

## エグゼクティブ・サマリー

2022年4月

## 日本経済

- ◆ 米国はインフレ抑制姿勢を強め、中立金利を超える水準までの連続利上げが予想されている
- ◆ 日本はインフレ度合いが欧米より低く、日銀は政策据え置きがメインシナリオ

## 国内債券市場

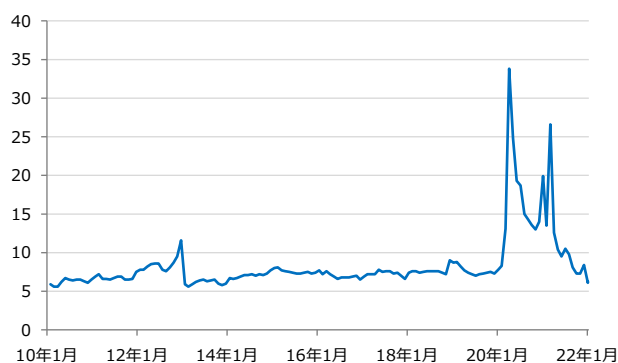
- ◆ 日銀の緩和策が継続される見通しのもとで、長期金利はイールドカーブ・コントロールのもとでのレンジ推移
- ◆ 黒田総裁の後任人事とともに政策正常化が市場で意識される地合いは継続しやすい
- ◆ 日銀のイールドカーブ・コントロールの下での低金利継続と、好調な企業業績を背景に、クレジット市場は底堅い動きに。利回り追求の再開で、劣後債は引き続き市場の注目を集めると考えられる

## 日本経済 注目の経済指標・イベント

## ● インフレ抑制と経済下振れリスク

- ・ インフレの高進とサプライチェーンの制約が持続するとの見通しから、米中銀の優先課題はインフレ抑制となりタカ派スタンスを強めている。
- ・ 利上げにより需要を低下させても供給制約等からインフレが即座に止まらない可能性は残る。米国の金融正常化に向けた動きでグローバルな経済成長が押し下げられる可能性も。
- ・ 「新型コロナ禍」による行動制限等で大幅に上昇していたフローベースの家計の貯蓄率はコロナ禍以前の水準まで低下した。超過貯蓄ははまだ潤沢であるとみられるが消費動向も注視される。
- ・ 地政学リスクの高まりもありブロック化経済への巻き戻しも意識される。

【図1】米国家計のフローベースの貯蓄率推移(%)

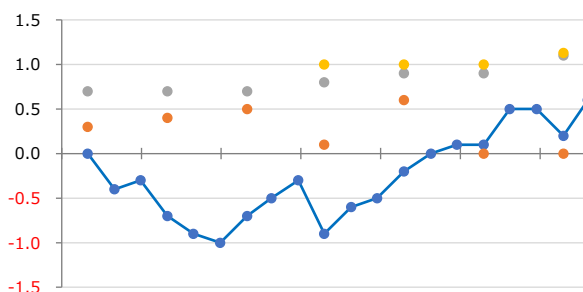


データ出所：米国商務省経済分析局（月次データ 2022年2月時点）

## ● 内外金融政策見通し

- ・ 日米欧でインフレや賃金動向が異なるため政策スタンスには違いも見える。
- ・ 日本のインフレは欧米とは度合いが異なることから、現行の超緩和策の継続性を重視した政策運営を日銀は当面継続する見通し。
- ・ 一方で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地合いが継続しやすい。

【図2】日本のコアCPIと日銀政策委員見通しの中央値(%)

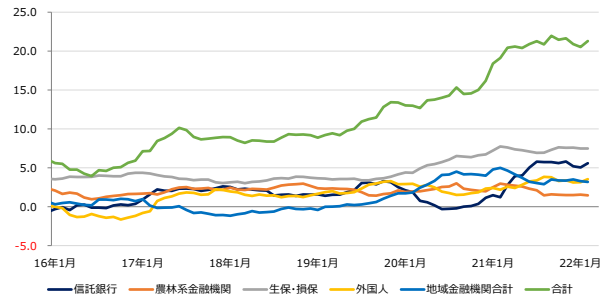


データ出所：総務省、日本銀行（月次データ 2022年2月時点）

## ● 国債需給見通し

- 日銀は3月に指値オペ、臨時の買入れオペ、4-6月の買入れ計画で積極的な国債買入れ姿勢を示した。
- 2022年に入ってからの金利上昇局面でも投資家の国債需要は根強い。
- 参院選を控え経済対策に伴う国債増発の話題は注視されるが、日銀が支える構図は継続。

