

## 2023年6月日銀政策決定会合を受けた国内金融政策の今後と国内金利見通し

チーフ・インベストメント・  
ストラテジスト  
上田 祐介

### [本レポートのサマリー]

1. 本レポートの目的 p.1

本レポートでは、6月のFOMCにおける声明やパウエル議長の記者会見内容などを元に、今後の金融政策の動向と相場予想、債券投資戦略に関する弊社の考え方を示す。
2. 2023年6月の日銀政策決定会合リリース p.1
  - 日銀の金融政策や景気や物価に関する見解もデータを追認したものを除けば、ほとんど変更はない。
3. 日銀政策決定会合後の植田総裁会見のポイント p.3
  - 消費者物価はプラス幅を縮小と予想
  - インフレ率の上振れより、下振れの方が対応しにくい
  - 海外のコストプッシュによる物価高は金融政策では修正できない
  - YCCを含む市場との対話では一定のサプライズを許容
4. 各種データと総裁メッセージの比較 p.4
  - 国内消費者物価は3.5%で安定的に推移、国内企業物価は5.1%まで大幅に改善
  - 企業物価の改善は主にエネルギー等一次産品の輸入価格の低下を反映したものの、下半期には、消費者向け価格転嫁の影響も緩和されやすい。
  - 労働コスト面からのインフレの弊害は、日本では顕在化していない
  - コロナ危機下で最も融資を拡大した国内第一地銀では、実績デフォルト率が増加を継続。主に、小売業・サービス業・その他などの専ら国内で事業を営む業種に起因。国内の倒産も増加。
  - ゼロゼロ融資の借り換えが進む中で、金融緩和からの正常化を早期に進めれば、国内金融システムの不安定化要因になりうる。
5. 国内の金融政策、債券利回り見通し p.9
  - 弊社の金融政策見通し;
    - (i) 短期マイナス金利政策見直しのインセンティブは当面低い
    - (ii) YCCについては、2023年中に変動幅の再拡大はあっても、解消はないと想定  
金融政策の変更期待については、拙速な相場観を持つよりも、少し冷静なスタンスで臨むべきではないかと考える。
  - 10年国債利回りは2023~2024年において、0.5%台程度までの上昇に留まりやすい
  - 社債を含む国内債券(10年以下)の投資は、基本持ちきりでもリスクは抑制的

## 5 バリュースセット ストラテジー・レポート

## 2023年6月日銀政策決定会合を受けた国内金融政策の今後と国内金利見通し

5 バリュースセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

## 1. 本レポートの目的

6月16日の日銀政策決定会合で、従来からの金融政策を維持が全会一致で決定

2023年6月16日、日銀の政策決定会合が開催され、従来からの金融政策を維持する方針が全会一致で決定された。本レポートでは、同リリースと会合後の植田総裁のコメントなどを参照し、背後にある経済状況を確認し、今後の金融政策の動向と相場予想、債券投資戦略に関する弊社の考え方を示す。

## 2. 2023年6月の日銀政策決定会合リリース

[ポイント]

- 日銀の金融政策や景気や物価に関する見解もデータを追認したものを除けば、ほとんど変更はない

図表1には、2023年4月と6月に公表された日銀政策決定会合リリースに記載された内容を比較した(色マークは変更のあった表現を示している)。両者の比較通り、日銀の金融政策はこれまでの緩和策をそのまま踏襲するものとなっている。また、景気や物価に関する見解もデータを追認したものを除けば、ほとんど変更はない。

日銀の金融政策や景気や物価に関する見解もデータを追認したものを除けば、ほとんど変更はない

- 短期金利:日銀当座預金のうち政策金利残高に 0.1%のマイナス金利を適用。
- 長期金利:10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを実施。
- 長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、10年物国債金利について0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。
- ETFおよびREITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを実施。
- CP等は、約2兆円の残高を維持。社債等は、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準(約3兆円)へと徐々に戻していく。

上記に示した通り、金融政策に変更はなく、長期金利への例の無い長期介入であるYCCも変更の対象とならなければ、量的緩和の拡大方針もそのまま継続されている(図表2、3)。こうした環境下で、市場が想定するYCCの早期解除や利上げを行うインセンティブが高まっているのか、植田総裁の記者会見の内容から確認する。

