

2020年度下期の債券相場展望

I. 2020年度下期の債券相場見通し

1. 今後1年間の利回りの予想レンジ

(単位: %)

国内金利	2020年10月～12月	2021年1月～3月	2021年4月～6月	2021年7月～9月
短期政策金利	-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)	-0.25～0.05 (-0.10)	-0.20～0.10 (-0.05)	-0.20～0.10 (-0.05)	-0.15～0.15 (0.00)
10年国債利回り (期末予想)	-0.10～0.20 (0.05)	-0.05～0.25 (0.10)	0.00～0.30 (0.15)	0.00～0.30 (0.15)
20年国債利回り (期末予想)	0.25～0.65 (0.45)	0.30～0.70 (0.50)	0.35～0.75 (0.55)	0.35～0.75 (0.55)
30年国債利回り (期末予想)	0.45～0.85 (0.65)	0.50～0.90 (0.70)	0.55～0.95 (0.75)	0.55～0.95 (0.75)

■ は20年度下期

()内は四半期末予想値

2. 相場見通し 一国債利回りの低下余地は限られよう

① 日銀の金融緩和政策は長期化へ

新型コロナの感染が続いていることや、米中対立の激化懸念など、世界経済の先行きには不透明要因が多く残っている。経済活動の再開で世界経済は緩やかに回復しようが、金融、財政両面からの景気刺激策が必要な状況に当面変化はないだろう。国内でも先行きの不透明感は強く、日銀の金融緩和政策は長期化する見通しであり、国債利回りの大幅な上昇は見込みづらいらる。

② 国債増発で利回り低下は進みづらい

日銀の金融緩和姿勢が続くことから国債利回りの大幅な上昇は見込みづらいが、国債増発による需給悪化で国債利回りの低下は進みづらくなっている。日銀は国債利回りの過度な上昇を抑えようが、長期、超長期国債利回りの大幅な低下は見込みづらく、イールドカーブは緩やかにスティープ化しよう。

③ マイナス金利の深掘りはリスクシナリオに

現時点では円高進行は抑えられているが、米国でも金融緩和政策は長期化する見通しであり、再び円高圧力が強まる可能性も考えられよう。低金利政策の副作用から、日銀がマイナス金利の深掘りに踏み切る可能性は低いと思われるが、円高が大幅に進めばマイナス金利の深掘りが意識されよう。

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

□ 景気回復は緩やかにとどまろう

日本の4-6月期の実質GDPは、予想通り戦後最大のマイナス成長になった。経済活動が再開されたことから4-6月期が景気のボトムにはなるが、新型コロナの感染は続いており、景気回復は緩やかにとどまろう。金融、財政両面からの景気刺激策が、個人消費などの回復を支えようが、雇用、所得環境は引き続き悪化する見通しであり、今年度は力強い景気回復は難しいだろう。インバウンド需要は当面ほぼゼロの状態が続き、企業業績の悪化で企業は設備投資に慎重な姿勢を維持しよう。

2. 日銀の金融政策

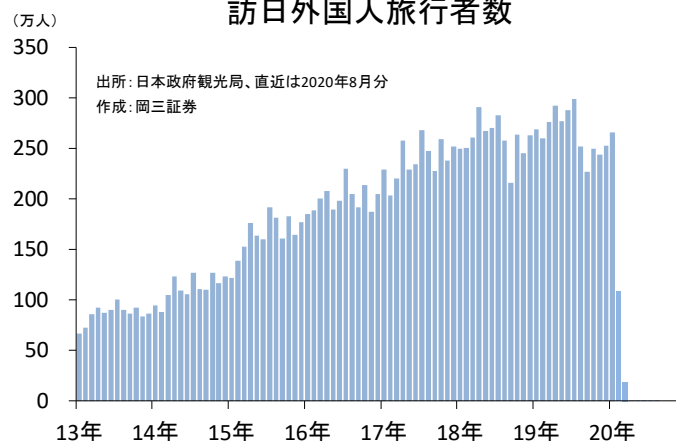
□ 金融緩和政策は長期化しよう

20年8月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年比0.4%低下と、3ヵ月ぶりのマイナスになった。宿泊料金の下落といった特殊要因の影響が大きかったが、物価は今後も目標には遠く及ばない状況が続こう。菅新政権の誕生で日銀の姿勢が注目されたが、これまで通り政府と連携して政策運営を進める姿勢は確認されている。物価安定目標の達成に向けて、日銀の金融緩和政策は長期化しよう。

