

物価連動国債について

2013年10月10日、本邦で約5年ぶりに、物価連動国債が発行された。発行サイドから見れば、国債商品の多様化は資金調達安定化のためには望ましいことであり、投資家サイドにとっては、国内債券金利上昇懸念に対応する商品として期待も高まるであろう。加えて直近では2014年度から年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が物価連動国債に投資する方針との各種報道もあり、機関投資家の注目も高まっている。以下、機関投資家にとっての判断材料となるよう、物価連動国債の概要・ポイントについてまとめる。

■新しい元本保証型物価連動国債の商品性について

今般発行された物価連動国債は、従来の物価連動国債から商品性が改定され、「元本保証」となっている（図表1参照※下線部が主な変更点）。

<図表1>新しい物価連動国債の商品性(概略)

満期	10年
利払い	年2回
償還金額	償還日の想定元金額 ただし、償還時の連動係数が1を下回る場合には、 <u>額面金額とする。</u>
想定元金額の 計算方法	想定元金額＝額面金額×計算時の連動係数
連動係数の 計算方法(概略)	連動係数＝計算時のCPI÷発行日の属する月のCPI ※CPIは全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数）
利子額の計算方法	利子額＝利払日の想定元金額×表面利率/100×1/2 ※なお、償還時の連動係数が1を下回る場合の最終利子額は、当該（1を下回る）連動係数を乗じた想定元金額に基づき算出。

(出所:財務省資料よりみずほ総研作成)

新たな商品性を持つ物価連動国債は、2013年10月に約3,000億円発行済みであり、2014年1月9日に3,000億円、更に2014年度当初発行計画では1.6兆円の発行が予定されている。

■年金運用における導入の意義

年金運用にとって、物価連動国債への投資意義は、大きく(1)インフレヘッジ目的、(2)投資対象の分散、にあると考えられる。

(1) インフレヘッジ目的

まずインフレヘッジ効果について、消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下CPI)と、国内株式及び物価連動国債の月次騰落率の相関を調べると+0.05(2004年4月～2013年10月)に過ぎない。月次という短期的データで見るとインフレヘッジ効果は薄いようにも見える。

但し、物価連動国債は実質金利の変化により価格が変動する。つまり「名目金利=実質金利+インフレ率」という関係から、物価連動国債はインフレ率の変化を伴わない実質金利の変化(=名目金利のみの変化)でも変動する。またこれに加え、現時点のみならず将来に対するインフレ見通しや、需給要因も価格に織り込まれる。実際米国の物価連動国債の値動きを見ると、リーマンショック時点では将来のデフレ懸念を反映し、名目国債対比でのパフォーマンスが大幅に悪化していることがわかる(後述の「■米国インフレ連動債とCPI」参照)。

当該要因や図表1の商品性(想定元本額がCPIに連動する点)を勘案、物価連動国債のパフォーマンスはその時々CPIの変化に完全に連動するわけではないが、将来の物価見通しもその時々織り込みつつ、中長期的なインフレヘッジ機能を内包する債券であると結論付けられよう。

(2) 投資対象の分散

物価連動国債を「新たな分散投資対象」と考えたときの効果を検証する。図表2は各資産と物価連動国債との相関係数であるが、総じて相関は低い。また、より具体的に今後の金利上昇を予測するのであれば、国内債券の代替投資対象として採用を検討する意義はあると考えられる。

<図表2>各資産間の相関係数

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	物価連動国債
国内債券	1.00	—	—	—	—
国内株式	-0.26	1.00	—	—	—
外国債券	-0.09	0.64	1.00	—	—
外国株式	-0.27	0.80	0.74	1.00	—
物価連動国債	0.27	0.33	0.27	0.36	1.00

(出所:Bloomberg データ等よりみずほ総研作成)
 (算出期間:2004年4月～2013年10月)

