



エグゼクティブ・サマリー

2023年1月

日本経済

- ◆ グローバル経済の前提としては、緩やかな景気後退がメインシナリオ
- ◆ 日銀は、緩和策の持続可能性を高めるとの文脈で、イールドカーブコントロール（YCC）政策を解除する可能性が高いだろう

国内債券市場

- ◆ 海外発の金利上昇圧力は弱まる一方、日銀の政策修正を受けて長期金利は上昇見通し
- ◆ 強力なフォワードガイダンスを導入しないなら、短期金利の連続利上げを市場が織り込む動きが加速するリスクも想定される
- ◆ 金利の不安定要因が大きい状況下ではクレジットスプレッドはタイト化しにくい傾向が続くが、堅調なファンダメンタルズおよび魅力的なバリュエーションを背景に、金利環境が落ち着くとともにタイト化へ向かうと考えられる

日本経済 注目の経済指標・イベント

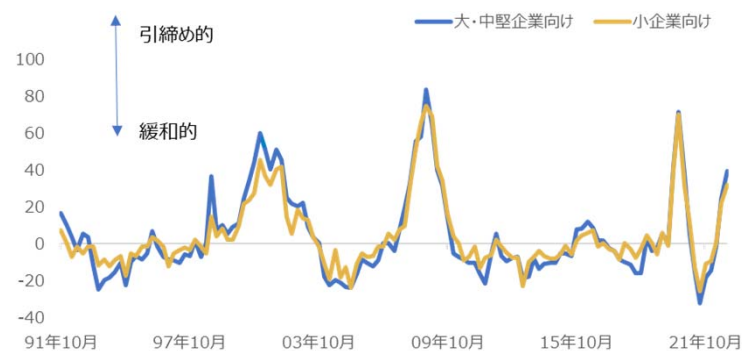
● 世界経済は緩やかな景気後退

- 2022年は、欧米の積極利上げに対して金融市場は大きく反応したが、実体経済への影響は米住宅セクターなど金利感応度の高いセクターに比較的限られていた。
- 米銀行の貸出態度はタイト化しており（図1）、2023年はより広範な影響が表れるだろう。
- 日本の春闘は、過年度の物価上昇を踏まえ90年代以来の高水準となるも、海外の景気後退懸念から企業の賃上げ姿勢が抑制され、持続的な2%インフレと整合的な水準には届かない見込み。

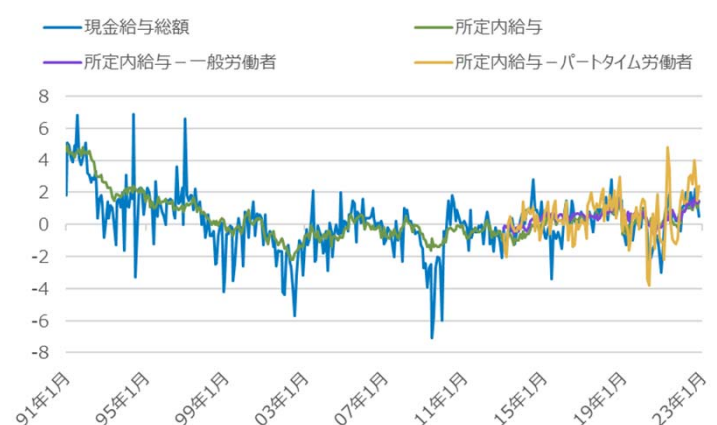
● 内外金融政策見通し

- 欧米では、年の途中で利上げサイクルを休止した後、景気後退が物価下落へと波及したことを確認するまでは利下げに転じないと予想される。
- 日銀は、イールドカーブコントロール（YCC）政策の長期金利レンジ上限を段階的に引き上げた後、年末頃までに解除する可能性が高いだろう。
- 短期金利の連続利上げを市場が織り込む動きをけん制するには、金融環境指数や賃金指数（図2）に紐付けた強力なフォワードガイダンスが必要になりそうだ。

