

年金負債対応投資(LDI) とデリバティブ

英国での出来事が示唆すること

2022年10月11日

本稿は、Rich Nuzum による「UK LDI – Implications of Recent Events for Derivatives Investors in Other Countries」の翻訳に、マーサー・インベストメンツ株式会社の見解を一部加えたものです。

英国で何が起きたのか？

1. 背景

英国では既に賃金と物価のスパイラル的上昇が起きており、物価については 10%を超える上昇を経験している。欧州のほとんどの国々（EU 加盟国に限らず欧州地域全体）と同じく、英国ではロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー価格および食料価格の高騰に直面しており、また、戦争や戦争が引き起こす人道的な問題を間近で感じることで企業信頼感および消費者信頼感も低下している。これらの状況は欧州地域が過去 70 年以上にわたり経験してこなかったものであり、また、最近、ロシアのプーチン大統領が状況によっては核兵器の使用を選択する可能性を示唆したことも少なからず人々の心理に影響を与えている。しかし、仮に世界経済や欧州経済が現在の問題に直面していなかったとしても、欧州連合離脱により、英国は景気停滞、インフレ圧力、企業や消費者の信頼感低下といった固有の問題に直面していたと言うこともできるだろう。

このような経済的背景のもとで新しい首相が就任し、物価高騰に対する何らかの政策対応が求められるなか、支出削減を伴わない大型減税策を柱とする「ミニ・バジェット」が財務大臣によって発表され、金融市場はこの大型減税策をインフレが慢性化するリスクがあるなかでの大規模な財政刺激策として受け止めた。賃金と物価がスパイラル的に上昇する状況において財政刺激策を採用することは健全な経済政策運営の常識に反することから、この英国の経済政策に対しては世界の大手金融機関が批判的であり、さらには、通常は友好国の政策運営にはコメントしない外国の政府からも批判的なコメントが見られた。

結果として金融市場は英国政府が発表した大型減税策を否定的に捉え、既に年初から上昇基調にあったロングエンド（満期までの期間の長い）の英国債と金利デリバティブの利回りは急速に上昇した。年初からの約 9 か月という短期間で英国の長期債利回りは 3%ほど上昇し、これは英国史上で最も激しい金利上昇局面であったと言える。中央銀行によるインフレ対応という観点において当初からイングランド銀行は FRB よりもタカ派色が弱いと見られており、それに想定外の財政刺激策という新たな要因が加わったため、英ポンドは米ドルに対して大きく下落するだけでなく、その他の多くの通貨に対しても下落した。

2. 英国の年金負債対応投資（LDI）戦略への影響

英国の確定給付年金の多くは年金負債対応投資（以下、LDI）を行っている。英国において LDI マンデートは LDI を専門とする運用会社（以下、LDI マネージャー）が受託することが多く、これらの LDI マネージャーは株式などの成長資産の運用は受託しておらず、また多くの場合、現物債のポートフォリオにデリバティブのオーバーレイを組み合わせた運用を行っている。英国の LDI マンデートでは、現物債への投資だけで達成できる負債ヘッジよりも高い水準の負債ヘッジを目標とする投資家も多く見られ、そのため、直接的あるいは間接的にある程度のレバレッジが活用されることは珍しくない。

上述の市場環境において金利が急激に上昇し、現物債のポートフォリオにオーバーレイされている多くの金利デリバティブの時価評価額が大幅に下落したことから、LDI マネージャーは負債ヘッジ水準を維持するため、デリバティブの

時価評価の下落による「損失」（括弧書きで表記しているのは、金利が上昇することにより確定給付年金の負債の推計額も減少しているため）について、カウンターパーティーに対して追加的に証拠金を差し入れることが必要になった。多くの LDI マネージャーは現物債を売却することによって追加的な証拠金請求に対応し、このような現物債の売却が長期金利の更なる上昇圧力となり、急激な金利上昇を助長したことから、かかる状況を「doom loop（以下、破滅の連鎖）」と表現するコメンテーターも見られた。一方、いくつかのケースでは、LDI マネージャーは委託者である確定給付年金スポンサーに、証拠金が不足する可能性があり、望ましい負債ヘッジ水準を維持するために確定給付年金ポートフォリオの他の部分で保有されている資産を移管することを要請する可能性がある旨を連絡した。また、合同運用の LDI ファンドのなかにはデリバティブ証拠金の不足、ファンド解約の一時的な停止、もしくは、更に深刻な問題に直面するものもあった。

