



Russell Research

インフレと年金運営

～財政運営と資産運用の視点から～

2008年12月

目 次

はじめに: エグゼクティブ コンサルタント 喜多 幸之助	1
インフレというテーマ	1
本稿執筆にあたっての問題意識	1
本稿の構成と概要	1
まとめ	2
第1章 インフレに影響を及ぼすのは: クオンツ アナリスト 田野倉 葉子	3
エネルギー価格がインフレに与える影響	3
賃金とインフレ	5
インフレと資産価格	6
まとめ	9
第2章 インフレを制度面から考える: アソシエイト ディレクター 本部 崇仁	10
年金制度面のインフレの影響を考えるにあたって	10
退職一時金制度、年金制度とインフレの関係	10
インフレ対策の要否	11
インフレ対応のための財政運営	11
インフレ耐性の資産運用を利用した退職給付制度の再構築について	14
総合型厚生年金基金の視点でインフレ対応を整理すると	14
まとめ	15
第3章 各種資産のインフレ対応力: テクニカル アナリスト 木村 信治	16
運用資産を短期的に物価に連動させるには	16
短期的に連動させる必要がないのであれば・・・	18
「インフレ対応」資産を考える	20
「インフレ対応」資産と伝統的資産	22
まとめ	23

はじめに

インフレというテーマ

インフレとは、物価の持続的な上昇と定義されるが、裏返して言えば貨幣価値の減少でもある。企業年金は、個人単位で見ても積立開始から給付終了までの数十年という超長期間、制度単位で見れば半永続的にわたって運営される制度である。よって、運営期間中に貨幣価値が大きく減少すれば、支給される年金の実質的な価値が減少し、老後の所得保証としての企業年金の意義が低下してしまう。

インフレについては、日本の年金業界では長らく議論されることがなかった。長い間デフレの時代を経験してきた日本では、物価が上昇するという状態がすぐには想像できなかったためである。しかし、最近では新興国の経済規模が拡大する中、原油・原材料・穀物への需要が増加し、それが世界全体で商品価格の上方シフトにつながっている。今後インフレの問題が重要課題になることは必至と考え、このテーマでレポートをまとめることを思い立った。しかし、レポートを書き進めるうちに、米国発の信用危機が発生しグローバル経済に急ブレーキがかかったため、今後しばらくは物価の一方的な上昇とはならない可能性が色濃くなってきている。確かに一旦インフレの心配は遠のくかもしれないが、世界経済における商品需要は拡大傾向にあり、中長期的に見てインフレの問題は避けて通れないと考え、最終的に本稿を発行することとした。長期的な課題に対する一つの考え方として参考にしていただければ幸いである。

本稿執筆にあたっての問題意識

本稿執筆にあたって留意したのは、空虚な理想論を振りかざすのではなく年金運営において実践可能な提案を導くこと、そして、そのために必要な現実感のある議論を行うことである。そのための大前提として言及したいのが、資産運用を含めた年金制度の運営を考えるにあたっては、単に物価上昇という観点だけでインフレを考えるだけでは十分ではないということである。年金の掛金や給付金の算定において、多くの年金制度では労働者の「賃金水準」が関係するし、また、資産運用においては、「金利や資産価格の水準」は結果に直結する。上述の通り「インフレ＝貨幣価値の低下」と考えると、理論的には物価上昇、賃金上昇、金利上昇、資産価格上昇が連動して起きるように考えられがちであるが、実態的には必ずしも連動しないため、それらを別々に捉えて議論することが必要である。

例えば、2008 年前半までに見られた現象として、物価は上昇する兆しがあるが、労働者の平均賃金は必ずしも上昇しそうにない、ということがある。これは、世界レベル、特に新興国との企業間の競争の高まりを背景に日本企業が賃金を上げづらい一方で、原材料価格は世界的需要に影響を受けることを背景としていた。グローバルに見れば、新興国を中心に賃金上昇および生活水準の改善は起きているが、日本という世界の中の一部の地域を見ると必ずしも理論通りになるとは限らないのである。このように、インフレの問題を論じる際には、多面的な視点が必要になる。

本稿の構成と概要

本稿は、物価・賃金・金利・資産価格といった、様々なモノ・サービスの価格の関係を整理し、年金運営への影響と資産運用のあり方を論じることを目的としている。以下、各章それぞれ独立したテーマを取り扱っているので、読者の方の関心に応じて参考にしていただければと考える。

第1章は、物価上昇、賃金上昇、金利上昇、資産価格上昇の関係性を分析・確認することに主眼を置いている。最初に、エネルギー価格が他の物価に与える影響を検証し、その後、物価と賃金の関係、そして、物価と資産価格との関係を確認する。伝統的な経済理論ではなく、現実のデータを用いて物価と他の経済事象との関係を確認するが、過去と現在の環境の違いも配慮しつつ論じている。例えば、2008年前半まで続いた原油価格の上昇が経済に与える影響は、過去のオイルショックの時代とは必ずしも同じでないし、また、インフレと金利水準との関係も過去から徐々に変化してきている。将来は、過去の単純な延長線上にないかもしれないが、基本的なデータを振り返ることは、将来の予見にとって必要不可欠である。

第2章は、日本の退職一時金制度、年金制度の構造を確認し、インフレと制度設計の関係の整理、そしてそれを支える財政運営の考え方を論じることを目的としている。大半の日本の年金・退職金制度は、自動的にインフレが反映されない仕組みに変更されてきた。言い換えると、年金制度の多くは、物価が少々上がろうが危急に短期的なインフレ対策をする必要はないのである。しかし、実際にインフレが進行すれば、制度変更によってインフレ分の手当て(給付金の増額)を実施しなければならない可能性が高くなるのは必至であり、長い目で見れば、結局はインフレ対応は必要になると考えられる。そして、インフレ対応財源を考えるのであれば、資産運用と掛金運用(予定利率運営)の両輪がかみ合わないと実質的な効果はない。当章では、財政運営上インフレ対応財源を明確化しておくなど、制度運営上のインフレ対応方法や確定給付年金制度を越えた制度設計の財政運営について新しいアイデアを提案する。

第3章は、インフレに対応した資産運用について改めて考えることを目的としている。最初に、理論上最適なインフレ対応資産である物価連動債に焦点を当てつつ、これをベースにしたインフレ対応ポートフォリオのあり方について考えてみる。その後、長期のインフレに対応すべく、インフレに強い資産といわれる不動産、インフラストラクチャー、コモディティ等への投資について、伝統的資産との比較も交えその効果を再確認する。それぞれ固有の問題があり、それが構造上存在するはずのインフレとの連動性を帳消しにするようなノイズをはらんでいることにも言及する。

まとめ

実は、今回の分析を通じて改めて確認されたことは、元々企業年金運用は長期的にインフレをカバーするように設計・運営されてきたということである。すなわち、長期的なリターン追求モデルの中にインフレ対応はある程度含まれているのである。しかし、世界中の株式市場の連動性が強まる中、伝統的資産以外への更なる分散投資の検討は必要である。また、債務計算上インフレが見込まれていないように、ほとんどの年金制度では将来のインフレに備える運営にはなっていない。すなわち、資産運用における短期的なインフレヘッジの措置は制度運営上必要ないが、長期的なインフレ対応は制度運営・資産運用の両面で必要になるといえる。現在、資産負債全体を統合的に考えインフレ対応を図っていくスタート段階に立っている。今後、インフレ・リスクを意識しながら実践に移していくことが望まれる。

なお、本稿の執筆を計画した2008年初夏の時点では、短期的なスタグフレーション(物価上昇と景気後退/株価下落の同時発生)が懸念され、そういった事態へ備えることも意義深い論点として議論された。しかし、これはインフレ対応というよりはリスクシナリオへの備えと整理するべきとして、第3章の中で簡単に触れるに留めた。この問題は、インフレ対策を実施するにあたってどの程度のホライズンを見ておくべきか強く認識する必要があることも投げかけている。短期的なインフレ対応と長期的な対応とは分けて論じる必要がある。

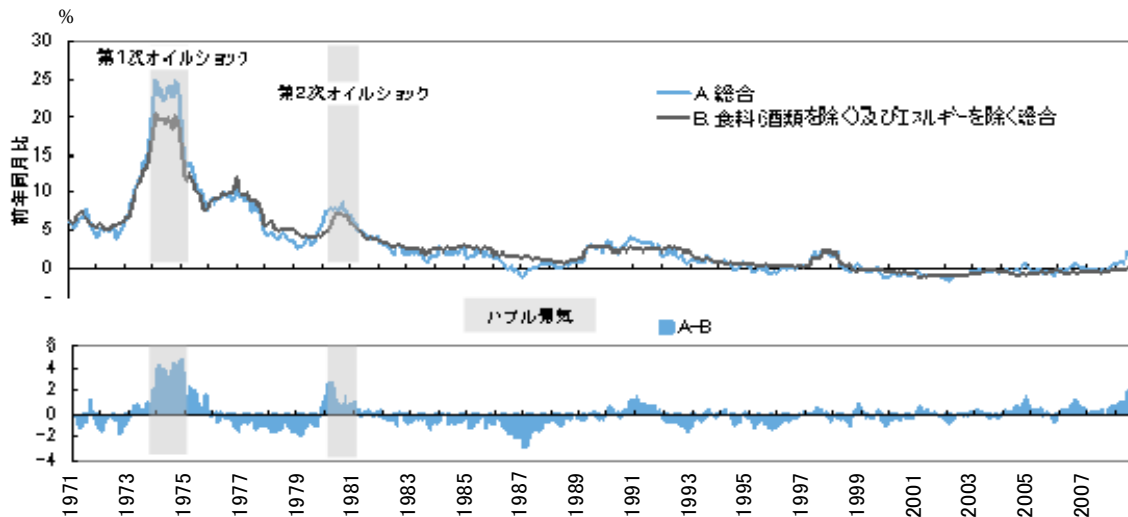
第1章 インフレに影響を及ぼすのは

ドル高ユーロ安や米国発金融市場の混乱に伴うヘッジファンドの資金量減少などに伴い 2008 年 7 月以降、暴騰していた原油価格など多くの商品価格は大幅に下落した。また、世界的な景気後退に伴う実需の減少も加わり、一時、非常に心配されていた急激なインフレの懸念は、短期的には遠のいてしまった。しかし、今後とも新興国の発展や爆発的な人口の増加¹が予想されることから、長期的にみれば商品需要は現在より高まってくることは想像に難しくない。日本経済は長らくデフレが続いてきたが、長期的にみればインフレが台頭する可能性は否定できない。そこで、この機会にインフレの要因等について統計データを中心に簡単に整理してみたい。

エネルギー価格がインフレに与える影響

物価の継続的な上昇がインフレの発生となる。以下、特に断りなく“インフレ”と記述する場合は、賃金や資産価格ではなく“物価”の上昇を指すものとする。最初に、インフレというと 70 年代のオイルショックが思い起こされるが、それ以降の物価指数上昇率がどのように変化したか確認するところから始めたい。図 1-1 では、物価指数上昇率とエネルギー価格との関連に注目して、総合(A)と食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合(B)の2種類の消費者物価指数の前年同月比(上段)と、両者の差をとって物価指数上昇率に対する食料・エネルギーの価格変化の影響の度合い(下段)を示した。

