

エグゼクティブ・サマリー

2020年10月

日本経済

- ◆ 生活様式変化需要の一巡・米追加財政の遅れ等、グローバルに経済指標の一時的悪化リスク
- ◆ 日銀は、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方向
- ◆ 年度下半期は、国債の供給・需要ともに上半期に見られたような急増は見込まれない

国内債券市場

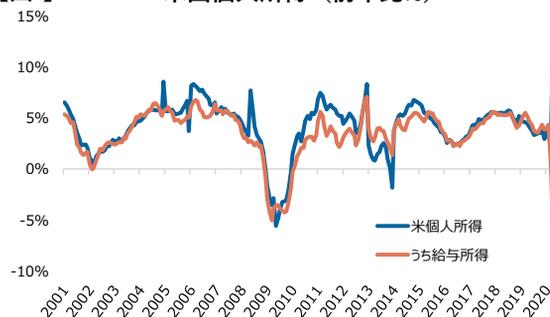
- ◆ 菅政権への交代で黒田日銀の政策スタンスが変わるとは考えにくく、長期金利は低位安定
- ◆ 米大統領選の結果によってはデータ再改善を織り込む展開もありえるが、金利上昇は持続しづらい
- ◆ クレジット市場にポジティブな見方を維持する一方、米国大統領選挙後の政策動向やコロナ禍の拡大懸念等で円建外債の価格変動には留意が必要

日本経済 注目の経済指標・イベント

● 経済データの一時的な悪化リスク

- 7-8月に国内外で感染者が再拡大したが、4-5月と比べて経済への打撃は限られた。
- ワクチン開発への期待も高まっており、景気の最悪期は既に脱したように見える。
- 一方、生活様式変化需要が一巡する中、7月期限切れ後の米国の追加刺激策の遅れが目立ち、所得減⇒輸入減を通じた世界経済の下押しリスク【図1】。
- 菅新政権は大規模財政より規制改革重視か。

【図1】 米国個人所得（前年比%）

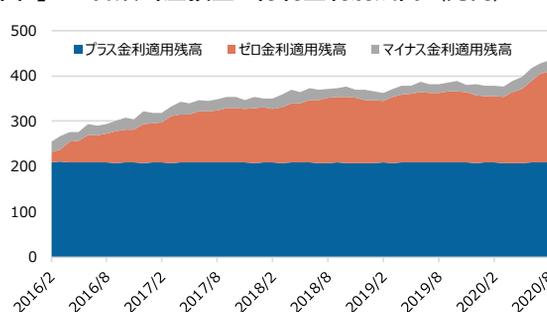


データ出所：米国BEA 2020年8月時点

● 内外金融政策見通し

- 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。
- 米国FRBの非対称雇用目標および平均インフレ目標の導入により、この世界的な流れは不可逆的なものに。
- 景気浮揚への政策の中心は財政であり、金融政策は据え置き：国債増発による金利上昇を抑える補完的役割を担う。

【図2】 日銀当座預金の付利金利別残高（兆円）



データ出所：日銀 2020年8月時点

● 国債需給見通し

- 菅新政権の下での第三次補正は、一次・二次補正と比べると大規模なものにならない見込み。
- 利付国債の増発はあっても少額にとどまるだろう。
- 一方、預金の急増に伴う運用ニーズは日銀当預のゼロ金利適用で賄われており【図2】、国債需要が過度に高まることは防がれている。
- 概ね需給はバランスした状態だが、生保・地銀の超長期債への旺盛な需要が続くか注目される【図3】。

