

(証券市場)：超長期国債はいつまで買うことができるのか

長期（10年）国債金利は0.195%と史上最低金利をつけ、国内債券の期待収益率は大きく低下してきている。一方で、超長期（20年）国債金利は現在でも1%以上あり、投資対象となる可能性がある。イールドカーブの形状から割高・割安を分析し、超長期国債投資の可能性を検証する。

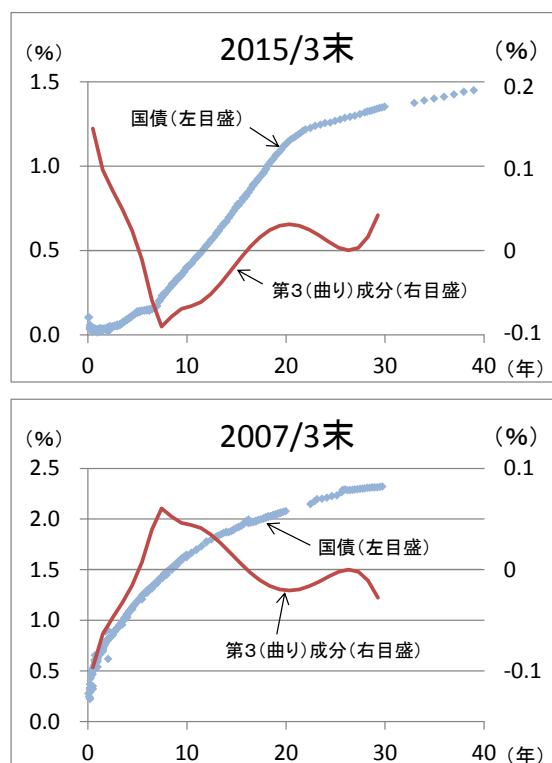
国内債券を主体にポートフォリオ構成しなければならない投資家にとって、現在の金利水準は非常に厳しい状況である。国内債券発行量の約7割を占める残存期間10年以下の金利水準は0.5%以下に留まり、今後金利が上昇してもしなくても期待収益率は当面の間、低水準に留まることがほぼ確実な状況である。

また、金利はまだ上昇しないとの見通しで、多少のリスクをとってでも高い金利水準を確保しようと超長期債に投資してきた投資家にとっては、超長期金利も徐々に低下していく中でどの水準まで投資していくべきか判断が必要なきがくるであろう。そこで、本稿ではイールドカーブの形状に着目し、超長期国債投資の可能性を検討する。

現在のイールドカーブの形状は大きく歪んでいるように見える（図表1）。イールドカーブの形状を主成分分析すると、主に3つの成分（水準、傾き、曲り）に分解できる。しかし、曲りを表現していると考えられる3つ目の成分は10年近辺を中心に下に凸となる。通常、イールドカーブの曲りは上に凸となることが多い。投資家はリスクに対応したリターンを要求するが、期間が長くなることによるリスクの増加幅は低減するためである。債券のリスク指標であるデュレーションは、期間が長くなるにつれてその増加幅は低減する。つまり、期間が長くなってもそれに対応した金利は比例して高くないことが多く、イールドカーブは上に凸のカーブを描く。現在のイールドカーブが歪んでいる理由には様々な要素が反映していると考えられるが、その中で最も大きな要因は、日銀による大規模な金融緩和で主に10年以下のゾーンがより多く購入されているためと考えられる（図表2）。そ

ここで、主成分分析により理論イールドカーブを作成し、実際のイールドカーブと理論イールドカーブがどれくらい乖離しているかを比較してみた。理論イールドカーブの作成方法は、正常なイールドカーブの形状をしていたと見られる期間（VaRショック後の2003年9月から日銀

