



エグゼクティブ・サマリー

2021年1月

日本経済

- ◆ 内外経済は、断続的な感染再拡大を加味して緩やかな回復というのがメインシナリオ
- ◆ 日銀は、現行の超緩和の継続性を重視した政策運営を続ける見込み
- ◆ 国債需給の観点からは、解散総選挙時の増発を意識しつつも、投資家需要に支えられるだろう

国内債券市場

- ◆ 世界的な金融緩和策にサポートされ、景気回復下でも長期金利の低位安定は続くだろう
- ◆ グローバルなディスインフレ圧力の解消は容易でなく、想定外の金利低下材料には脆弱と考えられる
- ◆ 低金利および経済回復を背景にクレジット市場にポジティブな見方を維持するが、コロナ関連のリスクには依然注意を要する

日本経済 注目の経済指標・イベント

● リスクに目を配りつつ回復を確認する年

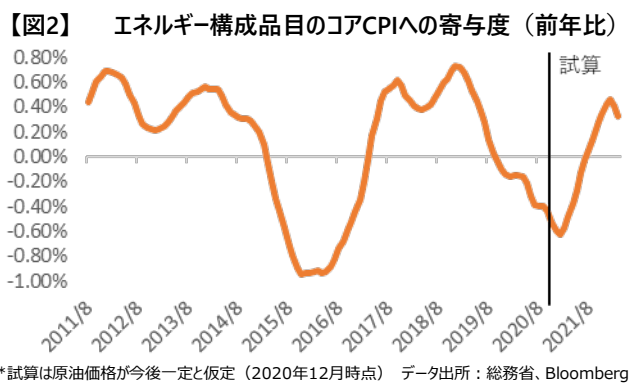
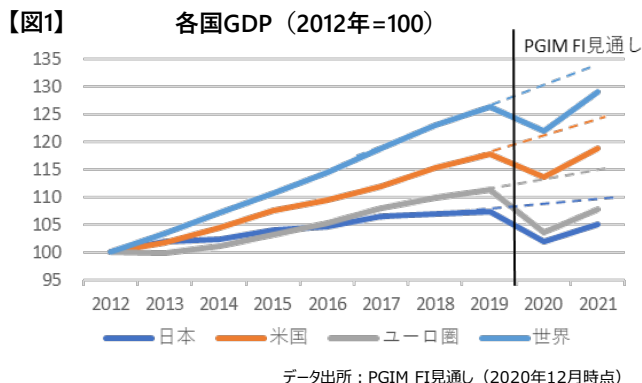
- 国内外の景気のパスは、①ワクチン普及までの期間はコロナウイルス感染再拡大が断続的に起こるネガティブ要因、②緩和的な財政・金融政策に支えられるポジティブ要因の狭間で、緩やかな回復基調だがトレンドに復するには時間がかかるだろう。
- 地政学関連（東アジア・中東など）や債務懸念（欧州・中国など）といったテールリスクの顕在化には注意を要する。

● 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も、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ている。
- 日銀が3月に公表予定の「施策の点検」も、緩和策の継続性に主眼が置かれたものと思われる。
- 原油価格の影響でインフレ率が前年比ベースで上振れる年後半に【図2】、海外では緩和の出口論が市場の懸念となる可能性がある。ただし、統計のアヤでしかないため、懸念は杞憂に終わるだろう。

● 国債需給見通し

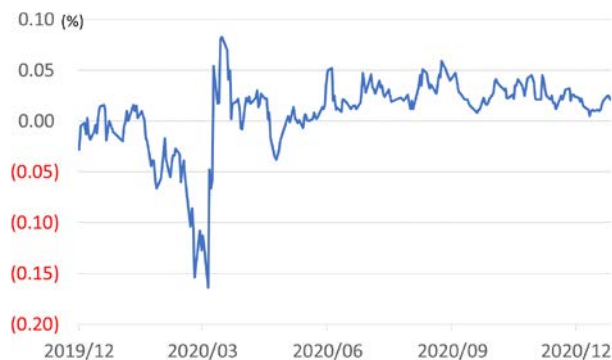
- 20年度3次補正、21年度予算では、利付国債の発行額は（40年債除き）据え置かれた。6-8月頃に解散総選挙を睨んだ経済対策で一層の国債増発となるシナリオも。
- 「施策の点検」に伴い日銀の国債買入は超長期セクターで減額される可能性がある。
- 内外利回り差縮小によって円債需要は消極的に高まり【図3】、結局のところ市場は安定推移すると見る。