図表1 日銀政策決定会合リリースの前回(2023/4 から今回(2023/6)における変化

		2023年4月28日	2023年6月16日
政策目標		金融緩和を継続、賃金の上昇を伴う形で2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指す。 「物価安定の目標」の実現と安定的な持続に必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続。 マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。 引き続き企業等の資金繰りと金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。	金融緩和を継続、賃金の上昇を伴う形で2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指す。 「物価安定の目標」の実現と安定的な持続に必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続。 マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。 引き続き企業等の資金繰りと金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。
金融政策	(1) 長短金利操作 (イールドカーブ・コントロール)	短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に 0.1%のマイナス金利を適用する。 長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。  長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、10年物国債金利について0.5%の利回りでの指値オベを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。  上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オベを実施。	短期金利：日本銀行当座預金のうち政策金利残高に0.1%のマイナス金利を適用する。 長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う。  長期金利の変動幅を「±0.5%程度」とし、10年物国債金利について0.5%の利回りでの指値オベを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日、実施する。  上記の金融市場調節方針と整合的なイールドカーブの形成を促すため、大規模な国債買入れを継続、各年限において、機動的に、買入れ額の増額や指値オベを実施。
	(2) 資産買入れ方針 (国債以外)	ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。  CP等は、約2兆円の残高を維持する。 社債等は、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（約3兆円）へと徐々に戻していく。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。	ETFおよびJ-REITについて、それぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行う。  CP等は、約2兆円の残高を維持する。 社債等は、感染症拡大前と同程度のペースで買入れを行い、買入れ残高を感染症拡大前の水準（約3兆円）へと徐々に戻していく。ただし、社債等の買入れ残高の調整は、社債の発行環境に十分配慮して進めることとする。
経済・景気・物価の現状認識	景気	既往の資源高の影響などを受けつつも持ち直し。	既往の資源高の影響などを受けつつも持ち直し。
	海外経済	海外経済は、回復ペースが鈍化	海外経済は、回復ペースが鈍化
	輸出・ 鉱工業生産	供給制約の影響の緩和に支えられ横ばい圏内の動き。	供給制約の影響の緩和に支えられて横ばい圏内の動き。
	企業収益・ 景況感	企業収益が全体として高水準で推移、景況感は横ばい	企業収益が全体として高水準で推移
	設備投資	緩やかに増加	緩やかに増加
	雇用・所得	全体として緩やかに改善	緩やかに改善
	個人消費	物価上昇の影響を受けつつも緩やかに増加	物価上昇の影響を受けつつも緩やかに増加
	住宅投資	弱め	弱め
	公共投資	横ばい圏内の動き	緩やかに増加
	金融環境	企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの全体として緩和した状態	企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの全体として緩和した状態
消費者物価(除く生鮮食品)	前年比は足もとは3%程度。 予想物価上昇率は、上昇後、このところ横ばい	前年比は足もとは3%台半ば。 予想物価上昇率は、上昇後、このところ横ばい	

(注) 表中の色マーク部分は2時点間の変更内容を表す。

出所: 日銀政策決定会合リリースより、5バリュースセットで作成

### 3. 日銀政策決定会合後の植田総裁会見のポイント

[植田和男総裁の記者会見ポイント]

- 消費者物価はプラス幅を縮小と予想
- インフレ率の上振れより、下振れの方が対応しにくい
- 海外のコストプッシュによる物価高は金融政策では修正できない
- YCC を含む市場との対話では一定のサプライズを許容

今後の日本の金融政策を考える上での主要なポイントは、植田和男総裁の記者会見の内容に含まれていると考えられる。同総裁は4月10日の就任記者会見時に、大規模な金融緩和策について当面政策の枠組み修正は考えていないという認識を示した一方、質問に答える形で長期にわたる政策のレビュー（検証）を政策委員会と議論するともコメントしていた。

その後、今回の6月の政策決定会合を受けた記者会見で、下記の見解を示していた。

植田和男総裁の記者会見ポイント；

- 消費者物価はプラス幅を縮小と予想
- インフレ率の上振れより、下振れの方が対応しにくい
- 海外のコストプッシュによる物価高は金融政策では修正できない
- YCC を含む市場との対話では一定のサプライズを許容

- 消費者物価の前年比上昇率の先行きは、価格転嫁の影響が減衰し今年度半ばにかけてプラス幅を縮小していくと予想。
- 政策レビューの分析テーマは柔軟に考える。経済・物価情勢との相互関係で理解するとともに、金融市場に及ぼした影響など副作用も分析。レビューについては来月中（7月中）をめどに日銀のウェブサイトの中に専用ページを設け、順次掲載。
- 2%の物価目標の考え方については、現状はまだ物価の先行きが下がっていくとみており、金融政策は半年から1年半先に影響が出るため、現時点で正常化には動いていない。見通しの中心値だけでなく不確実性や見通しへの確信度を含めて判断。
- 金融緩和維持によりインフレ率が上振れするよりも、（2%の）目標達成前に下振れした方が対応しにくい。
- 国民負担となっている物価高は、海外のコストプッシュによるもので日本の金融政策では修正できない。
- 賃金上昇率を目標としてその達成度により政策を変更するとは考えていない。
- YCC も含めた市場との対話において一定のサプライズが発生し得る。

上記の通り、記者会見の内容からは、(i)国内要因に起因した2%の安定した物価成長が達成されない限り、現在の緩和的な政策を見直す積極的な理由は乏しい、(ii)国内ではインフレ化よりもデフレ化の方が対応は難しい、(iii)賃金上昇率や国民の実質所得は金融政策変更の直接的な理由にならない、などの点が語られており金融政策の正常化に向けたインセンティブが既に存在しているとは感じられない。問題があるとの指摘に該当するのは、せいぜい金融市場への副作用程度だ。

少なくとも整合性のない金融政策を取る意味がないことを考えれば、量的緩和を継続する中で、長短金利の誘導目標を変更するインセンティブさえも必ずしも高くはない。考慮すべきは早期のイーールドカーブ・コントロールの変動幅拡大、もしくは解消を期待する市場の声の実現性ではないかと弊社では考える。次のセクションでは、各種のデータから、植田総裁の言及したポイントと金融政策の関係について概観する。

#### 4. 各種データと総裁メッセージの比較

##### [ポイント]

- 国内消費者物価は3.5%で安定的に推移、国内企業物価は5.1%まで大幅に改善
- 企業物価の改善は主にエネルギー等一次製品の輸入価格の低下を反映したものの、下半期には、消費者向け価格転嫁の影響も緩和されやすい。
- 労働コスト面からのインフレの弊害は、日本では顕在化していない
- コロナ危機下で最も融資を拡大した国内第一地銀では、実績デフォルト率が増加を継続。主に、小売業・サービス業・その他などの専ら国内で事業を営む業種に起因。国内の倒産も増加。
- ゼロゼロ融資の借り換えが進む中で、金融緩和からの正常化を早期に進めれば、国内金融システムの不安定化要因になりうる。

