

エグゼクティブ・サマリー

2021年4月

日本経済

- ◆ コロナウイルスのワクチン普及や緩和的な金融、財政政策の下、回復が期待されるがペースは流動的
- ◆ 日銀は、3月の点検を経て、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、日銀の買入れ減や選挙絡みの増発が意識されやすい

国内債券市場

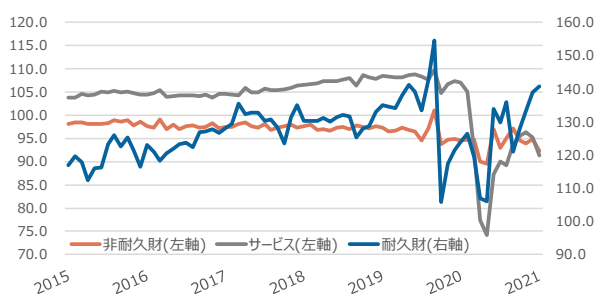
- ◆ 日銀の3月の点検で長期金利の上限について厳格に対応することが示されたことは金利の低位安定に寄与
- ◆ グローバルなディスインフレ圧力の解消は容易でなく、構造的に金利が上がりにくい状況が続くと考えられる
- ◆ 国内の低金利、及び経済回復を背景にクレジット市場にポジティブな見方を維持するが、引き続きコロナ関連のリスクには注意を要する

日本経済 注目の経済指標・イベント

● 景気の緩やかな回復が期待されるも…

- 足元の経済は、昨年秋以降の感染症の再拡大の影響から、飲食や宿泊といった対面型サービス消費を中心に下押し圧力の強い状態が継続。一方で、「巣ごもり消費」を背景に財の消費は比較的堅調。
- コロナウイルスのワクチンの普及に伴い経済正常化が進むことが期待されるも集団免疫獲得による経済回復には時間がかかる。外需の回復や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、景気は改善基調を辿る見通しだがペースは鈍い可能性が残る。

【図1】消費活動指数（実質、季節調整値、2011年=100）

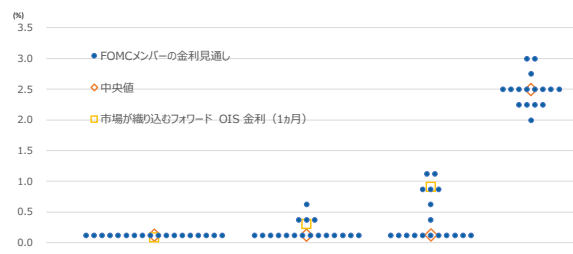


データ出所：日本銀行（2021年1月時点）

● 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。
- 日銀は3月の点検を経て、現行の超緩和策の継続性を重視した政策運営を継続する見通し。
- 3月のFOMCでは失業率、インフレ率が着実に回復する中でもメンバーの金利見通しの中央値は据え置かれたが、市場は2023年までの利上げを織り込んでいる。

【図2】FOMCメンバーの政策金利見通しと市場の利上げ織り込み



データ出所：FRB, Bloomberg（OIS金利は2021年3月31日時点）

● 国債需給見通し

- 4月分の日銀オペ運営計画では、3月と比べて月間の買入れ金額が減少した。
- 銀行の預貸ギャップは拡大し続けており、運用圧力は引き続き強いと推測される。
- 解散総選挙を睨んだ経済対策で一層の国債増発となる可能性もある。

