

## 物価連動国債の機能と金融政策

須藤 時 仁

### 一、はじめに

二〇〇八年度の国債発行計画が発表された。総発行予定額は一二六兆二九〇〇億円と、前年度当初比（以下同じ）で一七兆五四八〇億円減額（増減率一二・二％減）されている。発行根拠法別内訳は、新規財源債二五兆三四八〇億円、借換債九二兆五四二〇億円、財投債八兆四〇〇〇億円となっており、前年度比で各々八四〇億円（同〇・三％減）、七兆二六四〇億円（同七・三％減）、一

〇兆二〇〇〇億円（同五四・八％減）減少している。ここで、財投債の発行予定額が顕著に減少しているのは、財政投融资改革に伴う経過措置分の発行が〇八年度からなくなったためである。

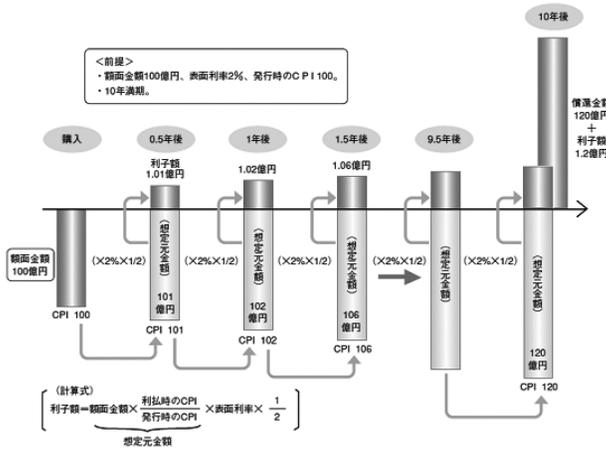
カレンダーベースの市中発行額は、流動性供給入札を除いて前年度比で五・一兆円減額されている<sup>(1)</sup>。この内訳を年別に見ると次のようになっている。短期国債（六カ月・一年TB）、中期固定利付国債（二・五年）、一五年変動利付国債は各々二・七兆円（二二・八兆円↓二〇・一兆円）、一・二兆円（四四・四兆円↓四三・二兆円）、

一・六兆円（四・〇兆円↓二・四兆円）減額されているのに対して、長期固定利付国債（一〇年）（二二・八兆円）と一〇年物価連動国債（三・〇兆円）は前年度比不変、超長期固定利付国債（二〇・三〇・四〇年）は〇・四兆円（一二・〇兆円↓一二・四兆円）増額されている。このように政府（財務省）は長期債の発行に重点をおくことによつて償還年限を長期化する発行政策を採っているが、ここで注目されるのが物価連動国債である。一五年変動利付国債は上述したように発行予定額が減額されている上に、〇八年度は買入消却の予定額も〇七年度の〇・四八兆円から約一・二兆円に増額されている。一方、全体の発行予定額が減額される中で物価連動国債のそれは維持されているほか（市中発行額全体に占める割合は〇七年度当初の二・七%から二・九%にわずかながら上昇している）、そもそもが、その発行頻度も〇

四年度二回から〇五年度四回、〇六年度五回、〇七年度以降六回（内二回はリオープン）と上昇している。こうした従来からの発行経緯および上述した来年度発行計画から、物価連動国債は重要な資金調達手段に位置づけられていると推測される。実際、物価連動国債の発行年限は一〇年のみだが、財務省は二〇年物の発行も検討しているようである（〇七年一月七日付日本経済新聞）。

物価連動国債が重視される理由として、後述するようにその商品性が高齢化社会に適しているということがあるが、さらにその利回りから得られる情報が金融政策決定の重要な指標である期待インフレ率に関する情報となりうるということも見逃せない。本稿では物価連動国債について概説するとともに、金融政策との関連も検討する。

図表 1 物価連動国債の仕組み



(注) CPI (消費者物価指数) の上昇率について一定の仮定 (半年毎に0.5%上昇) を置いたイメージ。  
 (出所) 財務省『日本国債ガイドブック2006』、13頁。

