

光世証券オンラインセミナー

『債券市場の現状と見通し・上級編』

～先物・オプション売買に役立つコンテンツの紹介～

2022年6月22日19:00～

光世証券 コンサルティンググループ

橘高 英祐

【国内債券市場の変動要因】

・米国長期金利動向

インフレ鎮静化を強化。FRBの利上げ幅拡大と資産圧縮(QT)

米国消費者物価の動向と先行き(資源価格、住宅ローン)

・日銀の量的・質的金融緩和の継続

イールドカーブコントロールによる10年金利の上昇抑制

海外金利差が為替相場に影響

残存7～9年の国債利回りが10年を上回る逆イールドが発生

日銀政策変更の思惑、ヘッジファンドによる日本国債売り

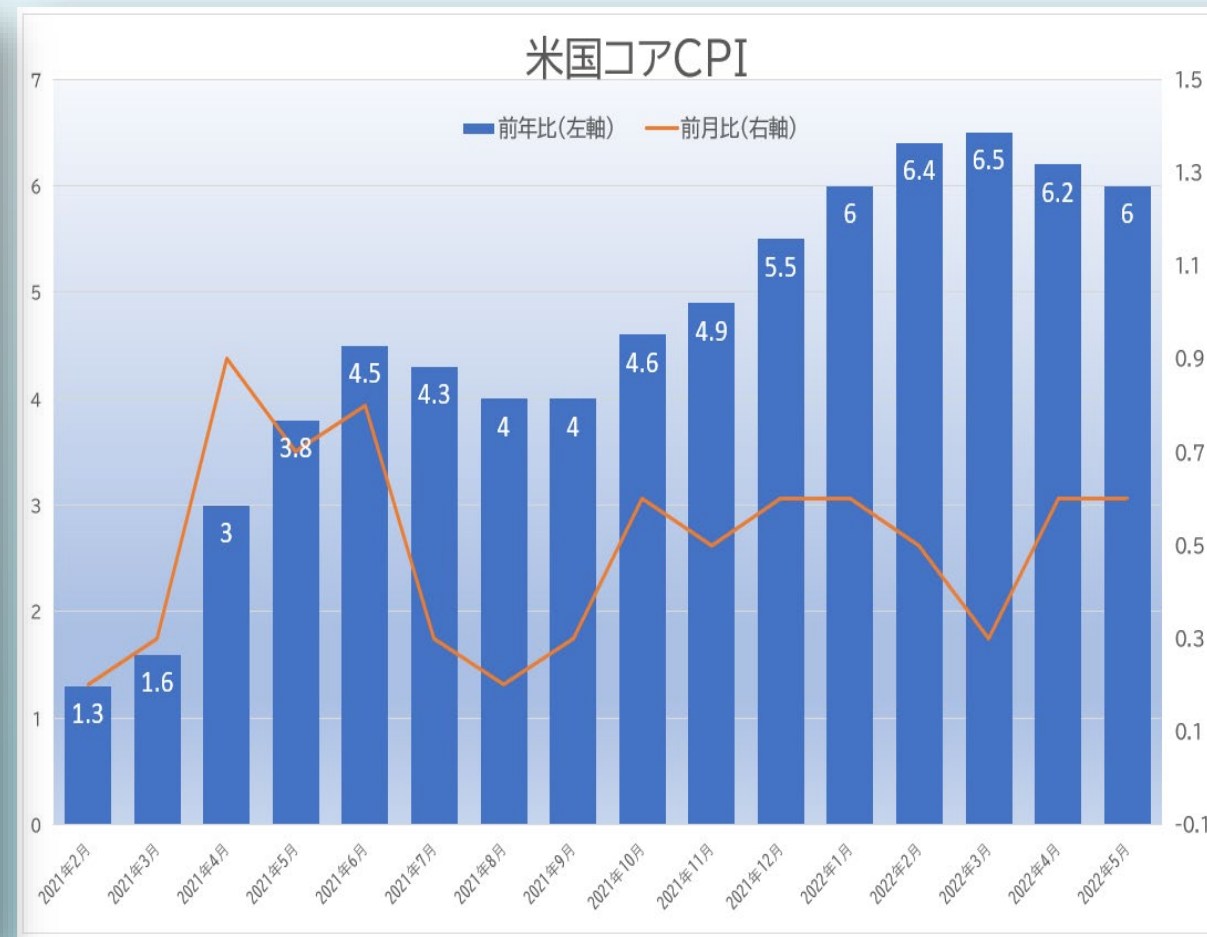
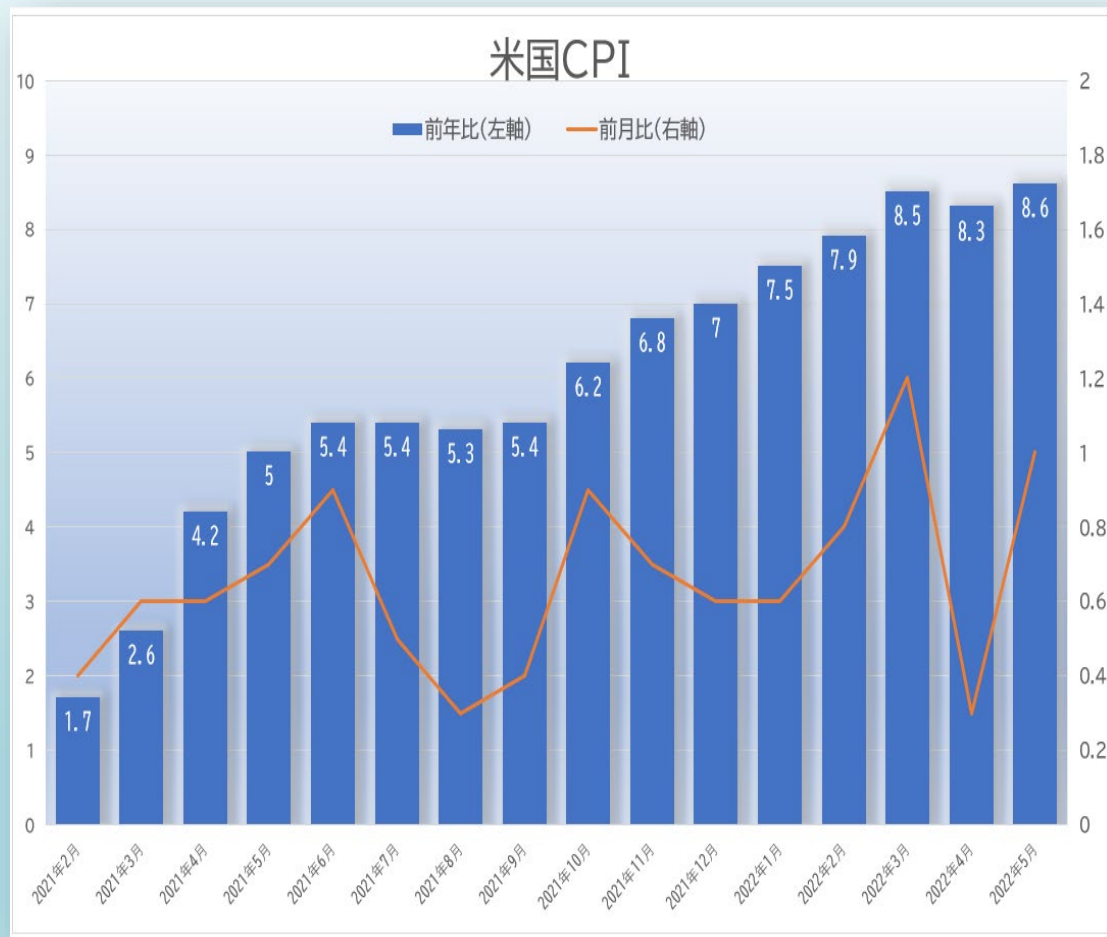
【中央銀行政策会合予定】