■発行残高・国債市場に占める割合の確認

以上の基本認識を踏まえつつ、次に物価連動国債を市場規模の視点から確認してみよう。

図表 3 は本邦における物価連動国債の発行実績である。発行額(落札・割当額)だけを見れば、合計約 10 兆円の発行が行われており、発行日からは定期的な発行も確認できる。しかしながら、発行後、国債買入消却の対象とされた銘柄もあり、足元の発行残高は 4 兆円弱にまで減少し、物価連動国債全体の平均残存期間も約 3 年強程度と短期である。

＜図表3＞過去の発行実績

回号	発行日	償還日	表面利率 (%)	発行予定額 (億円)	応募額 (億円)	落札・割当額 (億円)
1	H16.03.10	H26.03.10	1.2	1,000	4,844	998
2	H16.06.10	H26.06.10	1.1	3,000	22,513	2,995
3	H16.12.10	H26.12.10	0.5	5,000	17,910	4,997
4	H17.06.10	H27.06.10	0.5	5,000	12,562	4,996
5	H17.09.12	H27.09.10	0.8	5,000	17,030	4,996
6	H17.12.12	H27.12.10	0.8	5,000	16,168	4,996
7	H18.03.10	H28.03.10	0.8	5,000	18,445	4,997
8	H18.06.12	H28.06.10	1.0	5,000	17,949	4,997
8	H18.08.10	H28.06.10	1.0	5,000	20,113	4,999
9	H18.10.11	H28.09.10	1.1	5,000	26,698	4,997
10	H18.12.12	H28.12.10	1.1	5,000	24,212	4,998
10	H19.02.13	H28.12.10	1.1	5,000	16,053	4,998
11	H19.04.10	H29.03.10	1.2	5,000	17,423	4,997
12	H19.06.12	H29.06.10	1.2	5,000	24,201	4,994
12	H19.08.10	H29.06.10	1.2	5,000	19,106	4,646
13	H19.10.10	H29.09.10	1.3	5,000	20,069	4,997
14	H19.12.11	H29.12.10	1.2	5,000	17,220	4,997
14	H20.02.13	H29.12.10	1.2	5,000	17,192	4,737
15	H20.04.10	H30.03.10	1.4	5,000	14,575	4,999
16	H20.06.10	H30.06.10	1.4	5,000	20,353	4,998
16	H20.08.12	H30.06.10	1.4	5,000	11,717	4,641
17	H25.10.10	H35.09.10	0.1	3,000	11,231	2,999
合計						100,969

(出所:財務省資料よりみずほ総研作成)

図表 4 は野村 BPI (総合) の構成銘柄概要である。額面ベースで見ると約 774 兆円の債券で構成され、先の「物価連動国債発行残高 4 兆円弱」と比較すると、物価連動国債は市場全体の 1%程度と極めて限定的な発行残高である点が確認出来る(なお物価連動国債は野村 BPI 総合指数の非構成銘柄である)。

同状況を確認する限り、少なくとも現状では、需給要因による値動きも大きいものと考えられ、物価連動国債を単独のアセットクラスとして長期投資の対象とすることは難しいと言える。一方、今後の定期的発行による市場拡大も期待されるであろう。

＜図表4＞野村BPI総合の構成

	銘柄数	額面(10億円)
総合	8,859	774,117
国債	2,657	603,398
短期 1-3	189	144,103
中期 3-7	420	179,137
長期 7-11	549	109,406
超長期 11-	1,499	170,753
地方債	2,488	55,129
政保債	534	30,828
金融債	178	8,548
事業債	2,601	59,363
円建外債	161	5,268
MBS	154	10,422
ABS	86	1,162

(出所:野村証券データよりみずほ総研作成、2013年11月末)

