

エグゼクティブ・サマリー

2025年1月

日本経済

- ◆ 海外経済や少数与党政治に起因する下方ショックなかりせば、過熱感なき景気拡大が続くだろう。
- ◆ 日銀にとっては、為替が安定するよう利上げペースを調整しつつ、家計・企業の物価観の変化を待つのがベストケースだが、どうしても避けられない場合は、円高よりは円安を良しと考えるかもしれない。

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、日銀の半年に1度程度の利上げが継続し、緩やかながら着実に進む国債買入減額（QT）と相まって金利上昇予想だが、米トランプ政権の政策運営や欧中経済の落ち込みがリスク。上昇ペースは非常にゆっくりとしたものになると見込む。
- ◆ クレジット市場では、引き続き日銀の利上げおよび金利上昇のペースが注目されると思われるが、金利が緩やかに上昇する前提では堅調な投資家需要を背景に安定推移を見込む。

日本経済 注目の経済指標・イベント

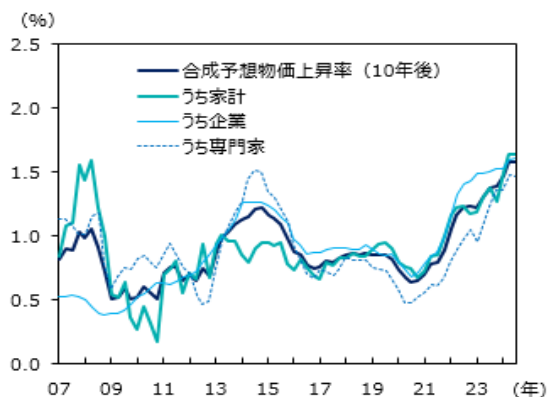
● 賃金が物価を追いかける展開は続く

- ・ 既に昨年半ばより、米国・欧州・中国では①インフレ率の目標との上下乖離、②需給ギャップ、といった景気サイクルのフェーズが各地域ごとで異なっており、トランプ政権の政策が実現していくならば、この差は更に大きくなる方向だろう。最終的には、欧中経済の落ち込みが閾値を超え、ドル高を通じて米国の関税インフレ懸念を押しさえ、FRBの緩やかな利下げは続くと思われる。
- ・ 国内では、人手不足を背景とした長期かつ緩やかな賃金上昇圧力が、既に円安主導で起こった物価上昇を追いかける構図は2025年も変わらない。海外経済や少数与党政治に起因する景気下方ショックなかりせば、過熱感なき拡大が続くだろう。

● 内外金融政策見通し

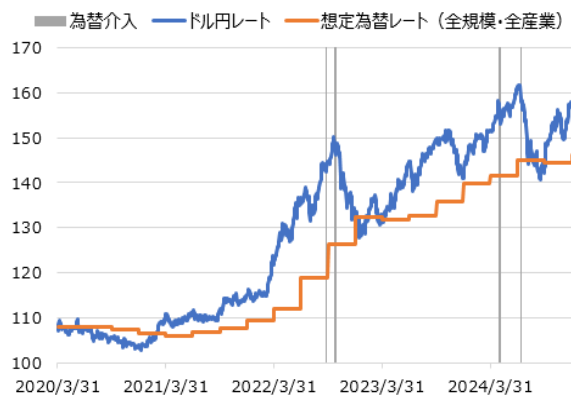
- ・ 米国では、市場の織り込む利下げ幅が、大統領選後に縮小した。ただし、景気見通しの好転に沿った動きで、政策反応関数への不確実性が増している訳ではないだろう。FRBは、関税による一時的なインフレ上振れより、景気重視のスタンスを続けると見られる。
- ・ 日銀は、年2回程度の利上げを継続すると予想。予想物価上昇率（図1）が2～3年後に2%まで上昇していた際に、1.5%程度の金利になっていれば問題ない（ビハインドザカーブに陥らない）と考えれば、利上げペースを加速する必要はないと言える。
- ・ 為替レートが、介入にも迫られず、想定為替レート（図2）は維持して輸出企業の利益下方修正にも至らず、となる狭域的を狙いつつ、家計・企業の物価観の変化を待つのがベストケースだが、どちらかと言えば的を上を外す方を良しとするのではないか。

