

2023 年 2 月 10 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 4 回 日本で LDI は必要か？

連載第4回では、「日本で LDI は必要か？」という問いについて、筆者の考えを述べます。

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

## 【ご参考】

○年金通信 2022-92 第 30 号(2023 年 1 月 20 日)

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？

<https://nenkintsushin.dai-ichi-life.co.jp/download.php?c=1690>

○年金通信 2022-96 第 31 号(2023 年 1 月 27 日)

連載 LDI について考える 第 2 回 LDI の具体的な運用手法

<https://nenkintsushin.dai-ichi-life.co.jp/download.php?c=1692>

○年金通信 2022-99 第 32 号(2023 年 2 月 3 日)

連載 LDI について考える 第 3 回 金利スワップの証拠金とマージンコール

<https://nenkintsushin.dai-ichi-life.co.jp/download.php?c=1695>

## 第 4 回 日本でLDIは必要か？

### 日本における LDI 需要

現在、日本においても LDI を実施している DB 年金があるが、その多くは超長期債の保有による LDI である。英米において LDI が注目され始めた 2000 年代前半に、日本でも LDI が注目されるようになり、超長期債の保有による LDI の取り組みが一部の DB 年金で始められた。しかしながら、その後、国内の金利は右肩下がりで低下し続け、低金利環境が長らく続いたため LDI の需要は年々縮小し、ほとんど普及していないのが現状である。

日本の DB 年金は、給付が物価に連動せず、終身年金実施率も低いため、退職給付債務の変動リスクは主に金利リスクとなるが、その金利リスクについても低金利環境により問題視されてこなかったため、LDI が普及しないのは無理もない。

### LDI は危険な運用か？

今般発生した英国の年金危機は、一部報道で“LDI 危機”という表現や、マージンコール、レバレッジといった危険性を感じる言葉とともに報道されたため、LDI は危険な運用と誤解されがちだが、今回の危機の原因は英国債の流動性の問題に起因するものであったことは、ご理解いただけると思う。これまで述べてきた通り、LDI は負債の変動リスクを抑制しつつ、年金財政上の目標リターンを確保するための運用手法である。LDI のコンセプト自体は決して危険なものではなく、むしろ DB 年金にとって必要不可欠なものと考ええる。なぜなら、LDI の運用プロセスは資産と負債を一体で捉えて年金制度を管理・運営するという年金 ALM の実践になっているからである。

### LDI に欠かせない負債分析

LDI は退職給付債務の金利リスクのヘッジと、年金財政上の要求利回りの達成、この2つの視点をうまく両立させることを目指す。そのためには、最初に、負債を詳細に分析することが必要となる。

例えば、退職給付債務の金利リスクのヘッジを考える際には、退職給付債務の計算に用いるキャッシュフローを数年分予測計算する。つまり、現在時点の退職給付債務を計算するためのキャッシュフローだけでなく、1 年後、2 年後、もしくは数年後に退職給付債務を計算しようとする場合に必要となるキャッシュフローを予測する。これにより、今後の退職給付債務のデューレーションの推移を計算することができ、退職給付債務がどの程度の金利リスクに晒されているのか、具体的な変化額を把握することができる。そして、把握した退職給付債務の変化額が本体企業の財務に与える影響を評価し、金利リスクに対する必要なヘッジ量を決める。ヘッジは必ずしも必須ではなく、必要でないと判断される場合、ヘッジは行わない。

また、年金財政上の要求利回りの達成を考える際には、将来、年金財政上の積立不足が発生する可能性、および、追加の掛金拠出が必要と予想された際の追加掛金の予測額を将来シミュレーションにより把握する。これにより DB 年金が抱えている顕在的もしくは潜在的な課題を可視化し、

今後の資産ポートフォリオに求める期待収益率とリスクを検討する。なお、金利リスクのヘッジを実施する際は、ヘッジ効果も考慮に入れた資産ポートフォリオを検討する必要がある。

以上の通り、LDIを実施するにあたって、負債分析は欠かせないものとなっている。負債分析を行った上で資産運用の在り方を決定する。これはまさに年金 ALM の実践である。

LDIの本質は、負債を意識して資産運用のあるべき姿を考えるというプロセスそのものにある。金利スワップの活用は LDI のひとつの手段にすぎない。DB 年金の資産運用における真のベンチマークは、将来の給付をもとに企業ごとに計算される負債そのものだとも言えよう。

## 日本で LDI は必要か？

筆者は、日本においても LDI の運用プロセスを積極的に導入していく必要があると考える。なぜなら、日本の DB 年金は年金財政上の要求利回りの達成に関して、継続基準、非継続基準という 2 つの財政運営ルールが存在するからである。

1 つ目の継続基準は、DB 年金が将来にわたって存続すると仮定した場合に、現時点で必要となる積立額(これを「責任準備金」という)に対して、年金資産が足りているかを確認するための基準である。継続基準上の積立目標である責任準備金は、あらかじめ定めた予定利率によって評価されるため、運用利回りはこの予定利率を上回ることが求められる。

2 つ目の非継続基準は、DB 年金を解散・終了すると仮定した場合に、受給権保護の観点から現時点で積み立てておくべき額(これを「最低積立基準額」という)に対して、年金資産が足りているかを確認するための基準である。非継続基準上の積立目標である最低積立基準額は、30 年国債の 5 年平均に基づいて決められる予定利率で評価されるため、30 年国債の金利変動の影響を受ける。つまり、金利リスクが存在するため、金利リスクにも目を向けながら資産運用する必要がある。なお、金利リスクが存在するという点においては退職給付債務と同じだが、金利の参照年限等が異なるため、市場金利の変動が与える影響は最低積立基準額と退職給付債務とで異なる<sup>1</sup>。

このように、日本は 2 つの財政運営ルールがあり、それぞれ目標リターンが異なっている。この 2 つのルールを両立させるように資産運用することは容易なことではないが、さらに企業会計の視点加わることで複雑さが増している。

これら 3 つの視点をうまく成立させながら年金制度を運営していくことは、決して容易なことではないが、負債を意識して資産運用のあるべき姿を考えるという LDI のプロセスは、複雑な DB 年金運営の一助になるものと考ええる。

LDI の運用手法は様々で、各国の事情に応じて独自の発展を遂げている。今後、日本においても LDI が普及することで、日本独自の LDI 手法が発展し、DB 年金の持続可能性がさらに高まることを期待する。

次回連載最終回では、DB 年金のデリスキングについて解説する。

<sup>1</sup> 市場金利の変動が与える影響の詳細については、年金通信 2022-91 第 29 号(2023 年 1 月 11 日)「国債利回りの上昇と企業年金の債務・掛金への影響」を参照のこと

<https://nenkintsushin.dai-ichi-life.co.jp/download.php?c=1686>