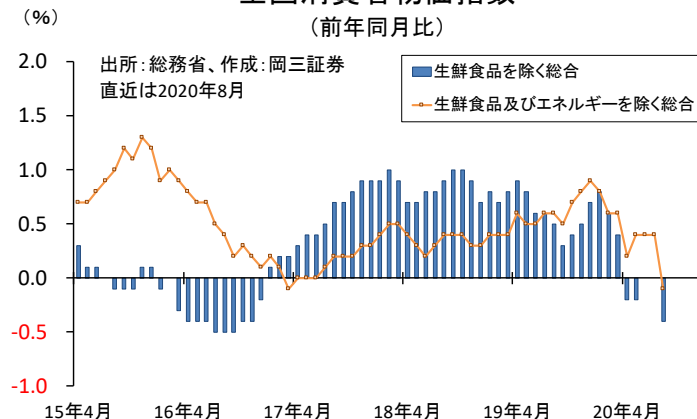
日本の実質GDP(前期比)



訪日外国人旅行者数

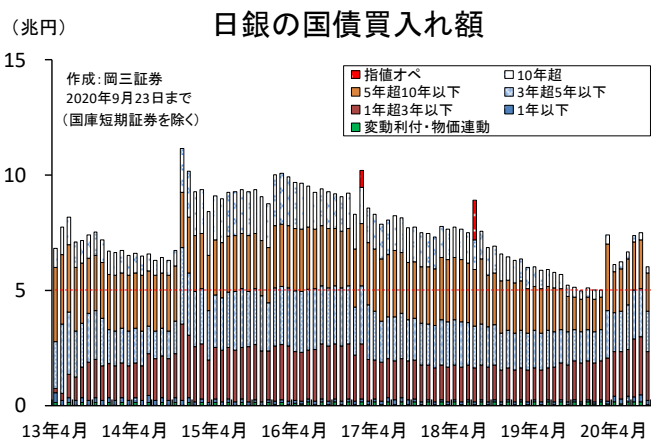


全国消費者物価指数
(前年同月比)



□ 必要と判断すれば国債買入れ額は増額へ

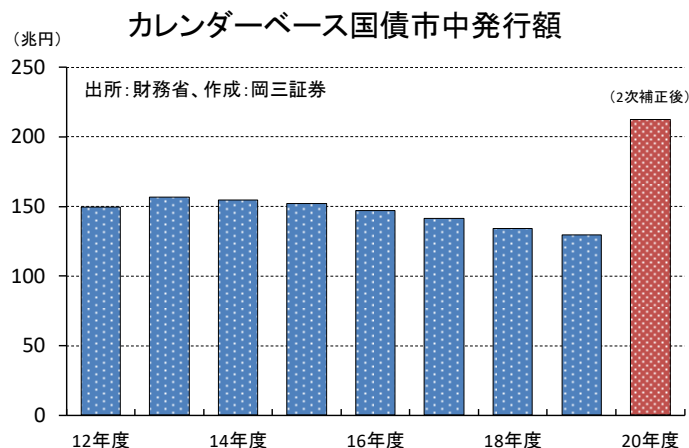
新型コロナの影響で、金融市場が不安定な動きを強めたことから、日銀は今年3月から国債買入れ額を増額した。日銀はイールドカーブを低位に安定させる姿勢を維持しており、国債利回りに上昇圧力がかかれば、国債買入れ額を増額して利回り上昇を抑えよう。超長期国債の買い入れ増額には引き続き慎重と思われるが、日銀は過度な利回り上昇は容認しないだろう。



