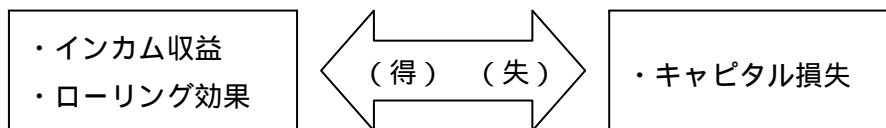


(年金運用)：金利上昇に備えた債券運用の悩み

債券運用において金利上昇に備える場合、通常は短期債へ投資するだろう。しかし、この原則に従って、短絡的に短期化を進めるのはリスクがある。短期化すべきかどうかは、金利上昇に要する時間と上昇幅（スピード）に依存するからである。

金利が上昇した場合、債券は価格下落による損失（キャピタル損失）を被るが、この損失は短期債よりも長期債の方が大きい。このリスクを嫌えば、短期債投資が選択される。

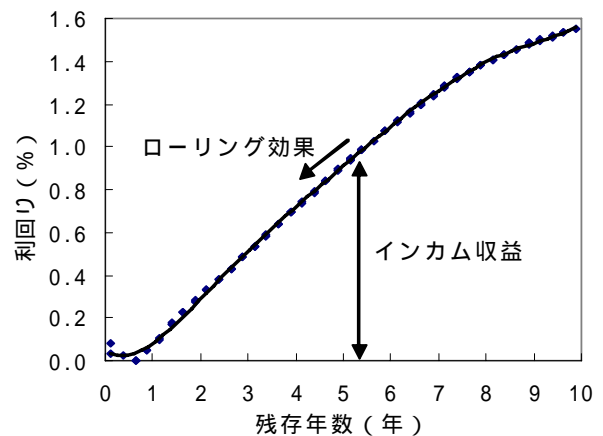
一方で、長期債は短期債に比べて金利の絶対水準が高いため、利息（インカム収益）が多い。加えて、図表1に示すようにイールドカーブが順イールドの場合には、時間経過による金利低下（ローリング効果）が見込まれる。これらの得失のどちらが大きいかを検討した上で、短期債と長期債のいずれに投資するかを決定する必要がある。



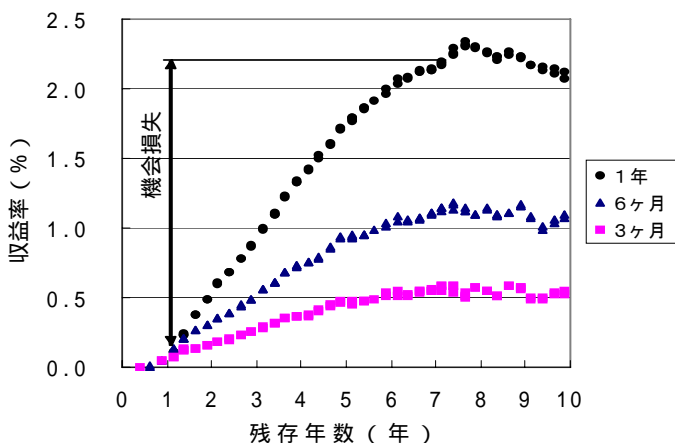
図表2は図表1の金利が上昇しなかった場合の期間収益である。1年間の期間収益がイールドカーブ水準よりも高いのは、ローリング効果が加わるためである。

一方で金利が上昇した場合に被る損失が図表3である。この損失を図表2の収益が上回れば、金利上昇したとしても、長期債に投資した方が有利ということになる。

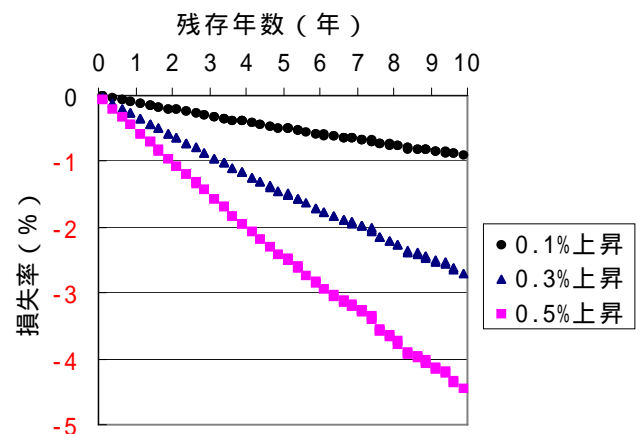
図表1：10年国債イールドカーブ
(2006/1/31時点、複利利回り)



図表2：期間収益率
(インカム収益 + ローリング効果)



図表3：金利上昇により被る損失
(キャピタル損失)



図表4はその比較を試みたもので、金利上昇幅がどの程度までであれば各債券が損失を被らないかを示している。長期債の方が短期債より金利上昇に弱いため、図表4は右下がりになるが案外、その傾きは穏やかである。7年長期債でも、1年間で0.4%程度の金利上昇には耐えられることが分かる。

近い将来、日銀によるゼロ金利解除が予測されるが、その上昇幅は何%程度と考えられるだろうか。0.1%・0.25%・0.5%等様々な水準が考えられるが、0.4%という許容幅は決して低い数値ではないのではなかろうか。

もちろん短期金利が0.1%の上昇でも、長期金利は先行きを見込んでより大きく上昇する可能性がある。逆に、長期金利は(短期金利上昇を)既に織り込み済みでそれほど上昇しないことも考えられる。長短金利は必ずしも連動しないが、いずれにしても、7年長期金利が1年間で0.4%以上、毎年上昇すると見込まない限り、7年長期債に投資していた方が短期債に投資するよりも有利ということになる。

図表4からは更に、3ヶ月間で0.1%、6ヶ月間で0.2%(いずれも年0.4%)までの金利上昇であれば、7年債に投資していた方が短期債に投資するより有利であることが分かる。このように金利上昇に要する時間が長く(金利上昇のスピードが遅く)なる程、長期債に投資した方が有利になる。また、たとえ3ヶ月間で0.2%金利が上昇したとしても、その後の3ヶ月間、金利が横這いであればその損失を取り戻すことができる。

このように、長期債に投資するか短期債に投資するかは、金利上昇に要する時間と上昇幅(スピード)を考慮しなければならない。仮に金利がいつまでも上昇しなかった場合、短期債に投資していたことによる機会損失は大きい。例えば1年短期債に1年間投資するのと、7年長期債に1年間投資するのとでは、その間金利が動かなければ2.075%も収益率が異なる(図表2)。更に金利が低下した場合に、長期債の方が短期債よりはるかに大きな収益を得られることは言うまでもない。

以上まとめれば、金利上昇に備えた早期の短期化は、機会損失が大きいリスクもあることを考慮し、容易ではないが、適切な投資判断が求められる。

(千田 英明)

図表4 : 各債券が損失を被る金利上昇幅

(インカム収益 + ローリング効果 = キャピタル損失となる金利上昇幅)

