

日本銀行新体制下での今後の日本債券市場を考える

マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

2023年4月より植田日銀総裁が就任し、新体制による金融政策運営が始動しました。2023年4月27日～28日には、新体制下で初めての金融政策決定会合が開催され、今後の方針等が定められました。当レポートでは、日本銀行新体制下での今後の日本債券市場についてご説明いたします。

本レポートでお伝えしたいこと

1. 世界経済は鈍化するものの大幅景気後退には陥らない見込み
2. 大規模金融緩和政策は維持されるものの長期金利上昇圧力は継続
3. 足元のクレジット・スプレッドの拡大は最終段階、相応のリスクを織り込み済み
4. ハイブリッド債券の需給環境は改善傾向

1. 世界経済は鈍化するものの大幅景気後退には陥らない見込み

- 2023年4月にIMF（国際通貨基金）が公表した世界経済の見通しでは、2023年の世界の経済成長率は鈍化することが予想されています。
- インフレ率は、2023年、2024年ともに世界的に鈍化することが予想されています。

GDP成長率 (%)

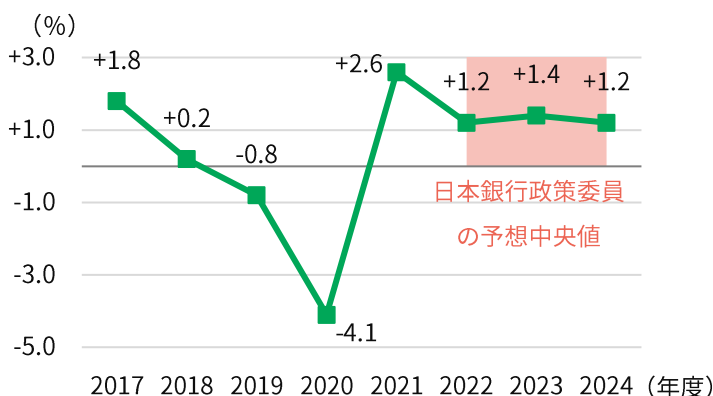
	2021年	2022年	2023年 (予想)	2024年 (予想)
世界	6.2	3.4	2.8	3.0
先進国・地域	5.4	2.7	1.3	1.4
新興市場国 と発展途上国	6.7	4.0	3.9	4.2

インフレ率 (%)

	2021年	2022年	2023年 (予想)	2024年 (予想)
世界	4.7	8.7	7.0	4.9
先進国・地域	3.1	7.3	4.7	2.6
新興市場国 と発展途上国	5.9	9.8	8.6	6.5

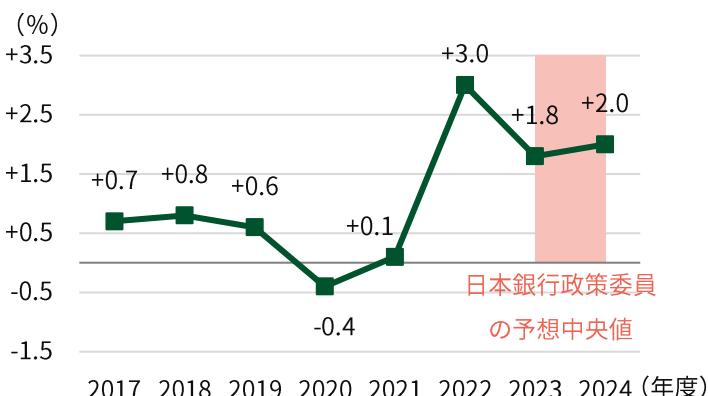
日本の実質GDP成長率の推移

(期間：2017年度～2024年度)



日本のインフレ率*の推移

(期間：2017年度～2024年度)



*生鮮食品を除く総合

※上記は予想値を含みます。上記は、作成時点における公表・報道されている事項・見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

出所：IMF、日本銀行、内閣府および総務省統計局のデータをもとにマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

2. 大規模金融緩和政策は維持されるものの長期金利上昇圧力は継続

【金融政策決定会合を受けた当社の見解】

■ 金融政策決定会合に関する評価

1. 日本銀行の物価見通しは保守的
2. **金融緩和策は大枠で継続**。ただしイールドカーブ・コントロールの一部修正の可能性あり
3. 米国や欧州は利上げを決定していることから、**日本と海外の金利差は拡大**

■ 債券市場・為替市場の見通し

1. 金融緩和は維持されるものの、イールドカーブ・コントロールの一部修正観測から**長期金利の上昇圧力は継続**
2. **短期金利は当面横ばい**、イールドカーブのステープ化（長短金利差拡大）が進行
3. 日本と海外の金利差拡大見通しを背景に**円安圧力も継続**

- 2023年4月27日～28日、日本銀行は植田総裁就任後初となる金融政策決定会合を行い、植田総裁は会合内容について会見で説明しました。

金融政策決定会合のポイント

- ・ **イールドカーブ・コントロール**（長短金利操作：YCC）を**維持**
- ・ **フォワード・ガイダンス**（先行き指針）につき政策金利に関する記述を削除するなど**修正**
- ・ 2%の「物価安定の目標」を維持
- ・ 金融政策について**多角的なレビュー**を実施

