

消費者物価のプラス基調が定着 —フィリップス・カーブの形状変化が物価押し上げ—

調査部 研究員 村瀬 拓人

目 次

1. はじめに
 2. 円安による輸入物価の上昇
 3. 需給ギャップの縮小
 4. フィリップス・カーブの形状変化
 - (1) 上方シフト
 - (2) スティープ化
 5. 消費者物価はプラス基調が定着
- 【補論】消費税の影響を除いたブレイク・イーブン・インフレ率の算出

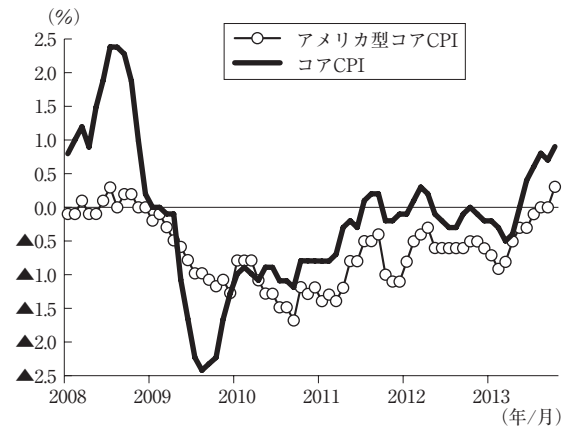
要 約

1. 下落傾向が続いていたわが国の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は、2013年6月に14カ月ぶりに上昇に転じた後、10月には前年同月比+0.9%まで伸びが拡大。
2. 最近の物価上昇ペースの加速は、円安などに伴う輸入物価の上昇が主因。もっとも、2013年入り後の物価動向を仔細にみると、需給ギャップの縮小を背景に、幅広い品目で価格上昇・下げ止まりの動き。これは、フィリップス・カーブとして知られる需給バランスと物価の正の相関関係を反映した動きと考えられる。
3. さらに、フィリップス・カーブ上の移動に起因する物価上昇だけでなく、フィリップス・カーブ自体の変化によって物価上昇が生じ始めている可能性も。具体的には、フィリップス・カーブの「上方シフト」、「スティープ化」という二つの動き。
4. この背景には、家計・企業の物価に対する見方が変化していることを指摘可能。家計の予想物価上昇率や市場参加者のインフレ予想は、2013年に入り明確に上昇。インフレ期待の高まりは、フィリップス・カーブを上方シフトさせることで、マクロの需給バランスに変化がなくても、実現する物価上昇率はより高い水準となる。
5. 家計の低価格志向の緩和を背景に、企業は価格の引き上げなどにも積極化。こうした企業の価格設定行動の変化は、フィリップス・カーブをスティープ化させることで、マクロ的な需給環境の改善が、物価上昇を促しやすくする。
6. 今後、円安による物価押し上げ圧力は剥落していくものの、フィリップス・カーブの形状変化が物価押し上げ要因として作用するため、消費者物価のプラス基調が定着し、現状程度の1%前後の伸びは維持可能と判断。2%の物価目標の達成には、フィリップス・カーブの形状変化が一段と強まるかがカギに。

1. はじめに

緩やかなデフレ傾向が続いてきた物価動向に変化がみられる。消費者が購入する財・サービスの価格を表す消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は、2013年6月に14カ月ぶりに上昇に転じた後、10月には前年同月比+0.9%まで伸びが拡大した（図表1）。こうしたなか、政府は8月の月例経済報告において、「デフレ状況は緩和しつつある」という従来の基調判断を、「デフレ状況ではなくなりつつある」に修正するなど、デフレ脱却への動きが進んでいるとの見方を強めている。そこで本稿では、消費者物価上昇の背景を探ったうえで、足許のインフレ率のプラス基調が定着するか否かを検討する。

（図表1）コアCPIとアメリカ型コアCPI（前年比）



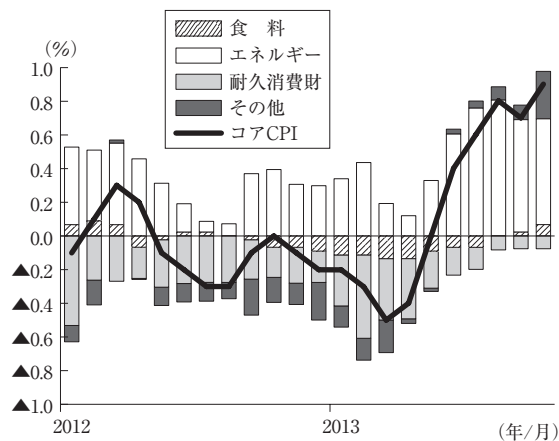
（資料）総務省
（注）コアCPIは生鮮食品を除くベース。アメリカ型コアCPIは食料（酒類を除く）およびエネルギーを除くベース。

