



エグゼクティブ・サマリー

2022年7月

日本経済

- ◆ 先進国景気は7~9月期に持ち直すも、来年は下方リスクが想定される
- ◆ 日銀は今年度は政策据え置き、正常化への鍵は春闘および総裁交代
- ◆ 投資家需要は抑制された状態にあり、今後も指値オペや臨時オペが実施される可能性がある

国内債券市場

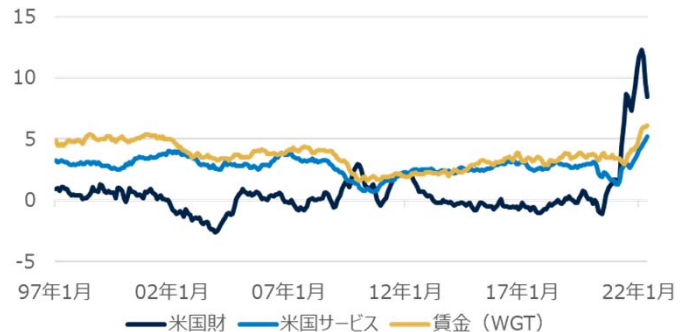
- ◆ 目先は、日銀が他国に追随するとの思惑で積み上がった債券ショート of 緩やかな買い戻し局面
- ◆ 来年の金融政策正常化期待から、カーブはスティーブな形状のままであろう
- ◆ クレジットスプレッドはタイト化しにくい地合いが続くものの、中期的には、日銀による金融緩和の当面の継続や社債発行体の堅調な信用力等を背景にクレジット市場にポジティブな見方を維持

日本経済 注目の経済指標・イベント

● 景気は一旦持ち直すも来年は下方リスクが想定される

- 米国では物価上昇が賃金へ波及（図1）、積極利上げが世界経済の景気下方リスクとなる。
- 7~9月期は金融政策の引締め効果より中国リオープン効果を上回る見込みだが、来年の先進国の成長率はゼロ近傍にとどまる可能性が高まっている。
- 日本経済は来年の春闘で賃金上昇が起こるかどうかが判明するまで、輸入物価上昇の景気悪影響のみが先行する。

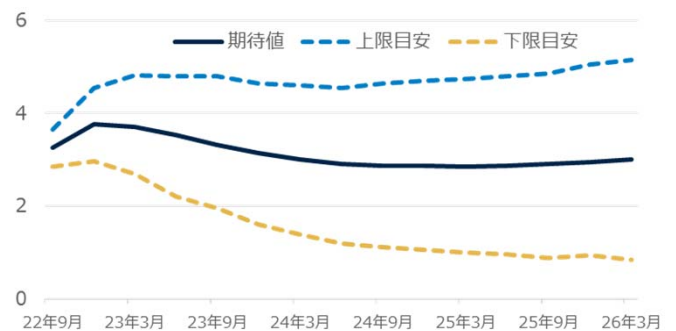
【図1】米国の財・サービスCPI、賃金前年比(%)



● 内外金融政策見通し

- 欧米では、インフレ率高止まりを背景に年内積極利上げが続く見込み。米金利オプション市場を見る限り、来年以降の見通しは幅広く分散している模様（図2）。
- 海外における不確実性は高いものの、日銀は2022年度いっぱい政策を据え置き、春闘および総裁交代を機にマイナス金利政策およびイールドカーブコントロール政策を解除すると見る。
- ただし国内経済は物価目標を安定的に達成した姿には程遠く、政策変更は一度きりにとどまるだろう。

