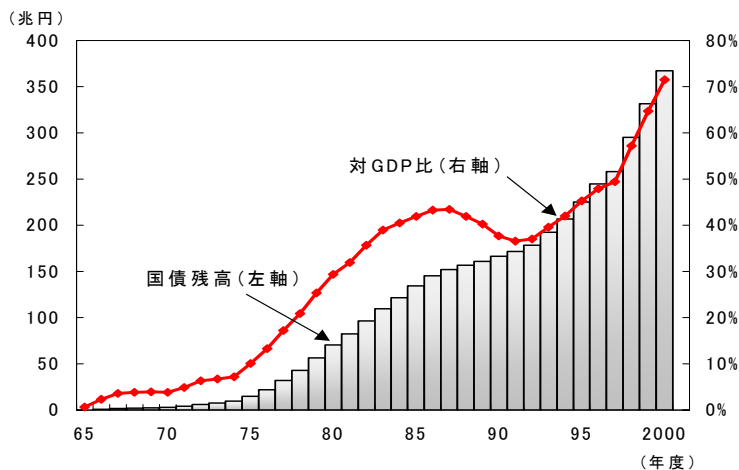


万人のための年金運用入門（3）－国内債券（上）

今回から、国内債券について解説いたします。国内債券は、株式に比べて価格の変動が小さく、また満期まで保有すれば利回りが確定するため、安全資産と呼ばれ、年金資産運用の中核をなすものです。しかし、金利の変動によって価格が上下する市場リスクや、発行体が倒産した場合に、利払いや償還が滞る信用リスクもあります。

債券とは、国・地方公共団体、事業会社などが、資金を借り入れるために発行する有価証券、つまりは借金です。国の借金である国債の累積発行残高は、2000年度で367兆円（GDP比71.5%）にもおよびます（図表1）。小泉内閣では、来年度予算の国債発行を限度額30兆円と公約するなど、わが国の財政改革にとって、重要な課題の一つとなっています。

図表1 国債の累積発行残高とGDP比の推移



出所) 日本証券業協会「証券業報」、各年度末時点の残高。

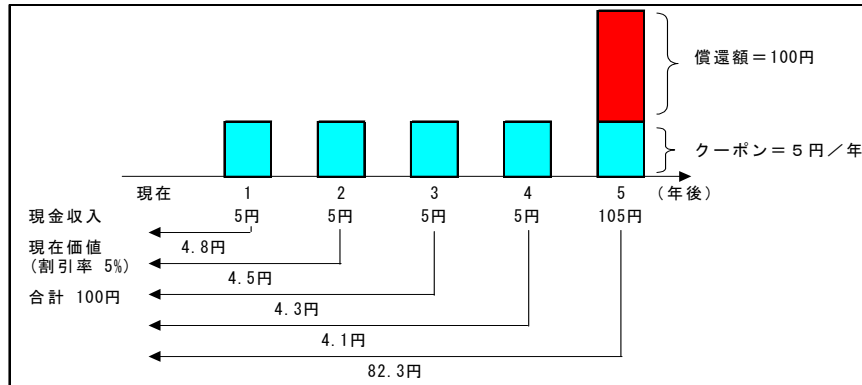
投資家にとって、国債は最も安全な運用手段とされています。満期まで保有するのであれば、購入時点で利回りが確定し、またデフォルトの心配もないため、運用の安全性が求められる年金基金にとって、資産運用の中核をなすものといえるでしょう。もっとも、現在の市場環境で10年国債を購入しても、ゼロ金利政策の影響で1.2%程度の利回りしか得られません。今後、長期金利が「確実に遠からず」上昇するのであれば、当面は0.1%未満の短期国債を購入し、金利が上昇してから10年国債を購入した方が高い収益を得られることになります。

債券の価格は市場金利によって変動します。したがって、金利の動向を予測することによって、キャピタルゲインの追求が可能になります。ここでは、まず金利と債券価格の関係について考えてみましょう。たとえば、満期5年、クーポン5%の債券の価格は、今後5年間、5%の金利が続くとすると、100円となります（図表2）。現在価値に割り戻した将来のキャッシュフローの合計（4.8円+4.5円+4.3円+4.1円+82.3円）が、現在の債券価格となるわけです。

では、金利が変動した場合、債券の価格はどれくらい変わるのでしょうか。先述の例で、金利が1%上昇（5%から6%に）した場合、同様に計算すると、債券価格は95.8円（4.2円低下）

となり、逆に1%低下した場合には104.5円（4.5円上昇）となります。このように、金利の変動によって債券価格は上下しますが、その変化の度合いを示す指標がデュレーションと定義されます。デュレーションが大きいほど、金利変化に対する価格変化は大きくなり、したがって、金利低下を予想する場合には、デュレーションを長くするポートフォリオを構築することになります。

図表2 債券の価格決定の仕組み



債券は株式に比べて安全だと言われますが、実際に、1980年には、米国金利の高騰、物価急騰などを背景に長期金利が上昇し、6.1%国債（10回）は4月8日に74.45円にまで暴落、その後、6月5日には87.48円まで急反発しました。ベストセラーの小説「日本国債（幸田真音著）」では、業者が結託して国債入札が未達（買い手がつかない）となったことをきっかけに、債券相場が急落する様子が生々しく描かれています。

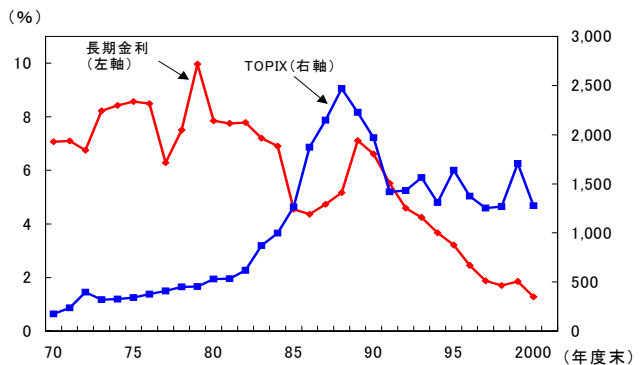
しかし、長期的には、債券の価格変動は、株式と比べると小さいものとなっています。特に、90年代は、相場の長期低迷により、株式のリターンがマイナスとなる一方、金利は低下基調（価格は上昇）であったため、債券のパフォーマンスの良さが際立っています。また、株式と債券の相関は低いため、分散投資によってリスク軽減が可能となります（図表3、4）。

図表3 債券と株式のリターン・リスク

		70年代	80年代	90年代
債券	リターン①	8.5%	8.0%	6.1%
	リスク②	3.3%	3.9%	4.0%
	①/②	2.59	2.08	1.53
株式	リターン①	11.2%	21.4%	-4.4%
	リスク②	15.6%	14.6%	21.7%
	①/②	0.72	1.47	-0.20
相関係数		0.26	0.24	0.01

注) 債券は野村 BPI インデックス (総合)、株式は TOPIX 終値。リターン、リスクはいずれも年率。90年代は2000年以降を含む。

図表4 長期金利・株価の推移



注) 長期金利は10年近傍の利回り。97年度まで上場小口・単利、それ以降は複利・店頭基準気配。TOPIXは終値。

※次回は、発行・流通市場、投資戦略、信用リスクなどについて解説いたします。