

# 専門家向け詳細解説: Val & Araujo (2019) Breakeven Inflation Rate Estimation: an alternative approach considering indexation lag and seasonality

Flávio de Freitas Val & Gustavo Silva Araujo, Banco Central do Brasil Working Paper No. 493, April 2019.

---

## 0. 概要と論文の位置づけ

インフレターゲット制において金融政策当局が重視する「市場のインフレ期待」を、国債市場データのみからリアルタイムで抽出するための**ブレイクイーブン・インフレ率 (BEIR)** 推計手法を提示した論文です。従来、名目利回りとインフレ連動債利回りの単純差で算出するNaïve BEIRには、(1) 指数化ラグ（インフレ指標公表遅れ）と (2) インフレ指数の月次季節性が無視されるという問題があり、特に短期見通しでは大きな歪みが生じます。本論文は、\*\*政府債（NTN-B等）だけを用いたラグ整合・季節補正BEIR（Proposed BEIR）\*\*を構築し、短期（公表前4〜57暦日）実績インフレ予測力をサーベイ（Focus, Top 5）や先物ベースBEIR（DAP）等と比較し優位性を示します。 filecite turn2file0

---

## 1. BEIRの政策的意義

金融資産価格は将来物価に関する市場参加者の期待と不確実性を反映するため、インフレ期待のリアルタイムモニタリングに資する情報源です。サーベイ系指標と比べ、十分な流動性があれば価格は高頻度で更新され、戦略的回答バイアスを含まない点が利点とされます（Söderlind等議論の位置づけ）。

filecite turn2file12

---

## 2. ブラジル国債市場：対象証券とデータ

BEIR推計に利用する主な政府証券は以下です。LTN（ゼロクーポン名目割引債）、NTN-F（固定クーポン名目債、年10%半期払）、NTN-B（IPCA連動、元本VNAが月次IPCAで更新、年6%半期払）。最短期ノードとして翌日物Selic政策金利を1日満期名目債と扱います。価格はANBIMAの日次セカンダリー市場参考値を使用。サーベイ比較にはFocus中央値および短期精度上位者中央値（Top 5）、さらに先物市場のIPCAクーポン先物（DAP）を用います。サンプル期間は2010/1〜2018/7（DAPは流動性向上後2016/5〜）。

filecite turn2file3 turn2file9

---

## 3. BEIR推計を難しくする2つの技術的課題

### 3.1 指数化ラグ (indexation lag)

インフレ指数は日次ではなく月次で公表されるため、インフレ連動債の元本更新（VNA）は常に遅行します。ブラジルNTN-Bは**15暦日ラグ**でIPCAが反映される設計であり、取引される利回り（IPCA coupon）は「購入日の15日前から満期15日前まで」のインフレを反映するため、名目利回りとの差は真の実質金利との差とは

一致しません。ラグが短期BEIRで無視できない誤差を生む点をゼロクーポンを用いた式展開で示しています。 filecite turn2file4 turn2file18

### 3.2 インフレ季節性 (seasonality)

IPCAは顕著な月次季節パターンを持ち、半期クーポン間隔のNTN-Bから得られる実質利回り系列に強い季節性が現れます。名目カーブは比較的滑らかでも、BEIR（月次化）を読む際に季節補正を行わないと短期推計が歪みます。 filecite turn2file10

---

## 4. 一般化BEIRフレームワーク（ラグ整合）

ゼロクーポン債価格式  $P_{t,T} = \frac{VNA_T}{(1+R_{t,T})}$  を出発点に、最後に既知の更新額面を  $VNA_{t^*}$ （毎月15日に公表）と置き、満期Tでの更新額面をラグ付きインフレで表現し代入すると、15 日ラグを伴う埋込インフレ  $II_{t^*-15,T-15}$  を以下で解けます： $II_{t^*-15,T-15} = \frac{P_{t,T}(1+R_{t,T})}{VNA_{t^*}} - 1$ 。この式(4)が本論文のBEIR抽出コアであり、「取引日t」ではなく「まだ公表されていないインフレ月区間」に対応するインフレ期待を抽出する点が鍵です。 filecite turn2file10

---

## 5. 政府債のみを用いた提案BEIR (Proposed BEIR) 手法

NTN-Bは通常クーポン債であり、ゼロ化（ストリップ）処理が必要です。ケースは「残存期間に中間クーポン無」（final stub）と「中間クーポン有」（一般）に分かれます。 filecite turn2file8

