

スペインストリップス国債とイタリアストリップス国債イールドカーブと価格の関係
ーロールダウン効果についてー

- 今回は、債券の価格の動きに関するおさらいとスペインストリップス債とイタリアストリップス債の実際の価格の動き方に関してみてみることにする。

1. 金利・残存期間と債券価格

- 債券の価格＝金利と残存期間の関数
 - ① 債券価格は、金利水準が上昇すれば下落し、金利水準が下落すれば、上昇。
- また、②残存期間が短くなれば、額面の水準(100、つまり Par)に近づく(満期には、額面で償還される¹)。

2. 利回曲線(＝イールドカーブ)

- 債券市場は、残存期間ごとに異なる水準の金利がついている。これを連続的に繋げたものを利回り曲線(以下「イールドカーブ」という。イールドカーブは同一の債券の期間ごとの金利を結んだものであり、異なる債券の場合、異なるイールドカーブとなる。²
- 一般的に、イールドカーブは、残存期間が長いほど、金利は高く、残存期間が短いほど金利は低くなる。このため、満期までの期間が短い債券は金利が低いので、額面の水準に近い水準で取引される。
- グラフ1は、スペインストリップス国債のイールドカーブとそのカーブの水準での債券価格を見たもの。(棒グラフが価格を示し左の軸がその値を示している。線グラフは、金利水準を示しており、左の軸で示されている。)残存期間30年の金利水準は、2.6%程度で、価格は、€43程度での取引となっていることを示している。一方、残存期間6か月の金利は、-0.03%、価格は、€100.02での取引となっている。
- また、債券は、残存期間が短縮するにつれ、価格が上昇することが、グラフから見てとれる。

3. スペインストリップス国債のイールドカーブとイタリアストリップス国債のイールドカーブ

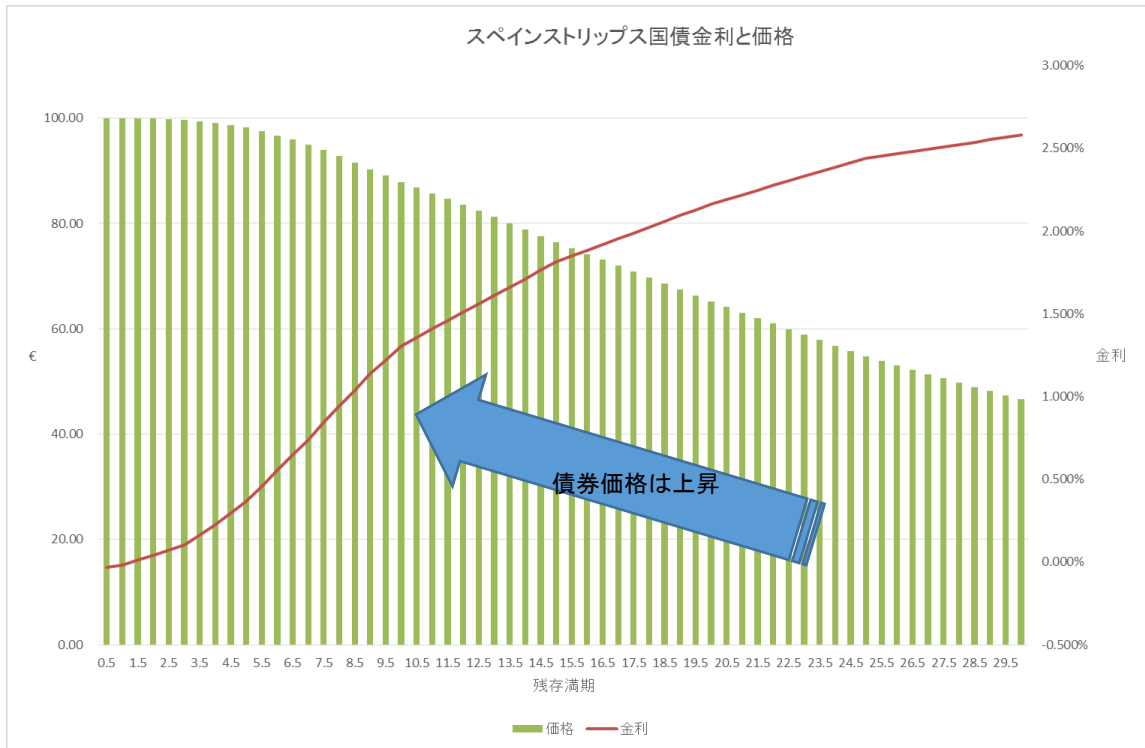
- グラフ1は、スペインストリップス国債のイールドカーブとその水準での価格を示しており、グラフ2は、イタリアストリップス国債のイールドカーブとその水準での価格を示している。
- この2つを比較すると若干、形状が異なることがわかる。イタリアストリップス国債のイールドカーブの方が、スペインのものより、10年から20年の残存期間の金利が高く、突上の形状をしている。一方、2つを比較した場合、スペインのものは、長期から短期に向け単調に

