

## 2018年の債券相場展望

## I. 2018年の債券相場見通し

## 1. 2018年の利回りの予想レンジ

(単位:%)

国内金利	2018年1月～3月	2018年4月～6月	2018年7月～9月	2018年10月～12月
無担保コール翌日物	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
2年国債利回り (期末予想)	-0.25 ~ -0.05 (-0.15)	-0.20 ~ 0.00 (-0.10)	-0.20 ~ 0.00 (-0.10)	-0.15 ~ 0.05 (-0.05)
5年国債利回り (期末予想)	-0.20 ~ 0.00 (-0.10)	-0.20 ~ 0.00 (-0.05)	-0.15 ~ 0.15 (0.00)	-0.10 ~ 0.20 (0.05)
10年国債利回り (期末予想)	-0.05 ~ 0.15 (0.05)	0.00 ~ 0.20 (0.10)	0.05 ~ 0.35 (0.20)	0.10 ~ 0.40 (0.25)
20年国債利回り (期末予想)	0.45 ~ 0.65 (0.55)	0.55 ~ 0.75 (0.65)	0.65 ~ 0.95 (0.80)	0.65 ~ 0.95 (0.80)
30年国債利回り (期末予想)	0.70 ~ 0.90 (0.80)	0.80 ~ 1.00 (0.90)	0.85 ~ 1.15 (1.00)	0.85 ~ 1.15 (1.00)

( )内は四半期末予想値

## 2. 相場見通し ー 国債利回りは小幅に上昇しよう ー

## ① 景気は緩やかな拡大基調を維持しよう

2018年も世界経済は回復を続ける見通しであり、国内景気も緩やかな拡大基調を維持しよう。2017年と比べると経済成長率はやや鈍化しようが、世界経済の回復に支えられた輸出に加え、個人消費や設備投資などの内需も底堅く推移しよう。中国経済の下振れ懸念や地政学リスクは警戒されようが、オリンピック需要の本格化が見込まれることや、訪日外国人の消費などが国内景気を下支えしよう。

## ② 日銀は長期金利の操作目標を小幅に引き上げよう

世界経済の回復が続くなかで、米国では利上げが続いており、ユーロ圏でも金融政策は正常化に向けて動き始めている。物価上昇が遅れている日本では、日銀が強力な金融緩和政策を維持しているが、国内でも物価上昇圧力は徐々に高まることが予想されよう。年後半には、日銀も長期金利の操作目標を小幅に引き上げよう。

## ③ 10年国債利回りの上昇は小幅にとどまろう

世界経済は順調に回復しているが、主要国の物価上昇は緩やかにとどまっており、米、ユーロ圏でも金融政策の正常化は慎重に進められよう。国内でも2%の物価上昇はまだ見通しづらい状況であり、日銀も金融政策の正常化を慎重に進めよう。10年国債利回りは上昇基調となるだろうが、上昇幅は小幅にとどまろう。

## 岡三証券株式会社 投資情報部門

## II. 債券相場を取り巻く環境

### 1. 国内の景気動向

#### □ 景気は緩やかな拡大を続けよう

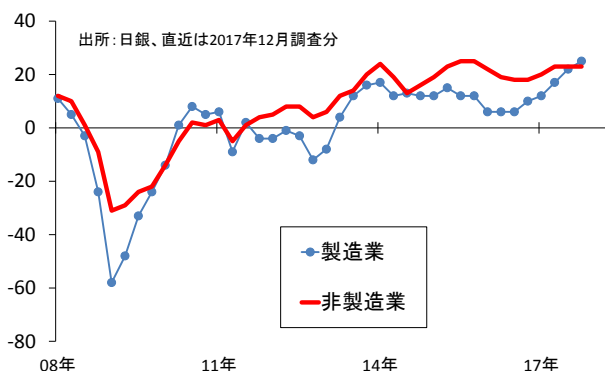
12月調査の日銀短観では、大企業・製造業の景況感が5期連続で改善し、11年ぶりの高水準を記録した。中小企業の景況感の改善は6期連続となり、製造業、非製造業ともに26年ぶりの水準に上昇した。景気拡大を背景とした企業の好業績は、中小企業にも波及していよう。中国経済の下振れ懸念や、北朝鮮情勢などの地政学リスクが意識されることで先行きには慎重な見方も残ろうが、オリンピック需要の本格化が見込まれることや、訪日外国人旅行者の消費などが引き続き景気を下支えしよう。