図 1-1 消費者物価指数(前年同月比%):総合(A)と食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合(B)



出所:総務省

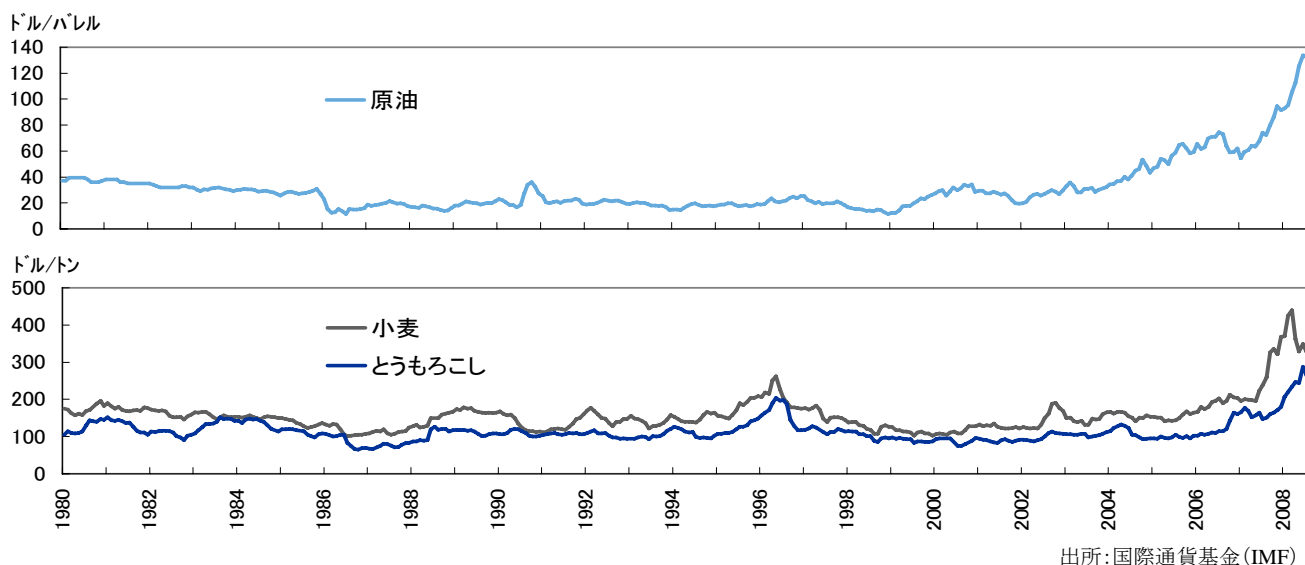
オイルショック時(1973~74年、1979~80年:影の部分)ではA、Bともに急上昇し、食料・エネルギーの価格変化は他の財・サービス価格に対しても影響が大きかったが、バブル景気(80年代後半から90年代初頭)では物価指数上昇率は比較的落ち着いて推移しており、資産インフレから(物価)インフレへの波及効果はあまり強くなかったことが確認される。その後、バブル崩壊後の不況を受けてデysinフレの状況が続き、90年代末頃からデフレの時代に入った。図 1-1 から、直近ではAは上昇しているがBは上昇しておらず、食料・エネルギー

¹ 国連人口基金発表の 2008 年世界人口白書によれば、世界人口は現在約 67 億 5000 万であり、2050 年には、およそ 25 億人(+36%)増加し、約 92 億人に達するといわれている。

価格だけが上がる局所的な物価上昇が観察される。ただし、後述するようにエネルギー・穀物の上昇が他へ影響を与えつつある点は要注意である。

総需要が総供給を上回ることによるデマンドプルインフレ、生産コストの上昇によるコストプッシュインフレなど、インフレは景気拡張と連動して発生するのが基本である。2008年12月現在は世界的な景気後退の局面にあり、通常の循環的なインフレが発生する可能性は少ないと考えられている。また、リスクシナリオとして、かつてのアルゼンチンのように政府の信用破綻によるハイパーインフレも考えるが、日本をはじめとする多くの先進国ではその可能性は限られていよう。(ただし、日本の公債残高の大きさは引き続き懸念事項である。)しかし、攪乱要因としてエネルギー価格の高騰が物価に与える影響は無視できない。実際、第1次オイルショックでは第4次中東戦争の勃発を受けて石油輸出国機構(OPEC)加盟6カ国が原油公示価格の21%値上げを一方向的に通告したこと、第2次オイルショックではイラン革命の混乱から石油生産の中断を受けてOPECが4段階に分けて14.5%の値上げを決定したことがそれぞれ引き金となって原油価格が高騰し、その結果あらゆる物価が上昇した。これに対して2008年夏までに、原油価格は前年比約60%、とうもろこしは同約56%(図1-2参照)と大きく値上がりしたが、物価上昇は同約2%にとどまっている。30年前と現在では消費者行動は大きく変化しており、単純に比較することは難しいが、エネルギー価格動向だけで世界が大混乱に陥るほど世界経済は脆弱ではなくなっているように見える。ただし、今後信用危機が深刻化し、全世界の経済基盤が弱くなった場合は要注意である。

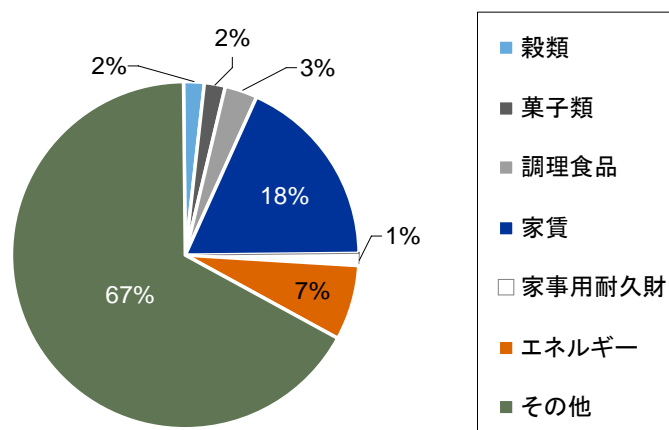
図1-2 原油(上)、小麦・とうもろこし(下)の市場



なお、消費者物価指数は5年毎に構成品目とウェイト(家計の消費支出に占める割合)が見直され、現在は2005年基準で品目数は585に及んでいる。上記グラフの期間中には、何度か基準改定が行われているが、基準改定の影響は考慮しないで比較している。

次に、足元に注目してみよう。最近値上げ・値下げが報道されている日常生活に身近な6項目:穀物(米、小麦粉など)、菓子類、調理食品(冷凍食品、弁当など)、家賃(持ち家の帰属家賃を含む)、家事用耐久財(冷蔵庫、洗濯機など)、エネルギー(電気・ガス代、灯油、ガソリンなど)に絞って、総合指数の変化率に対する各項目の寄与度を考察する。残りの項目には、生鮮食品、家具、被服、保健・医療、交通・通信、教育など500以上の品目が含まれる(図1-3参照)。

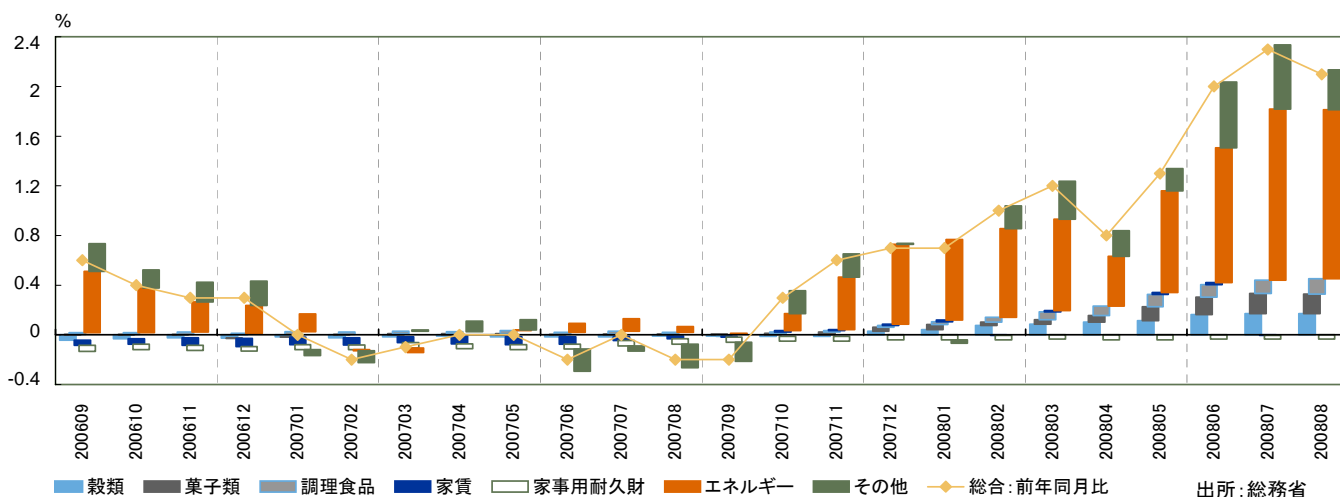
図 1-3 各項目の割合



出所:総務省

図 1-4 の各項目の月次寄与度は総合指数の前年同月比を分解して影響の度合いを示す。2007 年のデフレ状況下では物価指数上昇率が低迷し各項目の寄与も一様に小さいが、10 月を境に物価指数上昇率が急上昇するとともにエネルギーの寄与も急激に上昇した。エネルギーのウェイト(図 1-3 参照)は小さいことから、その価格指数の変化が大きかったことを物語る。さらに 2008 年以降は穀物、菓子類、調理食品などの寄与度も徐々に上昇し、資源・穀物市場の価格上昇の影響が適当な時間的ラグの後他の項目に価格転嫁されたこともあり、直近まではインフレ・リスクが高まる可能性があった。2008 年 7 月をピークに原油をはじめとする様々な商品価格が大幅に下落したことや景気後退から、物価上昇は大きく減速してきており、しばらくは景況感から短期的で急激な物価上昇の懸念は遠のいたと言えるが、今後も商品市況がインフレの火元となる可能性を秘めていることには要注意であろう。