【図1】 米国銀行の貸出態度



【図2】 日本の賃金上昇率（前年比%）

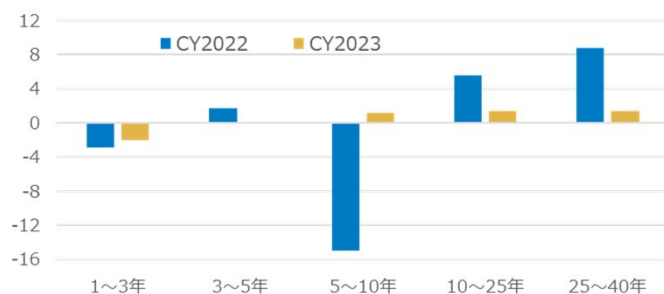


日本経済 注目の経済指標・イベント (続き)

● 国債需給見通し

- 10年金利がYCCレンジ上限に張り付く状態が続けば、日銀が国債を買い占め、需給がひっ迫した状況となる見込み。
- YCC解除した場合も、当面は本年1月より定例オペで日銀が買い入れたとした金額は維持される可能性が高く、その場合、市中残高が全年限で前年比不変となる計算になる(図3)。
- 投資家需要は短期金利の連続利上げシナリオが否定されるまでは抑制されたままだろう。

【図3】 日銀保有除いた市中中国債残高の前年比増減(兆円)



注: 2023年は1月の定例オペ金額が維持される前提での試算
データ出所: 財務省、日銀 (2022年12月末時点)

国内債券市場

● 国債: 2022年の振り返りと2023年の見通し

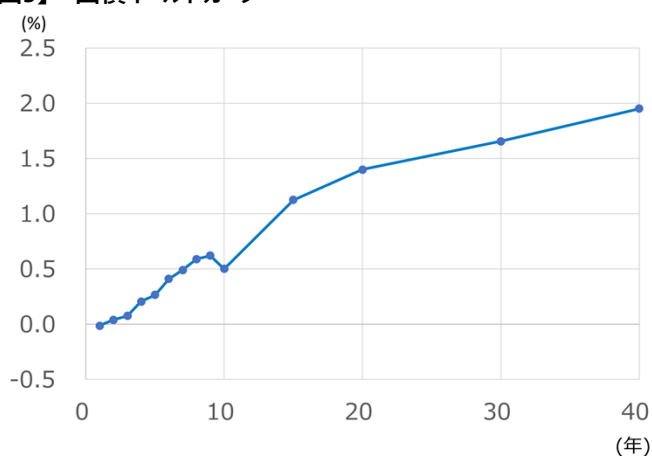
- 2022年は欧米中銀のタカ派姿勢により海外金利が上昇し、円長期金利も追随した。3月に10年0.25%に到達してから、日銀の指値オペへの応札が膨らみ発行総額以上に買われる銘柄も発生したため、12月に変動レンジ上限が0.5%に引き上げられた。超長期セクターは1年のほとんどの期間でステイプ化基調となった。
- 2023年は、世界景気の後退および欧米中銀の利上げ休止で海外発の金利上昇圧力は減じる一方、日銀の総裁交代前後の政策フレームワークの修正を受けて長期金利は上昇すると見通している。
- 日銀新総裁は、インフレ目標2%は持続的な形で達成されていないとのレジームを維持した上で、むしろ緩和策の持続可能性を高めるとの文脈で、変動レンジ幅の再拡大、国債買入額の減少、YCC政策の解除、マイナス金利政策の解除、といった正常化プロセスを標榜するだろう。ただし内外経済情勢を反映し、23年はYCC政策の解除に年末頃に到達するかどうかではないか。
- YCC撤廃の際には、欧米が明確に利下げサイクルに入っていない限り、短期金利の連続利上げを市場が織り込む動きが加速するリスクがある。日銀にとっては、賃金に紐付けた強力なフォワードガイダンスを導入するのが有効な一手だと思われる。ただし、既存の賃金統計では非常にトレンドを把握しにくく、日銀独自の指数を作成する必要があるかもしれない。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所: Bloomberg (2022年12月30日時点)