3. その後の展開

9月28日、イングランド銀行は市場の安定化のために長期債の買い入れを実施することを発表し、これにより金利は低下に転じた。この中央銀行による市場介入は市場のボラティリティを低下させた一方で、実質的に長期金利水準に一定の上限が設けられたものと受け止められ、また、量的緩和政策が再開されたものと捉えられた。今後、イングランド銀行はインフレ抑制のために短期金利を上昇させる必要があるだけでなく、国債買い入れによる景気刺激効果を相殺するために、さらにタカ派になる必要があるだろう。

大手マスコミや市場コメンテーターは英国を新興国市場やフロンティア市場に擬え、足元顕在化しているいくつかの事象を「破滅の連鎖」という言葉を用いて表現している。例えば、インフレ圧力が政府の財政刺激策を誘引し、財政刺激策が自国通貨の減価を引き起こし、結果的にインフレ圧力が更に強まったという見方がある。このような観点からは英国政府によるインフレ対策としての大型減税策の発表は意図した効果と正反対の効果を生み出してしまったと言え、かかる状況を「破滅の連鎖」と形容する向きもある（なお、LDI マンデートのデリバティブ・ポジションが金利上昇を助長した状況が「破滅の連鎖」と表現されていると先に述べたが、この「破滅の連鎖」という表現は足元の経済状況を評価する際にもしばしば用いられる）。

また、大手マスコミや市場コメンテーターは英国の確定給付年金スポンサーと彼らが採用する LDI 戦略が今回の金利急上昇を引き起こしたと非難している。皮肉にも、LDI が広く普及しているにもかかわらず、英国のほとんどの確定給付年金スポンサーの負債ヘッジ比率は 100%を下回っていた。金利上昇により負債の現在価値が減少し、負債の減少幅が資産の減少幅を上回ったためにこれらの確定給付年金のファンディング状況（積立比率）は改善している。また、ほとんどの確定給付年金スポンサーは保有する外国株式や外国債券については完全な為替ヘッジを行っていなかったことから、英ポンドの他通貨に対する下落の恩恵も享受している。これらの確定給付年金スポンサーの多くは機動的なリスク削減手法を採用しており、足元のファンディング状況の改善を確定することを目的として、株式やその他の成長資産を売却し、債券やその他の LDI 資産を購入することが見込まれる。このため、今回の債券売りの主犯に位置づけられて非難されている確定給付年金は、ほどなく、債券の買い手となることが予想される。

投資家にとって何を意味しているのか？

1. 現物資産の重要性

第一に、より一般的に言えることは、現物株、現物債、その他の現物資産を保有することによって投資目標を達成

することができるのであれば、これらの現物資産のみを保有することが最善の方法である。もし、資産を筆笥の引き出しに入れ、市場のボラティリティや流動性に何が起きようとも筆笥の引き出しを開けなければ、いかなる市場危機も乗り切ることができる。世界金融危機の際に金融市場で働いていた者はこのことを学んだ。最近の英国における出来事は、投資目標が現物資産への投資だけで達成できる場合（すわち、ポートフォリオに現物資産のみが組み入れられている場合）、そのようなポートフォリオは市場が危機的状況に陥る際に一定の便益を享受することを改めて思い出させた。

LDI 投資に関しても、英国と比べて米国ではより現物資産を利用する傾向がある。米国の LDI 投資家の負債デュレーションは一般的に 12 年程度で英国の LDI 投資家の負債デュレーション（20 年程度）よりも短く、また、インフレ率に対する負債の感応度も相対的に低いため、ポートフォリオ・ヘッジ戦略の構築を比較的シンプルに行うことができる。カナダでは LDI 投資家毎のばらつきが目立ち、米国の LDI 投資家と類似するアプローチを採用するものもいれば、英国の LDI 投資家と同一のアプローチを採用するものもいる。アイルランドおよび欧州の LDI 投資家は英国のアプローチと極めて近いものだが、通貨エクスポージャーは主としてユーロ（もしくは英ポンド以外の通貨）となっている。

