

国の債務管理に関する研究会・第6回

金融政策変更後の市場と投資家動向

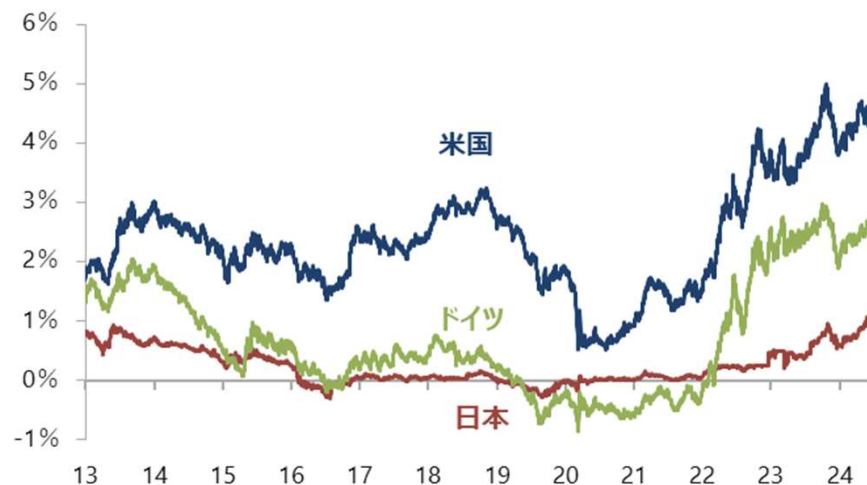
2024年06月21日

大和証券株式会社
金融市場調査部
チーフマーケットエコノミスト 岩下 真理

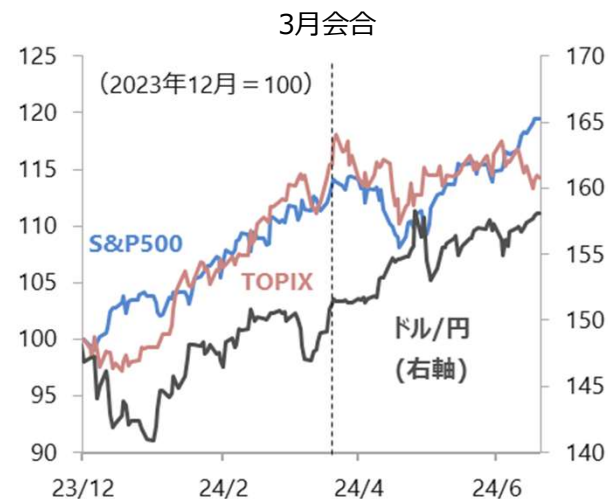
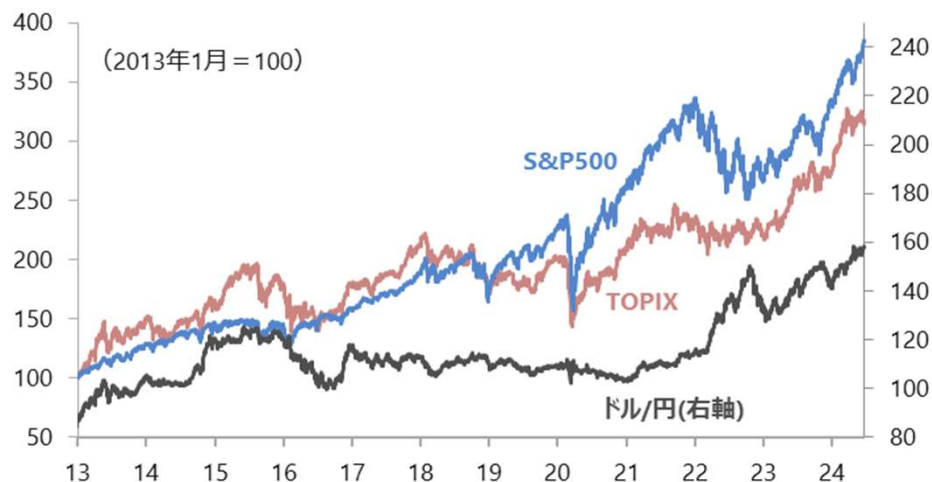
金融政策変更後の市場動向 ①金利、株式、為替

