

米国年金プランのLDI戦略

末吉英範

欧州圏で誕生したLDI (Liability-Driven Investment: 負債対応投資) 戦略が、米国企業年金プランの財務ルールの厳格化を背景に、米国でも盛んに議論され始めたが、株価や金利の低迷がその投資行動に変化をもたらしている。

2008年の金融マーケットは、年金プランにとって非常に厳しいものとなった。主な投資対象である株式の価格が世界的に下落したことに加え、長期金利の低下も年金の財務状況を悪化させる重大な要因となっている。

国や制度によって違いはあるものの、一般に確定給付型の積立年金制度の債務は、将来にわたって支払いを約束した給付の現在価値と考えることができる。金利の低下は、現在価値に換算する割引率の低下を通じて年金債務の評価額を増加させるため、財務状況を悪化させる大きな要因となる。年金運営にとっての悪条件が重なったこの状況は「パーフェクトストーム」と形容され、年金コミュニティはこの嵐（ストーム）への

の対応に追われているのが現状といえる^{注1}。

加えて米国の場合、財務上の基準が近年厳格化されたことも年金運営に影響を与えている。詳細は省くが、2006年に制定・公表された企業年金保護法（PPA）や年金の会計基準（FAS158）は、年金資産や年金債務の評価をより時価ベースに近づける修正を含んでいるため、マーケットの短期的な時価変動が年金の財務問題として強く顕在化することとなった。

米国で導入され始めたLDI

LDIは、欧州圏で誕生した年金投資の考え方の一つである^{注2}。年金資産や年金債務の特性を把握したうえで、長期的な必要リターンの確保と

短期的な積立不足リスクの回避を同時に追求する投資戦略を指す概念的な用語として利用されている。特に、市場金利での債務評価が取り入れられてきたことを背景に、時価ベースでの金利変動リスクの管理や緩和に検討の主眼が置かれることが多い。

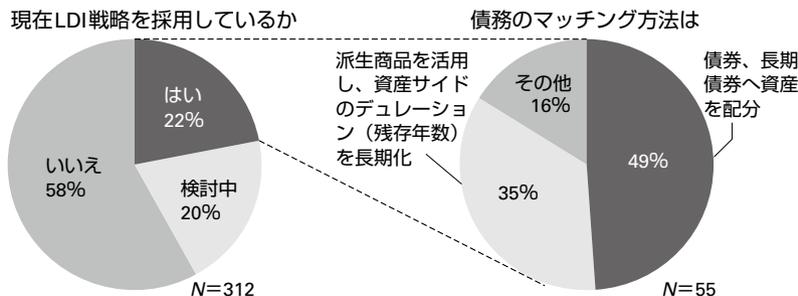
具体的には、給付の支払いキャッシュフローに投資資産の受け取りキャッシュフローを極力マッチングさせることが発想の根本となる。長期的なキャッシュフローが期待できる債券（特に長期債）の投資比率の引き上げや、金利スワップなどの派生商品を活用して、受け取りと給付のキャッシュフローをなるべく近づけることで、プラン全体の金利感応度を抑制する。

また、株式を減らして債券を増やしただけでは一般にポートフォリオ全体の期待リターンが低下するため、マッチングに使わない残りの資産の収益性向上を目指し、株式だけに限らない多様な投資対象への分散も併せて検討されることが多い。

LDIは、財務基準の厳格化が世界に先駆けて進んでいた英国やオランダなどで普及が進み、財務運営ルールが変更された米国でもそれに追従して話題にのぼるようになった。

図1は米国企業年金を中心としたLDIの実施状況である^{注3}。企業年金

図1 米国年金プランのLDI採用状況



注) 2008年5月15日～30日に調査を実施。調査はグローバル（「Pensions & Investments」購読者に対するメールアンケート調査）で実施されたが、回答のほぼ100%が米国所在の年金プランであり、90%近くが企業年金の回答
出所) "2008 LDI Survey Results," Pensions & Investments and Putnam Investments

の約2割が何らかのLDI活動を実践していること、またその3割強が派生商品も利用していることが明らかとなっている^{注4}。金融危機前までの好調なマーケットによって2007年時点で財務状況が好転していた年金プランも多く、LDIを採用できる財務的余力があったことも普及の要因となったと推測できる（図2）。