3. 国内の市場環境

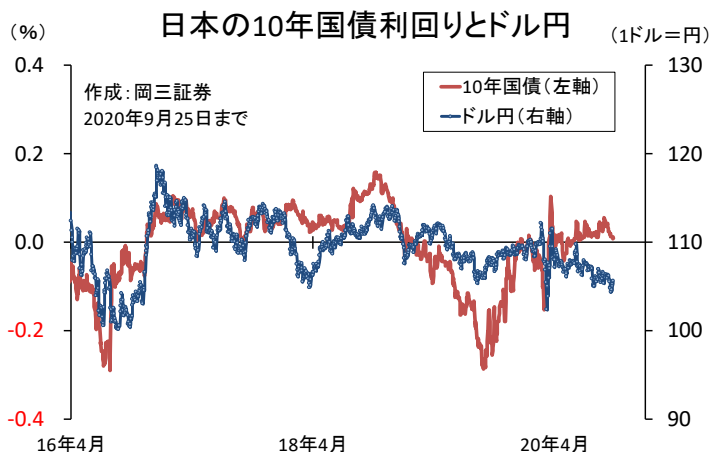
□ 国債増発で需給環境は悪化

今年度の第2次補正予算に基づき、国債発行額は大幅に増額された。中短期国債を中心とした7月からの国債増発で、債券市場の需給環境は悪化しており、国債利回りの低下は進みづらくなっている。追加の経済対策が意識されるなかで、将来的な国債増発への警戒感は続いており、投資家は上値追いには慎重になっている。



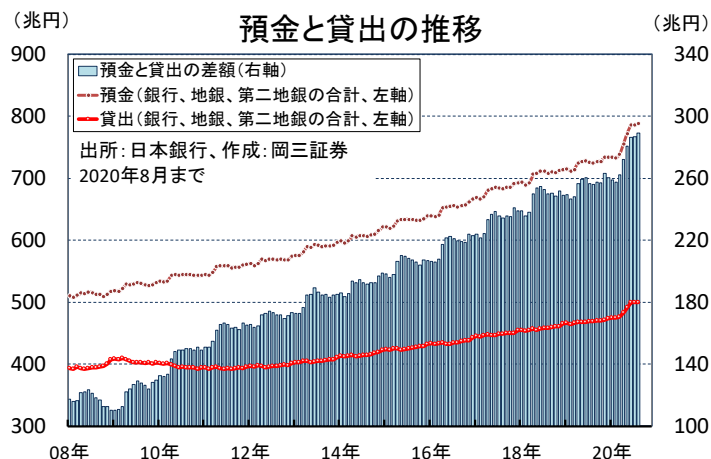
□ 円高進行は利回りの低下要因に

米国でも金融緩和政策の長期化見通しが強まっており、為替市場では円高圧力が続いている。先行きの不透明感から投資家がリスク回避姿勢を強めれば、さらに円高が進む可能性があるだろう。現時点では日銀によるマイナス金利の深掘りには懐疑的な見方が多いが、為替市場で円高がさらに進めば、マイナス金利の深掘り期待は高まろう。



□ 資金余剰感は当面継続しよう

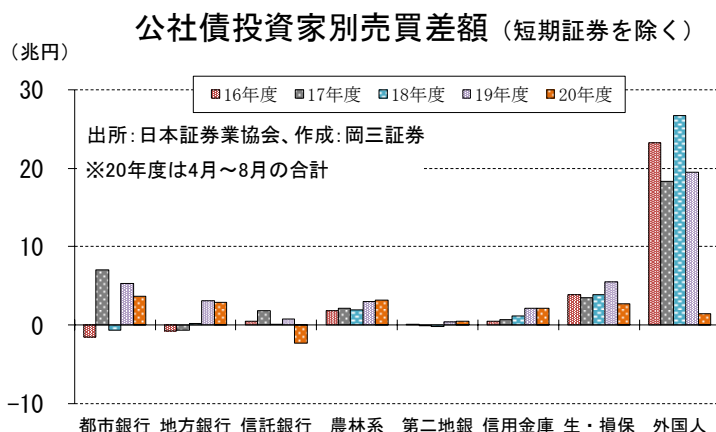
日銀の金融緩和政策を受けて、銀行の貸出は増加しているが、銀行の預金はさらに大きく増加している。現状の利回り水準では、積極的に国債残高を積み増す動きは限られようが、金融機関の資金余剰感に当面変化はないだろう。国債利回りが上昇すれば、都市銀行や地方銀行などを中心に、金融機関の国内債券投資は増加しよう。



