

期間構造リスクを考慮したLDIの再評価

乾孝治*

1 はじめに

1.1 LDIとは

臼杵(2007)が「LDIはSharpe¹やLeibowitz²らが20年前に主張したALMの看板を掛け替えたに過ぎない」と指摘した通り、米国でFAS87(財務会計基準87号)が導入された80年代には、時価基準による資産・負債評価に基づくリスク管理の方法が提案され、今日においても年金リスクマネジメントの基本的手法と位置づけられていると言えるだろう。しかし、同時に臼杵(2007)は、従来のALMになかったLDIの特徴として、次の3点を指摘している。

1. 資産のキャッシュフローやデュレーションを負債に合わせるために、長期債の現物だけでなくスワップやオプションなどのデリバティブを活用する。
2. 負債に対する資産ベンチマークの乖離リスク(パッシブリスク)と資産ベンチマークからのアクティブリスクを統合的に管理するためにリスクバジェットティング³の手法を取り入れている。
3. わが国における従来の年金ALMでは責任準備金(予定利率で計算される必要積立額)を負債としていたが、LDIでは市場金利で計算した負債時価としている。

1はその他のLDI関連文献においても共通の認識である。2のリスクバジェットティングについては北村(2004)の指摘にもあるとおり、リスク管理の実行性を高めるためにステークホルダーの対話に利用されるプロセスであって、必ずしも理論やモデルに新規性があるわけではなく、従来からALMプロセスの中で提案されていた概念である。3については、わが国の年金ALMが、当初(90年代)財務会計とは別に年金積立金会計のバランスシートで考えられてきたという事情があって、年金ALMが近年のPBOに対応するような負債時価に適さない接近方法である訳ではない。

従って、少なくとも本稿では、LDIの本質は「評価時点の市場金利を使って時価評価した資産と負債のマッチングを図るために、金利デリバティブを使用するリスク管理指向型投資手法」と理解して議論を進める。

*明治大学グローバルビジネス研究科，〒101-8301 東京都千代田区神田駿河台1-1-14号館B718. Email: inui@kisc.meiji.ac.jp

¹Sharp and Tint(1990), "Liabilities - A New Approach," *Journal of Portfolio Management*, 16(2), pp4-10.

²LiebowitzはALMに関連する論文をFinancial Analysts Journal等に数多く発表しているが、それらは"Investing(1992)"に体系的にまとめられている。

³最適な資産配分を決定する方法ではあるが、従来の方法がリターンを出発点とするのに対し、リスクを出発点とすることによってリスク管理の実効性を高める方法と考えられている。詳細は北村(2004)を参照。