## 二、物価連動国債の特徴と日米英の市場比較

### (1) 物価連動国債とは

物価連動国債とは、利付国債だが、その利子および元本が物価指数(多くの国では消費者物価指数)に連動する国債をいう。具体的には、物価連動国債の発行後に物価が変動した場合、元本の額面額に物価変動率を乗じて「想定元金」を計算し、その想定元金に表面利率を乗じることにより利払い額が決定される。また、償還額は償還時点の想定元金額となる(図表1)。なお、仮に満期時点での物価水準が発行時点のそれよりも下落していた場合に償還額として額面額が保証されているか否かは各国の制度により異なる。アメリカ・フランス・ドイツを始めとする多くの国では額面

額が保証されているが、イギリス・カナダ・日本ではその保証がない。

ここで、物価連動国債のメリットを発行体である政府、投資家、中央銀行に分けて整理しておく。まず政府にとってのメリットは三つ挙げられる。第一に、国債の商品性を広げることによって投資家の多様なニーズに応えることができることである。特に、市中消化という点から、インフレ・リスクをヘッジしている分だけ満期の長い国債が発行しやすくなるといったメリットがある。<sup>②</sup>第二に、後述するように物価連動国債の利回りにはいんフレ・リスク・プレミアムが反映されないため、固定利付債より発行コストが割安となる。ただし、後述するように物価連動国債は固定利付国債より流動性の点で劣ることから、流動性プレミアムを考慮すると物価連動国債のほうが発行コストが低いとは必ずしも言えないであろう。第三

の、おそらく最も大きなメリットは、物価連動国債の発行が政府に対してインフレ抑制のインセンティブとして働き、財政規律に対する市場の信頼を高めることができる点であろう。というのも、通常の固定利付国債の場合、政府が支払う利子と元本は固定されているため、インフレは政府にとって債務の実質的な減少を意味する。したがって、政府としてはインフレを許容するバイアスが働く。しかし、物価連動国債の場合、インフレは逆に支払利子と元本の増加に結びつくからである。

次に投資家にとってのメリットは言うまでもなく将来の物価上昇に伴う債権価値の下落を回避することができることである。従来、インフレ・リスクをヘッジする資産としては株式や土地が挙げられてきたが、実証分析によればそれらの収益率は必ずしもインフレ率と高い相関関係にはないこ

とが示されている（西岡・馬場「二〇〇四」、安達・永田「二〇〇七」）。

中央銀行にとつてのメリットは次の二つが考えられる。第一に、残存期間が類似した固定利付国債と物価連動国債の利回りの差が市場の期待インフレ率の方向性を与えるため、金融政策に有用な指標が得られるという点が挙げられる。この点は冒頭にも記したように、本稿の主たる論点でもあるので、後に詳述する。なお、必ずしも因果関係が明らかでないわけではないが、インフレーション・ターゲットイングを採用している国では物価連動国債が発行されている場合が多いようである。第二のメリットとしては、上述したように物価連動国債を発行することによって政府のインフレ・バイアスが抑制されることである。

以上、物価連動国債発行のメリットを説明してきたが、最後にそのデメリットにも言及しておこ

う。物価連動国債発行のデメリットとしては、第一に、長期投資に向いている商品性から、保険会社や年金基金等の機関投資家によって長期保有された場合に市場流動性が低くなり、その分だけ利回りが上昇する可能性がある。第二に、消費税など間接税引き上げによって税収増加を図った場合、それが物価上昇に跳ね返れば、その分だけ物価連動国債の利子および元本の支払額も増加し、税収増の効果が減殺される。

## (2) 国際比較

物価連動債は世界三〇カ国以上で発行されている。G7諸国の中では、一九八一年三月にイギリスがいち早く物価連動国債を導入して成功したのに続き、九一年一二月にはカナダ、九七年一月にはアメリカ、そして九八年九月からはフランスでその市場が創設された。さらに二〇〇〇年代に

入ってからはイタリア、日本、ドイツが各々二〇〇三年九月、二〇〇四年三月、二〇〇六年三月に物価連動国債を発行している。発行開始の年が区々であるが、英公的債務管理庁(DMO)の発表によれば、これら七カ国の物価連動国債残高合計は〇四年末六四一〇億ドル(三九銘柄)、〇五年末七八二〇億ドル(四九銘柄)、〇六年末九七六〇億ドル(六〇銘柄)、〇七年九月末一兆一三〇〇億ドル(七一銘柄)と、急速に拡大している。

