

エグゼクティブ・サマリー

2023年7月

日本経済

- ◆ 米国上振れ・欧中下振れの影響を受けつつ、内需主導の回復が続く見込み
- ◆ 日銀の政策については、来年1月のイールドカーブコントロール（YCC）レンジ引き上げを中心シナリオに据える

国内債券市場

- ◆ 日銀の政策正常化後ずれリスクを警戒した需要に支えられ、当面はレンジ相場が継続する見通し
- ◆ 円安持続には懐疑的であるが、為替動向によっては早期の政策運営見直しへの期待が高まり、ヘアフラット化圧力がかかるだろう
- ◆ 金利のボラティリティが低下したことを背景に社債市場は好需給へ転じており、良好な企業ファンダメンタルズも支えとなりクレジットスプレッドは当面は堅調推移すると考えられる

日本経済 注目の経済指標・イベント

● 内需主導の緩やかな回復基調が継続

- 米国は、過剰貯蓄取り崩し終了、金融引き締め効果、銀行貸出態度タイト化によって景気後退が避けられないように見えるにもかかわらず、経済指標の悪化が確認できないという現状。
- 国内景気は、米国上振れ・欧中下振れの影響を受けつつ、自動車販売・アフターコロナ等の好材料もあり、内需主導の回復が続くと予想する。
- 投資フロー主導で円安が進行するが、サプライチェーン改善やインバウンドにより、実需フローは昨年と異なることに注意を要するだろう。

● 内外金融政策見通し

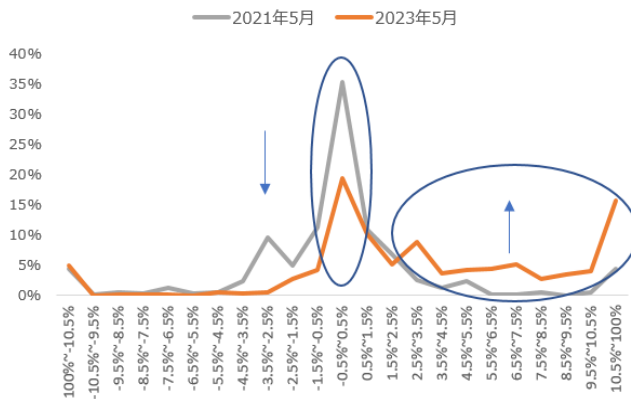
- 米FRBは、金融環境指数が高止まりしていること（図1）および足元インフレ率低下で実質政策金利が上昇することを根拠にして、仮に景気が上振れたままでも利上げフェーズから据え置きフェーズへ移行する可能性が高い。
- 植田総裁は就任以来、来年春闘も良い結果になると確信できるまで政策正常化を待つスタンスで一貫しているとの印象。メインシナリオは来年1月YCC修正と見ている。
- CPI前年比の水準よりも、2%付近となる構成品目ウェイトが増えるかどうか注目される（図2）。

【図1】 米国金融環境インパルス指数



データ出所：米FRB（2023年5月時点）

【図2】 CPI前年比の品目ウェイト分布（除く帰属家賃）



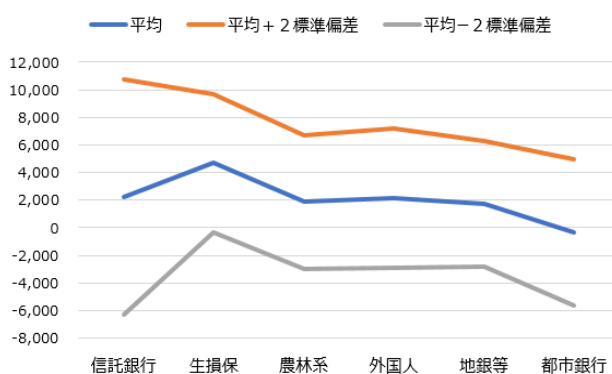
データ出所：総務省（2023年5月時点）

日本経済 注目の経済指標・イベント (続き)

● 国債需給見通し

- 諸外国のようなコロナ禍以降の財政赤字の正常化が全く見られず、また金融庁フィールドテストの結果を踏まえると生保の需要は逡減していく可能性もあり、長期的には極めて深刻な需給悪化リスクがある。
- 日銀がYCCを修正する際は、長期金利急騰が起こらない程度に買入額が調整されると見込む。
- 短期的な相場変動は、変動の大きい信託銀行経由の年金資産アロケーションの需要に左右される展開が続くだろう(図3)。

【図3】 投資家別の超長期月間買い越し・売り越し額 (億円)



