

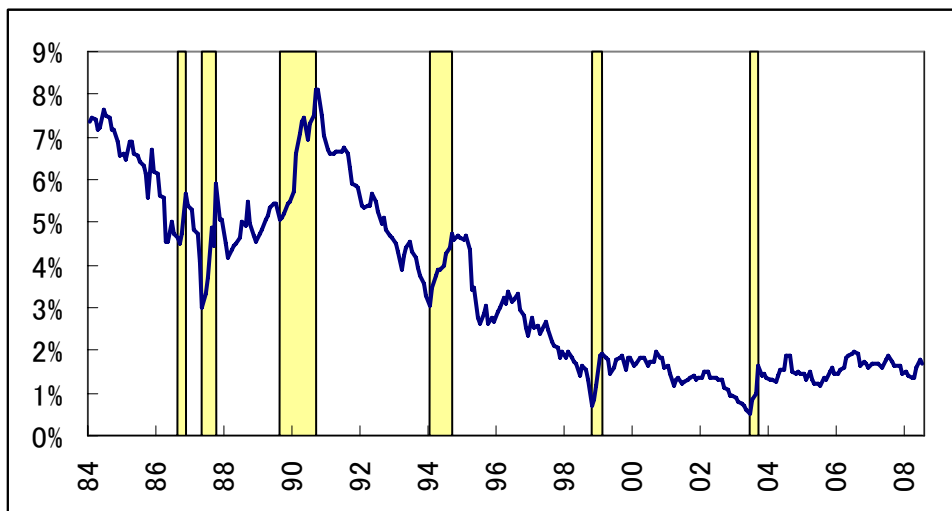
(年金運用入門)：金利上昇と債券運用

わが国の長期金利は、短期間に急上昇する特徴がある。そのため、基金の債券ポートフォリオでは、一時的に運用成績が悪化する可能性がある。しかし、債券運用の基本は長期保有によるインカム・ゲインの獲得であり、短期的な価格変動には冷静に対処することが重要であろう。

最近の石油関連製品の値上りなどインフレ圧力が強まり、金利上昇が現実的となってきた。年金基金にとっては、金利上昇により将来の運用利回りの向上も期待されるが、一方、現在の運用の中核となっている保有債券の価格下落も問題である。

図表1は、長期金利（国債ベンチマークの利回り）の過去の推移であり、黄色の影の部分は、筆者が独自に判断した金利上昇期である。わが国の長期金利の動きの特徴は、金利低下が長期間継続した後、短期間に金利の急上昇が起きることであり、そのため、一旦、上昇が起きると、基金が対応するのに十分な時間的余裕がないことである。

図表1： 国債ベンチマークの利回りと金利上昇期



(注) 金利上昇期は筆者独自の判断（1年以内で1%以上の上昇）によるもの。ベンチマークの利回りはデータストリーム JAPAN BENCHMARK BOND -SYLD, 10 YR (DS)-RED. YIELD、1984年1月～2008年7月の月次データ。

それでは、金利上昇があった場合に、どの程度の債券ポートフォリオの価格下落が予想されるのだろうか。金利の変化によるポートフォリオの価格変動の程度を表すリスクの指標として、デュレーション（Dur）がある。Durは投資の平均回収期間に関連していて、ポートフォリオのDurは、保有債券のDurの加重平均として算出できる。Durを利用すると、

$$\text{債券ポートフォリオの予想価格変化率} = - (\text{債券ポートフォリオの Dur} \times \text{金利変化}\%)$$

という式で、債券ポートフォリオの価格変化率を予測できる。例えば、債券ポートフォリオのDurが6年で、1%金利上昇した場合には、債券ポートフォリオの価格が6%下落（ $-6 \times 1\%$ ）することが予想される。

図表2は、過去の実際の金利上昇期における「金利上昇幅」と、ポートフォリオのDurを6年と仮定した「予想価格変化率」及び実際の債券インデックスのリターンである。金利上昇期の債券インデックスのトータル・リターンは、86年8月をボトムとする金利上昇期を除いて、マイナス（損失）であり、今後の金利上昇局面においても、債券運用を中核としている基金の運用成績の悪化が予想される。ただし、予想価格変化率（4列目）と、債券インデックスのトータル・リターン（5列目）を比較してみると、トータル・リターンの方が、マイナス幅が小さくなっている。

図表2：金利上昇期における予想価格変化率と債券インデックスのリターン

金利上昇期		金利 上昇幅	予想価格 変化率	債券インデックス		
ボトム	ピーク			トータル リターン	インカム ゲイン	キャピタル ゲイン
86/08	86/11	1.1%	-6.3%	3.0%	2.2%	0.8%
87/05	87/10	2.9%	-17.5%	-2.4%	3.2%	-5.6%
89/08	90/09	3.1%	-18.5%	-6.2%	7.1%	-13.4%
94/01	94/09	1.7%	-10.2%	-2.6%	3.8%	-6.4%
98/10	99/02	1.2%	-7.3%	-3.3%	1.3%	-4.6%
03/06	03/09	1.1%	-6.6%	-3.3%	0.6%	-3.8%

（注）債券インデックスはNOMURA-BPI総合。債券インデックスの各リターンは、金利上昇期における各月の収益率の単純合計であり、実際のインデックスの収益率と乖離がある。データ：データストリーム（図表1と同じ）及びイボットソン・アソシエイツ・ジャパン。

この理由としては、まず、債券の利金収入（インカム・ゲイン）を考慮しているか否かによるものである。債券インデックスのトータル・リターンは、インカム・ゲイン（6列目）と金利変動による債券価格の変化を反映したキャピタル・ゲイン（7列目）に分解できる。キャピタル・ゲインの方は、金利上昇によりマイナス（損失）となっているが、利金収入であるインカム・ゲインがある分、トータル・リターンのマイナス幅が緩和されている。

また、図表2の「金利上昇幅」は長期金利のものであるが、これに対して、「債券インデックス」の満期構成は幅広く、短期・中期の債券も含むため、長期以外の金利の動きもインデックスのリターンに影響する。例えば、長期金利は急上昇したが、短期・中期ゾーンの金利は、それほど上昇していなかった可能性もある。そのため、長期金利の上昇幅を利用した予想価格変化率よりも、債券インデックスの価格変化率の方が小さくなっている。

過去の例からは、今後予想される金利上昇は急激な可能性があり、基金の対応が難しいかもしれない。しかし、債券運用の基本は長期保有によるインカム・ゲインの獲得のはずである。インカム・ゲインを考慮すれば、Durを仮定した予想価格変化率よりも、実際のポートフォリオのリターンは、それほど低下しない可能性がある。過去10年間（1998年6月～2008年5月）の債券インデックスの累積トータル・リターンは約16%であり、仮にキャピタル・ゲインが4～5%のマイナスとなったとしても、年金債務の縮小も考慮すれば、慌てないことが重要であろう。

（北村 智紀）