

物価連動債について

金融研究部門 西出 勝正
knishide@nli-research.co.jp

1. 物価連動債の仕組みと発行の背景

2004年3月からいよいよ物価連動債(インフレ連動債)の発行が始まる予定である。財務省の発行計画によると平成16年度の発行額は6,000億円と発行額全体の0.4%にも満たないが、その意義は決して小さくない。

物価連動債とは、文字通り物価の変動に応じて元本や利息が増減する債券のことである。これまでに発行された主要国の物価連動債の仕組みをまとめると、図表-1のようになるが、物価連動債の最大の市場である米国でも採用されている「カナダ方式」と呼ばれるものが最も一般的である。これは、債券の元本が消費者物価指数(CPI)に連動するというものである。元本変動分は債券償還時に一括償還される。クーポンは固定金利であるが、元本の変動に応じて受け取り金額が変動する。また、物価が長期間下落した場合に備えて、当初発行日の元本保証を行う方式もあるが、わが国では元本保証を行わない方式の採用がすでに決定している。なお、わが国の場合、生鮮食料品を除くCPIを物価指数に採用している。

図表-1 各国の物価連動債の仕組み

国	物価指数	クーポン	元本保証	カナダ方式
英国	小売物価指数	固定	無	×
オーストラリア	8都市CPI	固定(4%)	有	×
カナダ	全国CPI	固定	無	
スウェーデン	全国CPI	ゼロ/固定	無/有	
米国	都市部CPI	固定	有	
フランス	タバコ除CPI	固定	有	
日本	生鮮除CPI	固定	無	

そもそも、物価連動債発行の背景として、次のような事情が考えられる。まず、投資家の立場からすると、これまで株式や債券で実現できなかった実質(物価上昇率控除後)のリターンが保証されることである。これについては後でより詳しく述べる。一方、発行体である政府の立場からすると、発行する債券の多様化によって国債の消化をより円滑にするとともに、物価上昇率と相関が高い税収と国債の償還元本とのマッチングを図る効果もある。

2. 年金基金における物価連動債の活用

物価連動債には、従来の伝統的な株式や債券のほかに投資対象を広げて、リスクを分散できるという側面に加えて、物価上昇のリスクをヘッジできるという重要な意味を持っている。その例として企業年金を考えてみる。わが国では

給付が完全に物価連動する企業年金はそれほど多くないが、退職時の給与に給付が依存する場合には給与のベース・アップを通じて物価が反映される。したがって、年金基金の運用には物価上昇に対するヘッジの必要性が非常に高い。これまでの年金運用では、インフレ・ヘッジの目的資産として株式が適していると考えられてきた。しかしながら、年々の株式収益率と物価上昇率の間に高い相関は見られず、株式によるインフレ・ヘッジは難しいとの報告もある。ここで、物価連動債に投資すれば、この問題は解決する。年金の給付債務と物価連動債の元本がほぼ同じ物価上昇率で増加するからである。たとえば、毎年の勤務により増加する債務分だけを物価連動債に投資しておけば、物価上昇リスクを完全に排除することができる。このように、特に長期の資金を運用する投資家にとっては物価連動債の利用価値が高いと言えよう。

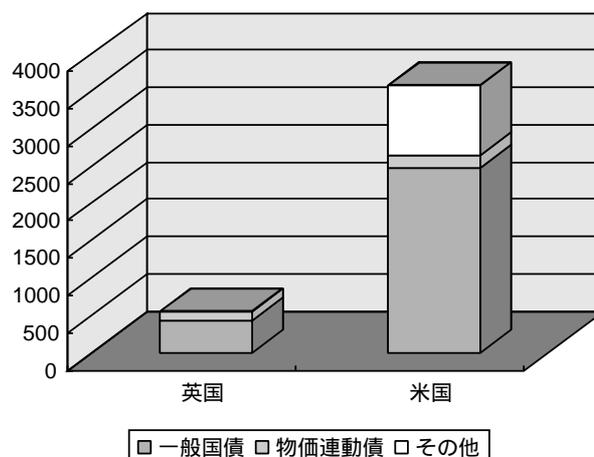
3. 問題点と今後の課題

米国では物価連動債の市場規模が2003年12月現在で国債市場全体の4.9%、英国にいたっては2001年9月現在で約24.0%まで拡大しており(図表-2)、わが国でも将来的に市場が拡大していくことが予想される。

しかしながら、物価連動債には、以下のような問題点があり、課題の克服が必要であろう。

まず1つめは市場の流動性と透明性の確保である。物価連動債を購入するのは前述の通り、年金基金などの機関投資家が中心となるであろう。したがって、売買執行時の価格形成を含めた取引コストが高む場合には、すでに市場として確立されている旧来の国債や他の投資手段に向かい、物価連動債を発行した意味がなくなってしまう恐れがある。

図表 - 2 米英の物価連動債の市場規模 (10億米ドル)



また、わが国ではこれまで物価は比較的安定しており、実質金利を確保するニーズがあるのかという疑問も示されている。とくに昨今のデフレ下では、元本保証のない物価連動債の購入を避けるのではないかと考えられる。

そのほか、制度的な問題として、もし物価上昇による元本増加分まで課税されてしまうと、インフレ・リスクヘッジの効果が減殺されてしまい、物価連動債への投資インセンティブが失われてしまう懸念がある。

しかしながら、高齢化社会の到来に伴う年金運用の重要性の高まりや、新たな分散投資のニーズなどを勘案すると、物価連動債は十分魅力ある投資対象であり、市場に定着するか否かをフォローする必要がある。