- 政策変更前後で非連続的な変化は生じず

日米欧長期金利



内外株式、外国為替

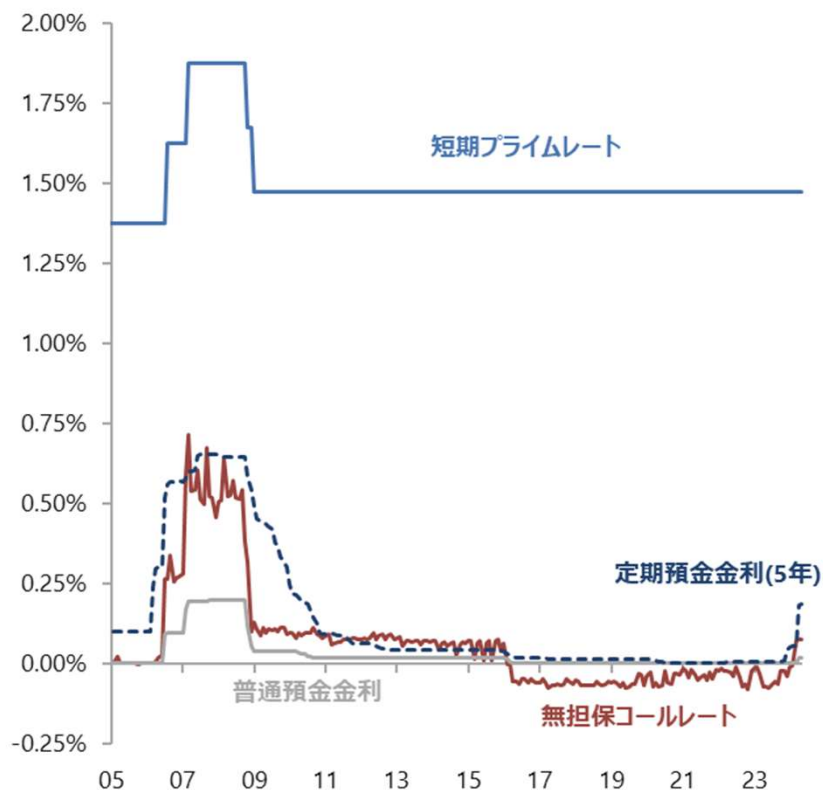


出所：Bloombergより大和証券作成

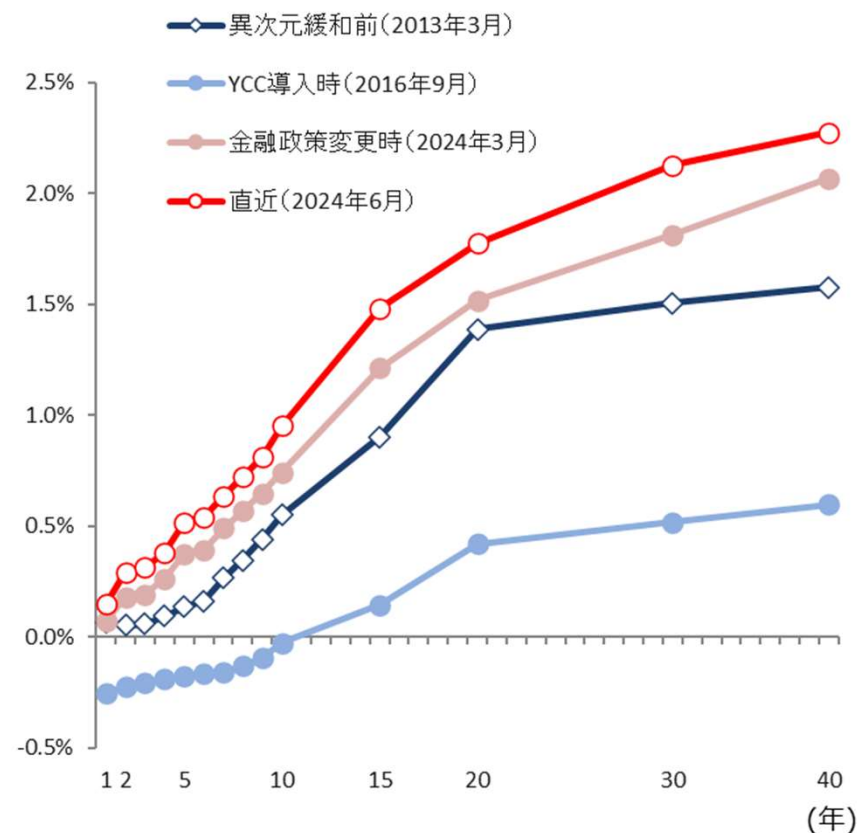
金融政策変更後の市場動向 ②長短金利の変化

- 短期プライムレートは変わらず。長期金利の水準は異次元緩和前を上回る

円短期金利の推移



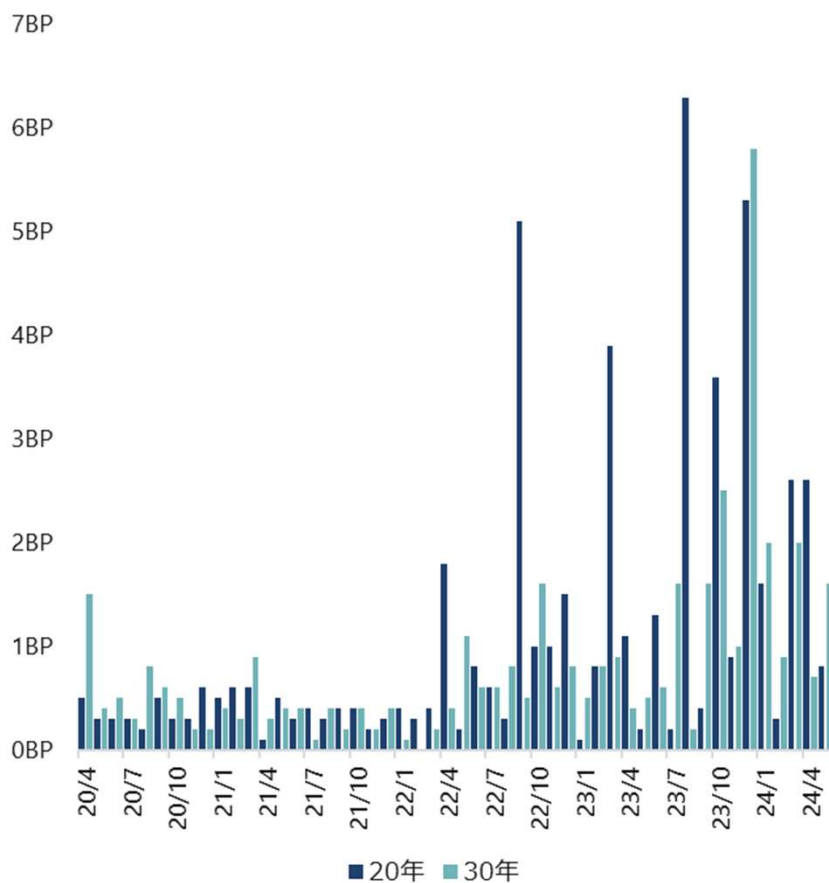
JGBイールドカーブ



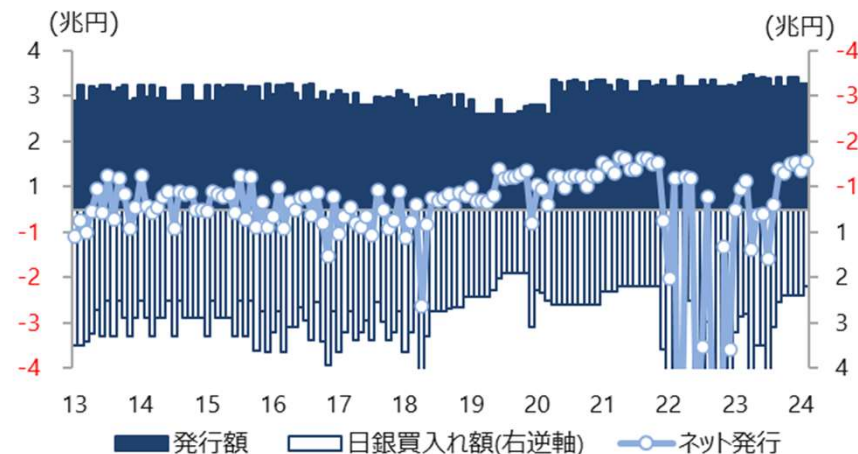
金融政策変更後の市場動向 ③国債入札

- 3月政策変更直前に生じた、超長期債入札のテール拡大は一巡。新年度以降、発行減により10年超の国債ネット発行量は微減したが、先行きは買入れオペの減額幅に左右される部分大きい

