



エグゼクティブ・サマリー

2020年1月

日本経済

- ◆ 景気サイクルは下げ止まるも、回復ペースは緩やか
- ◆ 日銀の政策については、据え置きが基本シナリオ、下方リスク顕在化すれば政策対応
- ◆ いずれにせよ、日銀の国債買入の減少をうけ、より投資家需要に即した動きへ

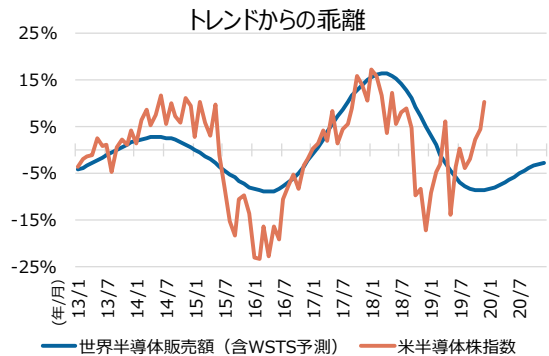
国内債券市場

- ◆ 金融政策の据え置き期待から長期金利は政策目標0%付近で膠着
- ◆ 10年金利プラス定着からのベア・スティープ化には、相応の時間を要する
- ◆ 低金利環境はクレジット市場にはポジティブ。引き続きハイブリッド債券に投資機会があるとの見方を維持

日本経済 注目の経済指標・イベント

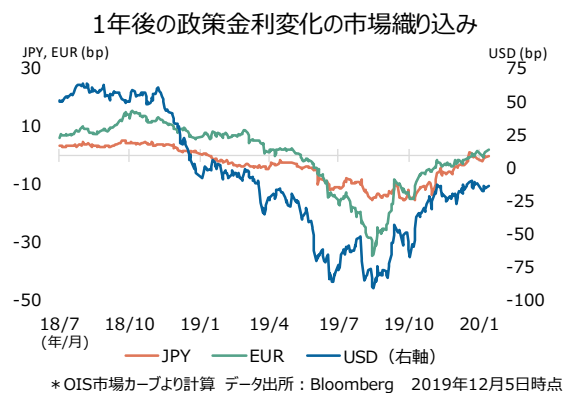
● 循環的な景気回復を見込むが、問題はそのペース

- IT関連の出荷・在庫バランスに代表される景気循環には、下げ止まり～回復基調が見込まれる
- 米欧の2019年中の「予防的利下げ」も景気底割れ回避に一助
- 国内固有の要因としては、大型の経済対策が消費増税後の落ち込みを相殺
- ただし、米中貿易協議やその他の地政学リスクなどによるダウンサイド・リスクがアップサイドよりも意識され、回復ペースは株式市場の楽観に比して緩い可能性



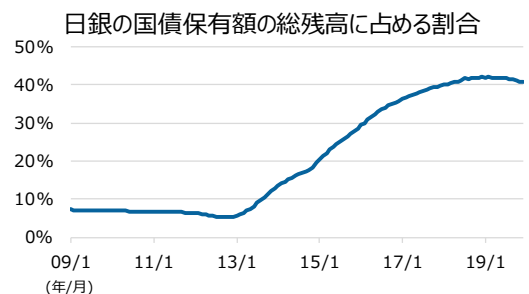
● 2020年 内外金融政策見通し

- 1年を通じて内外ともに主要国の金融政策は据え置かれる公算
- 米国では、景気の底割れが回避されたとしても大統領選までに緩和姿勢を崩す蓋然性は小さい
- 日銀は、「必要とあれば追加緩和」との姿勢を示しながら現状緩和を長期的に持続する
- 政策据え置きを基本シナリオとしつつ、あるとすれば小幅利下げ、との市場期待は続く(右図)



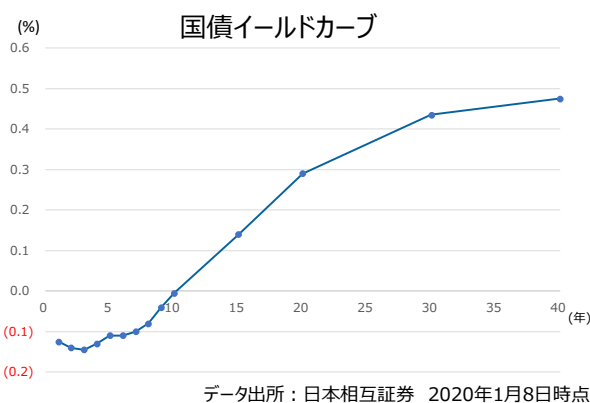
● 2020年 国債需給見通し

- 財務省の2020年度発行計画は2019年度対比小幅の減額
- 一方、日銀の国債買入の減額は断続的に実施されており、この傾向は2020年も変わらず
- すでに残存年数考慮後の日銀保有割合は2019年に低下し始めている