以下では、種々のデータに基づき、緩和政策の維持と、正常化(引き締め)政策への転換との間の判断に影響を及ぼしそうな各種指標について確認する。

##### 国内の物価、企業業績動向

国内消費者物価は3.5%で安定的に推移  
国内企業物価は5.1%まで大幅に改善

企業物価の改善は主にエネルギー等一次製品の輸入価格の低下を反映したものの、為替影響ではない

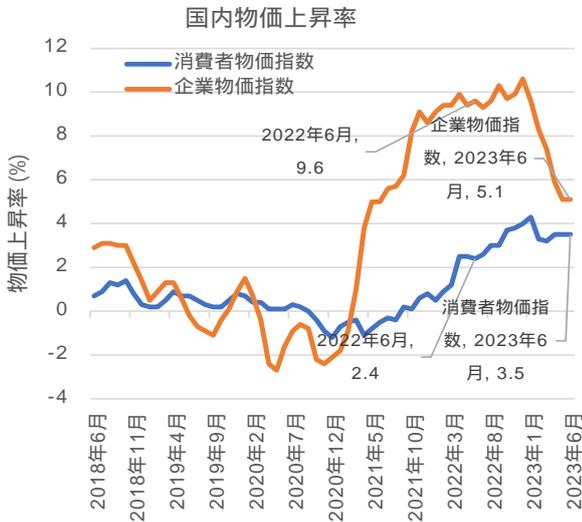
国内主要企業では価格転嫁により増収、増益を維持。下半期には、消費者向け価格転嫁の影響も緩和されやすい

国内では、交易条件の変化を受け、消費者物価の前年比上昇率が3.5%程度で一旦落ち着いた状況を維持している。一方で、企業物価は5.1%まで大きく改善している(図表2)。この背景には輸入物価と輸出物価のギャップの改善が寄与している(図表4)。本来、日本のように輸出企業を多く抱えかつ在外資産による資本収支も大きい国では、国内外の物価が等しく上昇する限りにおいて、金融政策の違いにより生じうる為替影響が一方向的に不利益を生むことはない。しかし、2020年以降に生じている輸入物価と輸出物価の不均衡は、大幅に改善しているものの依然として大きな差が残っている。

これには輸入物価における一次産品(資源)価格と二次産品(工業製品など)の差が大きく影響している。輸出物価を見ると、ロシア・ウクライナの軍事衝突が深刻化して以降、石油等のエネルギー価格が最も大きく上昇し、これに金属資源や木材、食料品などの価格上昇が追随した。これに対し、他の工業製品価格などの上昇は限定的な水準に留まっていることが、輸出入価格のギャップの原因となっている(図表5)。植田総裁の言及にもある通り、国内の物価高は「海外のコストプッシュによるもので日本の金融政策では修正できない」ことは明白だ。

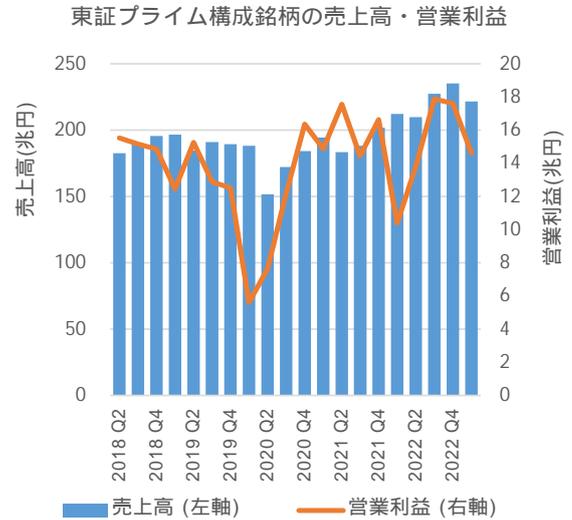
一方で、エネルギー価格の反転下落により、企業物価の伸び率は急速に安定化している。国内のインフレや海外事業への為替影響などもあり、国内主要企業の売上高は増収を継続、同時に価格転嫁や原価(企業物価)の改善なども寄与して、営業利益も変動はあるものの増益トレンドを維持している(図表3)。このことは国内の消費者向け価格転嫁の影響も緩和されやすいことを意味する。このように、国内主要企業の利益面では緩和的な金融政策のプラス面も確認できており、緩和的な金融政策を短期に見直すインセンティブは高くはないとも言える。

図表2 国内物価上昇率



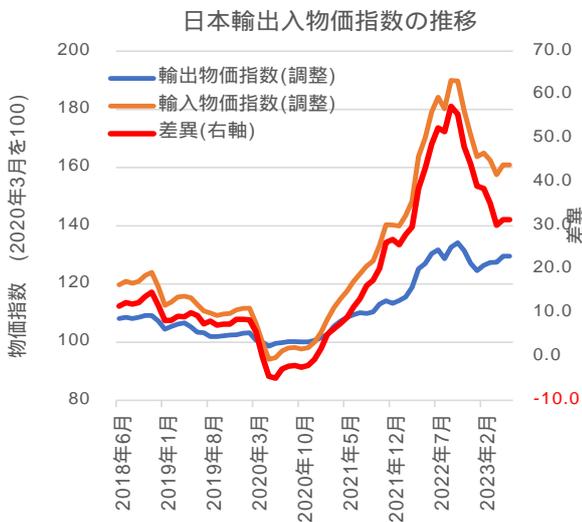
出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

