

## エグゼクティブ・サマリー

2024年7月

## 日本経済

- ◆ 国内経済は、円安の負の側面が顕在化しているものの、全体的な人手不足から、来年春闘が再び強くなると考えられる。米国の構造的成長・中立金利上昇の傾向が変わらないならば、日銀の緩やかな利上げが複数年にわたって継続するだろう。
- ◆ 超長期セクターは、供給過多が続くと見込まれる。

## 国内債券市場

- ◆ 欧米の情勢を踏まえると、日銀の利上げサイクルが長く継続する可能性があり、長期金利の緩やかな上昇を見込む。国債買入額の予見性が高まらない場合は値動きが激しくなることも考えられる。
- ◆ クレジット市場では引き続き今後の日銀の利上げペースおよび金利環境が注目されると思われるが、長期金利が緩やかに上昇する前提では底堅い企業業績を背景に堅調展開を見込む。

## 日本経済 注目の経済指標・イベント

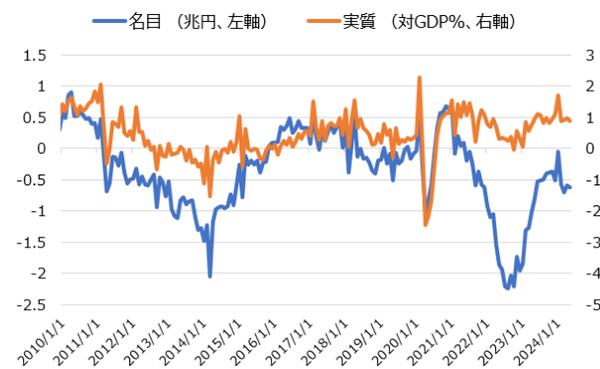
## ● 円安の負の側面と、全体的な人手不足

- 米国では、インフレ・雇用の鈍化に加え、消費の減速もようやく見られ始めた。一方、拡張的な財政や移民の流入といった構造は大統領選挙の結果によらず継続し、中立金利を引き上げると考えられる。
- 国内経済は、これまでのドル高・円安を受けても、価格弾性値の大きい（≒技術差の小さい）財が主力品でないためか、輸出の伸びは顕著というほどでもない。エネルギー関連を主因とした交易条件の悪化により、名目貿易赤字は拡大しやすく（図1）、実際は外需増より消費減の影響の方が大きくなっている可能性がある。
- 一方、企業収益は順調で、円安恩恵のない企業もキャッチアップが必要となっている。結果的に、25年春闘は再び強くなると見込まれる。

## ● 内外金融政策見通し

- 1-3月期はスイス、4-6月期はユーロ圏、カナダ、スウェーデンで利下げが実施された。米英も年内に追随し、グローバル利下げモードとなりそうだが、多くの国ではインフレ鈍化に応じて中立金利に戻す程度の利下げ幅にとどまると予想される。
- 日銀は7月会合で2年後までの国債買入額を示し、その後は変更しないと考えられるため、以降は利上げペースが注目材料となる。
- 米国の構造的成長・中立金利上昇の傾向が変わらないならば、日本も半年毎25bpの利上げが2年以上にわたって継続し、政策金利が1%を超える可能性が出てくるだろう（図2）。

