



エグゼクティブ・サマリー

2021年10月

日本経済

- ◆ 日本では急激なインフレ率の上昇は観測されておらず、日銀の政策正常化期待はまだ先の話
- ◆ 現状大規模な国債増発を市場は織り込んでいない。新政権の経済対策に注目が集まる

国内債券市場

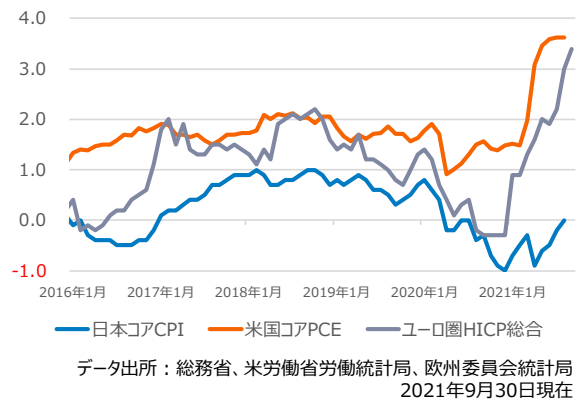
- ◆ 日銀の緩和策が長期化される見通しの中、長期金利の低位安定局面が続く見通し
- ◆ 米国の利上げの開始時期についてはFOMCメンバーの中でも意見が分かれている。供給制約に伴うインフレに対して中央銀行による利上げが有効なのかという議論にも注意
- ◆ 企業業績の回復および好需給を背景にクレジット市場にポジティブな見方を維持し、なかでも劣後債のリスク対比リターンは依然高いと考えられる

日本経済 注目の経済指標・イベント

● インフレ動向

- ・ 国ではテーパリング開始が予定されており、利上げ開始の時期を見通す上で、インフレ率の上昇が一時的なものかどうかの議論が進んでいる。
- ・ 欧米では供給制約に起因するとみられるインフレが顕著に見られる。
- ・ 日本ではインフレ率の急激な上昇は観測されていない。携帯通信料とGo Toトラベルキャンペーンによる特殊要因を除くベースでは物価は改善基調にあるとも見えないが、日銀の物価目標を下回る水準で引き続き推移する見通し。

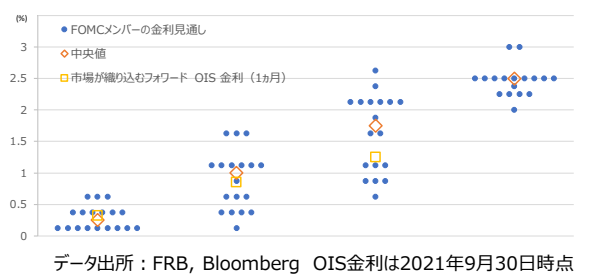
【図1】 日米欧の物価動向(前年同月比)



● 内外金融政策見通し

- ・ 日銀は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。
- ・ 米国9月のFOMCでは、メンバー間で利上げの開始時期について見通しが分かれていることが示唆された。2024年にはドットが2つのグループに分かれており、市場はハト派グループ（ワシントンの理事が中心とみられる）の見方と整合的。供給制約に伴うインフレに対する中央銀行の対応には注視が必要。

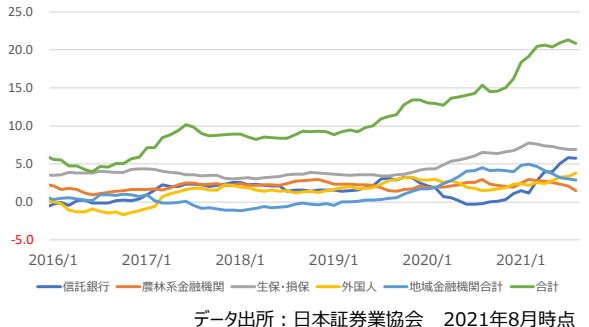
【図2】 FOMCメンバーの政策金利見通しと市場の利上げ織り込み



● 国債需給見通し

- ・ 10-12月の日銀の国債買入れ予定額は前回から据え置かれた。
- ・ 超長期国債に関して、今年度は地域系金融機関の買い越し額が減少している。一方で、外国人、信託銀行の買い越し額が増加している。生・損保は前年度対比ペースが落ちているが高水準を維持している。
- ・ 経済対策に伴う国債増発の可能性は残るものの大規模な増発を現状市場は織り込んでいない。

