

# ペンション・マネジメント 4

## 古宇田義規

マーサー ジャパン株式会社  
取締役  
(インベストメント・コンサルティング代表)

# インフレ下での年金運営を考える



昨年来の国際商品価格の高騰を受け、国内でもガソリン価格、食料品価格が上昇している。過去の長い期間にわたり、死語とは言わないまでも、真剣に議論する対象から外れていたインフレが目前に迫っているようだ。本稿では、インフレという新しいチャレンジの下での企業年金の運営について考えてみる。

### 伝統的な年金運営の考え方とチャレンジ

一般的に年金債務に大きな影響を与える要素としてインフレは、金利水準および死亡率と並んで重要な変数である。これら変数をうまくコントロールしながら、給付に必要な資産額を維持することが年金運営の中核的部分であるとされる。そのような考えの下に、債務の特性に合わせて運用を行う手法を多くの企業年金では採用している。伝統的には、金利の部分と債券で、インフレの部分と株式で、それぞれのリスクを軽減するというのが基本的な考え方であった。

しかし、昨年夏以降、原油価格が高騰する中で、世界各国で株価が大きく下落した。この結果、昨年度の企業年金の運用実績は近年まれに見る大きなマイナスとなってしまった。株式には、従来から年金スポンサーが期待してきたインフレ耐性力もはや消滅してしまっただけでなく、指摘する向きもある。そして、伝統的な資産以外の新しい投資対象がにわかに脚光を浴び始めた。

これ以降では、三つのことに言及したい。  
①インフレが年金運営に与える影響、②株式のインフレ耐性力は消滅したのか、③脚光を浴び始めた新しい投資対象についてである。

### 年金運営に与えるインフレの影響

インフレは年金債務に大きく影響を及ぼすといわれるが、わが国の現在の企業年金制度でもそうだろうか。給付型新企業年金においては、キャッシュ・バランス・プランやポイント制などの導入が進んだ。このため、インフレが年金債務に与える影響は、従来考えられていたほど直接的なものではないといえる。多くの企業で現在インフレが大きく取り上げられる理由は、債務に及ぼす影響からではない。むしろ、インフレが年金資産の収益率に及ぼす悪影響に対する懸念の方が大きいものだろう。

伝統的資産の収益率にインフレが与える影響は短期的にはマイナスである。インフレは金利上昇圧力になり、債券価格は下落する。また、コストアップの要因ともなり、景気の下ぶれおよび企業収益の悪化を引き起こす。経済のマクロ要因および個別企業のミクロ要因の両方から株価の下落を誘発する。

現在の市場環境はさらに複雑である。経済学でいうインフレとは、景気が過熱し、過剰需要が経済活動の広い範囲で価格上昇を引き起こすというものだ。そのため、過剰需要の

原因となる過剰流動性を縮小させるために金利引き上げなどの金融政策が取られる。しかし、本来であれば、予防的な金融政策が取られるところが、米国ではサブプライム・ローン問題への対応として昨年夏に政策金利を引き下げられた。このタイミングと機を一にして、それまで比較的穏やかだったソフトコモディティと呼ばれる農産物などの商品価格が急速に上昇を始めたのである。通常の場合でも短期的には株価低下要因となるインフレが、金融や住宅セクターを震源とした景気減速と同時に進行した感がある。その結果、世界的な株安に円高が加わり、昨年度末にかけて年金の資産運用利回りが急低下したのは既に述べた通りである。

## 株式のインフレ耐性力

このような市場環境を経験し、従来期待されていた株式のインフレ耐性力を疑問視する向きも少なくない。伝統的な考え方はもはや機能しないのだろうか。

答えは視点によりイエスともノーともなる。短期的にはまさに最近の実績が示すようにインフレは株価の引き下げ要因になる。しかし、主要国の株式市場を調べると、インフレ率を控除した実質収益率は長期間ではプラスになっている。株式にインフレ耐性力があると考えるかどうかは、投資のタイムホライズンによるといえる。

株価を形成するのは将来にわたる利益または配当の大きさである。また、利益や配当の水準は経済の名目値であるので、株価も名目値となり長期的にはインフレを織り込んで成長していくことになる。

したがって、株式のインフレ耐性力に異議を唱える年金スポンサーが少なからずいるのは、投資のタイムホライズンが短くなっているのが原因と考えられる。これは、年金の運用実績が単年度の企業決算に与える影響が大きいため、本来は長期運用が前提であっても、短期的な変動を回避したいと考える企業が従来よりも多くなってきたことに起因する。したがって、インフレ耐性力があってもそれが長期のものではあまり頼れないということになる。

## 期待できる新しい投資対象

企業を取り巻く環境は、牧歌的な長期運用を容認しない。このような制約の中で、新しい投資対象が紹介され、注目を集めている。

まず、物価連動国債である。金利が消費者物価指数に連動するので、その効果は直接的である。しかし、指数が上昇しないとき、または上昇期待がないときには、通常の国債よりも金利が低いうえ、キャピタル・ゲインも獲得できないので不利である。

つぎに、実物不動産に投資するファンドや社会基盤に投資するインフラ・ファンドがあ

る。実物資産に投資し、そこから得られる収入が収益の裏づけとなる。インフレが進行すると保有する実物資産が生み出す賃料や使用料といった収入が増加するため、投資収益率が向上する。ただ、投資先の実物資産から得られる収入がどれだけインフレに敏感に連動するかという点と、その実物資産が割高でないかという点には注意が必要である。

さらに、国際商品価格そのものに投資をし、収益を上げようという投資戦略もある。コモディティ投資といわれるものであり、エネルギー、貴金属などの資源、農産物などの価格指数に投資をするものである。過去一年を振り返ると大きな収益を生んでいる。しかし、指数は实体经济に先行して動くため、投資行動は实体经济に先行して動かないと大きな効果は得られない。年金スポンサーがこのタイミングを計るのは難しいかもしれない。なかには、CTA(コモディティ・トレーディング・アドバイザー)ファンドと呼ばれ、商品先物等の売買をそのタイミングの判断も含めて運用機関が引き受けるといいうものもある。また、商品価格の乖離に着目しロングショートポジションを取る運用商品も登場してきた。

さまざまな制約がある中で、このように新しい投資対象が出てくることは望ましい。しかし、新たに取り組む場合には、それぞれの資産や戦略が持つ特徴を、株・債券などの伝統的資産のものと比較しつつ、十分に理解する必要がある。