

## (年金運用)：債券先物相場の異変

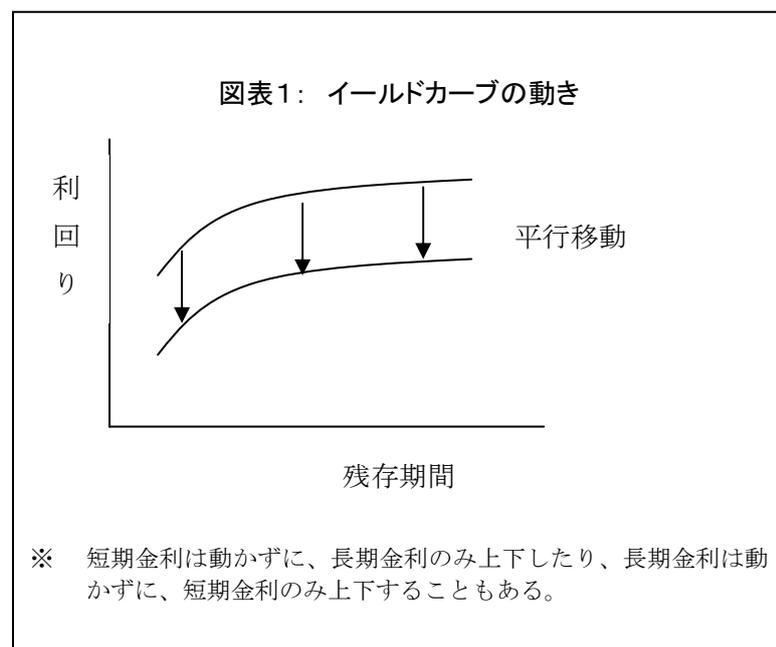
債券先物は、その使い勝手の良さから、現物投資の代替手段やヘッジ手段として、広く活用されてきた。しかし、最近のマーケットでは、必ずしも現物と先物が連動していないケースも見られるため、取引には注意が必要である。

債券の現物を購入する場合には、相対取引が原則であり、その銘柄を持っている相手を探す(または探してもら)ため、すぐに購入できないことがある。また、仮に購入できても、相手を探す費用が価格に上乗せされる。これに対して、債券先物は取引所取引で売買量も多いため、基本的にいつでも自由に売買可能である。更に、先物はほとんど現金を使わずに取引できること、買いのみでなく売りからも入れることなど、使い勝手が非常に良い。そのため、先物は現物投資の代替あるいはヘッジ手段など、様々な形で利用されている。

債券先物は現在、中期国債と長期国債を対象とした2種類が上場されているが、実質的には長期国債を対象としたものしか取引されていない。その長期国債を対象とした先物取引の商品特性から、現在の金利水準では受渡対象となる現物が残存期間7年の国債に限られる。このことから、先物を現物の代替として利用する際には様々な工夫が必要になる。

債券は残存期間により価格変動リスクが大きく異なる商品である。通常、残存期間の長い債券はリスクが高く、残存期間の短い債券はリスクが低い。そこで、このリスクを計測する尺度として、デュレーションという指標が利用されており、デュレーションの長い債券ほど価格変動幅が大きくなる。例えば、デュレーション2年の債券は、デュレーション1年の債券の2倍、価格が変動する。つまり、デュレーション3.4年(残存期間3.5年)の現物の値動きを代替しようとした場合、デュレーション6.8年(残存期間7年)の先物の投資金額は現物の半分になれば良いことになる。