4. 投資家動向

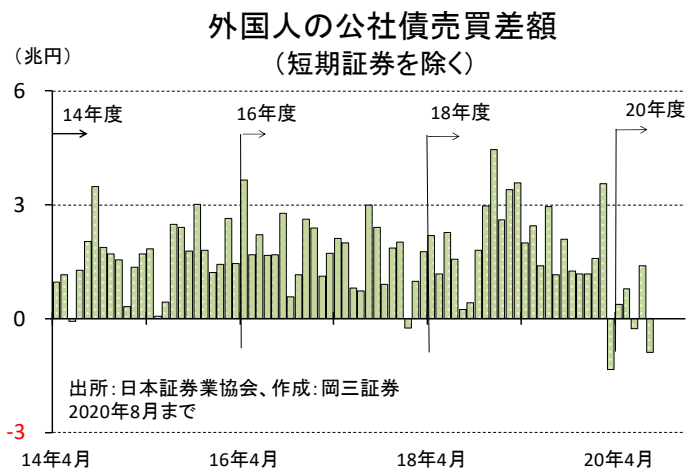
□ 国内投資家の押し目買いが続こう

今年度の4月～8月の投資家別の売買動向では、信託銀行を除くすべての主要投資家が買い越しであり、農林系金融機関などはすでに昨年度の買い越し額を上回っている。生保・損保の超長期国債の買い越しも続いているが、金融緩和政策の長期化見通しは定着しており、利回りが上昇すれば国内投資家は押し目買いを強めよう。



□ 外国人の日本国債買いは減少

外国人も4月～8月では買い越したが、買い越しペースは前年度までと比べて大幅に鈍化している。米国債利回りの低下などの市場環境の変化により、外国人の日本国債買いは今後も大きく増加することはないだろう。国債増発と外国人の日本国債買いの減少は、国内債券市場の需給悪化要因であり、国債利回りの低下を抑えよう。



5. 海外市場の動向

□ 欧米でも金融緩和政策は長期化へ

9月には欧米主要国でも金融政策会合が行われたが、いずれも現状の金融政策維持が決定された。欧米でも景気回復は緩やかにとどまる見通しであり、金融緩和政策は長期化しよう。国債増発による需給悪化で、欧米でも長期国債利回りの低下は進みづらくなっているが、中期国債利回りが低位での安定推移を続けることで、長期国債利回りの上昇は抑えられよう。

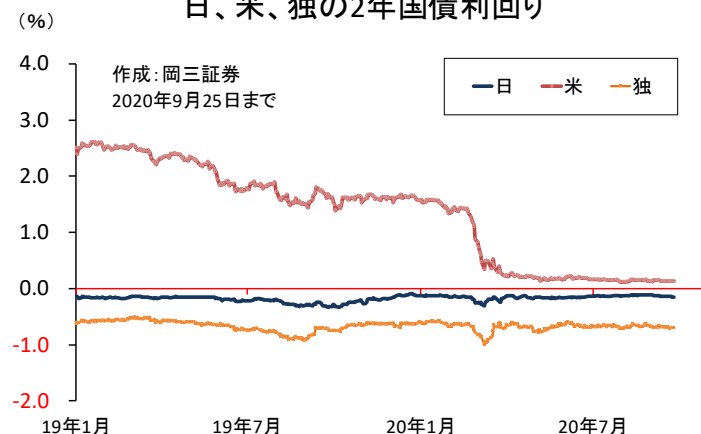
□ 米国債利回りの上昇は限られよう

米国でも国債増発による需給悪化が警戒され、長期国債利回りは低下しづらくなっている。ただ、主要国のなかでは利回りの高い米国債には、海外投資家からの根強い需要が続こう。FRBも大幅な利回り上昇は容認しない姿勢であり、米10年国債利回りは1.0%、米30年国債利回りは1.50%を大きく上回る可能性は低いだろう。

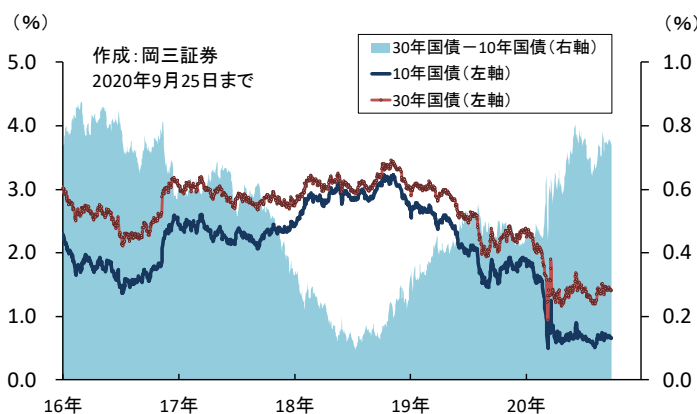
□ 欧州でも国債利回りは安定推移に

欧州中央銀行（ECB）はすでにマイナス金利政策を導入しており、政策金利の引き下げは難しいだろう。ただ、国債買入れが続くことから、国債利回りの上昇は抑えられよう。英国では追加の金融緩和政策が検討されており、国債利回りには若干の低下余地があろう。欧州各国の10年国債利回りは、低位での安定推移を続けよう。