【図3】 超長期国債の年間買い越し額（兆円）

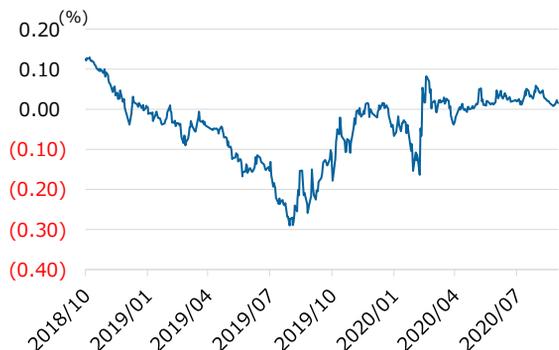


データ出所：日本証券業協会 2020年8月時点

## ● 国債：7-9月の振り返りと10-12月の見通し

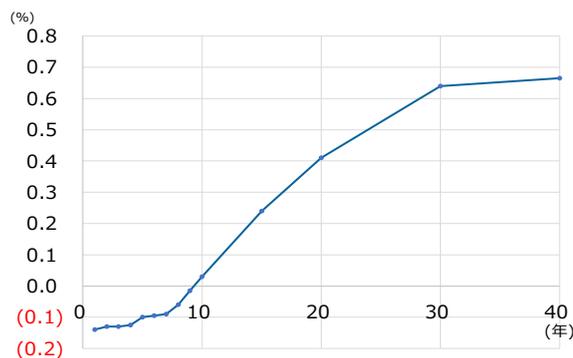
- 7-9月は、株式市場が8月の楽観、9月の悲観と振れる中でも、10年0%付近の狭いレンジで推移。
- 超長期セクターについても、7月からの増発の影響は事前に織り込まれていたことから前四半期のスティーブ化トレンドが一服。
- 10-12月は、三次補正予算が国債大量発行につながるとは見られない中、海外要因の影響を受けやすい時間帯となるが、結局はレンジ推移となるだろう。
- 菅政権への交代で黒田日銀の政策スタンスが変わるとは考えにくい：グローバルな低金利状況や日本銀行の金融緩和の長期化が見込まれる中、中長期的には構造的に金利が上昇しにくい環境が続く。
- 急激な円高・リスクオフ時に日銀の緩和期待が市場で高まることもあるだろうが、実際の政策アクションのハードルは高い可能性。
- グローバルに一時的な経済指標の悪化が見込まれるが、米大統領選の結果によっては、データ再改善を市場が先んじて織り込んでいく展開も。
- ある程度の幅の金利上昇が起こった際は、衆院解散の時期の不確実性や北半球の感染再拡大への懸念が、投資家の無リスク資産への需要を改めて喚起することになるだろう。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg 2020年9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10月6日時点

## ● クレジット：7-9月の振り返りと10-12月の見通し

- 国内社債スプレッドは、経済再開やワクチン開発期待、各国政府・中央銀行による支援継続を受けて、堅調な推移となった。前期に回復した流動性は、更に改善した。
- 円建外債のスプレッドは、海外クレジット市場の堅調な展開に追従し、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。

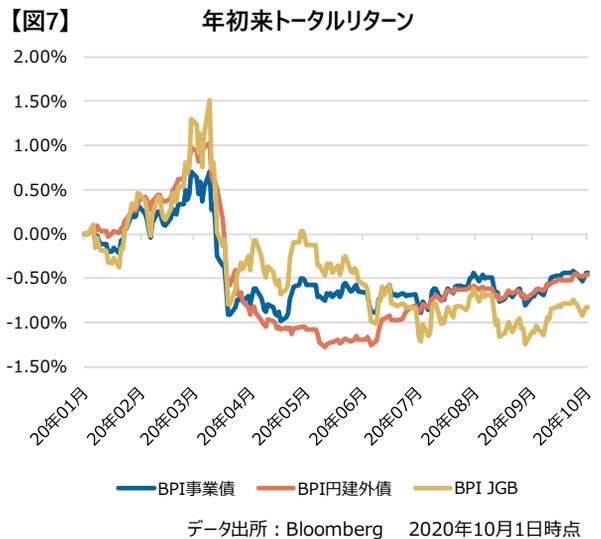
【図6】 対国債スプレッド



データ出所：Bloomberg 2020年10月1日時点

## ● クレジット：7-9月の振り返りと10-12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で、新型コロナウイルスの影響が出てきた4-6月期決算及び、今後の業績ガイダンスは総じてネガティブであったが、市場では既に織り込み済。
- 日銀を含む各国中央銀行の低金利政策継続および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緩やかな縮小を予想。
- 米大統領選後の政策動向や、新型コロナウイルス感染症の再度の感染拡大懸念、英国のEU離脱交渉などから、円建外債は相対的にスプレッドの変動性が国内社債よりも大きくなる可能性。



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もありません。

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のですが、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。英国ブルー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

PGIMJP75802