



エグゼクティブ・サマリー

2024年1月

日本経済

- ◆ 欧米インフレ鈍化により金融政策ショックが起こりにくくなっていることから、基本シナリオとして世界景気のソフトランディングを見込む。
- ◆ 日銀は3~4月にマイナス金利政策を解除する一方、賃金上昇がサービス物価のインフレにつながるが見極めるため、一層の政策正常化は急がない姿勢を強調するだろう。

国内債券市場

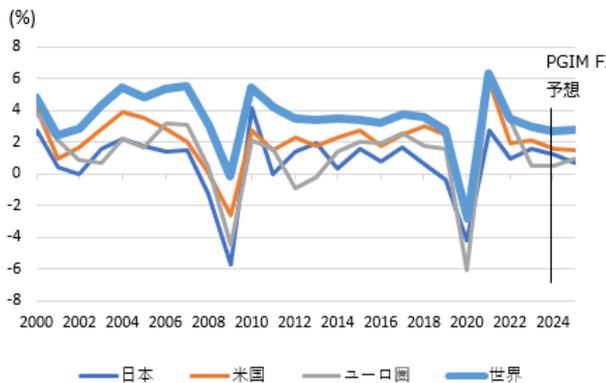
- ◆ 長期金利は日銀のマイナス金利政策解除や国債買入減額で上昇圧力を受けるが、欧米利下げや円安是正から連続利上げは見通せず、10年0.75~1.0%程度の推移が続くと想定している。
- ◆ クレジット市場では引き続き金利環境が注目されると思われるが、金利変動によるクレジットのダウンサイドリスクは以前よりは小さいと見込む。

日本経済 注目の経済指標・イベント

● 世界景気のソフトランディングが基本シナリオ

- 欧米経済は、企業のリファイナンスの金利コスト上昇が投資を抑制するという過去の金融引き締めの時差を伴う効果や、財政の拡張余地がないこと等から、米国は減速、欧州はほぼゼロ成長が見込まれる(図1)。
- 国内経済は、外需減や円安是正による企業収益の鈍化が25年春闘へのリスクとして意識される。財のデイスインフレと24年春闘による実質賃金プラス化が消費へ与える好影響がそれを相殺し上回るかがポイントになるだろう。
- インフレ・金融政策ショックが世界景気のテールリスクとなる可能性は低下した一方、政治・地政学要因がリスクとなり得るだろう。

【図1】 各地域のGDP成長率

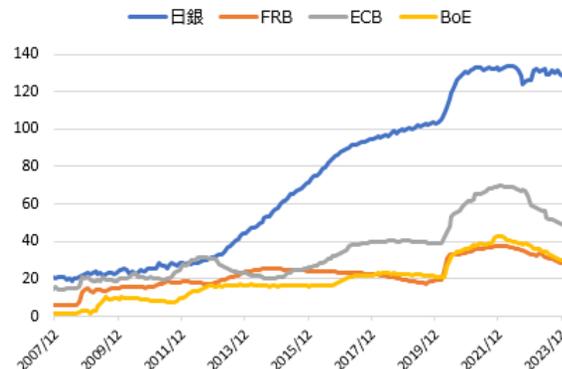


データ出所: IMF, Bloomberg, PGIM FI (2023年12月時点)

● 内外金融政策見通し

- 欧米では、インフレ鈍化によって金融政策を景気の振幅を抑制することに利用できるため、マクロ経済の下方リスクは比較的小さい。年央から緩やかな利下げ局面に入ると予想している。
- 日銀は3~4月にマイナス金利政策を解除およびオーバーシュート型コミットメントを削除するだろう。
- それ以降は、バランスシートのスタート地点が違うこと(図2)、および市場流動性への悪影響を踏まえ、欧米のような連続利上げは行わず、国債買入の減額を優先すると思われる。

【図2】 中央銀行のバランスシート規模(対GDP比%)