米国	欧州	日本
【FOMC】 7/26～27	【ECB理事会】 7/21	【金融政策決定会合】 7/20～21
	9/8	
9/20～21		9/21～22
	10/27	10/27～28
11/1～2		
12/13～14	12/15	12/19～20

【注目イベント】

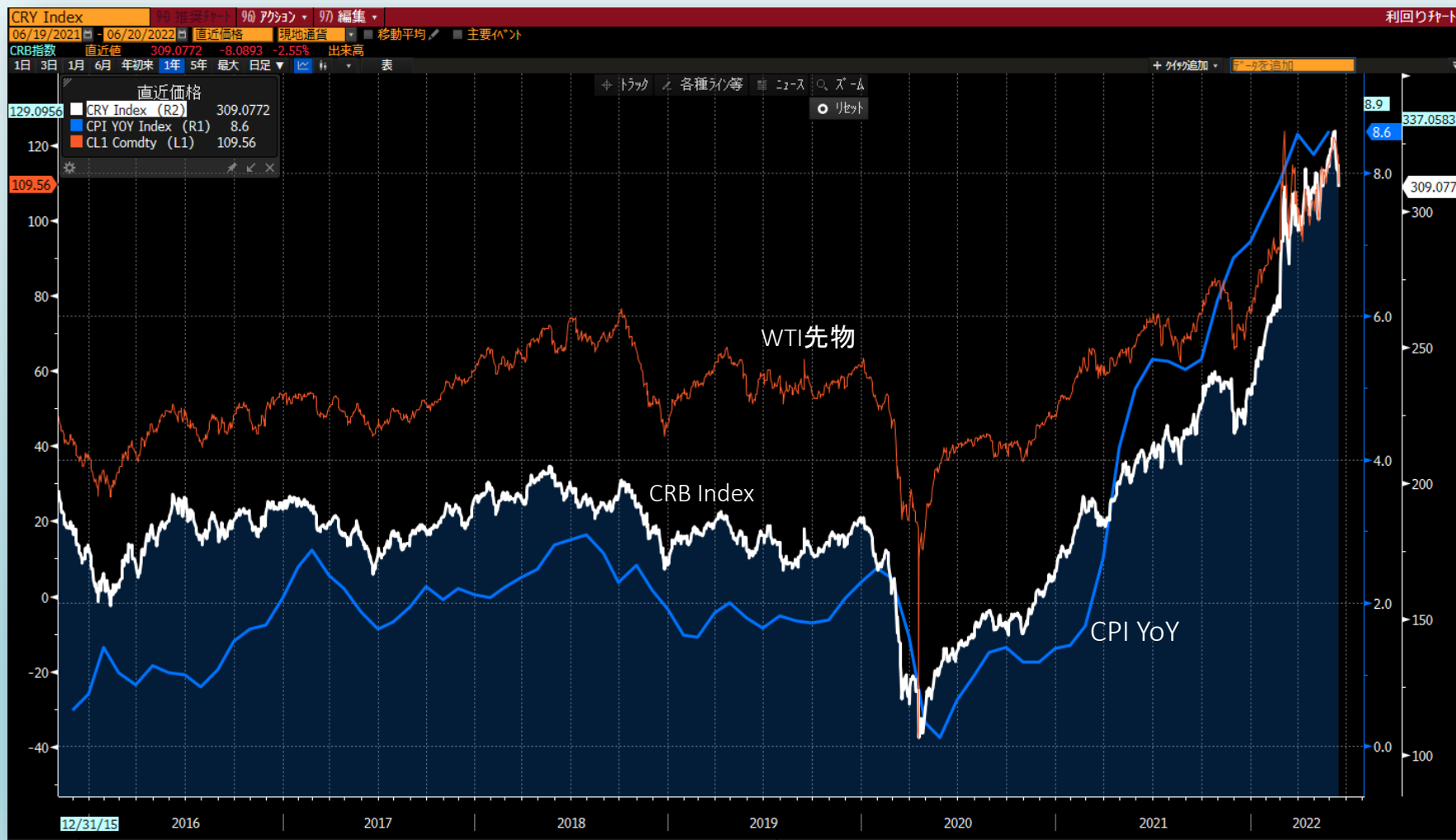
11/8 アメリカ中間選挙 雇用統計➡ 毎月第一金曜日 CPI ➡ 毎月10日前後 月末 ➡ PCE発表		黒田総裁 任期 2023/04
--	--	-----------------

