

エグゼクティブ・サマリー

2022年10月

日本経済

- ◆ グローバルにインフレ低下の兆しが見え始めるのか。
- ◆ 米国の今サイクルの最後の利上げがどのレベルになるのか、いつになるのか。
- ◆ 日銀は黒田総裁の任期中は現行の政策維持の公算高まるも、新総裁のもとでの政策修正への思惑はくすぶり続ける。

国内債券市場

- ◆ 市場機能改善へ、日銀の対応に注視。
- ◆ 海外金利が落ち着かない限り投資家のアクティビティは限定的か。
- ◆ 海外市場の軟調さにより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が、日銀による金融緩和の当面の継続および社債発行体の堅調な信用力などを背景に中期的にはクレジット市場にポジティブな見方を維持する。

日本経済 注目の経済指標・イベント

● インフレ低下の兆しが見えるのか

- 米国では労働需給の逼迫が賃金を押し上げ、それがサービスを中心に物価に転嫁されていくという構図が継続している。直近のJOLTS求人労働異動調査では、求人件数が減少したが、水準は依然として高い。インフレ抑制のための積極利上げが少なくとも年内は継続するとみられる。最後の利上げの水準がどこになるのか、いつになるのか、コンセンサスがどのように固まってくるかが注視される。
- 日本も足元物価上昇の兆しはみえるものの、来年には物価目標を下回る水準で落ち着くと見通されている。来年の春闘で賃金上昇が起こるかどうか、持続的な物価安定目標達成において重要とみられる。

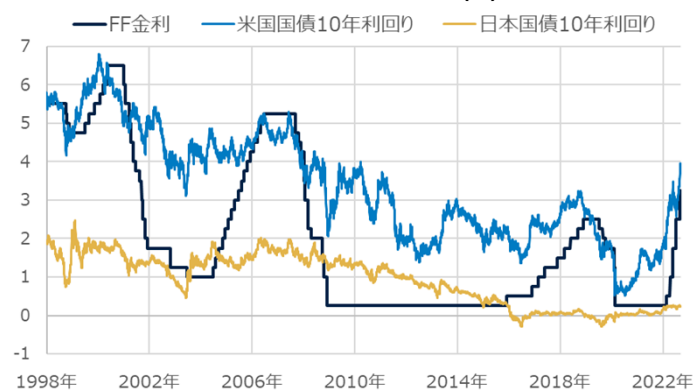
【図1】米国の求人倍率



● 内外金融政策見通し

- 利上げサイクルの終着点の目途が立たないと、米長期金利は低下しづらい。
- 日銀は、来年の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可能性が意識される。
- 国内経済は、物価目標を安定的に達成した姿には程遠く、政策変更するにしても一度きりにとどまるだろう。

【図2】米FF金利と日米の10年国債利回り (%)



● 国債需給見通し

- 日銀総裁の任期満了が近づく来年以降、金融政策変更への思惑から、市場の流動性が一層悪化してしまう可能性が残る。市場機能回復にむけた日銀の施策に注目。
- 金利先高観が根強く、超長期セクターは投資家需要が抑制されている。生損保や地域系金融機関の需要がどの程度あるのかが注視される。
- 大規模な利付債の増発は、今のところ見通されていない。

【図3】 年間買い越し額 (K)一般差引 (兆円)



データ出所：日本証券業協会の公社債店頭売買高（2022年9月）

国内債券市場

● 国債：2022年7–9月期の振り返りと10–12月期の見通し

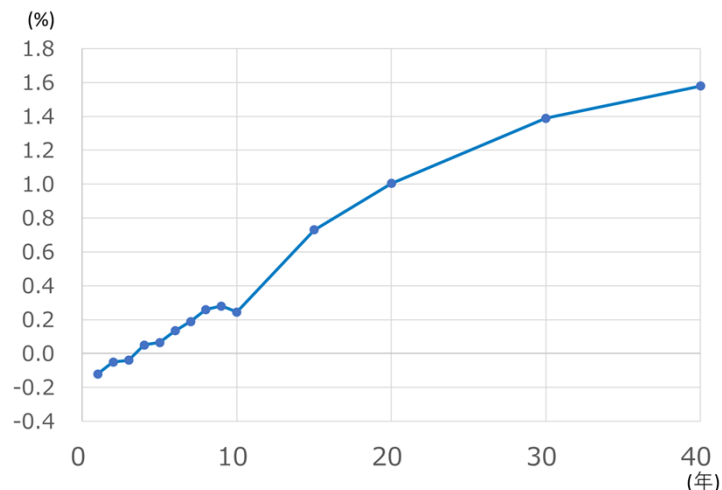
- 7–9月期は欧米中銀のタカ派姿勢により海外金利が上昇し、円長期金利も追随した。9月に日銀が指値オペ等により10年金利を0.25%で支えた一方、投資家の金利先高感も強く、イールドカーブは超長期セクターにかけて大幅にスティープ化した。
- インフレの高止まりを背景に、欧米市場は積極的な利上げを継続している。景気後退懸念もある中、今回の利上げサイクルはいつ、どの水準で終わるのか、現時点でも見通しはわかれていない。
- 日銀は緩和的なスタンスを継続しているが、春闘および総裁交代を機にマイナス金利政策およびイールドカーブコントロール政策を解除する可能性が引き続き意識される。一方で日本のマクロ環境を鑑みるに、連続的に利上げしていく可能性は依然として低い。
- 海外投資家を中心とした日銀の金融正常化にベットしたポジションが維持されそうで、海外金利が落ち着かない限り、リスクプレミアムが乗ったカーブ形状は修正されにくそうである。日銀総裁の任期満了が近づく来年以降、金融政策変更への思惑から、市場の流動性が一層悪化してしまう可能性が残る。