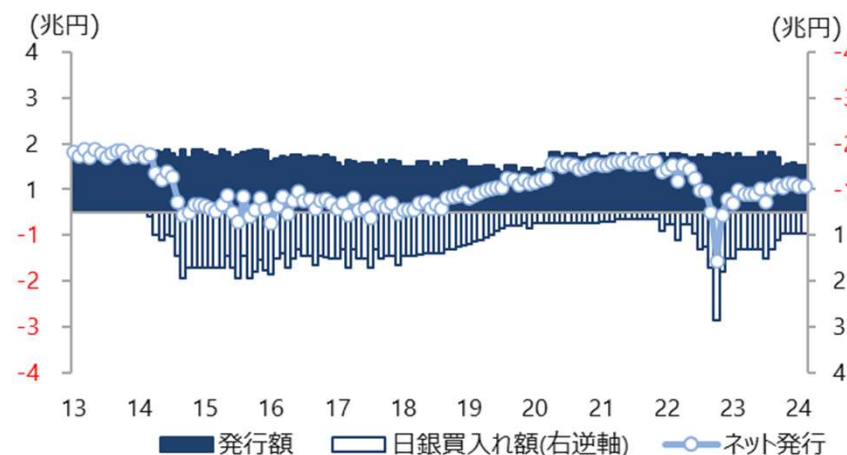
20年、30年入札のテール



10年債のネット発行量



20年債のネット発行量



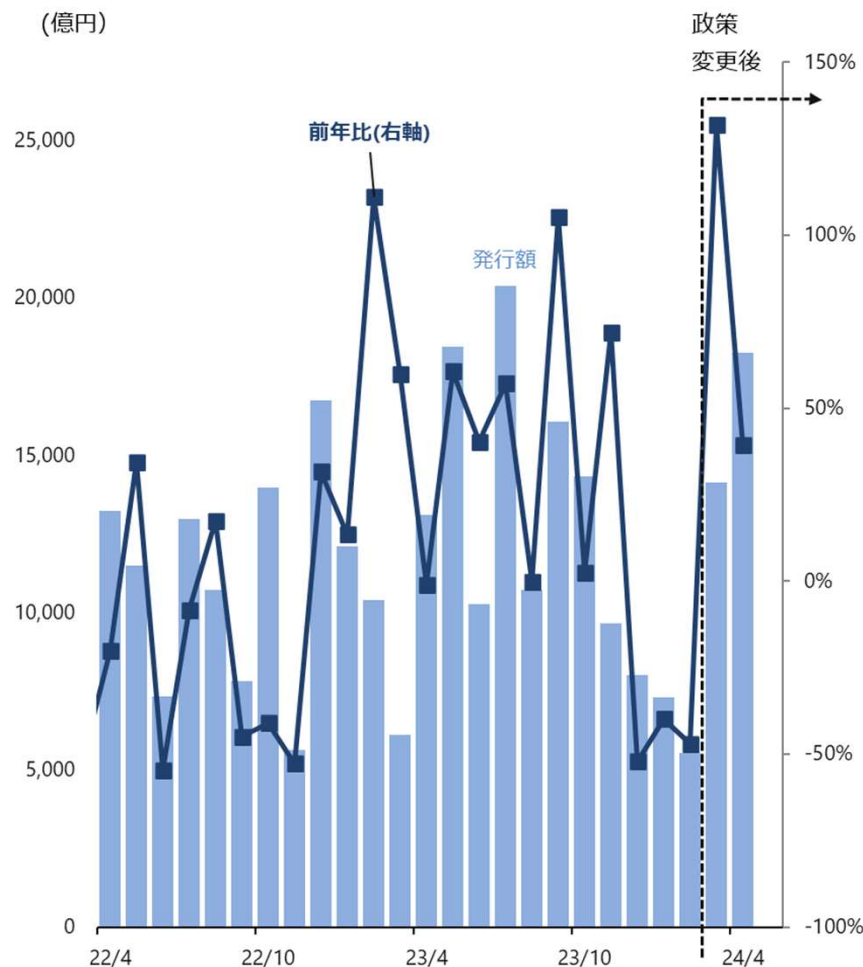
出所：財務省、日本銀行より大和証券作成

金融政策変更後の市場動向 ④社債発行

- 政策変更後の社債発行額は前年比増加、発行年限は22年をピークに徐々に短期化

国内社債発行額

(億円)



社債残高の平均残存年限

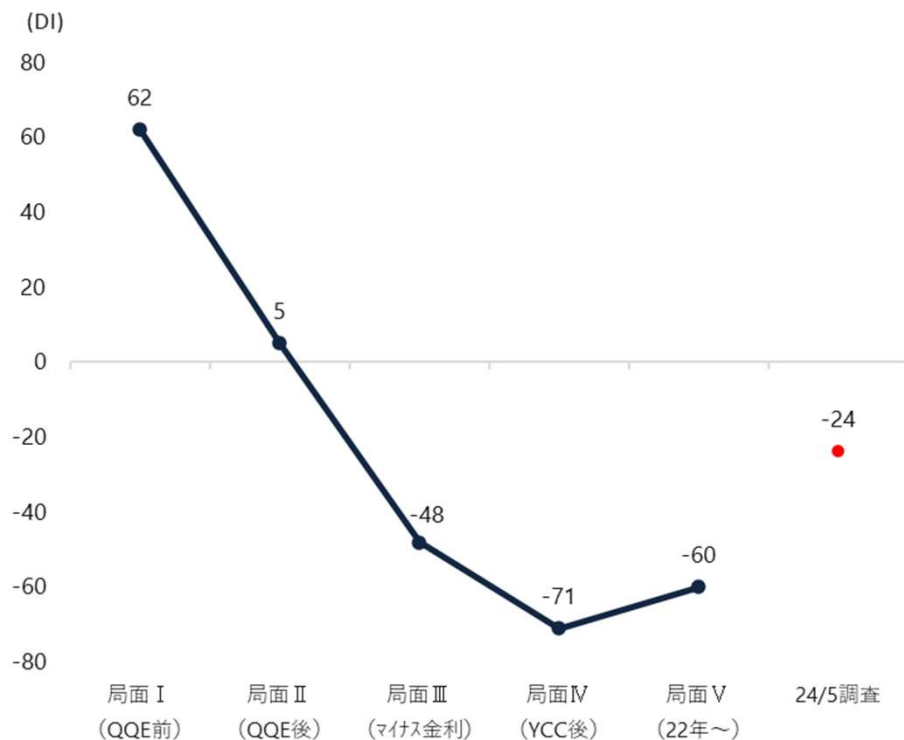
(年)