図 1-4 消費者物価指数:総合(前年同月比)と寄与度



出所:総務省

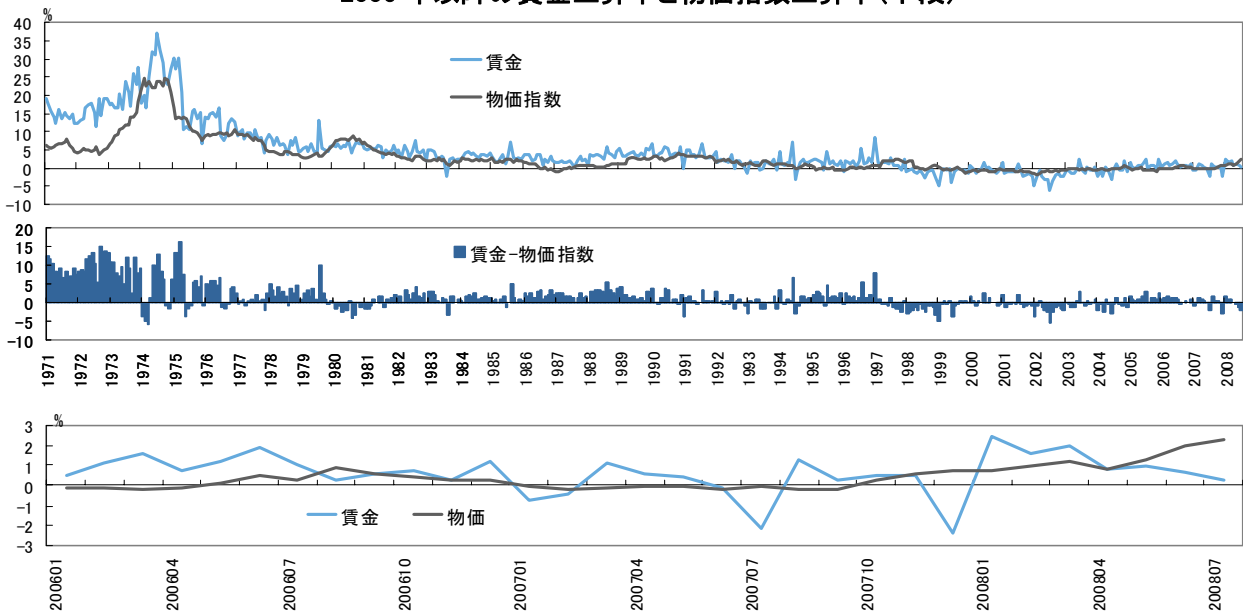
賃金とインフレ

ところで、年金制度運営においては、賃金動向の把握は必要不可欠である。賃金と老後の生活保障である年金は密接に関係している上、その上昇はインフレに至る一因ともなり得るためだ。超過需要が発生すると賃金が

上昇し、このとき生産コストが上昇して物価上昇となるのである²。

図 1-5 より、賃金上昇率と物価指数上昇率は長期間ではほぼ連動している(上段)が短期的にはラグが見受けられる(下段)。中段のグラフは賃金上昇率と物価指数上昇率の差をとったものであるが、第1次オイルショック直前のインフレ時(1972年まで)、第2次オイルショック時(1979~80年)とバブル期(80年代後半から90年代初頭)では、賃金上昇率は物価指数上昇率を大きく上回っていたことが観察される。過去においては景気を刺激した良い意味のインフレが起こっていたと考えられる。最近では賃金上昇率、物価指数上昇率ともに低いレベルで低迷していたが、このところ物価指数がやや上昇基調に転じている一方、賃金は頭打ちの状態である。かつてのインフレ時とは異なり、ヒト・モノ・カネの移動がグローバルに自由化した経済環境の下では、現在の景気後退懸念を考慮すると短期的に賃金上昇を期待することは難しい。この状態は個人消費を減退させるため景気にとってはマイナスであるが、年金制度面では、給付見直しの問題も発生しにくいといえる³。第2章では、賃金・インフレと年金制度の関係について詳述しているが、賃金が上昇せず物価のみ上昇したとしても、年金財政上は通常自動的に問題はならない。しかし、生活者の立場からは、生活費が上昇しても給付額は増えないというかなり厳しい状況が想定されることになる。

図 1-5 賃金上昇率と物価指数上昇率(上段)、賃金上昇率－物価指数上昇率(中段)、
2006年以降の賃金上昇率と物価指数上昇率(下段)



賃金:現金給与総額(前年同月比) 物価指数:消費者物価指数:総合(前年同月比) 出所:総務省、厚生労働省

インフレと資産価格

最後に、インフレと資産価格(金利、株価など)との関係について考察しよう。年金運営においては資産価格変動を長期的にみるのが重要であることから、ここでは長期的な相関を考え、日本と米国で比較した。日本については、消費者物価指数:総合(前年同月比)と短期金利(コールレート有担保翌日)、長期金利(利付国債10年物応募者利回り)、株価(TOPIX)の年次リターンとの関係、米国については同様に、消費者物価指数:す

² 詳細は、大村敬一／浅子和美／池尾和人／須田美也子(2004年)「経済学とファイナンス 第2版」東洋経済新報社を参照。

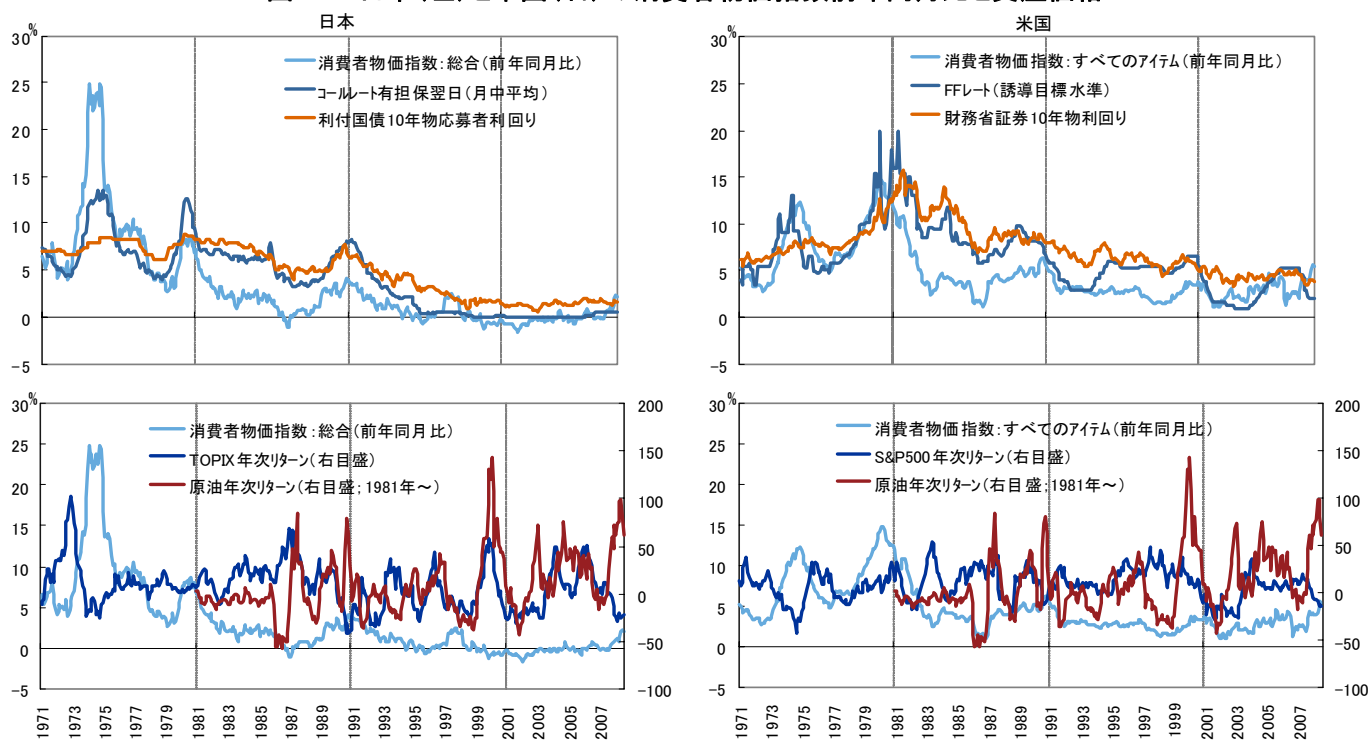
³ 老後の生活が現役自体の延長であることから、現役自体の賃金が増えないと、年金給付の水準見直しの議論も起きにくいと考えられる。

すべてのアイテム(前年同月比)と短期金利(フェデラルファンド(FF)レート:誘導目標水準)、長期金利(財務省証券 10 年物利回り)、株価(S&P500)の年次リターンとの関係、さらに両者に共通して原油価格の年次リターンとの関係に焦点を当てる(原油価格は 1981 年以降)。

図 1-6 の上段より日本、米国ともに、物価指数上昇率と長期金利、特に短期金利との相関関係が非常に強く現れていることが観察される。70 年代の 2 度のオイルショックでは日本、米国ともに物価急騰と金利急騰がほぼ同時に起こっていた。

一方、株価は景気の先行指標、物価上昇は景気の遅行指標であると考え、株価と物価の間には時間的なラグを持って連動的に推移することが予想される。下段の物価指数上昇率と株価リターン、原油価格リターンとの関係では、確かに、日本、米国とも時間的なラグが若干観察される。すなわち、物価指数上昇率と株価リターンのピークの時間差をみると、日本の場合、オイルショック時の大きなインフレ時には 2 年近く株価リターンが先行している。それ以降、物価と株価の関係は明確に見出しづらくなってきているが、これは株価・物価とも景気変動以外の影響を受けることが大きくなっているためと推測される。米国の場合も、1990 年以降は、物価・原油価格・株価との間に明らかな関係性は見出しにくい。

図 1-6 日本(左)と米国(右)の消費者物価指数前年同月比と資産価格



出所: 総務省、東京証券取引所、IMF、日本銀行

出所: Bureau of Labor Statistics, Standard & Poor's, IMF, Bloomberg

さて、図 1-6 の系列データを用い、日本 (左) と米国 (右) の消費者物価指数前年同月比に対して、それぞれ 4 系列の長期相関係数 (過去 120 ヶ月) を月次の時系列で算出した (図 1-7 参照)。なお、日本の場合、株価リターンと原油価格リターンを 24 ヶ月先行させて分析している。上述の通りこの二者は景気の先行指標と考えられること、そして定量的にも強い相関関係が確認できたためこのように加工した。次にそれぞれの資産とインフレの相関を観察した。

金利との相関

日本と米国で共通の関係が検出された。過去においては長期金利・短期金利はインフレに対して安定した強い正の相関が認められたが、最近では弱含みになってきている。過去と比較すると、物価指数上昇率の水準が低くなってきていることが相関関係を不明確にしており、投資マネーの影響もあって、関係は複雑になっている。ただし、構造上、固定利付債はインフレ時には弱含みになると考えられる。

