

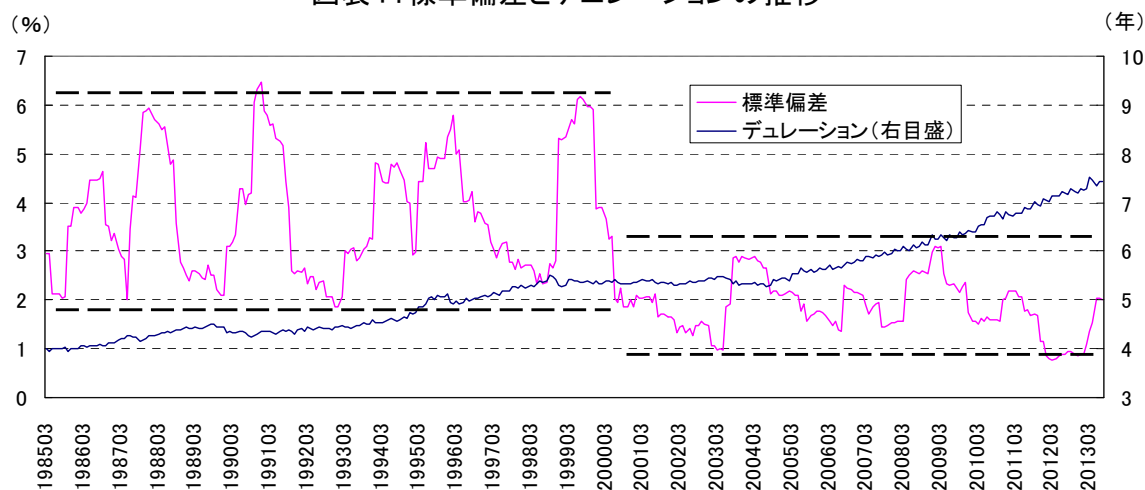
(証券市場)：国内債券マーケットリスクの見方

国内債券の主なリスク指標として、標準偏差とデュレーションがある。しかし、現在の国内債券マーケットを市場インデックスで見ると標準偏差のリスクは減少し、デュレーションのリスクは増加している。この相反する結果をどのように評価すべきか考察する。

国内債券のリスクを認識するには、どのような方法があるだろうか。一般的に運用のリスクというリターンのブレ（以下、標準偏差と呼ぶ）になるので、NOMURA-BPI総合をベンチマークとして運用する場合は、その標準偏差を計測すれば良いだろう。この方法では、2000年以前とそれ以降で標準偏差の水準に明らかな違いが見られる（図表1）。2000年以前は標準偏差が2～6%程度なのに対し、それ以降は1～3%程度と大幅に低下する。つまり、過去に比べて現在はリスクが小さくなっている。

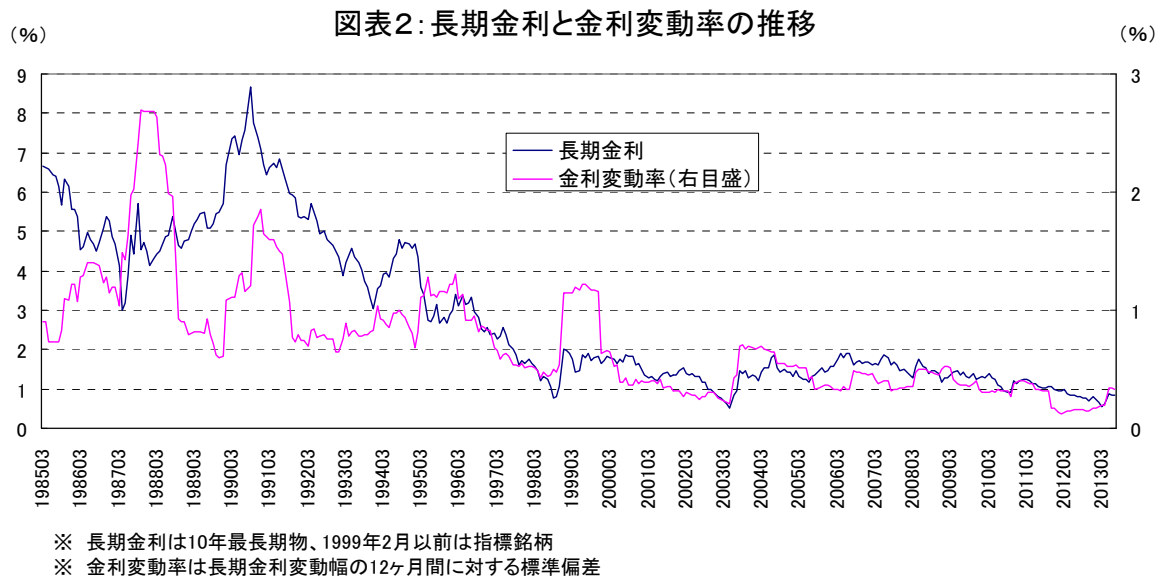
国内債券のリスクを計測するもう1つの指標として、デュレーションがある。先と同様にベンチマークがNOMURA-BPI総合としてそのデュレーション推移を見ると、デュレーションは徐々に長くなっている（図表1）。デュレーションは長い程リスクが大きいので、過去に比べて現在はリスクが大きくなっていることが分かる。つまり、先の標準偏差の推移とは逆の結果になってしまう。何故、このような結果になるのだろうか。国内債券のリスクはどのように考えたら良いのだろうか。

