

(証券市場)：拡大する債券ベンチマークのリスク

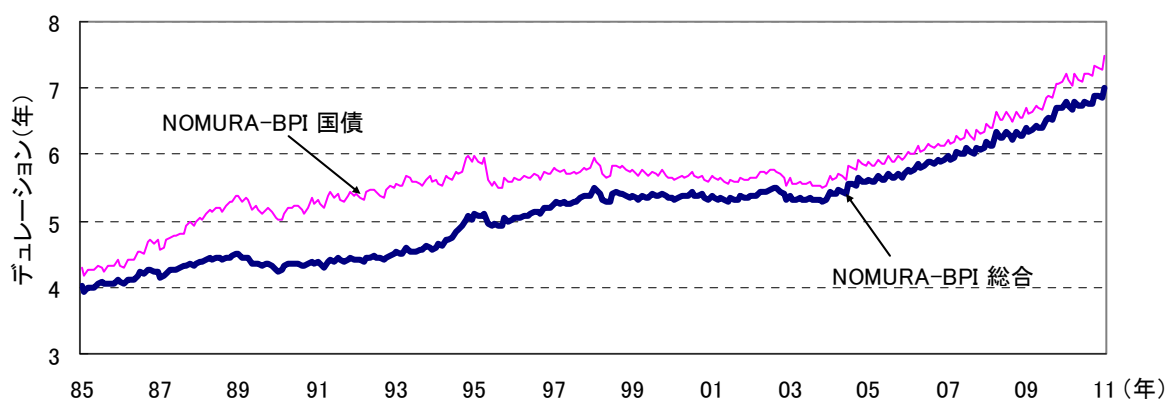
～ NOMURA-BPI 総合のデュレーションは7年に ～

国内債券マーケット全体のデュレーションが伸びてきている。相対的に安全な資産として認識されている国内債券であるが、そのリスクが拡大するようであれば、アセット・アロケーションの見直しを検討しなければならない。この傾向は今後もしばらく続く可能性が高く、注意すべきである。

国内債券の代表的なベンチマークである NOMURA-BPI 総合のデュレーションが、7年を超えてきた(図表1)。2005年ごろまでは5年強以下に留まっていたが、生保・年金等の機関投資家ニーズを踏まえる形で超長期(20年・30年・40年)国債が大量発行されるようになると、デュレーションは上昇し、遂に7年を超えた。NOMURA-BPI 総合をベンチマークとしている場合、最近5～6年でデュレーションリスクは1.3倍程度拡大したことになる。デュレーション7年は長期国債先物を上回るリスクである。かつて長期国債先物は、債券の中ではリスクの高いものとして位置付けられていた感があったが、現在では国内債券ベンチマークそのものがそれを上回るリスクになった計算であり注意が必要である。

デュレーションの長期化はアセット・アロケーションでの国内債券の位置付けを変化させる可能性もある。国内債券は、相対的に安全な資産としてポートフォリオの中では位置付けられ、他の資産より多く配分されるのが通常であろう。しかし、デュレーションが長くなるとそれに応じて国内債券のリスク量が増え、リスク・リターン特性が変化してくる。そのため、資産構成を再検討する必要もあろう。

図表1：デュレーション推移



(注) 野村証券ホームページより筆者作成、1985年9月～2011年9月月次。

では、このデュレーション長期化の傾向はどこまで続く可能性があるのか。直近の発行実績(2010年10月～2011年9月の1年間に発行された銘柄が同一残存期間、同一利回りで毎年繰り返し発行されると仮定、金利水準は全期間一定と仮定)が維持される前提でシミュレーションを実施した結果を図表2に示した。

そうすると、今後5～6年はほぼ現在のペースで上昇を続けるものの、その後はデュレーション8年弱でピークを迎える結果となった。しかし、これは直近の発行実績が維持されると仮定しているため、今後更に超長期国債の発行が増加する可能性のあることを考慮すると、最終的には8年を超え更に上昇する可能性が高いだろう。

デュレーション8年程度であれば、アセット・アロケーションを検討する際に問題ないのであろうか。アセット・アロケーションの計算は各資産のリスクとリターンの想定に大きく依存する。リターンは様々な方法で計算された数値が採用されているが、リスクについては、過去の標準偏差などを参考に決定することが一般的であろう。国内債券の過去20年間（1991年10月～2011年9月）の標準偏差は3.0%であった。

しかし、この間の平均デュレーションは5.4年である。国内債券において、デュレーションはリスク量の大部分を占めていると考えられる。そのため、将来デュレーションが8年程度になると想定するのであれば、標準偏差は単純に $8 / 5.4 \div 1.5$ 倍して4.5%程度になると考えるのが妥当である。現在、国内債券のリスクとして想定している直近20年間の標準偏差をそのまま使用すると、国内債券のリスクを過小評価している可能性もあり得る。アセット・アロケーションにおいて、国内債券のリスク想定のみを増加（国内債券のリターン想定は同じで、他資産のリスク・リターン想定も同じとする。）させると、国内債券の資産配分比率は基本的には低下していく。現在の資産配分比率を見直すことを検討しなければならないことになる。

図表2：デュレーション推移の予想



(データ)実績データは1985年9月～2011年9月月次。予想データはNOMURA-BPIデータより筆者計算。

このように国内債券のベンチマーク自身に変化するリスクを回避し、アセット・アロケーションを変えないようにするためには、NOMURA-BPI 総合を用いるのではなく、NOMURA-BPI 中期、長期（7-11）、Ladder など、投資年限が限定されていてデュレーションが安定している指標を採用することも一つの方法である。この場合は、国内債券のリスクが安定するため、資産配分比率は大きく変えなくて良い。ただし、ベンチマークがNOMURA-BPI 総合からNOMURA-BPI Ladder 等に変わるため、それに合わせて国内債券の銘柄構成を変更しなければならない。国内債券は他の資産に比べるとリスクは少ない。しかし、その配分比率は多いため、今後もより精緻な分析が必要となるであろう。

(千田 英明)