



## エグゼクティブ・サマリー

2022年1月

## 日本経済

- ◆ 循環的な高成長は続くが、リスク資産のパフォーマンスは冴えないかもしれない
- ◆ 長期的な成長力への懸念も意識され、日銀は政策据え置きがメインシナリオ
- ◆ 当座預金減少後の銀行の投資動向が国債需給の鍵

## 国内債券市場

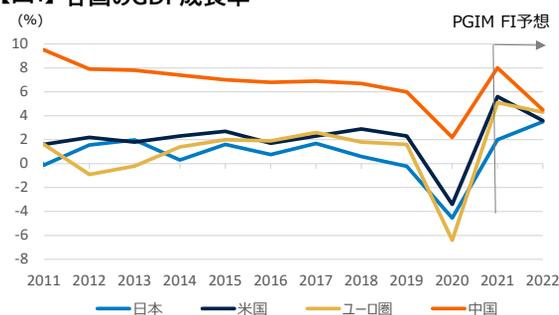
- ◆ 日銀の緩和策が長期化される見通しの下で、長期金利の低位安定局面が続くだろう
- ◆ 黒田総裁の後任人事とともに政策正常化が市場で意識される可能性
- ◆ 低金利継続と好調な企業業績を背景にクレジット市場にポジティブな見方を維持し、中でも劣後債はリスク対比リターンの高さから引き続き市場の注目を集めると考えられる

## 日本経済 注目の経済指標・イベント

## ● 高成長持続も資産価格は鈍い動き

- 2022年は、欧米で財政・金融政策の超緩和状態が徐々に正常化されて行く一年となる。
- 先進国の景気は底堅く、結果的に2010年代後半を上回る高成長が続くと見る（図1）。
- ただし、リスク資産は政策効果剥落を過度に悲観して冴えないパフォーマンスが続く可能性もある。
- 国内経済も循環的な上向きモメンタムは享受するだろうが、コロナ後の急速な変化に対し、技術インフラ（図2）や人口動態（図3）などが長期的に懸念される。

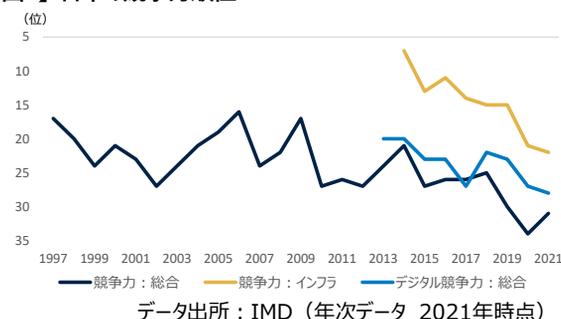
【図1】 各国のGDP成長率



## ● 内外金融政策見通し

- 米英中銀は、インフレが一過性かどうか考えるのをやめ、一過性でなくなるリスクを防ぐために引締めサイクルを進める見込み。
- 国内インフレはマイルドなため、日銀は2022年通して政策据え置きがメインシナリオ。海外情勢を踏まえると、追加緩和の可能性は低い。
- 黒田総裁の後任人事とともに政策正常化が市場で意識されるだろうが、枠組みの大幅変更は考えにくい。

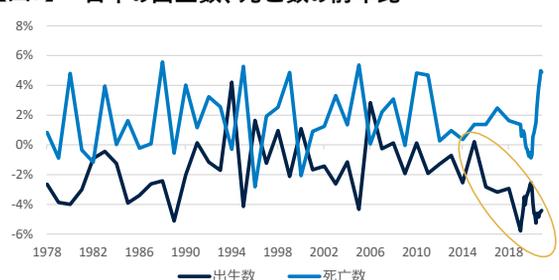
【図2】 日本の競争力順位



## ● 国債需給見通し

- 2022年度は、発行額が据え置かれる中で、日銀がネット買入額を緩やかに減少させる見込み。
- 銀行は、コロナオバ関連の当座預金の減少に伴い、O/N調達の減少、短期債の担保需要の減少、および収益確保のためキャリーゾーンの債券需要の増加が予想される。
- 海外投資家や生保の需要は変わらず底堅いだろう。

