

## エグゼクティブ・サマリー

## 日本経済

- ◆ 世界経済の不透明感が拡がる中、外需の減速懸念に加え、企業活動に下振れリスク
- ◆ コアCPIの前年比上昇率は、エネルギー価格の前年比効果の剥落を主因に、伸び率が鈍化
- ◆ 景気や物価の下振れリスクが高まる中、日銀は現行のイールドカーブ・コントロール政策を維持

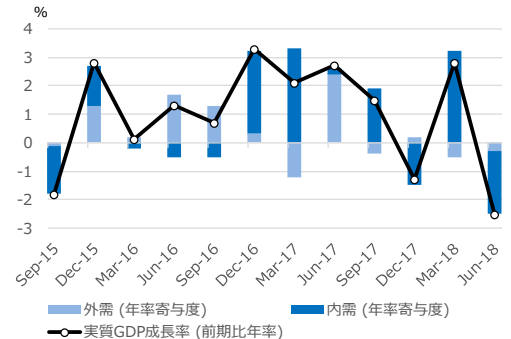
## 国内債券市場

- ◆ 長期金利は、イールドカーブ・コントロール政策の下、0.0%~0.1%を中心に横ばい推移
- ◆ 本邦投資家による国内への資金回帰の可能性に着目、イールドカーブはフラット化バイアス
- ◆ クレジットは投資家需要を背景に堅調な推移を見込むが、外部要因（金利・海外市場）およびテクニカル要因（供給増）に留意

## 日本経済 注目の経済指標・イベント

## ● 注目の経済指標（1）： 実質GDP成長率

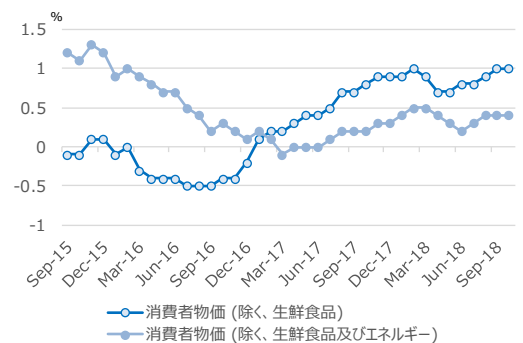
- 市場は、1-3月期の実質GDP成長率（前期比年率）を1.0%前後で想定しつつも、グローバルに景気の減速が進む中、米中での通商摩擦の激化や英国のEU離脱（Brexit）、欧州の政局を巡る懸念等が横たわっており、景気の下振れリスクは増大と認識
- 外需の減速に加え、企業の生産・投資活動に関しても、1-3月期に控える日米と米中での通商交渉やBrexitの行方次第では、設備投資計画の先送りといったリスクが顕在化する可能性も
- 一方個人消費は、雇用・所得環境の改善傾向を背景に、振れを伴いつつも、緩やかな伸びを維持する見通し



データ出所：内閣府  
データ期間：2015年7-9月期～2018年4-6月期

## ● 注目の経済指標（2）： 消費者物価指数

- 消費者物価指数（コアCPI）の前年比上昇率は、2018年10-12月期の1%近傍をピークに、ゼロ%台後半へと伸び率が鈍化すると予想
- 主因は、エネルギー価格の前年比効果の剥落。石油製品のCPIへの寄与度は1-3月期に2016年秋以来となるマイナスに転じ、インフレ率の押し下げ要因
- 春闘では、6年連続のベアが見込まれるものの、景気の先行き不透明感が高まっていることを背景に、賃上げ率は鈍化の可能性、CPIの押し上げ効果は限定的に



データ出所：総務省 データ期間：2015年9月～2018年10月

## ● 金融政策

- 景気や物価の下振れリスクが高まる中、日銀は短期金利をマイナス0.1%、長期金利をゼロ%程度に誘導する現行のイールドカーブ・コントロール政策を維持
- 低金利政策の長期化が避けられない中、現行政策を続けることによる金融機関経営や債券市場への副作用は懸念されるものの、景気の先行き不透明感が高まる中では引き締め方向の政策には踏み切れない
- ストック効果は増しており、2019年度の国債市中発行減額に応じて、国債買入額に一段の減額余地も

