

エグゼクティブ・サマリー

2025年4月

日本経済

- ◆ トランプ政権は、ドルの基軸通貨としての維持や米国の覇権維持を目的とした中長期的な計画の一つとして関税政策を位置づけていると考えられる。したがって、すぐに大幅な関税措置の緩和が行われるとは考えにくい。財政赤字対策および減税政策の財源として関税収入を活用する意図もあるだろう。
- ◆ 想定以上の関税措置により、グローバル経済は下押しされる。日本の成長率見通しは低下し、不確実性が高まることが予想される。

国内債券市場

- ◆ 賃金とサービス価格が相互に影響して上昇する中、依然として低すぎる実質金利を考慮すると、日銀は利上げの機会を探ると思うが、経済見通しの下振れ、不確実性の高まりにより当面政策金利は据え置くとみる。
- ◆ クレジット市場では、市場のボラティリティが上昇する中、スプレッドはやや軟調な展開が想定されるが、国内の動きは海外比相対的に緩やかなものととまると予想。

日本経済 注目の経済指標・イベント

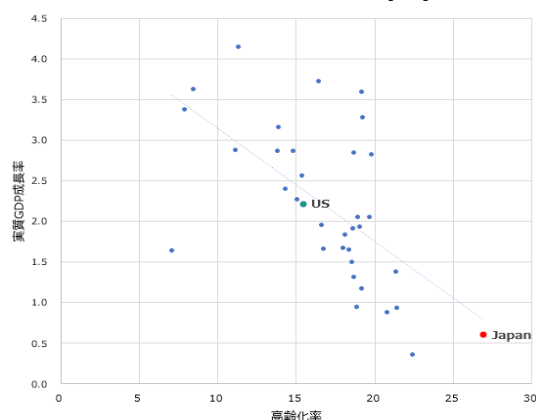
● 高齢化と人口減少により消費は鈍い

- 既に幅広い年代で賃金上昇が確認できている。一方で個人消費の回復は鈍いが、高齢化や人口減少の影響を考えると仕方がないともいえる。高齢化や人口減少はGDPや個人消費に下押し圧力を生みやすい(図1)。日本の高齢化率は30%を超えていく。人口は毎年0.5%以上減少していくと見込まれている。
- 人口動態的に高齢者の消費回復に期待することになるが、最近では資産効果の影響が大きくなっている可能性がある。高齢者の消費者態度指数を、直近の実質ベースの株価上昇率とインフレ率で重回帰分析を行うと株価上昇率の寄与度が大きいことが示される(図2)。

● 内外金融政策見通し

- 米トランプ政権の関税政策が実体経済にどのように反映されるかについては、不透明感が強い。関税によるインフレ懸念が一時的と判断されれば、FRBは景気を重視し利下げできる。金利が高い分利下げ余地は大きく、リセッション回避は可能であろう。
- FRBは2022年から24年にかけて大規模な利上げを実施したが、米国経済は堅調な状態が続いた。AIによる生産性の向上や移民の増加がどの程度影響を与えたのかについては検証が待たれる。
- 日銀は、米国の関税政策による経済見通しの下振れ、不確実性の高まりにより当面金利は据え置くとみる。依然として低すぎる実質金利の環境下、グローバル経済が景気後退を免れ、賃金と物価の好循環が確認できるのであれば来年1月頃に利上げを再開するであろう。

【図1】OECD加盟国の実質GDP成長率(%)と高齢化率(%)



データ出所：OECD よりPGIMジャパン作成。
注：各点の一つの国を表す。各国の2011年から2022年の年平均値。
OECD加盟国38か国からギリシャ、トルコ、アイルランド除いてプロット。

