

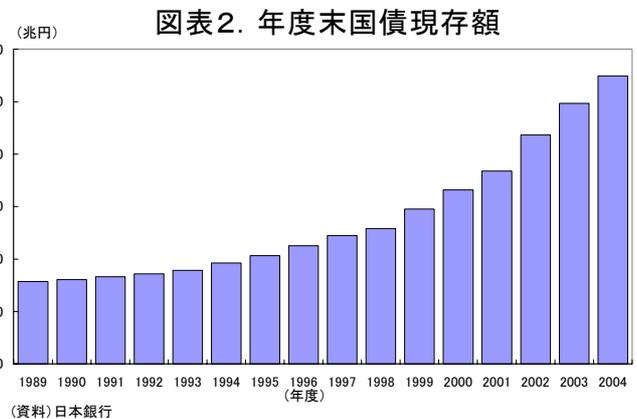
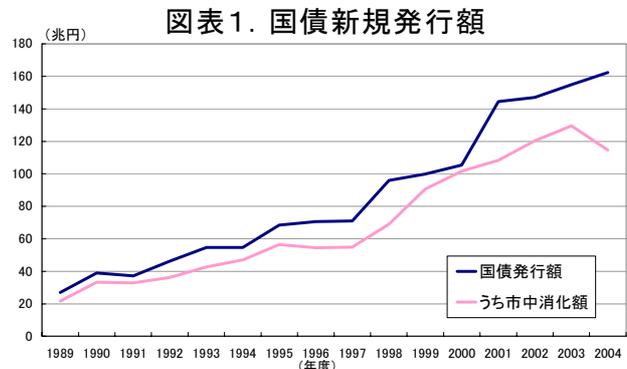
物価連動国債の現状

【ポイント】

1. 国債の円滑消化のための商品多様化の一環として、2004年3月から物価連動国債の発行が開始された。
2. 消費者物価指数に連動してキャッシュフローが変化する物価連動国債は、インフレヘッジの手段として有用である。
3. 今後市場規模の拡大が見込まれるが、欧米並みの市場拡大を図るには、種々の制約に対する当局の対応が望まれる。

1. 物価連動国債発行の背景

我が国の2004年度の国債発行予定額は当初予算ベースで162兆円に上り、5年前の1.6倍、10年前の2.9倍に上っている(図表1)。これに伴い国債発行残高も549兆円(政府短期証券を除く、2004年3月末現在)にまで増加しているが、経済情勢や財政状態を考慮すると、発行額・残高の増加傾向は今後も続くことが見込まれ、国債を円滑かつ確実に発行していくためには国債商品の多様化が課題と考える(図表2)。現在の金利水準が歴史的に低水準で今後の金利上昇リスクが強く意識されており、機関投資家の固定利付以外の債券に対するニーズが強いことから、財務省は国債商品の多様化の一環として、従来の固定利付国債・変動利付国債・個人向け国債に加え2004年3月からは物価連動国債の発行を開始した。



2. 物価連動国債の商品性

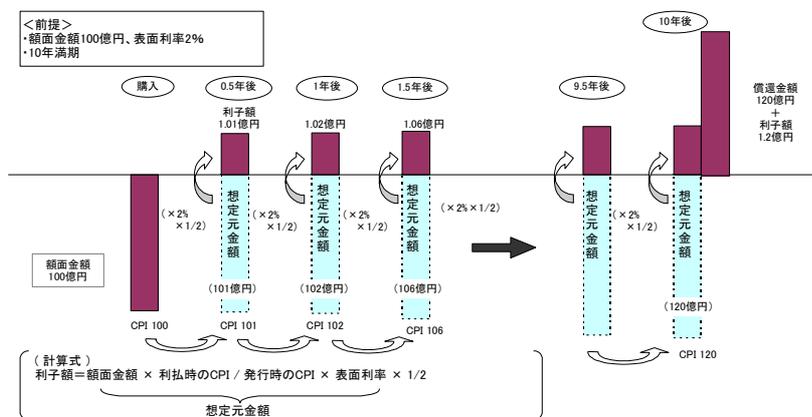
通常の固定利付国債は発行時の元本額が償還時まで不変で、利率も全ての利払いにおいて不変である。これに対し物価連動国債は、償還時及び利払い時の元本額が物価動向に応じて変化する。つまり、物価連動国債の発行後に物価が上昇すれば、その上昇率に応じて満期償還金額が増加する。利払い金額についても、表面利率は固定だが、計算基礎となる元本額が増加するため受取り利子額も増加する(図表3)。

固定利付国債は毎年確実なインカム収入と満期償還が見込まれる為に資産価値保全手段

として優れていると考えられているが、あくまで名目価値の保全にすぎず、インフレ率を考慮した資産の実質価値の保全（インフレーションヘッジ）ができるわけではない。従来はインフレーションヘッジの手段として株式投資が有効と考えられていたが、日米の株価収益率と消費者物価指数前年比との相関に関する日銀のレポート（「日銀レビュー、2004年4月」）によると、3年間の相関係数は日本で0.118、米国で-0.269とされており、連動性は必ずしも高いとは言えない。またインフレーションの代表的指標である消費者物価指数と同じ構成の「モノ」を保有することで、実質価値を保全することが可能である。しかし消費者物価指数は約6百品目の「モノ」により構成されており、保有コストも売却コストも非常に高く、現実的ではない。