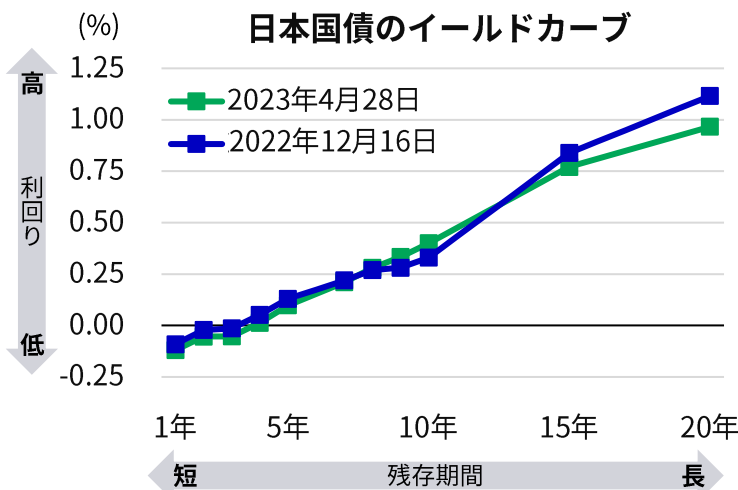
植田総裁の会見のポイント

- ・ 「**政策の効果と副作用のバランス**は間違えないように」
- ・ 「拙速な引き締めで（物価目標）2%を実現できなくなるリスクの方が大きい」
- ・ 「（レビューは）**目先の政策変更**に結び付けてやるわけでない」

（ご参考）イールドカーブ・コントロールとは

- ✓ イールドカーブとは、同一発行体の債券の、残存期間と利回りの関係を表した曲線のことをいい、一般的に、**残存期間が長いほど債券の利回りは高くなる**ため、イールドカーブは右肩上がりの形状となります。
- ✓ **イールドカーブ・コントロール（YCC）**とは、**長期金利と短期金利の誘導目標**を操作し、イールドカーブを適切な水準に維持することを指します。現在は、**長期金利変動許容幅を0±0.5%程度***とし、コントロールしています。

*2022年12月19日～20日の金融政策決定会合で0±0.25%程度から修正



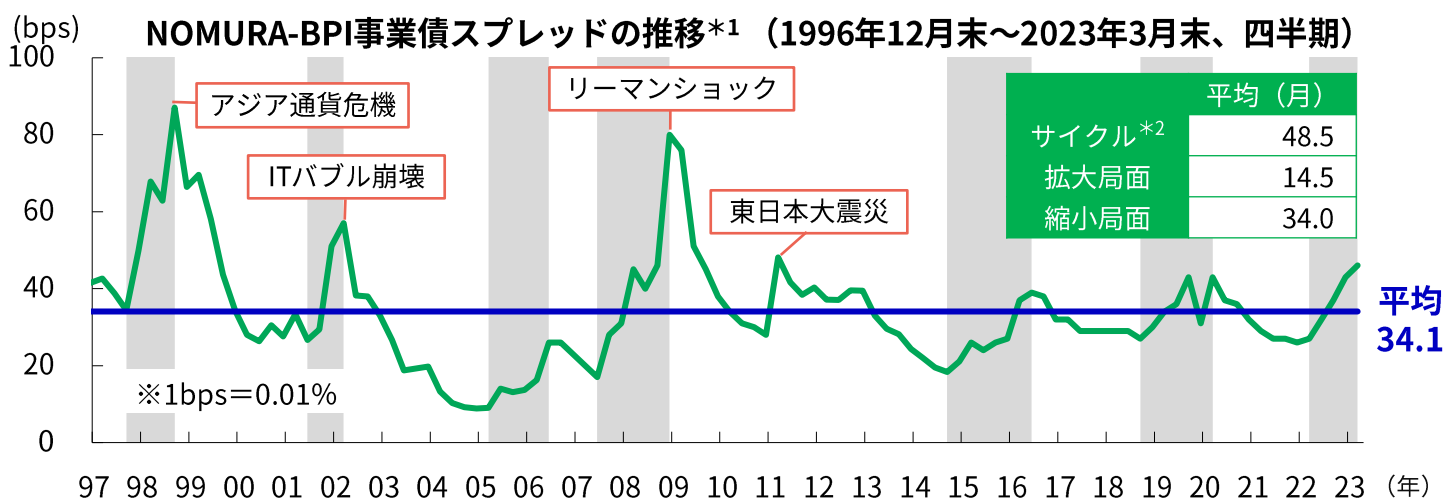
※上記は、作成時点における公表・報道されている事項および当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

出所：各種報道、日本銀行の資料、ブルームバーグのデータをもとにマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