【米国消費者物価指数(CPI)の推移】



Bloombergデータをもとに光世証券作成

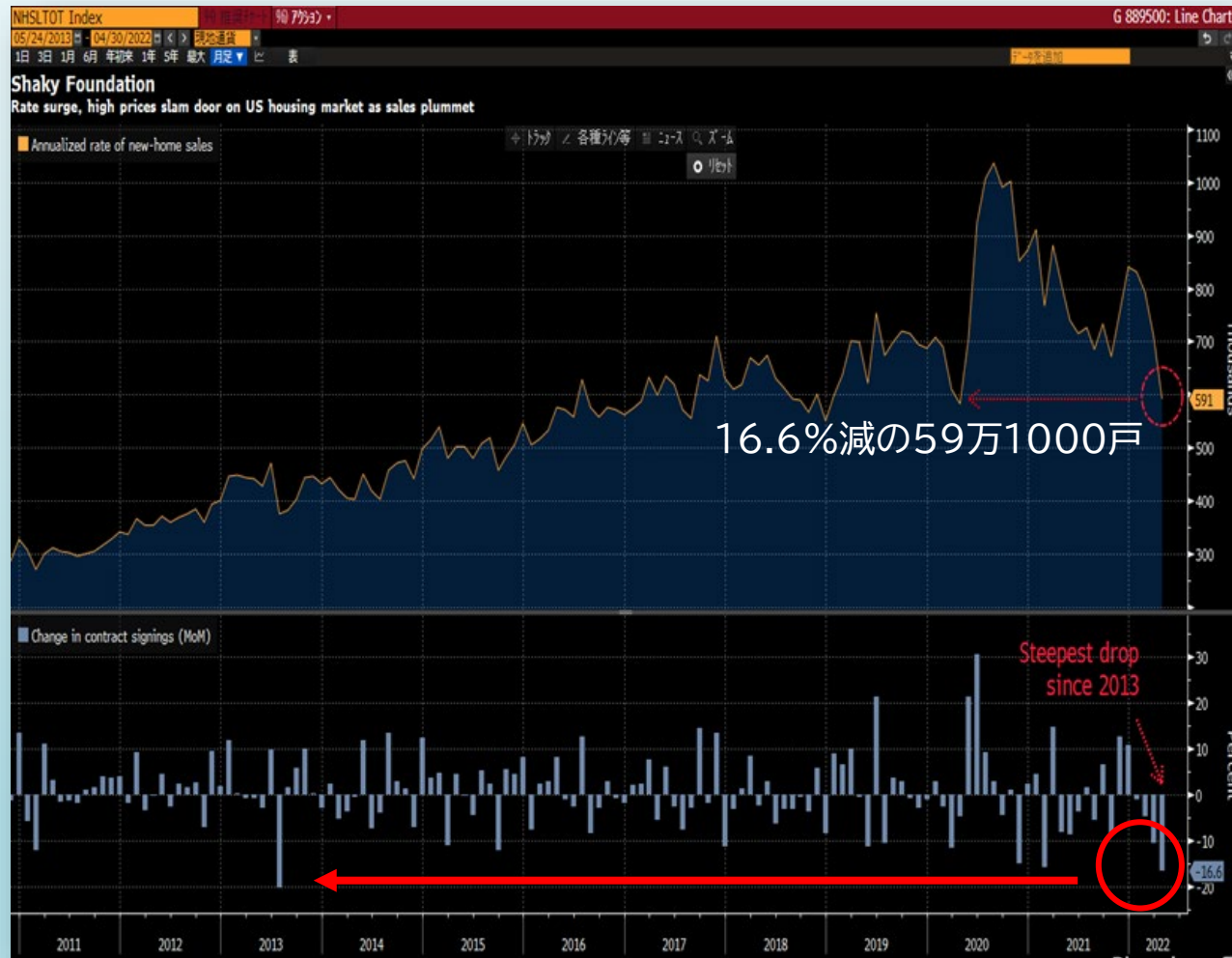
【原油をはじめとする国際商品市況動向と米CPI(前年比)】



出所: Bloomberg

【住宅着工件数、新築住宅販売にブレーキ】

～やや陰りでもピークアウト感はまだ先か～



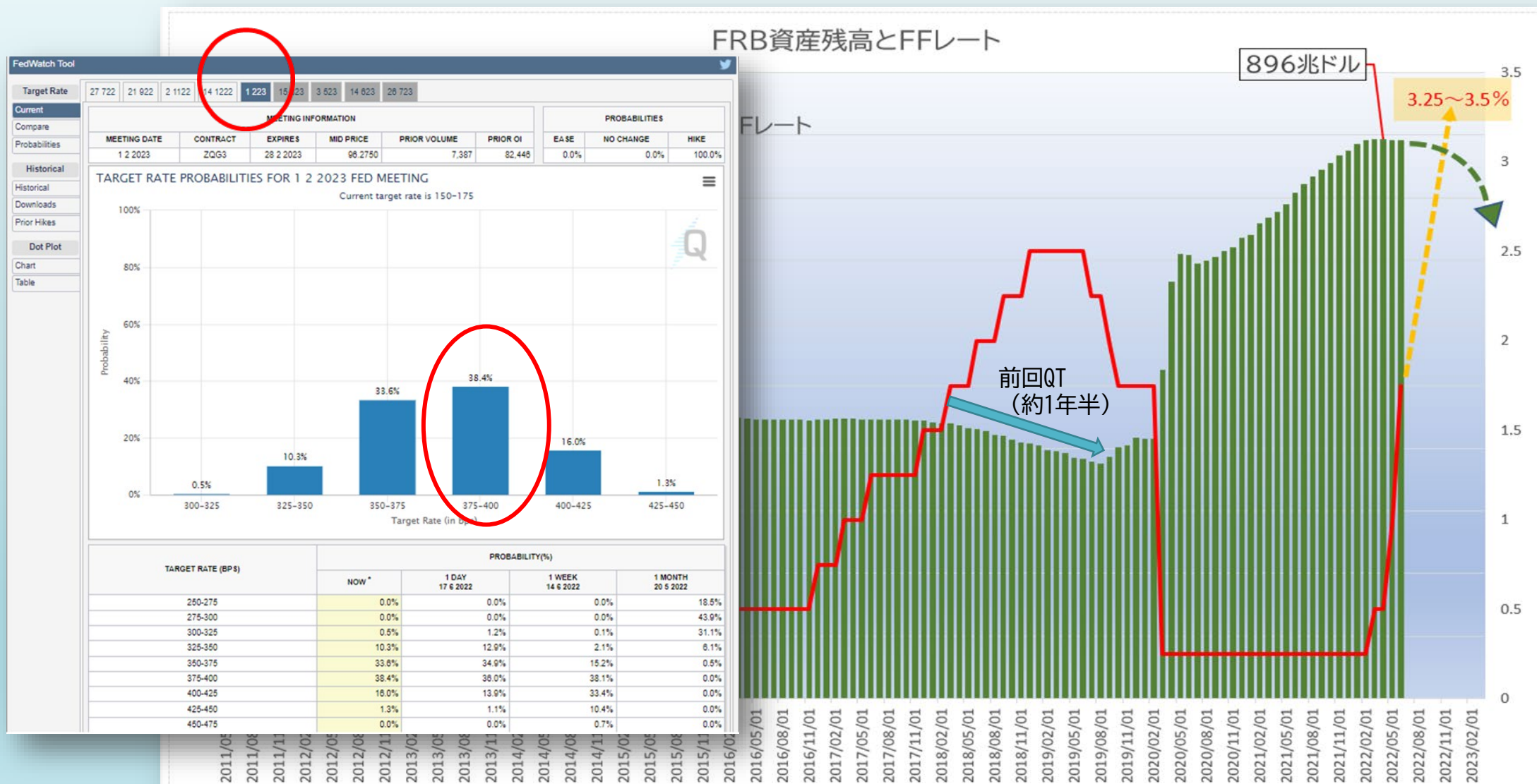
米新築一戸建て住宅販売戸数