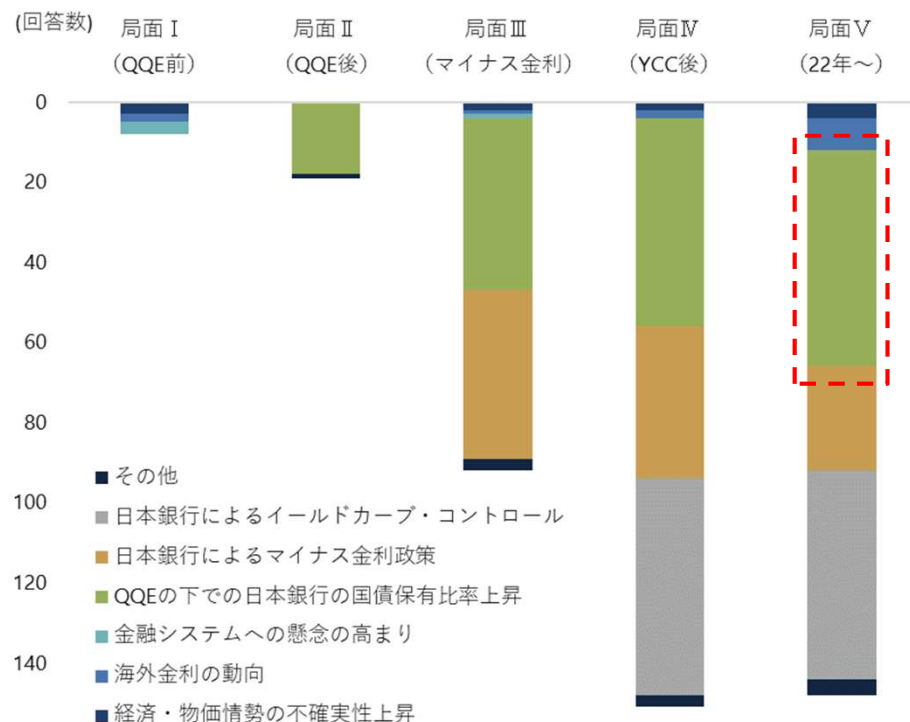
金融政策変更後の市場動向 ⑤債券市場サーベイ

- 債券市場の機能度は改善も、QQE前の水準には届かず。国債保有比率の高止まりが一つの要因か

債券市場機能度判断DI



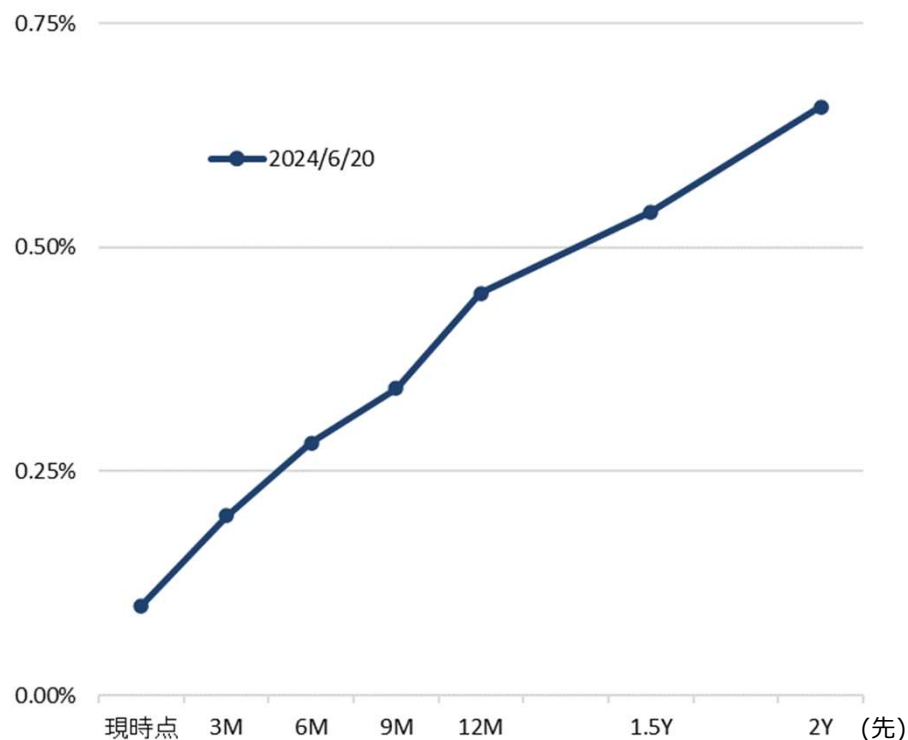
過去25年間の債券市場の機能度の評価



金融政策変更後の市場動向 ⑥市場の長短金利見通し

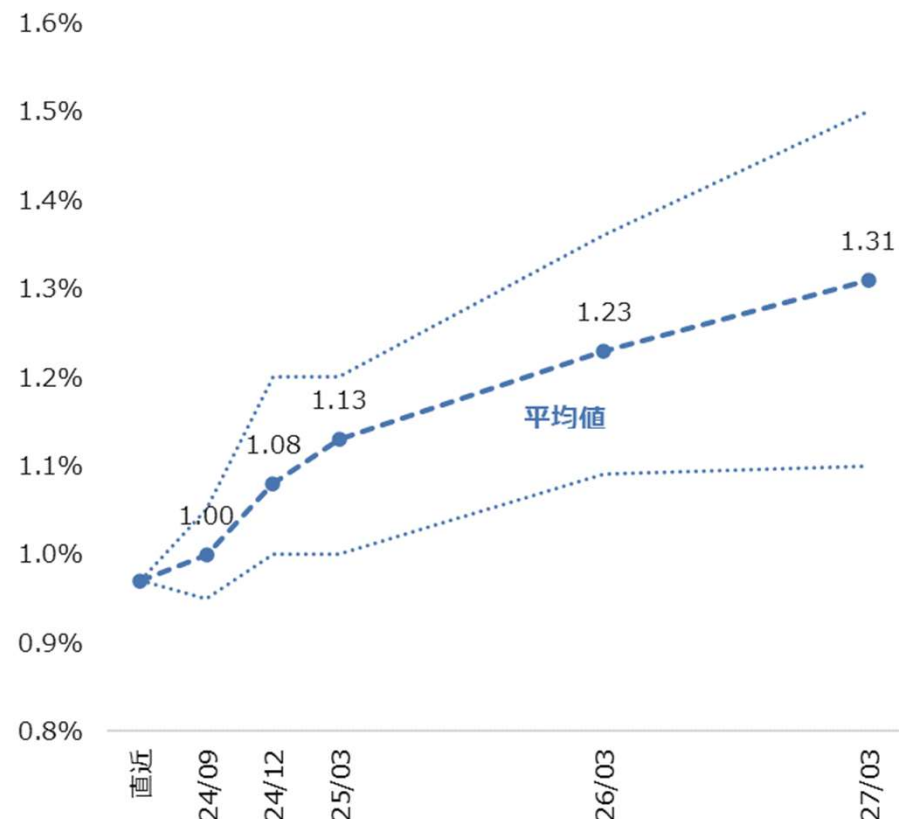
- 1年先の金利見通しは、0.5%への利上げと10年金利1.1%台での推移を見込む

短期金利見通し（OIS市場）



※現時点は、3か月物の円OISレート。3か月先、6か月先、9か月先は各3か月間、12か月先、18か月先は各6か月間、24か月先は12か月間のOISフォワードレート。

長期金利見通し（債券市場サーベイ）



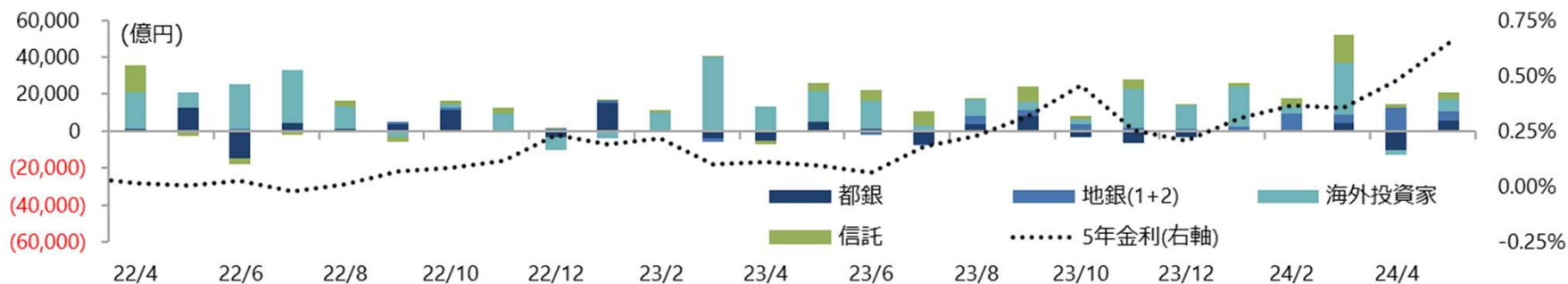
※上下の点線は第1、第3四分位数を示す。

金融政策変更後の市場動向 ⑦まとめ

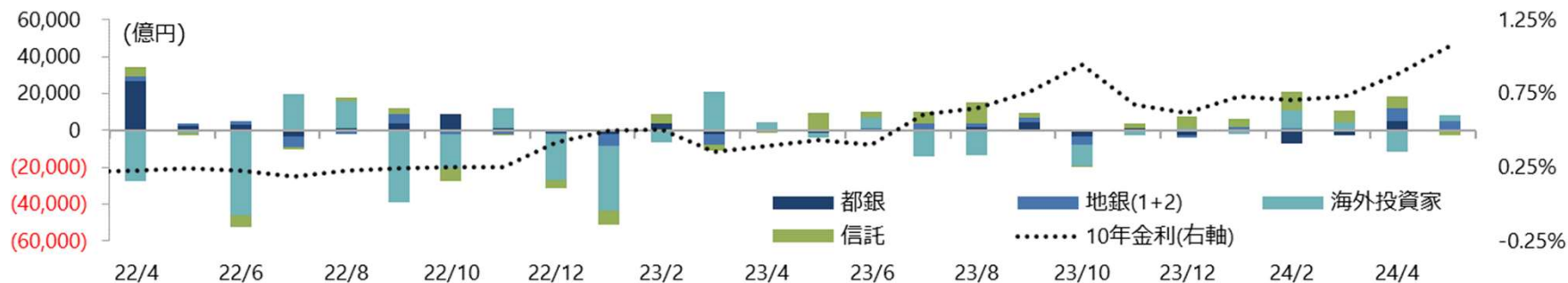
- 政策変更の前後で、相場の急変動は生じず。金利水準は異次元緩和前を上回り、「金利のある世界」に移行中
- 発行市場では、政策変更を見越した投資家による慎重姿勢がやや一巡するも、金融政策の不透明感は継続中
- 市場機能度の回復は道半ば。日銀による国債保有比率の変化に左右される部分も大きい
- 金融政策の変更前後で利上げ織り込みは変化したが、今後も変化しうることを念頭に置くべき