【図3】 超長期国債の年間買い越し額（兆円）



データ出所：日本証券業協会（月次データ 2022年2月時点）

## 国内債券市場

### ● 国債：2022年1 - 3月期の振り返りと4 - 6月期の見通し

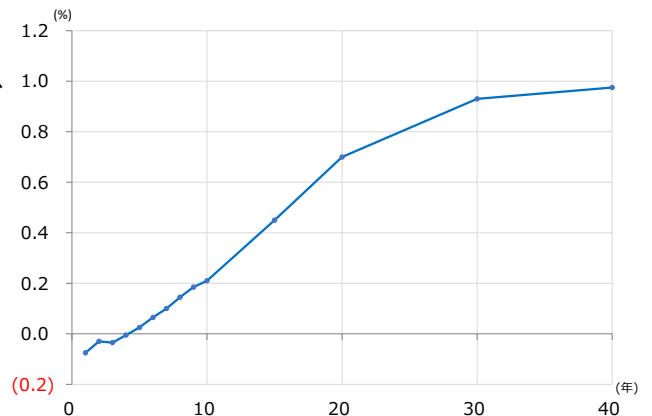
- 1-3月の長期金利は、米中銀のタカ派姿勢の強まりによる米金利の大幅上昇や、日銀の金融政策変更への思惑もあり大幅上昇した。ウクライナ情勢等地政学リスクの高まりもあり、投資家のリスク許容度の減退による流動性の低下が意識された。イールドカーブはスティープニングした。
- 日本銀行は2月と3月に長期金利の上昇を抑えるため、新発10年物国債を利回り0.25%で無制限に買い入れる「指し値オペ」を発動。3月下旬の超長期セクターを中心とした急激な金利上昇を受けて臨時の買入れオペを実施すると共に、4-6月期の国債買入れ予定額を幅広い年限で増加し、イールドカーブ全体の金利を抑える姿勢をみせた。
- 米中銀ではインフレ対応が優先され、中立金利を上回る水準までの連続的な利上げが市場では既に織り込まれている。
- 4-6月のメインシナリオは、日銀の緩和策が継続され、長期金利はイールドカーブ・コントロールのもとでのレンジ推移。
- 国内インフレ動向は欧米とは度合いが異なり、黒田総裁のハト派的な発言を素直に受け取れば日銀が一気に政策正常化を進めるとは考えにくい。
- 一方で、黒田総裁の任期満了まで一年を切る中、「悪い円安」が強く意識されると、金融政策の正常化に向けたシナリオが意識されやすい。
- 金利下方のリスクとしては、米金融引締めによりグローバル経済の減速が露見され、リスク資産が大きく調整するケースが考えられる。この場合でも、日銀の追加緩和期待は高まらず、年初来から大幅上昇した超長期セクター中心に金利水準がもどっていく展開が想定される。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg（日次データ 2022年3月31日時点）

【図5】 国債イールドカーブ

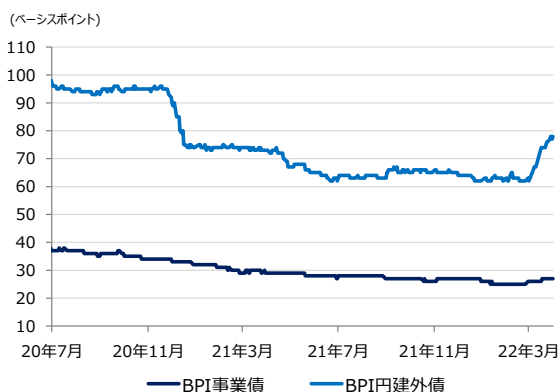


データ出所：日本相互証券（2022年3月31日時点）

## ● クレジット：2022年1 - 3月期の振り返りと4 - 6月期の見通し

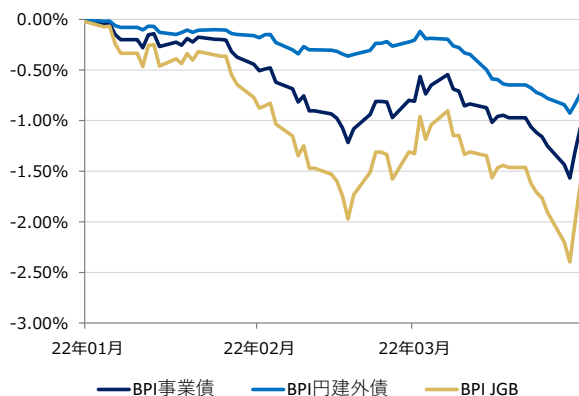
- 国内社債スプレッドは1-3月期はほぼ横ばいで推移した。新型コロナウイルス感染状況は新規感染者が再び増加したものの、その後落ち着いた動きとなり、総じて良好な企業業績への影響は軽微だった。海外での金融引き締めおよびロシアのウクライナ侵攻により、リスク回避の動きが強まったが、国内社債市場への影響は限定的なものにとどまった。新発債は海外市場の動向や、金利のボラティリティの高まりによって、中止や延期の動きが相次いだ。
- 円建外債スプレッドは拡大の動きとなった。海外市場でインフレ懸念やウクライナ情勢の緊迫化などから、スプレッドは期前半に拡大したが、後半にはロシアとウクライナの停戦期待が高まったことなどから、縮小する動きとなった。円建外債市場は、後半にかけて海外市場に引きずられる格好でスプレッドが拡大した。
- 社債発行体の信用力は総じて良好。現時点でウクライナ情勢や主に海外でのインフレ動向の影響は限定的であり、ファンダメンタルズ面での懸念は小さい。金利のボラティリティが下がり次第、徐々にクレジットへの投資家需要が復活すると予想。主要なリスクは前期同様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。本年も最終的には利回り追求による需要に支えられ、堅調推移を予想する。スプレッドが前期に変動したことで、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6】 対国債スプレッド



データ出所：Bloomberg (2022年3月31日時点)

【図7】 年初来トータルリターン



データ出所：Bloomberg (2022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、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