

エグゼクティブ・サマリー

2025年7月

日本経済

- ◆ 相互関税10%、商品別関税25～50%辺りに落ち着く場合、日本経済は減速するものの、ぎりぎりリセッションにならない程度と見ている。
- ◆ 既に賃上げは幅広い業種で見られており、米関税によって26年春闘を過度に悲観することもないが、急に円安が進まない限り日銀は急ぐ必要がないため、次の利上げを26年1～3月まで待つだろう。

国内債券市場

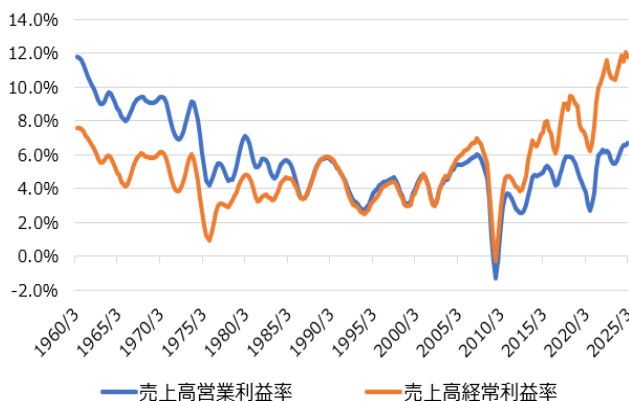
- ◆ 長期金利は、ベースケースでは1.4%を中心としたレンジ推移を予想する。ただし、関税を巡る不確実性は双方向に大きい。財務省は発行短期化を決定したが、需要過多でもないので、超長期セクターは中立の評価とする。
- ◆ クレジット市場では、円金利のボラティリティ上昇がリスクとして存在する中、中期ゾーンの劣後債に投資妙味を見込む。

日本経済 注目の経済指標・イベント

● 企業収益の悪化度合いに注目

- ・ 米国の関税は、中国以外の相互関税が10%に落ち着く一方、商品別の関税は今後追加される商品含め25～50%に維持されると見る。関税の税収を上回る財政政策により、米国景気の下振れリスクは低下している。
- ・ 中国以外の対米輸出国間の競争に影響しないこと、本邦企業の利益マージンが大きいこと（図1）の2点より、GDP項目の輸出の減少は小幅にとどまる見込み。マージン縮小が企業の賃上げ姿勢にどれほど影響するかがポイントとなるだろう。

【図1】 製造業の利益マージン（資本金10億円以上）

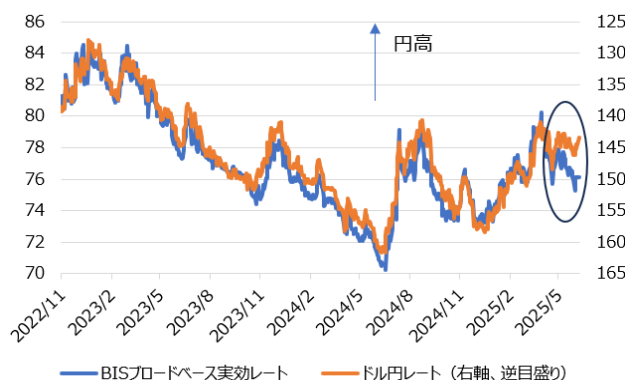


データ出所：財務省よりPGIMジャパン作成（2025年3月時点）

● 内外金融政策見通し

- ・ 米国では、関税率が持続的に上がらない以上、インフレ率上昇は一度きりのものだが、景気への悪影響は、一度雇用減に結び付くと長期化するリスクを孕む。FRBは利下げ再開直前までインフレ警戒ポーズを崩さないとされるものの、雇用悪化時の実際の利下げ反応は鋭いかもしれない。
- ・ 既に賃上げは円安の恩恵を受けた製造業にとどまらず、むしろ構造的な人手不足を背景としたサービス業で目立つので、米関税によって26年春闘を過度に心配する必要はないと思われる。とはいえ、グローバルなドル安が円安の実態を隠す内は（図2）、日銀は利上げが遅すぎるより早すぎる方の失敗を避けようとするだろう。来年1～3月の利上げ再開をメインシナリオで見ている。