2. 円安による輸入物価の上昇

最近の物価上昇ペースの加速は、円安などに伴う輸入物価の上昇が大きく影響している。実際、10月の消費者物価指数を品目別にみると、原油やLNGの輸入価格上昇を受け、電気代（前年比+8.2%）や都市ガス代（同+5.4%）、ガソリン代（+7.1%）の値上がりが顕著なほか、輸入食料品価格の上昇を背景に食料品の価格も上昇に転じている（生鮮食品を除く食料、1月：同▲0.4%→10月：同+0.2%）。これらエネルギーと食料品の価格上昇は、10月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）を同+0.7%ポイント押し上げている（図表2）。

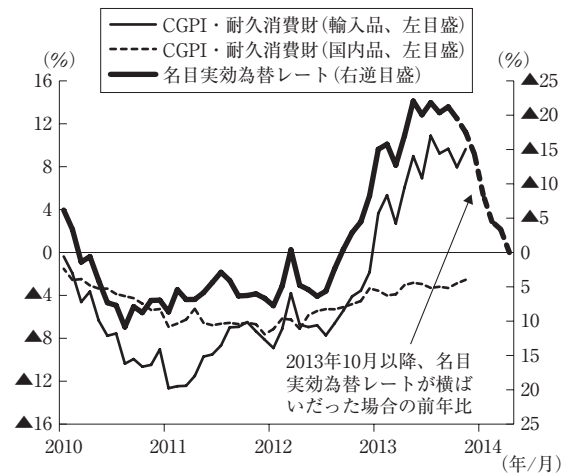
円安に伴う輸入物価の上昇は、エネルギーや食料品だけでなく、耐久消費財の価格押し上げにも作用

（図表2）コアCPIの寄与度分解（前年比）



（資料）総務省

（図表3）耐久消費財価格と為替レート（前年比）



（資料）日本銀行

している。企業間で取引される財の価格を表す企業物価指数（CGPI）をもとに、国内品と輸入品に分けて耐久消費財の価格動向をみると、国内品では下落が続く一方、輸入品は前年比+10%前後と大幅に上昇している（図表3）。輸入製品の価格上昇を受け、消費者物価における耐久消費財価格の下落幅も大幅に縮小したため、10月の消費者物価指数は、食料・エネルギーを除いたベース（アメリカ型コア）でも、同+0.3%と5年ぶりに上昇に転じている（前掲図表1）。

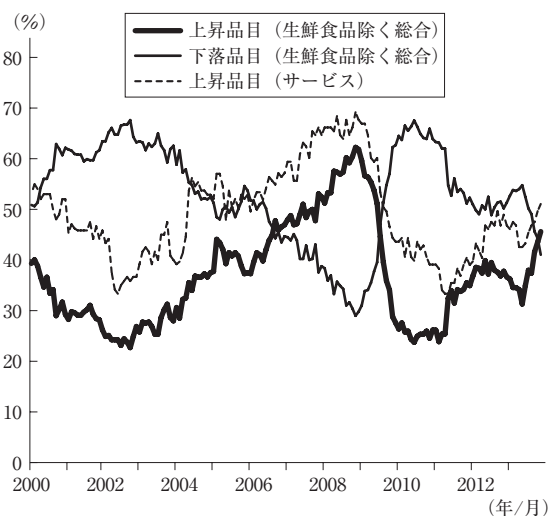
こうした円安による物価上昇圧力は、今後、徐々に剥落していくとみられる。2013年春以降の為替相場は、1ドル=100円前後の水準で安定的に推移しており、前年比でみた為替相場の上昇率は、2014年入り後には大幅に縮小していく公算である。それに連動して輸入物価の上昇幅も縮小するとみられることから、輸入物価の上昇により価格が押し上げられてきたエネルギーや食料品などを中心に、消費者物価に対しても低下圧力がかかると予想される。このため、「デフレ脱却への道筋は依然として不透明である」との見方も根強く存在する。

3. 需給ギャップの縮小

もともと、2013年入り後の物価動向を仔細にみると、円安の影響が大きいエネルギーや食料品だけでなく、幅広い品目で価格上昇・下げ止まりの動きを確認できる。消費者物価指数の調査品目（注1）のうち、前年に比べ指数が上昇した品目の割合をみると、2013年初の35%前後から、10月には45%強に上昇している（図表4）。一方、前年に比べ指数が下落した品目は、2013年に入り大きく減少しており、10月調査では、2009年5月以来、4年5カ月ぶりに上昇品目の割合が下落品目の割合を上回った。価格上昇・下げ止まりの動きは、円安による輸入物価上昇の直接的な影響を受けにくいサービス分野でも広がってきており、10月調査では、半数以上のサービス品目で価格が前年に比べ上昇している。