図表1：標準偏差とデュレーションの推移



※ 標準偏差はNOMURA-BPIの月次収益率12ヶ月間に対する標準偏差

デュレーションが長くなってきているにもかかわらず、標準偏差が低下しているのは何故か。デュレーションは、金利が変動した際に債券価格がどれくらい変動するか、ということを示す金利感応度である。金利が変動したときに、その債券ポートフォリオにどれくらいの影響があるかが分かる。ただし、金利が変動しなければ関係ない。デュレーションがいくら長くても金利が変動しなければ債券価格は変動せず、標準偏差も大きくならない。現在、デュレーションが長くなってきているにもかかわらず、標準偏差が低下しているのは金利変動率が低下してきているからである（図表2）。



このように、債券マーケットのリスクを見るには、標準偏差、デュレーションといった指標に加え、金利変動率も見ていく必要がある。標準偏差は過去のマーケット推移から算出したものであるため、今後も同様に低位安定するとは限らない。デュレーションは現在の債券マーケットが抱えている金利感応度（リスク）であり、金利リスクが大きくなってきているということを示している。金利変動率は、標準偏差と同様に過去のマーケット推移から算出したものであるため、今後も低位安定するとは限らない。よって、標準偏差と金利変動率について将来どのように推移するかを想定する必要がある。

標準偏差は収益率のブレである。債券ポートフォリオから得られる収益はインカム収益とキャピタル損益とに分解できるが、インカム収益はブレが少なく、キャピタル損益はブレが大きい。キャピタル損益のブレは「金利変動率×デュレーション」にほぼ比例するから、金利変動率の推移を予想できれば、標準偏差の推移もほぼ予想できる。

現在、金利変動率が低下している理由の一つとして、日銀の金融緩和政策があるだろう。また、金利水準が低くなっていることも影響しているだろう。金利水準とその変動率との間には一定の関係があるように見える（図表2）。今後、金融緩和政策が終了し金利が自由に動けるようになった場合、また、金融政策で長期金利がコントロールできなくなった場合、これまで以上の警戒が必要である。

主要4資産（国内債券、国内株式、外国債券、外国株式）の資産配分を決定する際に、各資産のリスク（標準偏差）、期待リターン、及び資産間の相関係数などを設定し、全体のリターン／リスクが最も高くなる資産配分比率を計算する方法がある。この方法では、最初に設定する数値が非常に重要になる。例えば、国内債券のリスクを小さく見積もると、国内債券の配分比率は非常に高くなる。そのため、単に国内債券のリスクを過去の標準偏差だけで捉えてしまうと、過小評価している可能性が高い。今後はデュレーションが長くなっていることから、金利変動による収益への影響はこれまで以上に大きくなることが想定される。将来の金利変動率見通しなどを交えながら、適切なリスク管理を実施していく必要があるだろう。

（千田 英明）