

エグゼクティブ・サマリー

2023年4月

経済環境

- ◆ 米国では、今年後半の景気後退リスクの高まりを背景に、FRBの積極利上げスタンスの転換期を迎えている。一方、雇用市場の需給ひっ迫が続く中、すぐに大幅利下げに転じることも考えにくい。
- ◆ 大方の予想を上回る春闘の賃金上昇率を受けて、日銀の物価見通しが改善する可能性は高まった。

国内債券市場

- ◆ 日銀が1月、3月と政策を据え置いたことを踏まえると市場機能を理由に政策を変えるハードルは高い。
- ◆ 植田新日銀総裁の就任会見での発言を踏まえると、市場機能でなく物価見通しを理由にイールドカーブ・コントロール(YCC)を修正する可能性が残る。
- ◆ クレジット市場においては、海外発の金融不安による不透明感が解消に向かいつつある中、金利環境に引き続き注目。金融政策の方向性がある程度見極められれば、昨今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。

日本経済 注目の経済指標・イベント

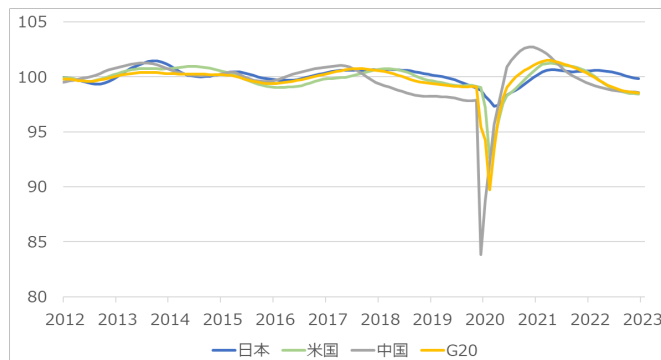
● FRBの積極利上げスタンスの転換期

- 米国では、今年後半の景気後退リスクの高まりを背景に、FRBの積極利上げスタンスの転換期を迎えている。一方、雇用市場の需給ひっ迫が続く中、すぐに大幅利下げに転じることも現状考えにくい。
- 日本の主要企業の23年春闘は、集中回答日に満額回答が相次ぐなどしており、賃上げ率は前年実績を大きく超える見通しとなった。これを受け日銀の物価見通しが改善する可能性は高まった。

● 内外金融政策見通し

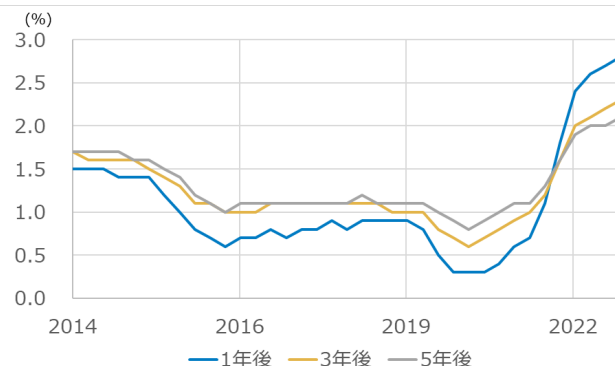
- 金融システム不安は意識されるものの、引き続き米国ではインフレ対応に焦点があたる。景気後退リスクの高まりを受け難しい対応が迫られる。
- 日銀が1月、3月と政策を据え置いたことを踏まえると市場機能を理由に政策を変えるハードルは高い。
- 植田新総裁の就任会見での発言を踏まえると、市場機能でなく物価見通しを理由にイールドカーブ・コントロール(YCC)を修正する可能性が残る。

【図1】 景気先行指数



データ出所：OECD（2023年2月時点）

【図2】 企業の物価見通し（物価全般の見通し、全規模全産業ベース）（前年比%）



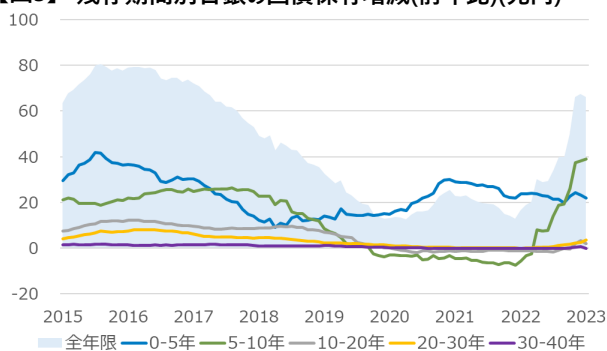
データ出所：日本銀行

日本経済 注目の経済指標・イベント (続き)

● 国債需給見通し

- 22年度の日銀の国債買い入れ実績は135兆9890億円で21年度の72兆8669億円の1.9倍に膨らんだ。黒田総裁が13年3月に就任して以降、年度ベースで最大の買い入れ額となった。
- 日銀は4-6月期の国債買い入れ方針を公表し、1回あたりの購入金額の上限と下限を拡大した。購入額を市場動向に応じて柔軟に調整できるようにする意図を感じさせる。

【図3】 残存期間別日銀の国債保有増減(前年比)(兆円)