金融政策変更後の投資家動向 ①公社債店頭売買高-1

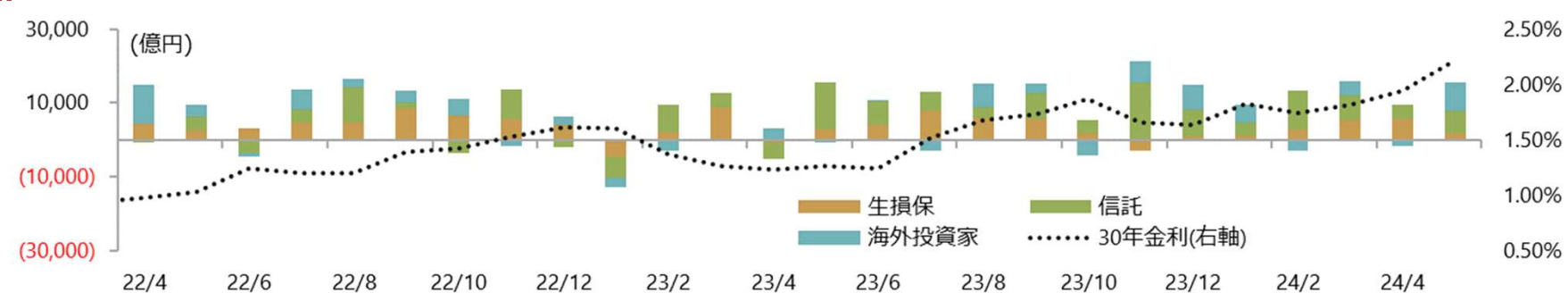
中期



長期



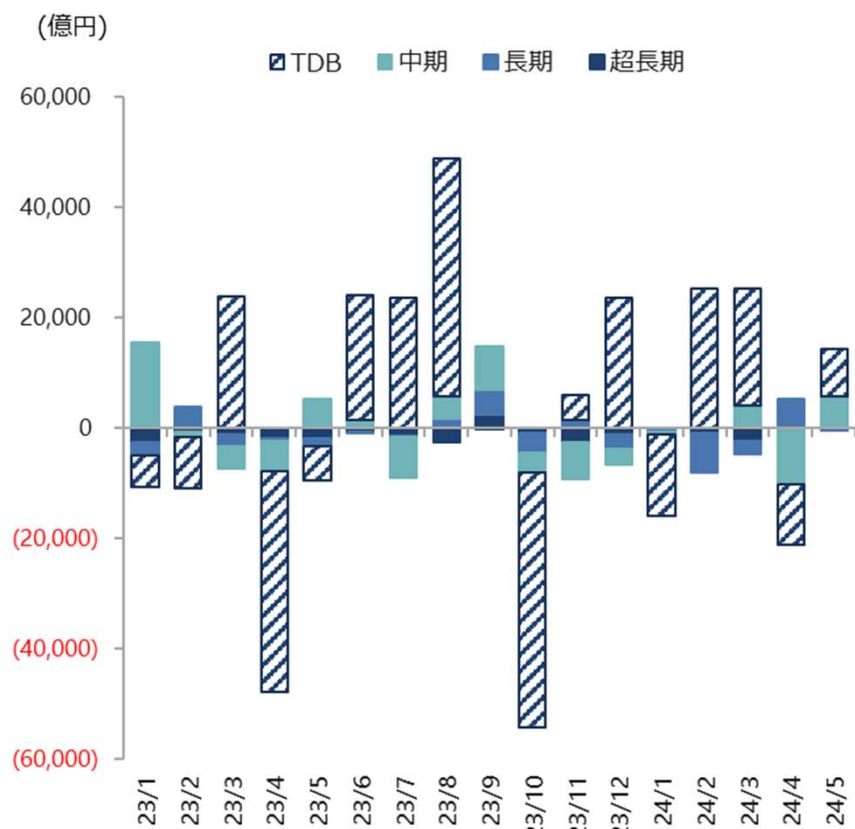
超長期



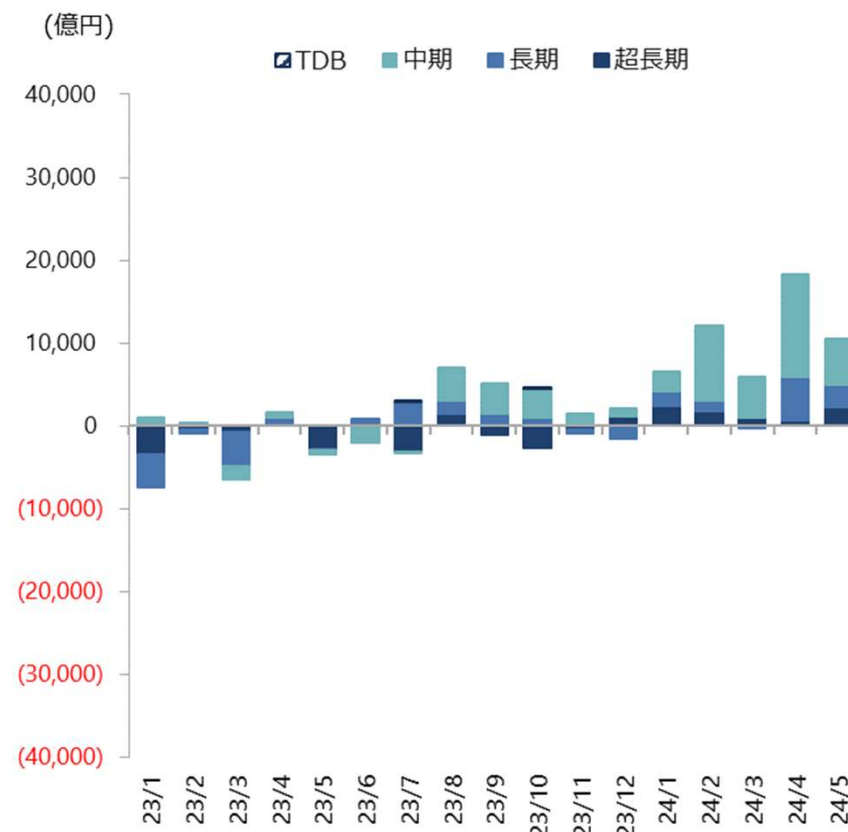
金融政策変更後の投資家動向 ①公社債店頭売買高-2

- 実際の政策アクションの前から、銀行の国債購入年限は短期化

都銀の公社債売買高



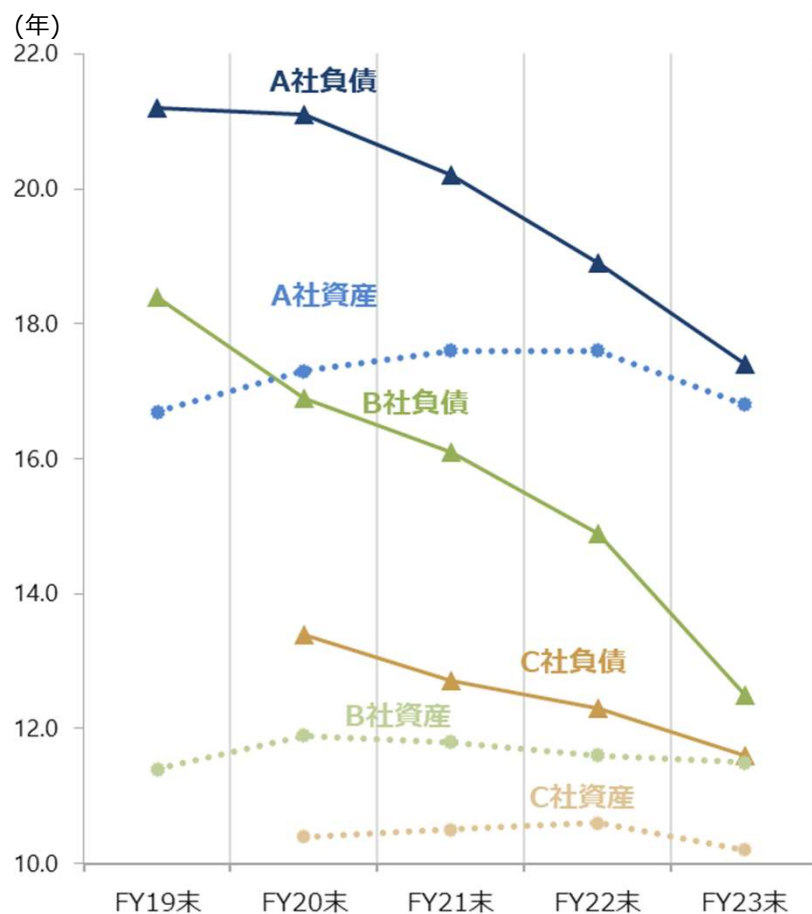
地銀（1+2）の公社債売買高



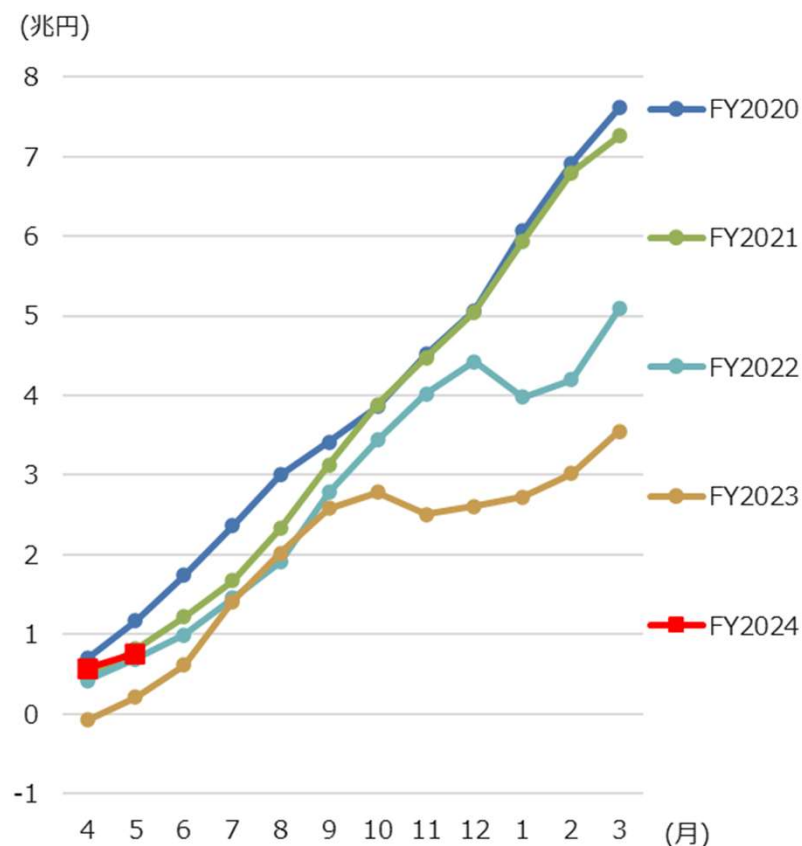
金融政策変更後の投資家動向 ②生保動向

- 生保による超長期の買い越しはやや慎重なスタート。生保の負債デュレーションが縮小し、ALMギャップが縮小したことがここ2年ほどの需要下振れの背景か

|| 生保BSデュレーションの変化



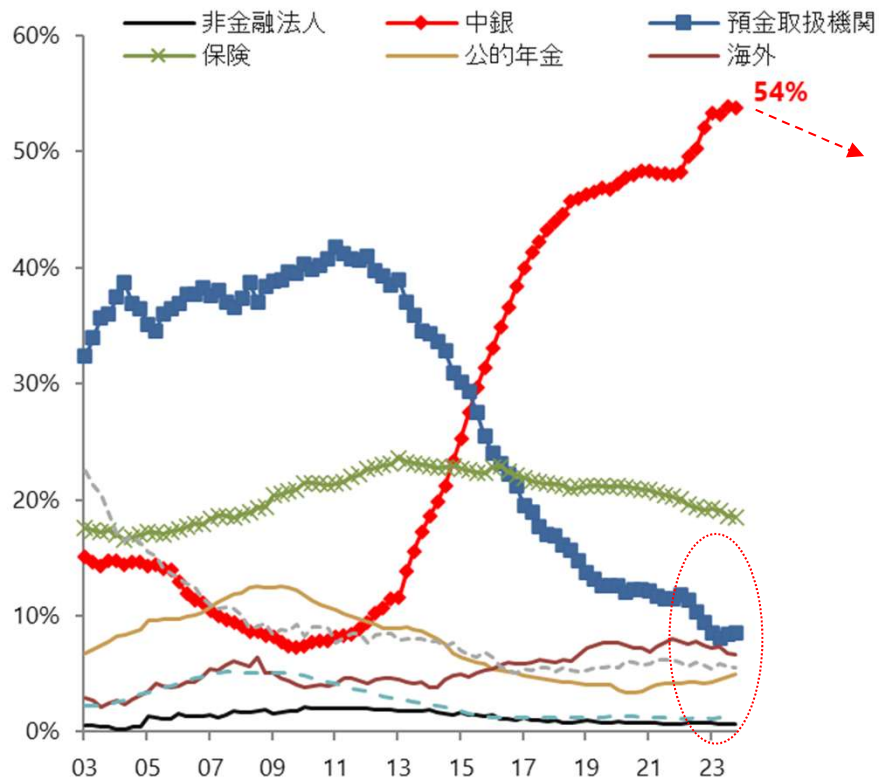
|| 生損保累積買越額（超長期債、年度別）



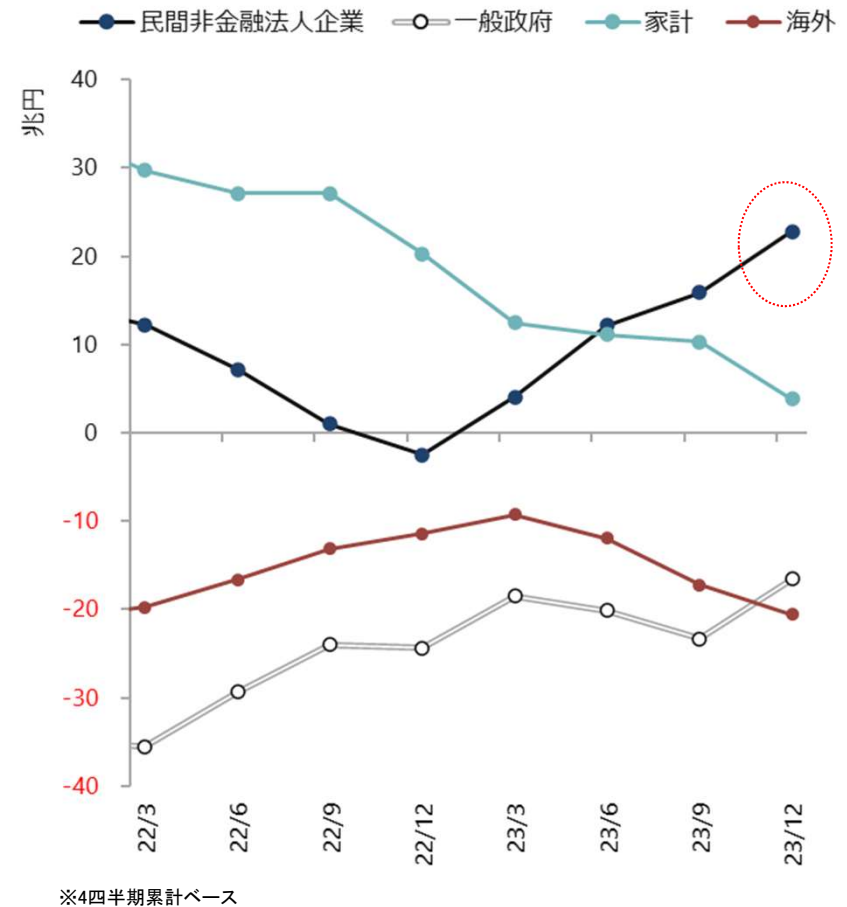
金融政策変更後の投資家動向 ③資金循環統計

- 買入れ減額が見込まれる状況で、中銀に代わる国債の買い手は？

|| 国債保有比率



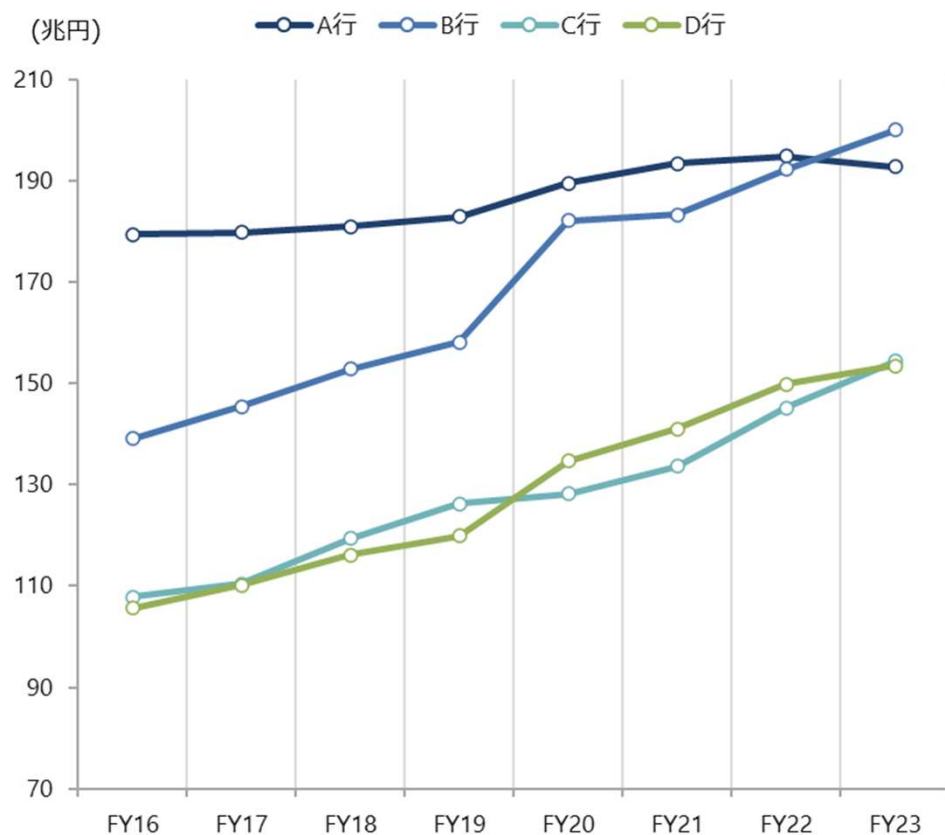
|| 部門別資金過不足



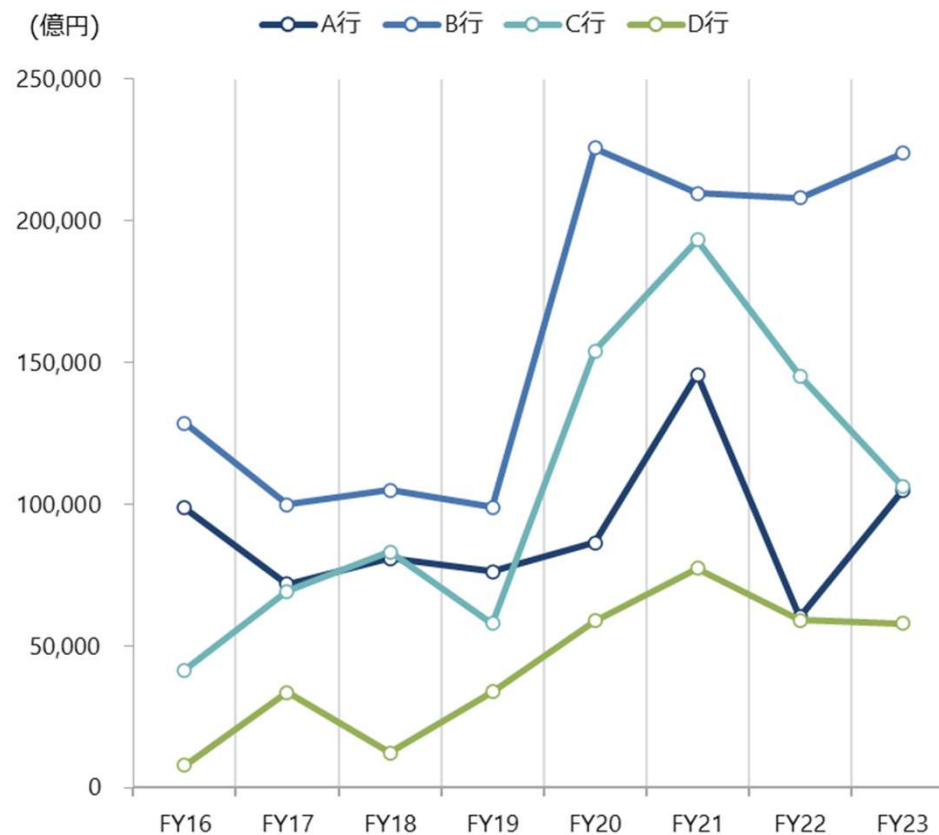
金融政策変更後の投資家動向 ④預金取扱機関の余資

- 預金取扱機関の待機資金に注目が集まる。潜在的な買い余力として機能する見込み

|| 主要な預金取扱機関の預金量



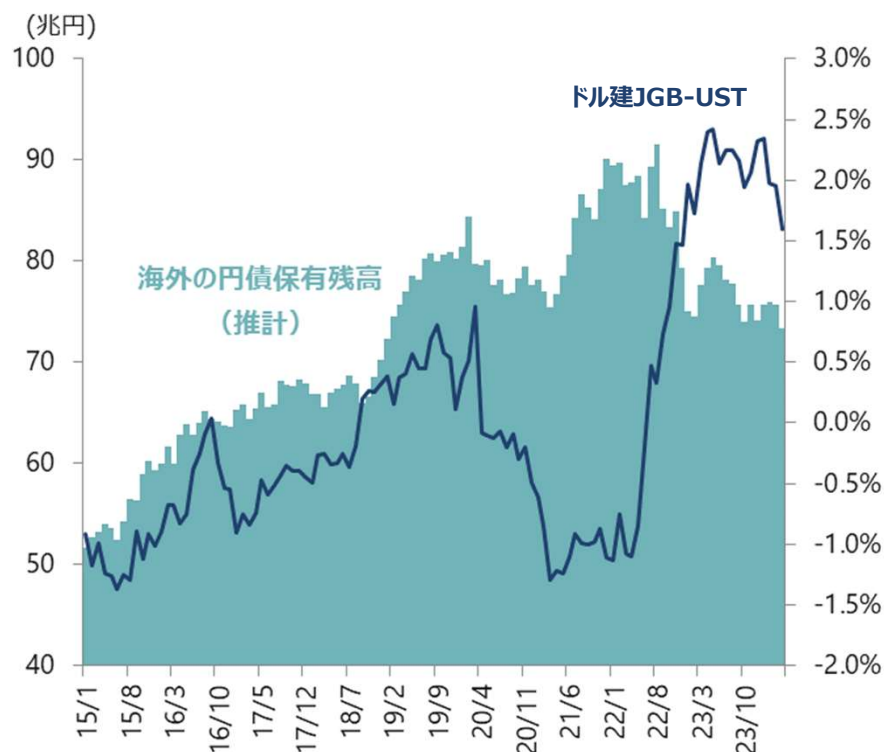