【図1】 予想物価上昇率



データ出所：日本銀行「多角的レビュー」（2024年7-9月期時点）

【図2】 企業の想定為替レート



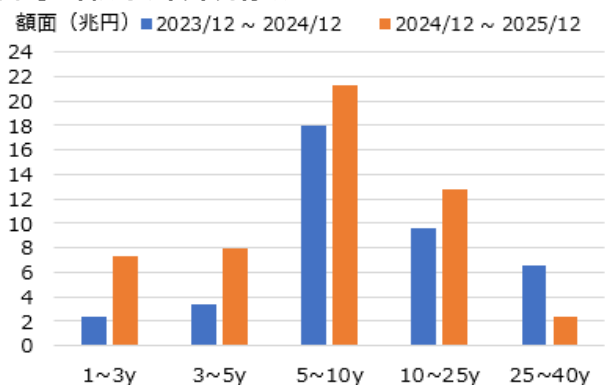
データ出所：日本銀行、BloombergよりPGIMジャパン作成（2025年1月時点）

日本経済 注目の経済指標・イベント (続き)

● 国債需給見通し

- 少数与党でも財政の急拡大は避けられ、財務省は来年度発行計画で発行短期化を実現。一方、日銀買入オペの減額（QT）は10年以下が中心のため、長い年限のネット発行額は2兆円にとどまる見込み（図3）。需給的には、昨年までの超長期スティープ化の反転が起きやすい。
- 日銀QTの裏側で起こる、銀行の日銀当預からの代替運用ニーズは30兆円程度あり、5年以下の需給は盤石そうだ。
- 10～15年辺りは相対的に脆弱だが、ターミナルレートに関するテールリスク意識の低下やボラティリティ低下によるキャリー狙いの需要増大が下支えすると見られる。ただし、参院選時に財政懸念が再燃する局面では、弱含むだろう。

【図3】 年限毎のネット発行額



注：発行・償還・日銀買入を加味した市中残高の変化額
データ出所：財務省、日本銀行、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティングよりPGIMジャパン作成（2024年12月時点）

国内債券市場

● 国債：2024年の振り返りと2025年の見通し

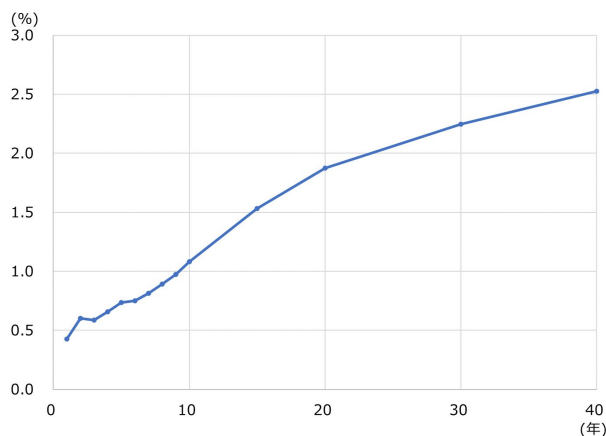
- 2024年は、3月マイナス金利政策撤廃、7月利上げと金融政策が正常化された。8月初旬に、米国景気の大規模悪化懸念を背景に、歴史的な株安を記録する中、日本国債の利回りも急低下したが、長期的な上昇トレンドは維持された。カーブは、利上げにより2年/10年がフラット化する一方、需給懸念から25年/40年はスティープ化した。
- 2025年を見通すと、低い潜在成長率を小幅に上回る過熱感なき景気拡大の下で、賃金とサービス価格が相互に影響して上昇し、日銀の半年に1度程度の利上げが続くだろう。緩やかながら着実に進む日銀QTと相まって金利上昇予想だが、米トランプ政権の政策運営や欧中経済の落ち込みがリスク。
- 市場は決め打ちできず、急速な連続利上げを織り込むことはないと思うが、淡々と利上げが続き、振り返ればゆっくりと長期金利が上がっている姿をイメージしている。
- 目先は、米国の関税・移民政策に注目が当たるが、非常に長い時間をかけて、インフレ期待の上昇、成長期待の低下を促すと見ている。一方、米経済が2022～24年の大規模利上げに対して極めて頑強だった原因が、コロナ禍を機にAIが急速に推進された生産性上昇なのか、不法含めた移民の爆発的な流入なのか、結局的ところ定かではない。25年末にインフレが再燃しているかどうかは試金石で、その後の金融市場に大きな影響を与えるだろう。
- ベースケースと比較して、金利低下カリストは欧中経済の景気後退、金利上昇カリストは日銀が円安を容認する姿勢に転換するシナリオが考えられる。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg（2024年12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12月30日時点）

