

2023 年 2 月 17 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 5 回 LDI から年金バイアウトへ –ディリスキングの旅路–**

連載第 1 回から第 4 回にかけて LDI について解説しました。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すが、別の見方をすれば、LDI は DB 年金の実施者が DB 年金に関するリスクを抱えながらも、そのリスクをコントロールし、DB 年金を安定的に維持させるための手法といえます。

LDI が英米で普及していることは連載第 1 回で述べましたが、英米では DB 年金に関するリスクを他者へ移転する、もしくは、DB 年金そのものを他者へ移転するという Pension Risk Transfer (略して PRT) と呼ばれる手法が進展しています。近年、年金バイアウトが聞きなじみのある言葉になりつつありますが、年金バイアウトはこの PRT のひとつです。

リスクをコントロールする手法とリスクを移転する手法は、いずれもリスクを削減するという意味でディリスキング (De-risking) と呼ばれています。

連載最終回では、PRT を中心とするディリスキングについて解説します。

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>

○年金通信 2022-101 第 33 号 (2023 年 2 月 10 日)

連載 LDI について考える 第 4 回 日本で LDI は必要か？

<https://nenkintsushin.dai-ichi-life.co.jp/download.php?c=1697>

第 5 回 LDIから年金バイアウトへ -ディリスキングの旅路-

年金バイアウト

年金バイアウトは DB 年金に関するすべてのリスクを他者へ移転する方法である。

具体的には、DB 年金の実施者が年金資産と年金負債の双方を他者に移転する。移転先の多くは保険会社であり、移転にあたっては、年金財政上の不足があれば当該不足を埋めた上で、保険会社と保険契約を締結する。

DB 年金の実施者は年金資産にバイアウト・プレミアムを上乗せした額を保険会社に一時払保険料として支払う。この段階を「年金バイイン」といい、DB 年金の実施者は給付の原資を保険金として保険会社から受領する¹。(図 1)

この時点では、DB 年金における諸リスクは保険会社に移転しているが、DB 年金は、なお存続している。母体企業の財務諸表にもオンバランスされる。

図1:年金バイインのイメージ

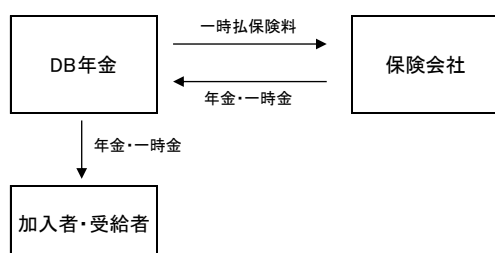
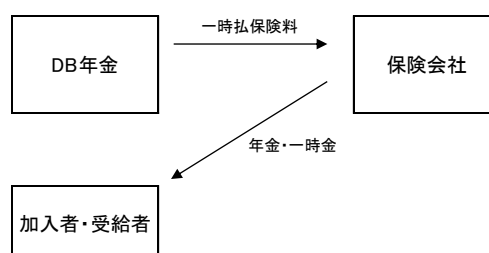


図2:年金バイアウトのイメージ



年金バイインの実施後、DB 年金の終了手続きが完了すると、それ以降の加入者・受給者への給付は保険会社から直接支払われることになる(図 2)。母体企業の財務諸表からもオフバランスされる。この段階が年金バイアウトである。

年金バイアウトは DB 年金の実施者にとってみれば、DB 年金の解散・終了と同様の効果が得られ、受給者にとっては従来どおりの給付が支給される仕組みである。

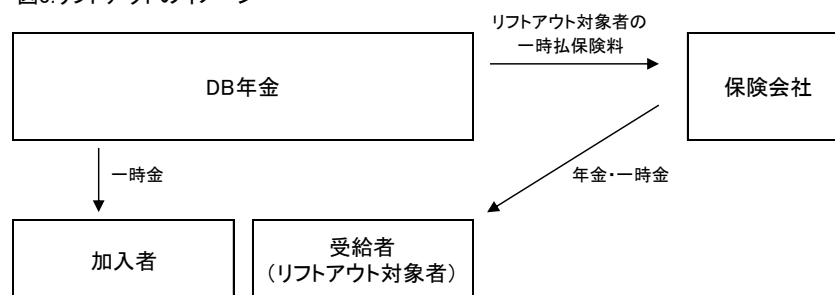
リフトアウト

リフトアウトは DB 年金の一部を移転する手法である。

具体的は、一部の対象者に限定してリスクを保険会社等に移転する。図 3 は受給者をリフトアウトの対象にした場合のイメージであるが、DB 年金の実施者はリフトアウト対象者に対する一時払保険料を保険会社に支払うことで、以降のリフトアウト対象者への給付は保険会社から支払われる。