### 5.1 中間クーポンなし（最終期）

最終期に突入し追加クーポンが残らないNTN-Bでは式(4)を直接適用。ただし満期日に支払われる最後の半期クーポン（年6%複利ベース→半期換算2.956301%）がVNAに上乗せされるため、調整後式：

$$II_{t^*-15,T-15} = \frac{P_{t,T}(1+R_{t,T})}{VNA_{t^*}(1+0.02956301)} - 1. \text{ filecite turn2file8}$$

### 5.2 中間クーポンあり（一般ケース）

1. **名目カーブ推定**：LTN, NTN-F, Selicから名目スポットをSvensson (Extended Nelson-Siegel) パラメトリック曲線で推定。 filecite turn2file8
2. **IPCAクーポンカーブ推定**：同日NTN-B価格集合にSvenssonを当て、取引されるIPCA couponスポット曲線を得る。Svenssonはリアルカーブ季節屈曲へのフィットが完全ではないが、後で満期ノードに限って利用するため十分と位置づけられます。 filecite turn2file11
3. **目的関数（短期重視）**：デュレーション重みを線形 vs 二乗で比較し、短期NTN-Bのフィットを劇的に改善するduration^2重み（中央値MAE▲94%）を採用。 filecite turn2file15
4. **合成ゼロ価格の構築**：各NTN-B満期Tについて、既知VNA<sub>t</sub>から推定IPCAクーポン率  $C_{t,T}^{IPCA}$  を用い、合成ゼロクーポンNTN-B価格を  $P_{t,T} = \frac{VNA_t}{1+C_{t,T}^{IPCA}}$ 。これによりクーポンフローの影響を除去し式(4)適用が可能に。 filecite turn2file8
5. **BEIR抽出**：名目スポット  $R_{t,T}$  と  $VNA_{t^*}$  を式(4)に代入しラグ整合BEIRを得る。 filecite turn2file10

## 6. 先物市場 (DAP) のみを用いた比較BEIR

IPCAクーポン先物 (DAP) はゼロクーポンのIPCA couponレートを取引し、建値PUは  $PU_{t,T} = \frac{100,000}{1+C_{t,T}^{IPCA}}$ 。これを式(4)と整合させるため、DAPの  $VNA_t$  を100,000とみなし、直近既知インフレ (15日ラグ) で割り戻した  $VNA_{t^*}$  を導出します。ANBIMA公表のIPCA予測径路を用いてラグ期間のインフレを近似し、BEIR  $II_{t^*-15,T-15}$  を算出します。 filecite turn2file17

---

## 7. 季節性インコーポレーションと月次配賦

前節までで得た区間BEIR (満期ノード間フォワード) を月次ベースに分解するには、連続複利化のうえ区間内各月へ割合配分します。短期情報を取り込む目的で、BCB Focus報告における**Top 5 Short-Term IPCA予想** (直近期予測精度上位参加者ベース) を用い、その月比率で区間BEIRを月次BEIRへ割当てます。この操作により季節性・最新マクロニュース (例: 食品価格ショック) を即時反映可能な高頻度インフレ期待系列が得られます。 filecite turn2file5 turn2file17

---

## 8. イベント・スタディ: 2018年5月ブラジル全国トラックスト

2018/5/21突然発生した全国トラック運転手ストによる供給制約が短期インフレを押し上げた局面で、提案BEIRはサーベイより迅速にショックを織り込みました。5/22時点で最短満期(2018/8/15)に対しSvensson推定IPCAクーポン0.4612%、ANBIMA  $VNA=R\$3,075.65$  から合成ゼロ価格3,061.53を算出し、名目率6.4375% (60/252日換算)・既知VNA\*3,073.07を用いると区間BEIR=1.1154%。Focus Top 5月次予想(5月0.26,6月0.27,7月0.25%)を比率配分し6月BEIR=0.3847%を得る。5/22~6/8でProposed BEIRは+38bp上昇、Focusは+18bpに留まるなど反応速度差が可視化されます。 filecite turn2file19

---

## 9. 実証設計: データ期間・検証イベント・誤差指標

短期予測力比較は公表前**4~57暦日**に対応する6種類のイベント時点 (第1金曜=平均6日, 第2金曜=13日, 第1クリティカル=18日, 第4金曜=27日, 第2クリティカル=48日, 第8金曜=55日) で行い、各時点の期待指標 (Focus, Top5, Proposed BEIR, Naïve BEIR, DAP BEIR) と実績IPCAの**\*\*絶対誤差(MAE)\*\***を算出します。短期期間ではリスクプレミアムが小さいとの仮定で直接比較。 filecite turn2file15 turn2file9