物価連動国債の発行制度をイギリス、アメリカ、フランス、ドイツ、日本の五カ国で比較すると図表2のようになる。<sup>3)</sup> 前述したデフレ時の額面保証の有無についてアメリカ・フランス・ドイツと日本・イギリスとで分かれるが、他の点では概ね共通していると言えよう。つまり、基準とする物価指数はイギリスが小売物価指数であるもの

の、他の国はいずれも消費者物価指数である。ただし、フランスとドイツはユーロ圏の消費者物価指数をリファレンスとした物価連動国債を発行している。

発行方式はドイツを除きいずれも入札方式を用いている。ドイツでは〇六年三月の一〇年債初回発行と同年九月の一回目リオープンではシンジケート団引受方式を用いたが、〇七年四月に行われた当該国債の二回目のリオープンおよび同年一〇月の五年(六カ月)債の発行ではコンベンショナル方式で発行されている。したがって今後は他国と同様入札方式が基本となるであろう。

ここで、発行年限を比較すると各国でバラツキがある。イギリスは発行の歴史が長いこと、発行年限の区別が比較的緩いことなどから多様な年限の物価連動国債を発行している。次いで、アメリカとフランスも主要な年限(キーマチュリティ)

図表 2 主要5カ国の物価運動国債制度と市場の比較

導入時期： 発行年限	イギリス	アメリカ	フランス	日本	ドイツ
発行残高	1,262億ポンド (07年6月末)	4,570億ドル (07年8月末)	1,271億ユーロ (07年8月末)	64,294億円 (07年6月末)	110億ユーロ (07年8月末)
国債発行残高 に占める割合	26.5% (07年6月末)	10.2% (07年8月末)	13.7% (07年8月末)	1.0% (07年6月末)	1.2% (07年8月末)
物価指数の種類	小売物価指数	消費者物価指数 (都市部)	消費者物価指数 (除タバコ) ユーロ圏消費者物価指数 (除タバコ)	消費者物価指数 (除生鮮食品)	ユーロ圏消費者物価指数 (除タバコ)
発行形式	ダッチ	ダッチ	コンベンショナル	ダッチ	ソブジゲート団・ コンベンショナル あり
デフレ時の額面 保証(償還時)	なし	あり	あり	なし	あり

(注) 1. 数値等は市場性国債ベース。  
 2. ドイツの発行残高は物価変動の影響を除いているが、他の国の残高はその影響を含んでいる。  
 3. 日本で物価運動国債をリオーテンによって発行する場合はコンベンショナル方式による。  
 4. ドイツにおいて、2006年発行の10年債は初回発行時と第1回リオーテン時はソブ方式で発行。  
 当該10年債の第2回リオーテン時および2007年の5年(6カ月)債の発行はコンベンショナル方式。  
 (出所) 国の債務管理の在り方に関する懇談会(第13回・2007年10月9日)の「参考資料1」をもとに作成。

は発行している。(ただし、アメリカでは〇八年一月時点で三〇年債の発行が停止されたままである。) ドイツはその発行の歴史がもつとも短いものの、既に一〇年債と五年債という主要な年限を整備してきている。最後に日本だが、未だに一〇年債しか発行していない。物価連動国債は長期性の商品であるため短期の年限を増やす必要はないが、他の主要国と同様に五・二〇・三〇年物などの発行年限を整備していくべきではないだろうか。<sup>(4)</sup>

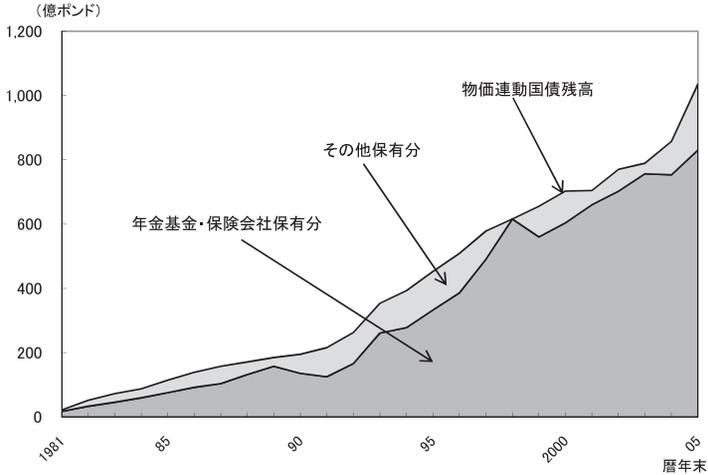
ここでマーケットを比較してみよう。まず、発行残高で比較するとアメリカの規模が他の四カ国を圧倒している。これは(市場性)国債市場の規模が、日本より小さいものの、他国より大きいことも影響していよう。しかし、国債発行残高に占める割合で比較すると、やはりイギリスは発行の歴史が長いだけにその割合が他国より高く二五%

