

(年金運用)：金利上昇に備えた資産運用の悩み

最近の年金資産運用では、金利上昇に備えた運用リスク管理への関心が高い。デュレーションで管理すると、金利上昇予測が短絡的に債券ポートフォリオのデュレーション短期化に結びつくが、「シナリオ」を考慮したより深い分析も欠かせないだろう。

金利変動に関するリスク管理では、デュレーションを用いた債券のリスク管理が、直ぐに思い浮かぶ。金利上昇による債券価格の下落率は、

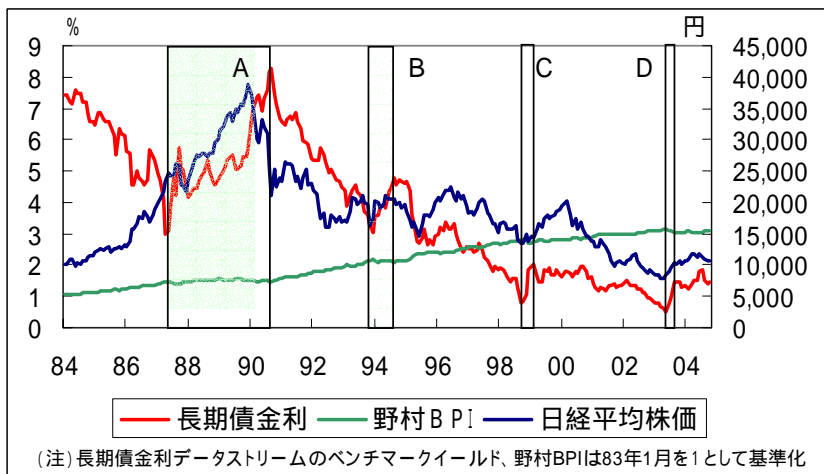
$$\text{債券価格の下落率} = - \text{デュレーション} * \text{金利上昇幅}$$

という式で算出できる。例えば、10年満期の長期債のデュレーションは約8年で、金利上昇幅が1%の場合、債券価格の下落率は、 -8% ($= -8年 * 1\%$)となる。一方、現在、長期債運用によるインカム収入が、年率1.5%程度であることを考えると、債券価格8%が下落は、5年分余りのインカム収入を失うことになる。そのような大きな損失を被りたくないため、短絡的にデュレーションの短期化戦略が検討されることになる。

しかし、デュレーションで管理できるリスクは瞬間的な金利変動リスクであり、微小な金利の上下に対する、債券価格変動の近似を与えてくれるものである。ただ実際には、金利上昇の「スピード」と「幅」がケースによって異なるため、これに対応するには「シナリオ」を想定した運用戦略の検討が欠かせない。

どのようなシナリオを描くかで、債券価格への影響は異なる。最も一般的なシナリオは、「わが国経済の好転、企業業績の回復、それによる低金利政策の終焉、通常のコリ状態へ戻る」という、金利サイクルの一環としての金利上昇が考えられる。それに対して、極端なシナリオだが、「国債の大量発行、円への信頼下落、信用リスクの高まり、日本売りによる金利上昇」という97年のアジア通貨危機や金融機関破綻以前の状態に戻ることも考えられなくはない。コンセンサスとしては、前者の可能性が圧倒的に高いだろうが、後者も“リスクシナリオ”として検討する余地はある。いずれにせよ、金利上昇が起きると、わが国の証券市場を取り巻く環境が大きく変化することになるだろう。

図表1：近年の金利上昇とわが国の証券市場



特に最近では、キャッシュ・バランス・プランの導入や、利付変動債の発行に伴い、債券運用を短期化する例がよくあるが、金利上昇が証券価格に与えるインパクトは、実際、どの程度であろうか。デュレーションによる理論分析以外には、過去データによる検証が一般的に考えられる。

金利低下トレンドを経験してきたわが国の債券市場では、過去 20 年で 4 回の金利上昇期間がある(図表 1)。期間 A、バブル景気に対する金融引き締めに伴う金利上昇であり、期間 B は、信用リスクの拡大による日本売りに伴う金利上昇、期間 C、D は、景気回復期待による金利上昇と言えるだろう。

この金利上昇期間における、債券と株式インデックスの収益率を見てみると(図表 2)、期間 A では金利上昇幅が大きいですが、債券インデックスの下落率はそれほど大きくない。これに対して、期間 C では、金利上昇幅は 1.25% で、それほど大きな金利上昇とは思えないが、債券インデックスの下落率は、-3.4% と最大となっている。

図表 2：近年の金利上昇と債券・株式インデックスの動向

期間	金利上昇期間	金利上昇 月数	金利 上昇幅	インデックス収益率	
				債券	株式
A	1987/05-1990/09	41	5.2%	-0.5%	-15.3%
B	1993/12-1994/10	11	1.7%	-2.8%	14.8%
C	1998/09-1999/02	6	1.3%	-3.4%	7.2%
D	2003/05-2004/08	16	1.0%	-2.5%	31.5%

イボットソン・アソシエイツ、データストリームのデータを用いて作成

期間 A では、もともと金利水準が高く、インカム収入が多かったため、現在のような低金利からの金利上昇とは環境が違っただろうが、緩やかで、時間をかけた金利サイクルの一環としての金利上昇であれば、インカム収入や再投資収益の拡大により、債券運用へのマイナスは少なそうである。しかし、信用リスクの拡大など、金利サイクルに関係ない突発的な要因による金利上昇では、短期的に大きな損失を被る可能性もある。

満期が短い債券で常に運用すれば、金利変動リスクは減り、今後予想される景気回復により、短期金利の上昇が続けば、短期債のロールオーバー運用により、金利上昇メリットを享受することができる。デュレーションの短期化によって、金利変動リスクを回避して、将来の利回り上昇を期待できるが、足元ではゼロ金利となり、予定利率とのパフォーマンス格差を解消できない状態が続くことになる。

金利変動リスクを低下させるための機会損失は意外に大きい。短期化によるポートフォリオ利回りの低下と、入れ替え流動化コストもかかるからだ。このように金利上昇に備えるといっても、単純にデュレーションの短期化だけで済まされないことが、現在の資産運用の悩みである。また、この問題を債券運用に限って考えるのでは不十分だろう。企業業績の回復により金利サイクル一環として金利上昇が起こるなら、株式運用のパフォーマンスが改善している可能性がある。ポートフォリオ全体として金利上昇への対応も検討に値するだろう。(北村 智紀)