

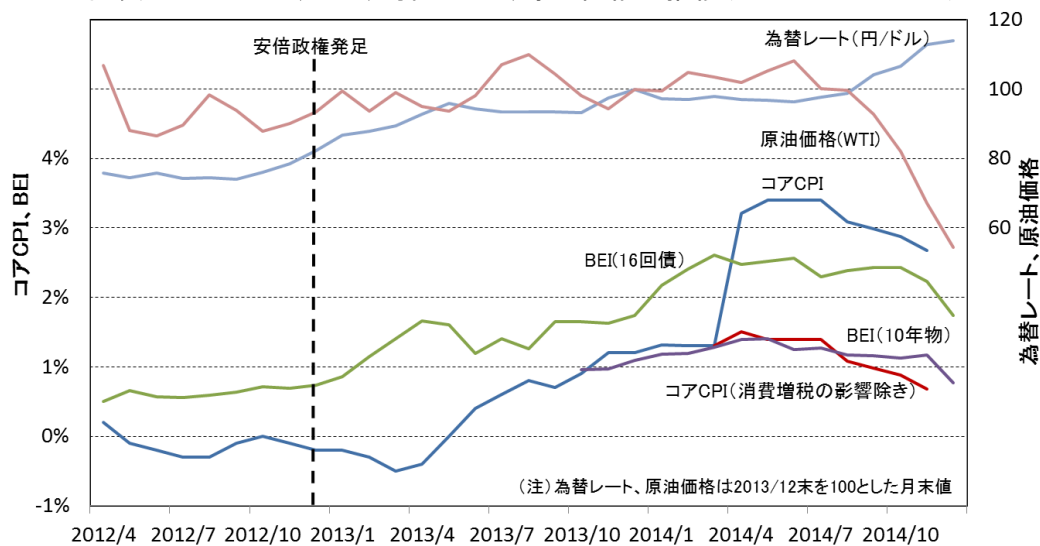
(年金運用)：日銀の追加緩和、消費増税先送りの物価連動国債、BEI への影響

消費税率引き上げ後の景気後退や原油価格の大幅な下落など、消費者物価を取り巻く環境は変わった。これに対し、日銀は追加の金融緩和を決定し、政府は今年10月に予定していた消費税率引き上げの2017年4月への先送りを決めた。この様な中、物価連動国債及び日銀が金融政策の参考としているBEIがどうなっているのか確認したい。

物価連動国債は、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（1回債）から2008年8月（16回債）までの発行以後は新規発行を一時休止していた。2013年10月（17回債）に発行が再開され、現在は19回債までが発行されている。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り、日銀も注目している。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、理論的には市場の期待インフレ指標と見なされる。また、物価連動国債は、今年1月から個人保有が解禁されている点からも注目されている。

消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）の変化率（前年比）とこれに影響する為替レート（対ドル）、原油価格（WTI）及びBEI（16回債、10年物）の推移により、足元の金融、経済の動きを整理する（図表1）。

図表1：コアCPI、BEI、為替レート、原油価格の推移(2012/4～2014/12)



