



エグゼクティブ・サマリー

2021年7月

日本経済

- ◆ ワクチン接種が進み、全体として景況感は回復傾向
- ◆ 欧米とインフレ動向が異なることから、日銀の政策正常化期待は高まらない
- ◆ 国債の需給環境は安定しており、総選挙時に増発の可能性あるが、吸収可能

国内債券市場

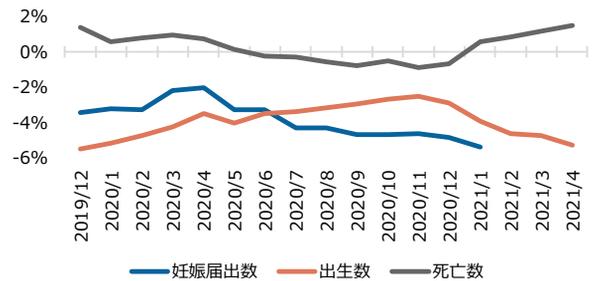
- ◆ 持続可能性の高い日銀の緩和策の影響下、長期金利の低位安定局面が続く見込み
- ◆ アフターコロナに目が向き始めるタイミングでもあり、改めて金利の下押し圧力が意識されるリスクも
- ◆ 企業業績の回復および好需給を背景にクレジット市場にポジティブな見方を維持し、なかでも劣後債のリスク対比リターンは依然高いと考えられる

日本経済 注目の経済指標・イベント

● 目先の景気モメンタムは上向き

- オリンピック後に感染再拡大のリスクは残るが、ワクチン接種が進み、解散総選挙を機に打ち出される経済対策も含め、経済リオープニングへの期待が高まる。
- 海外の注目は、米国インフレ率が一時的なのかどうか、学校再開後に労働参加率が戻ってくるかどうか、今四半期中にある程度分かってくるとみられる。
- 一方、アフターコロナを見通すと、デジタル化遅れによる国際競争力の低下、人口動態の悪化（図1）、地政学リスクの上昇、など下方リスクの方が多。

【図1】 日本の出生数等（過去12か月分合計の前年比増減%）

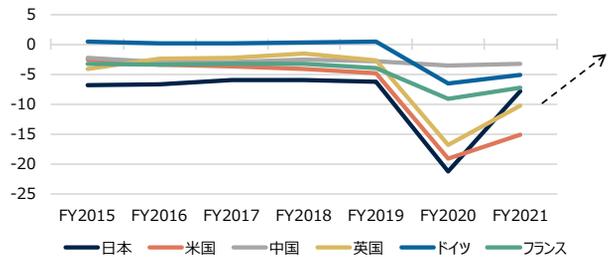


データ出所：厚生労働省 2021年4月時点

● 内外金融政策見通し

- 欧米は非常にゆっくりしたペースで政策正常化へ舵を切り始めたところ。実際は、財政の正常化を同時に進める必要がある中（図2）、金融正常化が遅れる可能性も相応に高い。
- 日本のインフレ動向が欧米と大きく異なっていることから、日銀の政策正常化は見通せない。3月の点検で強調された、現行の緩和策の持続可能性を重視するスタンスに変わりない。

【図2】 各国の財政収支（GDP比%）

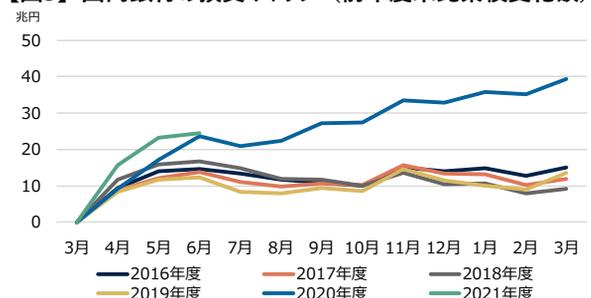


データ出所：財務省、Bloomberg 2021年4月時点

● 国債需給見通し

- 政治日程を踏まえると補正予算に伴う増発の可能性あるが、大きなものとはならないか。
- 日銀の国債買入は漸減も、金額見直し頻度を四半期に変更したため市場の焦点となりにくい。
- 生保の規制対応、銀行の預貸ギャップの余資運用の需要（図3）は引き続き強いが、更に強まる訳でもない。