### 2. 日銀の金融政策

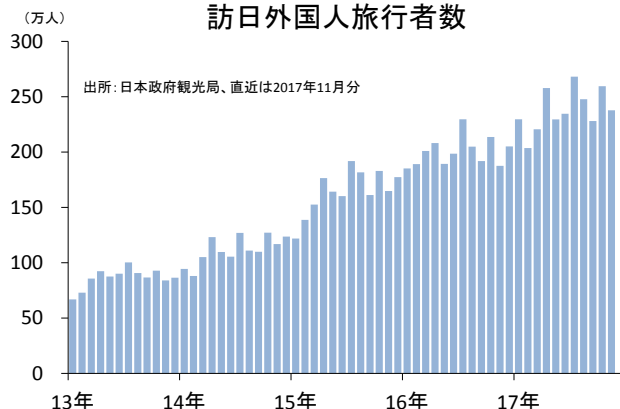
#### □ 長期金利の操作目標を引き上げへ

消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の前年比上昇率は1%に近づいてきたが、目標の2%には依然として遠い状況にある。ただ、国内景気の緩やかな拡大基調が続けば、物価上昇圧力も徐々に高まろう。目標の達成にはまだ不透明感が残ろうが、目標に向けた物価上昇が確認されれば、日銀は長期金利の操作目標を小幅に引き上げよう。世界経済の回復とともに、日銀も金融政策の正常化に踏み出そう。

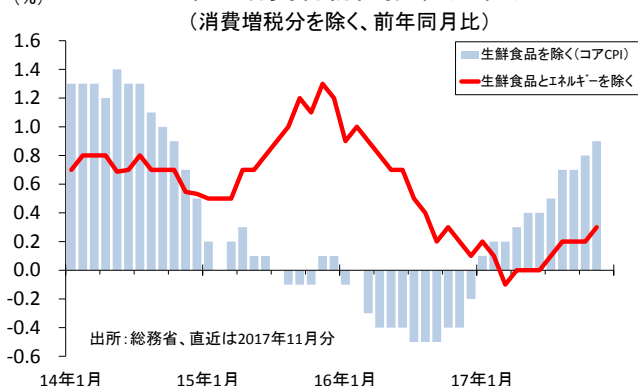
日銀短観 大企業の業況判断DI



訪日外国人旅行者数



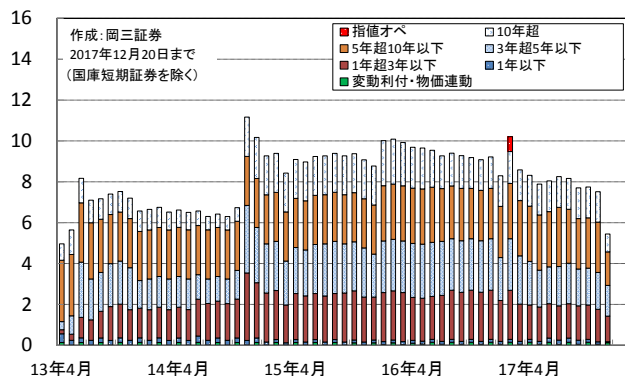
日本の消費者物価指数(全国)



## □ 国債買入れ額も小幅に減額しよう

日銀の金融政策が「量」から「金利」に転換したことで、17年度の日銀の国債買入れ額は16年度に比べて減少している。18年度も国債発行額は減額される予定であり、日銀は各年限の利回り動向を確認しながら、買入れ額をさらに減額しよう。ただ、地政学リスクなどから円高リスクは依然として残っており、大幅な国債買入れ額の減額には踏み切れないだろう。