以上を占める。また、アメリカとフランスは発行開始年も近くさらに全体に占める割合も一〇%超の同程度である。一方日本とドイツはこの比率が一%程度とかわめて低い。ただし、ドイツは物価連動国債の発行を開始したばかりであることを考慮すると、アメリカやフランスで発行され始めた当時と比べて特別その比率が低いわけではなく、今後高まっていこう。それに比べて、日本は発行されてから既に三年以上が経過しているにもかかわらず一%程度というのは、消極的に過ぎよう。<sup>(5)</sup>

### (3) 保有構造

ここで物価連動国債の保有構造を考察してみよう。物価連動国債の保有構造を表わした公式統計はほとんどないが、安達・永田「二〇〇七」はイギリス・アメリカ・日本について保有構造を考察している。以下ではその結果を紹介する。

図表3 イギリスにおける年金基金と保険会社による物価連動国債保有



(出所) Office for National Statistics, *Financial Statistics*から作成。

イギリスでは年金基金と保険会社の両者だけで物価連動国債発行残高の約八割を保有している(図表3)。イギリスの年金制度は職域年金が手厚いことが特徴であり、その影響からか、インフレ・ヘッジを強く意識した運用がみられる。実際、職域年金が保有する国債の約五割が物価連動国債で運用されており、きわめて強い選好が見られる。またイギリスでは、家計の金融資産において保険・年金準備金の比重が五〇%超と高い。その理由として、イギリスでは保険が運用資産としてとらえられており、保障性商品が中心であるわが国とは異なり、貯蓄性のものが人気な点が挙げられよう。そのため、保険会社においても物価連動国債の保有には意欲的であり、年金基金と並んで主要な需要主体となっている。

アメリカでは投資信託が物価連動国債に対する需要を徐々に伸ばしている。図表4によって一〇

物価連動国債の機能と金融政策

図表4 10年物の物価連動国債と名目固定利付国債の落札シェア（％）

アメリカ(2001年1月～2005年5月までの平均)

	プライマリー・ディーラー	年金基金・保険会社	投資ファンド	海外	その他
物価連動国債	57	1	28	7	7
名目固定利付国債	66	0	11	13	11

日本(2004～2006年度平均)

	証券会社			銀行			保険会社	その他
	国内	国内	外国	国内	国内	外国		
物価連動国債	99.0	35.4	63.7	0.9	0.9	0.0	0.0	0.0
名目固定利付国債	89.2	63.1	26.1	9.2	9.1	0.0	0.3	1.3

(出所) アメリカは米財務省ホームページ、日本は財務省『債務管理レポート』の2005・06・07年版から得たデータに基づき作成。

年物の物価連動国債と固定利付債の落札シェアを比較すると、後者の場合に比べて前者では投資ファンドのシェアがかなり高い。これは、確定拠出型年金が中心であるアメリカでは、インフレ・ヘッジを意識した運用を行っている投資信託が保険会社や年金基金より多いためであろう。安達・永田「二〇〇七」は、物価連動国債市場での投資信託の保有シェアは一〇％超に及ぶと推定している。

最後に、日本の物価連動国債市場は先進国の中では後発であり、先行してノウハウを蓄積していた海外機関投資家が市場取引の主役となっているようだ。アメリカと同様、図表4で一〇年物の物価連動国債と固定利付債の落札シェアを比較すると、物価連動国債の場合には外国証券会社の落札シェアが圧倒的に高いことが見て取れる。海外機関投資家の保有規模は不明であるが、北村「二〇

〇六」によると、「少なくとも七一八割は外国機関投資家からの需要と供給で動いているといわれる」(二頁)ほどである。逆に言えば、国内の代表的な機関投資家である保険会社・年金基金や預金取扱金融機関などは未だ積極的な姿勢を見せていないということにもなる。<sup>6)</sup>確かに、物価連動国債の導入当初は会計上の問題やシステム対応の問題から国内機関投資家はその購入を忌避した可能性はあった。しかし、財務省の様々な市場改革や施策にもかかわらず未だに国内機関投資家の消極姿勢が解消されない理由としては、そもそも日本のデフレ環境下においてインフレ・ヘッジの必要性が小さいという要因も大きいのではないだろうか。

