

エグゼクティブ・サマリー

2024年4月

日本経済

- ◆ 国内経済は、実質賃金の改善や企業の底堅い設備投資などの内需回復に加え、海外景気の下振れリスクが薄らいでいることもあり緩やかな回復が見込まれる。
- ◆ 日銀は賃金の伸びがサービス物価へ波及していることを確認し、2024年10月頃に0.25%付近への利上げを実施する見込み。貸出支援基金の減少でバランスシート削減は進む。保有国債の縮小は緩やかなペースで実施すると予想。

国内債券市場

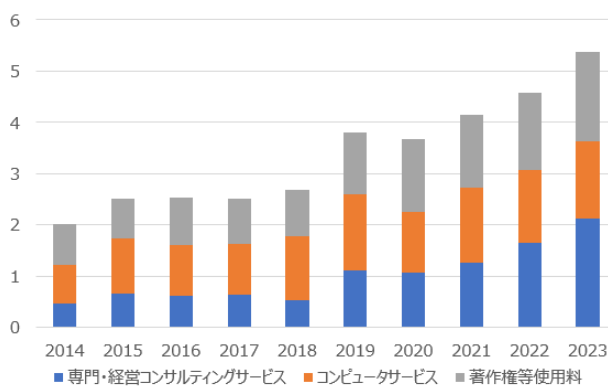
- ◆ 長期金利は緩やかな上昇を想定しているが、年央から欧米の利下げ開始が見通せる中、日銀の国債買入れが急減しない限り長期金利の急騰も想定しづらい。
- ◆ クレジット市場では今後の日銀の利上げ観測による金利環境が注目されると思われるが、金利変動によるクレジットのダウンサイドリスクは以前よりは小さいと見込む。

日本経済 注目の経済指標・イベント

● サービス取引のグローバル化

- 国内経済は、実質賃金の改善や企業の底堅い設備投資などの内需回復に加え、海外景気の下振れリスクが薄らいでいることもあり緩やかな回復が見込まれる。実質賃金の上昇とともに個人消費の回復が期待されているが、政府の物価高対策の打ち切りも想定され、家計の節約志向が高まらないか注意は必要である。
- 米国の利下げ開始の後ずれも意識されている中、円安地合いが継続している。2023年の経常収支は貿易収支の赤字の減少やサービス収支の赤字の減少の影響により20兆円台の黒字であった。サービス収支をみると、旅行収支の黒字が大きかったものの、その他サービス赤字は過去最大を更新し、そのうちデジタル関連収支の赤字は拡大傾向にある（図1）。グローバル化の進展による構造変化も円安地合い継続の背景にあるかもしれない。

【図1】 デジタル関連収支の主要項目のネット支払い（兆円）

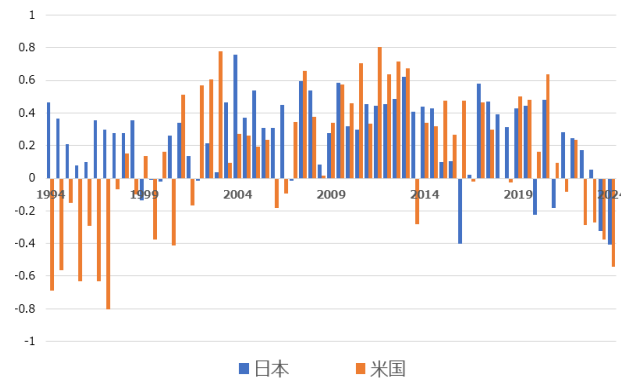


データ出所：財務省、日本銀行、PGIMジャパン作成（2024年3月時点）

● 内外金融政策見通し

- 欧米ではインフレ鈍化を受けて年央から緩やかな利下げ局面に入ると予想している。
- 物価安定目標達成時の中立金利がどこなのか特定は難しいという背景もあり、日銀は慎重に利上げを進めていくことになる。賃金の伸びがサービス物価へ波及していることを確認し、10月頃までには+0.25%程度の利上げを実施すると予想する。
- 金融政策の目標が景気や金融システムリスクより、物価抑制を重視する局面では株価と金利は負の相関になりやすいという考え方がある。インフレ率上昇もあり、ここも日本でも負の相関がみられている（図2）。

