

(年金運用)：金融政策の出口と債券ポートフォリオ

日銀による量的・質的金融緩和政策の導入から1年が経過した。景気回復の兆しが見えてきたものの、消費税率引き上げの影響などがあり、金融政策の出口を考えるのは時期尚早かもしれない。しかし、債券は金融政策の影響を強く受ける資産であり、市場が落ち着いている今から出口にむけた頭の体操をしても良いのではないだろうか。

今年の1月からFRBは金融緩和の規模の縮小（テーパリング）を徐々に進め、経済や市場の状況を踏まえつつ、平常時の金融政策運営に向けて舵を切り始めた。我が国を一步先行した動きであり、金融政策の出口戦略やそれによる影響を知る貴重な参考となるだろう。

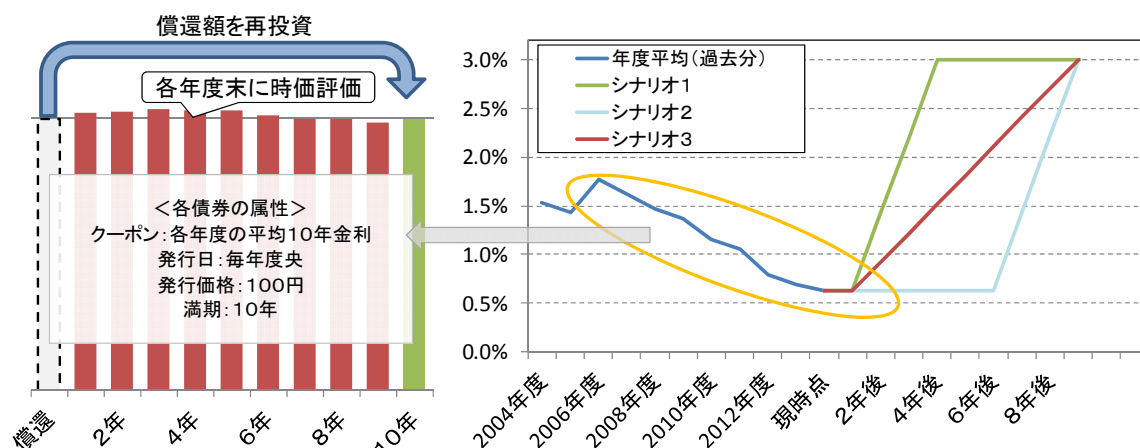
一方我が国では、昨年4月の日銀の量的・質的金融緩和政策の導入から1年経過したが、消費税率引き上げなどもあり、景気や物価の状況を考えると金融政策が出口に向かう気配は無い。

長期（10年）金利の推移を見ると、量的・質的金融緩和政策の導入直後は乱高下したものの、その後は日銀による国債の大量購入の影響などから0.6～0.7%程度での安定した推移が続いている。今後、日本経済が持続的な成長軌道に乗り、日銀が目標とする物価上昇率2%が実現すれば金融政策は平常時のものとなり、自ずと短期、長期の金利水準は上昇するだろう。

では、このような状況での長期金利の安定的な水準は何%位だろうか。潜在成長率の約1%とインフレ率の2%を合計した3%程度の水準を一つの目安とする考え方が一般的だろうⁱ。10年後の長期金利がこの水準に達するとして、次にその経路を考えたい。これについては、金融政策の出口戦略によってこの水準に、早期に達する、出口までは時間がかかる、緩やかに上昇する、などの様々な経路が想定できる。

債券は、各年金基金のポートフォリオの核となっている資産であり、運用利回りの安定化、定期的なキャッシュフローの創出などが期待できる。このため、ラダー型のポートフォリオを構築している場合も多いだろう。ここでは、10年債で構築したラダー型ポートフォリオについて、3通りの金利上昇の経路（シナリオⁱⁱ）を想定して、経路の違いが時価パフォーマンスや債券ポートフォリオに及ぼす影響を見たい（図表1）。