図表3 東証プライム企業の業績状況



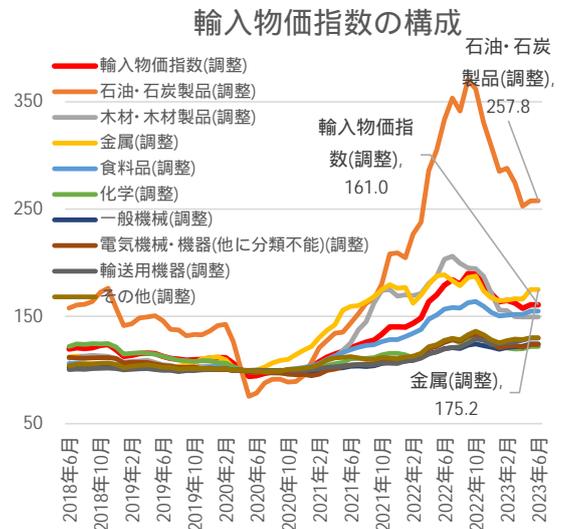
出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

図表4 日本の輸出入物価指数の比較



出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

図表5 品目別輸入物価の推移



出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

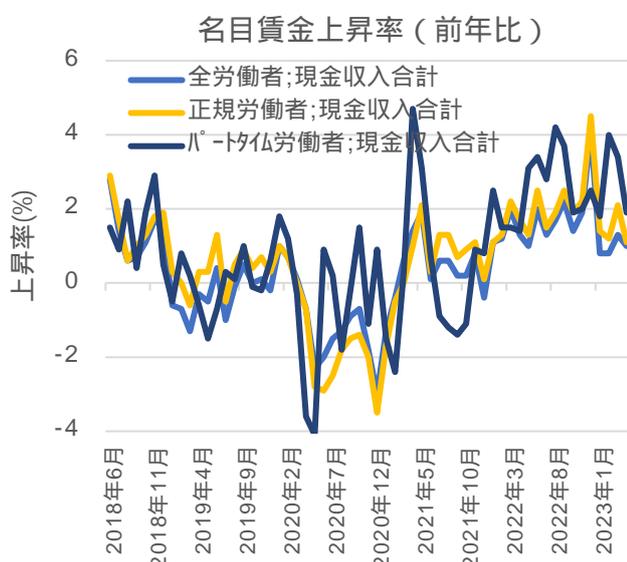
国内の賃金、労働環境動向

国内労働者の名目賃金上昇率は正規社員については1%程度に反転低下。

労働コスト面からのインフレの弊害は、日本では顕在化していない

欧米では、物価高が是正されている中、労働需給のひっ迫と単位労働コストの増加がインフレ対策上の懸念事項となっている。翻って国内をみると、名目賃金の上昇率は正規社員については1%程度に反転低下しており、パートタイム労働向けが2~4%の間で推移するなど、物価上昇率を下回っており、実質所得は減少傾向にある(図表6)。一方、失業率は2%台を維持し、有効求人数も増加トレンドにあるものの、コロナ前の2018年頃の水準までは回復していない。アメリカとは異なり、労働コスト面からのインフレの弊害は、日本では顕在化していない、と言える。労働者への配分は金融政策では誘導できず、植田総裁のコメント通り、日本の金融政策には中立的要因と見る。

図表6 賃金名目上昇率の推移



出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

図表7 失業率と有効求人数の推移



出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

民間金融機関における与信拡大と信用コストの増加

コロナ危機下で最も融資を拡大した国内第一地銀では、実績デフォルト率が増加を継続。主に、小売業・サービス業・その他などの専ら国内で事業を営む業種に起因。

国内の倒産も増加。

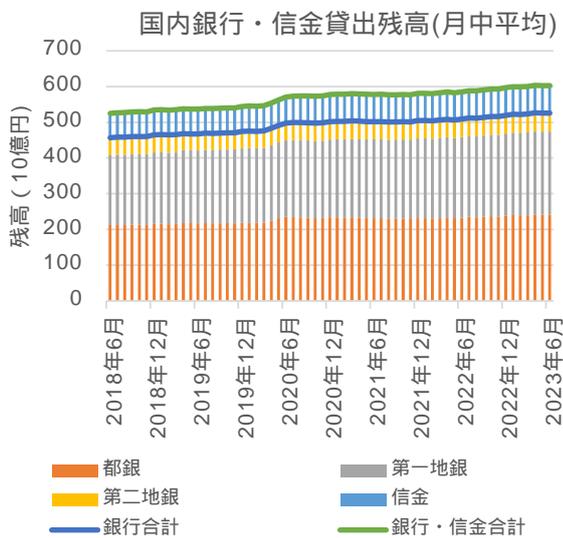
ゼロゼロ融資の借り換えが進む中で、金融緩和からの正常化を早期に進めれば、国内金融システムの不安定化要因になりうる

日銀が量的緩和オペによるベースマネーは、YCCの長期継続を含む証券保有によってもたらされているが、2023年3月末に終了<sup>1</sup>するまで新型コロナ対応の金融支援特別オペ(以下、コロナオペ)によっても供給され、この資金を背景に国内の銀行・信金等によりいわゆるゼロゼロ融資が実施され、2020年以降、国内の貸出残高は継続して増え続けてきた(図表8)。しかし、コロナオペの終了(既存のプロパー融資残高も6月末までに返済期日が到来)により、今後は各金融機関の与信に置き換わることになる。図表9に示した通り、銀行・信金の業態別では、第一地銀の貸出金の伸びが最も大きく、2020/6から2023/5までの3年間累計で約+9%の伸びとなっていた(銀行・信金合計は同累計で+5.6%の伸び)。

例えば、国内第一地銀の会計上の与信費用は、コロナ危機時における期待信用損失の早期計上からの反動で減少して見える(図表10)が、実績デフォルト率は増加を続けている。特に、実績デフォルト率が高止まりしている業界は、小売業・サービス業・その他などの専ら国内で事業を営む業種に集中している(図表11)。