【図5】 国債イールドカーブ

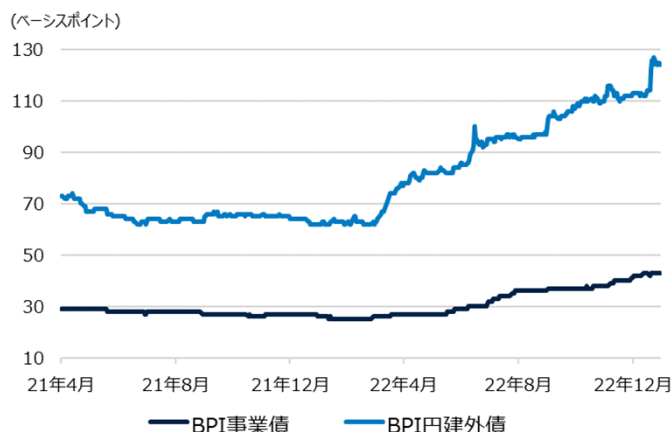


データ出所: 日本相互証券 (2023年1月12日時点)

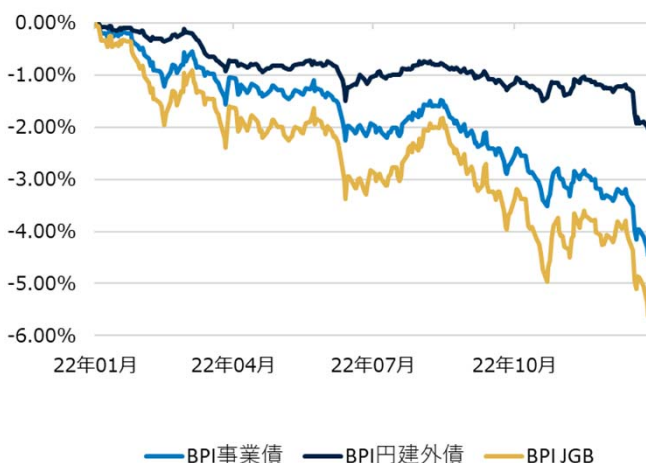
● クレジット：2022年の振り返りと2023年の見通し

- 国内社債スプレッドは年間を通じて17bp拡大した。金利上昇懸念および軟調な海外市場を背景に拡大したが、第4四半期に入り海外市場がタイト化し落ち着きを取り戻した中でも、軟調なまま推移した。加えて、年末の日銀金融政策決定会合でYCC修正が決定されると、さらに弱含む展開となった。金利動向の不透明さを嫌気して投資家の社債に対するセンチメントは悪化し、スプレッドの厚い劣後債セクターのスプレッドも年末にかけて更に拡大し、2020年春のコロナ初期のスプレッド水準を大きく上回った。
- 国内社債の新発債発行額は、2021年対比19.4%減となった。特に劣後債（ハイブリッド債）の発行額の減少が顕著であり、電力セクターなどで新規の発行体が登場したものの、過去最高の発行額となった2021年対比59.9%減の1兆5228億円にとどまった。発行体の調達ニーズおよび投資家の投資意欲双方が低下したことを反映していると考えられる。
- 円建外債スプレッドも同様に拡大し、スプレッドは2021年末の2倍の124bpで年末を迎えた。軟調な海外市場の影響を国内社債よりも大きく受けたが、一方で国内社債と同様に10月に入ってからの海外市場の好転に対しては同調する動きは見られなかった。
- クレジット市場においては、金利環境が引き続き注目を集めると思われる。日銀による政策の追加修正に対する警戒感・不透明感は、社債利回り並びにスプレッドの期待ボラティリティ上昇を通じて、社債市場の流動性低下要因になるからである。この結果、スプレッドはしばらく高止まりすると予想する。ただし、金融政策の方向性が見極められれば、金利が安定するとともに社債市場のセンチメントも改善、昨年のスプレッド拡大によりバリュエーション・魅力度が上がった社債に再び注目が集まり、スプレッドは縮小へ向かうと見込む。世界的な景気減速局面にあることから、本邦企業の資金調達ニーズが急激に高まって社債需給が大きく崩れるとも想定しにくい。
- 本邦社債発行体の信用力は概ね堅調に推移している。地政学リスク顕現でエスカレートした資源高、供給制約などのリスクは、一部業種の収益に影を落としているものの、コスト削減等の企業努力によって総じて吸収されている。在庫増などに伴う財務負担も、緩和的な金融環境に支えられ、リスクとして認識するほど高まっていない。企業は国際的なサプライチェーンの再構築、遅行する国内顧客への価格転嫁などの対応を今後も進めると期待できる。顕著な世界的景気後退、金融システム不安が台頭しない限り、日本企業の信用力が著しく棄損される可能性は低いだろう。

【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