図表1：各シナリオと試算するポートフォリオの関係
 試算用のラダー型ポートフォリオ（イメージ）過去と今後の金利の動き

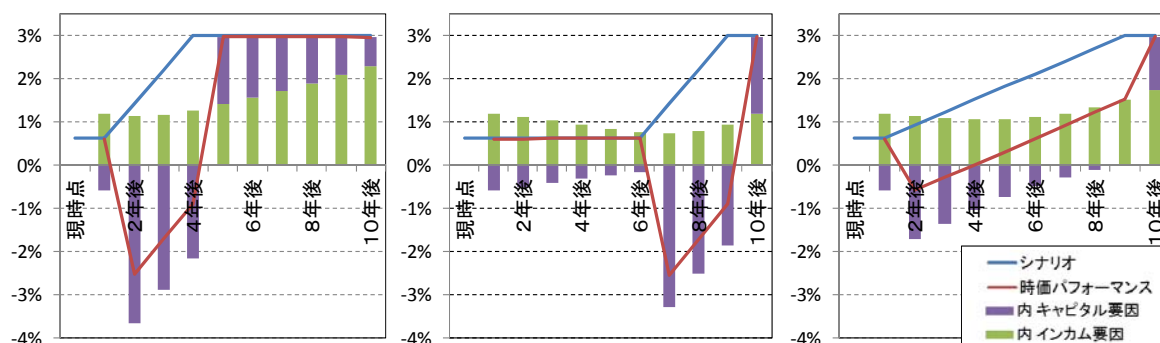


各シナリオによる試算の結果を見ると（図表2）、金利上昇が急激なシナリオ1、2では上昇時の時価パフォーマンスがマイナスとなる。一方、金利の上昇スピードが緩やかなシナリオ3では、金利が上昇しているにもかかわらず、時価パフォーマンスがプラスの場合もある。

シナリオ3を例に、時価パフォーマンスをインカム要因とキャピタル要因の2つに分けて少し詳しく見る。シナリオ3では4～8年後までの5期間は、キャピタル要因はマイナスだが、インカム要因のプラスにより時価パフォーマンス全体はプラスになっている。これは、インカム要因が、金利上昇によるキャピタル要因のマイナスに対するバッファーになっているためであるⁱⁱⁱ。またキャピタル要因のマイナス幅が徐々に縮小しているが、これはロールダウン^{iv}によるものであり、イールドカーブの形状によってはこのような効果も期待できる。

各シナリオの10年後のインカム要因の水準を比較すると、10年後の長期金利は同水準であるにも関わらず、インカム要因の水準には差があることが分かる。これは、金利上昇の経路の違いによるもので、シナリオ1のような経路では金利急上昇によるキャピタル要因の大幅なマイナスが生じるものの、金利水準が早期に高くなることによりインカム要因の水準も早く上昇する（キャピタル要因の変動に対するバッファーが厚くなる）ことが分かる。経路の違いによって、安定的に収益を生み出すインカム要因に差が生じることは留意が必要であろう。

図表2：シナリオ毎の時価パフォーマンスとインカム要因・キャピタル要因
シナリオ1 シナリオ2 シナリオ3



金利上昇幅やイールドカーブの形状変化によってはこの試算通りにはならないものの、金利上昇が急激な場合は、時価パフォーマンスの数%程度のマイナスを想定しなければならない。マイナス幅は株式などと比べると限定的ではあるが、ポートフォリオ内の債券の比率は高いため、ポートフォリオ全体に及ぼす影響は無視できない。自らの基金の財務余力と照らし合わせた上で、債券ポートフォリオ内のオペレーションでは物価連動国債の購入やデュレーションの短期化ⁱⁱⁱ、クレジット投資などによるインカム要因の嵩上げ、その他では国内金利との相関が比較的低い外国証券やオルタナティブ、生保一般勘定などの導入の検討はいつでも可能だろう。金融政策の出口の議論は時期尚早かもしれないが、出口のないトンネルが無いことと同様に、金融政策もいつかは出口を迎える。トンネルを抜ける時の急な眩しさに備えるように、金融政策の出口について、頭の体操を早めにしても良いのではないだろうか。（新美 隆宏）

ⁱ ニッセイ年金ストラテジー（2013/8）「今後の10年国債金利を考える」を参照

ⁱⁱ 各シナリオとも現在のイールドカーブから、10年後までにシナリオに沿って短期金利が2%、10年金利が3%に上昇し、その間の年限の金利上昇幅は、短期金利と10年金利の上昇幅で線形補完したものを想定

ⁱⁱⁱ ニッセイ年金ストラテジー（2013/1）「金利水準とデュレーション短期化の関係」を参照

^{iv} ロールダウンとは、イールドカーブの水準などの変化が小さい場合、例えば10年債を時価評価する場合の金利水準が、1年後は満期9年の水準に低下することによりキャピタルゲインが得られる効果