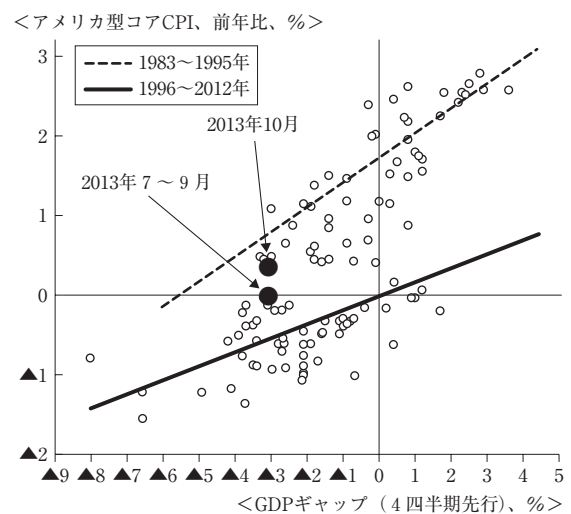
このように幅広い品目で価格上昇・下げ止まりの動きがみられる背景として、マクロ的な需給バランスの改善が挙げられる。内閣府の推計（注2）によると、経済全体でみた需給のひっ迫度を表す需

（図表4）CPIの上昇・下落品目の割合



（資料）総務省を基に日本総合研究所作成
（注）前年に比べ指数が上昇・下落した品目の割合。

（図表5）フィリップス・カーブ



（資料）総務省、内閣府を基に日本総合研究所作成

給ギャップ（GDPギャップ）は、リーマン・ショック直後の景気後退を受け、2009年1～3月期には▲8.0%と大幅な需要不足に落ち込んだものの、その後は景気の回復に伴いマイナス幅が縮小している。とりわけ、2013年入り後は、潜在成長率を大幅に上回る高成長が続いたことで、GDPギャップのマイナス幅は、7～9月期に▲1.3%まで縮小した。

物価とマクロ的な需給バランスの間には、需給が改善・ひっ迫するのにしたがい物価上昇率（インフレ率）が高まるという、正の相関関係が存在する（図表5）。最近の消費者物価の伸びの高まりは、フィリップス・カーブとして知られる物価と需給バランスの関係を反映した動きと考えられる。

（注1）生鮮食品を除くベースで524品目の指数が作成されている。

（注2）内閣府【2013】、「2013年7～9月期GDP1次速報後のGDPギャップは前期から縮小」、今週の指標 No.1082。

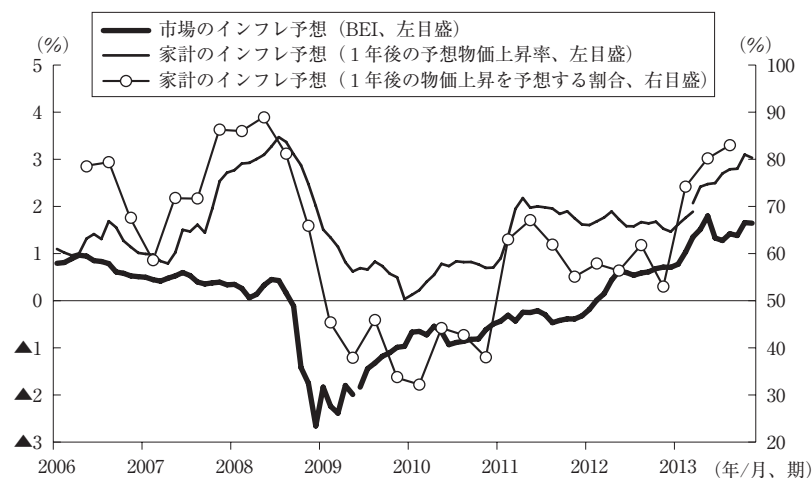
4. フィリップス・カーブの形状変化

さらに、こうしたフィリップス・カーブ上の移動に起因する物価上昇だけでなく、フィリップス・カーブ自体の変化によって物価上昇が生じ始めている可能性もある。2013年10月のインフレ率は、近年（1996～2012年）のフィリップス・カーブから上方に乖離している（前掲図表5）。これは、フィリップス・カーブの形状が、2012年までみられた構造から変化した可能性を示唆している。具体的には、①インフレ期待の上昇を受けたフィリップス・カーブの上方シフトと、②家計の消費行動、企業の価格設定行動の変化を受けたフィリップス・カーブのスティープ化、という二つの可能性が考えられる（注3）。

(1) 上方シフト

日銀の「生活意識に関するアンケート調査（注4）」によると、1年後の物価が現在に比べ上昇すると答えた人の割合（「かなり上がる」、「少し上がる」と答えた人の合計）は、2012年12月調査の5割程

