

(年金運用)：物価連動国債はインフレ率に対する市場の評価指標か？

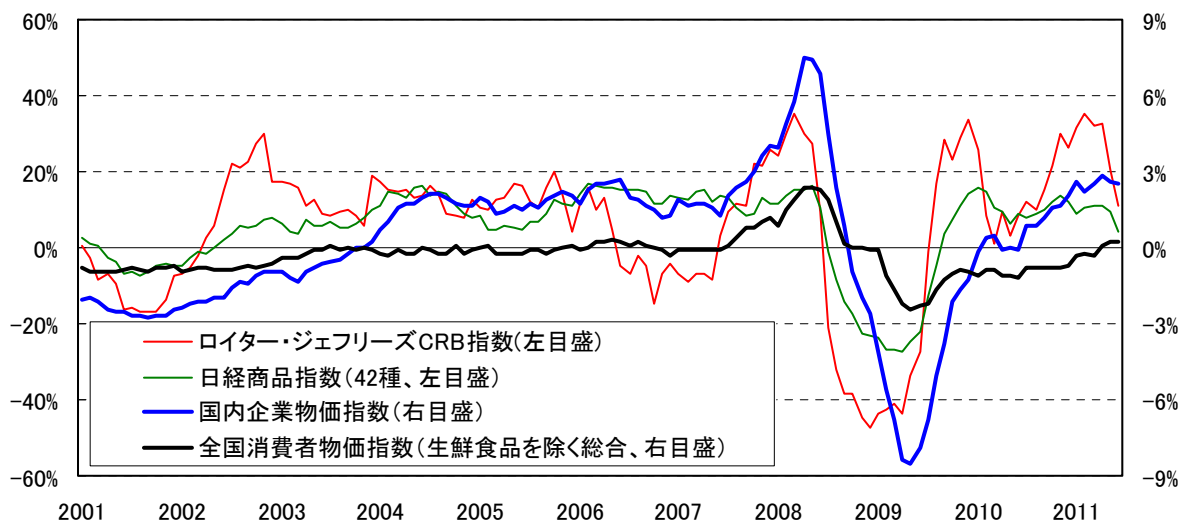
我が国の物価連動国債は、2008 年秋のリーマン・ショックをきっかけとして需給関係が悪化し、BEIがマイナスの状態が続いている。商品市況と消費者物価指数の関係やBEIがマイナスとなっている要因を整理し、物価連動国債への投資スタンスを考えたい。

物価連動国債(注参照)とは、将来のキャッシュフローが物価水準(インフレ率)の動向に連動して増減する債券で、投資家や発行者(政策決定者)にメリットがあると考えられている。

一つは、将来のインフレリスクに対するヘッジ手段としての利用であり、欧米では年金や生保などのニーズが高い。他には、物価の安定や金融政策などの検討・立案に有益な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)が得られる点などである。

最初に、内外の商品市況と国内の企業物価、消費者物価の動向を見ると(図表1、2)、商品指数と企業物価指数、消費者物価指数の間には正の相関関係があることが分かる。消費者物価は、企業努力などにより変動幅が商品指数より小さく、またデフレ傾向を示した時期がある。この間の内外の商品指数(前年同月比)の平均はプラスとなっており、中長期的には新興国の需要などを背景とした上昇傾向が続く可能性がある。