● クレジット：2024年の振り返りと2025年の見通し

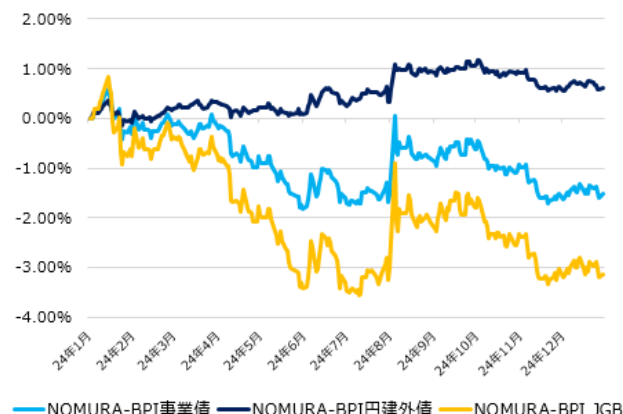
- 国内社債スプレッドは年間で3bp縮小し、円建外債スプレッドは同期間で29bp縮小した。米国を中心にソフトランディング期待が高まるなか、日銀は3月にマイナス金利政策解除およびイールドカーブコントロール撤廃を決定し、その後円金利は上昇傾向となったが、市場はおおむね織り込んでおり、クレジットスプレッドへの影響は限定的だった。7月には日銀は利上げに踏み切り、その後の更なる利上げが示唆された。海外では米国の景気後退懸念が高まり市場はグローバルにリスクオフとなり、これを受けてスプレッドは軟調な動きに転じた。その後、日銀からのハト派的な情報発信および米国での利下げ開始を受けて投資家需要は回復し、スプレッドは底堅く推移した。
- 国内社債の新発債発行額は、2023年対比7.5%増となった。金利先高懸念による前倒し発行需要もあったと見られる。劣後債の発行は活発で、既発の事業会社劣後債の初回コールに伴う借り換えのための発行に加え、日本製鉄など買収関連の大型劣後債起債も見られた。
- クレジット市場の注目点は、引き続き日銀の利上げおよび金利上昇のペースだと思われる。緩やかに金利が上昇していく過程では堅調な投資家需要は継続し、魅力的な利回りがクレジットスプレッドを下支えするだろう。スプレッドの安定的な推移を予想する。特に中期ゾーンを中心とした劣後債およびボリュームプレミアムを払う大型起債案件には魅力的な投資機会があると見込む。買収関連により劣後債の起債が増加する事態が生じた場合には、供給増によるスプレッド拡大を懸念するというよりも、投資機会の増加と捉えたい。一方で、金利のボラティリティが急上昇する場合、投資家需要の悪化によりスプレッドは拡大すると思われるが、このリスクが実現する可能性は現状では低いと考える。
- 本邦社債発行体の信用力はおおむね堅調に推移するとみている。足元、物価上昇および中国景気低迷継続が重しとなる中でも、好業績持続、保守的な財務運営により、総じてレバレッジは落ち着いており、今後もこれらが大きく変化するとはみていない。ただし、例えば自動車業界では、環境変化に伴って収益の二極化が鮮明になった。また、CF創出力が持ち上がるなかで、将来成長のために大型M&Aに踏み切るところもあった。今後も内外景気変化による収益動向や、大型M&A実施による財務悪化には留意が必要だろう。なお、後者に関しては、本邦企業が買収元になるリスクだけでなく、事業ポートフォリオの取捨選択などを通じた被買収リスクも考慮しておくべきだろう。その他リスク要因として、トランプ次期政権の政策・米国のインフレ動向および米国利下げ見通しの変化が挙げられるが、本邦社債発行体のファンダメンタルズを著しく毀損する要因にはなりにくいと現時点では見ている。

【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、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