（図表6）市場と家計のインフレ予想



（資料）Bloomberg L.P.、内閣府、日本銀行を基に日本総合研究所作成

（注1）市場のインフレ予想（BEI）は、2009年5月までは10年物のBEIの計数をを用い、それ以降は第16回物価連動国債を基に算出。

（注2）家計のインフレ予想（1年後の予想物価上昇率）の算出に用いた消費動向調査は、2013年3月より調査方法が訪問調査から郵送調査に変更されたため、データに断層が存在。

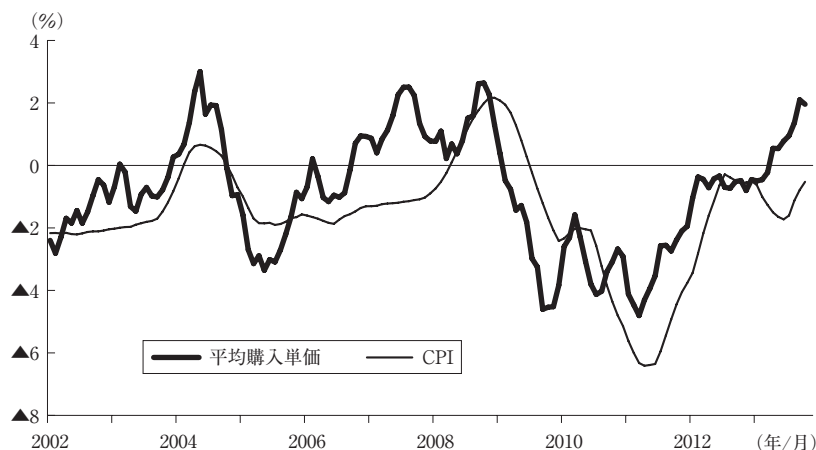
度から、2013年の9月調査では8割強に上昇した（図表6）。また、内閣府の「消費動向調査」の物価見通しに関する調査をもとに、家計の1年後の予想物価上昇率を試算（注5）すると、2012年末の+1.5%から2013年10月には+3.1%へと高まっている（注6）。一方、市場参加者のインフレ予想を表す代表的な指標であるブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）も、2013年入り後、明確に上昇している（注7）。

こうしたインフレ期待の高まりは、フィリップス・カーブを上方へとシフトさせる。多くの企業にとって販売する財・サービスの価格を日々変更するのは困難なため、仕入価格や競合製品の価格が変化しても、すぐには自社製品・サービスの価格に反映させることはできない。このため、価格改定時には先行きの経済情勢・物価動向を予想しながら価格改定を行うことになる。こうした企業は、競合他社や仕入れ先業者が将来値上げすると予想する（インフレ期待が高まった）場合、現在の需要動向やコストに変化がなくとも、価格改定が可能な時点で販売価格を引き上げると考えられる。また、家計のインフレ期待が高まっていれば、そうした値上げも受け入れられやすくなる。結果として、インフレ期待が高まると、マクロ的な需給のひっ迫度合いが同程度の下でも、実現する物価上昇率はより高い水準となる。

(2) スティープ化

2013年入り後の家計の消費行動をみると、これまで企業の値下げ競争を引き起こしてきた低価格志向に変化の兆しが出てきている。総務省の「家計調査」によると、家計が購入した財・サービスの平均購入単価は、2013年に入り明確に上昇しており、同品目で比較したCPIの動きと大きく乖離している（図表7）。平均購入単価は、家計が実際に購入した金額を購入数量で割って算出するため、ある品目・銘柄の財・サービスの価格が値上がり（値下がり）した場合だけでなく、家計が同じ品目でもより高い（安い）商品や店舗を選んで購入した場合、購入単価は上昇（下落）する。一方、CPIは、原則として

（図表7）平均購入単価とCPI（後方6カ月移動平均、前年比）



（資料）総務省をもとに日本総合研究所作成

（注1）平均購入単価は、家計調査で購入数量が調査されている品目について「支出金額/購入数量」で計算した平均購入単価を算出し、支出金額ウエイトで加重平均した計数。ただし、CPIとの比較が困難な品目、および、生鮮商品、石油製品、光熱費、自動車については集計から除外。

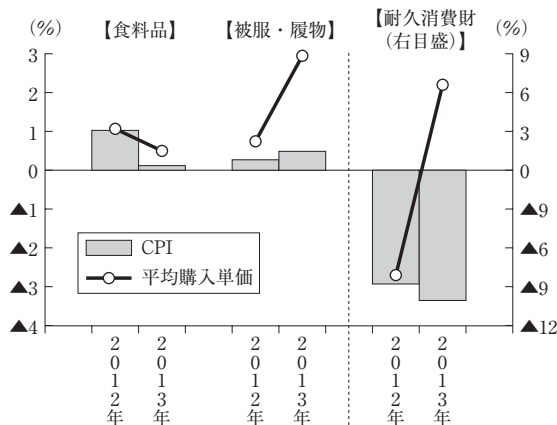
（注2）CPIは、平均購入単価と同品目の指数を、同ウエイトで加重平均した計数。

同一銘柄の商品価格を継続的に調査しているため、消費行動の変化は指数に反映されない。したがって、足許の平均購入単価とCPIの乖離は、家計の消費行動が高価格品へとシフトしていることを反映していると考えられる。

