

エグゼクティブ・サマリー

2020年7月

日本経済

- ◆ 年後半の世界経済は、V字回復・二番底いずれの極端シナリオからも外れ、中庸な回復へ
- ◆ 長期停滞リスクが残る中、日銀は今の緩和を粘り強く続ける公算
- ◆ 国債の大幅増発に対し、10年以下は日銀、超長期は投資家が支える構図

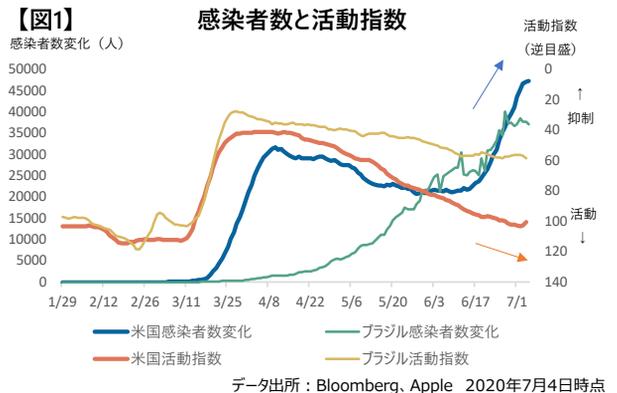
国内債券市場

- ◆ 長短政策金利が複数年にわたって据え置かれるとの期待から長期金利は低位安定
- ◆ 景気の下方リスク顕在化があった場合は、利下げ期待は高まりにくいいため、カーブはフラット化しやすい
- ◆ クレジット市場にポジティブな見方を維持する一方、感染拡大懸念による価格変動率の上昇の可能性に留意が必要

日本経済 注目の経済指標・イベント

● 急激な下方ショックからの戻りは緩やか

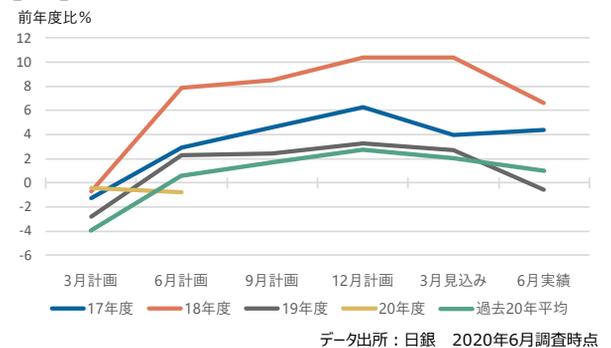
- 新型コロナウイルスへの各国の対応は、感染拡大が続く国を含め、全面的ロックダウンから、経済への打撃を考慮したものへ変化。
- 年後半の世界経済は、V字回復・二番底いずれの極端シナリオからも外れ、中庸な回復へ。
- 国内経済指標は他国比較でも弱さが目立ち、企業の投資行動などへの影響を注視。【図2】
- 日本の政局や米大統領選といった不確実要因も意識され始める局面。



● 内外金融政策見通し

- 4-6月期に日銀は企業金融関連の緩和を実施も長短金利誘導目標は維持。
- 日銀含め各国中銀は、更なる追加緩和というより現行の超緩和を複数年にわたって継続することを強調し始めている。
- 3-4月の緊急対応によって金融危機は回避したものの長期停滞リスクは残るとい状況下、今の緩和を粘り強く続ける公算。

【図2】 日銀短観・設備投資計画（全規模全業種）



● 国債需給見通し

- 政府は4月の一次補正で既にリーマン危機と同程度の経済対策を発表し、5月にそれと同規模の二次補正を発表。
- 7月からの長期国債の大幅増発に対し、10年以下の年限は日銀買入が支え、需給不安は小さい。
- 超長期セクターは投資家次第：生保、地銀など国内投資家の動向に注目。