消費者物価指数に連動してキャッシュフローが変化する物価連動国債は、現実的なインフレーションヘッジ手段といえる。生命保険会社や年金基金などにとっては、魅力的な投資先であると考ええる。

図表3. 物価連動国債のイメージ

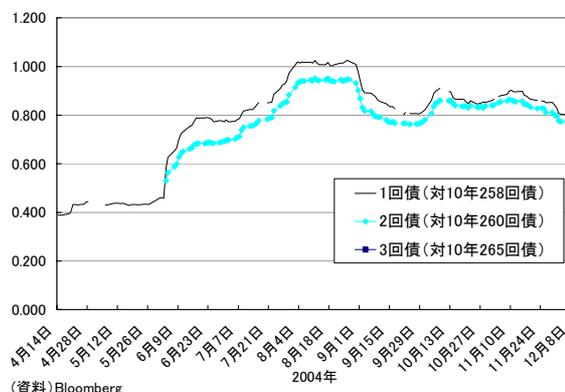


3. 期待インフレ率の計算

固定利付国債の利回りが「名目金利」であるのに対し、物価連動国債の利回りは「実質金利」と言うことができる。フィッシャー方程式（名目金利 = 実質金利 + 期待インフレ率）を前提とすると、固定利付国債の利回りから物価連動国債の利回りを差し引くことで、期待インフレ率を導き出すことができる。この期待インフレ率はブレークイーブンインフレ率（BEI）と呼ばれており、この値を観察することで、投資家の期待するインフレ率の推移を把握することができる。

2004年度第3四半期のBEIは0.8台を中心に推移した（図表4）。これは「市場参加者が予想する今後10年間の平均消費者物価指数の前年比上昇率（インフレ率）は0.8%程度」であることを意味する。消費者物価指数の前年比上昇率が今だにマイナス圏で推移している現状からは0.8%という数値は「非常に高い」と感じる方も多いと思うが、BEIには消費税要因が含まれていることに注意が必要である。今後10年の間には5%程度の消費税引き上げがあるだろうというのが大方の見方であるので、5%を10年で割った0.5%については消費税要因、残る0.3%程度が物価上昇要因という具合に、分解して検討することが必要である。また投資に

図表4. BEI



（資料）Bloomberg

においては、総務省が消費者物価指数をラスパイレス方式(品目ウェートを基準年で固定)から連鎖方式(品目ウェートを毎年見直し)への改定を検討していることについても考慮が必要である(連鎖方式による指数は2005年より参考値として公表される予定である)。

4. 海外市場

英国では1981年から物価連動債が発行され、発行残高は1,410億ドルと債務残高の24%を占めるまでになっている。1997年に発行を開始した米国に至っては発行残高が1,760億ドルに上り、EU・カナダなどを含む世界全体では4千億ドルを超える規模に急拡大している。これほどの短期間に市場が急拡大した理由は、発行体側・投資家側の双方にメリットがあったからだと考える。発行体側のメリットとしては、政府の資産や返済原資である税収は物価を考慮した実質的なものであると考えられることから、負債を物価に連動させることは合理的であることや、新たな投資家層を発掘することによる安定的な消化が期待できることなどがある。一方投資家側のメリットとしては、投資金額の実質価値を保存できることに加え、金利見通しに基づく上昇リスクをヘッジする手段の一つとしても利用できることなどがある。

5. 市場拡大への障害

一方日本においては、第1回債発行が2004年3月とまだ日が浅いことから、これまで計3回8,990億円が発行されるに止まっている。海外市場並みに市場拡大が期待される一方、市場拡大の障害と考えられる下記のような問題点がある。

譲渡制限：譲渡先は財務省が省令で定める者とされており、指定金融機関や非課税法人は購入可能だが、事業法人や外国人投資家は購入することができない。

償還差損益：受取り利息の増減に加え満期償還金も増減するため、消費者物価の動向次第では償還差損が発生する可能性があり、これを忌避する投資家が少なくない。

会計処理：元本減少リスクがある複合金融商品になるため、原則として利付国債部分とデリバティブ部分を区分処理する必要がある。また事前にキャッシュフローが確定していない上に会計処理も特殊であることから、会計処理やリスク管理においてシステム対応が不可欠である。更に満期保有目的債券への分類ができないこともあり、投資可能な機関投資家は現状では限られている。

発行量：現在までの発行量は9千億円弱しかない上に、最近では証券会社が元本保証型の物価連動仕組債を組成する裏付け証券として、物価連動国債を確保するなどしているため、物価連動国債の流動性はあまり高くない。

与党の平成17年度税制大綱によると、物価連動国債の譲渡対象者の範囲に外国法人及び適格外国証券投資信託の受託者である外国法人等を加える方針が明記され、掲記については改善される見通しとなった。2005年度の物価連動国債発行額は2兆円程度が予定されるなど今後も市場規模は拡大していくと考えるが、欧米並みに物価連動国債市場の拡大と安定消化を図るには、他の点についても当局の対応が必要と考える。

(有価証券部債券課 鈴木 善之)