(兆円) 日銀の国債買入れ額

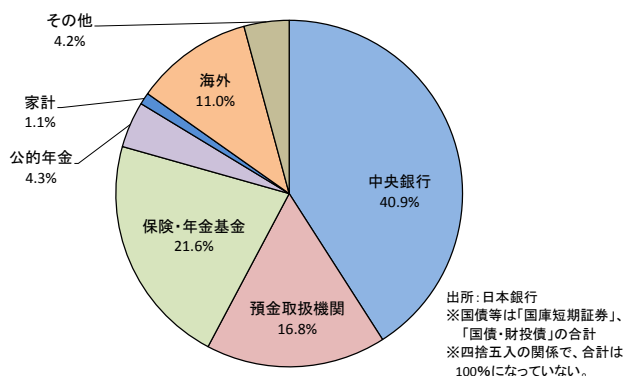


## 3. 国内の市場環境

### □ 良好な需給環境が続こう

日銀が量的・質的金融緩和を始めて5年近くが経過するが、17年9月末の日銀の国債保有シェアは40%を上回っている。日銀が国債買入れ額を減額したことで、日銀保有シェアの増加ペースはやや鈍化しようが、国債市場では引き続き需給の引き締まりが意識されよう。良好な需給環境が国債利回りの大幅な上昇を抑えよう。

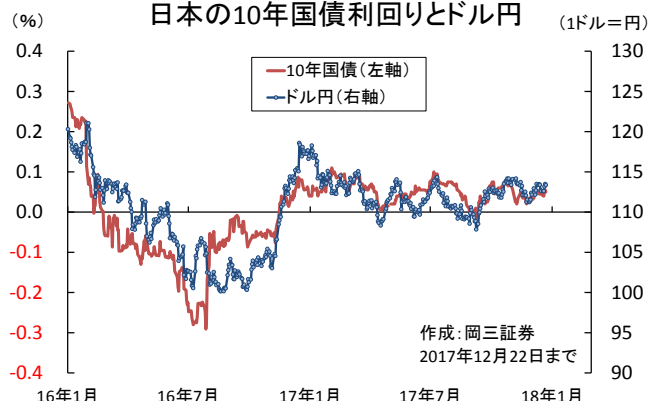
国債等の保有者内訳(17年9月末)



### □ 円高への警戒感はしばらく残ろう

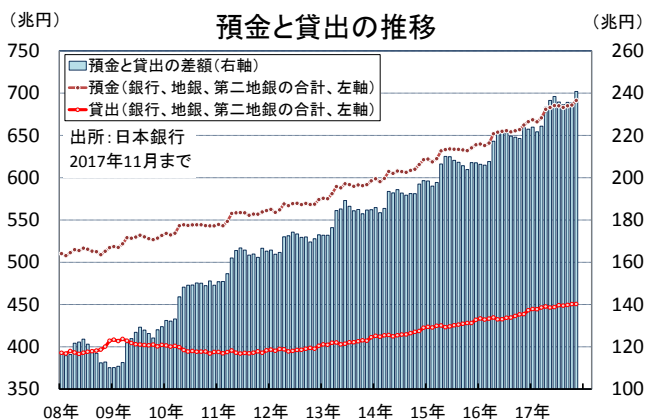
世界経済の回復見通しを背景に、円安、株高基調はしばらく続こう。ただ、北朝鮮情勢やトランプ政権の政策運営の不透明感が残っており、円高へ警戒感はしばらく残ろう。長期的には日米利回り差の拡大が見込まれるなかで、大幅な円高進行は見込みづらいが、円高圧力が強まれば国債利回りには一時的な低下圧力となろう。

日本の10年国債利回りとドル円



## □ 資金余剰感は当面継続しよう

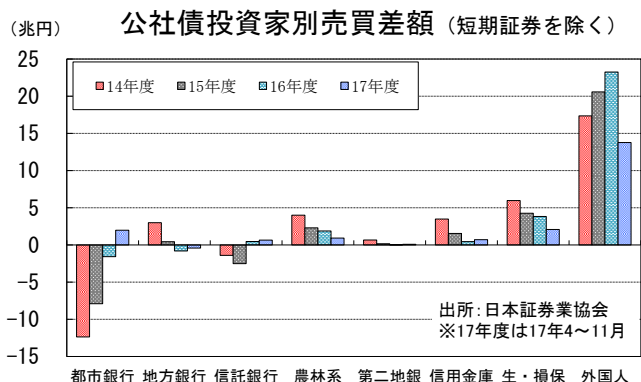
景気拡大とともに、銀行の貸出は緩やかな増加基調を続けているが、企業の手元資金も豊富にあり、貸出が大きく伸びる可能性は低いだろう。現状の利回り水準では、積極的に国債残高を積み増す動きは限られようが、銀行の資金余剰感にも当面変化はないとみられ、国債利回りが上昇すれば国債市場への資金流入は増加しよう。