【図2】高齢者の消費者態度指数



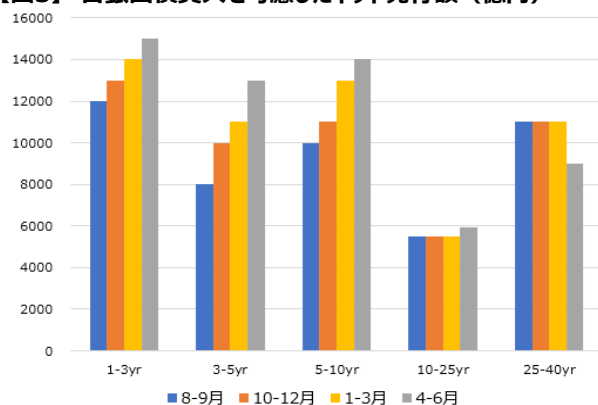
データ出所：内閣府よりPGIMジャパン作成。(2025年1月時点)
注：目的関数を70歳以上の消費者態度指数、説明変数を実質ベースのTOPIXの前年比とCPI前年比としてそれぞれ標準化後、重回帰分析を実施。2021年以降の月次データを使用。

日本経済 注目の経済指標・イベント (続き)

● 国債需給見通し

- 今年度からの30年債と40年債の発行減額によりフローベースで見るとフラット化が期待されるという見方もある(図3)。ただしスワップ金利対比超長期国債の利回りは上昇傾向にある。そもそも発行額が大きく、需要と見合っているのか疑問は残る。
- 銀行の日銀当預からの代替運用ニーズは見込まれるものの、少なくとも名目1%程度までの利上げが予想されていた中で、本格的に国債保有量を回復する動きは見られていない。利上げの停止やターミナルレート予想の低下が起こる場合、国債への回帰が進む可能性がある。
- 6月の日銀の金融政策決定会合では長期国債買入の減額計画の中間評価が行われる。2026年4月以降の長期国債の買入れ方針についても示される予定で注目される。

【図3】 日銀国債買入を考慮したネット発行額 (億円)



注：国債発行額から日銀国債買入額を引いた値。月間ベース。第二非価格、流動性供給入札含まず。
データ出所：財務省、日本銀行よりPGIMジャパン作成（2025年4月時点）

国内債券市場

● 国債：1-3月期の振り返りと4-6月期の見通し

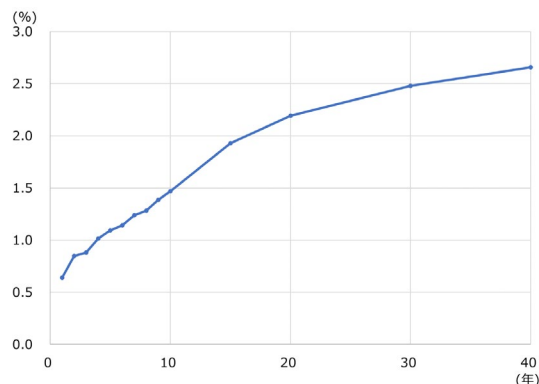
- 1月は米国債利回りの上昇や日銀の利上げ期待から月前半に長期金利が上昇した。日銀は政策金利を0.5%に引き上げ、物価見通しを上方修正した。2月は日銀のさらなる追加利上げ期待で短中期債中心に利回りが上昇したが、月末にかけては米国の経済指標の下振れでリスク回避の動きが強まった。3月は海外金利の上昇や低調な国債入札で長期金利が上昇したが、トランプ政権の関税政策への警戒感から株価が下落し、月末にかけて長期金利は低下した。
- 堅調な春闘の結果や、きわめて低い実質金利を考慮し、日本銀行は半年に一回程度の利上げを継続していくと想定していたが、4月2日に発表されたトランプ政権の関税措置が想定以上だったことで、経済見通しは下振れせざるを得ない。
- トランプ政権は、ドルの基軸通貨としての維持や米国の覇権維持を目的とした中長期的な計画の一つとして関税政策を位置づけていると考えられる。したがって、すぐに大幅な関税措置の緩和が行われるとは考えにくい。財政赤字対策および減税政策の財源として関税収入を活用する意図もあるだろう。
- 日銀は当面金利を据え置くとみる。長期金利はグローバル経済の動向に左右されながら、1%台前半を推移する展開となるであろう。
- 関税が経済に与える影響が軽微であれば、今秋にも日銀は利上げの機会を伺うことになる。
- 米トランプ政権の関税政策を受けて自動車産業を含む企業利益が圧迫されるのであれば2026年の春闘への警戒感が高まる。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg（2025年3月31日時点）