2. 流動性の再考

上述のように可能な限り現物資産を活用すべきではあるが、低いコストで機動的にヘッジやエクスポージャーの構築や調整を行うという点においてデリバティブは重要なツールでもある。デリバティブを活用している投資家には、証拠金の補充方法を改めて確認することを推奨する。別の言い方をすると、仮にデリバティブ・ポジションの時価評価額が想定された範囲を超えて急速に下落する場合に、カウンターパーティーから求められる時間内にどのようにして追加的な証拠金を用意するのかという点について再考する必要がある。このことは現物市場の流動性と取引機能が大幅に低下するような危機的状況において最も必要とされることである。もしも投資家が今まで 1 標準偏差を用いてポートフォリオの流動性リスクを分析してきたのであれば、3 標準偏差、さらには 5 標準偏差を用いた分析を行うべきだろう。

既存のポジションを維持するために追加的な証拠金が必要となる時に現金が不足するリスクを緩和するという観点からは、現物資産のマネーとデリバティブのマネーをある程度まとめて同一のマネージャーに委託するという方法が解決策の 1 つとして挙げられる。同一のマネージャーが現物資産とデリバティブの両方のマネーを受託しているのであれば、保有するデリバティブ・ポジションについて追加的な証拠金を差し入れるために現物資産を売却する、あるいは、場合によっては現物資産自体を証拠金として用いることができる（なお、現物資産を証拠金として用いる場合にはその担保価値の算定においてある程度のヘアカットを受ける）。

その他の解決策として、換金に伴う機会コスト（マネージャー報酬控除後の超過収益）を抑制しつつ、速やかに換金することができるパッシブ運用プロダクトをポートフォリオで一定程度保有する方法もある。このようなパッシブ運用プロダクトを活用する方法のなかでも先端的なアプローチとして、一部の経験豊富な投資家は、現金と先物もしくは現金とスワップを組み合わせるベンチマーク指数に連動するパッシブ・エクスポージャーを構築し、他の運用戦略において追加的な証拠金が必要となる場合に迅速に現金を準備できるようにしている。

3. 現状の把握と運用体制の見直し

一般的に、多くのアセット・オーナーは複数のマネージャーを採用してポートフォリオを運用しており、デリバティブへのエクスポージャーは採用したマネージャーの個々の戦略の中で管理されている。それらのマネージャーがデリバティブを積

極的に活用している場合、証拠金の補充方法など、流動性の管理方法をマネージャー毎に定期的に確認することが望ましい。なお、アセット・オーナーがアウトソースド・チーフ・インベストメント・オフィサー¹（以下、OCIO）を採用している場合には、通常、デリバティブの証拠金にかかるポートフォリオ全体の流動性管理も含めて OCIO に委託される。市場の期待リターンが低下する環境において投資目標を達成するために、また、経済や地政学の不確実性が金融市場にもたらすボラティリティを乗り切るために、近年、アセット・オーナーのポートフォリオはより洗練されると同時により複雑になってきている。別の見方をすると、アセット・オーナーは、これまで強く意識されていなかったリスク・イベント（例えば、上述の英国での出来事）にも配慮しながらポートフォリオを運用することが必要になっている。このことはアセット・オーナーに求められる専門知識や業務量が以前よりも増えていることを意味しており、OCIO サービスを提供するプレイヤーとそれを活用するアセット・オーナーが、欧州や北米を中心に徐々に増えている背景の一つである。

おわりに

最近の英国金利市場での出来事はメディアやコメンテーターによって「破滅の連鎖」というやや行き過ぎた表現を用いて説明され、結局のところ今回の市場のボラティリティは英国政府の型破りな財政政策によって引き起こされていたものの、確定給付年金スポンサーがボラティリティを引き起こした主体としてその槍玉に挙げられている。しかしながら、LDI そのものは構造的に依然として健全であり、多くの確定給付年金スポンサーにとって適切なアプローチであると弊社は考える。最近の英国での経験は、LDI 投資家はもとより、デリバティブを活用している多くの投資家がこういった領域において業務を見直し、有意義な改善を行うことができるかということを教えてくれた。



Rich Nuzum

エグゼクティブ・ディレクター

インベストメント & グローバル・チーフ・インベストメント・ストラテジスト

¹ 資産配分の決定から運用戦略の投資実行までを、外部の専門家（コンサルタント、運用会社など）に包括的にアウトソースするサービスの総称。

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、MercerLLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は [Report\(Vertical\)\(mercer.com\)](https://www.mercer.com/Report(Vertical)) をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライティング・マネジャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。