

年金トピック（特別号）

No.2022-92

第 30 号

2023 年 1 月 20 日

団体年金事業部

特別勘定運用部

連載 LDI について考える

第 1 回 英国の LDI で何が起きたのか？

昨年の 9 月下旬から 10 月にかけて、新聞や雑誌等で英国の年金危機に関する報道が続きました。年金危機の原因は英国の確定給付企業年金が実施している LDI であったという報道もありました。

LDI とは Liability Driven Investment (負債対応投資) の略称で、企業会計上の年金負債である退職給付債務に内在する金利変動リスクをヘッジしつつ、年金財政上の目標リターンを確保する運用手法のことです。

いったい、英国で何が起きていたのか？ LDI とは具体的にどのような運用手法なのか？と疑問に思われた方も少なくなかったと思います。

そこで、昨年発生した英国の年金危機の概要をご説明するとともに、LDI をはじめとするいくつかの重要なキーワードについて、全 5 回のレポートで解説し、LDI の本質に迫りたいと思います。

なお、本レポートにおける見解はすべて筆者個人に帰するものであり、筆者が所属する法人の公式見解を示すものではありません。

特別勘定運用部 深津裕嗣

連載 LDI について考える

第 1 回 英国の LDI で何が起きたのか？

英国の年金危機とは

事の発端は昨年 9 月下旬、英中銀が債券の売却を含む金融引き締め策を決定すると同時に、英国のトラス政権が減税を含む大型経済対策を発表したことにあつた。英中銀の金融引き締め策に対して政府の減税策、つまり相反する政策が発表されたために、市場が混乱しポンドは対米ドルで過去最低の 1 ポンド=1.035ドルまで下落した。また、英国債の価格も急激に低下し、金利は急上昇(20 年英国債は 5.09%まで上昇)した。

この市場の動揺を受けて、英中銀は債券を緊急で買い取ることで鎮静化を図った。金融引き締め策の決定から数日で、逆方向の措置をとることを余儀なくされたのだ。

なぜ、英中銀は慌ててそのような措置を講ずる必要があつたのか？その背景は英国の確定給付企業年金(以下、英国 DB 年金)の債券売却にあつた。英国 DB 年金では LDI の実施率が非常に高いが、金利の急変によって、LDI に活用されている金利スワップにおいてマージンコール¹が発生した。英国 DB 年金はその支払いに充てる現金を用意するため、急遽保有債券を売却する必要があつた。多くの英国 DB 年金が債券の現金化を急いだ結果、債券市場の流動性が枯渇する危険が高まり、市場の安定を図るために英中銀が介入する事態となった。

なお、英中銀のコメント²によると、英国債の平均売買金額は1日あたり 120 億ポンド(約 2 兆円³)であるのに対して、一時的に国債の売却規模が少なくとも 500 億ポンド(約 8 兆円³)にのぼる可能性があつた。非常に大きな売り圧力がかかっていたことが窺える。

以上が今般発生した英国の年金危機の概要であるが、LDI、金利スワップ、マージンコールといったキーワードは英国の年金危機を理解するうえで大変重要なキーワードであるため、これから順を追って解説したい。まず、連載第1回では LDI について解説する。

LDI とは

LDI は Liability Driven Investment の略称で、邦訳すると負債対応投資となる。この LDI には様々な運用手法があり、具体的な運用手法として特定のものは存在しないが、企業会計上の年金負債である退職給付債務に内在する金利変動リスクをヘッジしつつ、年金財政上の目標リターンを確保する運用手法のことである。具体的なイメージは図 1、2 のとおりだが、LDI のコンセプトは2つある。