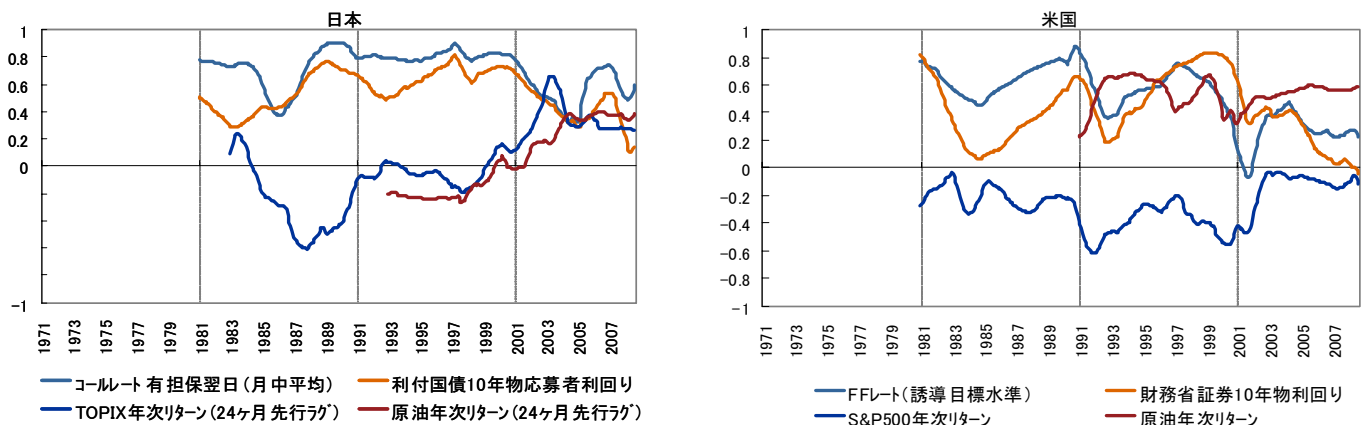
株価との相関

日本(24ヶ月先行ラグ)と米国(ラグなし)では相関関係は異なっていた。日本の場合、株価は資産バブルの時代(85年代後半から90年代初頭)の負の相関から相関自体が小さくなった90年代を経て、2000年以降は正の相関へと、連動性が徐々に高まってきているように見える。これは長期的には株価が先行して企業収益を反映し、さらに物価上昇へと影響を及ぼすようになったとも考えられるが、バブル崩壊をはさんだ日本の株式市場の事情を留意すべきであろう。一方、米国では、株価は安定した負の相関を示した。結局は、株価の変動要因は複雑であり、インフレだけで説明できるものではないことが確認された。

原油価格との相関

株価と同様、日本(24ヶ月先行ラグ)と米国(ラグなし)では相関関係は異なっていた。ラグを考慮しないとすると、2000年以降は日米ともに正の相関関係が表れている。なお、日本の場合24ヶ月の先行ラグを持たせると相関性が高まることが確認できた理由については、前節の寄与度分解でも述べたが、エネルギー価格上昇が他の商品への価格へ転嫁するには適当な時間的ラグが必要なためと考えられる。一方、米国の場合は安定した正相関である。米国の消費者物価指数は、直近では200以上の項目から成り、うちエネルギーは約1割(出所:2007年12月現在の2005-2006平均ウエイト)しか占めていない。過去のウエイトの推移は不明であるが、エネルギー価格変動の他の財・サービス価格への伝播が早く、影響も強いということが推測される。これは車が必需品であるなど米国特有の家計の事情の影響も考えられよう。一般的にはオイルショック時のように原油価格だけで経済全体が大きく反応するとは限らないようだ。

図 1-7 日本(左)と米国(右)の消費者物価指数前年同月比に対する各長期相関係数(過去120ヶ月)の推移



出所:総務省、東京証券取引所、IMF、日本銀行

出所: Bureau of Labor Statistics, Standard & Poor's, IMF, Bloomberg

インフレの状況は、かつて金利を押し上げる効果があるといわれ、物価上昇と金利には正の相関関係が認められたが、最近では景気減速や後退の懸念を伴うことで、逆に金利低下圧力をもたらす場合が多く見受けられるようになってきている。この変化は、日米ともに共通して確認される。また、かつてのような極端なインフレは起こりにくくなっており、国際間で物価指数上昇率の水準が収斂してきている。より複雑になった最近の金融システムにおいて、インフレと資産の長期的な関係の変化を見極めるには、物価上昇が続く状況でのさまざまな経済的背景を考慮した上で判断することも必要であろう。こういった変化に柔軟に対応するために、第3章では、さまざまな状況に応じた資産運用の対策について考察する。

まとめ

本章では、物価上昇、賃金上昇、金利上昇、資産価格上昇の関係性を分析・確認することに主眼を置いてきた。最初に、エネルギー価格が他の物価に与える影響を検証し、その後、物価と賃金の関係、そして、物価と資産価格との関係を確認した。将来は、過去の単純な延長線上になく、分析を通じて何か明示的な予測ができるわけではないが、基本的なデータを振り返ることは、将来の予見にとって必要不可欠であると考えられる。

第2章 インフレを制度面から考える

年金制度面のインフレの影響を考えるにあたって

第1章のインフレの分析でもわかるとおり、急激な商品価格の上昇は抑えられてきたが、インフレに対応した制度運営について考えてみたい。年金制度としてインフレに対する主な対策は、インフレ耐性の高い資産運用になると一般的に考えられているが、資産運用を考える前に、年金制度面、年金財政面においてインフレがどのような影響をもたらすか考える必要がある。

退職一時金制度、年金制度とインフレの関係

日本の年金制度は、退職一時金制度の一部を移行した(退職金の内枠制度)ものが多いため、年金制度について考える前に退職一時金制度とインフレの関係について簡単に振り返ってみたい。インフレと賃金については一定の相関が観察される(第1章 図1-5)。賃金が日々の生活を支えていること考えれば、賃金はインフレの影響が長期的には反映されている必要がある。しかし、退職一時金には様々な役割(給与の後払い、功労褒章等)があるため、自動的にインフレにリンクしていなければならないわけではない。過去の伝統的な多くの退職一時金制度では、ベース・アップ⁴、定期昇給がある本給などに連動して給付額が算定されていたため、間接的にインフレに連動する制度になっていた。退職一時金が老後の生活を支えるための重要な収入源であるという視点で整理すると、このように制度設計されていたことは合理的であった。

しかし、退職一時金の給付が徐々に増加していく中、景気低迷という背景も手伝って人件費、とりわけ退職一時金の抑制に踏み切る企業が増えてきた。その一つの方法が、退職金にベース・アップを反映させないようにする動きである。特に1990年代から2000年代初頭にかけて、退職金の基礎給について、ベース・アップを反映するいわゆる本給から退職金のための専用給与に変更したり、定額制、ポイント制(表2-1参照)を採用するなど制度変更が大きく進んだと言われている。これ以降、多くの企業で、退職一時金がベース・アップの影響、すなわちインフレの影響を受けないようになったのである。

表2-1 ベース・アップ等が反映しない退職一時金制度

	説明
退職金算定のための専用給与を用いる方法	ベース・アップなどが反映する通常の給与とは別に退職金算定のための専用の給与を用いて退職金を算定する方法
定額制	退職金を給与の一定率として算出するのではなく、勤続年数や退職事由によって定められた定額とする方法
ポイント制	一定期間毎に勤続年数や資格などによって定められたポイントが付与され、退職時のポイント累計にポイント単価を乗じて退職金を算定する方法

そして、年金制度は退職一時金から移行されているものが主流であるため、年金制度も同様にインフレの影響を自動的には受けることがなくなった。このことは給付を受ける側からすれば、将来的に給付の実質価値低下を招く可能性もあり好ましいとは言えなかったが、同時期は失われた10年と言われ、退職金だけでなく定例給与

⁴ ベース・アップはインフレと完全に連動しているわけではないが、消費者物価指数の変化などを参考に検討されるため一定の相関があると考えられる(第1章 図1-5参照)。

や雇用を含めた全ての労使問題で大幅な見直しを迫られていたこと、また、同時期のインフレ率は低く、ベース・アップも実際はほとんどなかったことなどから、制度改革が進んだものと考えられる。

しかし、2002年4月よりキャッシュ・バランス制度が登場したことで、年金給付に対するインフレ等の影響は少し変わってきている。キャッシュ・バランス制度では、付与されたポイント(拠出クレジット)を国債金利等で再評価することになるため、過去の給付が金利によって見直されることになる。また、金利はインフレと密接に関連することから、結果として給付額はインフレの影響を受けることになる。変更に至った背景は異なるとはいえ、伝統的なベース・アップを反映する最終給与比例制度からベース・アップしない退職一時金制度へ移行され、その後インフレの影響があるキャッシュ・バランス制度に再度変遷してきている現状は、非常に興味深いところである。

なお、付与したポイントは再評価せず(退職一時金としては従来どおり)に、繰延利率や年金化利率などの給付利率だけを市場連動させたいという方針であれば、キャッシュ・バランス類似制度(擬似キャッシュ・バランス制度)がふさわしいことになる。以上から、資産運用を考える場合、キャッシュ・バランス制度は結果としてインフレを反映することになるが、それ以外の制度では給付がインフレに連動しないことから、制度面の要因としてインフレ対策がどうしても必須ということにはならない。

また、物価指数上昇率や賃金上昇率に連動⁵して年金給付額が再評価される公的年金制度や、全報酬の最終給与に基づいて年金額等が決定されることが主流の欧米の退職給付制度と一般的な日本の企業年金制度では制度特性が大きく異なっている。公的年金や欧米の企業年金でインフレ対策の必要性が叫ばれるが、日本の年金制度はそれとは異なった状態にあることは理解しておくべきである。

インフレ対策の要否

確かに現行の年金制度の財政運営を任される者の視点でインフレ問題を考えると、キャッシュ・バランス制度のようなインフレが自動的に反映される制度以外ではインフレ対応は必要がないかもしれない。しかし、たとえ現在年金制度に自動的にインフレが反映されない制度であったとしても、インフレが継続的に発生し退職一時金や年金の実質価値が低下した場合、かつ、企業業績が賃金のインフレに伴う上昇を許す程度に良好な場合、結局は企業として、その低下分を補うために将来的に給付改善を検討する必要がでてくることになる。インフレによる給付の実質価値の目減りは、やはり年金運営上はとても重要なテーマなのである。

実際に制度見直しを検討する場合には、確定給付年金制度だけではなく、確定拠出年金制度や別の報酬制度なども検討候補に挙がってくるかもしれない。最終的にどのような制度を採用するかは、それぞれの企業によって異なると思われるが、ここでは仮に確定給付年金制度で実質価値低下分を補うとした場合にどのような対応方法があるのかについて整理してみたい。

インフレ対応のための財政運営

ターゲットとなるインフレとは

具体的なインフレ対応の財政運営を考える前に確定給付年金制度としてターゲットにすべきインフレ指標を整理してみたい。給付の実質価値維持という観点で考えれば、生活者の視点のインフレ指標である消費者物価指数(CPI)が一つの目安となろう。また、老後の生活は現役時代の延長線上にあることを考えると、現役時代の給与水準をある程度意識した老後の人生設計が必要であり、そのような観点で考えるとベース・アップを含めた

⁵ 2004年度の年金改正でインフレや賃金上昇に対する見直し率はスライド調整率で調整されることが決まったため、インフレや賃金上昇率が給付額に完全連動するわけではない。