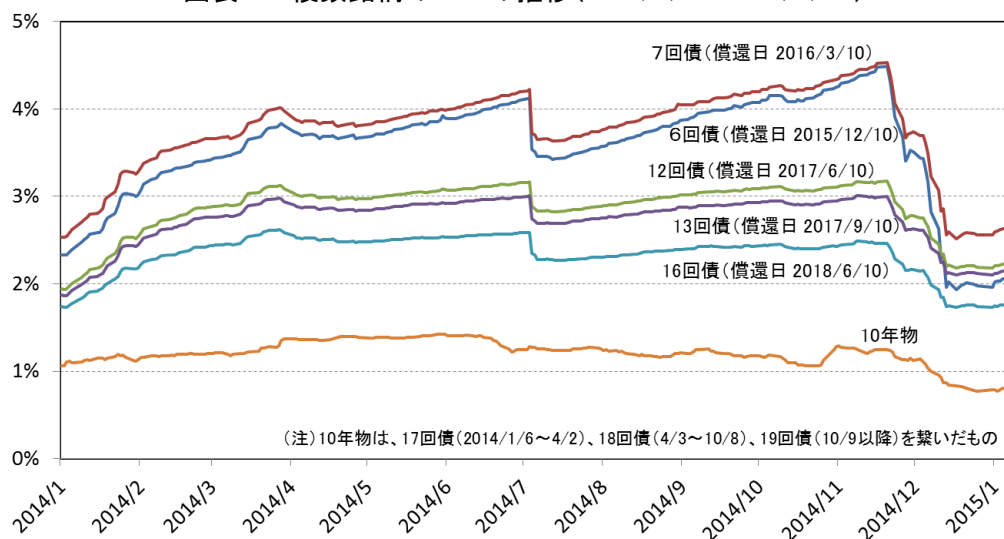
(資料) 総務省「消費者物価指数」、Bloomberg 等より筆者作成

昨年4月に消費税率が5%から8%に引き上げられた。これにより、コアCPIの変化率は一時3%を超える水準まで上昇した。しかしその後、消費税率引き上げによる消費低迷などから実質GDPは2期連続のマイナス成長となり、また円安と原油安が同時に進んだことなどにより、コアCPIの変化率は徐々に低下し、消費税率引き上げの影響を除くと1%を割り込む水準となっている。このような経済や物価の動きに対して、政府と日銀は以下の対応をした。まず日銀は、「消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が、物価の

下押し要因として働いている」として、「短期的とはいえ現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある」と指摘し、「リスクの顕現化を未然に防ぐ」ために昨年10月31日の金融決定会合で量的・質的金融緩和政策の拡大を決定した。続いて政府は、実質GDPが2期連続マイナスとなったことなどを受け、「デフレから脱却し、経済を成長させる、アベノミクスの成功を確かなものとする」ために昨年11月18日に消費税率の引き上げを2017年4月まで18か月延期すると発表した。これらの日銀や政府の政策に関わらず、コアCPI、BEIともに低下基調が続いている。

物価連動国債は、償還日が異なる複数の銘柄が発行されている。そこで、消費税率引き上げ延期の影響がマーケットにどのように反映されているかを、幾つかの物価連動国債のBEIの推移を比較することにより確認したい（図表2）。

図表2：複数銘柄のBEIの推移(2014/1/6～2015/1/14)



(資料) Bloomberg より筆者作成

物価連動国債は利払月の3か月前の消費者物価指数が償還金額や利子額に反映される。そこで、当初の消費税率引き上げ時期である2015年10月の前後に償還金額が決まる6回債と7回債、先送り後の消費税率引き上げ時期である2017年4月の前後に償還金額が決まる12回債、13回債、並びにBEIの指標であった16回債と現在の指標である10年物のBEIの推移を見る。消費税率引き上げ先送りの影響を受けない6回債、13回債と、先送りの影響を受ける7回債、12回債のBEIは、いずれも11月下旬に大幅に低下しており、これらの動きに大きな違いは見られない。データを見る限りでは、消費税率引き上げ延期の影響が、これらの銘柄のBEIに十分に反映されているとは考え難い。

物価連動国債は発行再開以降、財務省により16回債以前の銘柄を対象とした買入消却が進められ、また日銀の保有額も増加している^注。物価連動国債は、インフレヘッジ機能と市場の期待インフレ指標機能から注目されているが、後者の機能に関しては、流動性の低下によって10年物以外ではその機能が低下しつつある点に留意が必要であろう。

(新美 隆宏)

注 2014年12月末時点で、物価連動国債の4～16回債は、発行総額92,449億円のうち、財務省が67,941億円を買入消却、日銀が12,115億円を保有。17～19回債は、発行総額20,011億円のうち日銀が727億円を保有。