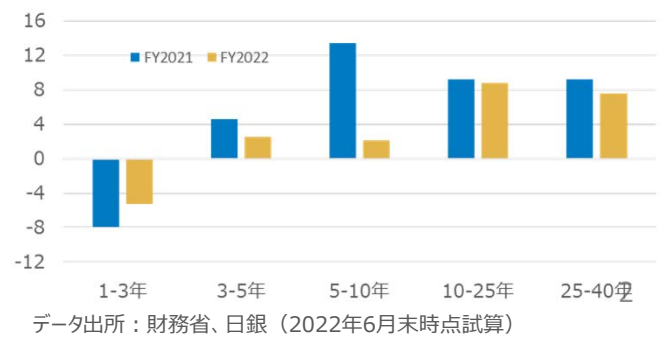
【図2】米金利オプション市場が織り込む短期金利予想レンジ(%)*



● 国債需給見通し

- 安倍元首相の死亡によって岸田政権の財政政策が大きく変わることはないだろう。昨年度の税収上振れ等から、参院選後の経済対策による国債増発は軽微にとどまると予想。
- 金利先高観が根強く、投資家需要が抑制されており、日銀の定例の国債買い入れのみでは供給超過の状態。今後も指値オペや臨時オペが実施される可能性は否定できない。
- 年限毎の日銀買い入れに偏りが生じており、カーブの歪みが増幅されやすい環境にある（図3）。

【図3】 発行額マイナス日銀買い入れ額（兆円）

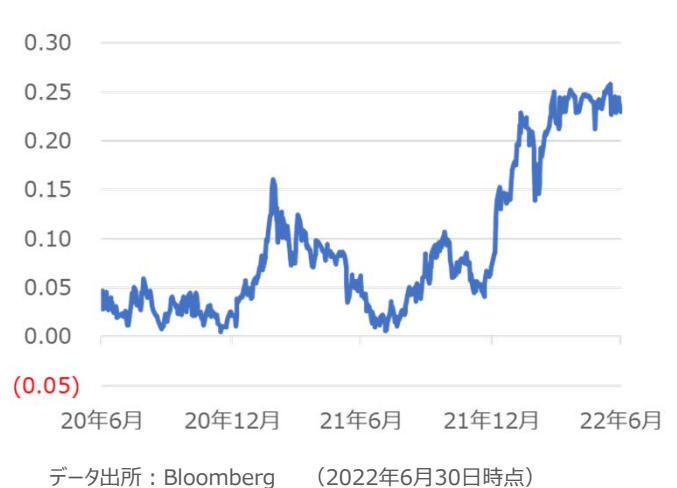


国内債券市場

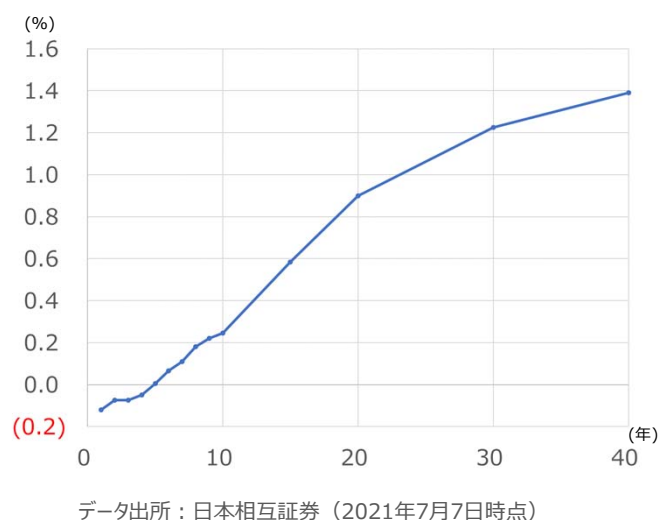
● 国債：2022年4－6月期の振り返りと7－9月期の見通し

- 4－6月期の長期金利は、欧米中銀のタカ派姿勢を背景に上昇。6月に日銀が指値オペを含めて過去最高額の国債買い入れを実施するに至り、0.25%で押さえられた10年と比べ超長期セクターは大幅にスティープ化した。
- 欧米市場は既に中立金利を超える水準までの利上げを織り込んでおり、今後は、来年まで景気が停滞し続けるリスク、それに伴うインフレ率低下を意識した展開となろう。一方、中央銀行は、昨年来インフレ率が経済モデルの予想する水準から大きく乖離してしまった経験から、フォワードルッキングに緩和姿勢に転じることを躊躇するかもしれない。
- 7－9月期は、中国リオープンで製造業が一時的に持ち直すも、日銀が他国に追随するとの思惑で積み上がった債券ショートが緩やかに買い戻される局面。ただし将来の金利先高観は根強く残り、カーブはスティープな形状を維持する見込み。
- 日銀は、世界経済が深刻なリセッションに陥らないなら、春闘および総裁交代を機にマイナス金利政策およびイールドカーブコントロール政策を解除するだろう。歯止めのない金利上昇を懸念して、長期金利のターゲット水準は撤廃するが、過去6か月レンジ50bp以内という変動幅だけ残す可能性も考えられる。ただし連続利上げを見通せる環境にないため、実際は政府や日銀が懸念するような金利上昇が起こるとは考えにくい。
- リスクシナリオは、世界的にインフレ率が急速に低下し、来年以降も含めた日銀正常化期待が完全に剥落するケース。この場合、短期的な買い戻しにとどまらず、今年末まで緩やかなブルフラットが継続するだろう。