¹ 債券価格は、債券のキャッシュフロー(元本と金利)を金利で割り引いて求めるので、残存期間が短縮することで割り引く時間が少なくなり、価格は、上昇することとなる。

² イタリアとスペイン国債では異なるイールドカーブが存在し、銀行の優先普通社債、CoCo債では、それぞれ異なるイールドカーブが存在する。

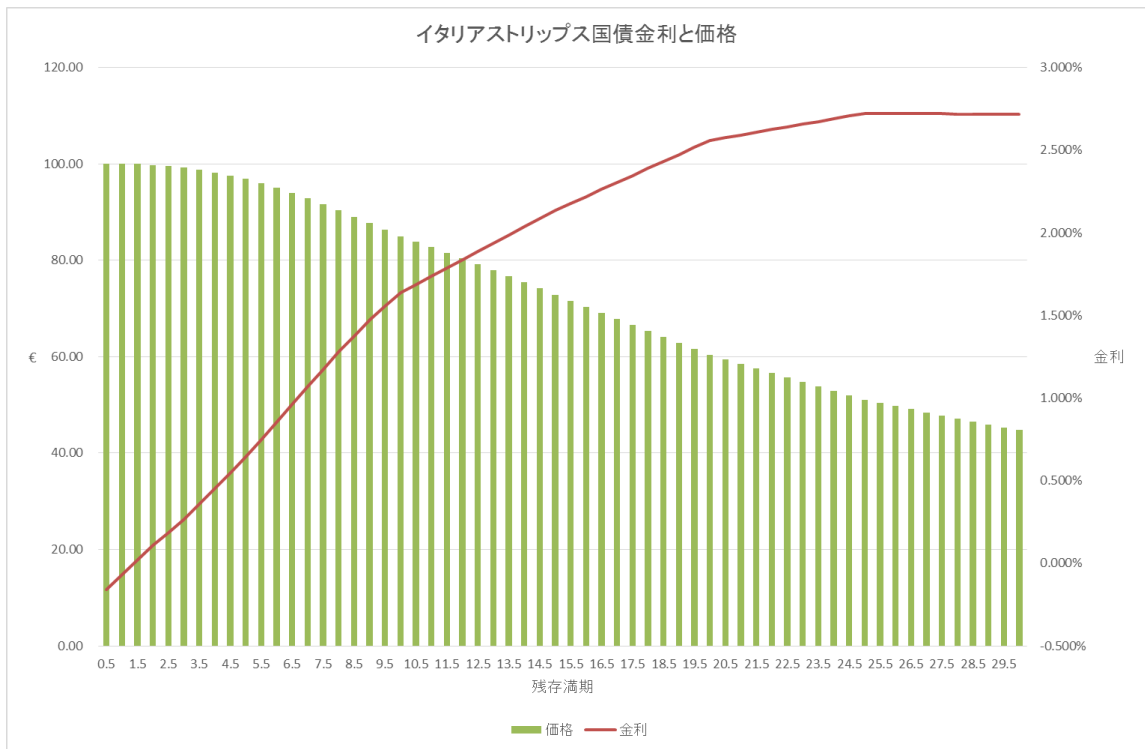
低下している。

グラフ 1



Bloomberg より作成

グラフ 2

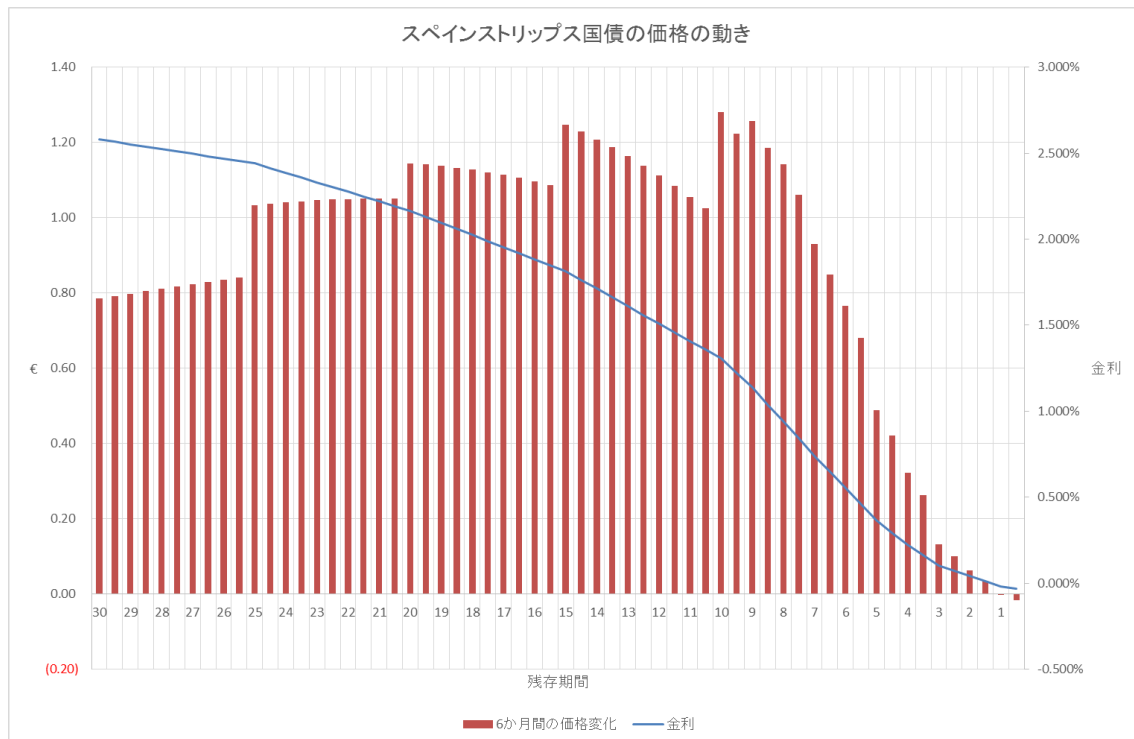


Bloomberg より作成

4. イールドカーブの形状と債券価格の動き

- グラフ3、4は、スペインストリップス国債とイタリアストリップス国債に関して、残存満期を長いものから短いものに並び替え、イールドカーブを描いたものと、残存期間が其々6 か月短縮した場合、債券価格の上昇がどのように変化するかを示したもの。
- グラフ3をみるとスペインストリップス国債は、30 年満期のものが 6 か月経過すると約€0.8 価格が上昇することを示している。残存期間 10 年のものは、6 か月経過すると約€1.3 上昇する。(イールドカーブを滑り落ちることによる債券価格の上昇効果であり、一般的にはロールダウン効果という。)