---

## 10. 実証結果の要点

### 10.1 Naïve BEIRの劣後

指数化ラグ・季節補正を行わないNaïve BEIRは全予測期限で最大級の誤差を示し、他指標との差が統計的に有意なケース多数。短期ほど乖離が顕著で補正の重要性が裏付けられます。 filecite turn2file9

### 10.2 提案BEIR vs サーベイ

2010-2018全期間では、公表直前1~2週でFocus/Top5/ProposedのMAE差は小さいが、4週・8週間ではProposed BEIRが最小MAE (Focusとの差は有意なケース、Top5との差は小)。ラグ+季節補正の価値が短期先で顕在化。 filecite turn2file9

### 10.3 DAP BEIRを含むサブサンプル（2016/5～2018/7）

Proposed BEIR, DAP BEIR, Top5が総じて低MAEクラスターを形成。第4金曜（平均27日）ではProposedがDAPより有意に優れた予測力を示すなど、政府債ベース指標の競争力が確認されます。 filecite turn2file15

### 10.4 誤差分布とバイアス

2016年以降サンプルで市場・サーベイとも実績IPCAに対し上振れ（オーバーシュート）予測傾向が観察され、インフレ低下局面での過大予測が示唆されます。Naïve BEIRは変動幅が小さく反応遅れ→高MAEに繋がった可能性。 filecite turn2file6

---

## 11. 実務上の利点

- ・**リアルタイム更新**：取引がある限りBEIRを継続更新でき、サーベイ（週次更新）を補完。  
filecite turn2file6
- ・**ショック検知の速さ**：突発イベント（例：2018トラックスト）でサーベイより早く反応。  
filecite turn2file19
- ・**短期予測力の改善**：ラグ & 季節補正によりNaïveより大幅改善し、サーベイと同等～上回る精度。  
filecite turn2file0

---

## 12. 数式整理

以下、主要関係式を原論文記法に沿って整理します。

(1) ゼロクーポン価格式  $P_{t,T} = \frac{VNA_T}{1+R_{t,T}}$  . filecite turn2file4

(2) IPCAクーポン定義  $P_{t,T} = \frac{VNA_t}{1+C_{t,T}^{IPCA}}$  . filecite turn2file18

(3) IPCAクーポンと実質率の関係（ラグを考慮）。IPCA couponは厳密な実質率に等しくない。  
filecite turn2file18

(4) ラグ整合BEIR抽出式  $II_{t^*-15,T-15} = \frac{P_{t,T}(1+R_{t,T})}{VNA_{t^*}} - 1$  . filecite turn2file10

(5) 中間クーポン無最終期調整  $II = \frac{P(1+R)}{VNA^*(1+0.02956301)} - 1$  . filecite turn2file8

(6) DAP建値式  $PU = 100,000/(1 + C^{IPCA}) \rightarrow \text{DAP BEIRへ変換}$  . filecite turn2file17