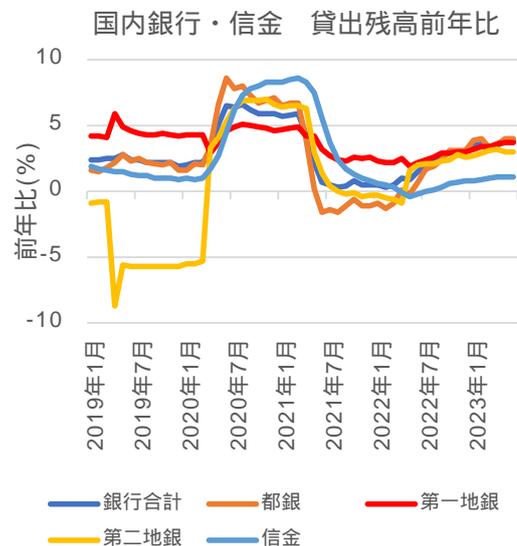
こうした市場環境下において、もし仮にYCCの解除を行うと、市場には金利上昇と金融政策の正常化(緩和政策からの転換)とのアナウンスメントと解されかねない。このことは、経営状況が厳しい国内事業者の資金繰りにさらなるストレスをかけることになる。さらに、国内企業全体で見ても、コロナオペの完全終了を待たずに企業倒産件数・倒産時負債総額は増加に転じている点に注意が必要だ(図表12)。

図表8 国内銀行・信金の貸出残高推移



出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

図表9 国内銀行・信金の貸出残高前年比



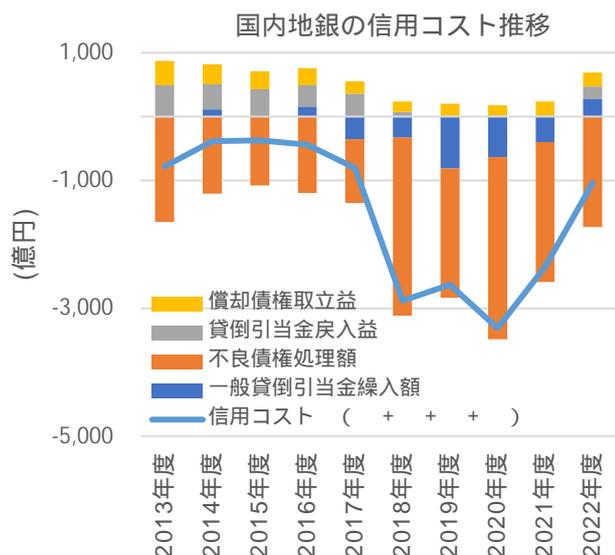
出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

一方で、与信を行っている銀行側では、預金残高・貸出残高の増加によるバランスシートの拡大にも関わらず、業務純益の水準は切り下がっており、昨年度(2023/3期)における当期純利益の維持も、主に臨時損益が寄与したものとなっていた(図表13)。

<sup>1</sup> プロパー分

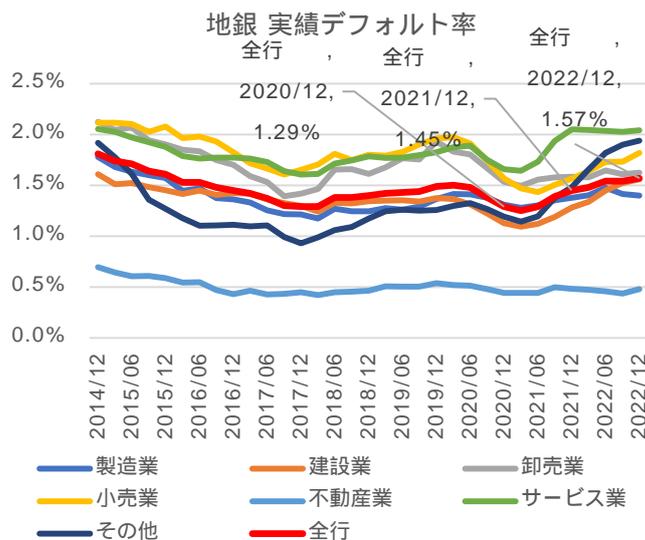
このような状況下で、企業や消費者の負担増となる長期金利の引き上げにより金融機関の収益性と与信機能の強化を図る、といった考え方がこれまでの金融政策敵以上で重視されたことは過去20年以内にはない。金融市場に及ぼした影響など副作用の分析が7月以降に順次公表されるというアナウンスから考えると、短期的な金融政策の見直しというよりは、レビューは行いつつも緩和的な政策が維持されやすいと考えるべきだろう。

図表 10 国内第一地銀の会計上の信用コスト推移



出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

図表 11 国内第一地銀の実績デフォルト率推移



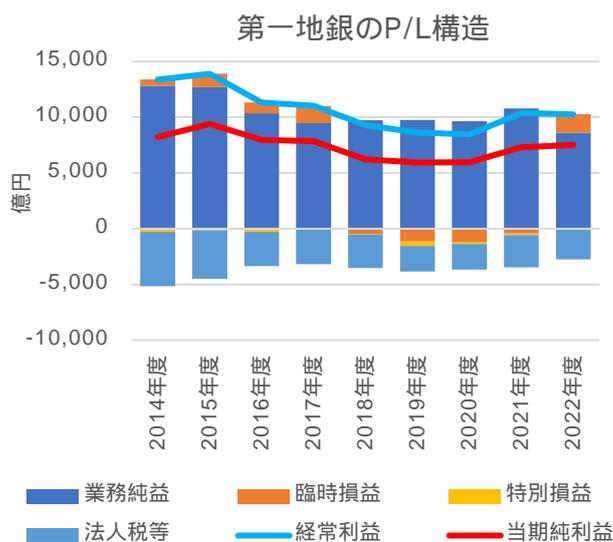
出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