【図2】 円実効レートとドル円レート



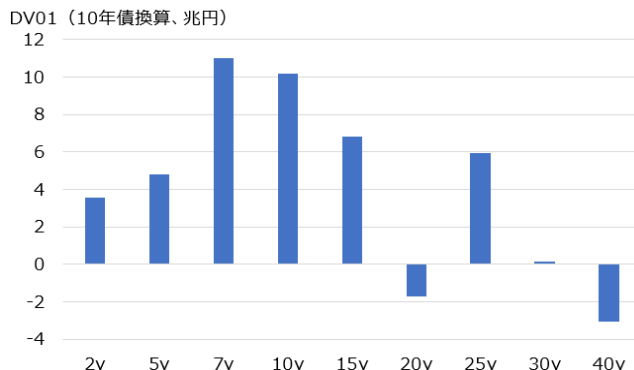
データ出所：BloombergよりPGIMジャパン作成（2025年6月時点）

日本経済 注目の経済指標・イベント (続き)

● 国債需給見通し

- 財務省の発行年限の短期化、日銀の超長期の買入額維持により、20年ゾーンや40年ゾーンのネット発行額はマイナスに転じた（図3）。超長期の更なるスティーブ化余地は限定的だろう。
- 一方、15年や25年ゾーンの需給環境は悪いままであり、超長期全体が一気にフラット化に転じるほどのインパクトはなさそうだ。買入消却や流動性供給入札の区分変更が実施されると、フラット化が本格化するだろう。

【図3】 日銀保有を除く国債発行総額の向こう1年間の変化量（キーレートデュレーション）



注：2025年6月に発表された財務省発行計画、日銀国債買入額に基づく、2026年6月までの1年間の試算。
データ出所：財務省、日本銀行よりPGIMジャパン作成（2025年6月時点）

国内債券市場

● 国債：4-6月期の振り返りと7-9月期の見通し

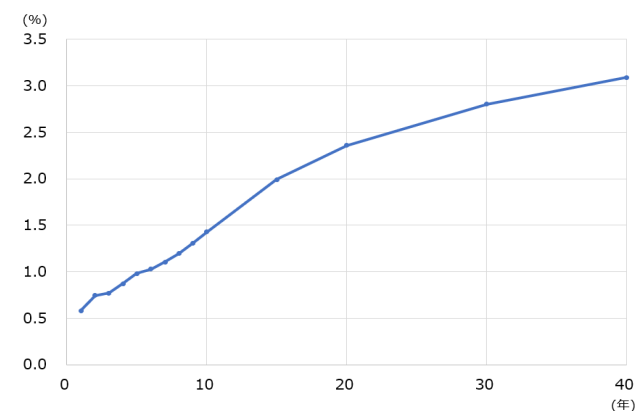
- 4-6月期は、米国関税ショックにより、日銀利上げ期待が後ずれし、10年金利は低下した（図4）。一方、超長期セクターは、ボラティリティが急騰して市場参加者のリスク許容度が低下した局面で、構造的な需給不均衡リスクが顕在化し、急激に金利上昇した。
- 米「解放の日」以前は、日銀の半年に一度程度の利上げが市場に織り込まれていたが、現状は一年に一度程度の織り込みに見える。自動車関税による輸出減のみならず企業収益悪化を通じた賃上げモメンタム鈍化のリスクに言及する日銀の慎重姿勢を踏まえると、違和感のない水準と言える。
- 内外経済が減速するもリセッションにならない程度となるベースケースでは、日銀の次の利上げは26年1-3月期と予想され、長期金利は当面1.4%を中心としたレンジ推移を続けるだろう。
- 米国経済は上下双方向のリスクが存在していると思われる。雇用・消費・住宅投資の悪化は緩やかながら着実に進行しているため、インフレを警戒して利下げが遅れると景気後退の可能性は相応に高いだろう。一方、関税の多くの部分を米国外の輸出企業がかぶり、米国経済にとって減税の影響のみが効く場合、日欧の財政拡張も相俟って上振れリスクも無視できない。それに従い日銀利上げも後ずれ・前倒しリスクが共に大きい。
- 財務省の発行計画の変更で超長期の需給不均衡はかなり縮小したため、参院選の結果を踏まえた今後の政治動向によっては、フラット化する可能性もある。ただし、需要過多ではないので、10年以下の動向に追随する程度の可能性の方が高いだろう。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg（2025年6月30日時点）

