

## (年金運用)：市場のインフレ期待は高まっているのか？

昨年末の衆議院議員選挙で自民党が勝利し、安倍内閣が発足してから3ヶ月が経過した。また、日銀総裁が黒田氏に決まり、いよいよ金融政策、財政政策、成長戦略を3本の矢とするアベノミクスが本格的に動き出す。そこで、2014年4月、2015年10月に予定される消費税率引き上げや、物価目標を2%とする金融政策の決定などが、市場の期待インフレ率に及ぼしている影響を物価連動国債を通じて見てみたい。

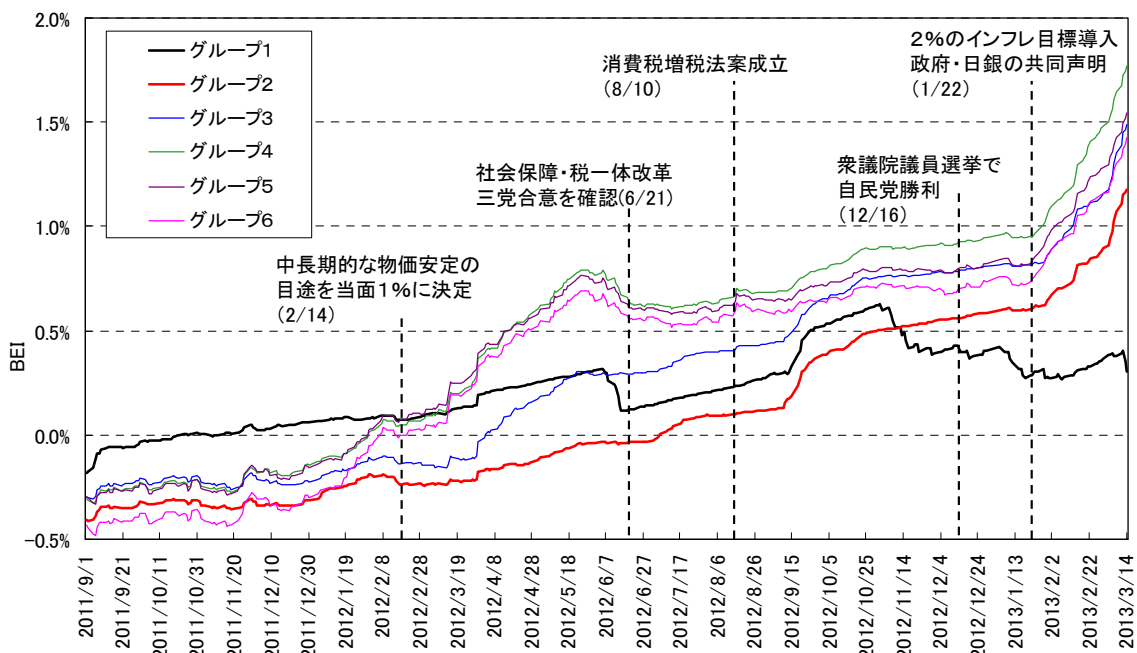
物価連動国債<sup>注1</sup>とは、将来のキャッシュフローが物価水準（インフレ率）の動向に応じて増減する債券で、2004年3月発行の第1回債から2008年8月発行の第16回債まで、延べ10兆1,446億円が発行されたが、これ以降は新規発行を休止している。

この債券には、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）が得られる特徴がある。名目金利と実質金利、期待インフレ率の基本的関係は、フィッシャー方程式（期待インフレ率  $\simeq$  名目金利 - 実質金利）で表される。物価連動国債と同年限の利付国債の複利利回りから、両債券に投資する場合の損益分岐点となるブレイク・イーブン・インフレ率（BEI = 利付国債利回り（複利） - 物価連動国債利回り（複利））が得られる。これは市場データから求めることが可能であり、理論的にはBEIは市場の期待インフレ指標と見なされる。

物価連動国債の値動きに影響する動きとしては、①消費税率引き上げ法案（2014/4に8%、2015/10に10%に消費税率を引き上げ）が昨年8月に成立したこと、②日銀の金融政策決定会合（1/21、22）にて物価目標を2%としたこと、の2点が挙げられる。