【図3】 日本の出生数、死亡数の前年比



## ● 国債：2021年の振り返りと2022年の見通し

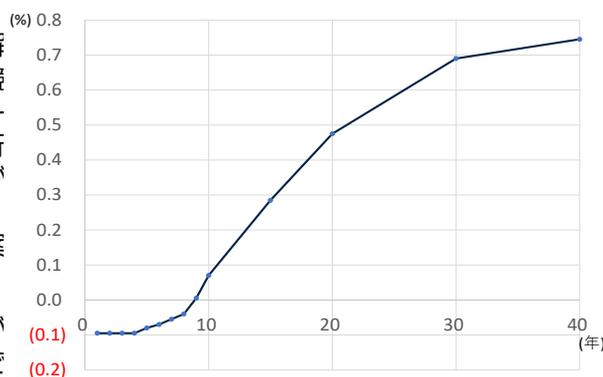
- 2021年の長期金利は、3月の日銀の政策点検へ向けて上昇した局面を除くと狭いレンジで推移した。レンジ内での動きは米債金利の上下動に概ね沿ったもので、国内要因や投資家動向が極端に金利上昇・低下圧力をかけず、概ねバランスしていた。
- 米国に目を向けると、ワクチンの早期開発・普及に成功したことによる景況感の改善が、財政・金融政策の正常化よりも早い段階から急速に進み、結果的にインフレ圧力につながったと言える。FRBも年後半にタカ派姿勢に転じた。
- 2022年は、米国で緩やかな連続利上げが実施され、円安傾向を含め少なくとも日銀の追加緩和が期待される局面には見えない。一方、国内インフレ動向は落ち着いているため、日銀が一気に政策正常化を進めるとも考えにくい。長期金利の低位安定が続くと見る。
- 金利上方のリスクとしては、グローバルな供給制約の解消が遅れ、米利上げが市場想定以上に進むケース。競争力の低下や人口動態といった構造的な要因がクローズアップされ、むしろ円安に弾みがつくなら、日銀が執行部人事を機に金融政策の正常化に踏み出す可能性がある。この場合、長期金利のターゲット水準を撤廃し、過去6か月レンジ50bp以内といった変動幅だけ残す案が考えられる。
- 金利下方のリスクとしては、米金融引締めで金融市場が動揺し、リスク資産が大きく調整するケース。この場合でも、日銀の追加緩和期待は高まらず、10年金利は0bpまでしか低下しないだろう。超長期セクターだけブルフラット化する展開か。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg (2021年12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12月30日時点)

## ● クレジット：2021年の振り返りと2022年の見通し

- 国内社債スプレッドは年間を通じて緩やかに縮小した。新型コロナウイルス感染状況は夏に悪化したものの、ワクチン接種の進展とともに改善した。感染状況悪化局面下でも改善傾向の企業業績および好調な社債市場への影響は軽微だった。年末にかけて海外での金融引き締めおよび感染拡大が見られたが国内社債市場への影響は限定的なものにとどまった。新発債の供給量は前年対比微減(3.75%減)ながら高水準の発行が続いたが、旺盛な投資家需要に支えられた。また、多様な業種でハイブリッド債の活発な起債が観測された。
- 円建外債スプレッドも国内社債同様に縮小した。海外市場のスプレッドは年後半に拡大したが、円建外債市場は前年に引き続き新規供給量が低水準にとどまったこともあり、海外市場に引きずられることなく国内社債市場と歩調を合わせる形で堅調に推移した。

【図6】 対国債スプレッド



データ出所：Bloomberg (2021年12月30日時点)

## ● クレジット：2021年の振り返りと2022年の見通し (続き)

- 社債発行体の信用力は総じて改善基調継続と見込んでおり、ファンダメンタルズ面での懸念は小さい。スプレッドの更なる縮小余地は減少しているが、旺盛な投資家需要を背景に本年も堅調推移を見込む。主要なリスクは海外要因と考えられ、インフレ懸念および金融引き締めによるリスク資産の価格下落の可能性に留意する必要がある。
- 劣後債セクターは、リスク対比リターンの高さから引き続き注目を集めると思われる。本年も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する。スプレッドの縮小が相応に進行したため、劣後債セクターの中でも銘柄および年限により今後のパフォーマンスには相応の差異が生じると考えられる。M&A活発化などによる発行額の想定以上の急増がリスク要因。
- 日銀は社債の増額買入措置を期限通り3月末で終了し、その後は買入ペースをコロナ前と同程度へ削減する。日銀の買入対象だった5年までの年限が信用力にもとづいた本来あるべきプライシングへ回帰するとともに、買入年限への偏りが見られた起債活動が10年ゾーンなど他の年限へ分散して投資家の需要に資することも期待される。

【図7】 年初来トータルリターン



データ出所：Bloomberg (2021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