賃金の上昇率も参考値になろう。

また、年金制度として給付額をインフレに直接連動させる必要がない以上、短期的なインフレ動向に配慮した運営を考える必要はない。仮に給付の見直しを実施する場合でも数年に一度になる可能性が高いからである。したがってインフレ・リスクは必ずしも短期で捉える必要はない。資産運用でインフレヘッジを考える場合、短期的なインフレ連動よりも、中長期的なインフレ耐性が必要になってこよう。もっとも、資産運用の視点から短期的であってもインフレを「リターン源泉」として捉えるのであれば、その投資機会を探ることを否定するものではない。

インフレ対応財源の確保について

次に、給付をインフレに併せて見直す場合の財源(以下、「インフレ対応財源」という)をどのように準備するかについて考えてみたい。これは、①給付改善を実施した場合に掛金引き上げで対応する(インフレ対応財源を「掛金」で賄う)または、②事前に何らかの資金準備をしておき、それを充当することで掛金引き上げを抑える(インフレ対応財源を「資産運用」で賄う)という財政運営方針の選択を意味する。前者を選択する場合には、資産運用でインフレ対策を考える必要はない。後者を選択する場合には、資産運用にインフレ耐性を求め、それに伴い財政運営も一部修正する必要があるだろう。

インフレ対応財源を「資産運用」で賄う場合

インフレ対応財源を資産運用で賄う場合、単に、インフレ耐性の高い資産を組み入れるだけではなく、掛金運営まで含めた総合的な対策を練っておくことが必要になる。それは、仮にインフレヘッジ効果のある資産クラスに投資しインフレ要因によるリターンを獲得しても、財政運営で工夫しておかないと、その他の差損益⁶に埋没したり、掛金引下げ原資(掛金上昇抑制原資)に結果的に流用されてしまい、実質的にインフレ対応財源が確保できていないことになるからである。

給付改善のための原資としてインフレ対応財源を留保するためには、明示的に別管理する工夫がいる。それができない場合には、少なくともその額を把握しながら財政運営する必要があるだろう。なお、資産運用結果が、インフレ率を超えて一定の水準以上で好調に推移している間は、インフレ対応財源を留保しておくことは比較的容易かもしれない。しかし、実際にはマイナスのリターンになる場合もあるだろう。このような状況でインフレ対応財源を毎年確実に留保しておくことは現実的には難しい。将来の給付改善の原資を確実に剰余(別勘定)として留保するハードルは低くはない。これから紹介する財政運営方法を厳密に採用することは、実務的には難しいかもしれない。しかし、こういった仕組みを認識しておくことは、実際の運営において正しい判断を下していく上で有用であると考えられる。

実質的な利回りに基づく予定利率運営

インフレ対応財源を剰余として留保するためには、第一に掛金算定に使用する予定利率を工夫する必要がある。法令によれば予定利率は、保有資産の期待収益率に基づいて設定されることになっている。この中の期待収益率とは、一般的には「名目的な利回り」を指すと考えられる。このことは、実質的な利回りは変わらなくてもインフレ等で期待収益率が上昇すれば、再計算のタイミングで予定利率も連動して引き上がる可能性があることを意味している。近年はデフレ状態が続き、「実質的な利回り」と「名目的な利回り」の差についてあまり意識され

⁶ インフレ要因以外の差損益のこと。利差損益の一部、新規差、脱退差、昇給差等の加入者等の見込みと実績の差異から発生する差損益など。

ることはなかったが、インフレが今後発生してくると予定利率をどのように決めるかについて、より多くの議論が必要になってくる。

そして、インフレ対応財源を年金資産内に剰余として留保するためには、「実質利回り」で算定した予定利率を用いて掛金計算をしなければならない。すなわち、インフレ要因のリターンを財政運営上あらかじめ見込んでいない(インフレ要因のリターンが発生すれば剰余として計上される)財政計画を立てる必要がある。

仮にインフレが発生したことで期待収益率が上昇し、そのことを理由に予定利率を引き上げた場合には、すでにインフレ要因のリターンを見込んで掛金を引き下げていることになるため、インフレ耐性の高い資産を組み込んでもインフレ対応財源が剰余として留保されない。逆に見れば、インフレ要因のリターンが獲得できない場合には不足金が発生する財政計画を立てていることを意味する。

インフレ対応財源の分別管理の発想

また、財源を確実に内部留保しておくためには、毎年の決算とその原資の管理方法についても工夫が必要になる。すなわち、インフレ要因のリターンが他の差損益に埋没しないために区分管理が必要であり、そして、その区分管理のためには、まず毎年の決算を工夫する必要があるとてくるのである。具体的な毎年の決算の利源分析のイメージは表 2-2 のようになる。この中で、どのようにインフレ要因のリターンを算出するかは難しい問題だが、資産全体の合計額にインフレ率などを乗ずることで便宜的に先取りしてしまう考え方が簡便であろう。

表 2-2 財政決算例

(インフレの影響を区分しない)

		差損益
利差損益	予定利率 3.0%	+10 億円
	運用実績 5.0%	
その他		+1 億円
年間差損益合計		+11 億円



(インフレの影響を区分する)

		差損益
利差損益	予定利率 3.0%	+10 億円 (インフレ要因 +5 億円)
	運用実績 5.0% (うちインフレ 1.0%)	
その他		+1 億円
年間差損益合計		+11 億円
インフレ対応財源留保		△5 億円
実質年間差損益		+6 億円

そして、このインフレ要因のリターンを通常の別途積立金とは別に区分管理しておくのである。厚生年金基金制度では、給付改善準備金という勘定科目があるため、この勘定科目を活用するのが管理上わかりやすい。確定給付企業年金制度では、当該勘定科目がないため通常の剰余不足金と厳密に区分管理することはできない。インフレ要因のリターン累計額を例えば管理会計的に別途管理し給付改善時に考慮することになる。

これまで紹介した一連の財政運営を、実務的に採用するハードルは低くはない。特に積立不足の年金制度にとってハードルは高い。実務への応用は、考え方を理解しつつより柔軟な対応になる。

インフレ対応財源を「掛金」で賄う場合

資産運用や財政運営を工夫してインフレ対応財源を準備しようとする考え方がある一方で、給付の見直しの都度掛金を引き上げる方法もある。これは、給付改善時の対応として一般的に採用されてきた方法である。これは、定期的に、あるいは実質価値が一定水準以上下がった場合に給付改善を実施し掛金の見直しを図るものである。

過去 10 年間大きなインフレがなかったため、インフレの影響はあまり意識されてこなかったが、中長期的に物価上昇等によって毎年 2.0%程度のインフレが継続的に発生した場合、実質価値への影響は無視し得ないものになる。当然、債務や掛金への影響もかなり大きくなってこよう。

このため、実際に給付の見直し実施するかどうかは別として、一定のタイミングで、実質価値を維持した場合の影響を把握しておくことは非常に有用である。財政再計算では様々な計算の前提を見直すため、その時期にインフレの影響を検討することはよいタイミングであろう。

インフレに伴う掛金インパクト

仮に毎年インフレが 2.0%発生した場合、実質価値を維持するためには、10 年間、15 年間でみれば、給付をそれぞれ 22%、35%引き上げる必要がある。掛金面への影響は、インフレの影響が予定利率の引下げの影響と同等と考えれば、年 1.0%のインフレの影響は、予定利率 1.0%引き下げた場合の掛金への影響と概ね同等⁷と言える。一般的に予定利率を 1.0%引き下げると掛金額が 2 割近く上昇すると言われるが、インフレが年 2.0%発生した場合の将来的な掛金上昇の影響は、かなりのものになる(数値はラッセル・インベストメントの計算による)。

ただ、個々の企業にとっての実質的な財務への影響は、年金制度単体でみた影響だけを考えても意味がない。インフレが継続的に年 2.0%発生する経済環境では名目上の企業利益水準も現在よりかなり上昇していることが予想できるからである。それゆえ、企業財務の視点で将来的にどれくらいの影響があるかについては、母体企業の業績の将来見込みなど、別の観点からの分析も加えて判断することになる。

インフレ耐性の資産運用を利用した退職給付制度の再構築について

これまでの説明では、確定給付年金制度における視点でのみ話を進めてきたが、現実的に見れば、複数の制度を組み合わせ提供することも選択肢として考えるべきであろう。母体企業として退職給付制度全体をどうするか、そして、そのファンディング政策をどのように考えるかという視点で議論を進める必要がある。すなわち、企業によってはインフレ分のリターンで掛金を抑制し、その掛金抑制した原資を元に確定拠出年金など別の制度で給付改善をするという方針も考えられるのである。

確定給付年金の年金資産は、確定給付年金制度の給付にだけしか利用できないが、運用戦略とファンディング政策を整理することで、退職給付制度全体のあり方やコスト政策にも影響を与えられることは、母体企業の視点からの確定給付年金制度の戦略的な財政運営として今後検討を進めていく必要がある。

総合型厚生年金基金の視点でインフレ対応を整理すると

厚生年金基金において代行部分の給付にかかるインフレ対応は、厚生年金本体が担当している。このため、厚生年金基金の給付においてインフレ対応を考えなければならない部分は、代行部分を超えるプラスアルファ

⁷ 予定利率 5.00%、給付をインフレ 2.00%で見直す場合の掛金は、予定利率 2.94%の場合の掛金と同等になる。

部分の給付(以下、「プラスアルファ部分の給付」という)になる。

プラスアルファ部分の給付が比較的厚い総合型厚生年金基金(以下、「総合型」という)の加入員にとってプラスアルファ部分の給付は、老後の生活を支えるために非常に重要になっている。また、設立事業所自体の退職一時金制度の給付水準が十分ではない場合には、その重要性はさらに高まる。このことは、長期的にはインフレに対応した給付の実質価値の維持が、制度として求められる可能性が高いことを意味しよう。すなわち、継続的にインフレが発生する状況においては、プラスアルファ部分の給付の見直しを検討する必要がでてくるということである。

このようなことが想定される中、総合型にとってインフレ対応財源をどのように確保するかは、非常に重要な問題となる。そして、一般的に掛金負担余力は設立事業所によって様々であることを勘案すれば、インフレ対応財源を「資産運用」で賄うという方針の選択が有力と考えられる。昨今の多くの総合型の置かれた状況を勘案すると、上記に紹介したインフレ対応財源を「資産運用」で賄うための財政運営をすぐさま実践に移すことは容易ではないと思われるが、将来的にはインフレ対応財源確保に向けて財政運営方針の見直しを検討してみることも重要ではないかと考えられる。

まとめ

日本の確定給付年金制度では、キャッシュ・バランス制度を除き制度自体にインフレに連動する部分が一般的にないため、インフレを直接意識した資産運用を考える必要はないが、将来の給付改善の可能性や退職給付制度全般の議論の中で母体企業の視点からみれば、インフレを意識した資産運用の役割は非常に重要になってこよう。インフレ対応に限ったことではないかもしれないが、どのような投資政策を採るかは、対象となる制度の特性やその目的をよく理解した上で実施されるべきである。そして、併せてその目的実現のためには、時には運営方法の工夫も必要である。今後はこうした包括的な年金運営が求められてこよう。

