

## 年金コンサルを規制対象に—LDI運用戦略を巡り英規制当局

作成日 2022年11月21日

レバレッジのリスクを理解せずコンサルに言われるままLDIを導入した年金基金が多い模様です

## ■ 年金基金のLDI運用戦略を英国議会が問題視

■ 英国ではDB(確定給付年金)年金基金の6割が、趨勢的な市場金利の低下に伴う年金債務(時価評価額)増大を軽減する目的で、レバレッジをかけた(=手元資金で何倍もの資金を借り入れて投資する)デリバティブを使った、金利が低下すれば利益が出るLDI(負債重視の運用戦略)を導入しているとされます(年金規制当局TPR調べ)。

■ ところが逆に市場金利が上昇し始め、追加担保金を急に求められた年金基金が保有資産の換金処分売りに走り国債が暴落。このLDIを問題視した英国議会(注1)がFCA(金融行動監視機構)とTPRに求めた原因究明と再発防止策の方向性が判明しましたので本稿で紹介いたします。

(注1) Impact on defined benefit pension schemes of movements in financial markets (Work and Pensions Committee, House of Commons, 10月4日)

## ■ 年金コンサルの責任を問う金融行動監視機構FCA

■ 原因究明について、消費者保護行政の観点で金融機関を監督するFCA高官は、年金コンサルタント(=年金基金に対して資産運用会社や運用商品の選定など基金運営全般にわたって助言するアドバイザー)を監督する主管官庁が無く「規制に落とし穴が存在する」と議会証言しました(11月7日)。その上で、「運用会社や年金基金が国債暴落に対処するのは困難だったが、もしも年金コンサルタントがあらかじめもっと慎重に大きな相場変動に備えていれば、リスク管理はより効果的だったはずだ」と証言したのです(注2)。年金コンサルタントを規制対象に加え、指導を強化することが再発防止策の方向性になるとみられます。

(注2) FCA warns of 'regulation gap' for investment consultants (Professional Pensions, 11月9日)

## ■ 年金基金の受託者責任を問う年金規制当局TPR

■ 「そもそもLDIは年金資金運用の目的に適合しているのか？」(fit for purpose?)と英国議会はTPRを問い詰めています。これに対しTPR高官は「トラスト(信託)形式で設立された英国の年金基金制度では、トラスティ(=日本の年金基金の理事会に相当)がフィデューシャリー・デューティー(年金に加入する従業員らに対する受託者責任)を果たさねばならない」と強調。そして、「プレーデントな(=手堅い慎重な)運用をする年金基金であれば、刻々と変化する市場環境や給付水準等に照らして、レバレッジの高低を含めLDIを定期的に見直すべきだ」として、過大なリスクを放置する年金基金には新たに是正命令を発動していく意向を表明しました(注3)。

(注3) Impact on defined benefit pension schemes of movements in financial markets (The Pensions Regulator, 10月10日)

●当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類(目論見書等)ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。●当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらに関する著作権等の一切の権利は、それらを作成・公表している各主体に帰属します。●当資料の内容は作成日における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。●投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。

## ■ かねてから問題視する声が多かったLDI運用戦略

■ FCA高官は「LDIのリスクに警鐘を鳴らしてきた」と議会証言しています。また、国連PRI(責任投資原則)を起草して長期視点での運用を呼びかけた米英金融実務家らの著書(注4)は、LDIを「将来、不適切な使用につながる可能性のある金融商品の一例」と紹介。過去20年以上続く趨勢的な長期金利の低下で金利収入が減少し、それを埋め合わせようとリスクの高い、レバレッジをかけた運用とせざるを得なくなる脆弱性をはらんだ運用がLDI、と問題視されたのです。

(注4)『金融システム批判・序説—脅かされる市民投資家の年金とオーナーシップの復活』(ステファン・デイビス他著、金融財政事情研究会刊、2020年)

## ■ LDIで年金資産が減り、年金債務の減少を帳消し

■ 今回の国債暴落(金利は上昇)によって、割引現在価値を求める算式の分母の金利水準が大きくなったため年金債務(時価評価額)が減少し、年金債務と年金資産との差——すなわち年金積立不足がほぼ解消したことで「年金バイアウトが可能になる年金基金も出現」(前掲注3)しました。年金バイアウトとは、年金債務を母体企業のバランスシートから外して企業の競争力を高める手法とされ、中規模の英国年金基金の三分の一がバイアウト実現を最重要施策と位置付けています(Legal & General調べ)。年金基金を解散し、年金債務を保険会社等へ移転した後は、企業は年金給付事務等からも解放されます(注5)。

(注5) MYAM Market Report「年金債務を企業が保険会社へ売却可能に一厚労省・担当課長」(2019年7月31日)

■ しかし国債暴落で「LDIポジションを安値で売って高値で買い戻すことになった年金基金も続出」(前掲注3)し、LDIを続けていた年金基金は、年金資産を減らしてしまいました。

■ 今回の教訓をFCA高官は「レバレッジの管理が不十分だった点において、レバレッジを高めた運用が(相場が逆方向に動き)追加担保金の差し入れ要求に耐えきれず破綻したアルケゴスや、ロンドン金属取引所のニッケル関連商品(【コラム】参照)との共通点を我々も含め規制当局者たちは深刻に熟慮すべき」と証言しました。レバレッジのリスクを理解せず年金コンサルタントに言われるままLDIを導入した年金基金の多さを露呈した出来事だったと言えます。

## 【コラム】レバレッジのリスク管理に失敗した破綻事例

米投資会社アルケゴス・キャピタル・マネジメントはクレディ・スイスや野村ホールディングス等から多額の資金を借り入れた株式投資で、米ウイズダムツリー・インベストメント社のETC(コモディティ上場投資信託)はリターンを3倍に膨らませるニッケル先物投資で破綻したと報道されました。

筆者: チーフストラテジスト 杉山 修司  
東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士  
日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイチェ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職