● 国債：2020年の振り返りと2021年の見通し

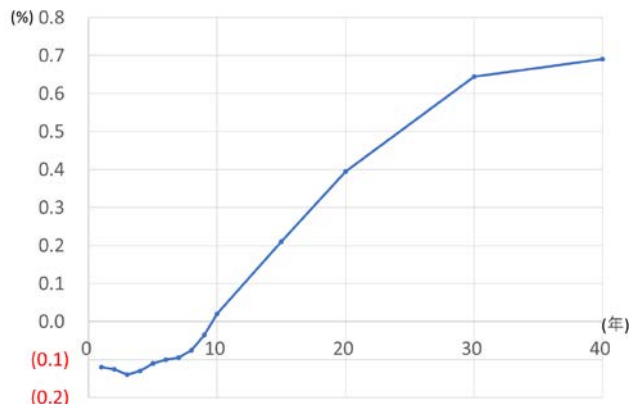
- 2020年の長期金利は、質への逃避買いと現金化需要の売りにより、最安値・最高値とも3月のリスクオフ時に記録。それ以外の期間では、10年0%付近の極めて狭いレンジで推移。
- 超長期セクターについては、景気後退の影響よりも発行増の需給要因が上回り、緩やかにスティープ化。ただし、年後半にスティープ化トレンドは減速した。
- 2021年は、世界的な金融緩和策にサポートされた環境が継続し、ワクチン普及後の経済の正常化を見越した債券売り圧力は抑え込まれた状態のままだろう。
- コロナ感染拡大が完全に制御不能となってしまうケースを除き、緩やかながら景気回復が続き、日銀は追加緩和をせず政策を据え置く見通し。
- 日銀は3月にスティープ化を促す微調整を行う可能性があるが、海外との金利差縮小による国内投資家の外債から円債へのシフトが促され、スティープ化はマイルドなものになるだろう。
- 商品市況ブーム等が起こらない限り、グローバルな需給ギャップ、デysinフレ圧力の解消は容易でなく、構造的に金利が上がりにくい状況が続くと見られる。
- 総じてレンジ相場を見通すが、地政学リスクや債務懸念など想定外のリスクシナリオによる金利低下圧力に脆弱な市場環境。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg（直近は2020年12月30日）

【図5】 国債イールドカーブ

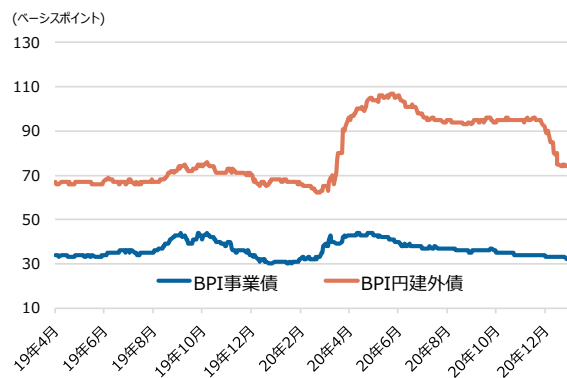


データ出所：日本相互証券（2020年12月30日時点）

● クレジット：2020年の振り返りと2021年の見通し

- 国内社債スプレッドは、年間では前年末比ほぼ変わらずで2020年を終えた。コロナウイルス感染拡大による世界的なリスクオフにより3月以降スプレッドは拡大したが、日銀をはじめ各国政府・中銀による政策対応とともに拡大は一服し、その後投資家需要の回復とともに年末までタイトニングした。
- 主要社債発行体でコロナウイルスの影響を最も受ける業種は運輸（鉄道・空運）であるが、特に鉄道各社は格付けが高い銘柄が多いこともあり業績への影響と比してスプレッドは底堅く推移した。一方、製造業の多くは年後半にかけて業績回復がみられた。新発債への需要は年後半にかけて顕著で、高利率のため注目度の高い劣後債に加え、シニア債の大型案件に対しても旺盛な需要が観測された。

【図6】 対国債スプレッド

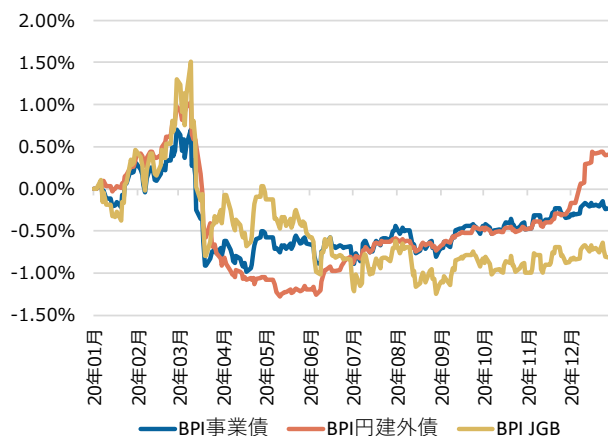


データ出所：Bloomberg 2020年12月30日時点

● クレジット：2020年の振り返りと2021年の見通し (続き)

- 円建外債スプレッドは、国内投資家の慎重姿勢により4月以降も拡大傾向が継続したが、新発債の発行が再開され堅調な需要が確認されるとともに縮小した。外貨建て社債のスプレッド縮小に遅行した動きとなったが、スプレッドは10-12月期には米大統領選・ブレクジット・欧米での感染拡大等をこなしつつ更に縮小し、年末には前年末比+6bpのレベルにまで戻した。
- 想定を超えるコロナウイルス感染拡大およびワクチン接種予定の大幅な後ずれは今年もリスクであり続けるが、一方で金利の低位安定が継続する見通しのもとでは利回りへの需要が減退する可能性は低く、企業業績が回復基調にある中、クレジット商品に対する堅調な需要は継続すると見込む。
- 劣後債セクターでは、想定を超える発行額の上昇がリスク要因だが、投資家数および需要は拡大傾向にあるためこのリスクが顕在化した場合でも市場への影響は抑えられる可能性がある。
- 日銀は社債買入枠拡大を12月の会合で今年9月末まで延長し、残高上限額につき従来CPと社債とで半額ずつの設定を合計額のみ枠に変更。これによりリスクオフ時における更なる柔軟なオペ運営が可能になり、今年の社債市場のサポート要因となると考えられる。

【図7】 年初来トータルリターン



データ出所：Bloomberg 2020年12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、ブルデンシャル・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