## 4. 投資家動向

### □ 外国人の日本国債買いが続こう

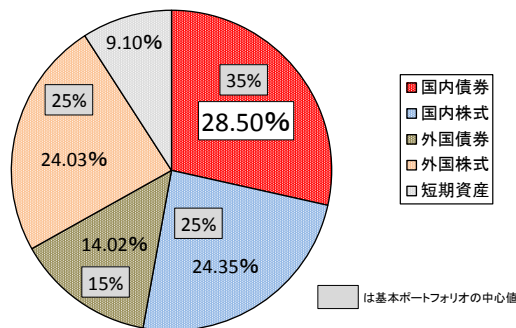
外国人が円資金を調達しやすい環境が続いており、中短期国債を中心とした外国人の日本国債買いは今後も続こう。外国人の買いに支えられて中短期国債利回りの大幅な上昇は見込みづらく、債券相場全体を安定化させよう。国内投資家は総じて慎重な姿勢だが、プラス利回りを確保できる超長期国債などへの需要が続こう。



### □ 国内投資家は押し目買い姿勢に

公的年金の資産配分変更も終了しており、積極的に国債を売却できる国内投資家は少ないだろう。大幅な売り越しが続いてきた都市銀行も今年度は買い越しに転じている。残存期間10年未満の国債は大半がマイナス利回りであり、上値を買い進む可能性は低いが、利回りが上昇すれば国内投資家の押し目買い姿勢は強まろう。

GPIFの資産構成割合



## 5. 海外市場の動向

### □ 米国では利上げが続こう

先行きの不透明要因は残っているが、米景気は緩やかな拡大を続けており、18年も3回以上の利上げを想定する政策メンバーが半数以上を占めている。18年もFRBは緩やかな利上げペースを維持する見通しであり、大幅な円高進行は抑えられよう。17年と同様に、米中短期国債利回りは、緩やかな上昇基調となろう。

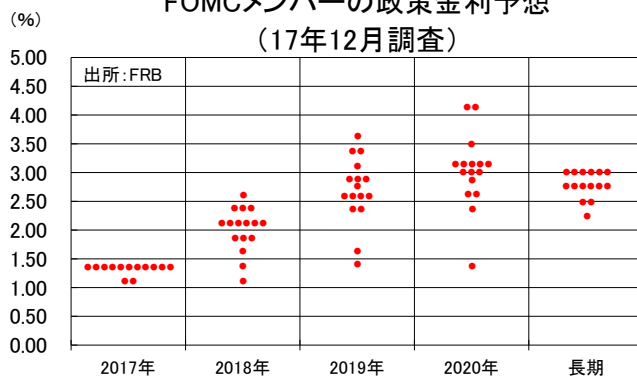
### □ 米10年国債利回りの上昇は限定的に

17年の米10年国債利回りは、小幅な値動きにとどまっている。米景気の先行きには楽観的な見方が続いているが、物価上昇は緩やかにとどまっており、米10年国債利回りが大きく上昇する可能性は低いと思われる。米国債には海外投資家からの需要も見込まれ、米10年国債利回りの3%台への上昇は引き続き見込みづらいただろう。

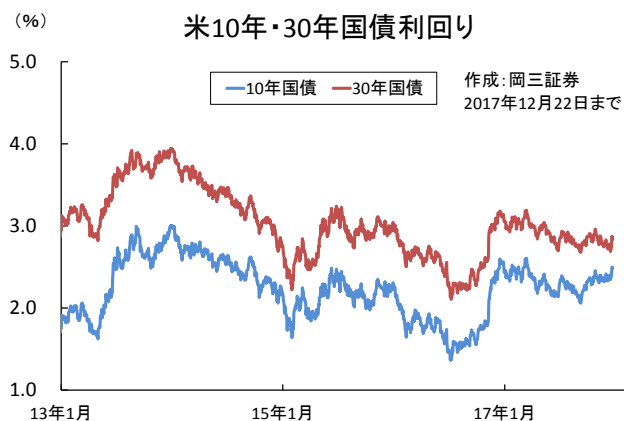
### □ 欧州の利回り上昇も小幅にとどまろう

ユーロ圏でも着実に景気回復は進んでおり、欧州中央銀行（ECB）は金融政策の正常化に向けて動き始めた。英国でも利上げが始まっており、欧州各国の長期国債利回りも低下余地は限られよう。ただ、急速な物価上昇が警戒される状況ではないことから、金融政策の正常化は慎重に進められよう。欧州各国でも、大幅な長期国債利回りの上昇は見込みづらいただろう。

