

(年金運用)：発行が再開された物価連動国債との付き合い方

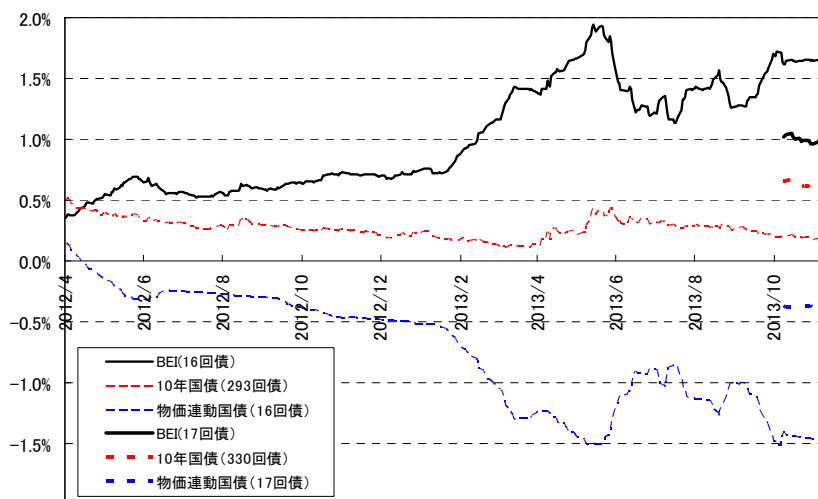
10月8日に、5年2ヶ月振りに物価連動国債の入札が行なわれ、3,482億円が発行された。同債券は、今後も定期的に発行される予定である。物価の動向を考えると、アベノミクスへの期待による行き過ぎた円高の解消や2年で2%の物価上昇を目指す日銀による量的・質的金融緩和政策、消費税率引き上げの影響などにより上昇傾向が続くと考えられる。そこで、年金運用を考える上での物価連動国債との付き合い方について少し整理してみたい。

物価連動国債^{注1}とは、将来のキャッシュフローが物価水準（インフレ率）の動向に応じて増減する債券で、2004年3月発行の1回債から2008年8月発行の16回債まで、延べ10兆1,446億円が発行されたが、これ以降は新規発行を休止していた。その後、財務省が「平成25年度国債発行計画」にて発行再開の意向を示し、市場関係者との意見交換を経て10月8日に5年2ヶ月振りに発行が再開された（17回債）。また、通常の買入償却入札に加えて、物価連動国債の発行時は、既発債から新発債への乗換え需要に応えるための新発債発行額を上限とする既発債の追加買入償却入札^{注2}を行なうこととなった。

今までは物価連動国債の指標的な役割を16回債が果たしていたが、今後は17回債以降の新発銘柄がこの役割を果たすものと思われる。

この債券には、将来の物価水準に対する市場の評価に関する情報（市場の期待インフレ指標機能^{注3}）が得られる特徴があり日本銀行も注目している。物価連動国債と同年限の利付国債の複利利回りから、両債券に投資する場合の損益分岐点となるブレイク・イーブン・インフレ率（BEI = 利付国債利回り（複利） - 物価連動国債利回り（複利））が得られる。これは市場データから求めることが可能であり、理論的にはBEIは市場の期待インフレ指標と見なされる。但し、今後のBEIには留意すべき点がある。発行再開にあたり、16回債までは付与されていなかった償還時の元本保証を、17回債以降には付与するという商品性の変更が行なわれた。償還時の元本保証を付与すると、上述の元本保証が無い場合のBEIの関係式に、元本保証に対するオプションプレミアムを考慮する必要が生じる。

図表1：物価連動国債（16回債、17回債券）のBEIの推移（2012/4/2～2013/11/11）



(資料) Bloombergを元に筆者作成

そこで、物価連動国債の16回債と17回債に基づくBEI^{注4}の推移を比較する(図表1)。両者のBEIの水準には相違があるが、これは消費税率引き上げによる物価上昇が関係していると考えられる。当社経済研究部の分析によると、消費税率1%の引き上げで消費者物価は0.71%上昇すると推計される。16回債、17回債の償還日は、それぞれ2018年6月、2023年9月であり、既に決定されている来年4月の消費税率8%の引き上げに加えて、2015年10月に予定されている10%への引き上げの後である。従って、消費税率が10%に引き上げられると見込むならば、両銘柄とも、少なくとも消費税率5%引き上げによる3.5%程度の物価上昇を織り込むことになる。両債券の残存期間は16回債が約5年、17回債が約10年と異なるため、両者のBEIの水準の相違は、消費税率引き上げ分の影響を1年あたりに均した水準の差異の影響を受けていると考えられる。

最後に、年金制度と物価変動の関係を整理した上で、年金運用を考える上での物価連動国債との付き合い方を整理したい。

公的年金には、マクロ経済スライドという仕組みが導入されており、物価と賃金が共に上昇する場合は、いずれか低い方の上昇率からスライド調整分と呼ばれる調整幅を差し引いた値が年金改定率となる。従って、限界的ではあるものの公的年金と物価変動は関係している^{注5}。

確定給付型の企業年金には、定額方式、給与比例方式、キャッシュバランスプラン、ポイント制などの給付額の算定方式があるが、各方式によって物価変動との関係には違いがある。定額方式は勤続年数などで給付額を予め決めるため物価変動とは関係無い。給与比例方式やキャッシュバランスプランでは予定昇給率や利息クレジットに適用する国債金利などを通じて物価変動と関係する。ポイント制は、ポイント単価の決め方次第で物価変動と関係する可能性がある。また、現在の方式による給付額が物価変動と関係していなくても、物価上昇が続いて年金受給者の実質所得が大幅に目減りする場合は、何らかの配慮が求められるかも知れない。

以上のように、年金給付と物価変動の関係は各制度により異なるため、まずは自らの負債の特性を分析する必要がある。その上で、ALMを目的として、物価上昇に対するヘッジ手段として物価変動国債を運用対象に組み入れることが、年金運用における基本的な物価連動国債との付き合い方として考えられる。

また、年金給付と物価変動の関係の有無に関わらず、物価上昇に対応する資産として株式などを組み入れている場合は、直接的な対応手段としてこれを用いることが考えられる。

この外にも、超過収益の獲得手段として物価変動国債を運用対象に加えることも考えられるが、これはポートフォリオ全体の運用方針、運用ノウハウやリスク管理態勢などを考慮した上での取り組みだろう。

(新美 隆宏)

注1 物価連動国債の詳細は「国債の商品性向上策の現状と今後の課題」基礎研 REPORT (2011/12)、「物価連動国債は消費税増税を織り込んでいるのか？」年金ストラテジー (2012/5)、「市場のインフレ期待は高まっているのか？」年金ストラテジー (2013/4)などを参照

注2 財務省は2013/10末時点で69,998億円(2013/3末比3,430億円増、10月に実施した追加買入償却2,022億円を含む)を買入消却、日本銀行は2013/10末時点11,694億円(2013/3末比、601億円増)を保有

注3 名目金利と実質金利、期待インフレ率の基本的関係は、フィッシャー方程式(期待インフレ率 = 名目金利 - 実質金利)で表される

注4 第17回債については、先に述べた元本保証に対するオプションプレミアムを評価をする方が望ましいが、消費税率引き上げによる約3.5%のバッファーや日銀の金融政策、足元の消費者物価指数の動向などを踏まえ、利付国債利回りから物価連動国債利回りを引いた値を用いた

注5 詳しくは「アベノミクスと公的年金の関係」保険・年金フォーカス(2013/6/18)を参照