品目別にみると、家電製品を中心とした耐久消費財や衣料品などの分野で、2013年に入り平均購入単価の上昇が顕著となっている（図表8）。これは、株価の上昇や雇用・所得環境の改善を受けた消費者マインドの持ち直しなどを背景に、高性能な家電製品やブランド服、機能素材を使用した衣類など、より高価格な製品を消費者が積極的に購入し始めたことの表れといえる。

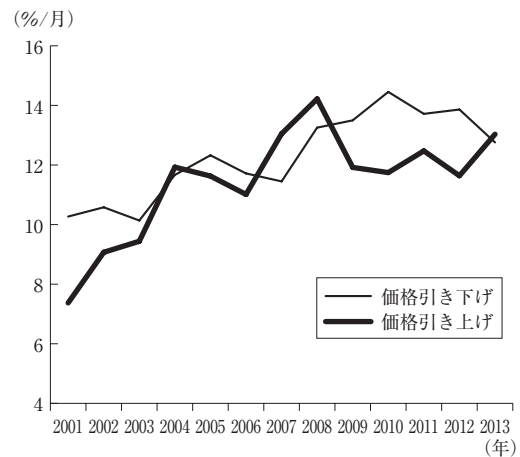
こうした家計の低価格志向の緩和を背景に、企業の価格設定行動にも変化が出てきている。CPIの原資料である「小売物価統計調査」をもとに、企業・店舗が価格改定を行う頻度（確率）を算出（注8）し、「価格引き下げ」と「価格引き上げ」に分けてみると、2013年に入り、価格引き下げの頻度が低下する一方、価格引き上げの頻度が上昇している（図表9）。これは、企業の低価格競争が緩和しつつあることや、企業が需要の増加などに伴う価格の引き上げに積極的になっていることを示唆していると考えられる。こうした企業の価格設定行動の変化は、マクロ的な需給環境が改善したとき、物価上昇により反映されやすくなるため、フィリップス・カーブのステイプ化をもたらす（注9）。

（図表8）品目別の平均購入単価とCPI（前年比）



（資料）総務省を基に日本総合研究所作成
 （注1）2013年は1～10月の前年比。
 （注2）食料品、耐久消費財は、それぞれ生鮮食品、自動車を除く計数。

（図表9）価格改定頻度（年平均）



（資料）総務省を基に日本総合研究所作成
 （注1）生鮮商品、公共サービスを除いた計数。
 （注2）2013年は1～10月の平均。

（注3）2013年半ば以降のインフレ率が、近年（1996～2012年）のフィリップス・カーブから示唆される水準以上に押し上げられている要因としては、円安による輸入物価の上昇も一定程度影響した可能性がある。もっとも、アメリカ型コアCPI（前年比）を被説明変数、GDPギャップと名目実効為替レート（前年比）を説明変数とする関係式を推計したところ、近年のCPIと為替レートの関係を前提にすれば、円安による影響だけではこうした乖離を十分に説明できないことを示唆する結果が得られた。

（注4）日銀の「生活意識に関するアンケート調査」では、2013年6月調査から、消費税率引き上げの影響を除くベースで回答するよう、質問項目に明記している。

（注5）総世帯ベースの1年後の物価見通しについて、「▲5%以上の低下」は▲5%、「▲5%～▲2%の低下」は▲3.5%、「▲2%未満の低下」は▲1%、「+2%未満の上昇」は+1%、「+2%～+5%の上昇」は+3.5%、「+5%以上の上昇」は+5%のインフレ率をそれぞれ予想していると仮定して算出した。

（注6）消費動向調査は、2013年4月よりそれまでの訪問留置調査から郵送調査に変更されており、データに断層が生じている。ただし、2013年3月に行われた試験調査（郵送調査）による参考値と同月の訪問留置調査の結果を比較すると、調査方法の変更

に伴う断層は+0.2%ポイント程度と試算され、両者の乖離はそれほど大きくないと考えられる。

(注7) 内閣府の「消費動向調査」をもとに算出した家計の予想物価上昇率や、ブレイク・イーブン・インフレ率には、消費税率引き上げの影響が含まれていることにも注意する必要がある。ただし、ブレイク・イーブン・インフレ率については、消費税率引き上げの影響を除いても、2012年末の水準と比べ明確に上昇している可能性が高い。消費税の影響を除いたブレイク・イーブン・インフレ率の算出については、補論を参照。