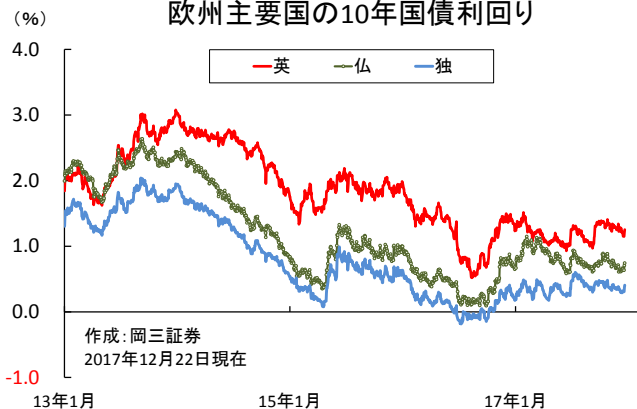
FOMCメンバーの政策金利予想  
(17年12月調査)



米10年・30年国債利回り



欧州主要国の10年国債利回り



## Ⅲ. 債券相場関連資料

### 1. 中短期国債利回りは低位で安定した動きに

—2年国債利回りはマイナス圏で推移しよう—



—5年国債利回りは年後半にはプラス利回りを回復しよう—



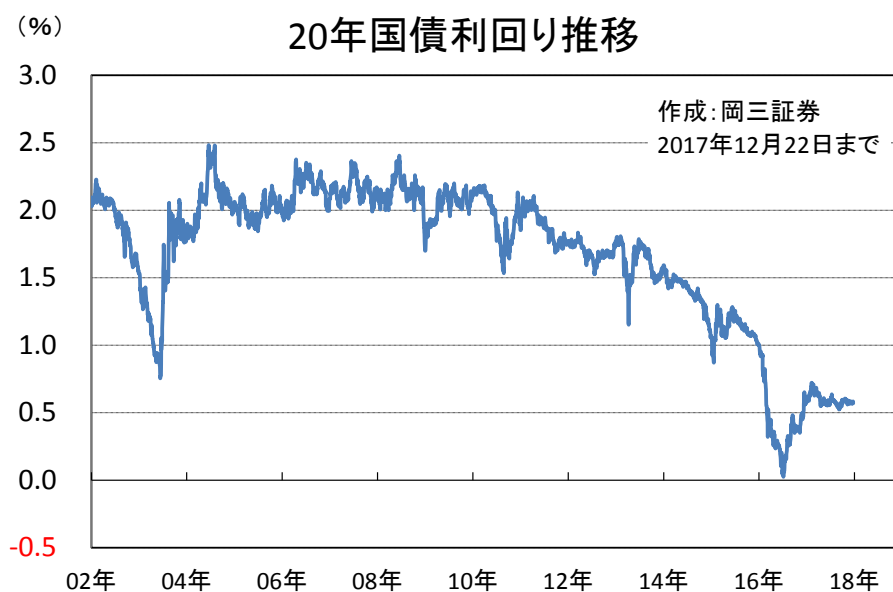


## 2. 長期、超長期国債利回りの低下余地は限られよう

— 10年国債利回りは0.5%を下回る水準で推移しよう —



— 超長期国債利回りも緩やかに上昇しよう —



### 3. 残存期間10年以下の利回り差は小幅に拡大しよう





## 4. 残存期間10年超の利回り差は現状程度で推移しよう



## 5. 関連チャート

—10年国債利回りは0.5%を下回る水準で推移しよう—



—米10年国債利回りは2%台後半に上昇しよう—



—独10年国債利回りも緩やかに上昇しよう—



一日銀の国債買入れ額減額が円安進行を抑えよう

(1ドル=円)

### ドル円(週足)



(1ユーロ=円)

### ユーロ円(週足)



## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ (<http://www.okasan.co.jp>) をご参照ください。

### 地域別の開示事項

#### 日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,240円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,240円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,480円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.242%(税込み)(手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.242%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.35%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。

※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。

・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

#### <債券>

・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。

・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。

・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.08%(税込み)(手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

#### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.78%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.2312%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.242%(税込み)(手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

○自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。

○平成49年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 香港:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願います。

#### 米国:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法(以下、「取引所法」)に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家だけに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2017年7月改定)