第3章 各種資産のインフレ対応力

第2章では年金制度がどの程度のインフレの影響を受け、インフレに備えるにはいかなる対応が求められるのかについて、制度面からの検証を行った。本章では資産運用という観点でどのような対策が採用し得るのか考えていきたい。

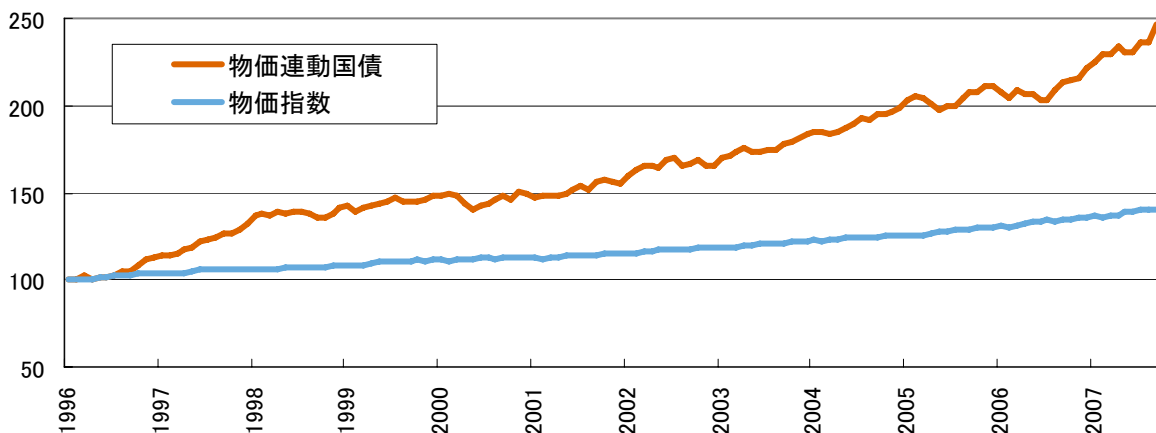
運用資産を短期的に物価に連動させるには

もし、年金債務がインフレを短期的に反映するような制度内容であった場合、資産運用においてもそれに対応することが求められることになるのは自明である。欧米において主流な、そして、我が国においてかつて主流だった最終給与比例制の確定給付年金制度⁸の場合、インフレは重要課題である。「インフレへの対応」とは、「そのリターンが物価上昇に連動しつつそれを上回るような資産へ投資すること」と定義することができ、ここで「物価上昇に連動しつつ」を短期的な物価との連動性であると解釈すると、株式・一般の固定利付債券といった伝統的資産によって運用資産を短期的に物価に連動させることは難しい⁹。従って、短期的な物価との連動性を維持するためには、伝統的資産以外の資産の導入を検討することになる。そして、素直に考えれば、物価の動きに連動することを目的とした商品設計である物価連動国債への投資が有力な選択肢となるように考えられる。物価連動国債を100%組み入れたポートフォリオの場合、理論上は物価変動幅+ α のリターンを得ることができるはずである。

物価連動国債

後述するように我が国の物価連動国債は歴史が浅いため、物価連動国債の歴史が長い英国のケースを見てみよう。実際に図3-1を見ると、同債券への投資によって、物価上昇を上回るリターンを享受していることが分かる。この意味では、物価連動国債はその役割を十二分に果たしてきたといえそうだ。

図3-1 英国における物価連動国債のリターンと物価指数の推移



出所:英国国債管理局、パークレイズ、ブルームバーグ。物価連動国債の指数はパークレイズ英国インフレ連動債券インデックス、英国の物価指数はRPIを使用。1996年12月末を100として指数化。

⁸ 第2章で紹介したように、この制度の採用は我が国においては最近減っている。

⁹ 詳細は第1章を参照。

英国の物価連動国債は日本のそれと同じく、元本およびクーポンが物価上昇に連動する仕組みとなっており、元本部分が物価水準に連動する一方で、クーポン部分が $+\alpha$ の源泉となる。

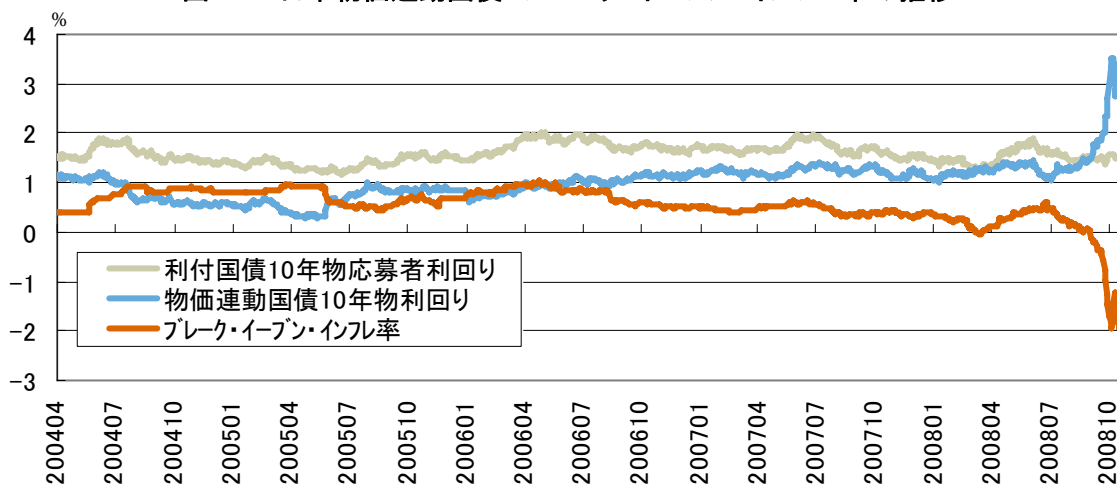
この物価連動国債の市場は国際的に拡大の一途をたどっている。これは年金・生命保険など各国投資家のインフレヘッジのニーズの高まりと発行体の資金調達コスト(ブレイク・イーブン・インフレ率分が該当)の節減ニーズがマッチしたことが主な要因とされており、英国では国債市場の30%程度が物価連動国債で占められているほどである。このように、インフレに連動する年金制度にとっては、物価連動国債は理論的にも実践面でも有効な資産といえる。

一方、図3-1を注意深く見てみると、物価指数の推移がほぼ一貫して右肩上がりであるのに対して、物価連動国債には価格下落の局面が認められる。これは主として金利変化の影響であり、物価連動国債であっても物価に完全に連動するわけではないことには留意する必要がある。

日本の物価連動国債市場においては、それに加え、流動性の低さに起因して需給の影響を大きく受けやすいという留意点が挙げられる。日本においては物価連動国債の発行は2004年からで、発行済額は10兆円程度(2008年9月末時点)と市場としてはまだまだ小さいため、ファンダメンタルで説明できない価格変動が生じやすい。

実際、2008年3月や9月から11月中旬(執筆時点)までの金融市場の混乱期において、ブレイク・イーブン・インフレ率がマイナスになったことは、同率がプラスであることが「通常」¹⁰とされていることを考え合わせると、同債券が極めて割安な水準にまで売り込まれたことを示している(図3-2参照)。

図3-2 日本物価連動国債 ブレイク・イーブン・インフレ率の推移



出所:ブルームバーグ

この事象は信用危機の発生に伴いヘッジファンドなどの投資家が流動性確保のために同債券を手放したことが原因と見られる¹¹が、同債券の市場価格は需給によって大きく左右される、すなわち、意図せざるリスクをもつ一面があり、しかもその影響は決して小さくないことには注意するべきである。

¹⁰ ブレイク・イーブン・インフレ率は、同一発行体が発行する同年限の利付債と物価連動債の利回りの格差をもって簡便的に計算されることが多く、投資家の期待インフレ率を表していると解釈されている。と同時に、同率は物価連動債購入者が支払うインフレヘッジ・コストと解釈することも可能である。なお、2008年10月の物価連動国債の価格急落を受けてか、財務省は予定されていた入札を一時的に中止している。

¹¹ 需給の影響を受け易い背景として、通常の利付国債とは異なる投資家層(ヘッジファンドなどの外国人投資家)によって保有されていることを指摘する声もある。

こうした事情を鑑みるに、日本の物価連動国債については、政策資産配分上で資金配分を設定するにはもう少し市場の成長を待つほうが良いかもしれない。一方、ガイドライン上で運用機関によるアクティブな判断による投資を許容することは問題ないだろう。

なお、インフレ対応の目的で我が国の企業年金が海外の物価連動国債に投資する場合、為替リスクをヘッジすることが通常の対応になると考える。海外と国内の短期金利差をヘッジ・コストとして支払うことになるため、理論的には短期金利差とインフレ差が連動すれば、日本の物価連動国債に投資するのと同じ効果が得られることとなる。また、短期的には海外のインフレが急騰しつつ内外の金利が上がらないようなスタグフレーションのパターンの下ではヘッジ効果を発揮するといえる。

物価連動ポートフォリオの構築

短期的にポートフォリオの物価との連動性を高めるということは、ポートフォリオの一部に物価と同じ値動きをする資産を組み入れることを意味している。まず確認すべき事は、物価の変化は長期的にみると極めてボラティリティが低くほぼ一環して右肩上がりの状態が続いているものの、その上昇水準は低いということである。逆に見れば、短期的な物価との連動性を高めるには相応の機会損失が要求されるということである。物価連動国債にはクーポン収入を見込むことができるとはいえ、現状の低金利環境下で同債券の組み入れを100%にする場合、物価との連動性はある程度期待できても資産運用に課された目標利回りの達成は難しいかもしれない。

第2章で述べられたように日本において、資産の動きを短期的に物価連動させる必要のある年金制度は少ないのであるが、あえて短期的な物価連動性を高めつつ、なおかつ高いリターンを追求することが、デリバティブを用いることで可能になる。

すなわち、固定金利を支払い、物価変動に連動したキャッシュフローを受け取るインフレ・スワップの活用によってレバレッジをかけた物価連動部分のポートフォリオを組成する傍ら、余裕資金の運用によってスワップで支払う固定金利を上回るリターンを稼げるのであれば、少なくともスワップの想定元本部分だけは物価に連動したリターンを生み出すことになるわけである。余裕資金の運用においてもダウンサイド・リスクを抑えつつリターンを稼ぐような運用ができれば、理論上は短期的に物価に連動しつつも、高いリターンを追求することが可能になる。

ただし、余裕資金で高リスクの運用を行うと、余裕資金の運用によって生じたリスクにより、インフレ・スワップによって確保した物価連動キャッシュフローを毀損してしまう可能性が高まる。物価上昇への追従を強く志向する場合は、この部分でのリスクの採り過ぎには注意が必要である。厳格なリスク管理の下でポートフォリオを運営すべきと考える。