出所: Bloomberg

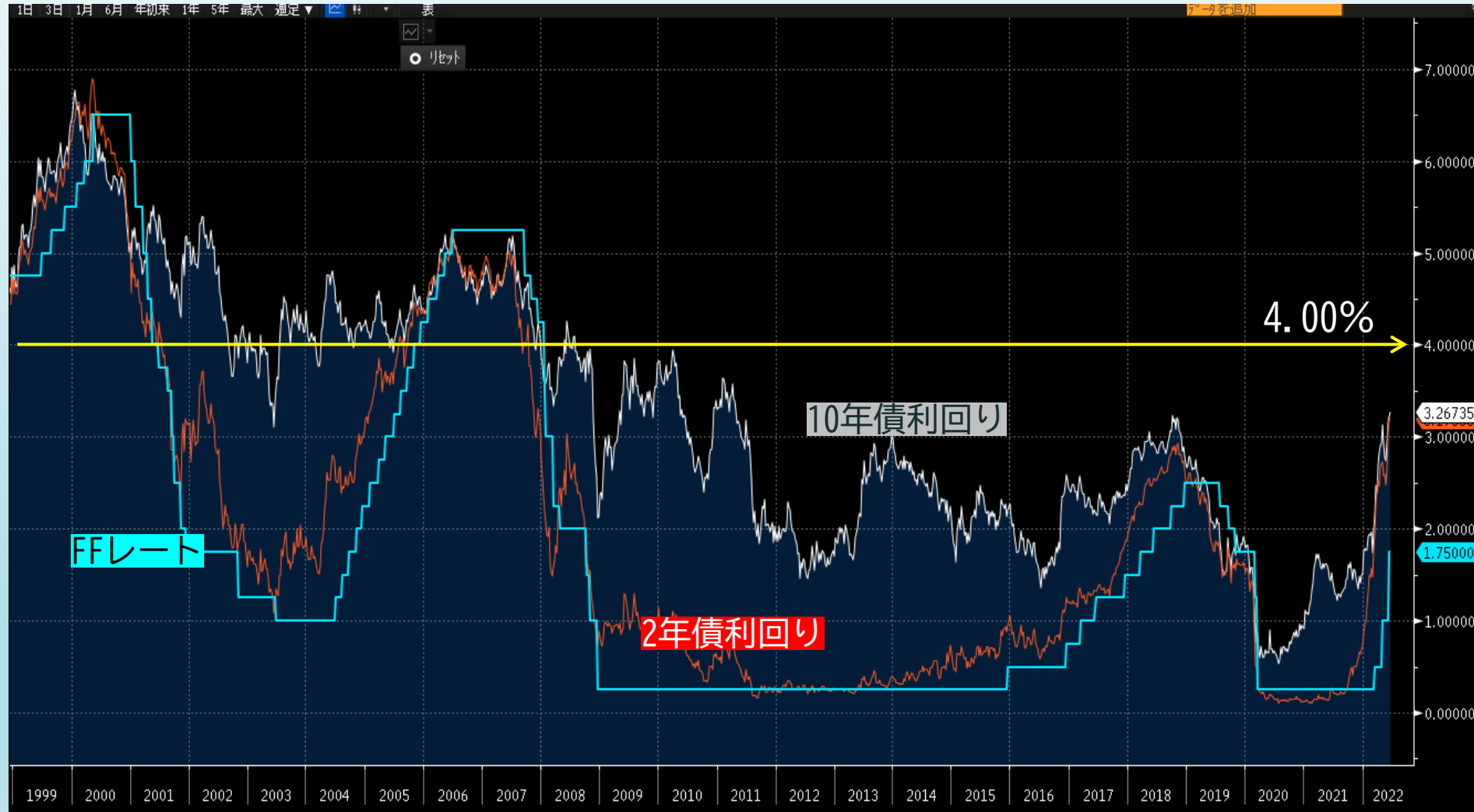


新築住宅販売価格中央値

【FRB資産残高はコロナ禍前の水準へ、FFレートは3%台へ】



【FFレート・米10年・2年債利回り推移】



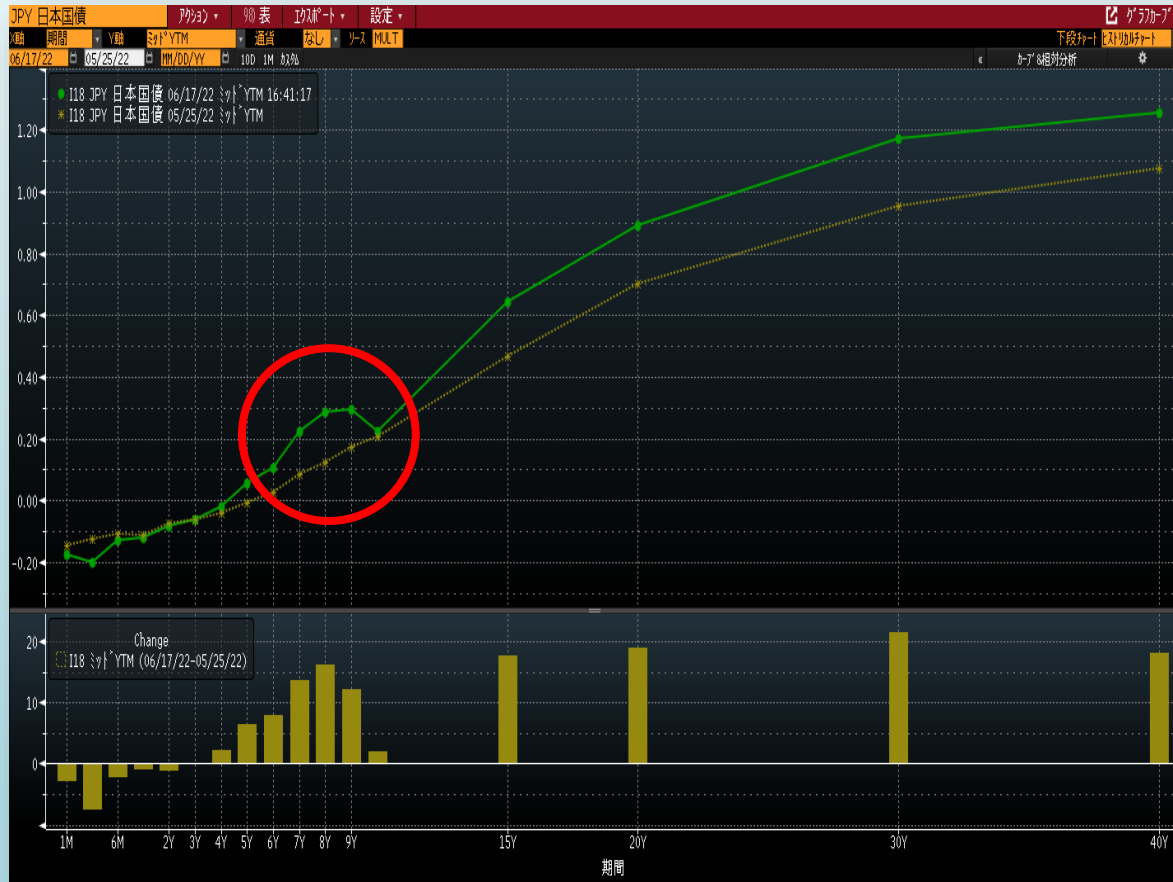
【各国中央銀行の金融政策】

FRB	ECB	日銀
6月: FOMC 0.75%利上げ 7月: FOMC 0.5～0.75%利上げ 9月 ➡ 0.5% 11月 ➡ 0.25% 12月 ➡ 0.25%の利上げ予想 6月:よりQT開始 国債300億ドル MBS175億ドル 9月:よりQT増額 国債600億ドル MBS350億ドル FRBのバランスシート8兆9655億ドルからコ ロナ禍前の約4兆ドルへ FF金利見通し3.5%(中立金利は2.5%)	7月 量的緩和終了 7月 0.25%利上げ ゼロ金利解除へ 9月 0.5%利上げ	0.25%で無制限の買入れ (連日指値オペ) YCC継続