図表1： 商品指数、企業・消費者物価指数(前年同月比)の推移



(注) 2001/4～2011/9、Jefferies、総務省、日本銀行資料より筆者作成

図表2： 商品指数、企業・消費者物価指数(前年同月比)の相関係数、平均

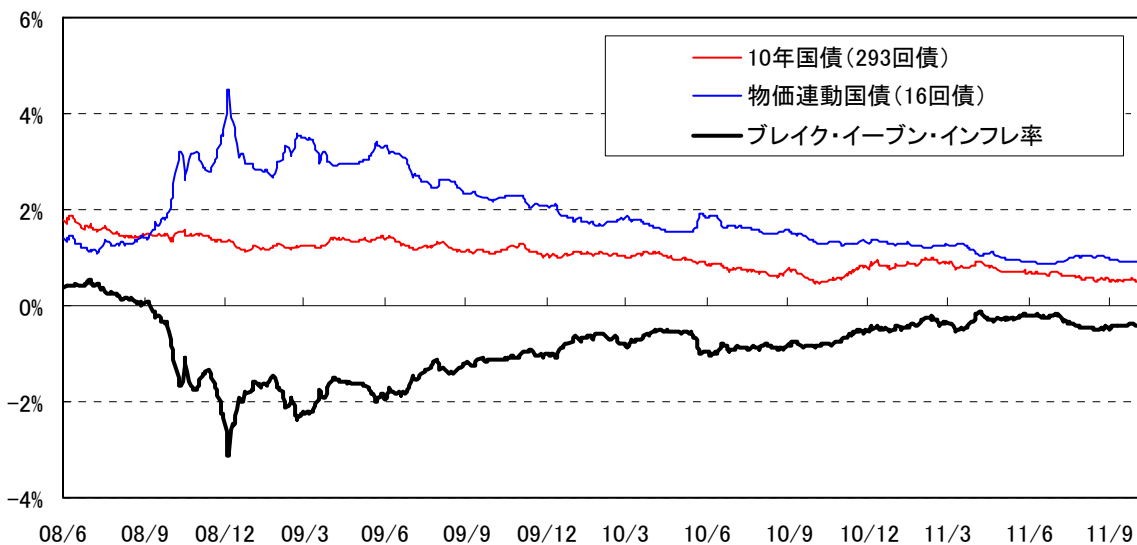
	CRB指数	日経商品指数	企業物価指数	消費者物価指数
CRB指数	1.00			
日経商品指数	0.76	1.00		
企業物価指数	0.52	0.77	1.00	
消費者物価指数	0.25	0.46	0.86	1.00
前年同月比の平均	5.8%	5.4%	0.3%	-0.3%

(注)2001/4～2011/9、Jefferies、総務省、日本銀行資料より筆者作成

次に、各種金利とインフレ率との関係を見る。名目金利と実質金利、期待インフレ率の最も基本的な関係は、フィッシャー方程式(期待インフレ率 \equiv 名目金利 - 実質金利)で表される。また、物価連動国債、利付国債の複利利回りから得られるものに、ブレイク・イーブン・インフレ率(B E I)がある。これは、両債券に投資をした場合の損益分岐点となるインフレ率(B E I = 利付国債利回り(複利) - 物価連動国債利回り(複利))であり、市場データから簡単に求めることが出来る。

理論的にはB E Iを市場の期待インフレ指標と見なすことができるとされる。しかしながら、利付国債利回り(複利)を名目金利に見なすとしても、実際の市場の動きを見ると物価連動国債利回り(複利)を実質金利と単純に見なすことはできない。2008年9月のリーマン・ショックをきっかけとして、物価連動国債は大きく売り込まれて買い手が殆どいない状態となったが、買い手不在(流動性の低下)による価格下落(利回り上昇)は買入消却によって沈静化していった。このことから、物価連動国債の利回りを、実質金利に加えて流動性プレミアムも勘案して「物価連動国債利回り(複利) \equiv 実質金利 + 流動性プレミアム」と考えると、B E Iは「B E I \equiv 名目金利 - 実質金利 - 流動性プレミアム」となる。

図表3: 物価連動国債、10年国債とBEIの推移



(データ)日本証券業協会

商品市況の上昇傾向継続によりデフレ懸念が低下し、現在の物価連動国債のB E Iがマイナスであることの主因を流動性プレミアムと考えるなら、インフレヘッジのニーズが無い投資家にとっても、持ち切り前提の物価連動国債投資は戦略の一つではないか。

(新美 隆宏)

(注) 発行後に物価(全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合指数))が上昇すれば、上昇(下落)率に応じて元金額が増加(減少)する債券(増減後の元金額を「想定元金額」と言う)。物価下落時の元本保証は無い。利子額は各利払時の想定元金額に表面利率(発行時に固定)を乗じるため、想定元金額の増減により利子額も変化する。