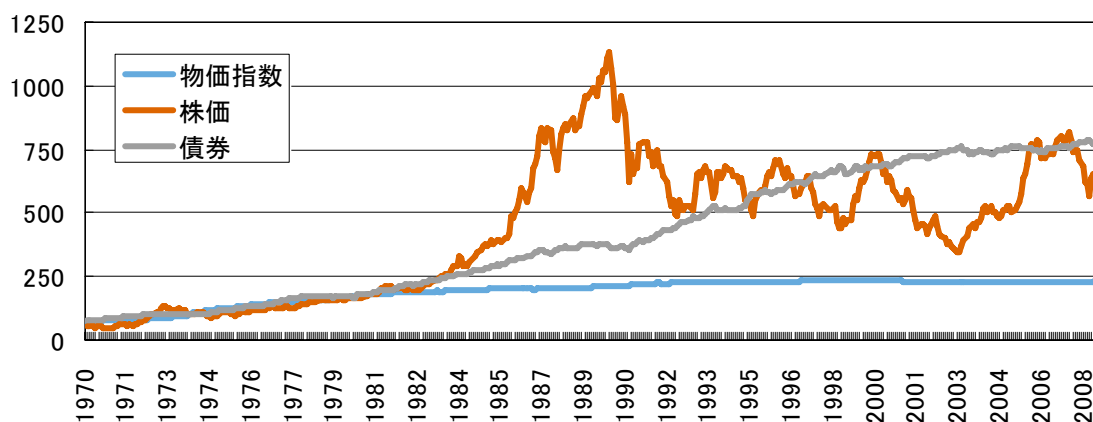
また、これはあくまで理論上の話であり、実際にはポジション構築におけるコストや信用危機時の取引成立可否の問題など、様々なハードルがある。加えて物価連動国債同様、スワップ取引自体の時価評価が市場動向によって左右されるという側面も無視することはできない。また2008年9月のリーマン・ブラザーズの経営破綻において、カウンターパーティーリスクなどデリバティブにまつわる様々なリスクが露呈したばかりであることを考えると、実行する場合には様々なチェックポイントをクリアする必要があるだろう。

短期的に連動させる必要がないのであれば・・・

これまで、短期的なインフレ連動ポートフォリオの構築について述べてきたが、第2章で述べられた通り、我が国におけるほとんどの年金制度においては、長期の物価上昇による年金資産の実質的な目減りに対して長期的な補完をすることが資産運用上期待されているといえる。リスク性資産の導入によって短期的な物価との連動

性を犠牲にしつつ、長期的に物価上昇を補完するリターンを狙うという現在の年金資産運用の枠組みは現実合致した姿であると言える。

図 3-3 日本における伝統的資産と物価指数の推移

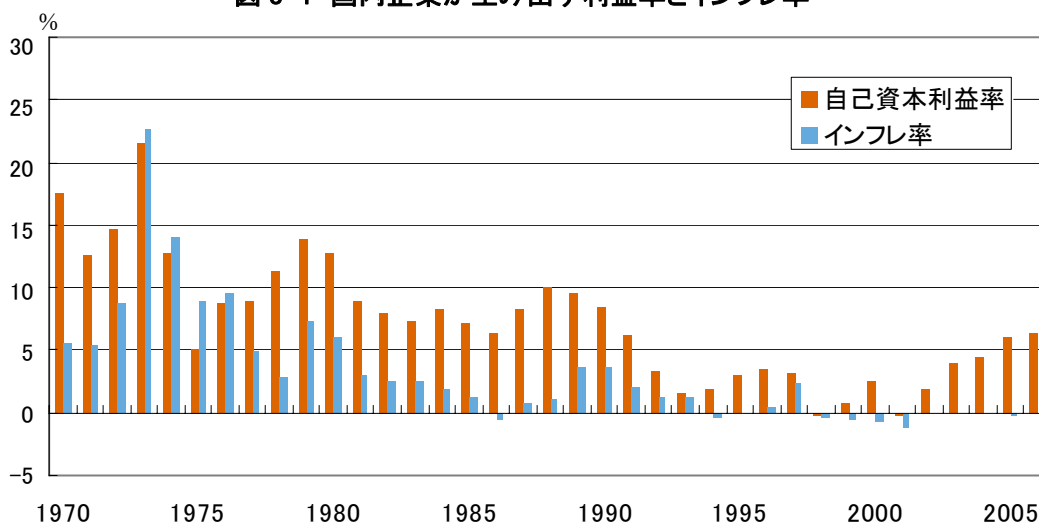


出所:ブルームバーグ、ラッセル。物価指数は CPI 総合、株価は TOPIX、債券は利付電債の利回りデータを元にラッセルで推定した数値と Nomura-BPI 総合を合成して指数化。1973 年 12 月末を 100 として指数化。

確かにスタグフレーション時に、株式や一般の固定利付債券は価格下落するなど伝統的資産は急激な物価上昇に弱い側面もある。しかし図 3-3 を見ると、株・債券といった伝統的資産が、長期的には物価の上昇を上回るリターンをあげてきたことが分かるだろう。

この結果は、有価証券投資の物価上昇に対するプレミアムの反映と解釈することもできる。このプレミアムは、企業が生み出す収益である企業業績(図 3-4 参照)や、投資家が債券市場や短期金融市場に求めるリターンである金利水準(図 3-5 参照)がインフレに連動しつつそれを上回ると見込まれる¹²ことなどから推測することができる。従って、伝統的資産が長期的に物価上昇を補完するリターンを得てきたことにはそれなりの根拠があったといえよう。

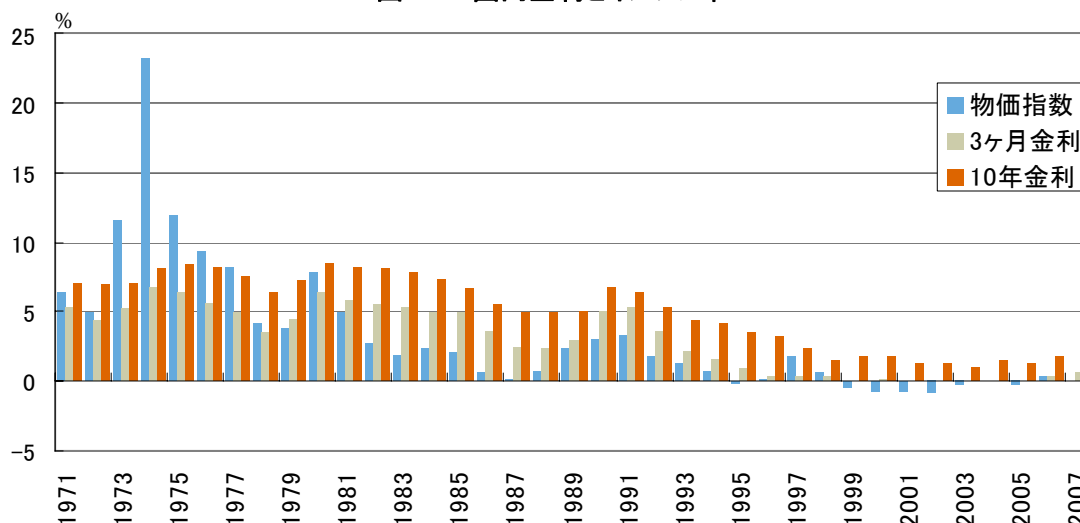
図 3-4 国内企業が生み出す利益率とインフレ率



出所:財務省、ブルームバーグ。インフレ率は CPI 総合、自己資本利益率は法人企業統計よりラッセルにて算出。

¹² 債券をポートフォリオとして捉えた場合、インフレが発生した場合、物価上昇幅を考慮した高金利で新たに発行された債券がポートフォリオに組み込まれることになる。従って、一般に言われるほど、債券のリターンはインフレに対して劣後しないとする考え方もある。

図 3-5 国内金利とインフレ率



出所:AURORA、ブルームバーグ。物価指数はCPI総合、3ヶ月金利は政府短期証券(13週)応募者利回り、10年金利は利付国債10年物応募者利回り。各年末時点の過去12ヶ月平均をグラフ化。

このように伝統的資産が長期的に物価上昇を上回るリターンをあげてきた一方で、「インフレ対応」と銘打った運用戦略が多くの年金制度で導入検討の俎上に上がっていることは、これまで進められてきた非伝統的資産導入の必要性に加えこの長期の連動性をどのように維持するかについて、年金制度が留意している結果と考えることもできるだろう。

以下ではいわゆる「インフレ対応」資産の物価上昇との連動性について考えたい。

「インフレ対応」資産を考える

物価連動国債については既に触れた通りであるから、ここでは不動産・コモディティについて触れたい。

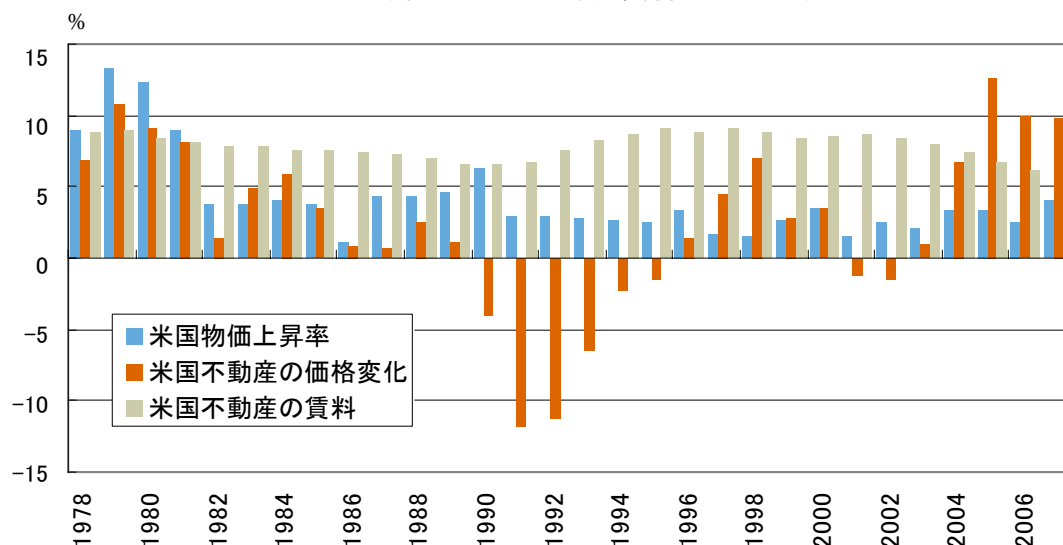
不動産(非上場)

まずは不動産(非上場)について考える¹³。不動産の収益の源泉は賃料であり、不動産賃料の決定要因のひとつとして一般に物価の動向が挙げられる。

実際に図 3-6 を見ると、不動産の賃料は物価による影響を緩やかに反映しているように見える。実際、物価をある程度考慮しつつ、賃料水準が決定されている(リスクプレミアムを勘案しつつ賃料が決定されている)ことから、不動産投資にも一定のインフレ連動性を見込むことができると考えられている。

