

エグゼクティブ・サマリー

2024年10月

日本経済

- ◆ 強い春闘の結果が実体経済にどのように波及されたか確認していく時間帯となる。実質賃金の上昇により個人消費が回復するか、サービス価格の上昇につながるか経済指標に注目が集まる。企業収益の順調さが確認できれば25年春闘への期待も高まる。

国内債券市場

- ◆ 日銀は経済見通しが予想通りに実現していった場合、政策金利を引き上げるというスタンスを維持するであろう。ただし欧米の経済情勢を踏まえると、過度な円安によるインフレ急騰確率は減退しており、当面は利上げを急がない姿勢をとると思われる。
- ◆ 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

● 個人消費の回復

- ・ 米国では、個人消費は鈍化するもトレンド水準への回帰にとどまる可能性が高く、景気後退を招くには至らないことが期待される。
- ・ 国内経済は、強い春闘の結果が実体経済にどのように波及されたか確認していく時間帯となる。実質賃金の上昇により個人消費が回復するか、サービス価格の上昇につながるか経済指標に注目が集まる（図1）。自民党の石破新総裁は経済対策について、賃上げの重要性を指摘している。企業収益の順調さが確認できれば25年春闘への期待も高まる。

● 内外金融政策見通し

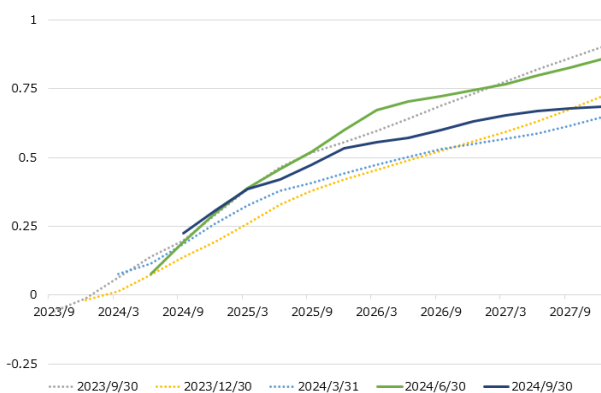
- ・ 米国はインフレ警戒から景気対応に重きが置かれる状況に変化した。米国の労働市場は求人数の鈍化はみられるものの、レイオフは低い水準を維持している。ソフトランディング期待は高まりつつあるが、依然として中立金利より高すぎる金利水準であるため今後も粛々と利下げを継続するだろう。
- ・ 9月末時点における市場の日銀の利上げの織り込みを見ると、利上げ期待は6月末時点よりトーンダウンしている（図2）。8月以降の円高と海外景気減速への警戒感が影響しているとみられる。
- ・ 日銀は経済見通しが予想通りに実現していった場合、政策金利を引き上げるというスタンスを維持するであろう。ただし欧米の経済情勢を踏まえると、過度な円安によるインフレ急騰確率は低下しており、当面は利上げを急がない姿勢をとると思われる。

【図1】 実質消費活動指数と消費者態度指数



データ出所：日本銀行、内閣府よりPGIMジャパン作成（2024年9月時点）

【図2】 市場が織り込む政策金利の予想パス

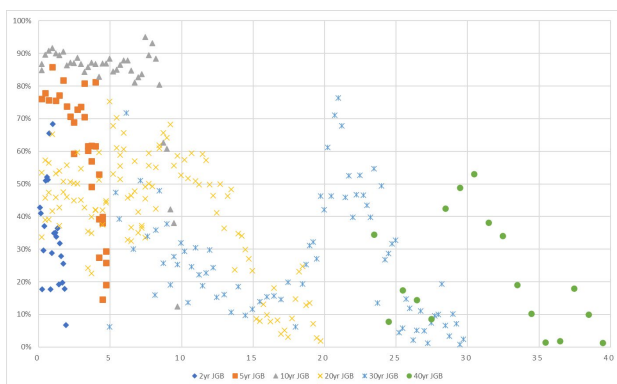
注 各時点におけるフォワードOISレートからPGIMジャパン作成
データ出所：Bloomberg（2024年9月時点）

日本経済 注目の経済指標・イベント (続き)

● 国債需給見通し

- 日銀は7月の金融政策決定会合で2026年3月までの国債買い入れ減額計画を公表した。原則として四半期ごとに4,000億円程度ずつ減額していき、26年1-3月の買い入れ額を月3兆円程度にするとした。買い入れ額は、1年半程度かけて半減する。これまでの強大な買い入れにより銘柄間で保有比率の偏りがでている(図3)。
- 10年以下の年限では、銀行勢の保有量復元などの潜在的な需要は大きいと見られる。超長期セクターは、年金勢のリバランス需要や海外勢が下支えしてきたが、供給が多い状態が続いており、財務省の発行短期化、内外年金資産の円債への配分増加など構造的変化が起きるか注目される。

【図3】 日銀が保有する国債の銘柄別保有比率



注 横軸：残存年限
データ出所：財務省、日本銀行よりPGIMジャパン作成 (2024年9月時点)