図表1：国債イールドカーブの形状



(注1) 国債は固定利付国債全銘柄の複利利回り

(注2) 売買参考統計値より著者作成

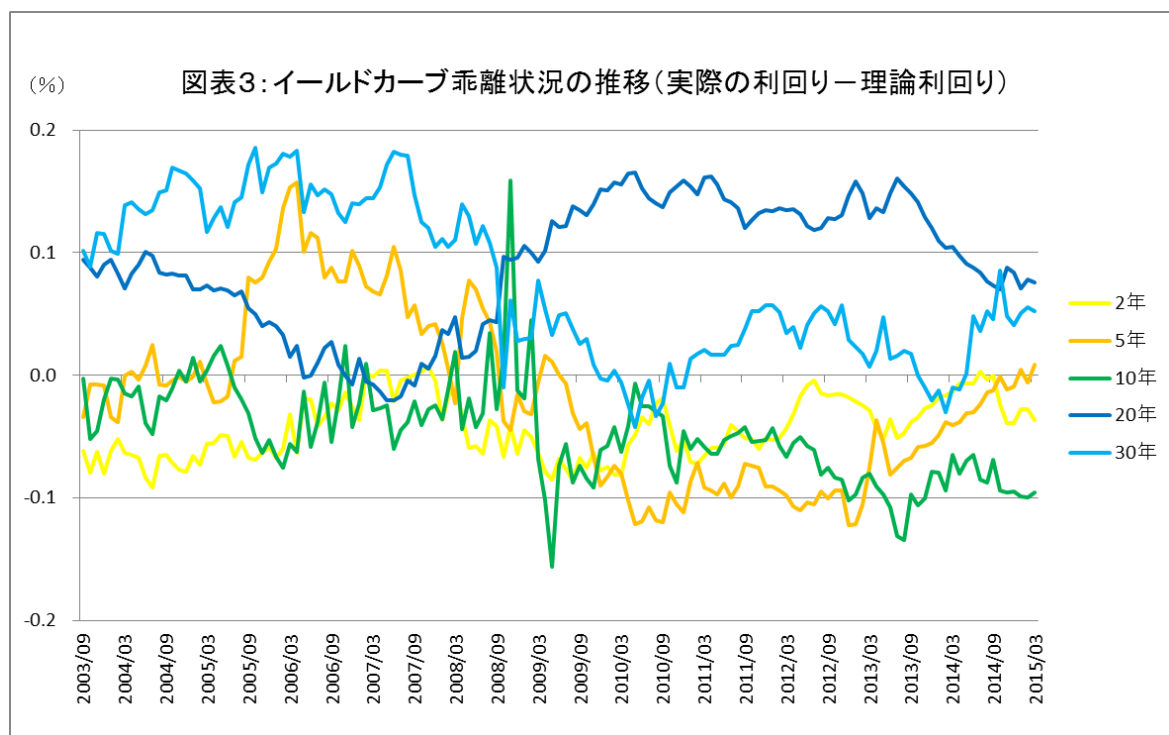
金融緩和前の2008年9月まで)から、主成分分析によりイールドカーブを構成している主要3成分(水準、傾き、曲り)を抽出。それらの成分を組合せて実際のイールドカーブに最も近い形状になるようなイールドカーブを作成し(最小二乗法)、理論イールドカーブとした。

図表2：日銀の主な金融政策

	金融政策	無担O/N誘導目標
2001年3月	量的緩和導入	—
2006年3月	量的緩和解除	0%
2006年7月	ゼロ金利解除	0.25%
2007年2月	金融引締め	0.5%
2008年10月	金融緩和へ転換	0.3%
2008年12月	金融緩和拡大	0.1%
2010年10月	包括的金融緩和 (ゼロ金利、物価目標、 資産買入基金創設)	0~0.1%
2013年4月	量的・質的金融緩和	0~0.1%
2014年10月	量的・質的金融緩和拡大	0~0.1%

図表3は実際のイールドカーブと理論イールドカーブの差の推移を示したものである。10年以下が割高な方向にイールドカーブが歪んでいるという想定通り、10年以下のゾーンが割高で推移し、20年ゾーンは相対的に割安に推移していることが分かる。そして、20年ゾーンが割安な状況は現在も継続している。

超長期国債は約1年前の2014年3月末は1.5%であったが、直近の2015年3月末は1.1%と低下してきている。金利水準が下がり、投資しにくい環境になっているが、他の年限との比較による相対的な割安感はまだ継続されていると考えられる。日銀による大規模な金融緩和などで、今後まだしばらく金利が上昇しないと考えるならば、引き続き超長期国債に投資する価値はあるだろう。



(注1) 主成分抽出期間 2003/9末~2008/9末

(注2) プラスは割安、マイナスは割高

(注3) 売買参考統計値より著者作成

(千田 英明)