|| 主要な預金取扱機関の残存1年未満国債保有残高



金融政策変更後の投資家動向 ⑤海外投資家

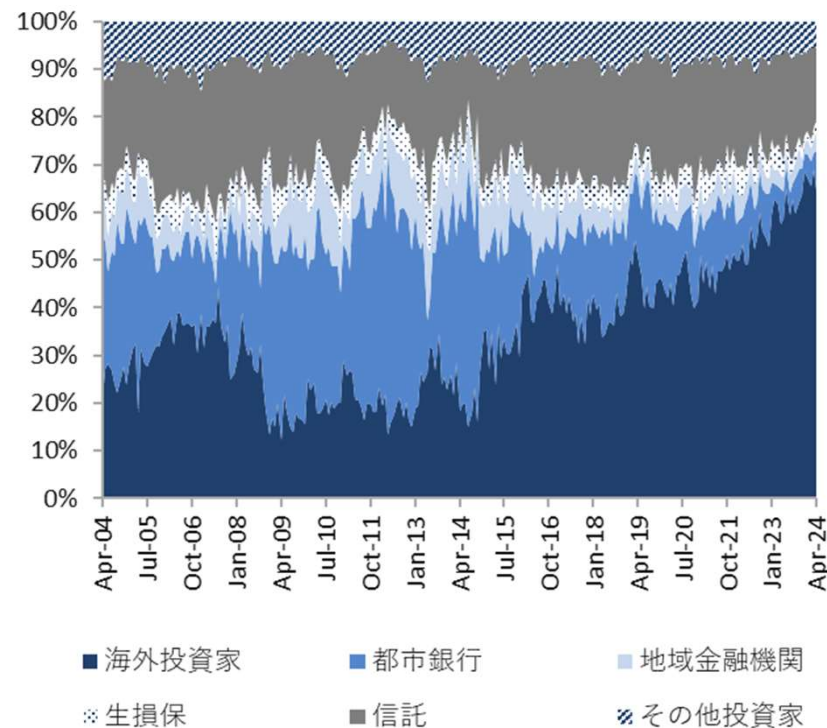
- ドル投資家から見たJGBの妙味は改善したが、JGBの持ち高は増えず。一方、JGB取引に占める海外投資家のシェアは一貫して拡大

円債持ち高とドル建JGBの妙味



※ドル建JGB-USTは、通貨スワップで3カ月ロールヘッジしたJGB10年の利回り、米国債10年の利回りのスプレッド

利付国債の売買シェア



※利付国債の買付額+売付額を売買高とし、各主体が全体に占める売買高のシェアを示したもの。その他投資家は、個人、債券ディーラー、その他を除く。地域金融機関は、地銀+第二地銀+信金。

金融政策変更後の投資家動向 ⑥まとめ

- 政策変更前より投資動向は先んじて変化し、国内勢による利付債の買い越しは慎重化した。政策変更後は、前年度の反動も？
- 規制対応の一巡により、生保による超長期債需要は限定的に。負債デュレーションの短期化も寄与
- 金利水準の上昇により、より短い年限で運用の目線を満たせるように
- 日銀が国債買入れの減額を進める中、新たな国債の買い手が求められる。需要要因により、国債のリスクプレミアムが調整される

開示事項

【株式レーティング記号について】

株式レーティング記号は、今後12ヶ月程度のパフォーマンスがベンチマークとする株価指数の騰落率と比べ、以下の通り判断した事を示します。

1 (買い) =15%以上上回る 2 (アウトパフォーマンス) =5%~15%上回る 3 (中立) =±5%未満 4 (アンダーパフォーマンス) =5%~15%下回る 5 (売り) =15%以上下回る

各国におけるベンチマークは以下の通りです。

日本：TOPIX、米国：S&P 500、欧州：STOXX Europe 600、香港：ハンセン指数、シンガポール：ストレイト・タイムズ指数、韓国：韓国総合指数、台湾：加権指数、オーストラリア：S&P ASX200指数