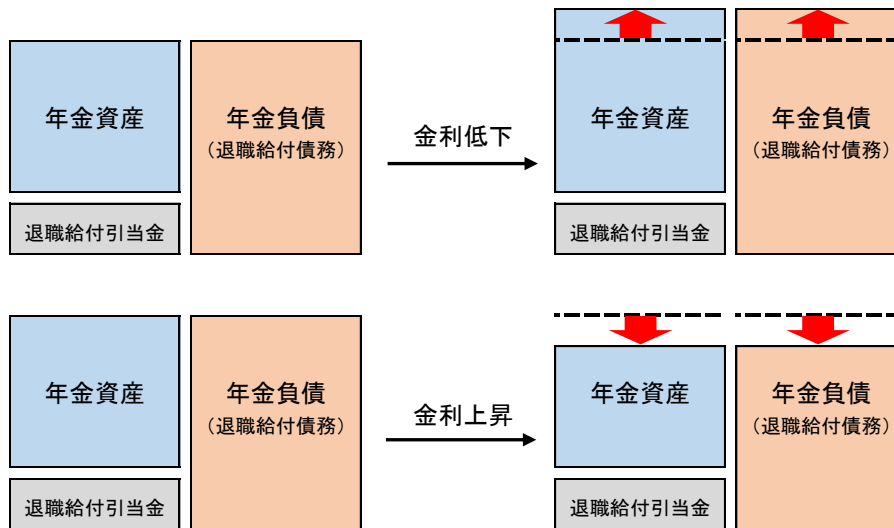
¹ 証拠金が不足した場合に証拠金の追加差し入れを求められること。連載第 3 回で解説予定。

² 英中銀がイギリス議会に宛てたコメント

<https://committees.parliament.uk/publications/30136/documents/174584/default/>

³ 1 ポンド=157 円で換算

図1:LDIのコンセプト①

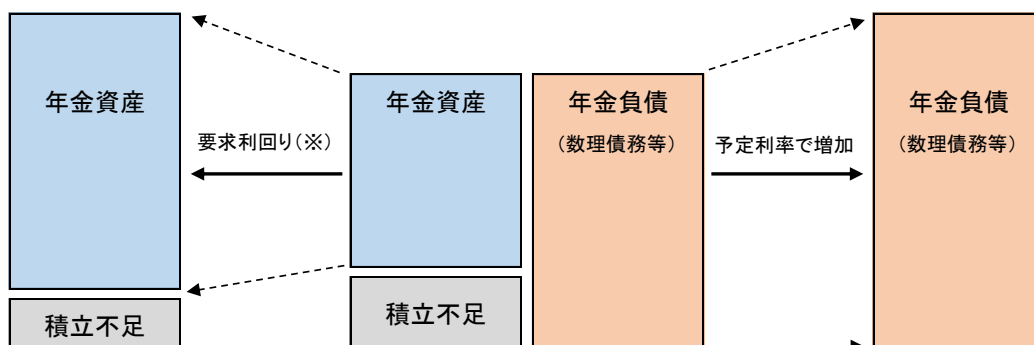


1つ目のコンセプトは、退職給付債務の変動に年金資産の変動をマッチングさせることにより、退職給付債務と年金資産の差額(退職給付引当金)の変動を抑制することである。

退職給付債務は国債や社債等の債券の利回りに基づき決定された割引率を用いて評価されるため、市場金利の影響を受けて評価額が増減する。割引率が低下すると退職給付債務は増加し、反対に割引率が上昇すると退職給付債務は減少する。

退職給付債務の増減は退職給付引当金の増減へとつながり、企業会計上の費用処理額にも影響を及ぼす。金利の変動が大きい場合は、その影響が本業利益を圧迫するなどのリスクとなる。このような企業会計上の金利リスクを抑制するために、退職給付債務の変動に年金資産の変動をマッチングさせることが1つ目のコンセプトである。

図2:LDIのコンセプト②



※予定利率を上回る利回り、積立不足を解消する利回りが求められる

2つ目のコンセプトは、年金財政上の要求利回りを確保することである。年金制度を持続的かつ安定的に運営していくためには、掛金計算に用いる予定利率を上回る運用利回りが必要となる。ま