(注8) 才田・肥後 [2007]、「『小売物価統計調査』を用いた価格粘性の計測：再論」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ07-J-11、に従い、品目別・都市別の価格データから、月毎に価格改定された都市（当月の価格が前月の価格から変化した都市）の割合を算出。計測対象は、人口15万人以上の81都市の価格データのうち集計価格数の多い大都市（18都市）を除く63都市のデータ。品目毎の計測値の集計にはCPIのウェイトを使用。

(注9) 近年のフィリップス・カーブのフラット化は、「デフレ下での世間相場を意識した価格設定行動の増加」や、「国内外の競争激化を受けた企業の価格設定力の低下」が影響したとの指摘がある。「低価格競争の緩和」や「需要の増加を適切に反映した価格引き上げ」といった動きは、これらフィリップス・カーブのフラット化をもたらした要因に対し、足許で逆向きの作用が働いている可能性を示唆している。

5. 消費者物価はプラス基調が定着

以上のように、足許では、円安による輸入物価の上昇やマクロ的な需給改善以外にも、フィリップス・カーブの形状変化を通じてインフレ率を押し上げる要因が存在しており、デフレ脱却に向けた動きは着実に進展していると判断できる。

先行きの景気動向を展望すると、消費税率引き上げの影響による振れを伴いつつも潜在成長率を上回る景気回復が続くとみられ、マクロ的な需給環境は一段の改善が見込まれる。円安による物価押し上げ圧力は剥落するものの、インフレ期待の上昇や、家計の消費行動、企業の価格設定行動の変化を反映したフィリップス・カーブの上方シフト、ステイプ化が物価押し上げ要因として作用するため、消費者物価のプラス基調が定着し、現状程度の1%前後の伸びは維持可能と判断できる。

もっとも、現状観察されているフィリップス・カーブの形状変化では、2%の物価目標を達成できるか不透明である。消費者物価の伸び率がさらに安定的に高まっていくためには、フィリップス・カーブの上方シフト、ステイプ化が一段と強まるかどうか、いいかえれば、実際の物価上昇率の高まりなどを反映した形で家計や企業のインフレ期待が一段と上昇するかどうかや、家計の低価格志向の変化、企業の価格設定力の向上、低価格競争からの脱却といった動きが強まっていくかどうかにかかっていると見えよう。

【補論】消費税の影響を除いたブレイク・イーブン・インフレ率の算出

市場参加者のインフレ予想を表すブレイク・イーブン・インフレ率（注10）は、2014年4月と2015年10月に予定される消費税率引き上げの影響を含んでいる。このため、ブレイク・イーブン・インフレ率の上昇は、日銀の金融政策などを受けた中長期的なインフレ予想の高まりではなく、消費税率引き上げの実現可能性の高まりに伴う一時的なインフレ予想の上昇を反映している可能性がある。そこで、以下では、予想期間の異なるブレイク・イーブン・インフレ率を用い、消費税の影響を除いたブレイク・イーブン・インフレ率を試算した。

—予想期間の異なるブレイク・イーブン・インフレ率—

日本では、これまで10年物の物価連動国債が17銘柄発行されており（注11）、個別銘柄の利回りから

インフレ予想の期間が異なる17のブレイク・イーブン・インフレ率を算出することができる。現在発行されている物価連動国債のなかで残存期間が最も短い銘柄は2004年3月に発行された第1回債であり、償還日は2014年3月である。物価連動国債の元金額には3カ月前のCPI（生鮮食品を除く総合）が反映されるため、第1回債の利回りをもとに算出したブレイク・イーブン・インフレ率は、2013年12月までのインフレ予想の平均を反映している。一方、最も残存期間が長い銘柄は第17回債（償還日：2023年9月）であり、同銘柄の利回りから算出したブレイク・イーブン・インフレ率は、2023年6月までのインフレ予想の平均を反映している。

17銘柄の物価連動国債のなかには、償還日の違いから、①消費税率引き上げの影響を受けない銘柄（第1回債、第2回債）と、②2014年4月の消費税率引き上げの影響のみを受ける銘柄（第3回債～第6回債）、③2014年4月の消費税率引き上げだけでなく2015年10月に予定される消費税率引き上げの影響も受ける銘柄（第7回債～第17回債）、の3種類が存在する。