図表 12 国内企業の倒産件数・倒産時負債の推移



出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

図表 13 国内第一地銀のP/L推移



出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

## 5. 国内の金融政策、債券利回り見直し

[ポイント]

- 弊社の金融政策見直し;
  - (i) 短期マイナス金利政策見直しのインセンティブは当面低い
  - (ii) YCC については、2-23 年中に変動幅の拡大はあっても、解消はないと想定  
金融政策の変更期待については、拙速な相場観を持つよりも、少し冷静なスタンスで臨むべきではないかと考える。
- 10 年国債利回りは 2023 ~ 2024 年において、0.5%台程度までの上昇に留まりやすい
- 社債を含む国内債券(10 年以下)の投資は、基本持ちきりでもリスクは抑制的

弊社の金融政策見直し;

- 短期マイナス金利政策見直しのインセンティブは当面低い
- YCC については、2-23 年中に変動幅の拡大はあっても、解消はないと想定

10 年国債利回りは 2023 ~ 2024 年において、0.5%台程度までの上昇に留まりやすい

ここまでで示したように、金融政策における緩和的政策からの転換と正常化に向けたアナウンスメントを行うことは、地域金融機関へのストレスを増し、また特定の国内業種の資金繰りにもストレスを与えかねず、脆弱な国内経済の回復ペースを落としかねない。基本スタンスは維持されやすいと考えられる。その上で政策上の転換点については下記のように考える。

- 短期のマイナス金利政策については、0%程度まで修正を行ったとしても実効的な政策効果は大きくはないが、アナウンスメント上では市場へ影響が生じうる。当面の変更の優先度は相対的に低く 2023 年内の見直しはないと考える。
- 長期金利の誘導目標 0%は形がい化しており、見直しのインセンティブは低い
- 国内の物価については海外からのコストプッシュ要因を除く、国内要因での 2%に安定成長達成には至っていない。こうした中で物価動向を見つつ YCC の変動幅の再見直しを行うことが年内にあったとしても、早期に YCC 自体の解消が行われる可能性は限定的だと考える。

現状で、市場で観測される YCC 解除に関する議論は、経済よりも市場参加者自身の運用ポジションに対する期待を反映したの多いように見える。日銀総裁会見での言及内容は専ら記者の質問に対する回答として行われたもので、植田総裁が主体的に YCC 解除に言及していたわけではない。少なくとも、円債の長期のイールド・カーブ形状の安定化が示すように、市場において過度に金利引き上げへの期待感が先行している状況でもない。

金融政策の変更期待については、拙速な相場観を持つよりも、少し冷静なスタンスで臨むべきではないかと考える。

以下の図表 14 には、市場コンセンサスと弊社の見解を比較した。弊社では、2023 年中にもう 0+.25%程度(0.75%まで)の変動幅の拡大がアナウンスされる可能性はあると考えているが、逆にこうしたアナウンスが行われた場合には、YCC 自体の解消への期待感が先送りされることになり、長期金利も結果として上限に至りにくい水準で推移しやすい、と考えている。また、図表 15 には国内社債相場に関する見直しを示した。弊社では、社債を含む国内債券(10 年以下)の投資は、基本持ちきり投資であってもリスクは抑制的と考える。

以上

図表 14 円金利に関する弊社予想と市場コンセンサスの比較

	日本金利	前四半期末	直近	2023/9	2024/3	2024/9	2025/3	2025/9
		2023/3	2023/6/20					
Bloomberg コンセンサス	日中央銀行レート(%)	-0.03	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	日SOFR3か月レート(%)	-0.40	-0.34	0.06	0.07	0.13	0.16	0.26
	日2年国債(%)	-0.06	-0.07	0.03	0.04	0.06	0.08	0.16
	日10年国債(%)	0.35	0.38	0.59	0.61	0.65	0.66	0.82
5VA 想定	日中央銀行レート(%)	-0.03	-0.07	-0.06	-0.04	-0.03	-0.03	-0.03
	日SOFR3か月レート(%)	-0.40	-0.34	-0.11	-0.31	-0.40	-0.41	-0.43
	日2年国債(%)	-0.06	-0.07	0.01	0.08	0.09	0.10	0.11
	日5年国債(%)	0.10	0.08	0.18	0.26	0.28	0.29	0.31
	日10年国債(%)	0.35	0.38	0.46	0.56	0.59	0.61	0.65