データ出所：日本銀行（2023年3月末時点）

国内債券市場

● 国債：2023年1 - 3月期の振り返りと4 - 6月期の見通し

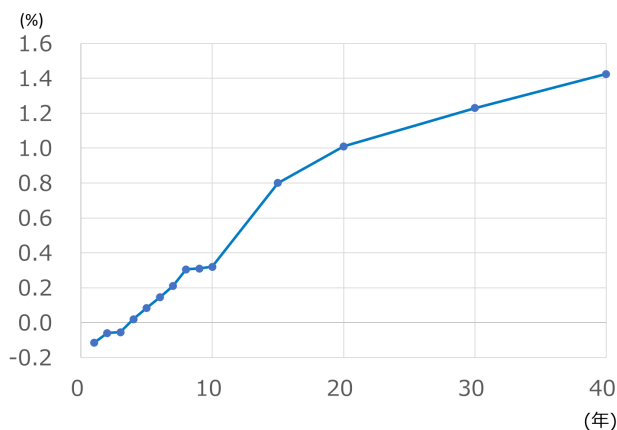
- 2023年1月は日銀のさらなるYCC修正への思惑から金利上昇して始まったが、日銀の金融政策決定会合で政策の現状維持が決定されたことをきっかけに、金利低下に転じた。2月は海外金利が上昇するなか、円債は超長期中心に投資家の買いが継続した。次期日銀総裁候補として植田和男氏を起用するとの報道が流れ、市場の想定外の人選であったが、植田氏の過去の発言等を市場が消化するにつれて、過度なタカ派的な金融政策への転換への懸念が後退した。3月は海外市場が金融システム不安でリスクオフムードになる中、円債は金利低下。日銀政策決定会合では一部政策修正期待もあったが、政策は据え置かれ、政府と日銀のアコードも維持された。これを受けて金利が低下した。
- 植田日銀新総裁は、硬直的な政策運営による大幅な円安、市場機能低下、財政規律喪失への反省から、経済物価見通しに基づいて政策を柔軟に運営すると推測する。物価目標達成の可能性が高まっているにも関わらず、無理に金利を押さえつけると達成時の出口のコストが上昇するため、物価目標達成の確率と出口のコストを総合的に判断するのではないかと推測される。
- 春闘の結果を踏まえると、物価見通しが改善したことを理由にYCCを修正する可能性が残る。一方で国債買い入れは長期金利ターゲット維持に紐づいており、YCCを撤廃すると国債買い入れの大義名分を失う。そのためYCCの枠組み自体は維持される。
- マイナス金利は維持される。マイナス金利解除が意識されるのは来年の春闘で、相応の賃上げが続く場合であると想定される。23年度の企業業績が重要であると考えられる。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg（2023年3月31日時点）

【図5】 国債イールドカーブ

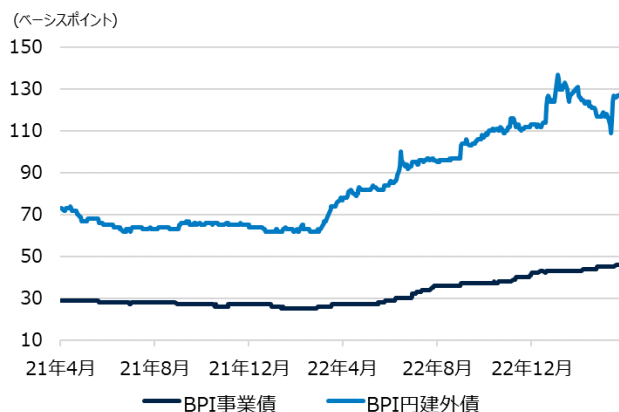


データ出所：日本相互証券（2023年3月31日時点）

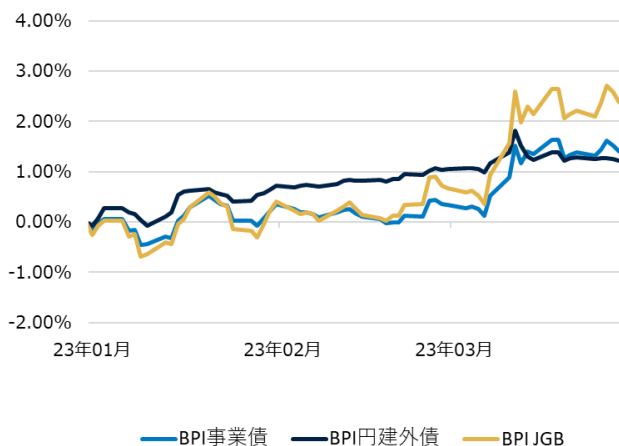
● クレジット：2023年1 - 3月期の振り返りと4 - 6月期の見通し

- 国内社債スプレッドは1-3月期小幅拡大した。前期に比べ金利は比較的落ち着いた動きとなったものの、一部米欧金融機関への懸念とともに、一時的に金融不安が高まり、やや軟調な推移となった。その後、各国の金融当局および中央銀行の早急な関与によって市場は安定を取り戻したが、年度末を控えて様子見の動きが強まり、売買量の少ない展開となった。個別では、クレディ・スイスのAT 1 債の動向を受けて、国内AT1 債のスプレッドが拡大した。
- 円建外債スプレッドも軟調な海外市場の影響を受け、スプレッドは小幅拡大した。海外市場はその後好転したものの、同セクターの流動性は低く、同調する動きは限定的となった。
- クレジット市場においては、海外発の金融不安による不透明感が解消に向かいつつある中、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。ただし、金融政策の方向性がある程度見極められれば、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は一服し、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、徐々に緩和方向にあり、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思われる。海外で一時的に金融不安が台頭したが、各国の金融当局および中央銀行の早急な関与によって、市場は落ち着きを取り戻している。現時点で日本企業への影響は間接的なものに留まっており、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。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。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