【図3】 超長期国債の年間買い越し額（兆円）



● 国債：4-6月の振り返りと7-9月の見通し

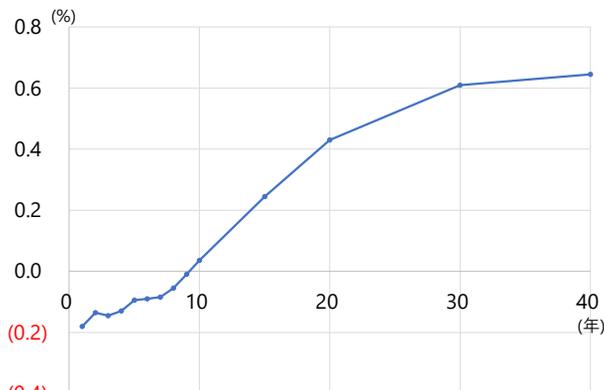
- 4-6月は、マクロ環境が前四半期よりも落ち着きを見せ始める中、10年金利は0%付近での推移が継続。
- 一方、超長期セクターは政府の大型経済対策に伴う増発懸念から金利上昇し、特に二次補正が早期かつ大型に編成されたタイミング以降、イールドカーブはスティープ化。
- 7-9月は世界経済の緩やかな回復シナリオとそれを支える金融緩和の長期継続期待から、金利は低位安定を予想。
- 景気の回復スピードより水準へと目が向きやすい債券市場では、投資家需要が喚起されやすい。
- 日銀は4月緩和時に国債買入について「イールドカーブ全体を低位で安定させる観点から」積極的な買入を行うと発表した。その後の買入額を見るに、無理に金利を押し下げる意図はない模様。
- 株高が商品市況にまで上昇圧力をもたらした場合、インフレ期待を伴った長期金利の上昇となるが、その可能性は低いため、発行増のみでは金利上昇余地は限られ、結局レンジ推移となるだろう。
- 逆に、景気の下方リスク顕在化があった場合は、利下げ期待は高まりにくく、カーブはフラット化しやすい。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg 2020年6月30日時点

【図5】 国債イールドカーブ



データ出所：日本相互証券 2020年7月7日時点

● クレジット：4-6月の振り返りと7-9月の見通し

- 国内社債スプレッドは、4月末の日銀による社債買入れオペの更なる拡充（買入れ対象債券の年限および一発行体の買入れ上限額の緩和など）を受けて拡大が一服し、その後タイトニングが進むとともに流動性も回復基調となった。6月の社債発行額は月間で過去最高となったが回復した投資需要により順調に消化された。
- 円建外債のスプレッドは、国内投資家の慎重姿勢を背景に海外市場のタイトニングにすぐには追従せず、4月以降しばらく高止まりが続いたが、新発債の発行および順調な消化を受けて徐々に縮小する展開となった。

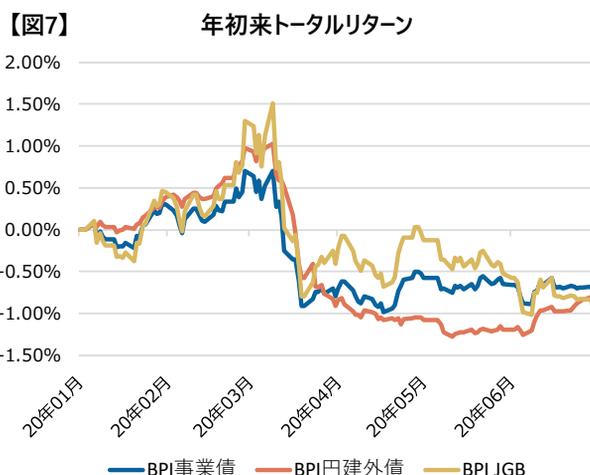
【図6】 対国債スプレッド



データ出所：Bloomberg 2020年6月30日時点

● クレジット：4-6月の振り返りと7-9月の見通し (続き)

- 国内社債発行体の企業業績および財務指標は足元緩やかな悪化傾向にあるが、新型コロナウイルスの影響が本格的に出てくるのは4-6月期決算からであり、悪影響を被る業種および発行体が相次ぐ可能性が高い。
- ファンダメンタルズ悪化懸念を背景に4-6月期は外資系格付機関による格下げが目立った。
- 日銀を含む各国中央銀行の低金利政策継続および金融・財政政策による経済へのサポートが期待されるとの前提のもと、利回り追求のニーズによりクレジット商品には堅調な需要が見込まれる。高スプレッド銘柄を中心にスプレッドの更なる縮小を予想。
- 新型コロナウイルス感染症の再度の感染拡大およびそれに伴う緊急事態宣言・ロックダウンの可能性は引き続き大きな懸念であり、スプレッドレベルは相応の変動が予想される。その度合いは円建外債が国内社債よりも大きいと考えられる。



データ出所：Bloomberg 2020年6月30日時点

本資料はPGIMジャパン株式会社の債券運用部が執筆したものです。

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよび“ロックシンボル (The Rock)”は、プルデンシャル・ファイナンシャル（本社：米国ニュージャージー州ニューアーク）およびその関連会社のサービスマークです。英国プルデンシャル社とはなんら関係はありません。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号

加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

PGIMJ2020-4411