

## 注目されるインフレ連動債

米国財務省は、英国、カナダなどに続き、この1月からインフレ連動国債を発行予定である。このような債券が注目されるのは、年金基金や個人の老後資金運用ニーズに対して「年金の実質価値を保全する」投資手段を提供する点にあり、わが国では厚生年金基金の代行部分の再構築との関連で、将来の検討課題として浮上する可能性がある。

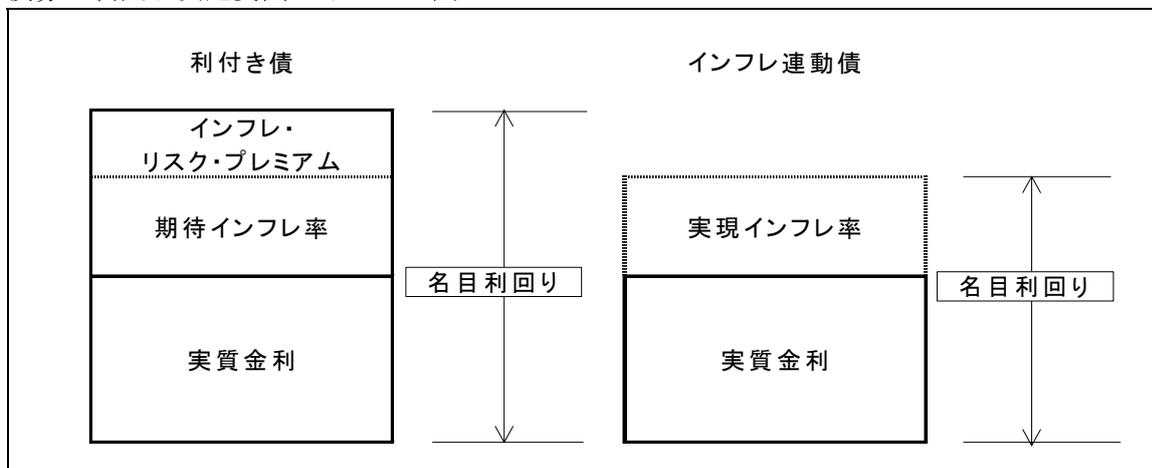
インフレ連動債とは、発行者が支払う金利を、実際のインフレ率に連動させるものである。わが国では、インフレ連動債について、今まであまり紹介されてこなかったが、欧米諸国では、過去に活発に議論され、米国以外のいくつかの国では発行実績もある。実は、米国でも、英国が導入に踏み切った1981年に実現寸前まで行ったが、インフレ沈静化により先送りされたという経緯がある。

インフレ連動債を巡る議論では、(1)投資家にとって、インフレ・リスクを回避（実質ベースの利回りを確定）できる、(2)発行者（国）にとって、利払いコストを節約できる可能性が大きい、(3)中央銀行にとって、市場が期待するインフレ率を監視し、また公開市場操作の玉としての利用により金融政策の効率性が高まる、といったメリットが指摘されている。

(1)は、債券の元本やクーポンがインフレ率に比例して増加するため、老後資金のようにインフレで目減りすると生活の困窮を招くリスクに対し、有効な手段を与えてくれることである。

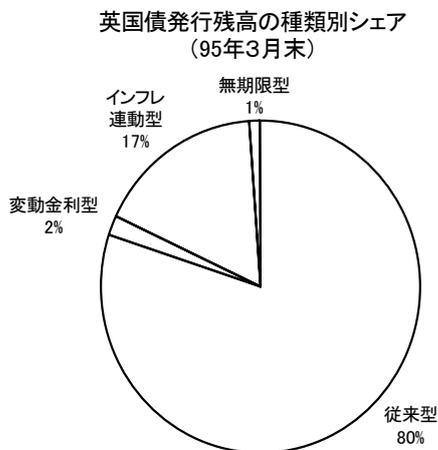
(2)は、発行者である国が、理論的には、利付き債に比べて利払いコストを節約できるという説が有力である。つまり、利付き債の利回り決定要因として、①発行時の実質金利、②発行時の予想インフレ率、③インフレ・リスク・プレミアムの3要素が考えられるが、インフレ連動債では、③が除去されるため利回りが低くなるという説である。英国での経験を踏まえて、これを支持する意見が強い。

債券の利回り決定要因のイメージ図

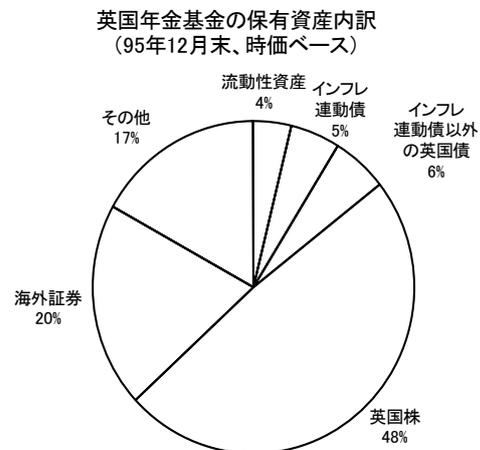


(3)は、インフレ連動債と利付き債が同時、継続的に発行されていると、金融当局が市場で形成される期待インフレ率の監視によりインフレ圧力を事前に察知でき、マネタリー・コントロールに寄与できることである。(イングランド銀行は四半期ごとに期待インフレ率の値を算出・公表し、その推移に注目している。)反面、国はインフレを惹起すると、利払い額が増えるリスクを負うことになる。

そこで、英国のインフレ連動債の状況を見ると、国債発行残高の17%程度を占め、うち80%が年金基金と生命保険会社、残り20%が個人投資家の保有となっている。しかし、件数では(約10万件)圧倒的に個人投資家が多数を占めている。なお、年金のポートフォリオでは、英国債が11%のウェイトであるが、その約半分がインフレ連動債となっている。



(出所) Bank of England(1995)より作成



(出所) Financial Statistics より作成

今回、米国財務省が発行するインフレ連動債も、個人投資家を念頭に置いているが、掛金建て制度など企業年金への拡大が予想される。特に、受取利息とインフレ調整後の元本増加分には所得税がかかるため、税制優遇措置のある年金勘定が有力な投資主体となろう。

ここで、わが国におけるインフレ連動債の意味について考えてみよう。各国とも、公的年金では、老後資金の性格を考慮して、購買力を維持するために物価スライド条項を組み入れることが普通である。一方、企業が実質負担者となる企業年金では、コスト負担が大きくなるインフレ条項の組み込みは事実上、不可能とされてきた。実際、厚生年金基金の代行部分は、本体では行っている標準報酬月額額の再評価や物価スライド条項は代行しておらず、この部分は国の方から財源補給を受ける仕組みとなっている。

代行給付の算定式は「過去の勤務期間の平均標準報酬月額額の一定率」となっているが、もし、インフレ連動債が発行されると、毎月の掛け金でインフレ連動債を購入すれば、スライド・再評価を含めて代行可能になる(完全代行)。英国では、すでに企業年金を設立すると公的年金から脱退できるが(適用除外、contract out)、インフレ連動債の発行は、基金制度の見直しにもつながる大きな意味を持っているといえよう。[説明図は裏表紙参照]