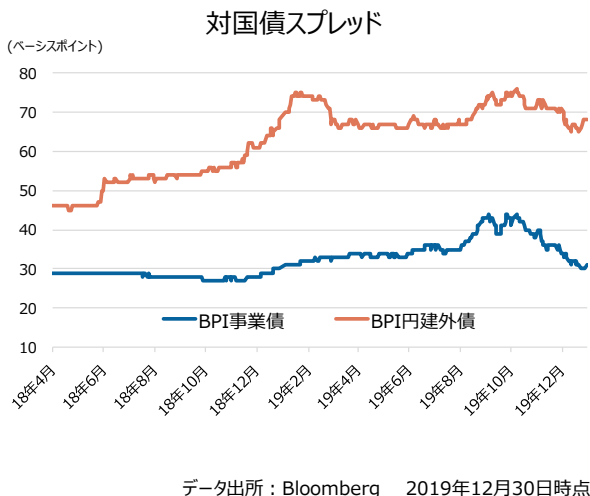
## ● 国債：前年の振り返りと今年の見通し

- 2019年は、日銀の追加緩和シナリオを本格的に織り込んだ8-9月に10年金利が▲0.3%まで低下。その後、年末にかけて0%まで回復
- 世界経済は下げ止まるも回復力が鈍い状況では、日銀の政策据え置きによって長期金利は政策目標付近で膠着しやすい
- 緩和効果の持続を念頭に、イールドカーブをスティープ化させるべく超長期国債買入の減額基調は続くと思われるが、プラス利回りを志向する投資家の需要で吸収されている格好
- 10年金利が明確なプラス水準で定着すれば、超長期債への投資家需要が長期債へとシフトし、ヘア・スティープ化のシナリオが実現すると見られるが、相応の内外経済ファンダメンタルズの改善が必要
- 急速な円高・株安が進行する場合には、マイナス金利の深堀りや長短金利操作の枠組み修正の可能性
- ただし、昨年の事例もあり、日銀から緩和バイアスのメッセージが発せられても、市場期待が先行して金利低下する動きにはならないだろう



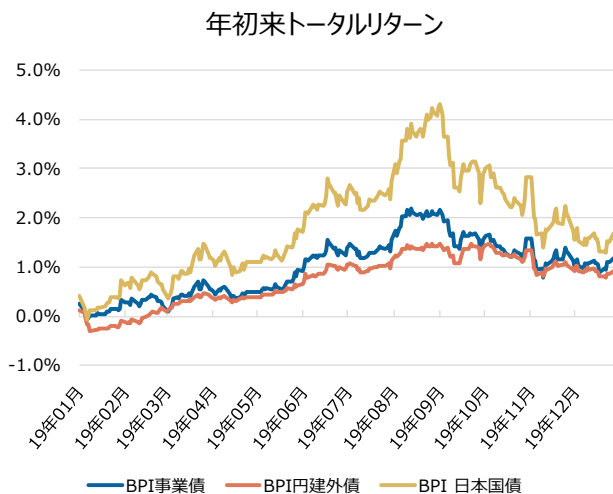
## ● クレジット：前年の振り返りと今年の見通し

- 国内社債スプレッドは、国債金利が反転して上昇に向かったことをうけ、9-12月期は全般的にスプレッドは縮小した。スプレッドの厚いハイブリッド債セクターは、高水準の起債額にも関わらず事業法人劣後債を中心に更にスプレッドのタイトニングが進んだ
- 円建外債は、米中貿易摩擦やブレグジットへの懸念が後退し海外クレジット市場が強含んだ展開を背景にスプレッドは縮小
- 国内社債発行体の企業業績および財務指標は景気減速を背景に今後緩やかにピークアウトしていくと考えられるが、収益水準および財務状況は総じて高レベルであり、信用悪化が懸念される局面には遠いと思われる



## ● クレジット：前年の振り返りと今年の見通し (続き)

- 2019年暦年では16兆円超（弊社調べ）の社債発行があったが、2020年は発行減が見込まれており、需給面ではクレジット市場にポジティブに効いてくると考えられる。低金利環境もクレジット市場にはポジティブだが、金利の更なる低下が起きる場合は高格付け銘柄を中心にテクニカルにスプレッドが拡大する傾向に留意が必要
- 2019年には3兆円超の発行があったハイブリッド債は、2020年も引き続き重要なトピックになると予想する。発行体数の増加および低金利を背景にした投資需要の更なる拡大が見込まれるため、弊社はハイブリッド債セクターに対するポジティブなスタンスを維持する
- ハイブリッド債・サムライ債で一般化したPOT方式での起債が普通社債へ広がるかにも注目。透明性の向上・発行体が実際の需要を確認した上での投資家需要をより正確に反映したプライシング、という特長がある



データ出所：Bloomberg 2019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

PGIMJ202001160049