【図2】 長期金利と株価の相関係数



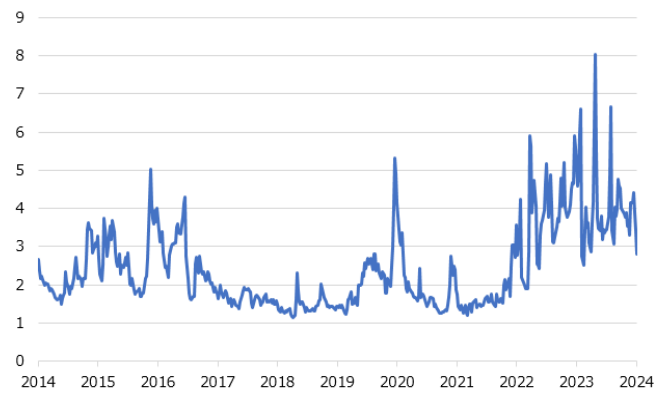
注：10年債利回りの前週差と株価の対数前週差の相関係数。26週移動相関。データ出所：Bloomberg、PGIMジャパン作成（2024年3月時点）

日本経済 注目の経済指標・イベント (続き)

● 国債需給見通し

- 主たる金融政策手段が短期金利操作になったことで日銀の買入れオペの動向は読みづらいが、バランスシートの規模が政策目標からはずれたことで緩やかに保有国債の縮小が進むのが自然であろう。利付債の発行減額の影響は需給的観点からは限定的とみる。
- 預金取扱機関の国債投資への回帰が意識されるがIRRBBなど金融規制の導入により、金利リスク許容度は量的質的緩和導入前より低下している。ここもと円安、株高による年金勢のリバランス買いによって支えられている面があり、日銀の買いが急速に減ると需給バランスに不安は残る。
- マイナス金利政策解除とYCC撤廃という大きなイベントを通過したが、日銀が追加利上げに慎重だという思惑もあり、海外投資家の取引比率が高いJGB先物オプションのインプライドボラティリティは落ち着いてきている(図3)。

【図3】 S&P/JPX 日本国債VIX指数



注: 5日移動平均

データ出所: 日本取引所グループ、PGIMジャパン作成 (2024年4月5日時点)

国内債券市場

● 国債: 2024年1-3月期の振り返りと4-6月期の見通し

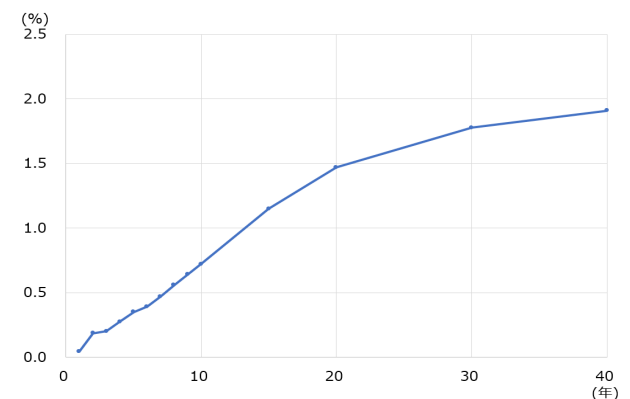
- 2024年1月は近い将来のマイナス金利政策解除への思惑が高まり、月末にかけて円金利は上昇した。2月は日銀の内田副総裁の、「マイナス金利解除後の積極的な利上げシナリオを想定していない」という内容の講演が注目を集め、長期金利はレンジ推移を継続した。3月の日銀の金融政策決定会合ではマイナス金利政策の解除、YCCの撤廃が決定されたが、決定内容は主要メディアによる観測報道と概ね同内容であったことや、これまでと概ね同程度の長期国債買入れを継続するとしたことで、長期金利は狭いレンジでの推移となった(図4)。
- 3月の金融政策の大幅な修正で、金融政策の枠組みは簡素化された一方で、経済物価情勢については、過去数十年に及ぶデフレ均衡からインフレ均衡へのシフトの途上であり、見通すのが難しい局面に入ったと言える。
- 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いる。多角的レビューのワークショップの第2回が5月に予定されており、それを機に国債買入れの方針が変わるか注視したい。
- 年央から欧米の利下げ開始が見通せる中、円金利の急騰は想定しづらい。海外勢による日本の積極的な利上げにベットした動きも限定的とみる。今年世界的に選挙イヤーであり、地政学・地経学上の材料にも注意を払いたい。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所: Bloomberg (2024年3月29日時点)