—試算方法—

消費税の影響を除いたブレイク・イーブン・インフレ率の試算にあたっては、銘柄別のブレイク・イーブン・インフレ率を用いて以下の推計式を推計した。

$$BEI_i = \underbrace{\alpha + \beta * \ln x_i}_{\text{消費税の影響を除いたBEI}} + \underbrace{D_{2014i} * \{(1 + \gamma * \pi_{2014}^{\text{tax}})^{1/x_i} - 1\}}_{\text{2014年4月の消費税率引き上げの影響}} + \underbrace{D_{2015i} * \{(1 + \delta * \pi_{2015}^{\text{tax}})^{1/x_i} - 1\}}_{\text{2015年10月の消費税率引き上げの影響}} + \varepsilon_i$$

i は物価連動国債の銘柄を表し、 BEI_i は物価連動国債 i のブレイク・イーブン・インフレ率を表す（ブレイク・イーブン・インフレ率が2%の場合、 $BEI_i = 1.02$ とする）。右辺の $\alpha + \beta * \ln x_i$ は、消費税率引き上げの影響を除いたブレイク・イーブン・インフレ率である。ここでは、物価連動国債 i の残存年数 x_i に対し対数関数の関係にあると仮定した。 $D_{2014i} * \{(1 + \gamma * \pi_{2014}^{\text{tax}})^{1/x_i} - 1\}$ 、および、 $D_{2015i} * \{(1 + \delta * \pi_{2015}^{\text{tax}})^{1/x_i} - 1\}$ は、消費税率引き上げが物価連動国債 i のブレイク・イーブン・インフレ率に与える影響を表す。 D_{2014i} 、 D_{2015i} は、それぞれ、2014年4月、2015年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を受ける銘柄については1、それ以外の銘柄は0となるダミー変数を表す。 γ 、 δ は、増税の影響の織り込み度合いを表すパラメータ（ $0 \leq \gamma \leq 1$ 、 $0 \leq \delta \leq 1$ ）であり、市場参加者が予想する消費税率引き上げの実現確率に相当する。 π_{2014}^{tax} 、 π_{2015}^{tax} は、消費税率引き上げに伴うCPI（生鮮食品を除く総合）の上昇幅を表す。消費者物価における非課税品目のウエートなどを勘案すると、消費税率の引き上げがフル転嫁された場合、CPI（生鮮食品を除く総合）の押し上げ幅は、2014年4月の消費税率引き上げ（5%→8%）が約2%ポイント、2015年10月の消費税率引き上げ（8%→10%）が約1.3%ポイントになると考えられることから、 π_{2014}^{tax} 、 π_{2015}^{tax} は、それぞれ0.02、0.013とした。ちなみに、市場参加者が2014年4月の消費税率引き上げの実現確率を50%程度（ $\gamma = 0.5$ ）と考えていた場合、消費税率の引き上げが残存期間5.5年の物価連動国債のブレイク・イーブン・インフレ率に与える影響は、 $\{(1 + 0.5 * 0.02)^{1/5.5} - 1\} \approx 0.0018$ （0.18%ポイント）となる。最後に、右辺最終項の ε_i は誤差項である。

なお、推計にあたっては、第3回債から第16回債までの物価連動国債（注12）のブレーク・イーブン・インフレ率と、直近発表のCPI（生鮮食品を除く総合）を使用し（注13）、 γ と δ が制約条件を満たすもとで推計誤差の二乗和が最小となる α 、 β 、 γ 、 δ を推計した。

—試算結果—

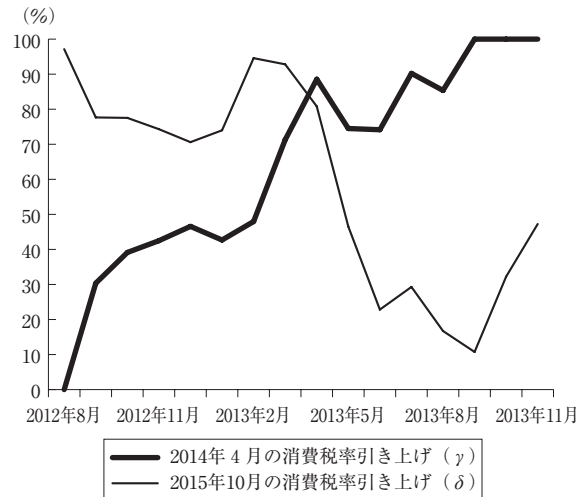
まず、野田前政権のもと消費税増税法案が成立した2012年8月以降について、毎月の月末のデータをもとに推計した増税の実現確率の推移を確認する（図表10）。

市場が織り込む2014年4月の消費税率引き上げの実現確率は、2012年秋から2013年春にかけてほぼ一貫して上昇し、安倍首相が引き上げの実施を表明（2013年10月1日）する直前に当たる9月末には、100%織り込まれるかたちとなった。一方、2015年10月の消費税率引き上げの実現確率は、2013年5月以降、アベノミクスの成長戦略に対する期待低下などを受け大きく低下したものの、秋以降は実現確率が上昇に転じている。1度目の消費税率引き上げの実施がほぼ確実となったことで、2度目の引き上げに対しても実現を見込む市場参加者が増加し始めたことを示唆している。