以上、英米日における物価連動国債の保有構造を見てきたが、物価連動国債の購入に積極的であったのは、イギリスでは年金基金・保険であ

り、アメリカでは投資信託であることが確認された。英米両国に共通して言えることは、それぞれ確定給付と確定拠出と形式が異なるため需要主体は異なるものの、高齢化に伴う年金資金の準備が物価連動国債の需要増加につながっているということである。その意味で、日本の機関投資家による物価連動国債への潜在的なニーズは大きいと推測される。さらに、中長期的に日本経済がデフレ経済から脱却すれば、その潜在需要が顕現してこよう。

### 三、物価連動国債と金融政策

先行研究の多くは、物価連動国債と固定利付国債の利回りから得られる指標(ブレイク・イーブン・インフレ率、B E I)が期待インフレ率としてどれだけ有用かという点を論じている。しか

し、B E Iが金融政策、より具体的には操作目標としての短期金利の誘導をどの程度説明しているか（逆に言えば中央銀行は短期金利を誘導する場合にB E Iをどの程度活用しているか）について研究したものは少ない。そこで、本節ではまずB E Iについて説明したあとに、B E Iと金融政策との関係を日本のデータを用いて検証する。

### (1) ブレーク・イーブン・インフレ率の定義と特徴

B E Iとは満期までの残存期間が近い固定利付国債と物価連動国債の利回りの差をいう。前者の利回りは名目最終利回り（名目金利）、後者の利回りは実質最終利回り（実質金利）を表わすことから、両国債に係るリスクがないとすれば、フィッシャー方程式によりB E Iは両国債の残存期間における市場の平均期待インフレ率（近似

値）を表わすことになる。

しかし、実際には各国債の取引に係る固有のリスクがそれらの利回りに含まれているため、B E Iは必ずしも期待インフレ率のみを表わすわけではない。ここで考慮すべき重要なリスクはインフレ・リスクと流動性リスクである。

市場参加者がリスク回避的な場合には名目金利に将来のインフレ変動リスクに対するプレミアム（インフレ・リスク・プレミアム）が含まれるが、実質金利にはそれは含まれない。一方、流動性の点では、総じて物価連動国債のほうが固定利付国債より発行残高が少なく、かつ物価連動国債の保有者は買い持ち型の投資家が主であることから、物価連動国債の利回りには固定利付国債の利回りより大きな流動性（リスク）プレミアムが含まれていると推測される。こうしたリスク・プレミアムを考慮すると、B E Iは次のように表現できよ

う。

BEI＝名目金利－実質金利

＝期待インフレ率＋インフレ・リスク・

プレミアム－流動性（リスク）プレミアム

したがって、BEIから期待インフレ率を考えると、BEIからこのようなりスク・プレミアムの存在を考慮しなければならない。

では、期待インフレ率の指標としてBEIはどの程度有用なのであろうか。アメリカやイギリスでは中央銀行関係者による実証研究が豊富に蓄積されており、概ねBEIは期待インフレの指標として有用な情報を包含しているといった結論が導かれている。<sup>(7)</sup> 一方、日本に関する同様の先行研究は必ずしも多くなく、筆者の知る限り北村「二〇〇六」が最も包括的に分析している。それによれば、〇四年から〇五年初頭にかけて発行された四

回の物価連動国債は、デフレ環境にあったということもあり、発行市場・流通市場ともに適切な価格付けがなされなかった可能性が高く、それらに基づいて計算したBEIは期待インフレについて有用な情報をほとんど含んでいなかった。しかし〇五年六月以降に発行された物価連動国債のデータに関しては、デフレからの脱却が顕在化してきたなどの環境変化もあり、計算されたBEIは期待インフレ率の指標として有用な情報を含んでいることが示されている。

## (2) BEIは金融政策の指標となりえるのか

日本に限らず、主要先進国・地域における金融政策の第一義的な目的は物価の安定である。その意味で、期待インフレ率の指標としてのBEIが有する情報コンテンツが重要となるのである。一方、金融政策の操作目標として、多くの中央銀行

