

(年金運用)：物価連動国債は消費税増税を織り込んでいるのか？

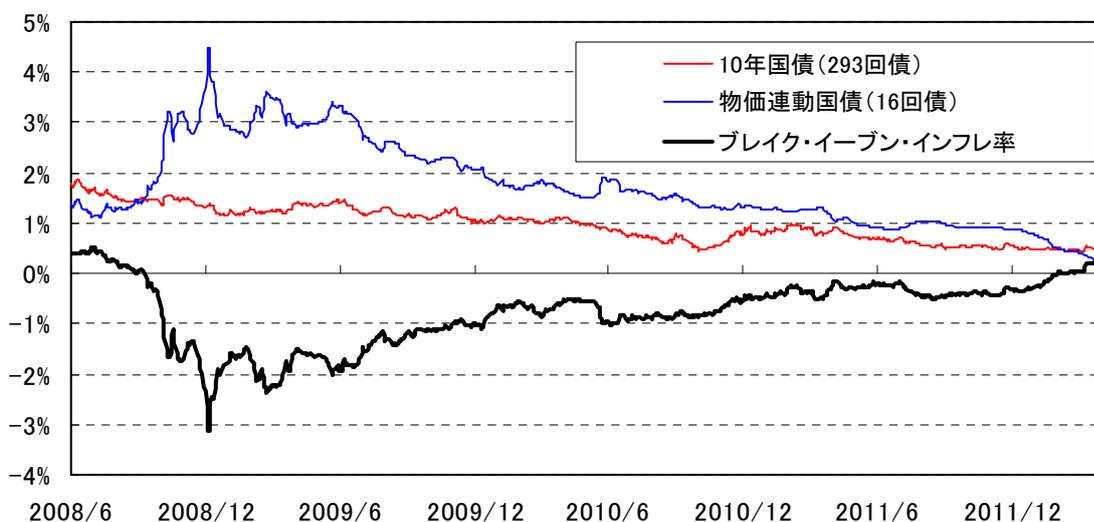
物価連動国債に係わる最近の動きとして、消費税の増税が価格に織り込まれている可能性、商品性を見直して発行再開を目指す動きなどが挙げられる。これらの動きに加えて、資源価格の上昇や円高の一服などを背景に、物価連動国債への関心が高まるかもしれない。

物価連動国債ⁱ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。物価連動国債に係わる最近の動きとしては、①消費税増税の価格への織り込みの可能性、②商品性を見直して発行再開を目指す動き、の2点が挙げられる。これらの動きを踏まえ、最近の物価連動債の動向を見たい。

最初に、消費税の増税が債券価格に織り込まれている可能性について考える。物価連動国債には、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）が得られるなどの特徴がある。名目金利と実質金利、期待インフレ率の基本的な関係は、フィッシャー方程式（期待インフレ率 \approx 名目金利 - 実質金利）で表される。物価連動国債と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。

第16回債の発行時点からのBEIの推移を図表1に示す。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ものの、買い手不在（流動性の低下）による価格下落（利回り上昇）は財務省による買入消却により徐々に沈静化し、足元のBEIはプラスになった。

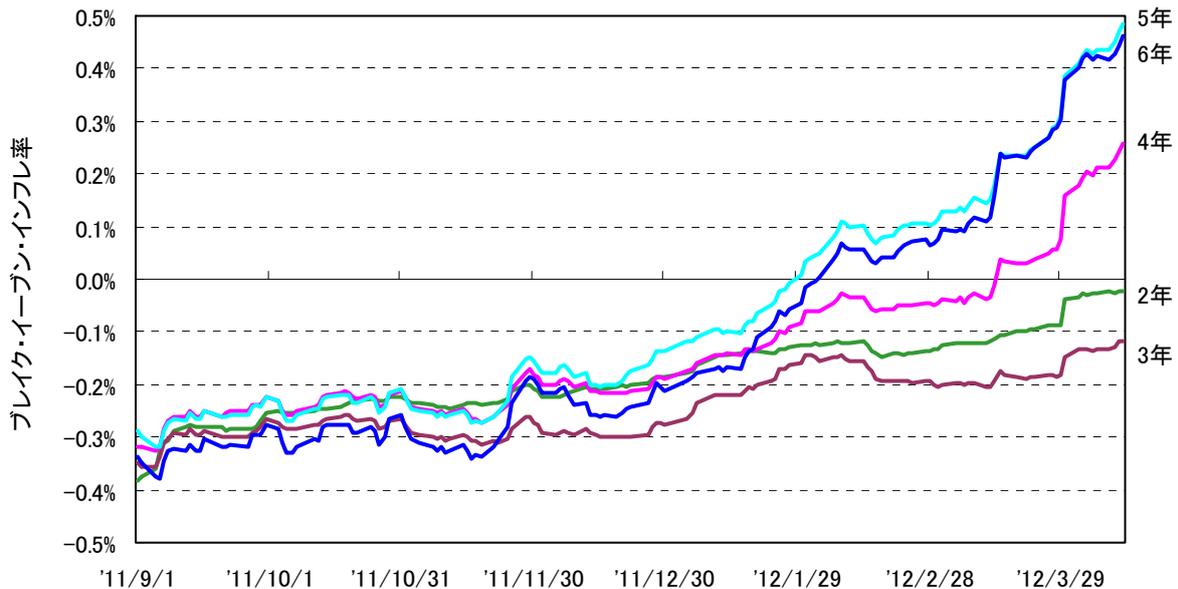
図表1：物価連動国債、利付国債の利回り、BEIの推移(2008/6/6～2012/4/12)



(資料) 日本証券業協会データより筆者作成

消費税増税の議論の影響を見るために、野田政権の発足以降の BEI の推移を図表 2 に示す。4/12 時点の残存期間に応じて、1~16 回債までの BEI を残存期間 2~6 年までの 5 分類ⁱⁱに集約（単純平均）し表示した。9 月初旬はいずれの区分の BEI も -0.3~0.4% 程度水準であったが、年明け頃から徐々に差が付き、最近では残存期間が 4 年以上の分類のみで BEI がプラスに転じていることが分かる。これは、国会審議での紆余曲折などが見込まれるものの消費税の増税を市場が織り込み始めており、残存期間が長い債券は償還までに増税が実施されている可能性が高いと見ているためであろう。

図表 2: 残存期間による分類別の BEI の推移 (2011/9/1~2012/4/12)



(資料) 日本証券業協会データより筆者作成

続いて、商品性を見直して発行再開を目指す動きとしては、財務省が「物価連動国債の発行再開に関するワーキング・グループ」を 2 月より開催し、具体的な商品性や発行方法等について市場関係者を交えた実務的な検討を行っている。現時点のワーキング・グループの検討によると、主な商品性の変更点としては、償還時の元本保証を付与する方向となっている。償還時の元本保証を付与すると、元本保証に対するオプションプレミアムを考慮する必要があるため、先に示した BEI の関係式が複雑になり、また BEI の時系列データの取り扱いなどに留意が必要となるⁱⁱⁱ。

このような消費税の増税や商品性を見直しの動きに加えて、足元の資源価格の上昇や円高の一般などを背景として、今後、物価連動国債への関心が高まるかもしれない。

(新美 隆宏)

ⁱ 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（下落）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。

ⁱⁱ 2 年：第 1,2 回債、3 年：第 3~5 回債、4 年：6~9 回債、5 年：10~13 債、6 年：14~16 回債

ⁱⁱⁱ ニッセイ基礎研 REPORT (2011/11) 「国債の商品性向上策の現状と今後の課題 - 安定的な資金調達に向けて取り組むべきこと -」を参照