

# 日銀“異次元”金融緩和後の 債券市場と予想インフレ率

佐藤秀樹

ブルームバーグL.P.  
アプリケーションスペシャリスト 債券担当

今年四月の日銀による「異次元」金融緩和をうけ、新年度に入ってから日本国債利回りは乱高下した。日銀が国債買入れ額を月四兆円弱から七兆円強に増やし、さらに対象を四〇年を含む全ゾーンに拡大したことで、金融市場は当初は大幅に金利低下した。四月上旬の政策決定会合発表翌日の四月五日には、新発一〇年利付国債の利回りは一時〇・三二五%と史上最低利回りを記録した。その後は、主にボラティリティ（価格変動率）の上昇が金利上昇をまねき、五月二三日には一時一・〇〇%をつけるまで急上昇した。本稿では、まず国債利回りカーブの変化とその要因、次に市場参加者のGDP成長率予想、最後に物価連動国債とそこに織り込まれている期待インフレ率について見ていく。

まず現在の利回りカーブ（イールドカーブ）を見てみる（図1参照）。このグラフは、「異次元」緩和直前の四月二日と執筆時の七月三〇日の国債利回りカーブを比較したものだ。これを見ると、「イールドカーブ全体にわたって引き下げようというのが、まさにこの「量的・質的金融政策」の中間的な目標ですから、当然のことながら、価格は上がり金利は下がると思います」（四月四日政策決

定会合後の黒田総裁の会見）との当初の想定とは異なり、長期金利を中心に各年限で金利上昇し、一〇年債では二五ベースポイント（〇・二五%）程度上昇しているのがわかる。このような金利上昇について、黒田日銀総裁は五月二二日の政策決定会合後の会見で「長期金利はいわゆるリスク・プレミアムが加わって形成されています。日本銀行の巨額の国債買入れには、このリスク・プレミウムを圧縮する効果がある」しかし、仮に、景気回復や物価上昇期待が大きく上昇し、日本銀行によるリスク・プレミウム圧縮効果を相殺すれば、長期金利が上がることはあり得ます」との趣旨の発言をしている。これはどういうことか。

$$\begin{aligned} & \text{長期金利} \\ & \quad \parallel \\ & \text{期待潜在成長率} \\ & \quad + \\ & \text{期待インフレ率} \\ & \quad + \\ & \text{リスク・プレミアム} \end{aligned}$$

この三要素のうち、三つ目のリスク・プレミアムは日銀の国債買入れによって低下し、金利低下要因となるが、一方で日銀が目標とする「二年以内に二%の物価上昇」は期待イ

ンフレ率を上げ、金利上昇要因となる。この結果、現在では前者二要素の上昇のほうがりスク・プレミウム低下よりも大きく、そのため金利上昇が生じていると解釈できる。

第一の要素の成長率予想を調べるために、ここでは金融市場の国内総生産（GDP）予想を見てみる。ブルームバーグのデータベースでの七月三〇日時点の市場予想（情報提供社五十社）では、二〇二三年の実質GDP（前年比%）として、最も高い予想で二・八〇%、最も低い予想で二・一〇%、中央値は一・八〇%となっている。同様に、二〇一四年では、最高で二・五〇%、最低で〇・六%、中央値は一・四〇%となっている。

次に消費者物価について見てみる。足元では、二〇二三年七月に発表された全国消費者物価指数（除生鮮食品、前年比、六月）は〇・四%であり、日銀が目標とする二・〇%にはまだ遠い。それでは、将来の期待インフレ率を金融市場ではどの程度織り込んでいるのだろうか。

期待インフレ率は、一般に、名目国債の利回りから同年限の物価連動国債の利回りを引いたブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）を用いる。物価連動国債はクーポンや元本金額が物価に連動する国債で、世界で