【足元での国内債券相場動向】

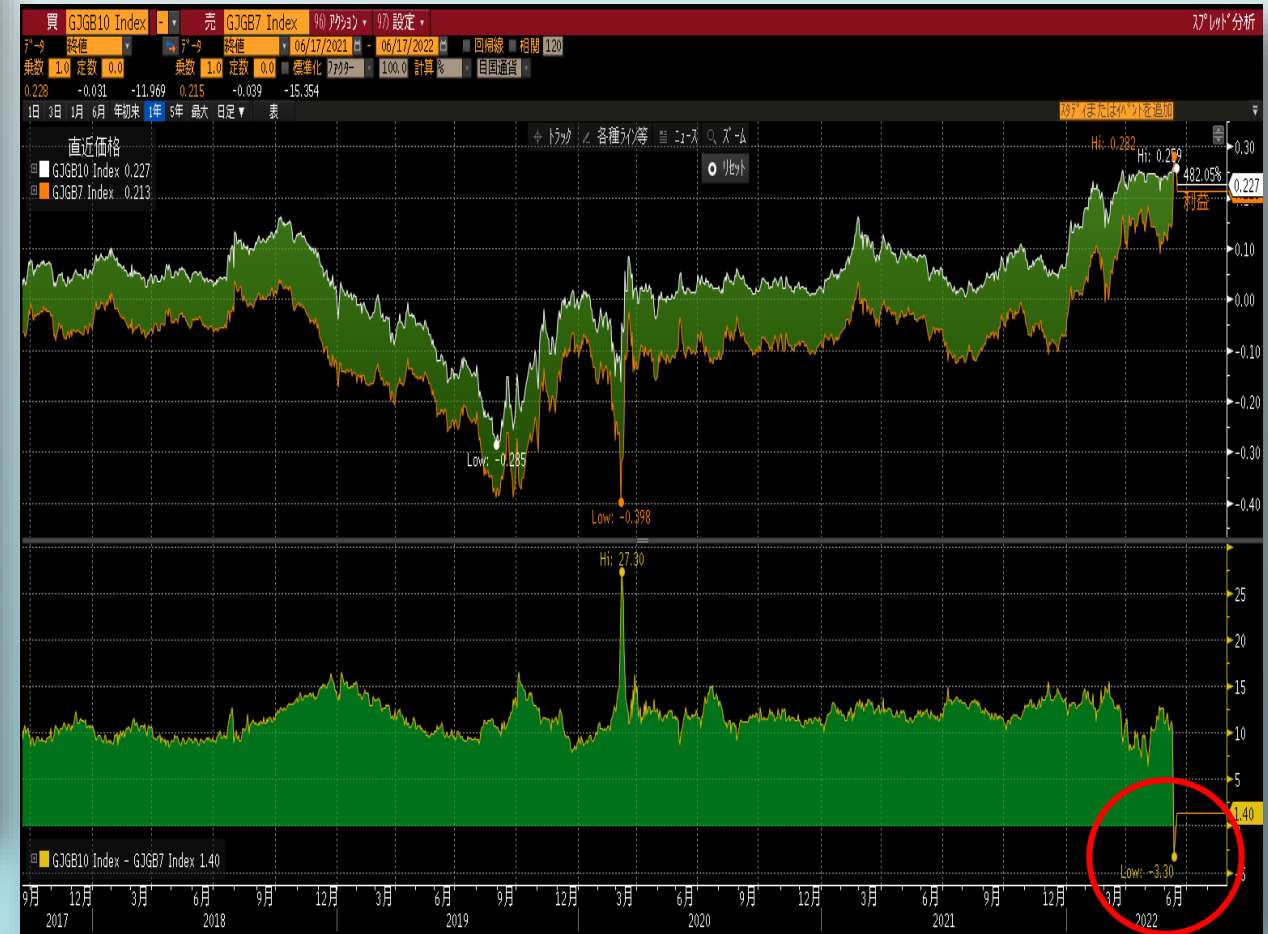
- ・海外金利差から、国内金利にも上昇圧力がかかり、長期金利指標である新発10年債は、日銀が許容する上限幅の0.25%に到達。
- ・日銀は、買い入れオペの増額と連続指値オペを開始し10年金利の上昇を抑える。
- ・残存10年以上の超長期国債に上昇圧力がかかり、イールドカーブがスティーピング。
- ・日銀の政策変更の思惑 ➡ 残存7年～9年の国債が10年債金利を上回る逆イールドが発生。
- ・国債先物相場が急落、流動性の低下が露呈。連続指値オペをチーペスト銘柄に拡大。(6/16)
- ・黒田日銀総裁会見「コストプッシュ型インフレ下での政策変更はない。先物の動きは投機的。」(6/17)
- ・国債補完供給の要件緩和(連続利用日数を70日営業日に拡大。(6/17))