2013年11月末のデータをもとに推計した実現確率をもとに、消費税率の引き上げがブレーク・イーブン・インフレ率（注14）に与える影響を試算すると、押し上げ幅は+0.6%ポイントとの結果が得られる。2回の消費税率引き上げがどちらも確実に実施されると市場関係者が予想した場合（ $\gamma = \delta = 1$ ）、+0.7%ポイントの押し上げ幅となることを踏まえれば、直近のブレーク・イーブン・インフレ率は、増税（5%→10%）の影響のうち8割強を織り込んでいるといえよう。

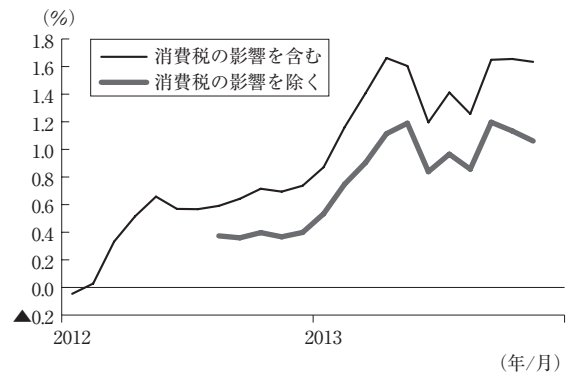
推計された実現確率をもとに試算した消費増税引き上げの影響を除いたブレーク・イーブン・インフレ率の推移をみると、2012年後半はほぼ横ばいだったものの、2013年入り後、明確に上昇している（図表11）。日銀による2%の物価目標の導入や量的・質的金融緩和の実施などを背景に、市場参加者のインフレ予想が高ま

（図表10）市場が織り込む増税の実現確率



（資料）日本証券業協会などを基に日本総合研究所作成
（注）月末のデータから推計したパラメータ γ 、 δ を100倍した値。

（図表11）消費税の影響を除いたBEI



（資料）日本証券業協会などを基に日本総合研究所作成
（注1）第16回物価連動国債をもとに算出。グラフは月末値。
（注2）消費税の影響は、図表10で推計したパラメータを用いて控除。
消費税の影響を除いた系列は、消費税増税法案が成立した2012年8月から図示。

ったとみられる。もっとも、春以降は、インフレ予想の上昇が一服しており、11月末の水準は+1.0%程度にとどまっている。市場参加者は、2%の物価目標の達成に対し、依然として懐疑的な見方を示しているといえよう（注15）。

（注10）ブレーク・イーブン・インフレ率は、年限が同じ普通国債（固定利付国債）と物価連動国債の利回り格差のことであり、両債券を満期まで保有した場合に投資収益が一致する物価上昇率を表している。

（注11）2004年から2008年にかけて16銘柄（第1～16回債）が発行されたが、その後はリーマン・ショック後の金融市場の混乱などに伴う需給悪化を受け、新規の発行が停止していた。2013年に入り、先行きの物価上昇期待の広がりなどを背景に、物価連動債への需要が見込みやすい環境となったため、約5年ぶりに発行が再開された。なお、2008年までに発行された16銘柄は、物価が下落すると償還額が額面を割り込む恐れがある一方、2013年10月に発行された第17回債は、物価が下落しても満期時の元本が購入時を下回らないよう政府が保証する商品設計となっている。

（注12）他の銘柄に比べ流通量が少ない第1回債と第2回債については、流動性の低下から他の銘柄との間で価格裁定が働き難しくなっている可能性があるため、推計から除外した。また、第17回債についても、2013年10月以降のデータしか得られないなどの理由で推計から除いている。

（注13）CPI（生鮮食品を除く総合）については、 BEI_t に前年比、 x_t には発表されたCPI（生鮮食品を除く総合）が物価連動国債の元金額の算出に反映されるまでの日数（年数換算）を入れて推計を行った。

（注14）ここでは、物価連動国債の第16回債の利回りをもとに算出したブレーク・イーブン・インフレ率を使用しており、2018年3月までのインフレ予想の平均を反映している。

（注15）ブレーク・イーブン・インフレ率には、市場参加者の予想物価上昇率だけでなく、物価連動国債の流動性プレミアムが反映されている。物価連動国債の市場規模は国債発行残高全体の1%を下回るなど市場の流動性が低下しており、物価連動国債の利回りにはかなり大きな流動性プレミアムが上乘せされている可能性がある。このため、ブレーク・イーブン・インフレ率から市場参加者の予想物価上昇率を推し量る際には、予想物価上昇率の過小評価に留意する必要がある。

(2013. 12. 13)