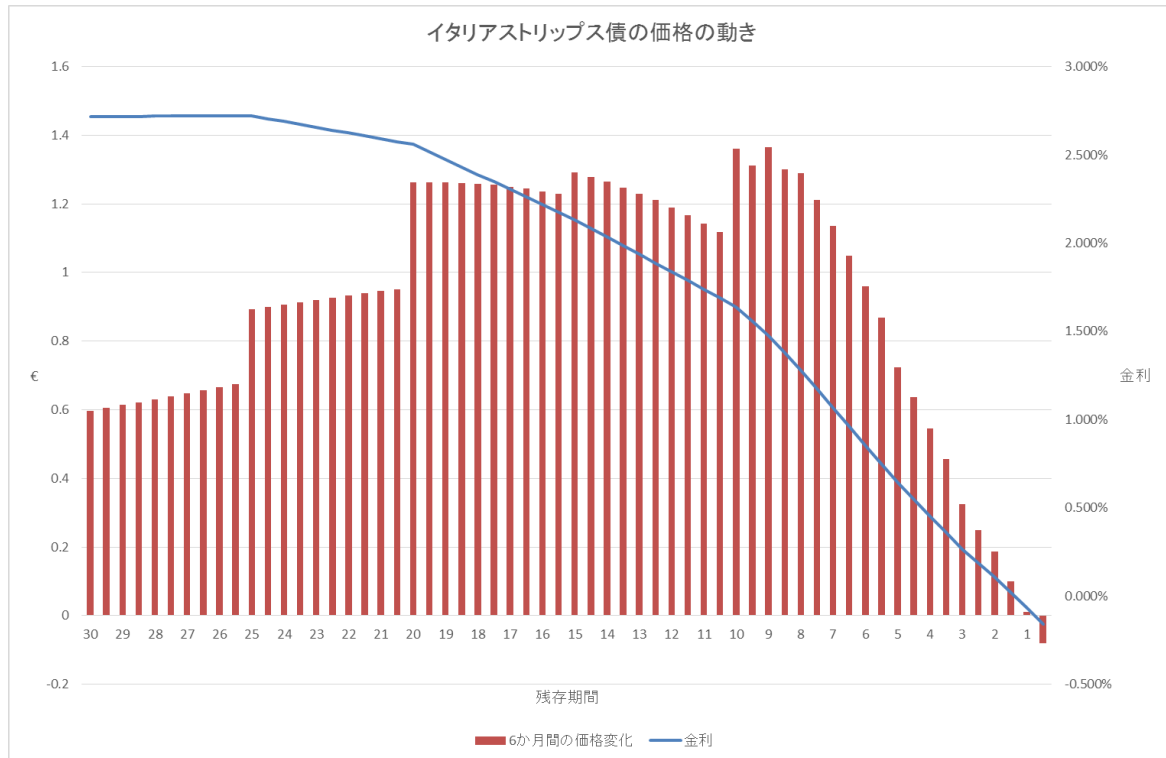
グラフ3



Bloomberg より作成

- 一方、イタリアストリップス国債の同じものを見たグラフ4では、残存30年満期の債券が6か月経過した場合価格の上昇は、約€0.6程度であり、一方、残存期間10年の債券は、6か月間経過すると約€1.4程度上昇する。
- これは、スペインとイタリアのイールドカーブの形状が異なるために発生する現象であり、イールドカーブが一律に低下するような形状(一般的にはスティーピングという)では、長期の債券の①残存期間の短縮化と②金利の水準の低下による2つの要因による価格上昇の効果が高い。現状のイタリアストリップス債のイールドカーブは、長期ゾーンのイールドカーブが平らな状況のため、残存期間が短縮しても、長期の債券の金利水準の低下の効果が少ないものとなっている。

