

(年金運用)：物価連動債発行と企業年金における活用

平成 15 年度中にはわが国でも物価連動国債の発行が始まる。インフレ・ヘッジや他の資産とのリスク分散の効果を持つこの債券は、キャッシュ・バランス・プランをはじめとする企業年金にとって有力な投資先となる潜在性を持っている。

財務省は昨年 9 月、市場関係者などを集めた国債市場懇談会の場で、消費者物価指数の変動に応じて、元本や利息が増減する「物価連動国債」（いわゆるインフレ連動債）を平成 15 年度中にも数千億円程度、発行する方針を示した。

海外をみると、国債管理上、物価連動国債が重要な役割を果たしているのは、ブラジル、イスラエル、トルコといった高インフレ率の国である。しかし、1980 年代に発行を始めた英、豪に加え、90 年代になると米、仏など他の OECD 諸国にもその発行が広がっている。英国では 2800 億ポンド（53 兆円）のギルド債市場の内、25%の 710 億ポンド（13 兆円）が物価連動債である。1997 年に物価連動国債（TIPS）の発行が始まった米国では、市場性の国債 3 兆 2000 億ドルの内、5%の 1470 億ドル（17 兆円）に達している。現在、この二ヶ国で世界の市場残高の 8 割をしめている。

年金資産の運用上、物価連動国債は二つの意味を持つ。第一がインフレ・ヘッジである。欧米諸国では、年金額が最終給与をもとに決まっている。そのため、多くの公務員年金のように年金額自体が物価スライドしている場合はもちろん、そうでなくても従業員の在職中は積立金の運用により物価上昇分の利回りを確保する必要がある。第二が従来の株式や固定利付債券など他の投資対象資産とのリスク分散である。

年金運用ではインフレ・ヘッジ目的の資産としてしばしば株式があげられる。しかし、年々の株式リターンと物価上昇率の間には、大きな相関はみられない（図表 1）。株式がインフレ・ヘッジになるのは、もっと長期でみた場合である。だからこそ、物価連動債はインフレ・ヘッジ効果に加えて、リスク分散効果を持ちうるのである。

図表1:資産別リターン間の相関係数（1966年～2002年）

< 日本 >

< 米国 >

	株式	長期債	短資	物価指数		株式	長期債	短資	物価指数
株式	1.00				株式	1.00			
長期債	0.27	1.00			長期債	0.29	1.00		
短資	0.09	0.36	1.00		短資	0.09	0.03	1.00	
物価	-0.07	0.01	0.72	1.00	物価	-0.20	-0.37	0.62	1.00

注：1966～2002年の各年1月～12月までの年間リターン。データ出所はイボットソン・アソシエイツ

日本：株式はTOPIX、長期債はNOMURABPI、短資は政府短期証券

米国：株式はS&P500、長期債は国債（平均20年）、短資は財務省証券1ヶ月もの

米国でも、株式のリターンが3年連続マイナスとなったことから、資産配分に占める株式の割合を抑える中でインフレ連動債への関心が高まっている。例えば国際通貨基金（IMF）の年金基金では、政策資産配分に占める内外株式の割合を60%から50%に落とし、一方でほとんどゼロだったインフレ連動債の割合を10%まで引き上げた。しかも、国内だけでなく、海外のインフレ連動債も投資対象としている。というのも、国によってインフレ率控除後の実質利回りが異なり、為替オーバーレイ戦略を加えて、より高いリターンがあげられるからだという。

英米など多くの国の物価連動債は、利率ではなく、元本が物価に連動する。クーポンが3%で物価上昇率が2%ならば、100の元本が1年後には102となり、利息としてその3%、つまり3.06が支払われる。こうして償還時まで物価変動分が元本に累積していく。2%の物価上昇が10年続けば、償還額は $121.9 (=100 \times (1.02)^{10})$ となる。また、デフレにより物価が長期間下落した場合に備えて、償還額を当初元本以上とする保証を付けている。

わが国では給付が完全に物価連動する企業年金は多くない。しかし、退職時の一時金額が最終給与に月数を乗じて決まる場合は、給与のベース・アップを通じて物価上昇が反映される。もちろん昨今はポイント制など給与に連動しない給付が広がっている。その場合でも給付水準の実質的な購買力を維持することが年金制度の目標であるのは間違いない。また物価連動債投資は、伝統的な株式や債券からオルタナティブ（代替）資産などへ投資対象を広げ、リスク・リターン・プロファイルを改善する最近の動きにも適っている。

物価連動債投資を利用するメリットが大きい例として、キャッシュ・バランス・プランがある。キャッシュ・バランス・プランでは、各個人の勘定残高を再評価する。その際、従来は国債利回りを使うことになっていた。しかし、これでは給付と資産運用をマッチングさせるのは難しい。例えば、再評価に10年国債利回りを使い、各個人勘定の負債残高の合計額と同じ額を国債に投資するとしよう。もしも最初の年に1%だった国債利回りが次の年に2%に上昇すると、再評価率は2%になる。ところが、再評価率の変化に合わせて2%国債に乗り換えると、最初の1%国債を売る際にキャピタル・ロスが発生する。金利上昇のリスクが残っているのである。

年金債務の再評価率に物価上昇率を用いて、年金債務額と同額の物価連動債に投資すれば、この問題は解決する。年金債務と物価連動債の元本が同じ物価上昇率で増加するからである。毎年の勤務により増加する債務分だけ物価連動債を買い増していけば、金利リスクなしに年金資産を運用することができる。なお、クーポンにはリターンをあげて拠出額を抑える効果がある。

キャッシュ・バランス・プランの再評価率として今後、従来の国債利回りだけでなく、物価上昇率を使うことが認められると伝えられている。そうだとすれば、物価連動債に投資して資産と負債をほぼ完全に合致させたキャッシュ・バランス・プランを作ることができるようになる。

デフレーションがしばらく続きそうな中では、従来の固定利付債投資のメリットは捨て難い。とはいえ、物価連動債はキャッシュ・バランス・プラン以外の確定給付年金や確定拠出年金制度まで含めて、企業年金にとっては大きな潜在性を秘めた投資先となりうる。（臼杵 政治）