【YCCの構造的な問題が露呈】



イールドカーブの変化

出所: Bloomberg



残存7年と10年の国債利回り格差の推移

【6/15の債券先物市場の急落について】



・債券先物価格は、満期を迎えると現物国債の受渡決済を行う

・受渡適格銘柄(残存7～11年国債)の内、最も安いチーペスト銘柄は、先物との裁定取引が可能のため、通常はほぼ連動する。

・日銀は従来の買入れオペによって先物9月限おチーペスト銘柄(356国債)の7割ほどを保有。

・今回の先物9月限の急落局面では、日銀の指値オペが連日行われることで残存7年チーペスト銘柄(356国債)と先物9月限の関係に変化。

・日銀のさらなる買入れによる流動性の低下を懸念、先物市場の機能不全を警戒した参加者が取引を見送る。ボラティリティが上昇し、DSBが発動した。

・日銀は、補完供給制度(保有する国債の貸付[売り現先])の条件を緩和した。

【海外ヘッジファンドの見立て】

マクロ経済環境から、日銀が現在の政策を修正する可能性が高い。

FRBの金融引き締めが世界の金利に上昇圧力 ➡ 日銀だけが長期金利の上限を0.25%にとどめることは難しい。

7～9月のどこかで、イールドカーブ・コントロール政策を修正するのではないか。

円安が進むと日本の物価は上昇し、政治的な問題につながる。

海外の中央銀行が利上げをすればするほど、日銀は金融緩和的な行動(0.25%維持のための国債の買い入れ)が円安圧力となり、インフレにつながることになる。

【6月17日日銀黒田総裁会見要旨】

「急激な円安は経済にマイナス、ファンダメンタルズに反する」（為替相場の円安）

「最近の為替、金利動向は経済・物価に影響を与えるため、十分注視していく必要がある」

「長期金利の許容変動幅拡大は考えていない」

「先物は投機的な動きで現物との乖離(かいり)やボラティリティーの高まりが生じている」

「YCCに限界が生じていることはない」

「長期金利は0.25%以内に収まっている－上回る局面はごくわずか」

「海外金利が上昇してもYCCは基本的に維持できる」

「必要があればちゅうちょなく追加緩和」（金融政策運営）

「現時点でさらなる政策の点検が必要だとは考えてない」

「現時点での引き締め適切でない－実施すれば景気に下押し圧力、コロナ禍からの経済回復を否定し悪化させる」

「日銀内で長期金利目標幅を巡る意見が割れているということは全くない」

（物価情勢）「現在の物価上昇はコストプッシュ型で、日銀が目指す姿と異なる」

「賃金上昇伴う形の物価目標実現できるよう緩和実施」ほか。

【当面の見通し（まとめ）】

- ・米国のインフレは、まだ続きそうで、当面、毎月のCPI、PCEの結果に左右されそう。
- ・FRBは、今月に続いて、次回FOMCでも0.75%の利上げを予想。その後は、上げ幅を縮め、年内に誘導目標は3.0%台へ。
- ・海外の中央銀行が利上げモードである以上、国内長期金利に対する上昇圧力は続く。
- ・国内インフレの兆候はコストプッシュ型で、日銀は、金融緩和政策を維持。
- ・日銀は、7年チーペスト銘柄にも0.250%の連続指値オペを実施したこと、先物だけが大きく売られる局面はいったん収束する。ただ先物市場の機能不全の状態が続いており、ボラティリティの高い状況は続きそう。
- ・ドル高円安の進行が、世論の声の高まり、政治問題化、参院選の争点などもあり、今後も日銀に対する政策修正のプレッシャーはかかりそう。
- ・債券市場は、日銀会合後も、ショートカバー的な動きは見られておらず、引き続き円債ショートは継続か。
- ・当面は次回日銀会合（7月20.21日）に向けて、ボラティリティが高まる状況が繰り返される可能性が高い。
- ・海外投資家が夏休暇に入る7月下旬～先物最終日にむけた9月の初旬は、チーペストに絡む需給関係が相場への影響も。
- ・サブシナリオは、米国金融引き締めによるインフレの鎮静化が見えてきたときの巻き戻し。

【S&P/JPX日本国債VIX指数】

S&P/JPX 日本国債 VIX 指数は、長期国債先物オプション取引の価格を利用し、日本国債のインプライド・ボラティリティを算出する革新的なベンチマークです。

2019年7月10日より一部ベンダーでリアルタイム配信



ボラティリティは、原資産価格の変動レンジを示す

ボラティリティ / 1年の営業日数
= 債券先物の1日の変化率
(ただし68%の確率)

$$4.79\% / \sqrt{250} = 0.3029 \div 0.303\% \\ 0.303\% \times 147.50 = 44.7\text{銭}$$

ご視聴ありがとうございました



<免責事項>

当資料および講義の内容は、投資判断の参考として投資一般に関する情報提供を目的としたものであり、投資の勧誘を目的としたものではありません。

お取引に際しては、あらかじめ契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読みいただき、商品の性質、取引の仕組み、リスクの存在、手数料等を十分に御理解いただいたうえで、御自身の判断と責任で取引を行っていただきますよう、お願い申し上げます。

本資料に含まれる記述などの使用に関し、当社は一切責任を負いません。当社は本資料に記載の事項に関し、将来予告なしに変更することがあります。

光世証券株式会社
〒541-0041 大阪市中央区北浜2丁目1-10

URL : <http://www.kosei.co.jp>

E-mail : info@kosei.co.jp

< 無断転載を禁ず >

当資料の全部、または一部を無断で複写・複製・転載、および磁気・高記録媒体に入力することなどは、著作権法上の例外を除き禁じられています。