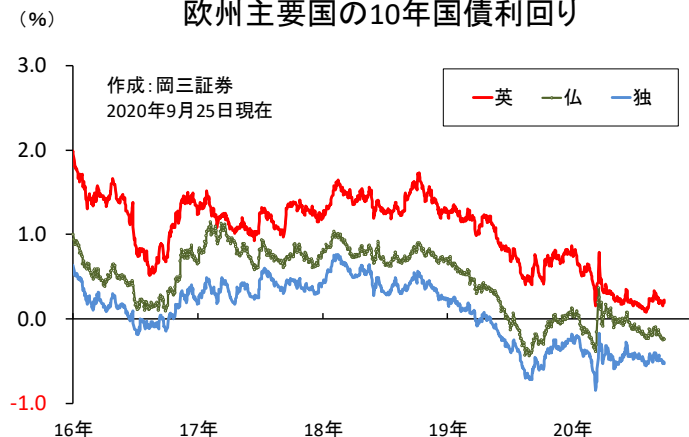
日、米、独の2年国債利回り



米10年・30年国債利回りと利回り差



欧州主要国の10年国債利回り



Ⅲ. 債券相場関連資料

1. 日本の中期国債利回りはマイナス圏で推移しよう



2. 長期、超長期国債利回りは緩やかな上昇へ



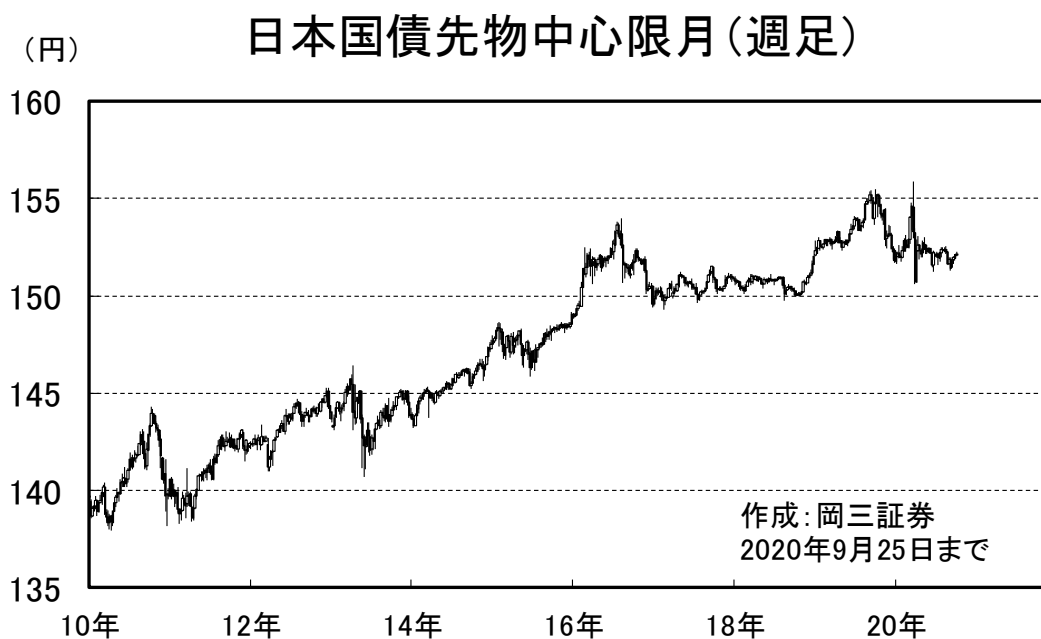
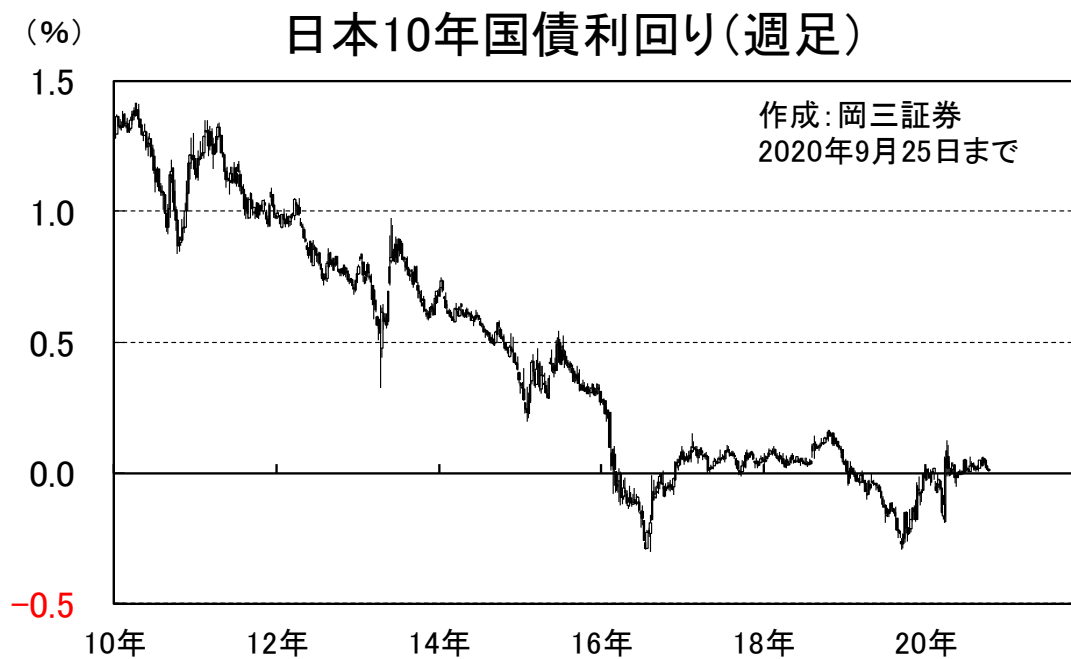
3. 利回り差は緩やかに拡大しよう