¹ 年金バイインは年金バイアウトという最終目標に向かう途中段階の形態であり、年金バイインが最終目標になることはほとんどない。

図3:リフトアウトのイメージ



リフトアウトの対象者の考え方としては、他にも、給付設計が第1年金(有期年金)と第2年金(終身年金)のように2階建てになっているDB年金において、終身年金の第2年金のみを対象にするなど、様々なパターンが考えられる。

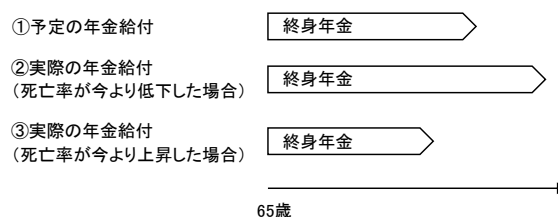
先に述べた年金バイアウトはDB年金の解散・終了を伴うため、これを全部年金バイアウトと言うなれば、リフトアウトは一部年金バイアウトと言える。

この手法を用いれば、DB年金を維持しつつ、一部のリスクを移転していくことが可能となる。リフトアウトは米国で実施事例が増加している。

長寿スワップ

終身年金の場合、将来にわたって支払う年金給付の見込み額は予定死亡率を使って計算されるが、長寿化の進展次第では、実際に受給者に支払う年金給付は予定死亡率で見込んだ年金給付と乖離する(図4)。この乖離は年金財政上の剰余金・不足金の発生要因となるため、長寿リスクと呼ばれる。つまり、予定死亡率と実際の死亡率の乖離が長寿リスクとなる。長寿スワップはこの長寿リスクを移転する手法である。

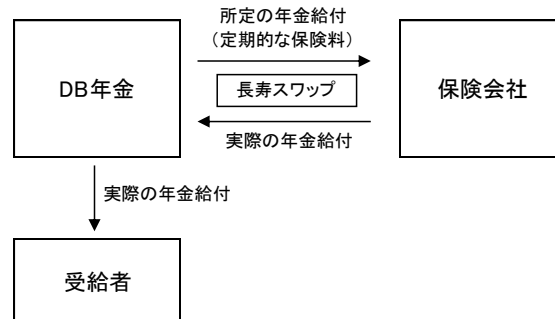
図4:終身年金のイメージ



長寿スワップはDB年金の実施者が、あらかじめ保険会社と合意した所定の死亡率で見込んだ年金給付を、保険料として定期的に保険会社に支払う一方で、実際に発生した年金給付の原資を保険会社から受け取るというものである(図5)。

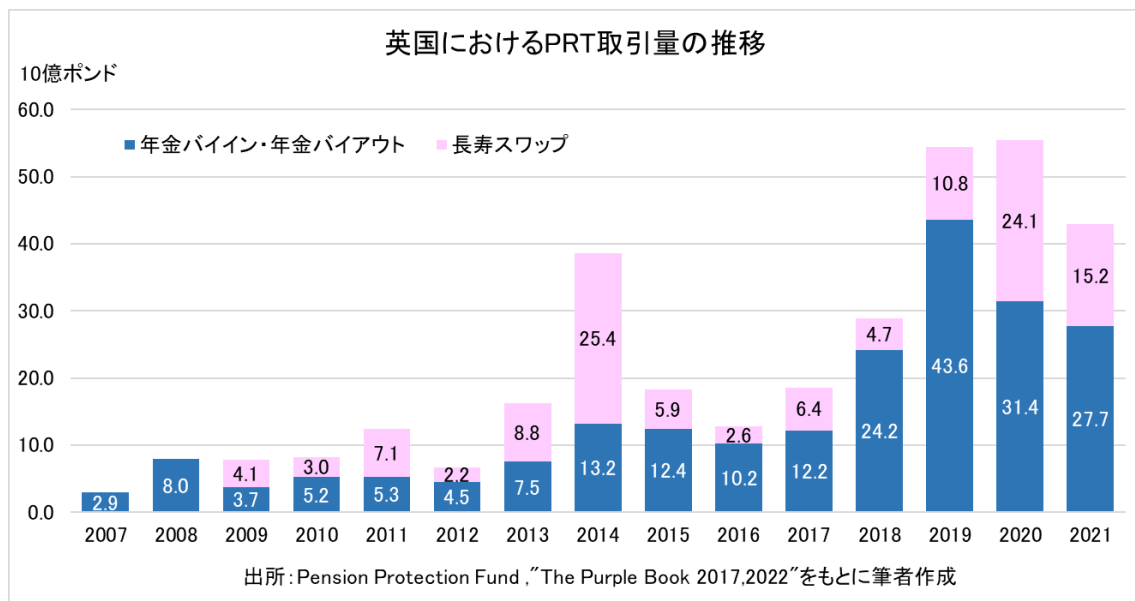
保険会社と合意した所定の死亡率で見込んだ年金給付は、長寿スワップの契約締結後に生じる死亡率変動の影響を受けないため、予定通りの給付支払で済み、死亡率の変動リスク、つまり長寿リスクを負うことがない。