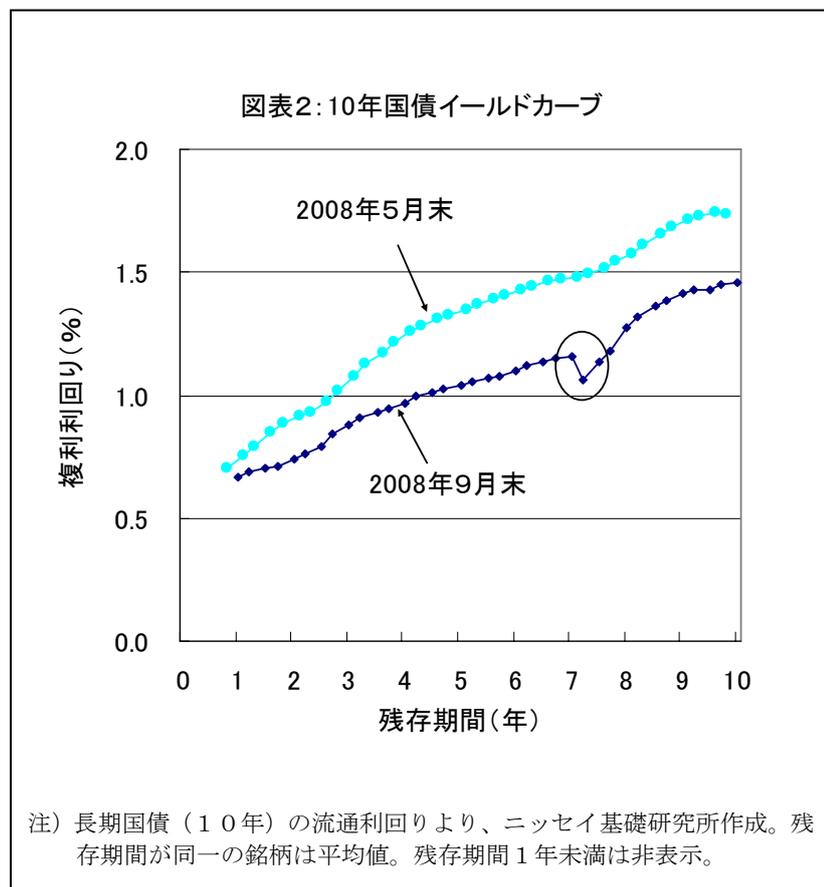
ただし、この手法は全残存期間の金利が同じ幅だけ動くこと(イールドカーブの平行移動)を前提としている(図表1)。通常のマーケットは、前提と異なるケースが多いため、単純にデュレーションだけをリスク指標と考える代わりに、各年限の過去の価格変動率を計測して、回帰分析によりリスク量を調整する方法も利用されている。



ところが、最近のマーケットでは、このイールドカーブが平行移動しないリスクに加え、残存期間7年の国債のみが特殊な動きをするリスクが発生している（図表2）。これは先物と連動性の高い7年国債だけが、先物の特殊な動きに引っ張られているためと考えられる。

先物の受渡対象銘柄が7年国債に固定されてしまっている現状では、7年国債と先物の連動性は非常に高い。これは、現物と先物を利用してマーケットの歪みを取りにいく裁定取引が可能になるためである。例えば、7年国債を買うと同時に、先物を同額売却すると、その時点で将来の収益を確定することができる。これは、先物の受渡時に、購入した現物を先物の売却により事前に確定した値段で売却できるためである。この取引により得られる収益は、通常、この取引を実施する期間の短期金利に一致するはずである。なぜならば、この期間に一致する短期債に投資した場合にも、投資した時点で将来の収益を確定できるためである。もしも両者の収益が異なれば、より有利な方に投資すれば良い。つまり、先物と現物（7年国債）の間には、通常「現物の収益－先物の収益＝短期金利」という関係が成立するのである。

ここで注意しなければならないのは、この関係が全残存期間の債券に対し成立しているのではない点である。先物の受渡時に売却できる現物は、残存7年国債であるため、それ以外の債券では前記のように、短期債との見合いで、より有利な方に投資することができない。イールドカーブで7年のみ歪んでいる現状は、先物と裁定取引が可能で7年国債以外の現物は、先物の特殊な動きについていかずに別の動きをしていると考えられる。



このように、先物を現物の代替として利用しようとしても、必ずしも思惑通りの運用ができない可能性がある。特に7年国債以外の債券の代替として先物を利用する場合（通常はこのケースの方が多いと思われる）には、マーケット動向を注視して、イールドカーブが平行移動しないリスクに加え、先物と現物が別々の動きをするリスクも考慮しなければならない。

(千田 英明)