【図5】 国債イールドカーブ



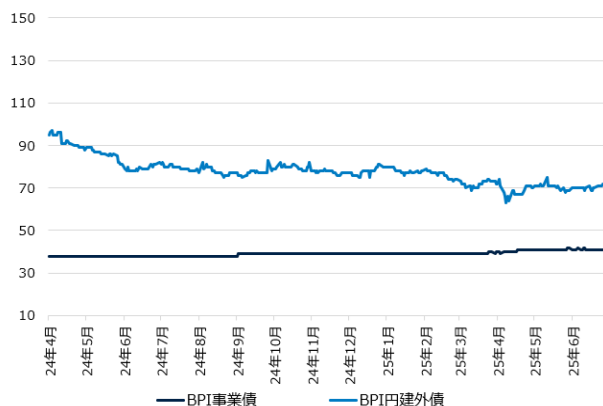
データ出所：日本相互証券（2025年6月30日時点）

● クレジット：4-6月期の振り返りと7-9月期の見通し

- 国内社債スプレッドは4-6月期で2bp拡大し、円建外債スプレッドは同期間で1bp縮小した。トランプ政権による4月初頭の相互関税発表後市場のセンチメントは悪化し、金利のボラティリティ上昇とも相まってスプレッドは拡大した。その後、7月までの期限付きで相互関税が引き下げられセンチメントは改善に向かい、5月の米中の関税合意を経て市場は落ち着きを取り戻した。6月のイスラエル・イランの衝突にも市場の反応は限定的で、良好な需給を背景に期初に拡大したスプレッドは期末に向けタイト化した。
- 国内社債の4-6月期の新発債発行額は5.1兆円となり、前年同期比2.9%増と同期間としては過去最大となった。トランプ政権の相互関税発表後、国債利回りの急変により起債は一旦減速したが、その後はマクロ状況の落ち着きとともに回復した。ソフトバンクグループや武田薬品工業などの大型起債が見られたほか、日本航空など劣後債の発行も活発だった。
- クレジット市場の大きな注目点は円金利のボラティリティだと思われる。財政悪化懸念が意識され超長期主導でさらに金利に上昇圧力がかかる可能性があり、その場合は長期ゾーンの社債の需給にネガティブな影響が及ぶことが懸念される。トランプ関税のリスクは残るが、関税の影響は円社債市場には相当程度織り込み済みと考えられることに加え、米国においては利下げの選択肢があるためグローバルで顕著なリスクオフになる可能性は低いと考える。中期ゾーンを中心とした劣後債に投資魅力があるという見方を維持する。
- 本邦社債発行体の信用力はおおむね堅調に推移すると見ている。米国による追加関税の影響は、これまで自動車業界が顕著だったが、8月以降、日本からの全輸出品目に対して25%の追加関税が課される見通しとなり、製造業中心に多くの業種の収益に影響が広がる可能性がある。ただし、一般的に言われてきた追加税率の範囲を大きく超えなかったうえ、企業収益やキャッシュフロー創出力が持ち上がっている中でもあるため、関税の影響がクレジットファンダメンタルズを全体として著しく脅かす可能性は低いとみる。米関税政策変更による米財政悪化懸念から円安が修正されており、エネルギー関連などの輸入産業にとってプラスの影響が出ている点も見逃せない。他方、円安修正は、海外に成長余地を求める大手企業のM&A活動を後押しする可能性があるだろう。資本効率向上を求める株主要請も相まって、レバレッジが高まりやすい環境にはある。結果として、これまでのように格下げを上回る格上げを期待することは難しくなりつつあると考えられるだろう。

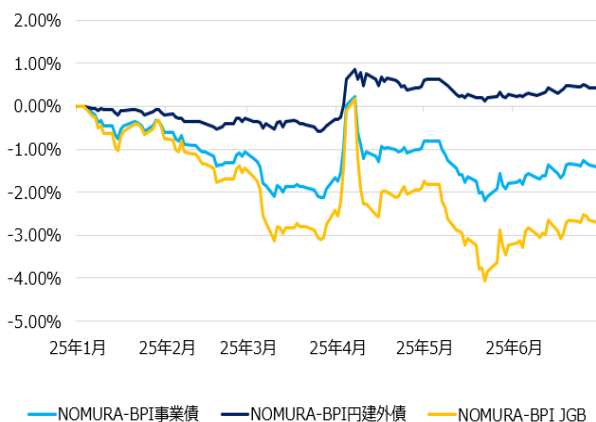
【図6】 対国債スプレッド

(ベースポイント)



データ出所：野村総合研究所（2025年6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（2025年6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。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会