注：2018年6月～2023年5月の60ヵ月間の平均
データ出所：証券業協会（2023年5月末時点）

国内債券市場

● 国債：2023年4-6月期の振り返りと7-9月期の見通し

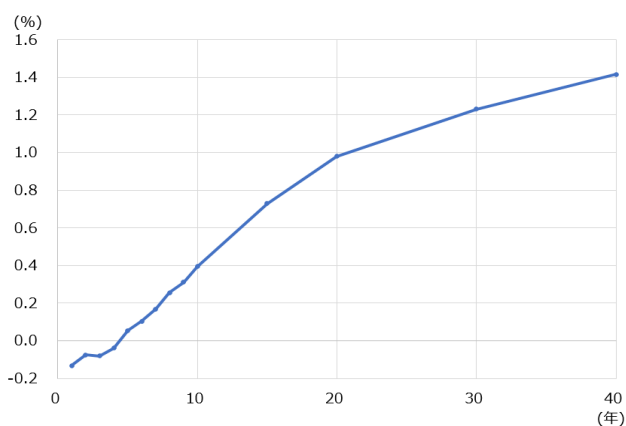
- 4-6月期は、欧米で金融危機の余波はなく、インフレ率が高止まりする中で中銀の利上げ姿勢が続いたが、植田日銀新総裁が政策を据え置き、円債市場は10年債の利回りが0.4%程度のレンジで推移した。
- 7-9月期は、日銀の政策正常化を見据えながらも後ずれリスクを警戒した投資家の買いに支えられ、レンジ相場継続を見込む。
- 植田総裁は就任以来、来年春闘へ自信を深めるまで政策正常化を待つスタンスで一貫しているとの印象。4月の段階では、米国景気後退入り間近との想定もあったのだろう。企業収益・インフレ動向から来年春闘が良い結果になる可能性は相応に高いと見ており、来年1月に長期金利レンジを0±0.5%から0.25±0.5%に引き上げると予想している。
- 欧米利上げサイクルが日銀・市場・弊社想定より長引いているのは事実で、結果として円安が進行している。米金融政策のフェーズ移行や本邦貿易収支から円安の持続性には懐疑的だが、為替動向によっては7～10月政策運営見直しもあり得る。この場合、長期物価予想の安定化を論拠としたレンジ幅拡大（0±0.5%から0±0.75%）が選択肢の一つであり、政策引き締めでないことが強調されるだろう。カーブにはベアフラット化圧力が加わりやすい。
- 一方、結局欧米がハードランディングに陥り、国内物価情勢にも下押し圧力が加わるケースでは、多角的レビューの終了する2024年後半まで政策が据え置かれる公算が大きいと思われる。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg（2023年6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7月4日時点）

● クレジット：2023年4-6月期の振り返りと7-9月期の見通し

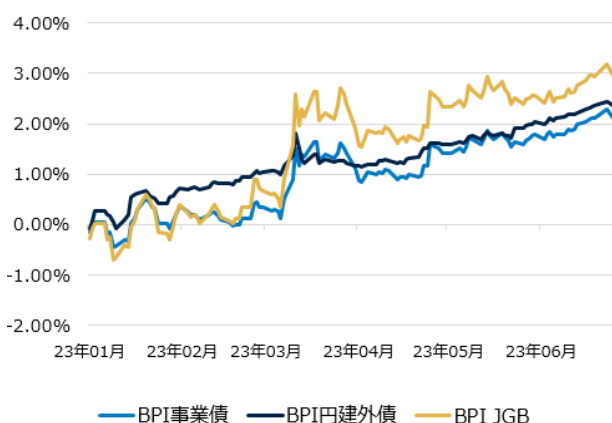
- 国内社債スプレッドは4-6月期に3bp縮小した。3月の米シリコンバレー・バンクの破綻およびクレディ・スイス・グループのAT1債全損により、市場のセンチメントは悪化しグローバルでリスク回避の動きとなったものの、一時的な現象にとどまり4月以降は回復傾向で推移した。新総裁のもとでの日銀は金融政策を現状維持としており、緩和修正が早急に行われる可能性が後退したことにより金利急上昇に対する懸念が和らぎ、社債に対する需要は堅調推移した。
- 円建外債スプレッドは18bp縮小した。金利の変動幅が低下し、海外市場も安定推移したため、国内社債対比スプレッドが乗っている円建外債は新発債の供給を順調にこなしつつスプレッドは縮小傾向で推移した。
- 円建社債の新発債発行額は、前年4-6月期対比31.5%増となった。劣後債（ハイブリッド債）の発行は銀行が大宗を占め、事業会社による発行は主に個人向けのソフトバンクグループ1件にとどまった。一方で、円建外債の発行は前年4-6月期対比97%増と活況となった。発行体の円債市場での調達ニーズおよび投資家の需要がともに増加したことによるものだと考えられる。
- クレジット市場においては、金利水準が安定推移している中ポジティブなモメンタムは継続すると予想する。金利環境および日銀の金融政策は引き続き重要なポイントではあるものの、金融政策のサプライズ的な変更に対する警戒感低下しているため、政策変更が行われたとしてもクレジット市場が昨年末のような急激な軟調展開になる可能性は想定しにくい。米国およびグローバルの景気後退の可能性は足元の強めの経済指標により当面は日本のクレジット市場にとっては大きな懸念事項とはならないと考えられる。一方で、新発債の起債は順調に消化されており、市場軟化を招くほどの過剰供給にはなっておらず、社債需給は全般的に良好である。
- 本邦社債発行体の信用力は堅調に推移している。海外、とりわけ中国の景気停滞が企業ファンダメンタルズには逆風だが、資源価格の落ち着き、タイムラグを経た価格転嫁、サプライチェーンの正常化、人流回復などが幅広い業種の収益性を支えている。足元の円安は輸出企業中心に業績の押し上げ要因として働こう。在庫調整の進展で膨らんだバランスシートのスリム化を期待できそうである。金融機能も円滑に働いており、全体として信用力が大きく悪化する可能性は低いとみる。

【図6】 対国債スプレッド



データ出所：Bloomberg (2023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 (2023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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会