グラフ4



Bloomberg より作成

5. まとめ

- 債券投資に当たっては、外部要因が不安定な場合、金利水準の変化（イールドカーブの水準の変化）を考慮して、投資を行う必要はある。一方、外部環境が安定している場合、イールドカーブの形状変化が少ないので、イールドカーブの形状を考慮して、投資を行うことが可能となる。
- 特に、同じ信用力の債券（この場合、イタリアとスペイン³はほぼ同じ信用力）であれば、長期債券の運用は、なるべくイールドカーブが立っているものを選択することで、①残存期間の短縮による価格上昇の効果と②金利水準の低下による価格上昇の効果を利用し、有利な運用が可能となる。
- 現状のユーロ圏は、ECB による金融緩和策が功を奏し、イタリアスペイン等の周辺国の金利も安定しており、特にイールドカーブも金融緩和の影響を受け、ほぼ安定してきている。また、ECB は、現状の金融緩和策を維持する方向であり、今後ともこの状況は続くものと思われる。

³ 10/23 のロイターの報道によれば、昨年12月及び今年6月の総選挙で、第1党の国民党をはじめとする主要4政党がいずれも議会下院で過半数を得られない結果となり、政権が樹立できない状態が続いていた。しかしながら、スペインの最大野党、社会労働党は23日の幹部会議で、国民党を率いるラホイ首相続投の是非を問う信任投票で棄権することを決定した。これにより国民党中心の政権が発足し、10カ月に及んだ政治空白が解消されることが確実となった。<http://jp.reuters.com/article/spain-rajoy-idJPKCN12N0ZN>
また、R&Iによれば、今回の動きは格付け上ポジティブだが、暫定政権がどこまで、踏み込んで、EUの求める財政目標に応じた予算を今後作れるか次第で、格付け変更の可否を考えるとのこと。

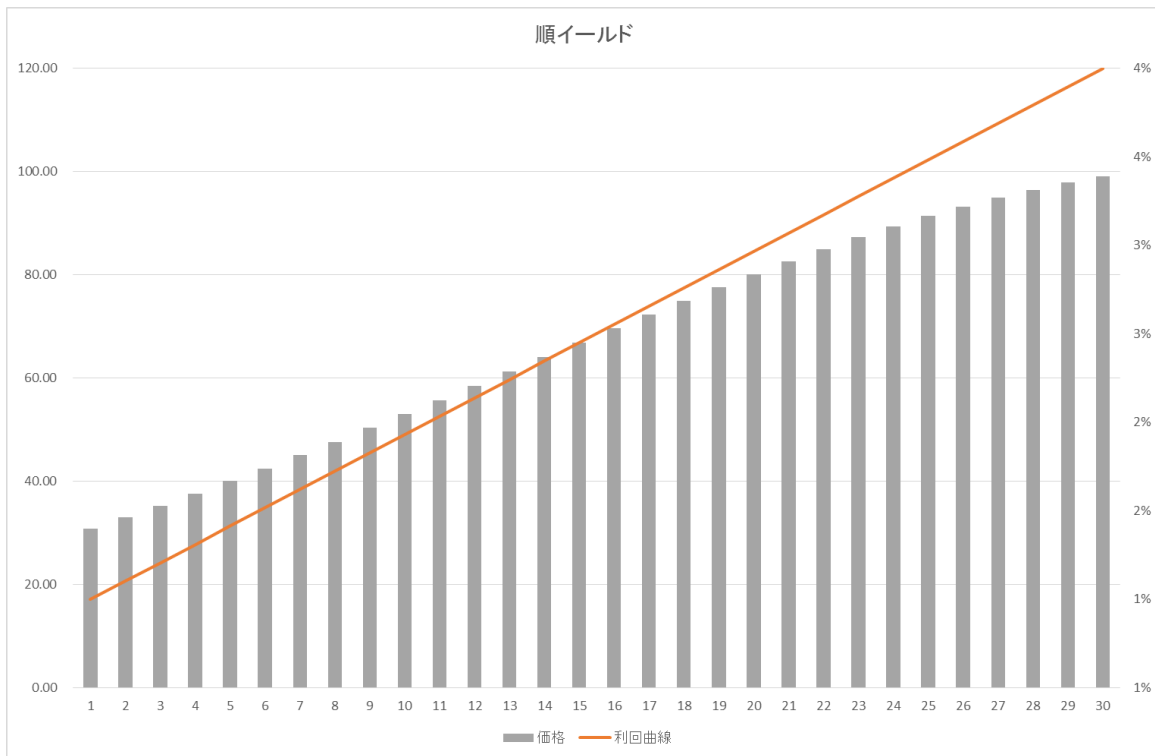
- 現時点の状況を考えた場合、ロールダウン効果を期待できるスペインの長期債（例えば、30年ストリップス債）への投資が有利なものといえよう。