図5:長寿スワップのイメージ



英国における PRT 取引量の推移

下記グラフは英国における PRT (年金バイイン・バイアウトと長寿スワップ) 取引量の推移である。2000 年代後半から取引量が徐々に増え、足元の5年間で大きく伸びてきている。



なぜこのように PRT の取引量が増えているのか。

英国の DB 年金は資産運用リスク、インフレリスク、金利リスク、長寿リスクなど、様々なリスクに晒されているが、ここ 20 年の間、長寿の伸展や金融市場のボラティリティの高まりといった社会経済環境の変化により、DB 年金の諸リスクは実施者にとって重い負担となっていた。

これらの諸リスクを削減する方法として、閉鎖型年金への移行、将来分の DC 移行といった制度設計面での対策や、LDI の活用など資産運用面での対策が図られたが、これらの方法をもっても、リスクを完全に無くすことはできなかった。リスクを無くせない主な理由は、英国の DB 年金は日本と異なり過去分に関する給付減額や DC 移行が認められていないためである。

このような理由から、英国では給付内容を変更せずに年金給付をまるごと他者へ移転する手法である年金バイアウトが急速に進展したと考えられる。

ディリスキング

年金バイアウトの実施にあたってはバイアウト・プレミアムを支払う必要があるため、年金バイアウトを実施することは容易ではない。

そのため、英国では、将来的に年金バイアウトをめざす DB 年金は、まずは閉鎖型年金への移行や将来分の DC 移行など、制度設計面での手当を行うことでリスクの総量を減らす。同時に、長寿スワップや LDI を活用することで、一部のリスクをコントロールしながら、安定的に年金資産を積み上げていき、最終的に年金バイアウトにつなげていくといった取り組みがなされている。

このような DB 年金に関する諸リスクを削減していく取り組み全般のことをディリスキング (de-risking) という。また、年金バイアウトへ向けてリスク削減を段階的に進めていく過程はジャーニー (Journey: 旅路²) と呼ばれている。

日本における年金バイアウトの議論

日本では、年金バイアウトは法整備されていない。2019 年に開催された第 5 回社会保障審議会企業年金・個人年金部会でとりあげられて以降、同部会で議論がなされ、同年 12 月に取りまとめられた「社会保障審議会 企業年金・個人年金部会における議論の整理」において、日本での導入の必要性・可能性等を整理した上で、改めて議論するとされている状況である。同部会の議論では、DB の終身年金の割合が少ないこと、DB の過去分の DC 移行が可能であることなど、諸外国と日本の相違点を踏まえて検討する必要性にも触れられている。

しかしながら、海外に子会社を有する国内事業会社や海外事業法人の国内子会社では、海外において既に年金バイアウトを経験しているため、日本での年金バイアウト導入に一定の関心があることが推察される。また、日本において、制度設計の変更により DB 年金のリスク削減をする方法は、閉鎖型年金への移行、DC 移行、リスク分担型企业年金への移行があげられるが、年金バイアウトが認められれば、給付内容を変えずに事業主のすべてのリスクを削減する選択肢の一つとなる。

年金バイアウトは、導入に向けての検討事項は多いが、我が国の企業年金における選択肢の拡充になるはずであり、今後、議論が活発化することを期待する。

² 英国の生命保険会社 Legal&General はウェブページにおいて、企業年金のリスク削減の取り組みを「pension de-risking journey」と表現している。

おわりに

本連載では、昨年英国で発生した年金危機を題材に、LDIについて私見を交えて解説した。

日本では年金バイアウトは認められておらず、DB 年金の実施者にとって、すべてのリスクを削減する唯一の方法は制度終了・解散のみとなる。翻ってみれば、制度終了・解散しない限りは、何らかのリスクを抱えながら DB 年金を運営していくことになる。

人生 100 年時代において、DB 年金は DC 年金と双璧をなす極めて重要な企業年金制度であるが、物価や金利の上昇といった DB 年金がこれまでに経験したことのない経済環境を迎えるかもしれない昨今において、DB 年金が多様なリスクをコントロールすることで、持続可能な制度となるよう、LDI をはじめとするディリスキングの旅路の在り方について、企業年金関係者と議論させていただけると幸いである。

連載・完