

エグゼクティブ・サマリー

2023年10月

日本経済

- ◆ コロナ禍からの経済再開により緩やかな景気回復が続く。賃金上昇傾向が続くかどうか、企業業績や労働需給の引き締まりに注目が集まる。
- ◆ 欧米景気が急速に悪化しない前提であれば、日銀は春闘の動向が判明してくる24年3～4月に、物価目標に対する上振れ・下振れリスクが均衡したとの判断からマイナス金利政策解除に踏み切る公算が大きい。

国内債券市場

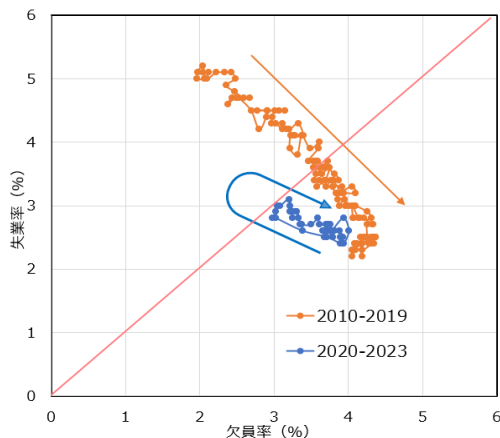
- ◆ 日銀の早期政策修正が根強い中、投資家の慎重姿勢は継続しやすく、日銀の国債買入れの影響が強まる。
- ◆ 国内外金融市場が総じて安定的に推移する中、利回り需要や良好な企業ファンダメンタルズが支えとなり、クレジットスプレッドは当面は堅調推移すると考えられる。

日本経済 注目の経済指標・イベント

● 賃金上昇につながるデータが観測できるか

- 米国ではコロナ禍で蓄えられた超過貯蓄の取り崩しや不動産市況の減速が確認されはじめています。一方インフレのピークアウトと高い名目賃金によって実質賃金は押し上げられ、消費活動は堅調を維持し、生産性についても公共投資やテクノロジーが持続的な回復を下支えする可能性がある。一段の景気の悪化を示すデータが観測されるか経済指標に注目が集まる。
- 国内景気は緩やかな回復が続く。賃金上昇傾向が続くかどうか、企業業績や労働需給の引き締まりに注目が集まる。日本のUV曲線は新型コロナウイルスの流行後、米国と挙動が異なっている。失業率と欠員率が低位安定し労働市場の構造的変化は相対的に少ないとみられる（図1）。

【図1】 日本のUV曲線

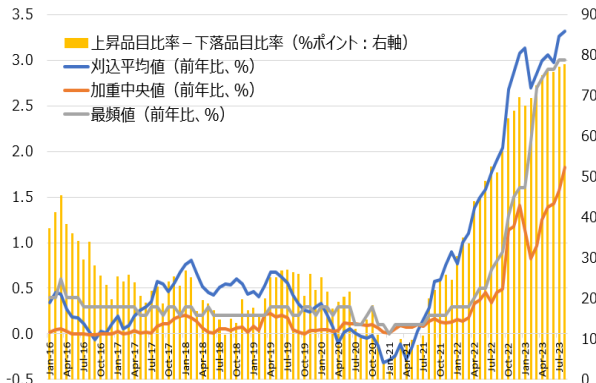


データ出所：厚生労働省 職業安定業務統計、総務省統計局 労働力調査 よりPGIMジャパン作成（2023年8月時点）

● 内外金融政策見通し

- 9月のFOMCで米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げを見送る一方で、長期にわたる高い金利水準の維持を示唆。
- 日本の消費者物価指数はメトリ込み平均、加重平均、最頻値ともに今世紀最高水準。幅広い項目での上昇が確認されている（図2）。
- 欧米景気が急速に悪化しない前提であれば、日銀は春闘の動向が判明してくる24年3～4月に、物価目標に対する上振れ・下振れリスクが均衡したとの判断からマイナス金利政策解除に踏み切る公算が大きい。

【図2】 基調的なインフレ率を捕捉するための指標



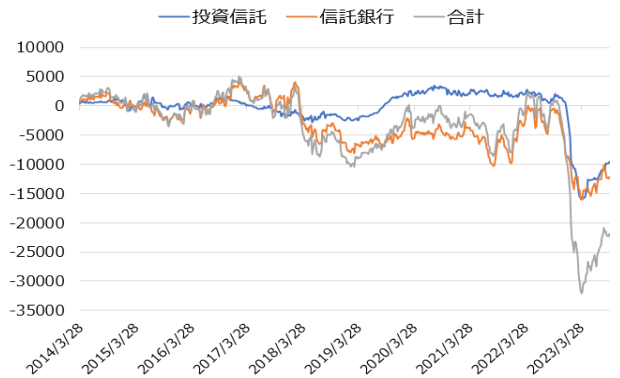
データ出所：日本銀行、総務省（2023年9月時点）

日本経済 注目の経済指標・イベント (続き)

● 国債需給見通し

- 日銀の早期政策修正が根強い中、投資家の慎重姿勢は継続しやすく、日銀の国債買入に支えられる展開となる。
- 昨年末から債券ベアファンドのニーズが急拡大している。イールドカーブ・コントロールの柔軟化を受けて、一部解約の動きはあったと思われるが、いまだ残高は大きいと推計される(図3)。

【図3】 長期国債先物の投資信託と信託銀行の取引状況 (枚)