以上

【ご参考】イールドカーブの形状とストリップス債を満期保有した場合の価格の推移

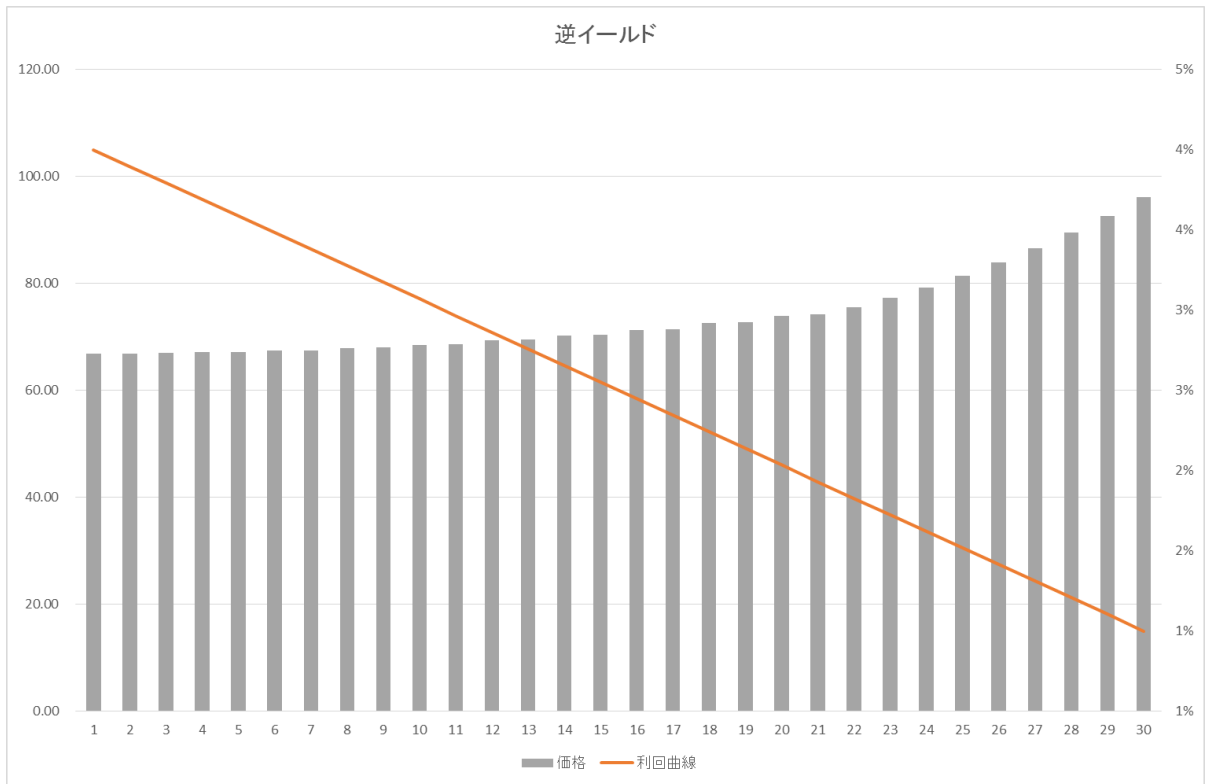
- グラフ5, 6, 7は、イールドカーブの形状に応じ、残存30年のストリップス債の価格が保有期間の経過とともにどのように変化するかを見たもの。オレンジ色の線グラフが、イールドカーブを示しており、グレーの棒グラフが価格の推移を示している。