【図1】 貿易収支



【図2】 日米2年後スタート1年OIS金利

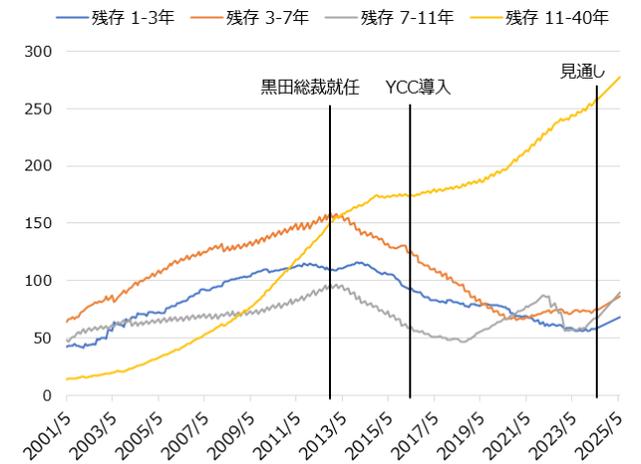


# 日本経済 注目の経済指標・イベント (続き)

## ● 国債需給見通し

- 日銀の買入オペは、7月会合で現行の月間6兆円程度から2年後に3兆円程度にまで半減する計画が示されると予想する。財務省は発行短期化を多少進めると思うが、国債需給は大きく緩和する方向とみる(図3)。
- 10年以下の年限では、銀行の積年の保有減を踏まえると潜在的な買い余力は大きいと見られる。日銀のターミナルレート(利上げ到達点)に対する期待と見合った水準まで金利上昇すると、そのレベルでの需要は供給よりも多いだろう。
- 超長期セクターは、①財務省の(微調整を超える積極的な)発行短期化、②生保の円建て一時払い終身の販売増、③内外年金資産の円債への配分増加、④米債30年のスワップスプレッド拡大などグローバルな債券需要の増加、といった構造的な変化がない限り、供給過多が続くと見込まれる。

【図3】 日銀保有を除く中国債残高の推移(兆円)



注：見通しはPGIMジャパン作成  
データ出所：財務省、日本銀行、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、Bloomberg (2024年6月時点)

## 国内債券市場

### ● 国債：2024年4-6月期の振り返りと7-9月期の見通し

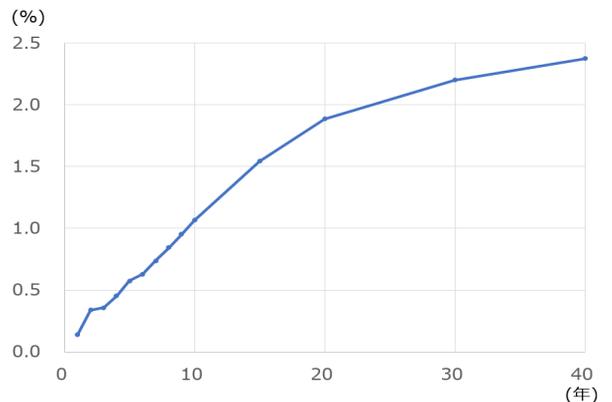
- 4-6月期は、米利下げ後ずれ観測と、それを受けた円安により、大幅な金利上昇となった。3月マイナス金利政策撤廃の直後は、春闘の結果が実際の賃金データに反映されていること、およびサービス価格への転嫁が進んでいることの確認ができる秋頃の利上げが、市場に織り込まれていた。4月日銀会合直後に政府が為替介入に追い込まれて以降は、早期追加利上げシナリオが市場で強く意識され始めた(図4)。
- 日銀は、国債買入は主たる金融調節手段でないと繰り返すが、それでもオペ金額をいづれだけ減らすかに市場の注目が集まってしまふ状況は避けられなかった。現状を踏まえると、7月の買入減額計画で日銀は柔軟性より予見性を重視し、向こう2年間の各年限の買入額を明確に示すのではないかと思われる。
- 7-9月期は、欧米ほぼ全ての地域で利下げが始まったか目前に迫る状態となるだろう。同時に、利下げペースが急激でないことを市場が咀嚼する局面になると思われる。
- 日銀の利上げのパスについて、漠然と「米国経済が腰折れして円安傾向が反転するまで、半年25bp程度の利上げが続く」といったイメージを抱いている。欧米の情勢を踏まえると、利上げペースが加速するより、利上げ継続期間が長くなる蓋然性が高まっていると言えそうだ。10年1.25%程度までの緩やかな金利上昇を見込むが、国債買入オペの予見性が高まらない場合はボラティリティが急騰する展開もあり得るだろう。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg (2024年7月5日時点)