【図3】 国内銀行の預貸ギャップ（前年度末比累積変化額）



データ出所：日本銀行 2021年6月時点

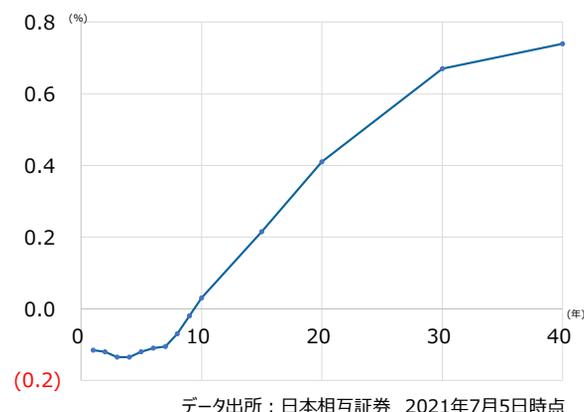
● 国債：4-6月の振り返りと7-9月の見通し

- 4-6月の長期金利は、1-3月の上昇からの反動、緊急事態宣言、などから、緩やかな低下傾向となったが、イールドカーブの両端（3年以下、30年超）は需給バランス悪化で小幅上昇した。
- 7-9月期は、仮に欧米がインフレ懸念で激しく動くことがあっても、国内インフレ基調、日銀の緩和継続スタンスから長期金利の低位安定が続くと見る。
- 日銀が3月の点検で長期金利レンジを±25bpとしたことは、むしろ政策の持続可能性を高めたことで、投資家のキャリー & ロールダウン選好につながっている。国債買入の減額が円債市場の注目材料となりにくい。
- 国内外ともに、アフターコロナに目が向き始める時間帯になってくる。米中それぞれの閉鎖経済圏によるサプライチェーンの分断、グローバルミニマム課税に加え、日本固有の要因として、国際競争力の低下、人口動態、地政学リスク等も頭をもたげる。
- 経済リオープニングによる反動増を超える成長シナリオを描きづらい中、目下の経済データが下振れ始める場合は、長期的な成長率に対する見方が下方屈折し、市場の反応が思ったより大きくなる可能性も。
- 逆に、欧米の政策正常化が着実に進むケースでは、要求リスクプレミアムが増加し、補正予算の増発期待と相まって金利上昇が予想される。その場合も金融緩和の下では上昇幅は小さいものとなるだろう。

【図4】 10年国債利回りの推移



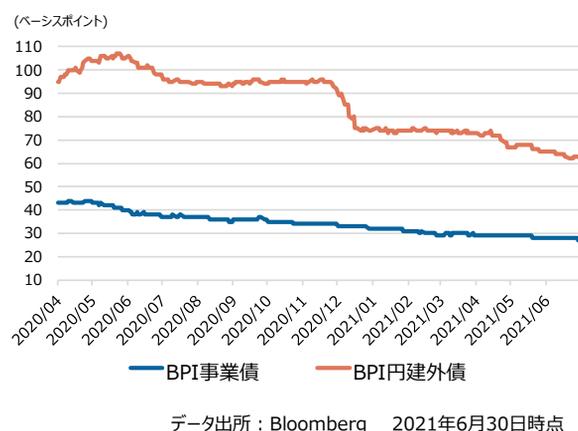
【図5】 国債イールドカーブ



● クレジット：4-6月の振り返りと7-9月の見通し

- 4-6月の国内社債スプレッドは小幅縮小した。企業業績が回復基調を続けている中、旺盛な期初の買い需要に支えられた。新発債の供給量は前年同期とほぼ変わらずであったが、超過需要により当初の予定から発行額を増額する案件が多く見られた。この状況を受けてセカンダリー市場においても需給が締め、堅調な展開となった。
- 円建外債スプレッドも国内社債同様堅調に推移した。米国のインフレ上昇は一過的との見方のもと米金利の上昇懸念が和らぎ、海外市場のスプレッドが縮小を続けている状況も追い風になった。投資家の旺盛な需要により新発債は前年同期のほぼ2倍の額が起債された。

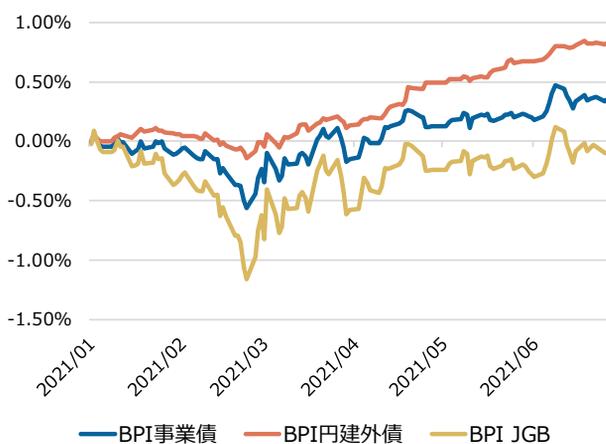
【図6】 対国債スプレッド



● クレジット：4-6月の振り返りと7-9月の見通し (続き)

- 社債発行体の信用力は引き続き改善が見込まれており、ファンダメンタル面での懸念は低下しているため、スプレッドのレベルが以前に比べ相対的にタイトであっても、国債に対する超過収益を求めて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。
- 劣後債セクターは、利回り追求の動機による需要に支えられ堅調推移を予想。今年度は発行額がさほど伸びておらず、市場での供給に対し需要過多の状況が継続している。劣後債格付は基本的に発行体格付に連動するため、同格付の他発行体の優先債と比べ格付の安定性は高く、さらに高利率でかつ案件当たりの発行額も大きい劣後債への注目は続くと思われる。
- 日銀は社債買入枠拡大を2022年3月末まで延長した。これにより買入対象となる残存5年までのクレジットスプレッドは引き続き強気にサポートされ、スプレッドの低位安定に寄与すると考えられる。

【図7】 年初来トータルリターン



データ出所：Bloomberg 2021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