---

## 13. 推定アルゴリズム（擬似コード）

以下は日次バッチ運用を想定したPython擬似コード（簡略）。実装時は営業日カレンダー、Day Count、税金・ヘアカット等を追加してください。

```
# Inputs: daily ANBIMA curves + VNA_t, Selic, Focus Top5 monthly forecasts
# bond cashflows (LTN, NTN-F, NTN-B), calendar metadata
```

```

# 1. Load market data
bonds_nominal = load_LTN_and_NTNF_prices()
bonds_ilb = load_NTNB_prices_and_VNA()
selic_rate = load_selic_overnight()
focus_top5 = load_focus_top5_monthly()

# 2. Fit Svensson to nominal (LTN, NTN-F, Selic)
params_nominal = fit_svensson(bonds_nominal, weight='duration_sq') # duration^2 weighting

# 3. Fit Svensson to IPCA coupon curve (NTN-B)
params_ipca = fit_svensson(bonds_ilb, weight='duration_sq')

# 4. Extract spot rates at each NTN-B maturity node
def svensson_spot(m, p):
    beta0,beta1,beta2,beta3,lam1,lam2 = p
    term1 = (1-np.exp(-lam1*m))/(lam1*m)
    term2 = term1 - np.exp(-lam1*m)
    term3 = (1-np.exp(-lam2*m))/(lam2*m) - np.exp(-lam2*m)
    return beta0 + beta1*term1 + beta2*term2 + beta3*term3

maturities = get_ntnb_maturities()
R_nominal = {T: svensson_spot(T, params_nominal) for T in maturities}
C_ipca = {T: svensson_spot(T, params_ipca) for T in maturities}

# 5. Build synthetic zero-coupon NTN-B prices
VNA_t = current_vna() # known as of trade date t
P_syn = {T: VNA_t / (1 + C_ipca[T]) for T in maturities}

# 6. Determine last-known VNA* date (t*) given 15-day lag calendar
VNA_t_star = last_known_vna() # normally 15th of month, reflecting prev month's IPCA

# 7. Compute lag-consistent BEIR at each maturity
BEIR_interval = {}
for T in maturities:
    BEIR_interval[T] = P_syn[T] * (1 + R_nominal[T]) / VNA_t_star - 1

# 8. Convert each interval BEIR to continuous rate then allocate monthly using Focus Top5 weights
monthly_weights = get_focus_weights_for_interval(T, focus_top5)
BEIR_monthly = allocate_interval_to_months(BEIR_interval[T], monthly_weights)

# 9. Aggregate / interpolate monthly BEIR curve, produce time series
save_results(BEIR_monthly)

```

参照：Svensson推定、duration^2重み、合成ゼロ構築、式(4)適用、Focus Top5月次配分の各ステップは本文該当節を参照。 filecite turn2file8 turn2file15 turn2file17

## 14. 実務検証ヒント

**短期部フィット重視：**duration<sup>2</sup>重みによりショートエンド誤差 (bps) が大幅減少 (中央値▲94%)。短期インフレ抽出精度を左右するため推奨。 filecite turn2file15

**イベント・ベース評価：**IPCA公表スケジュールに連動する「第1/第2金曜」「クリティカルデート」等で予測精度を比較する設計は政策判断に有用。 filecite turn2file15

**先物市場併用：**短期流動性が高い場合DAPベース推計と相互検証しベーススを観察。 filecite turn2file17

---

## 15. 国際市場への適用可能性と調整ポイント

本手法はラグ長・満期パターンをパラメトリックに置換することで米TIPS (3ヶ月ラグ) や英Linkers (旧8ヶ月→現3ヶ月) 等に応用可能です。主要調整は (i) ラグ長L、(ii) 季節配分情報 (国内サーベイ／インフレスワップフォワード／統計的季節分解)、(iii) クーポン頻度、(iv) 割引基準 (OIS等)。指数化設計差異がBEIR短期推定へ与える影響は国際比較上重要との指摘。 filecite turn2file10 turn2file18

---

## 16. 制約と研究課題

本論文の短期比較ではインフレ・リスクプレミアムを小さいと仮定しMAE直接比較を行っていますが、ボラティリティ急騰期にはリスク補償成分が無視できない可能性があります。期間構造モデルやサーベイ差分分解 (Vicente & Graminho 2015等) を組み込む拡張は今後の研究課題です。またSvenssonカーブは高季節屈曲のリアルカーブ適合に限界があるため、スプラインや状態空間動学推定への拡張余地があります。

filecite turn2file11 turn2file9

---

## 17. まとめ (Takeaways)

- **課題：**15日指数化ラグ+強いインフレ季節性がNaïve BEIRを歪める。
  - **解決：**Svenssonで名目・IPCAクーポン曲線→合成ゼロNTN-B→式(4)でラグ整合BEIR→Focus Top5重みによる月次季節配分。
  - **成果：**Naïveより大幅改善、サーベイ&DAPと同等～優越、ショック反応迅速、リアルタイムモニタリング可能。 filecite turn2file0
- 

## 18. 参考文献 (原論文掲載)

論文本体に引用された主要文献 (Bernanke 2004, Canty 2009, Christensen 2018, Ejsing et al. 2007, Söderlind 2011, Svensson 1995, Vicente & Graminho 2015 ほか) についてはWP493付録参照。 filecite turn2file13

---

### ご希望

- Pythonによる再現実装フルコード (データI/O含む)
- 月次BEIRシリーズから短期インフレ予測モデル (状態空間/Kalman)

- 日本物価連動国債データへの適用プロトタイプ

次に取り組みたい項目をお知らせください。