国内債券市場

● 国債：2024年7-9月期の振り返りと10-12月期の見通し

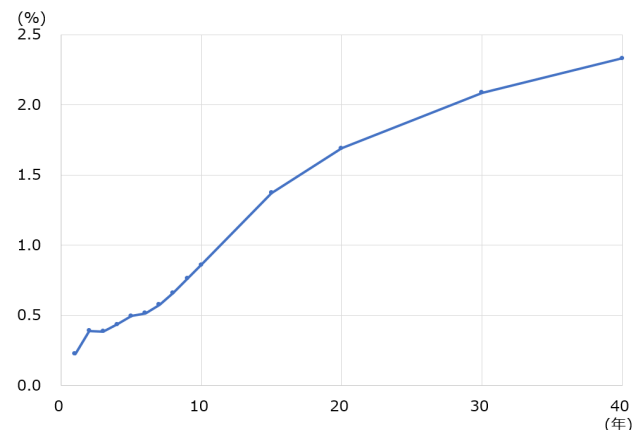
- 7-9月期：日銀は7月末に利上げを実施、国債買い入れ額の減額を決定したが、海外金利の低下や円高進行もあり長期金利は低下した。
- 米国景気的大幅悪化懸念を背景に、8月初旬に日本国債の利回りも大幅低下した。その後公表された米国の経済指標などを受けて過度な景気悪化懸念は後退。国債市場も8月初頭の動きを一部巻き戻す動きとなった。
- 9月の日本銀行の金融政策決定会合では「見通し期間後半には物価安定目標と整合的な水準で推移する」との基本的な見方が維持された。会場で植田総裁は、「円安に伴う輸入物価の上振れリスクは相応に減少しており政策判断に時間的余裕ができた」と発言し、米経済を中心とした海外経済の先行きへの不透明感が高まっていると繰り返した。
- 10-12月期：欧米、日本ともに経済データへの注目度が高まる。米国では大統領選が予定され、日本でも衆院解散総選挙のゆくえが注目される。
- 年度間調整分などのバッファーや石破首相の財政規律を重んじる姿勢を鑑みると、国債の大幅増発は回避される見込み。「国の債務管理に関する研究会」では、国債安定消化のために発行年限の短期化が提言されたが、超長期債の発行減額があるが注視される。
- 構造的な人手不足を背景とした賃金上昇、それを受けたサービス価格の上昇を確認しながら、日銀は利上げを続けると見られるが、利上げペースおよび長期金利の上昇ペースはゆっくりとしたものになると見込む。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg (2024年9月30日時点)

【図5】 国債イールドカーブ

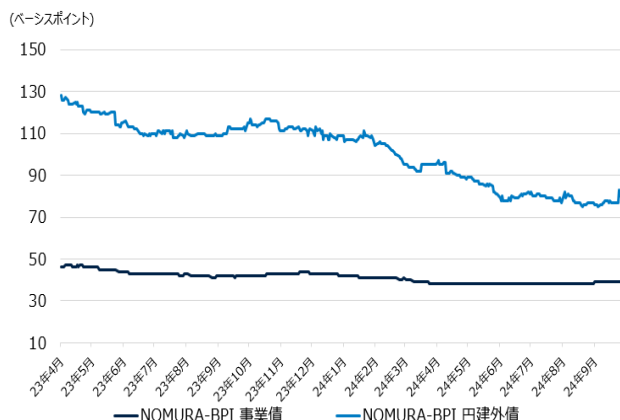


データ出所：日本相互証券 (2024年9月30日時点)

● クレジット：7-9月期の振り返りと10-12月期の見通し

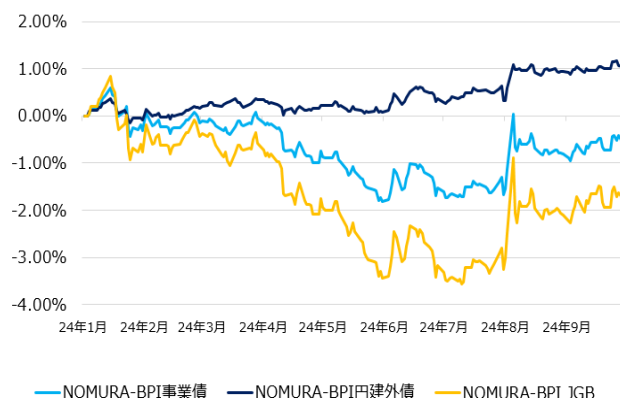
- 7-9月期の国内社債スプレッドは1bp拡大する一方、円建外債スプレッドは同期間で3bp縮小した。日銀は7月に政策金利を0.25%とする利上げを行い、その後の植田日銀総裁会見は更なる利上げを示唆するような内容だった。同時期に米国の雇用統計が景気後退を意識させるような結果となり、グローバルにリスクオフの展開となった。国内クレジットへの影響は相対的に小さかったものの、スプレッドはやや軟調な動きとなった。しかし、日銀内田副総裁が「金融資本市場が不安定な状況で利上げをすることはない」と発言したことを始め、日銀からの発信がハト派的なものとなり市場は落ち着きを取り戻した。その後、9月にFRBが50bpの利下げを行い、景気のソフトランディング期待が高まり、リスク資産は総じて堅調な動きに。国内クレジット市場も良好な推移となった。
- 7-9月期の国内社債の新発債発行はスローダウンとなった。7月は活発だったものの、8月はお盆シーズンや市場の警戒感が高まっていたことにより、一服の動きとなった。前期に金利上昇への警戒感から、起債を前倒した反動もあったと考えられる。9月は市場が落ち着きを取り戻す中、事業会社ハイブリッド債の起債も複数観測された。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、引き続き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、特に中短期ゾーンを中心に堅調な展開を想定する。スプレッド水準の高い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。総じて発行面では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する場合、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、米国景気及び金融政策、ならびに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9月30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9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。

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