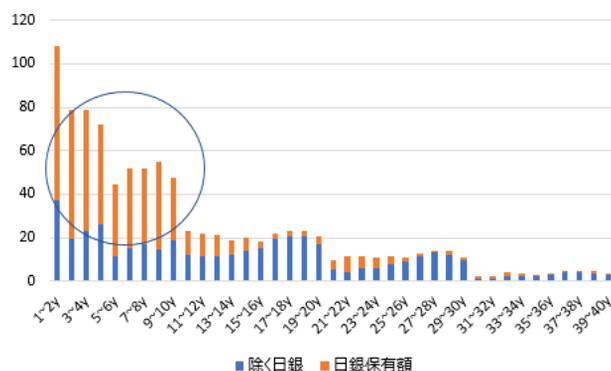
データ出所: 各国中央銀行, Bloomberg (2023年12月時点)

# 日本経済 注目の経済指標・イベント (続き)

## ● 国債需給見通し

- 利付債の発行は借換債の減少を主因に1月から20年、4月から2、5、10年が減額されるが、日銀の国債買入オペも減ることから需給インパクトは相殺されよう。
- 長期的なプロセスとしては、預金機関の0~10年ゾーンへのALM需要に応じて日銀買入が減り、国債保有が徐々に移転されることになると予想される(図3)。超長期ゾーンは公的年金の目標ポートフォリオ変更の可否が需給バランスに影響を与える可能性がある。

【図3】 残存年数別の国債残高(兆円)



データ出所: 財務省、日銀(2023年12月時点)

## 国内債券市場

### ● 国債: 2023年の振り返りと2024年の見通し

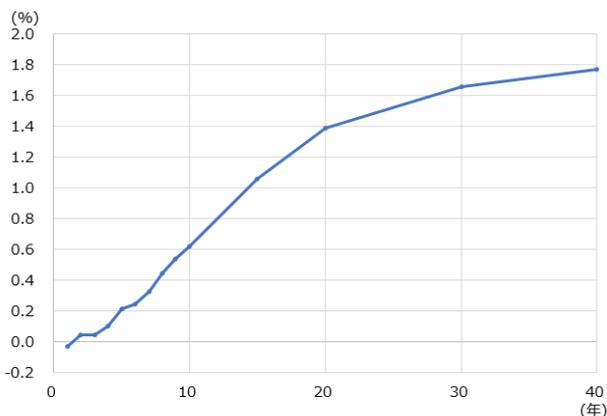
- 2023年は、米経済が3月のシリコンバレー・バンク(SVB)危機も乗り越えて堅調さを維持し、欧米で利上げが続く中、日銀も7月、10月にイールドカーブ・コントロールの運用を柔軟化した。10年金利の上限を厳密に定める連続指値オペが実施されなくなったことで海外金利との連動性が高まり、8~10月は1%弱まで上昇、11~12月は一転して0.6%程度まで低下した(図4)。
- 2024年は、物価上昇を受けた春闘賃上げが2年連続で確認できたとの判断から、日銀が3~4月にマイナス金利政策(NIRP)を解除するが、同時に賃金がサービス価格のコストとして効いて物価上昇につながるか見極めたいとして一層の正常化には消極的な姿勢を強調すると予想している。
- 国債市場は、日銀のメッセージを信じるというより、欧米の年央からの利下げや円安是正を受けて、海外勢を含めて連続利上げを期待して債券を売り攻めする市場参加者の動きはほとんど盛り上がらないだろう。総選挙・政権交代がなければ為替なりの上下動を繰り返しながら10年0.75~1.0%で推移する時間帯が多いと想定している。
- NIRP解除後、当座預金は二層構造となり、短期金利(TONAR)は0~0.1%のレンジ内で推移、JGBカーブのショートエンドの起点は0%付近と見込んでいる。
- NIRP解除時にオーバーシュート型コミットメントは削除されると思われる。多角的レビューで日銀は国債保有が多すぎても少なすぎても市場流動性を減じると分析しており、数年かけて新発債発行額の50%程度まで月間買入額を正常化する意図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(2023年12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12月29日時点)