図1 ●日本国債利回りカーブ

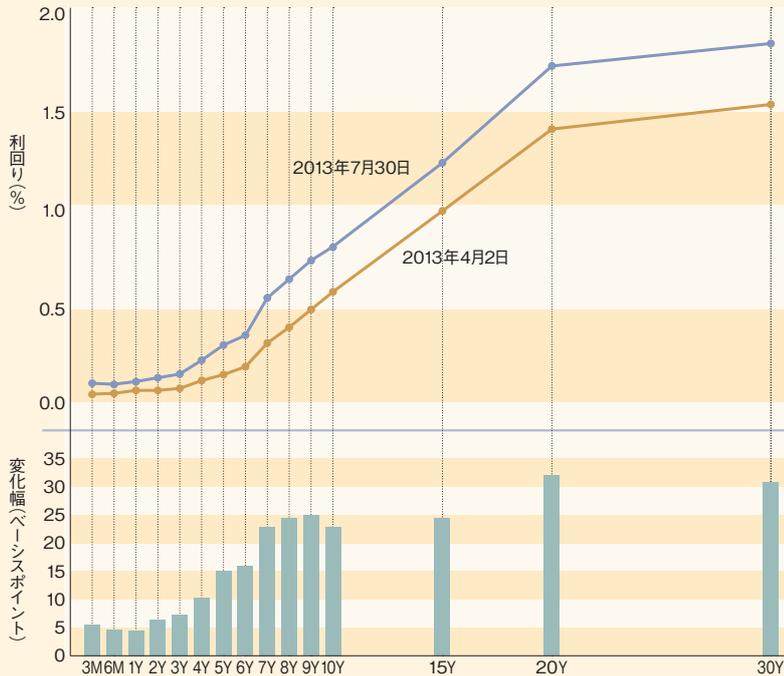


図2 ●期待インフレ率推移



は米国や英国など二〇カ国以上で発行されている。現在の今後二〇年の主要国の期待インフレ率は、ブルームバーグの債券データを用いると、米国では二・二四%、英国は二・九六%、ドイツは二・六〇%となっている。それでは日本はどうか。現在最も残存期間の長い物価連動国債二六回債の利回り(残存約五年)と、名目債で同等償還年限の二〇年利付国債二九三回との利回りスプレッドを表示してみた(図2参照)。今年に入って

からの動きを見ると、一月に七二ベースポイント(〇・七二%)の最低値をつけたあと大幅に上昇し、五月に一九四ベースポイント(二・九四%)の最高値、七月は二四〇ベースポイント(二・四〇%)程度で推移している。このことから、債券の流通市場では、今後五年間の間に平均して二・四%程度のインフレを見込んでいることがわかる。なお、この数値は二〇一四年四月および二〇一五年一〇月の消費税増税とそれに伴う物価上昇を織り

込んでいると考えられる。実際、一九九七年四月に消費税が三%から五%に上がった際、全国消費者物価指数(除生鮮食品、前年比)は、一九九七年三月の〇・五%から一九九七年四月には二・〇%に上昇している。

最後に物価連動国債について補足する。財務省は六月四日、リーマンショック前の二〇〇八年六月を最後に発行停止していた一〇年物価連動国債発行を二〇一三年一〇月から再開すると発表した。一回あたりの発行額は三〇〇億円だ。発行再開の背景として、日銀による異次元量的緩和により、海外投資家や一部の国内投資家からの物価連動国債ニーズが強まったことが報告された。なお、新しい物価連動国債では、償還元本が額面金額を下回らないデフレプロテクションがつくことになったため、元本毀損の恐れはなくなった。生命保険や年金など、デュレーションの長い負債をもつ投資家にとっては、起こりうるインフレリスクをヘッジする手段のひとつとなるだろう。

日銀による異次元金融緩和をうけて金融市場は大きく動き始めている。このような状況下においては、日銀による金融政策をモニターするのとあわせて、金融市場参加者による予想や期待インフレ率などを注視することが、今後の資金調達および余剰資金運用の計画を立てる上でより重要になっていくだろう。