【目標株価について】

目標株価は、アナリストによる当該企業の業績予想をもとに算出しています。目標株価に達しないリスク要因は、当該企業の業績動向の急激な変化や、想定を超えたマクロ環境の変化等です。

【その他の留意事項】

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和証券にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いいたします。

【当社に関するディスクロージャー】

利益相反関係の可能性、保有株式等、主幹事を担当した会社、個別銘柄に関するその他の開示事項、(株)大和証券グループ本社現地法人等が主幹事を担当した会社につきましては、https://drp.daiwa.co.jp/rp-daiwa/direct/reportDisclaimer/j_disclaimer.pdfをご参照ください。本件につき情報が必要な方は、大和証券リサーチ・プロダクション部までお問合せ下さい。

【無登録格付に関する説明書】

レポート本文中に注記のある格付けは、金融商品取引法第66条の27の登録を受けていない格付業者が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては「無登録格付業者が付与した格付に関する留意事項」<https://www.daiwa.jp/risk/unregistered.html>を必ずご確認ください。本件につき情報が必要な方は、大和証券リサーチ・プロダクション部までお問合せ下さい。

【お取引にあたっての手数料等およびリスクについて】

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大1.26500%（但し、最低2,750円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大0.99000%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかには為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行なうにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、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。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された各種手数料等（最大3.3%（税込）の購入時手数料、換金時には、1口（当初1口=1,000円）につき最大22円（税込）の解約手数料や最大0.5%の信託財産留保額、間接的にかかる費用として、運用管理費用（国内投資信託の場合には信託報酬として最大年率2.420%（税込）、外国投資信託の場合には管理報酬等として最大年率3.755%程度）、その他運用実績に応じた成功報酬やその他の費用・手数料等（運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を表示することができません）をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。各商品の目論見書等のご請求は、大和証券のお取引窓口までお願いいたします。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行なわれていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108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、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本STO協会