グラフ 5

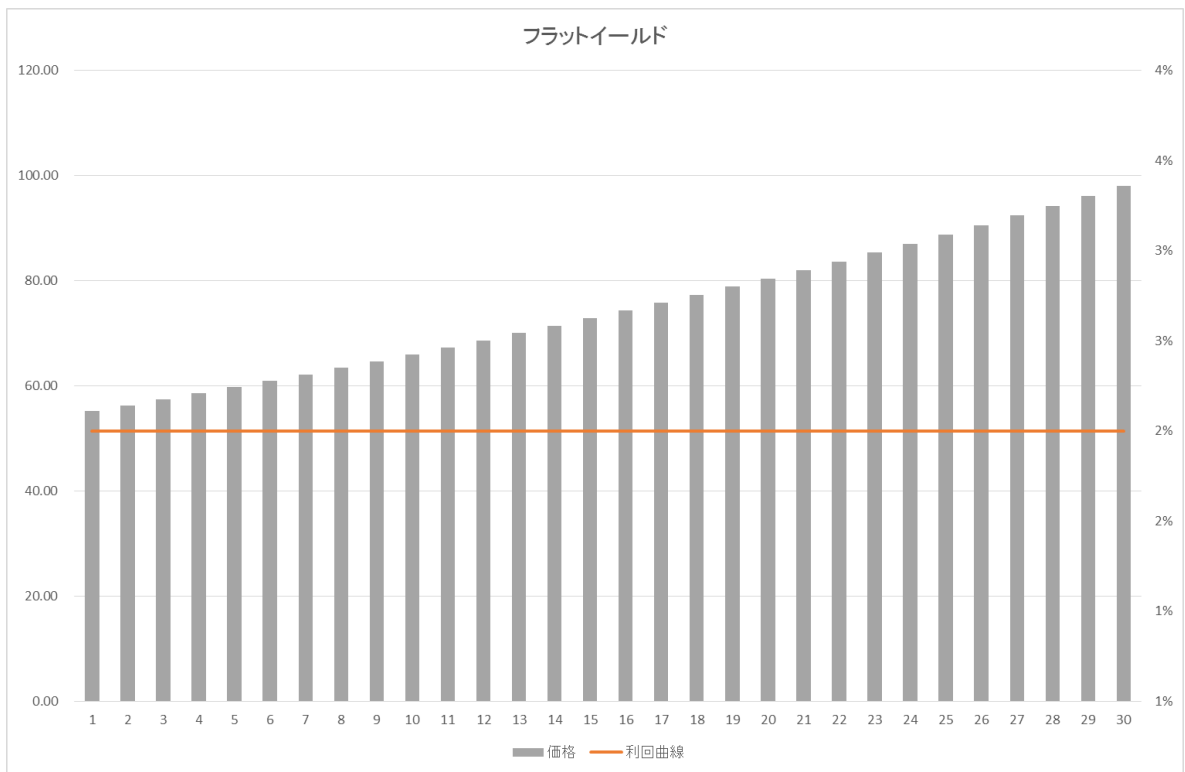


- イールドカーブの形状により、価格の上昇速度が異なることがわかる。
- 但し、これは、イールドカーブが満期まで、全く変化しないという仮定の下に試算したものであり、実際には、イールドカーブの形状は常に変化する点注意が必要。

グラフ6



グラフ7



本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うこととなります。

本書は、金融商品（有価証券を含みますが、これに限られません）の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものではありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社および、またはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号
本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11
加入協会 日本証券業協会
指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター
資本金 5億円
主な事業 金融商品取引業
設立年月 昭和24年7月
連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。