【図5】 国債イールドカーブ

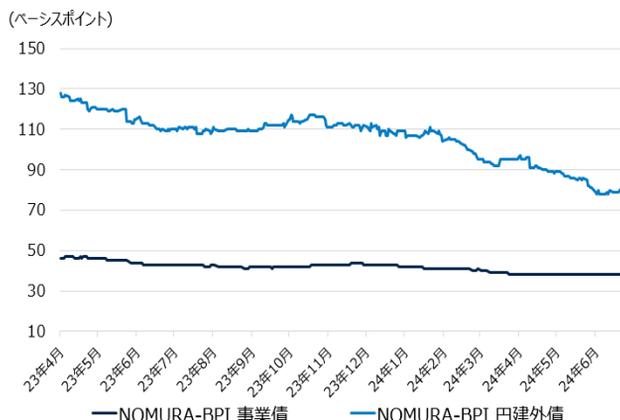


データ出所：日本相互証券 (2024年7月5日時点)

## ● クレジット：4-6月期の振り返りと7-9月期の見通し

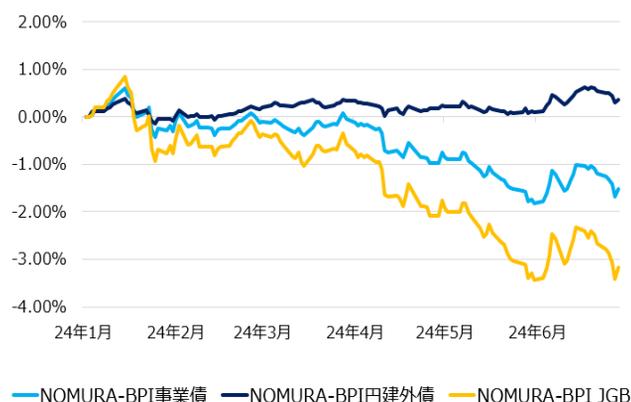
- 4-6月期の国内社債スプレッドは横這いで推移する一方、円建外債スプレッドは同期間で14bp縮小した。日銀はマイナス金利政策を解除したがこれに伴うクレジットスプレッドへの影響は限定的で、国債利回りが上昇する中でもスプレッドはおおむね堅調に推移した。ただし、年限により状況はやや異なり、金利上昇の影響が相対的に少ない中短期ゾーンは堅調だったが、長期ゾーンは需給がやや緩み、その結果特に市場流通額が大きい電力債セクターのスプレッドが四半期末にかけて拡大した。
- 4-6月期の国内社債の新発債発行は活発で、発行額は前年同期比19%増となった。金利上昇への警戒感から、起債を前倒す動きもあったと考えられる。既発債の借り換えを主な目的に、事業会社ハイブリッド債の起債が複数案件観測された。いずれも順調に消化されており、スプレッドが厚い債券への根強い需要が裏付けられたものと思われる。
- クレジット市場の注目点は、今後の日銀の利上げペースだと思われる。緩やかな利上げを前提とした場合、社債への需要が減退するとは考えにくく、中短期ゾーンを中心に堅調な展開を想定する。スプレッドが乗っている劣後債などは依然魅力的であり、スプレッドのタイト化が見込まれる。借り換えがメインで大幅な供給増の可能性は低く、需給面でもスプレッドのタイト化がサポートされるだろう。一方で、金利のボラティリティが急上昇していく場合、駆け込み発行増から社債需給が軟化、スプレッドはワイド化すると考えられる。ただし、このリスクは現状では低いとみている。
- 本邦社債発行体の信用力は堅調である。中国景気低迷、原燃料価格乱高下、円安継続のなか、各社とも製品・サービス価格の転嫁に努めており、マージンは維持、あるいは改善している。このため、株式市場からの圧力で株主還元を強化する社債発行体は少なくないものの、結果としてレバレッジが急激に上昇するには至っていない。また、これを契機に財務改善を改めて意識する発行体も散見される。リスク要因は、欧米の政治の混乱ならびに景気悪化、地政学リスクの一段の高まり、中国景気の失速などが挙げられる。ただし、今のところ、いずれのリスクも本邦社債発行体の企業ファンダメンタルズに顕著な悪影響を与えるまでに発展するとはみていない。

【図6】 対国債スプレッド



データ出所：野村総合研究所（2024年6月28日時点）

【図7】 年初来トータルリターン



データ出所：野村総合研究所（2024年6月28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。

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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会