【図4】 10年国債利回りの推移(%)



【図5】 国債イールドカーブ

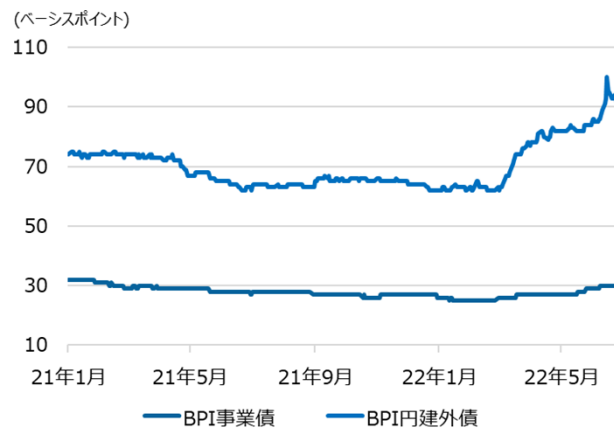


国内債券市場

● クレジット：2022年4－6月期の振り返りと7－9月期の見通し

- 国内社債スプレッドは4-6月期に5bp程度拡大した。長期金利への不透明感および軟調な海外市場を背景に弱含んだ展開となった。しかしながら海外のクレジットスプレッド拡大の国内社債への波及は限定的であった。業種別では電力セクターのスプレッドが平均12bp程度拡大した。期初から新発債の供給が続いたことに加え、燃料費の高騰および円安により各社とも業績への下方圧力が加わることが嫌気されたと考えられる。
- 新発債の供給量は前年4-6月期対比26%減となった。起債発表後に中止や延期される案件も散見された。4-6月期では、銀行AT1債および保険ハイブリッド債はそれぞれ1発行体が起債したものの、事業会社ハイブリッド債の起債は観測されず、劣後債の発行は低調にとどまった。
- 円建外債スプレッドは18bp程度拡大した。海外市場の影響が国内事業債に比べ大きく、軟調に推移した。一方で、ロイズ・バンキング・グループ、インドネシア共和国およびルノーがサムライ債を起債し、特にルノーは3.5%という利率が好感され800億円を超える起債を成功させた。利回りの乗った社債に対する根強い投資家需要を反映しているものと考えられる。
- 社債発行体の信用力は概ね堅調。原材料価格高騰による悪影響は、顧客への価格転嫁並びにコスト削減で、ある程度吸収可能。海外事業を拡大してきた結果、足元の円安は企業業績に好影響を与える。逆に海外経済動向に影響を受けやすくなっている面もあり、国内の需要変化とともに不透明要因として留意すべきである。保守的な財務運営の継続、金融環境の安定により、レバレッジ上昇、資金繰り難による信用力の急激かつ大幅な悪化に対する懸念は小さいと見込む。
- 海外市場が落ち着くまでは国内社債は横這いからやや調整気味の展開が続き、スプレッドがタイト化に向かうまでには時間を要する可能性が高いと思われる。海外の状況と顕著に異なるのは第一に金利環境であり、金融緩和の当面の継続を前提とすると低金利環境は今後も続き、投資家の利回り追求姿勢は衰えないと考えられる。加えて日本のインフレ懸念および景気後退懸念は海外と比較して小さいと思われ、堅調な企業ファンダメンタルズも底支えするため、国内社債のここからのダウンサイドは限定的なものにとどまると見込む。

【図6】 対国債スプレッド



データ出所：Bloomberg (2022年6月30日時点)

【図7】 年初来トータルリターン



データ出所：Bloomberg (2022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、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。英国プル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