■米国インフレ連動債と CPI

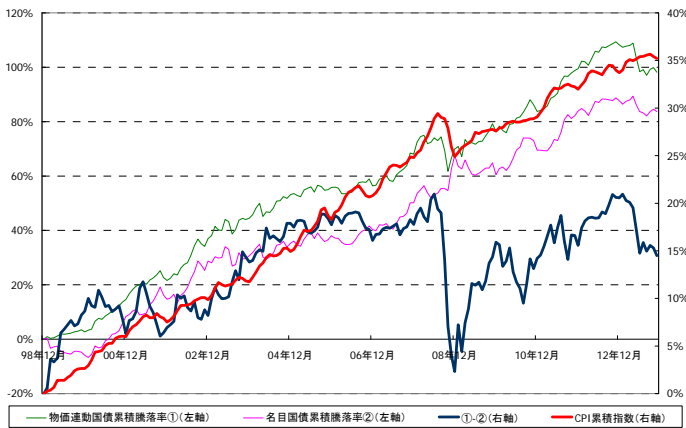
ここでは米国の物価連動国債 (TIPS: Treasury Inflation Protection Securities) について、物価連動国債がインフレヘッジ機能をどの程度果たしているか、米国 10 年物 (名目) 国債 (BARCLAYS CAPITAL US Treasury Bond 10yr Term Index を使用) 及び米国 10 年物物価連動国債 (Dow Jones Credit Suisse 10-Year TIPS Index を使用) のデータを用いて検証する。

既述のとおり「名目金利=実質金利+インフレ率」の関係を考えれば、物価連動国債の利回りは実質金利なので物価連動国債のパフォーマンスに影響を与える要素 (インフレ率の変動を伴わない実質金利の変化) がある。また債券価格には市場参加者の将来に対する期待が織り込まれることにも留意する必要がある。

図表 5 は「物価連動国債と (名目) 国債の累積リターンの差異 (太紺色線、以下、累積リターンの差異)」と CPI の累積騰落率 (太赤色線) を示したものである。累積リターンの差異 (図表 5 の①-②) には、その時点のインフレ率に加え将来の期待インフレ率が織り込まれる点がCPIの累積騰落率と異なる。特にリーマンショック時には累積リターンの差異が、CPI 対比大きく落ち込んでいることが判る。

こうした要因を勘案して図表 5 を解釈すると、将来のインフレ見通しに大きなインパクトを与えるイベントが発生した場合には、物価連動国債のパフォーマンスは当該要因を価格に大きく織り込み、CPI の実績からは乖離するが、中長期的にはインフレヘッジ機能が期待できると考えられよう。

＜図表5＞米国物価連動国債とCPIの累積指数



(出所:Bloomberg データ等よりみずほ総研作成、リターン及び騰落率は連続複利表示)

※各資産のデータは特に指定しない限り、国内債券:野村BPI総合指数、国内株式:配当込東証株価指数、外国債券:シティグループ世界国債インデックス、外国株式:MSCI Kokusai、物価連動国債:野村J-TIPSを使用。

本件に関してご不明点等ございましたら、ご遠慮なく下記電話番号までお問い合わせください。
みずほ総合研究所株式会社 年金コンサルティング部 TEL.03-3591-8950

■まとめ

- 商品性が改善された物価連動国債の発行が再開され、今後本邦年金運用においてもその導入を検討する意義が高まりつつある。
- 米国における物価連動国債に係る分析を踏まえると、市場の将来に対する見通しが大きく変化する場合には当該見通しの影響を比較的大きく受けるものの、中長期的なインフレヘッジ機能を有していると考えられる。
- 物価連動国債を既存投資対象とのリスク分散目的で保有することは有効ではないかと考えられる。
- しかしながら、現時点で物価連動国債の発行残高、或いは来年度の発行計画を勘案しても、市場規模が不十分である可能性がある。加えて、現状物価連動国債全体の平均残存期間は約3年強に留まるため、効果的なインフレヘッジを行うには短すぎるとの感は否めない。
- 財務省によると、2014年度当初計画では、1.6兆円の物価連動国債発行が見込まれている。年金投資家にとって、独立したアセットクラスの投資対象として加える等の判断は、今後の市場成熟を待つ必要があるだろう。
- 現状は、採用する債券アクティブファンドの中で物価連動国債が組入れられているか否かをチェックする、あるいは物価連動国債を投資対象とするアクティブファンドの採用等が具体的なチェック・検討項目に挙げられると考える。