¹³ 上場不動産(REIT)については、長期的には不動産から発生する収益を期待できるものの、短期的には株式市況等による価格変動により、非上場よりもさらにインフレへの連動性は低下すると考えられる。

図 3-6 米国における不動産賃料とインフレ率



出所: 米国労働統計局、ラッセル。米国物価指数上昇率は「全てのアイテム」を、米国不動産の価格変化は NCREIF 不動産インデックスのプライスリターンを年率換算した数値を、米国不動産の賃料は NCREIF 不動産インデックスのインカムリターンを年率換算した数値を使用。

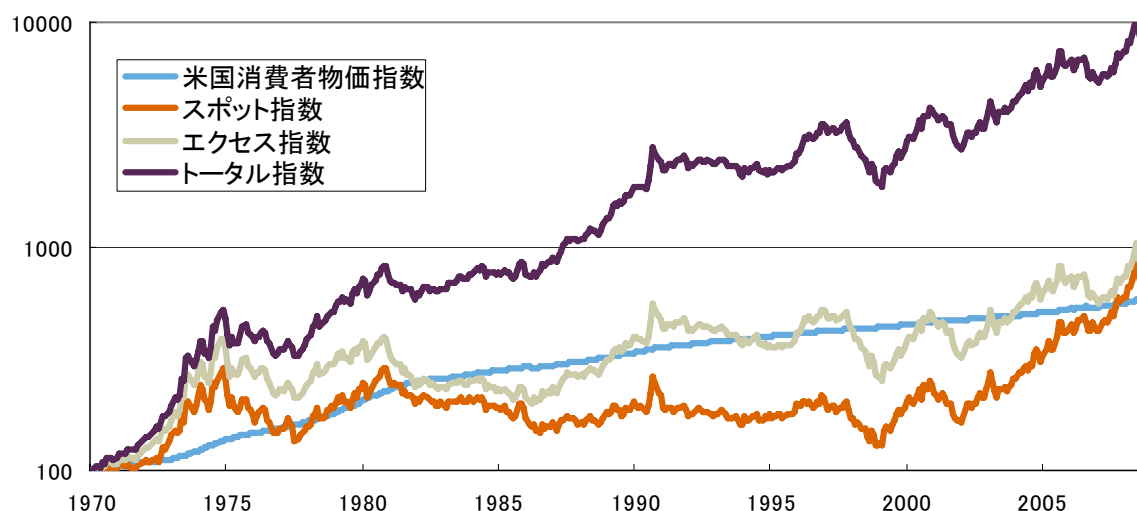
しかし、不動産価格の推移を見ると、急激なインフレが発生した 70 年代後半には、インフレに呼応する形で不動産価格は上昇したこともあったが、後年の動きを見ると別の周期性を持っているようにも見受けられ、必ずしも短期的なインフレ連動は期待しにくい。前述のように、不動産のリターンは、理論的に経済活動やインフレの影響を反映することは期待できるが、あくまで長期的で見てインフレ連動を期待すべき資産と考えるに留めるべきである。

なお、不動産投資に似た投資手法としてインフラストラクチャー投資(高速道路・港湾・空港や電力・水道などに関連した事業・施設への投資)がある。これらのサービス価格は物価に連動して改訂される仕組みが取り入れられていることが多いことから、インフラストラクチャー投資にも一定のインフレ連動性を見込むことができる。ただし、運用商品ごとに投資内容が大きく異なるため、インフレ対応資産として投資する場合は、その投資先がどの地域のインフレを反映する仕組みなのか等、十分確認する必要がある。また、サービス価格のインフレに対する遅効性による収益のギャップについても認識しておくべきであろう。

コモディティ投資

コモディティ投資で得られるリターンは、①先物価格の変動、②先物のリスクプレミアム(生産者のヘッジニーズ)、③証拠金運用におけるキャッシュの再投資リターン、④(アクティブ運用の場合)超過収益、に大別される。S&P 社が算出する S&P GSCI 指数では、スポット指数(先物価格の推移を示す、①に相当)、エクセス指数(スポット指数にロール時の影響を加味したもの、①+②に相当)、トータル指数(エクセス指数に証拠金運用-米国国債 T-Bill による-の影響を加味したもの、①+②+③に相当)が算出されており、それぞれの推移をグラフ化すると図 3-7 の通りとなる。

図 3-7 S&P GSCI インデックス(ドル建、対数表示)の指数の推移



出所: 米国労働統計局、ブルームバーグ。米国消費者物価指数は全てのアイテム。1970年1月末を100として指数化。

1970年1月末から2008年7月末までの年率リターンはスポット指数;5.3%、エクセス指数;5.8%、トータル指数;12.4%であった。これは、コモディティ投資によるリターンが、先物価格の変動分(①)が5.3%、リスクプレミアムの影響(②)が $5.8\% - 5.3\% = 0.5\%$ 、キャッシュの再投資リターン(③)が $12.4\% - 5.8\% = 6.6\%$ に大別されることを意味している。この結果を見ると、コモディティ投資において、過去②のリスクプレミアムが期待できた時期もあったが、投機資金の市場流入と共にプレミアムが縮小してきたと言えるだろう¹⁴。

コモディティ投資はインフレヘッジに資するのか

次に商品先物への投資が生み出すリターンのうち先物価格の変動がインフレヘッジの手段たりうるのかについて考えたい。

図 3-7 で分かるように物価の推移と先物価格(スポット指数)の動向には、実ははっきりとした連動性は見られない。第 1 章で述べたように、これは物価指数が幅広い構成要素から成り立っているからであり、その構成品目におけるエネルギー・農産品・金属など商品先物指数に含まれる項目は一部に過ぎないためである。また、先物価格の変動が物価に与える影響はその国の経済構造や経済環境によって異なるため、先物価格の変動が直接物価の変動に結びつくとは考えない方がよい。

しかし、同様に第 1 章で述べられているように足元の物価上昇の寄与度分析を行うとエネルギー・穀類など先物価格の上昇の影響は大きく、少なくとも足元の物価上昇に関してはコモディティ投資によってインフレヘッジを行うことは可能であった。また、このように、商品価格が大きく変動する際には物価への影響があることを考えると、一部コモディティ投資への資産配分を行うことにより、インフレヘッジを行うことは期待できる。

「インフレ対応」資産と伝統的資産

「インフレ対応」資産の価格変動は物価に連動しているわけではない

最後に確認しておきたい点は、「インフレ対応」資産であっても、結果として出てきたリターンは物価との相関が高いとは言えない(計測対象とする国・期間が異なるためあくまでご参考として表 3-8 を

¹⁴ リスクプレミアムの存在については議論が分かれている。

ご確認されたい。特に期間の取り方によって相関係数の数値はかなり異なることには注意する必要がある) ということである。

表 3-8 各運用対象と物価との相関(36ヶ月ローリング)

	株式	債券	物価連動国債	コモディティ	不動産
物価との相関	0.11	0.59	0.38	0.27	0.37

出所:株式は TOPIX、債券は利付電債の利回りデータを元にラッセルで推定した数値と Nomura-BPI 総合を合成して指数化。物価連動国債はパークレイズ英国インフレ連動債券インデックスと英国消費者物価指数との相関(1996年～2008年)。コモディティは S&P GSCI インデックスと米国消費者物価指数との相関(1970年～2008年)。不動産は公示地価と日本消費者物価指数(CPI 総合)との相関(1973年～2008年)。

「インフレ対応」資産のインフレ対応力とは「その価格形成の枠組みに何らかの形で物価の動向を反映させる仕組みを内包している」程度のものであり、これらに短期的な物価との連動性を期待するのは難しいのが実態である。一方、「インフレ対応」資産が一定のプレミアムを獲得してきたために、長期間で見れば結果としてインフレをカバーしてきたこともまた事実である。

また、ハイリターンな資産ほどハイリスクであることは投資の大原則である。株式のようにプレミアムの水準およびその分散が大きい資産の場合、その分散の大きさゆえ、必然的に物価との連動性が薄れることは避けようがない。物価との連動性を「高める・高めない」の議論は、プレミアム(実質ベースでのリターン)を「あきらめる・あきらめない」の議論と言い換えることもできる。

伝統的資産の弱点を補完する？

このように物価指数との相関が高いとはいわずらいいにも関わらず「インフレ対応」資産が、導入検討の俎上に登っている理由としては、その「インフレ対応」としての機能より、伝統的資産との相関の低さに着目して検討されているものと思われる。特に、今後心配されている景気後退時のインフレ発生、すなわちスタグフレーションのような事態において、資産価格下落のヘッジが必要ではないかというのは、これ以上の年金資産の毀損を回避したいという要望から出てきた議論といえそうである。ただ、「ハイパーインフレ」や「スタグフレーション」という事態はあくまで特殊なケースであり、特殊事態に備えるあまりポートフォリオ全体のリスク・バランスを失することは慎むべきである。

「インフレ対応」資産の導入を検討する際は、これらの特殊なリスクシナリオに目を奪われて拙速に判断を下すのではなく、ポートフォリオ全体のリスク・リターンを考慮しつつ、慎重に検討を進めることが肝要である。

まとめ

本章では、インフレに対応した資産運用について改めて振り返ることが目的であった。最初に、理論上最適なインフレ対応資産である物価連動債に焦点を当てつつ、これをベースにしたインフレ対応ポートフォリオのあり方について考えてみた。しかし、多くの年金制度が必要とするのはあくまで長期的なインフレ対応であり、短期的な方策に目を奪われ、そちらがおろそかになっては本末転倒である。インフレ対応を検討する場合、自らの年金制度内容を再度確認の上、対応するホライズンを明確に認識した上で、議論を進めるべきと考える。

当資料中「ラッセル・インベストメント グループ」、「ラッセル・インベストメント」及び「ラッセル」は、フランク・ラッセル・カンパニー及びその子会社等の総称です。ラッセルによる事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においてもご遠慮ください。

当資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その情報の正確性や完全性についてこれを保証するものではありません。

当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。

当資料は、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。

当資料の中で掲載されているデータ等は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。

下表のインデックスは開発企業の知的財産であり、株価指数の算出、公表、利用などインデックスに関する全ての権利及びインデックスのインデックの商標に関する全ての権利は各々の開発企業に帰属します。

S&P インデックス・シリーズ	The McGraw-Hill Companies 社
NCREIF インデックス・シリーズ	米国不動産投資信託者協会
NOMURA インデックス・シリーズ	野村証券株式会社
TOPIX インデックス・シリーズ	株式会社東京証券取引所
バークレイズ・グローバル・インベスターズ インデックス・シリーズ	バークレイズ・グローバル・インベスターズ

[お問い合わせ先]

ラッセル・インベストメント株式会社
コンサルティング部

〒107-0052 東京都港区赤坂 7-3-37 プラース・カナダ
TEL: (03) 5411-3510 / FAX: (03) 5411-3511
www.russell.com/jpii

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第196号
加入協会: 日本証券業協会、社団法人投資信託協会、社団法人日本証券投資顧問業協会

Copyright © 2008. Russell Investments. All rights reserved.