【図3】日銀の国債保有12か月前比増加額（兆円）

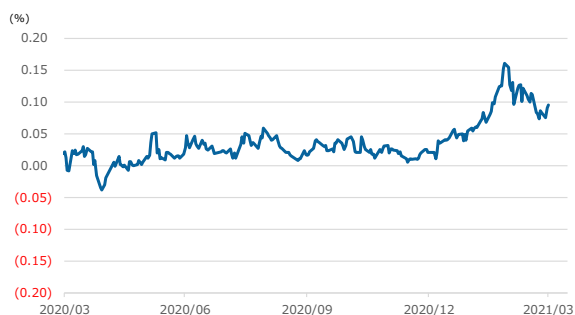


データ出所：日本銀行（2021年2月時点）

● 国債：1-3月の振り返りと4-6月の見通し

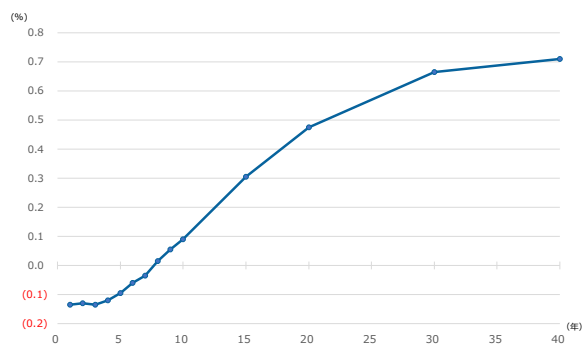
- 1-3月の長期金利は、海外金利の上昇や日銀の10年金利の許容変動幅拡大観測報道等を受けて、一時2016年のマイナス金利政策導入後の最高水準に達した。超長期セクターについては、日銀の国債買入れの将来の減額懸念等が意識されたものの、投資家需要に支えられ比較的堅調に推移した。イールドカーブは20年超でフラット化。
- 日銀は3月の点検で「貸出促進付利制度」を導入した。将来のマイナス金利深掘り時の副作用対策とも考えられるが、急激な円高とリスク資産の暴落等が起こらない限り深掘りには慎重であろう。また点検で10年金利の変動幅を±25bpとした上で、「連続指値オペ制度」を導入した。金利の上限について厳格に対応することが示されたことは投資家に安心感を与え、キャリー&ロールダウンの厚みがあるセクターへの投資需要を喚起しうる。日銀の国債買入れの更なる減額が実施されたとしてもベアスティープ化は限定的であろう。
- 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。
- 4-6月は、金融緩和策にサポートされた環境が継続し、総じてレンジ相場を見通すが、米国の財政、海外金利動向には注意が必要。国内では解散総選挙、補正予算の規模などが相場の牽引役になり得る。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg（2021年3月31日時点）

【図5】 国債イールドカーブ

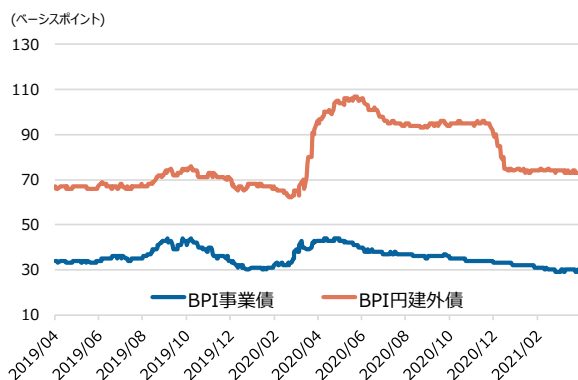


データ出所：日本相互証券（2021年3月31日時点）

● クレジット：1-3月の振り返りと4-6月の見通し

- 1-3月の事業債スプレッドは、堅調な動きとなった。企業業績の回復基調が鮮明になる中、3月期末に向けての残高確保のニーズもあり、新発市場が旺盛な投資家需要を背景に活況を呈した。その動きがセカンダリー市場にも波及し、スプレッドが全般的に縮小する展開となった。
- 円建外債のスプレッドも、堅調な動きとなった。海外市場では、米金利を主導とした世界的な金利上昇を嫌気し、クレジット市場は一時軟調な推移となったが、円建外債への影響は限定的であった。海外市場は、米金利の上昇が一服すると、景気回復期待やワクチン接種の進捗から、反転スプレッドが縮小する展開となり、円建外債のスプレッドも堅調な推移となった。

【図6】 対国債スプレッド

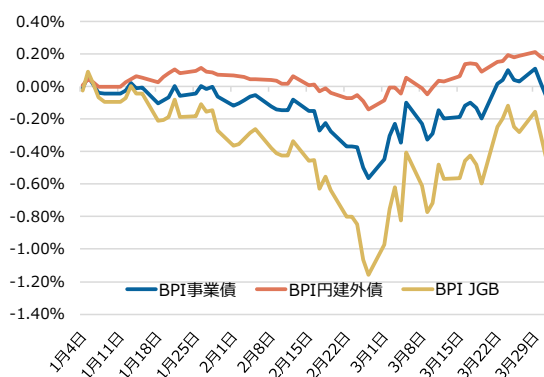


データ出所：Bloomberg（2021年3月31日時点）

● クレジット：1-3月の振り返りと4-6月の見通し (続き)

- 想定を超えるコロナウイルス感染の再拡大、及びワクチン接種予定の大幅な後ずれや、感染抑制効果の期待を下回る結果などは、リスクであり続ける。一方、国内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、M&Aの再活発化などによる、想定を超える発行額の上昇がリスク要因だが、同セクターに参加する投資家数を始め、その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。
- 日銀は社債買入オペのオファー額を減額しているが、現状企業の資金ニーズは減退しており、良好な企業収益や社債の好需給から、スプレッドへの影響は限定的。今後のリスクオフ時には、オファー額の増額など、柔軟なオペ運営を行うことが可能になると考える。

【図7】 2021年 年初来トータルリターン



データ出所：Bloomberg (2021年3月31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、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