## 国内債券市場見通し

### ● 国債金利

- 世界的に景気の先行きに不透明感が高まってきたことを受け、海外金利の低下に連れて国内金利も2018年10-12月期に低下基調を強め、国内長期金利はゼロ%近傍で推移
- もっとも、米短期金融市場では2020年初頭でのFRBによる利下げを織り込む動きが見られる等、景気の減速リスクについては既に市場が織り込み済みの面も
- 1-3月期については、日銀が現行のイールドカーブ・コントロール政策を継続すると見られる中で、長期金利は0.0%~0.1%を中心とするレンジ内での推移を予想
- 米金利の水準が低下する一方で米ドルの為替ヘッジコストが高止まりしていることを受け、本邦投資家による米国への為替ヘッジ付き外債への投資抑制の傾向は継続へ。投資資金の国内回帰が進むことになれば、年度末を控えてイールドカーブにはフラット化圧力が強まる
- 2019年度の国債市中発行額が減額されることに合わせて、漸進的ではあるが、日銀は国債の買入額を縮小させていく姿勢を維持。ただし、ストック効果の大きさから、長期金利の取引レンジを変えるほどの上昇要因にはなり難い
- 一方、景気の下振れリスクが経済指標等を通じて顕在化することになれば、10年金利はマイナス圏に突入、イールドカーブには一段のフラット化バイアス

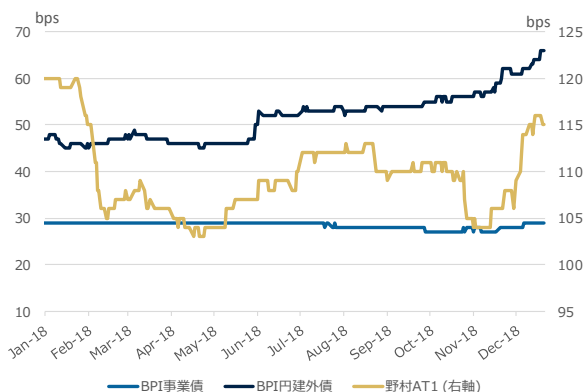


(上下グラフともに)  
データ出所: Bloomberg データ期間: 2015年9月~2018年12月

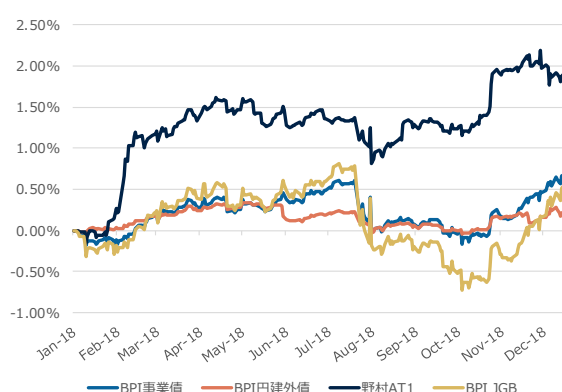
## ● クレジット

- 国内社債スプレッドは、11月以降年末にかけてワイド化傾向で推移した。シングルA格以上の国内銘柄については国債金利の低下が主要因であり、これに年末にかけての供給増が拍車をかけた。一方、劣後債（銀行AT1債及びハイブリッド債）においては年末にかけて大型起債が集中し、需要喚起のためのワイドなスプレッド水準が既発債のリプライシングにつながった。また、円建外債は海外のリスクオフの影響で欧州金融銘柄を中心に弱含んだ
- 国内社債発行体の業績はおおむね堅調であり、貿易戦争およびコモディティ価格下落による影響は一部の業種に限定されている。財務レバレッジは少数のM&A関連銘柄を除き安定しており、保守的な財務運営が継続されると見込む
- A格以上の国内銘柄は安定推移を予想するが、金利水準によりスプレッドが振れる状況は継続すると思われる
- 劣後債は、低金利環境下での高キャリーが引き続き需要を集め堅調推移を予想するが、大型起債によるリプライシングに注意が必要
- 円建外債は海外動向に依存する面が大きい状況が継続すると見込む。加えて、銀行TLAC債のリスクウェイトの経過措置が3月末に終了するため4月以降の地方金融機関からの需要減退が予想され、1-3月期にTLAC新発債供給が増加する可能性あり

対国債スプレッド



年初来トータルリターン



(左右グラフともに)  
データ出所: Bloomberg データ期間: 2018年1月~2018年12月

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はありません。

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ものです。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、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  
 PGIMJ201812271361