【図5】 国債イールドカーブ

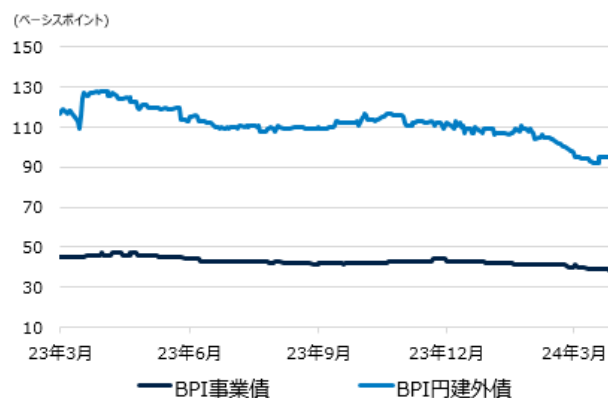


データ出所: 日本相互証券 (2024年3月29日時点)

● クレジット：1-3月期の振り返りと4-6月期の見通し

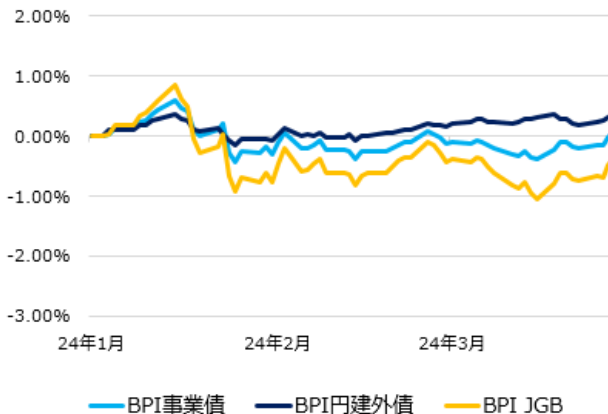
- 国内社債スプレッドは1-3月期は堅調に推移し4bp縮小し、円建外債スプレッドも13bp縮小した。国内外ともに10-12月の企業業績は堅調であった。景気は米国を中心にソフトランディング期待が高まり、インフレの鎮静化を背景に海外では24年の複数回の利下げを織り込みながら、全般的にリスクオンの展開となった。国内では3月に日銀がマイナス金利政策解除およびYCC撤廃に踏み切ったが、市場は概ね織り込んでいたこともあり、クレジットスプレッドへの影響は限定的であった。
- 国内社債の新発債発行額は、1、2月は前年同月比大幅に減少したが、3月は日銀の金融政策正常化が月内に行われる可能性が意識され、駆け込み的な動きにより大幅に増加、各月まちまちの動きとなった。
- 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。今後日銀による利上げが行われる可能性もあるが、クレジットスプレッドの顕著な拡大は想定しにくく、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引き続き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、後者は地域分散化や収益体質向上及び財務改善により克服できている。リスク要因は、欧米景気の予想外の悪化、地政学リスク再燃によるエネルギー価格の再急騰、東証要請への急速な対応並びに大型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 (2024年3月29日時点)

【図7】 年初来トータルリターン



データ出所：Bloomberg (2024年3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