出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成 2023/6/19 時点

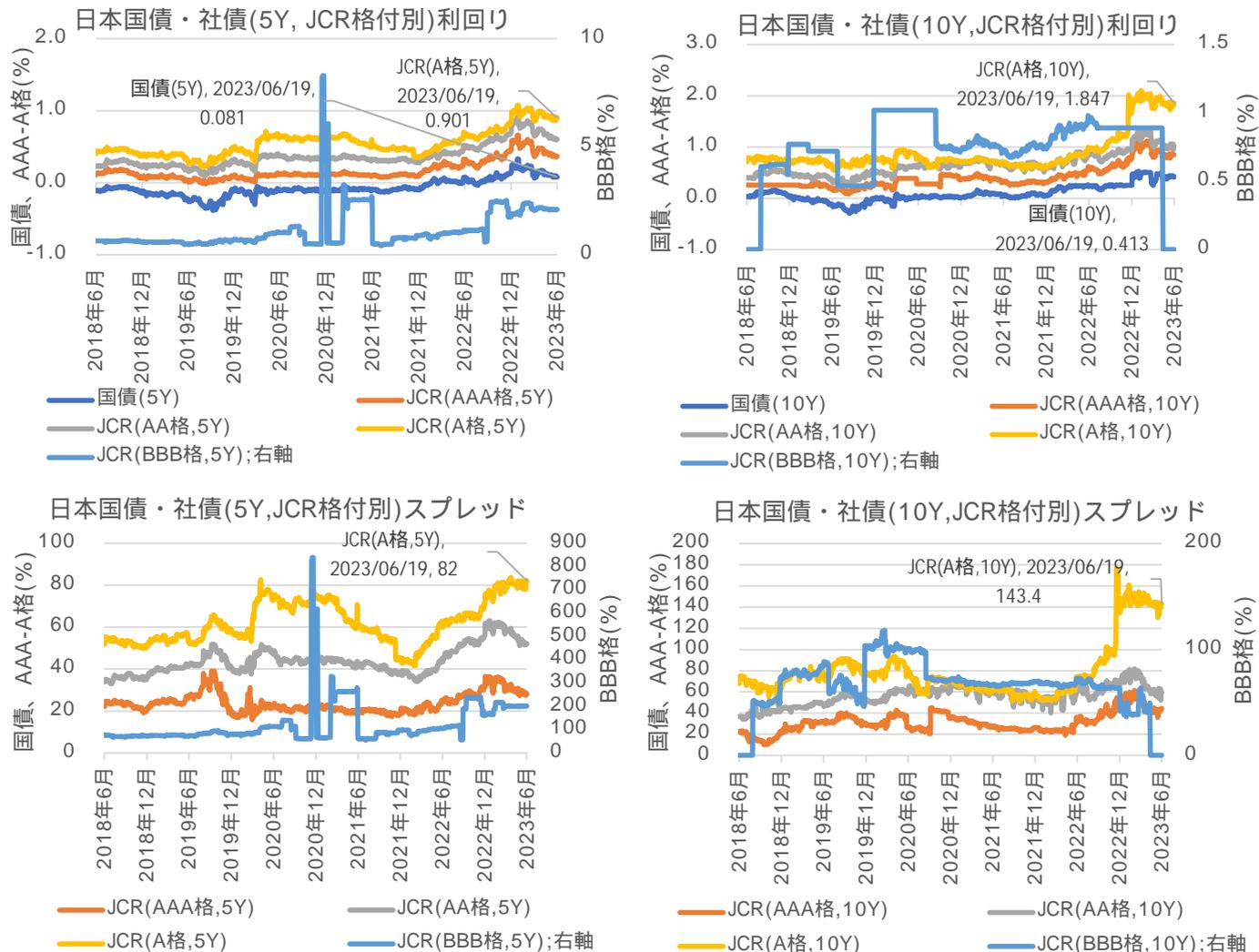
図表 15 円金利に関する弊社予想と市場コンセンサスの比較

日本円建て社債	信用スプレッド (bps)	直近	2024年6月	2025年6月	2026年6月
		クレジット市場想定 2023/6/20			
投資適格 (IG)	AA格 5年	39.9	40.8	42.5	43.8
	A格 5年	56.2	57.4	59.8	61.7
	BBB格 5年	144.1	147.2	153.4	158.2
投資適格 (IG)	AA格 10年	47.0	48.0	50.0	51.6
	A格 10年	75.6	77.2	80.5	83.0
	BBB格 10年*				

\*BBB格 10年は残高がないため欠損値。格付けはR&amp;I相当

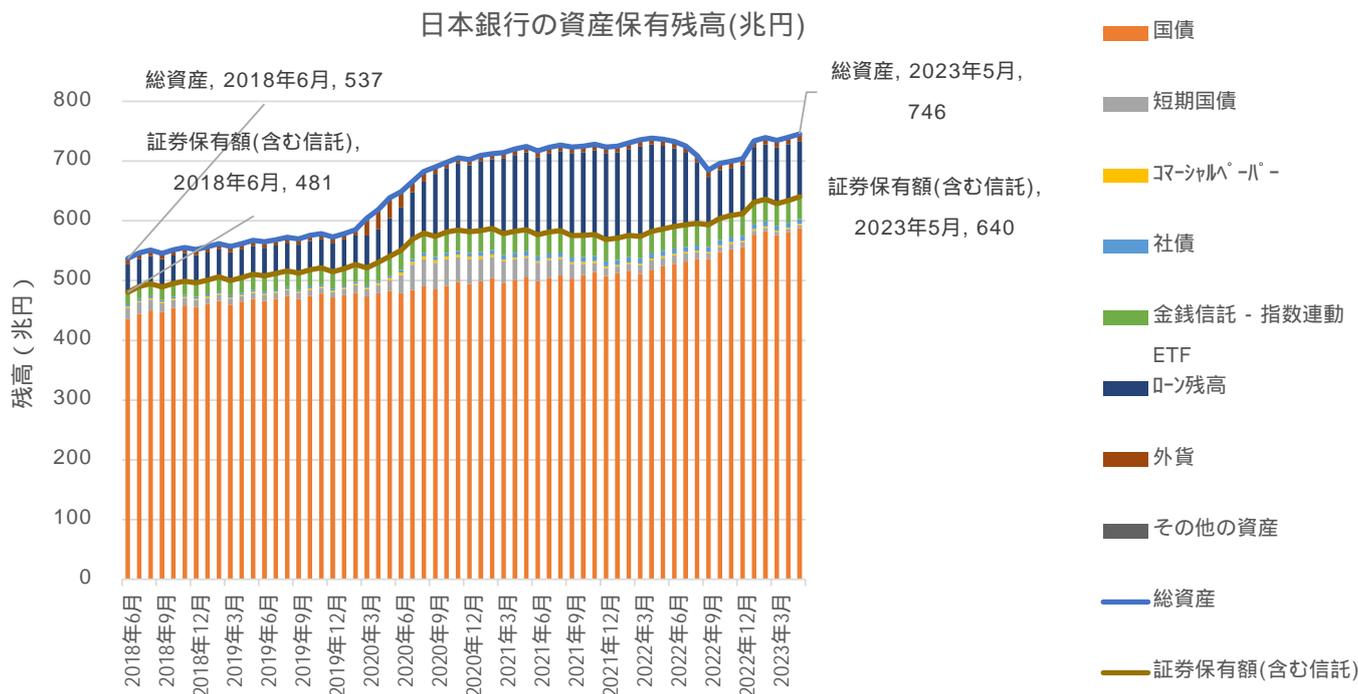
出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成 2023/6/19 時点

