

(年金運用)：債務に基づいた投資 (Liability Driven Investment) (2)

L D I を現実導入している欧州諸国の年金基金の例をみると、債務に注目している点は従来の A L M と同じである。しかし、①債務の時価に注目する、②派生商品を活用する、③債務と完全に同じにはしないで、積極的にリスクをとってリターンを追求する、などの点が異なる。

前回述べたように、 欧州大陸諸国における年金の積立基準（財政基準）の改革、 英国の企業会計基準における数理計算上の差異の即時認識の導入、によって、資産・債務が時価（フェアバリュー）で評価されるようになったことが、L D I が普及した背景として指摘される。

そこで本号では、年金基金がどのように対応したかをみてみよう。まず、欧州大陸の代表として、デンマークの A T P を例にとる。デンマークの年金制度は、1 階が税を財源とする全国民共通の年金であり、2 階が勤労者を対象にした所得比例の年金（労働市場付加年金）である。2 階の財政は積立方式であり、積立資産の運用を委ねられているのが A T P 基金である。

この A T P 基金に対しても、2001 年に新しい財務基準が適用になった。この財務基準は、 年金債務がデュレーションに基づいたスワップ金利により時価評価される、 株式なら 30%、金利なら 1%（債券価格の 15~20% 程度の下落を引き起こす）というように、資産クラスごとのリスクに応じてバッファとなる積立超過を求められる、点に特徴がある。そこで、A T P では、 資産配分における株式の割合を減らし、債券の割合を増やす、 スワップを使って、債券のデュレーションを長くして金利感応度を高める、運用政策をとった。

図表 1 にみるように、2001 年末には約 2500 億クローナ（約 5 兆円）の運用資産のうち、47.6% であった債券への配分割合が、2003 年末には 77.8% まで増加した。他方で、この間、外国株式を中心とした上場株式への配分割合は 47.5% から 13.5% まで減少している。2004 年以降、株式への配分割合が再び増えているのは、2002 年末には 8% であった積立余剰が 2003 年以降 15% 前後の水準となり、株式投資などリスクへの許容度が高まったためである。

図表 1 A T P の資産配分推移

（各年末、単位10億クローナ（1クローナは約20円）、かっこ内は%）

	2001	2002	2003	2004	2005
債券及び金利ヘッジ商品	116.7 (47.6)	161.6 (68.0)	209.3 (80.6)	238.4 (78.3)	261.1 (72.6)
債券計	116.7 (47.6)	151.8 (63.9)	202 (77.8)	210.4 (69.1)	220.2 (61.2)
(除く金利ヘッジ商品)					
デンマーククローナ債	58.1 (23.7)	66 (27.8)	67.1 (25.8)	70.5 (23.2)	64.8 (18.0)
外貨建て債券	40.9 (16.7)	73.7 (31.0)	102.6 (39.5)	117.3 (38.5)	141 (39.2)
その他	17.7 (7.2)	21.9 (9.2)	39.6 (15.2)	50.6 (16.6)	55.3 (15.4)
上場株式	116.5 (47.5)	59.9 (25.2)	35.1 (13.5)	50.9 (16.7)	80.3 (22.3)
国内株式	41.1 (16.8)	28.1 (11.8)	29.3 (11.3)	29.3 (9.6)	40.4 (11.2)
外国株式	75.4 (30.8)	31.8 (13.4)	5.8 (2.2)	21.6 (7.1)	39.9 (11.1)
その他の資産	11.5 (4.7)	12.4 (5.2)	13.3 (5.1)	13.4 (4.4)	16.6 (4.6)
その他とも合計 *	245.1 (100.0)	237.7 (100.0)	259.7 (100.0)	304.4 (100.0)	359.8 (100.0)

* 流動性準備、為替売買益、貸し株料を含む

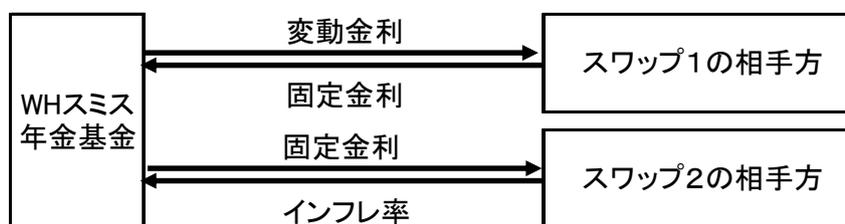
（出所）A T P の年報などを参考に筆者作成

その上で、外貨建債券は通貨スワップを実施し、さらに金利リスクをヘッジするためスワップを行った。2005年末を例にとると、金利が1%低下すると、年金債務が531億クローナ増加するのに対して、債券価格の増加は84億クローナに止まる。そこで、スワップ取引を実施して、金利の1%低下によるサープラスの減少を447億クローナから21億クローナに削減した。

次に、英国でLDIを取り入れた例として、文具などを販売するWHスミスを紹介する。同社の年金基金はこの数年、積立不足の状況（2005年9月末現在、9億6700万ポンドの年金債務に対し、8億7300万ポンドの年金資産）にあった。しかも、同社は2004年頃から業績不振であった。ところが、2003年8月には同社を買収しようとしたプライベートエクイティファンドが年金の積立不足のために撤退したこともあった。企業本体の財務が年金運用においてリスクをとれる状況にない上に、年金の積立不足が投資家の注目を浴びていた。

そこで、2005年9月に年金の運用方針を大きく変更した。それまで株式に資産の44%、債券に56%を配分していたのを、資産の94%を金利・インフレ率に対して債務と同じ金利感応度を持つ資産に配分した。すなわち、物価連動債の他、変動金利を固定金利に変え、さらにインフレ率に変換するという2つのスワップ取引を含むファンドに投資した。さらに残りの6%を証拠金として、株式のコールオプションを購入した。このコールオプションによる株式値上がり益は、3億5000万ポンドの株式に相当するという。新たな運用方針により、金利低下やインフレ率の上昇があっても積立不足がほとんど拡大しない、株式が値上がりした際には、従来の配分と同様に積立比率が改善する、ようになった。

図表2 WHスミス社年金基金におけるスワップの例



（出所）主要メディアの報道を参考に、筆者作成

年金資産だけでなく、年金債務との関係、特に資産と債務の差額である剰余（サープラス）に注目した年金ALMの必要性は、1990年代から主張され、特に長期債や超長期債投資の重要性が説かれていた。しかし、最近、欧州において広がりつつある、ATPやWHスミスのようなLDIは、従来のALMと異なる。それは、年金債務の時価（フェア・バリュー）に注目して、剰余のリスクとリターンを管理しようとしている、債券の現物だけでなく、スワップやスワップションなど金融派生商品（デリバティブズ）を積極的に活用している、イミュニゼーションを使って、債務と同じ完全なヘッジポートフォリオに100%投資するのではなく、株式投資なども含めて、より高いリターンをあげるために債務と離れるリスク（トラッキングエラー）を積極的に取りに行く、などである。

（臼杵 政治）