【図5】 国債イールドカーブ

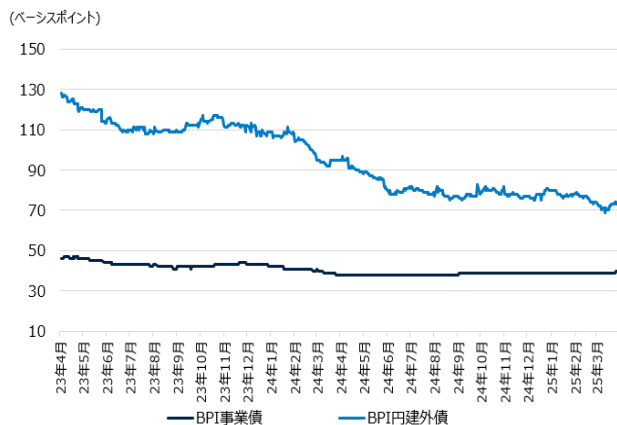


データ出所：日本相互証券（2025年3月31日時点）

● クレジット：1-3月期の振り返りと4-6月期の見通し

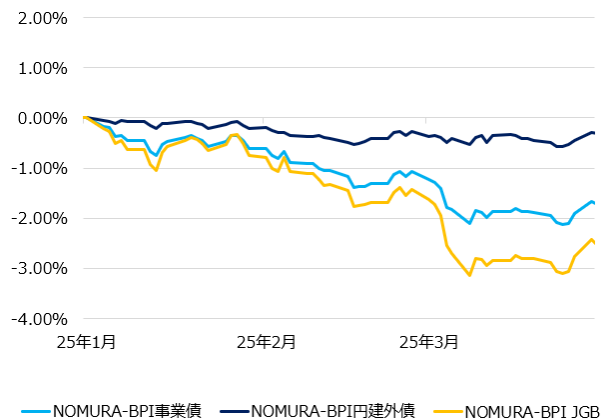
- 国内社債スプレッドは当期はほぼ横ばい、円建外債スプレッドは7bp縮小した。海外市場は、1月に米国でトランプ政権が誕生し、関税政策への警戒感があったものの、景気のソフトランディング期待によりスプレッドは低位安定の推移となった。その後、トランプ政権の関税措置発動により懸念が顕在化し、スプレッドは軟調に推移した。国内では、日銀が1月に政策金利の0.5%への引き上げを行い、さらなる追加利上げ期待から金利は上昇傾向となったものの、利回り確保の動きなどから国内のクレジットスプレッドは堅調な推移となった。
- 国内社債の新発債市場は、1月は日銀の利上げ観測が高まる中、企業側の前倒し調達の動きから活況を呈した。また2月は金利上昇から投資家の利回りニーズが喚起され、起債額は高水準となった。3月は年度末を控え動意の少ない状況となった。
- クレジット市場の注目点は、海外市場の動向、特にトランプ政権の政策動向である。関税引き上げによる米国景気のリセッション懸念が高まる場合は、引き続き軟調な展開にならざるを得ない。ただし、トランプ政権が追加関税の90日間の一時停止を発表したことで、市場のボラティリティは徐々に低下していく可能性も出てきた。
- 本邦社債発行体の信用力は現時点ではおおむね堅調に推移しているが、トランプ政権の今後の政策によっては下方圧力がかかる。特に輸出企業への影響が大きく、例えば自動車業界での下位企業の業績動向には留意を要する。一方、国内企業の業績はここ数年最高益を継続的に更新しており、その水準の高さやキャッシュフロー創出力が持ち上がっていること等から、過去に比べ下方への耐久力は強まっていると思われる。したがって、国内社債の動きは海外のそれに対して総じて緩やかになる可能性はある。
- 環境変化に伴って二極化が鮮明になる可能性がある。買収、被買収の構図がより明確になるため、M&A動向は留意を要する。

【図6】 対国債スプレッド



データ出所：野村総合研究所（2024年12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12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、プルデンシャル・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。英国プル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