追加図表 1 日本国債・円建て社債の格付別の利回り・スプレッド推移



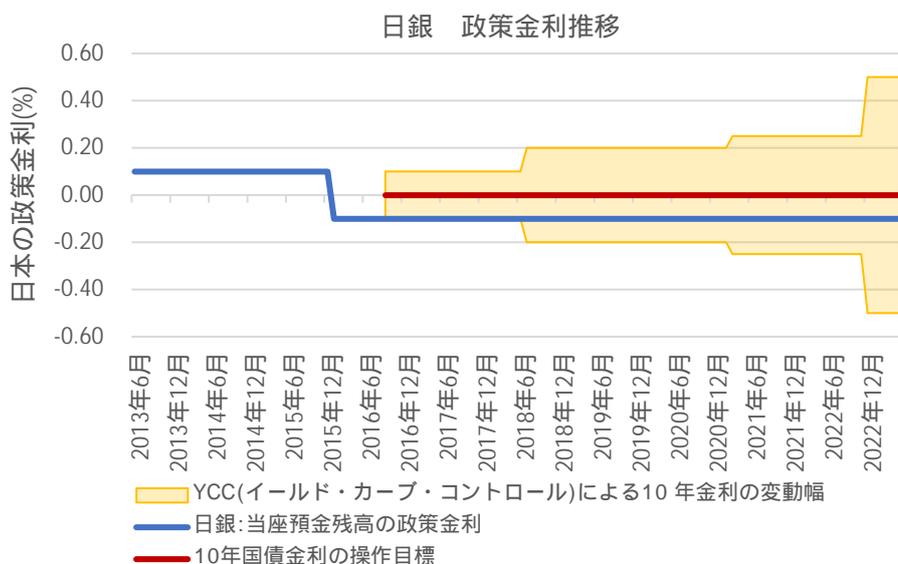
出所: Bloomberg データより、5バリューストックで作成

追加図表2 日銀政策決定会合リリースの前回(2023/4 から今回(2023/6)における変化



出所: Bloomberg データより、5バリューアセットで作成

追加図表3 日銀政策決定会合リリースの前回(2023/4 から今回(2023/6)における変化



出所: Bloomberg データより、5バリューアセットで作成

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義をお客様に告げなければならないこととされております。

## ○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、誠実義務、利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて	S&P グローバル・レーティングについて	フィッチ・レーティングスについて
<p>格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)</p>	<p>格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&amp;P グローバル・レーティング(以下「S&amp;P」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&amp;P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号)</p>	<p>格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)</p>
<p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ( <a href="https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx">https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx</a> )の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。</p>	<p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&amp;P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ( <a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/index">https://www.spglobal.com/ratings/jp/index</a> )の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」( <a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered">https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered</a> )に掲載されております。</p>	<p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ( <a href="https://www.fitchratings.com/ja">https://www.fitchratings.com/ja</a> )の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」( <a href="https://www.fitchratings.com/ja/regulatory">https://www.fitchratings.com/ja/regulatory</a> )の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。</p>
<p>信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。</p>	<p>信用格付の前提、意義及び限界について S&amp;P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&amp;P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&amp;P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。</p>	<p>信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。 フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。 信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。</p>

この情報は、2022年8月10日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

## Disclaimer

本資料は、5VA が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

### 開示事項

本資料の作成及び配布は5バリューアセット株式会社（以下、5VA）が行っております。

5VA では調査部門の活動（リサーチレポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチレポートが公開される前後3か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

### アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

### 免責事項

本資料内で5VA が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性を客観的に検証しておりません。本資料内で5VA 以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について5VA は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

5VA は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証も表明しておりません。また、5VA は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において5VA が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。5VA では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、5VA は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。資料内に出所を明記した時価が掲載されている場合であっても、その価格で取引可能であったこと/あることを保証するものではありません。

本資料の作成にあたり、5VA では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。5VA は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況) についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあり得ます。5VA では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、5VA 及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と5VA 並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることにご注意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、5VA では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright 5VA Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は5VAの著作物であり、著作権法により保護されております。

5VAの書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1丁目4-1

丸の内永楽ビルディング 20階

5バリューアセット株式会社 調査部

(金融商品仲介業者 近畿財務局第437号)

この書面は金融商品仲介業者（以下、弊社）が所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し、広告又は広告類似配布物をお客様にお渡しする場合に一緒にお渡しする書面です。お取引前に下記内容をご理解くださいますよう、お願い申し上げます。

広告等補完書面（金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示

金融商品仲介業者の商号 **5 バリュースセット株式会社**

登録番号：近畿財務局長（金仲）第 437 号

楽天証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号

加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融  
商品取引業協会、一般社団法人日本 STO 協会

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人金融  
先物取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会、一般社団法人  
投資顧問業協会

#### 【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

#### 【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等（上記記載）の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。