3. 足元のクレジット・スプレッドの拡大は最終段階、 相応のリスクを織り込み済み

【債券市場に関する当社の見解】

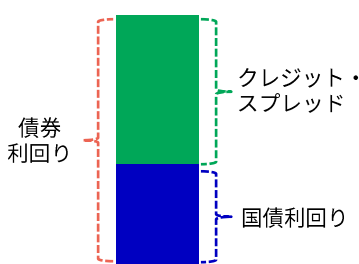
- クレジット・スプレッドの拡大は1年以上継続しており、足元の**拡大局面は最終局面**に差し掛かりつつある
- 現時点でマイナスであるGDP（国内総生産）ギャップが中期的にプラス転換していく場合には、**市場環境の悪化は一旦落ち着き、クレジット・スプレッドは縮小する可能性がある**
- 2023年後半にかけて、これまでの金融引き締め等の影響により、クレジット市場が不況期を織り込む可能性がある点に注意



- 日本の事業債インデックスのクレジット・スプレッドの平均拡大期間は約14.5ヵ月、今回の拡大局面は既に1年以上経過しています。また、過去において現状以上にクレジット・スプレッドが拡大したのは、世界的に金融市場が混乱した局面に限られ、足元のクレジット・スプレッド拡大局面は最終段階にあると考えられます。

（ご参考）クレジット・スプレッドとは

- ✓ クレジット・スプレッドとは、債券の債務不履行（デフォルト）リスクに応じて、**国債などの基準金利に対して上乗せされる金利**のことをいいます。債券の発行体の**信用力が高ければクレジット・スプレッドは小さくなり、信用力が低ければ大きくなり**、発行体のクレジット見通し等により日々変動します。

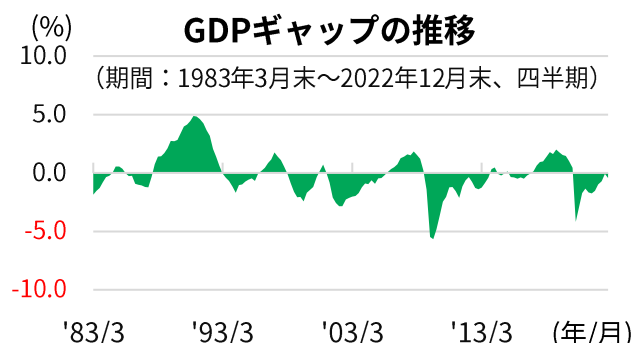


- ✓ クレジット・スプレッド拡大は債券利回りの上昇（債券価格の下落）要因、クレジット・スプレッドの縮小は債券利回りの低下（債券価格の上昇）要因となります。

（ご参考）GDPギャップとは

- ✓ 国内経済全体の**総需要と供給力の差**のことです。総需要はGDP、供給力は国内の労働力や設備投資から推計されます。

プラス (需要>供給)	インフレ圧力	好況
マイナス (需要<供給)	デフレ圧力	不況



*1：2011年3月～15年3月は東京電力を除く。なお、上記において、東日本大震災によるスプレッドの拡大は天災による一時的な特殊要因のため、クレジット・サイクルの拡大局面とは見なしていません。*2：クレジット・スプレッドの拡大～縮小を1つのサイクルとしてみなしています。

※上記グラフは過去の実績であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

※上記の見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

出所：ブルームバーグ、日本銀行のデータをもとにマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

4. ハイブリッド債券の需給環境は改善傾向

- 一般的に株式が取引所で取引されるのとは異なり、ハイブリッド債券の取引は相対取引にて売買が行われ、証券会社が投資家との売買の中心になります。
- そのため証券会社のハイブリッド債券の在庫状況を観察することにより、市場の流動性や需給状況を予測することが可能となります。
- 足元、利回りの上昇や市場環境の改善により投資家の需要が高まったことで、各証券会社はハイブリッド債券の在庫を積み増しており、需給環境が回復基調にあると考えられます。



ハイブリッド債券の証券会社在庫の変化イメージ

クレジット市場環境の悪化

ハイブリッド債券への
投資家ニーズの減退

リスク回避のため
ハイブリッド債券の在庫取り崩し

クレジット市場環境の改善

ハイブリッド債券への
投資家ニーズの増大

投資家ニーズへの対応のため
ハイブリッド債券の在庫積み増し

※上記は当社が説明のために作成したイメージ図です。

5. 今後の見通し

- イールドカーブ・コントロールの修正観測から長期金利上昇圧力は継続すると考えられるものの、同時に金融緩和政策も当面継続するとの見込みから、長期金利上昇は限定的であると考えます。
- クレジット市場の悪化は一旦沈静化が見られており、ハイブリッド債券の需給は改善傾向にあります。
- 足元では市場環境は好転しており、ハイブリッド債券の価格は回復基調が継続するものと考えています。
- ただし、これまでの世界的な金融引き締め等の影響も鑑み、引き続き保守的な姿勢を維持しながら市場動向を捉える必要があると考えています。

※上記の見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
出所：マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社が作成

ご留意いただきたい事項

- 当資料は、情報提供を目的としてマニュアル・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した参考資料であり、特定の有価証券等の取得勧誘や売買推奨を行うものではありません。
- 当資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。
- 当資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。
- 当資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。
- 当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。
- 当資料に記載された見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

マニュアル・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第433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