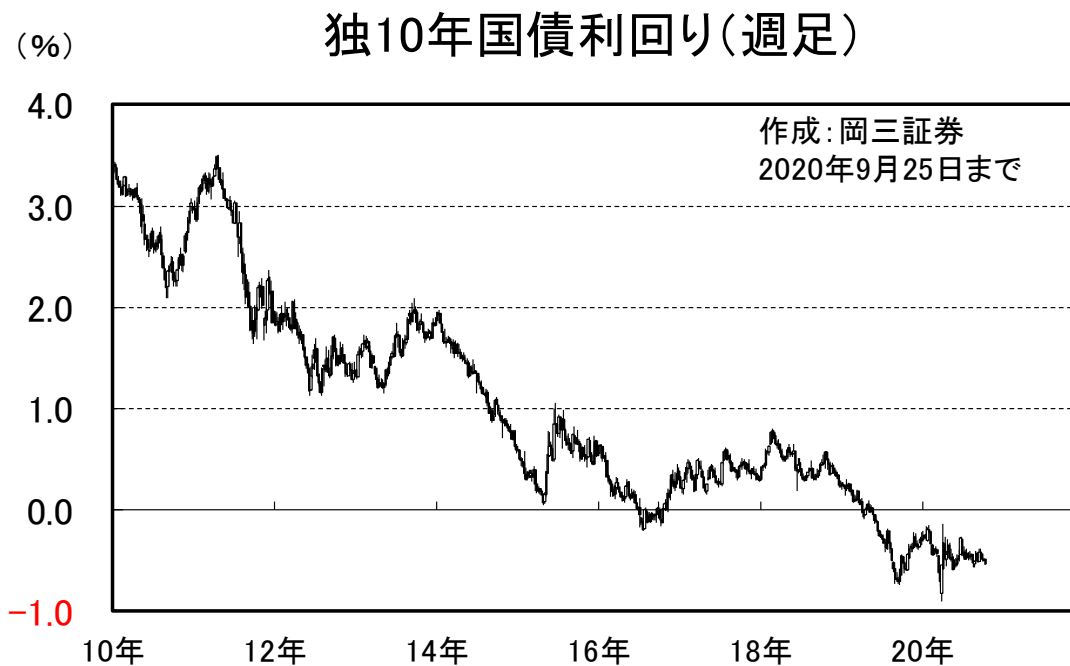
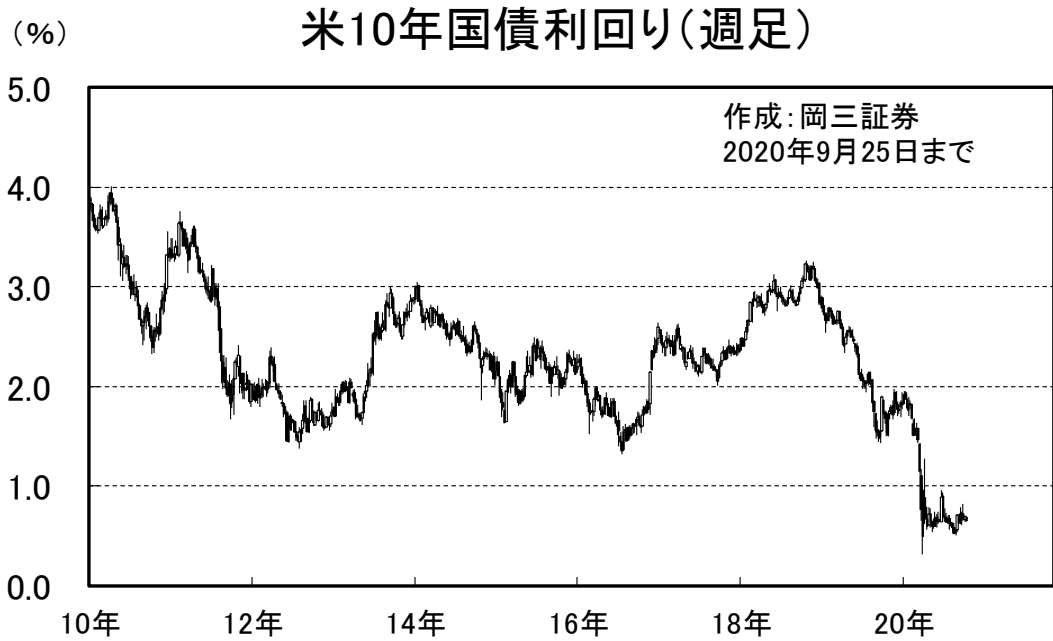