【図3】 超長期国債の年間買い越し額（兆円）



## ● 国債：7-9月の振り返りと10-12月の見通し

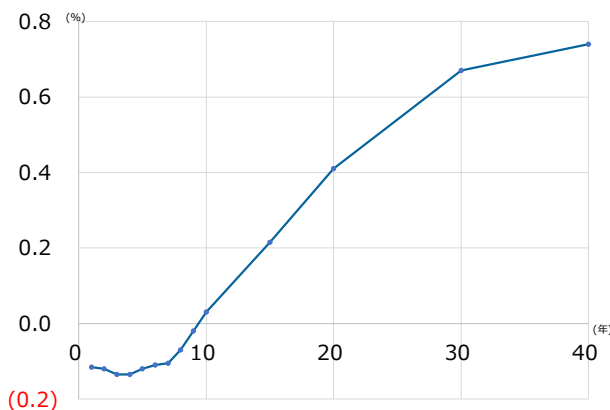
- 7月は海外金利低下を受けて低下傾向となった長期金利は、9月に海外金利上昇を受けて上昇基調に転じた。総じて国内要因への感応度が低く、狭い値幅の推移であった。
- 10-12月期は、政府による経済対策の規模が注目されるが、現時点で大規模な国債増発は予想されていない。コロナ禍の影響もあり、国内インフレ基調をみても日銀の緩和状態が継続すると見通され、長期金利の低位安定が続くと見る。
- 日銀は3月の点検で10年金利の変動幅を±25bpとした。金利の上限について厳格に対応することが示されたことは投資家に安心感を与え、キャリー & ロールダウの厚みがあるセクターへの投資需要を喚起しうる。政策の持続性が意識される中、国内要因だけでのベアスティブ化は限定的であろう。
- 変異株の発生で感染拡大が継続する可能性があるが、ウィズ・コロナ時代への順応は進んでいると思われる。一方で経済リオープンによる反動増を超える成長シナリオを描きづらい中、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修正される可能性も意識される。
- 米国では年内にテーパリングが開始されると予想されている。米国では11月以降の国債入札額が減少されると予想されており、テーパリングによるFedによる買入れ減額部分の大部分が相殺されると見込まれている。利上げの開始時期についてはFOMCメンバーの中でも意見が分かれていると思われ、物価や雇用関連のデータへ注目が集まる。供給制約に伴うインフレに対して中央銀行による利上げが有効なのかという議論にも注意が必要である。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg 2021年9月30日時点

【図5】 国債イールドカーブ

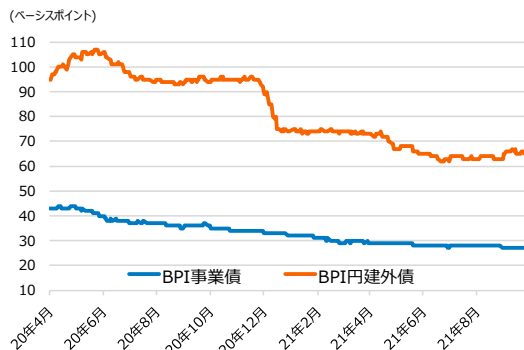


データ出所：日本相互証券 2021年9月30日時点

## ● クレジット：7-9月の振り返りと10-12月の見通し

- 7-9月の国内社債スプレッドは小幅縮小した。夏季休暇等により、全体的な売買量は少なめであったものの、企業業績は回復基調を続けており、引き続き利回りニーズは健在だった。新発債への超過需要も継続しており、当初予定から発行額を増額する案件が7-9月期も多く見られた。
- 円建外債スプレッドは小幅拡大した。米国のインフレ懸念やテーパリング開始観測、中国景気の鈍化懸念などから、海外市場のスプレッドが拡大傾向となった。ただし、利回りニーズもあり、円建外債への影響は軽微なものに留まった。

【図6】 対国債スプレッド

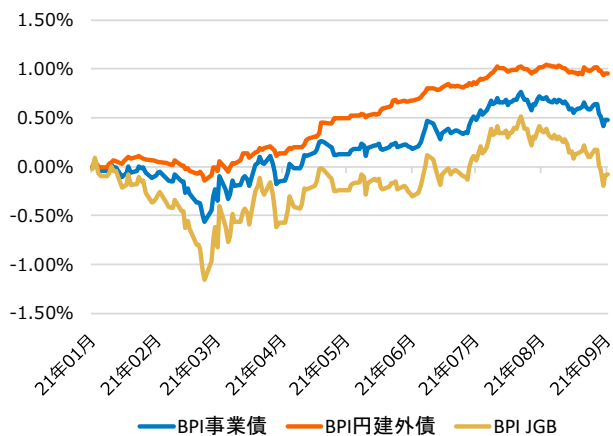


データ出所：Bloomberg 2021年9月30日時点

## ● クレジット：7-9月の振り返りと10-12月の見通し (続き)

- 社債発行体の信用力は引き続き改善が見込まれ、ファンダメンタル面からのサポートが続く。スプレッドレベルは以前に比べ相対的にタイトながらも、国債に対する超過収益を求めるクレジット商品への堅調な需要が継続すると見込む。
- 劣後債セクターは、利回りニーズ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。M&Aは加速しておらず、昨今の信用力改善により、発行体の格付け下支えのニーズも低いと思われるため、需給バランスが崩れる可能性は低い。
- 日銀は社債買入を来年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9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