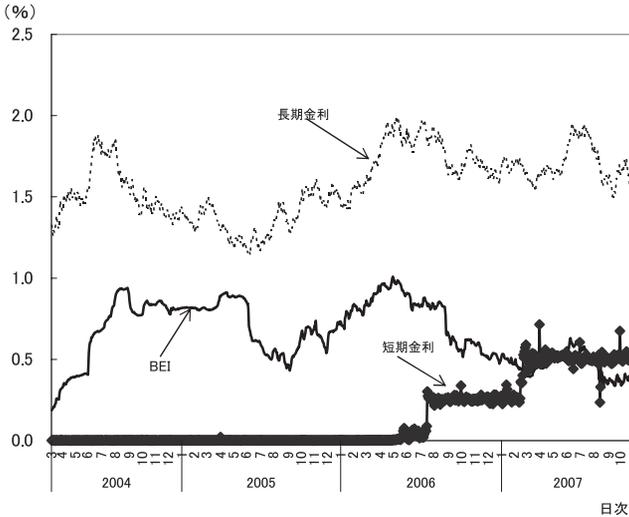
は名目短期金利を採用している（以下では特に混乱のない限り「名目」という文言は略す）。具体的には、日本では翌日物の無担保コール・レート、アメリカではフェデラル・ファンド・レート（FFレート）である。

では、具体的に中央銀行はどのようなルールで操作目標である短期金利を誘導しているのだろうか。この問いに関して確定的な答えはない。現実にはさまざまな要因を考慮して中央銀行は短期金利を誘導し、金融政策を実施しているのである。しかし、ひとつの考え方として、テイラー・ルールというものがある。これは、短期金利を現在のGDPギャップ（実際のGDPと潜在GDPとのかい離）とインフレ目標値からのかい離に応じて決めるというルールである。ただし、本稿ではこのテイラー・ルールが日本に適合するか否かを検証するわけではない。本稿の問題意識はBE

Iと金融政策との関係である。つまり、BEIが期待インフレについて重要な情報を包含していると中央銀行が考え、それを金融政策の決定に活かしているのであれば、短期金利とBEIとは有意な関係があるはずである。このような問題意識を持った先行研究は少なく、筆者の知る限りSack [2003]だけである。Sackはアメリカのデータに基づいて、FFレートの前月差とBEIとの間の関係を検証（九九年四月～〇二年九月）した結果、BEIはFFレートの動きをかなりよく説明することを見出した。

これと同じ問題意識の下で、日本の翌日物無担保コール・レート、BEI、名目長期金利（一〇年物）との関係を見たものが図表5である。ここで、長期金利とBEIとの関係も示したのは、実質長期金利の変動は小さいため名目長期金利とBEIとは強い正の相関関係があるという指摘を検

図表5 BEIと短期・長期金利



(出所) 日本相互証券からのデータ及び日本銀行ホームページ掲載のデータから作成。

証するためである(北村「二〇〇六」)。しかし、図表5を見ると長期金利とBEIとの連動は弱く、その相関係数は(〇四年三月一日)〇七年一〇月三十一日)〇・〇五二しかない。

一方、本節の主論である短期金利とBEIとの関係を図表5で見ると、両者は傾向としてほとんど連動していないように見える。これは、図表5で示された期間のうち〇六年七月一四日まではいわゆるゼロ金利政策が採られており、短期金利は非負制約の状態にあったことも影響している。そこで、この制約を考慮したうえで短期金利差とBEIとの相関を計算するとマイナス〇・九四七となった。この数値は、BEI(期待インフレ率)が上昇すると日本銀行は短期金利を引き下げることと示しており、BEIは金融政策の指標として有用であるとは必ずしも言えない。また、詳細は略すが、この分析からは日銀のインフレ目標がゼ

口金利時（〇六年七月一日以前）〇・四％、ゼロ金利政策解除後一・二％であることが示される。しかし、実際には現在に至るまで政府または日銀からデフレ完全脱却宣言が出されていない以上、日銀のインフレ目標は一貫してゼロ％と考え、日銀のインフレ目標を付して相関係数を再計算するとプラス〇・八八八と良好な結果を示した。

B E I が金融政策の指標としての程度有用かは、今後のデータの蓄積を待つてさらに検証する必要がある。しかし、短期金利の非負制約、日銀のインフレ目標ゼロ％という先見的な情報を考慮してこれまでの B E I と短期金利との関係を検証する限り、B E I は金融政策の指標として無視できない有用性を有していると言える。