た、積立不足がある場合はその不足金を解消するための追加利回りも必要となる。こういった要求利回りを上回るように運用することが 2 つ目のコンセプトである。

この 2 つのコンセプトを実現するのが LDI である。ただし、前者のコンセプトである金利リスクをヘッジすることのみに注力してしまうと、企業会計上の金利リスクは抑制できたものの、予定利率に満たない利回りが続き、年金財政上の積立不足が生じてしまうといった事態が生じかねない。企業年金の資産運用において当たり前のことである後者のコンセプトが実現できないことになるため、企業年金を持続的かつ安定的に運営するためには、そのような事態は避けなければいけない。つまり、金利リスクのヘッジと要求利回りの達成、この 2 つの視点をうまく両立しながら資産運用を行っていくことが重要になるのである。

図3:英国LDIの例

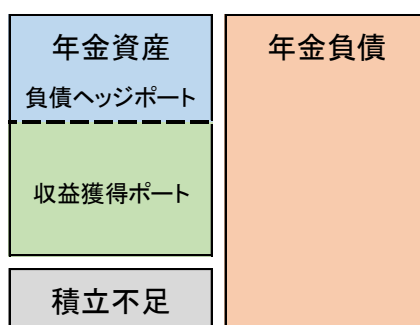


図 3 は英国における LDI の事例であるが、負債ヘッジポートと収益獲得ポートを組み合わせることが LDI の一般的な形となっている。負債ヘッジポートは LDI のコンセプト①に対応するポートで、負債の金利リスクをヘッジする機能を担う。収益獲得ポートは LDI のコンセプト②に対応するポートで、株などのリスク性資産を組み入れ、要求利回りの獲得を目指す。

英国の LDI 事情

LDI は英米において約 20 年前から始まった。2000 年代前半に、英米において会計基準が変更となり、年金資産と年金債務の差額をバランスシートに反映することになったことを契機に、従来よりも負債を意識した資産運用を求められるようになったことで LDI が普及した。

会計基準の変更を契機に従来よりも負債を意識した結果、LDI が普及したわけだが、英国の DB 年金の制度設計をみると、その普及の理由が見えてくる。

退職給付債務の評価額は金利変動の影響を大きく受けるため、企業会計上の視点で金利変動リスクをヘッジしたいというニーズは日本でも同じだが、図 4 のとおり、英国 DB 年金の給付設計は物価指数に連動し、さらに終身年金が原則となっていることが英国特有の事情となる。

図4:給付設計とリスクの日英比較

国	給付設計	リスクの種類		
		金利リスク	長寿リスク	インフレリスク
日本	物価連動なし 終身年金は任意	○ (リスクあり)	△ (一部リスクあり)	— (リスクなし)
英国	物価連動あり 終身年金が必須	○ (リスクあり)	○ (リスクあり)	○ (リスクあり)

日本の DB 年金は物価に連動せず、終身年金は任意となっており実施率も低い。他方、英国 DB 年金は物価指数の上昇による負債の増加に加え、終身年金が必須であるがゆえに長寿の進展に伴う負債の増加など、日本の DB 年金に比べて負債が社会経済環境の影響を受けやすく、負債変動リスクが大きい制度設計となっている。

負債変動リスクが大きいと、必然的に資産運用に対する要求利回りも高くなる。このような事情から、負債の変動リスクを抑制しつつも、目標リターンを確保することを目指す運用手法である LDI が普及・発展したものと考えられる。

なお、英国の投資協会(The Investment Association)の調査報告書⁴によると、英国の LDI 残高は 2011 年の 4,000 億ポンド(約 63 兆円⁵)であったのに対して、2021 年では 4 倍の 1 兆 6,000 億ポンド(約 251 兆円⁵)まで上昇しており、今後も増加傾向にあると言及している。

日本の DB 年金全体の総資産額は約 66 兆円⁶であるから、英国でいかに巨大な LDI マーケットが形成されているかが窺える。

次回第 2 回では、LDI の具体的な運用手法について解説する。

⁴ The Investment Association Annual Survey「INVESTMENT MANAGEMENT IN THE UK 2021-2022」

⁵ 1 ポンド=157 円で換算

⁶ 出所:厚生労働省「確定給付企業年金の事業状況等 2020 年度」