4. 関連チャート

ー10年国債利回りは緩やかな上昇へー



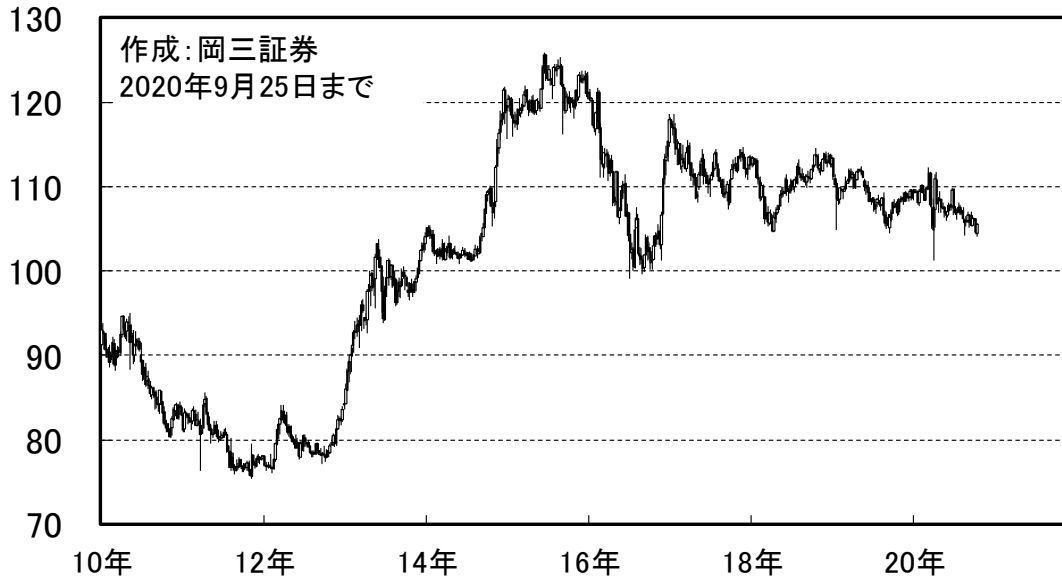
—米・独でも国債増発が10年国債利回りの低下を抑えよう—



一円高圧力は残るが、大幅な円高は見込みづらいだらうー

(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充書面)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3,300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3,300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6,600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1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750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1.265%(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1.375%(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1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750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3.85%(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2.254%(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1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750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。
- 2037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。

岡三証券株式会社

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

香港における本レポートの配布:

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)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

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に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには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、資格も有しておりません。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。

その他の地域における本レポートの配布:

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。

(2020年1月改訂)