【図4】 10年国債利回りの推移(%)



データ出所：Bloomberg（2022年9月末時点）

【図5】 国債イールドカーブ

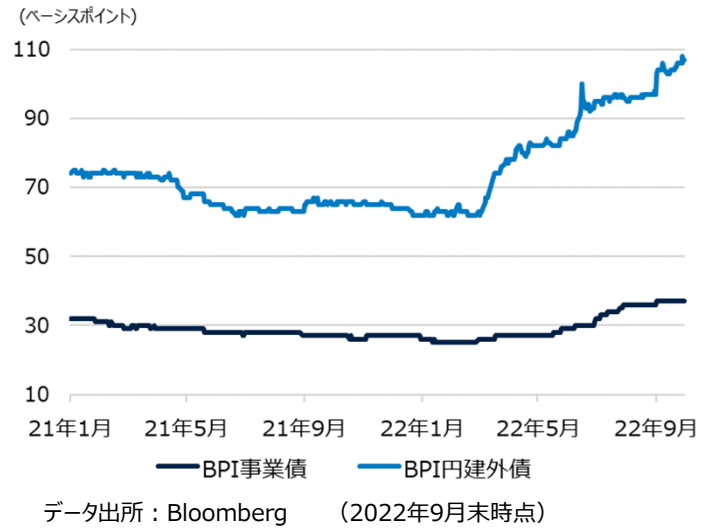


データ出所：Bloomberg（2022年9月末時点）

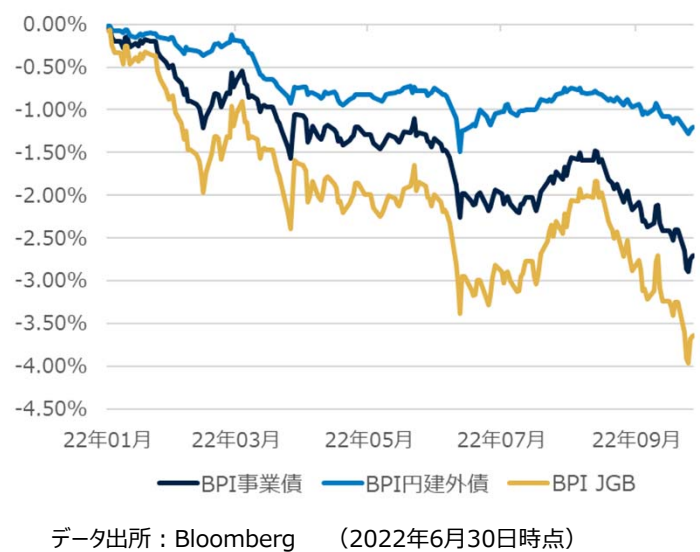
● クレジット：2022年7-9月期の振り返りと10-12月期の見通し

- 国内社債スプレッドは、7-9月期に5bp程度拡大した。長期金利への不透明感及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9bp程度拡大した。燃料費の高騰および円安により業績への下方圧力が加わる中、新発発行への警戒感が継続している。
- 円建外債スプレッドは、12bp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、BPCE、メキシコ及びHSBCホールディングスがサムライ債を起債した。発行体数は少ないものの、順調な販売となり、利回りの乗った社債に対する根強い投資家需要は継続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。コロナ状況の落ち着きや対策の実施に伴い、ペントアップやインバウンド需要も期待出来る。企業は海外事業を拡大してきた結果、足元の円安は業績に好影響を与える。一方、海外経済動向に影響を受けやすくなっている面もあり、不透明要因として留意すべきではある。引き続き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等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継続すると考えられる。加えて日本のインフレ懸念および景気後退懸念は海外対比小さいと思われ、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



【図7】 年初来トータルリターン



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