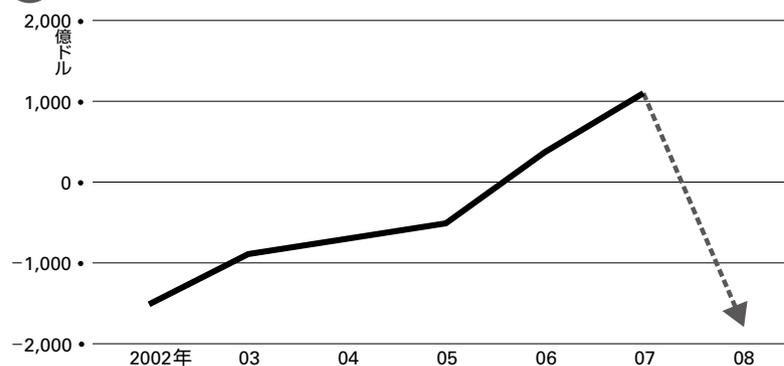
嵐のなかで新たな舵取りを求められる年金プラン

LDIは、金利変動・株価下落といった嵐に備えることを目的とした投資であり、嵐が到来する前の段階では時宜に合った戦略であった。しかし、嵐に突入した今日では状況が変化しつつある。LDIの普及は停滞を余儀なくされると考えられる。

特に、長期金利が低下しLDIのメリットを享受できる機会を逸してしまったことが、導入の大きな障害となっている。リスク管理の面では、仮に今後金利が上昇に転じた場合、債務評価額の低下による利益を享受できるが、LDIによるマッチングを導入してしまうと、現状の積立不足が固定してしまうことを懸念視する向きがある。リターン追求の面でも、期待リターンが低下した長期債券への基本配分を増やすことへの抵抗感を挙げる声がある。

また、派生商品のカウンターパーティ（取引相手）リスクへの懸念も、LDIの導入を難しくしている。派生商品の利用は金利変動リスクの軽減にもなるが、最大のリスク要因ともなりうる。ペア・スターズやリーマン・ブラザーズの問題を契機に、スワップハウスのクレジットに依存することへの躊躇も生まれている。LDI導入済みの年金プランにとっては、保守的で適正な担保管理要件を導入するなど、カウンターパーティリスク管理の厳格化や、スワップ金利と債務評価の金利水準の乖離によ

図2 米国大手100企業年金プランの積立過不足



出所)「Pensions & Investments」2008年6月9日号をもとにNRIアメリカ作成

るヘッジ誤差のリスクへの対応が課題として浮上してきている。

嵐の前の平穏のときにあっても、投資戦略の複雑さや意思決定の困難さを伴うLDIの導入は、決して容易なものではなかった。しかし、嵐のなかで取りうる選択肢はより限られた苦痛を伴うものとなる。2000～02年の嵐では、年金制度の転換や縮小、給付設計の見直しといった、福利厚生面の根本的な修正をもたらした。国全体や母体企業の財政も悪化している今日の局面でも、年金保険者と年金受給権者がリスク負担をめぐって再び争うことになる可能性が高いように思われる。

前述のように、LDI導入済みの年金プランにも問題が生じているため、その成果は嵐が過ぎ去るまで評価できないだろう。しかし、「アリとキリギリス」の寓話ではないが、危機に備えるための理念、モチベーション、組織体制を持って投資戦略を事前に検討しておくことは、年金プランのような長期投資家にとって重要な行動であると感じられる。

注

1 Mercer「Quarterly Pension Update」(2009年1月7日)によると、2008年9月末で、米国S&P1500企業の年金プランの積立比率は97%の水準にあったが、それ以降の株価下落、社債利回りの急低下により、08年

末時点の積立比率は75%にまで低下したと推計されている

- 2 「積極化する欧州年金基金の負債対応投資」『金融ITフォーカス』(2005年8月号)を参照
- 3 「Pensions & Investments」購読者に対する任意回答の調査であり、回答の母数がLDIに興味がある年金プランに偏った調査である可能性を指摘できる。なお、本統計には含まれていない公的系年金プランは、財務ルールの違いや積立状況の低さを背景に、LDIを検討・導入しているプランは少ないといわれている
- 4 たとえば米国ボーイングやヘラクレスを挙げることができる。ボーイングの事例については、「米国のLDIの現状について」(野村年金ニュース解説、2008年10月6日号)を参照。ヘラクレスは、積立比率が94%のときに債券比率を65%から80%へ引き上げ、スワップ契約を導入した。時価ベースのサープラス(資産債務の差額)を月次で把握し、プラン全体の金額デュレーションを制御するオペレーションを導入して、サープラスのボラティリティ(変動性)を3分の1に抑制できたと報告している。ヘラクレスは米国の化学薬品会社。年金資産は12億ドル、年金債務は約13億ドルの規模

『金融ITフォーカス』2009年2月号より転載

末吉英範(すえよしひでのり)
NRIアメリカ シニアコンサルタント