これらの影響を見るために、消費税率引き上げ法案を成立させた野田内閣の発足（2011/9）以降のBEIの推移を図表1に示す。

図表1：残存期間による分類別のBEIの推移（2011/9/1～2013/3/14）



(資料)Bloombergより筆者作成

先に延べた通り物価連動国債は 16 回債まで発行されているが、これらを残存期間別に 6 つのグループに分ける（図表 2）。グループ 1 は、消費税率が現在の水準（5%）のまま償還される 1 回債のみ。グループ 2 は、消費税率が 8% の水準の期間に償還される 4 銘柄が含まれる。グループ 3 には、消費税率 10% への引き上げ直後の半年間に償還を迎える 2 銘柄を区分する。グループ 4～6 は、これ以後の毎年度ごと償還期間別のグループである。

図表 2: 残存期間による物価連動国債別のグルーピング

グループ	回号	償還日	備考
1	1回債	～2014/3	
2	2～5回債	2014/4～2015/9	2014/4に消費税率引き上げ予定(5→8%)
3	6、7回債	2015/10～2016/3	2015/10に消費税率引き上げ予定(8→10%)
4	8～11回債	2016/4～2017/3	
5	12～15回債	2017/4～2018/3	
6	16回債	2018/4～2019/3	

BEI の推移を見ると、全体的な傾向としては右肩上がりとなっている。リーマン・ショックをきっかけに物価連動国債の買い手が殆どいない状態まで売り込まれたものの、財務省や日銀による買入消却など<sup>注1、2</sup>で買い手不在（流動性低下）による価格下落（利回り上昇）が沈静化したことに加え、消費税率引き上げなどの影響を織り込みつつあると思われる。ただし、財務省の買入消却等の実施額<sup>注2</sup>は発行額の約 76% に達しており、流動性の低下が懸念される。また、グループ毎に見ると特徴的な動きが見られる。グループ 1（1 回債）は消費税率引き上げ前（2014/3）に償還を迎えるグループであり、他のグループと異なり昨年 11 月頃から BEI は低下傾向となっている。これの想定元金額には、消費税率引き上げやインフレ率上昇が見込めないとの市場からの評価であろう。グループ 2 は、グループ 3～6 よりも BEI の水準が低い、これは織り込んでいる消費税率の引き上げ幅の違いによるものだろう。グループ 2～6 を見ると、いずれも日銀政策決定会合（1/21、22）頃から BEI の上昇が急になっており、2% の物価目標の設定を受けた市場のインフレ期待の高まりを織り込んでいる可能性がある。ただし、いずれの BEI も 1.2～1.8% 程度まで上昇しているが、消費税率引き上げ分と物価目標の 2% の合計水準に比べて低く、市場のインフレ期待が大いに高まっているとは考え難い。

物価連動国債の発行再開の動きもフォローしておきたい。1/29 に公表された「平成 25 年度国債発行計画」で「物価連動債については、償還時の元本保証を設けた新たな商品性により発行を再開。具体的な再開時期等については市場関係者を交え検討」とされており、発行再開に向けた財務省の意思が感じられる。しかしながら、1、3 月に開催した国債市場特別参加者会合、国債投資家懇談会にて財務省が市場の意見聴取を行ったが、積極的なニーズは乏しかった。現時点での発行再開は容易ではないだろう。

株式市場、外国為替市場だけではなく、債券市場もアベノミクスと消費税率引き上げの影響を受けざるをえない。投資家がインフレリスクを警戒し、そのヘッジ手段として物価連動国債をポートフォリオに組み入れる日はそう遠くないかもしれない。 （新美 隆宏）

注 1 物価連動国債の詳細、リーマン・ショック前後の BEI の推移は「国債の商品性向上策の現状と今後の課題」基礎研 REPORT（2011/12）、「物価連動国債は消費税増税を織り込んでいるのか？」年金ストラテジー（2012/5）などを参照

注 2 財務省は 2013/2 末時点で 66,267 億円（2012/3 末比、3,309 億円増）を買入消却、日本銀行は 2013/2 末時点 11,163 億円（2012/3 末比、1,005 億円増）を保有