#### 四、まとめ

本稿では世界的に注目が高まっている物価連動国債について様々な観点から論じてきた。アメリカやイギリスの需要構造から推測すると、物価連動国債は高齢化社会に適した金融商品であり、今後日本でも年金基金・保険会社による需要の増加が期待できよう。さらに、物価連動国債の需要が増大して流動性が上昇することによって、名目金利と実質金利との差から計算される B E I は金融政策の指標としてもその有用性が高まるであろう。

#### 〔注〕

- (1) 流動性供給入札は〇七年度の〇・六兆円から一・二兆円へ増額されているため、市中発行額全体の前年度比は四・

- 五兆円の減額である。
- (2) 日本では譲渡制限があり、個人は物価連動国債を保有することはできない。アメリカやイギリスではそのような譲渡制限はないようだが、流動性等の点を配慮してか、両国とも非市場性の個人向け貯蓄国債の一種として物価連動型商品を発行している。日本でもその種の国債を導入することを検討する余地があるのではないか。
- (3) 各国の詳しい発行制度は財政当局または金融当局が発行している説明文書または論文を参照されたい。イギリス・アメリカ・日本の制度を詳説している邦語文献として北村「一九九五、二〇〇四、二〇〇六」がある。
- (4) 前述したように財務省は二〇年物の発行を検討しているようである。
- (5) 日本でも発行額（カレンダーベースの市中発行額）は次のように増加傾向にある。〇三年度一〇〇〇億円（市中発行額に占めるシェア〇・一％）、〇四年度八〇〇〇億円（〇・七％）、〇五年度二兆円（一・七％）、〇六年度二・五兆円（二・二％）、〇七年度当初三兆円（二・七％）、〇八年度当初三兆円（二・九％）。さらに、発行頻度も〇四年度二回から〇五年度四回、〇六年度五回、〇七年度以降六回（内二回はリオープン）と上昇させている。
- (6) こうした実情を踏まえ、財務省も物価連動国債の国内取引を活発化させるために次のような様々な施策をとってい

る。まず、物価連動債の会計処理に償却原価法を適用可能にした（〇六年四月以降）。また、同国債の流動性向上策として、買入消却の対象化（〇六年二月以降）、原則リオープン方式の導入（〇七年二月以降）、レボ取引市場の整備を進めている。さらに、主たる購入者として期待できる公的年金・企業年金に対して投資家説明会（IR）を実施している。

- (7) 邦語文献としては西岡・馬場「二〇〇四」、竹田・小巻・矢嶋「二〇〇五」（第七章）を参照されたい。

#### （参考文献）

- 安達茂弘・永田久美子「二〇〇七」「英米の機関投資家にもみる物価連動国債とアセットアロケーション」、*PRI Discussion Paper Series No. 07A-09*、財務省財務総合政策研究所。
- 北村行伸「一九九五」「物価インデックス債と金融政策—実質金利と期待インフレ率を国債流通市場情報から導く手法とその応用—」、『金融研究』第一四巻第三号、日本銀行金融研究所、一二二—一四四頁。
- 北村行伸「二〇〇四」「物価連動債の市場価格より得られる情報・米國財務省物価連動債の評価」、『金融研究』第二三巻第一号、日本銀行金融研究所、六三—九三頁。
- 北村行伸「二〇〇六」「国債流通市場における情報に基づく物価連動債の評価」日本相互証券。(<http://www.bb.jbts>).

co.jp/data/ronbun\_bei.pdf)

竹田陽介・小巻泰之・矢嶋康次「二〇〇五」『期待形成の異質性とマクロ経済政策：経済主体はどこまで合理的か』東洋経済新報社。

西岡慎一・馬場直彦「二〇〇四」『わが国物価連動国債の商品性と役割について～米英における経験を踏まえて～』『日銀レギュラー』2004-1-1。

Sack, B. [2003] "A Monetary Policy Rule Based on Nominal and Inflation-Indexed Treasury Yields," *Financial and Economics Discussion Series Working Paper No. 2003-7*, Board of Governors of the Federal Reserve System.

\* 本稿の作成に関し、日本の名目長期金利、実質長期金利、B E I に関するデータを日本相互証券株式会社からいただきました。ここに記して感謝いたします。

(作者) 佐々木 ひとし 当研究所主任研究員)