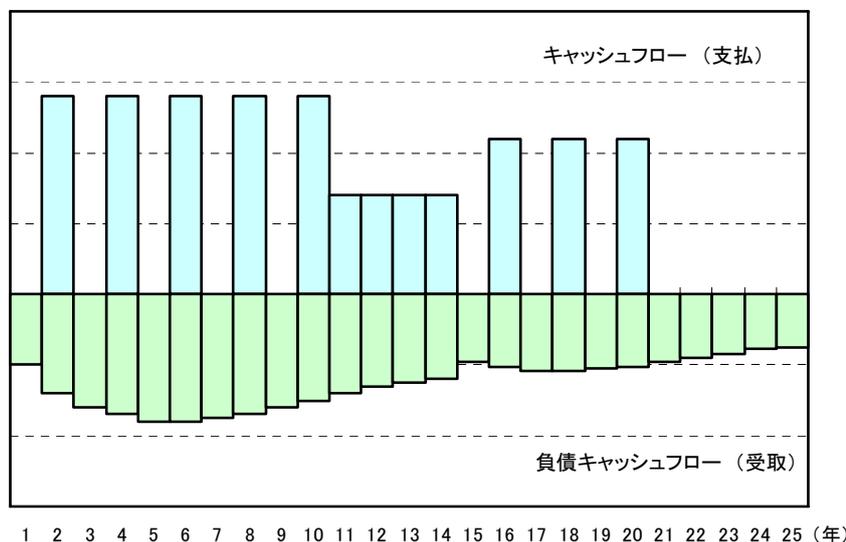
近年、欧州の年金基金で債務重視の年金運用（Liability-Driven Investment）が注目されているが、そのうち、金利スワップ取引を用いた手法について簡単に紹介する。

近年、欧州ではLDI（Liability-Driven Investment、債務重視の運用）と呼ばれる資産運用手法が、年金基金の間で急速に注目されるようになってきた。この背景には、2000～2002年にかけての世界的な株価下落と長期金利低下による年金財政の悪化と、会計基準や財務規制による年金債務の時価評価の流れがある。LDIの基本的な考え方はALM（資産と負債の総合管理）と同じで、資産運用を債務とマッチングすることにより、サープラス（資産と負債の差額）の維持保全を重視するものである。ただし、これまでの年金資産運用と異なる特徴は、デリバティブ（金融派生商品）を積極的に活用している点である。

従来のALMで最も典型的なリスク回避的な運用手法は、キャッシュフロー・マッチングである。これは、資産側の将来キャッシュフローが負債側のそれと一致するように、確定利付債を主体とする資産ポートフォリオを構築することにより、将来の資産と負債のキャッシュフローのミスマッチを抑制する運用手法である。しかし、年金負債のキャッシュフローは基金によりさまざまで、しかも超長期に及ぶことが多いので、それを完全に複製するポートフォリオを構築することは事実上不可能である。例えば、現在の日本国債の最長満期は30年なので、それより長期の債務を複製することはできない。

それに対し、LDIは、金利スワップなどのデリバティブを利用して資産と負債のキャッシュフローを近づける。典型的な金利スワップは、一定期間中に同じタイミングで発生する固定金利と変動金利を交換する契約であるが、LDIで使われる金利スワップは、より複雑で、期間もタイミングも異なるキャッシュフローを交換する。欧州では超長期のユーロ建て金利スワップ市場が活発に取引されているため、このような運用が可能になるのである。

図表1：LDIの金利スワップのキャッシュフロー（イメージ）



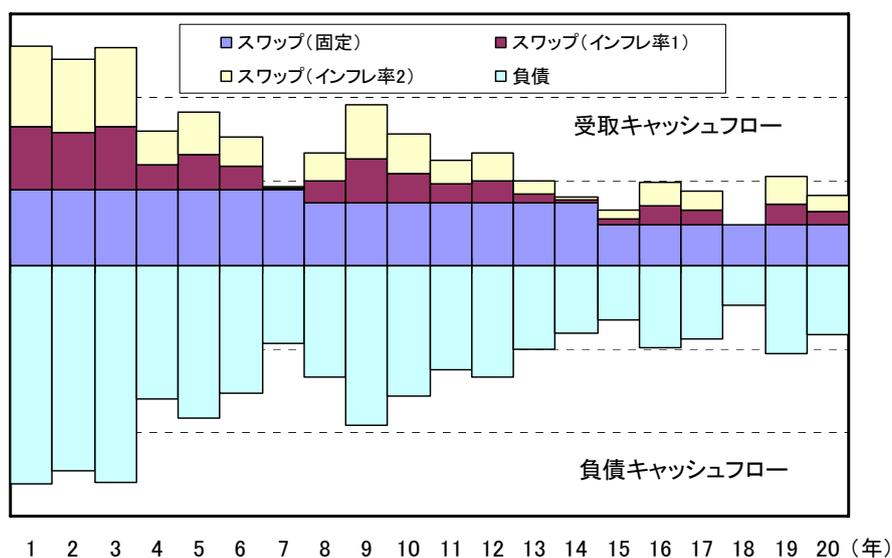
図表1は、受取側は年金負債のキャッシュフローを、支払側は固定金利をイメージした金利スワップの例である。支払側は変動金利+ α であることも多い。このように、金利スワップで受け取るキャッシュフローを負債にマッチングすることにより、債券や株式などの現物資産では対応できない、基金特有の複雑で超長期のキャッシュフローを複製することができる。

LDIでは、通常の金利の交換の他に、インフレ率を交換するインフレーション・スワップも使われる。これにより、インフレ連動性を持つ年金負債のキャッシュフローをより正確に複製することができる。また、オプションの活用により、株価暴落時の損失額を抑制したり、逆に、株価上昇時の利益を享受したりすることもできる。このように、LDIは、ALMに金融工学的なリスクヘッジ手法を積極的に持ち込んだ、新たな年金資産運用手法であり、既存の資産ポートフォリオを概ね保持したまま、資産と負債のキャッシュフローのミスマッチを低減できるのである。

すでに欧州の一部の大手年金基金では、投資銀行などとさまざまなデリバティブ契約を締結し、基金の負債特性に最適なテイラーメイド型のLDIを実行している。このようなテイラーメイド型LDIを行うためには、デリバティブの事務手続きや、デリバティブを含むポートフォリオのリスク管理に詳しい要員の確保と、それらを実行するためのインフラの整備が必要である。

しかし、中小規模の年金基金がこれらに単独で対処することは難しい。そのような基金でも活用できるのが、イギリスで発達したファンド型LDI（運用機関がパッケージ化して販売しているデリバティブ合同運用ファンド）である。これを基金の負債特性にあわせて購入すれば、中小の年金基金でもLDIの恩恵を享受できる。例えば、ある運用機関が昨年発売したファンド型LDI商品は、5年以上の期間に及ぶ3種類のスワップ（「固定金利 vs 変動金利」、「インフレ率 vs 変動金利」2種）を適宜組み合わせるもので、既存ポートフォリオに上乗せ活用することにより、基金の負債特性にあわせた運用を行うことができるとPRしている（図表2）。

図表2：負債を複製するファンド型LDI商品の受取キャッシュフロー（イメージ）



(室町 幸雄)