## ● クレジット：2023年の振り返りと2024年の見通し

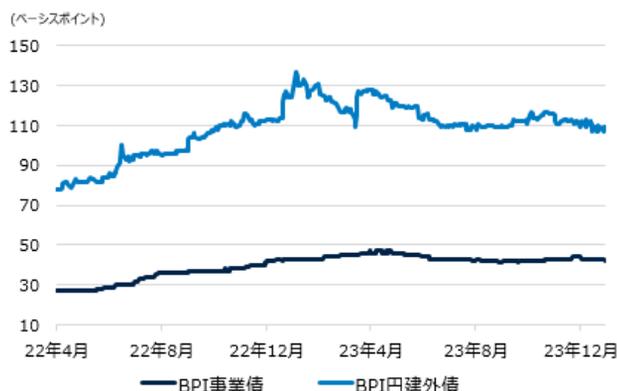
- 国内社債スプレッドは年間を通じてほぼ横ばいで1bp縮小した一方で、円建外債スプレッドは年間で15bp縮小した。2022年年末に日銀がイールドカーブコントロール（YCC）の修正を行って金利のボラティリティが上昇し、クレジットスプレッドは拡大傾向で推移した。3月のSVBの破綻およびクレディ・スイス・グループのAT1債全損による金融不安の高まりを受け、スプレッドは再び拡大した。その後、日銀の政策修正への不透明感が和らいだことから社債市場は落ち着きを取り戻し、7月末に日銀がYCCのレンジ幅を実質的に拡大し、10月にはさらなる柔軟化を決定したものの影響は限定的なものにとどまった。11月以降は金利低下にともない社債市場の需給は改善したが、12月に入ると日銀のマイナス金利政策解除が意識され再び需給は軟調傾向となった。

- 国内社債の新発債発行額は、2022年対比24.8%増となった。市場センチメント悪化により前年の発行額が減少した分の後ずれ効果および金利上昇懸念による前倒しの発行需要の効果によるものと考えられる。劣後債の発行は銀行AT1債に集中しており、事業会社による発行はENEOSなど一部発行体で見られたのみで少数の案件にとどまった。

- 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が、過去1年間の経験から国内社債投資家は金利のボラティリティに対する耐性が強まっており、金利のボラティリティ上昇がもたらすクレジットスプレッドのワイド化のインパクトは、その幅および期間ともに徐々に低下してきている。日銀がマイナス金利を解除するタイミングは引き続き重要なポイントであり、マイナス金利解除まではクレジットスプレッドはおおむね横這いを予想、解除後はスプレッドが乗っている銘柄を中心にスプレッドのタイト化を見込む。ここもと発行額が減少していた劣後債セクターは、2024年は既発債の初回コールに伴う借り換えのための発行が見込まれるほか、M&A絡みの発行も予測され、再び新発債市場で注目を集める可能性がある。

- 本邦社債発行体の信用力は概ね堅調に推移している。物価動向および中国景気低迷は企業ファンダメンタルズには逆風だが、前者は価格転嫁により、後者は収益体質向上及び財務改善により克服できており、今後もこの状況に大きな変化はないと見る。リスク要因は、欧米景気の前予想以上の悪化、地政学リスクの長期化によるエネルギー価格の再急騰、東証要請への急激な対応並びに大型M&A増加に伴う企業財務懸念の台頭、米大統領選挙の行方など。好悪両面の可能性を持つ米大統領選挙の行方は織り込みにくいものの、その他はいずれも企業ファンダメンタルズを著しく毀損する要因にはなりにくいと現時点では見ている。

【図6】 対国債スプレッド



データ出所：Bloomberg（2023年12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12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