注：2014年以降の累積

データ出所：日本取引所グループ(2023年9月末時点)よりPGIMジャパン作成

国内債券市場

● 国債：2023年7-9月期の振り返りと10-12月期の見通し

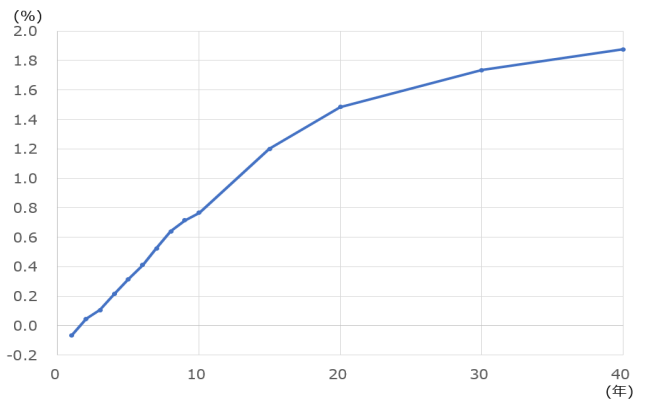
- 日銀は7月27-28日の金融政策決定会合でイールドカーブ・コントロールの運用を柔軟化した。10年金利の上限について、0.5%を「目途」としつつ、連続指し値オペの実施利回りを引き上げ1%とした。これを受けて8月の長期金利は上昇しカーブは大きくベアスティーピングとなった。9月は、欧米の金利が上昇する中、日銀の金融政策の早期修正観測の高まりもあり長期金利は上昇した。
- 10-12月期は、米国の利下げ開始時期の後ずれが意識される中、日銀の政策正常化に備え、国債投資家の慎重姿勢が継続する見込み。引き続き日銀の国債買入の動向に注視。
- 欧米景気が急速に悪化しない前提であれば、日銀は春闘の動向が判明してくる24年3~4月に、物価目標に対する上振れ・下振れリスクが均衡したとの判断からマイナス金利政策を解除に踏み切る算算が大きい。より確度が高い、強い賃金関連データがより早く集まれば1月に前倒しもありえる。年内に動くのであれば急速な円安が進行するケースであろう。
- 一方、米国不動産セクターや中国経済の悪影響が欧米の景気全体に波及して欧米が利下げフェーズに入る場合は、日銀も慎重姿勢をとりグローバル景気サイクルの転換も受けて円債需要は強まるとみられる。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg (2023年9月29日時点)

【図5】 国債イールドカーブ

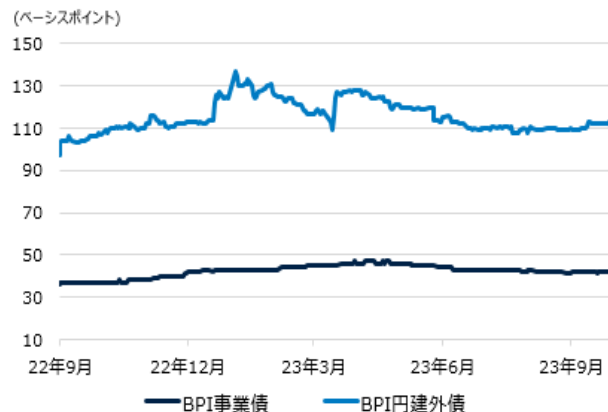


データ出所：日本相互証券 (2023年9月29日時点)

● クレジット：2023年7-9月期の振り返りと10-12月期の見通し

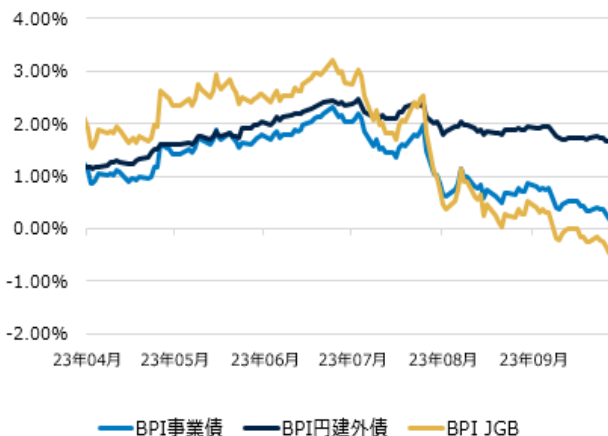
- 国内社債スプレッドは7-9月期に1bp縮小した。7月に日銀がイールドカーブコントロール（YCC）の柔軟化を発表し、長期金利が上昇したが、クレジット市場への影響は限定的だった。総じて金利が安定的に推移していたこともあり、新発債市場が活況を呈したが、利回り需要を背景に国内社債は堅調な推移となった。
- 円建外債スプレッドは1bp拡大した。海外市場もインフレ懸念の後退や米国を中心とした経済のソフトランディング期待などから安定的に推移した。当期も国内社債対比スプレッドが乗っている円建外債は、新発債の供給を順調にこなしつつ堅調な推移となった。
- クレジット市場においては、総じて堅調な推移を予想する。国内景気は緩やかな回復が継続している。米国およびグローバルの景気についても、インフレの鎮静化によりソフトランディングの可能性が高まっており、当面は日本のクレジット市場にとって大きな懸念事項とはならないと考えられる。
- 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だと思われる。YCCの柔軟化による企業収益への影響は軽微ではあるが、長期金利の変動が大きくなる局面では、長期・超長期ゾーンのクレジットへの様子見姿勢が強まる可能性がある。
- 金利の先高感から、一時的に新発債の起債が増加する可能性はあるものの、一方で此处元の金利上昇により絶対金利での魅力度が増しており、利回り需要から需給の大幅な悪化は想定しにくい。
- 本邦社債発行体の信用力は引き続き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。金融機能も円滑に働いており、良好な企業収益はクレジットに引き続きポジティブに働くだろう。

【図6】 対国債スプレッド



データ出所：Bloomberg（2023年9月29日時点）

【図7】 年初来トータルリターン



データ出所：Bloomberg（2023年9月29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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会