

エグゼクティブ・サマリー

2025年10月

日本経済

- ◆ 高市政権の方向性としては、財政支出の増加、企業の投資促進を通じて、強い需要を創出し、賃金上昇、高成長を目指すというものであろう。政策実現には他党との連携が鍵となる。
- ◆ 名目賃金の上昇に加え、インフレの一旦の鈍化があれば、実質賃金の上昇も期待でき、日本経済は緩やかな回復を継続する。米国の対日自動車関税が15%にとどまり、来春の春闘に向けての懸念は後退した。

国内債券市場

- ◆ 遅くとも2026年1月までに日銀は利上げを実施するだろう。長期金利は、1%台後半の推移を予想する。
- ◆ 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、引き続き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

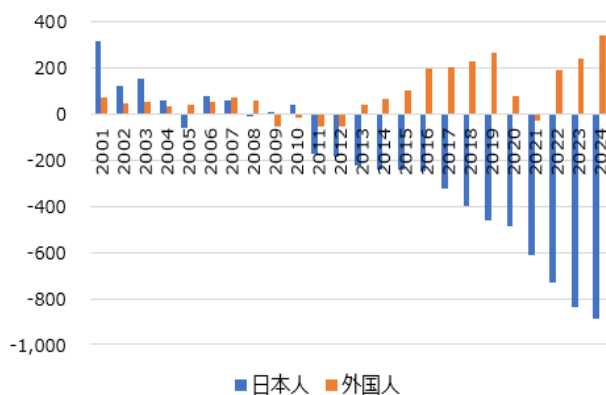
● 総人口減少と外国人人口の増加

- ・ コロナ禍以降、婚姻件数の急減を背景に出生数が大幅に減少する一方で、外国人人口は大幅に増加している（図1）。日本経済にとっては、外国人人口の増加は個人消費など需要押し上げ効果をもたらすが、供給面でもプラスの効果がある。労働力人口は、外国人の流入に加え、女性を中心とする労働参加の進展もあり増加傾向にある。
- ・ 日本では65歳以上の高齢者が全体の30%を超える一方、20～30代の人口は全体の20%程度にとどまる。これに対し、外国人人口は20～30代を中心に増加している。
- ・ 中長期的にみると、外国人人口が増加基調を保つかは不透明だ。主な流入元であるアジア諸国は少子高齢化を迎えつつある。また国籍別では中国以外の地域からの増加が目立つ。日本の賃金水準が相対的な魅力を維持できるかどうか注視される。移民政策の方向性も重要だ。

● 内外金融政策見通し

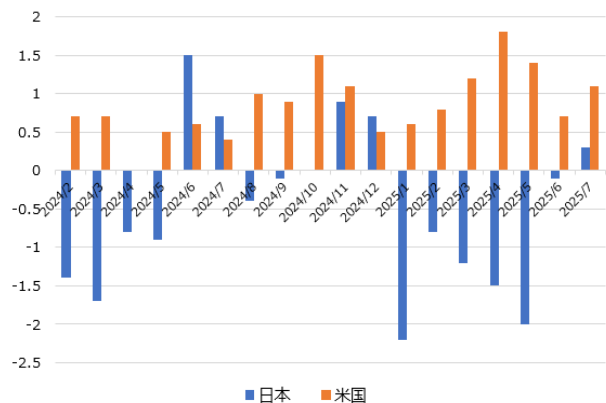
- ・ FRBのドットプロットをみると政策金利の見通しについては委員の間で見方が分かれている。景気後退リスクが高まれば利下げに動くとは思うが、インフレ率が高止まりしている状況では、市場が織り込む程の利下げが実施されるかどうかは流動的だ。
- ・ 日本では長らくインフレ率に対して名目賃金の伸びが追いつかず、実質賃金が低迷する状況が続いてきた。しかし、足元では物価上昇を上回る賃金の伸びが見られ始めており、今後は実質賃金のプラス定着が期待される局面にある（図2）。米国の対日自動車関税が15%にとどまったことから、2026年の春闘を過度に懸念する必要はないと考えられる。一方で、海外景気や関税の経済に与える影響には不透明感が残っており、日銀は利上げのペースについて慎重な姿勢を維持すると見られる。

【図1】 総人口減少と外国人人口増加（前年比、千人）



データ出所：総務省よりPGIMジャパン作成（2025年9月時点）

【図2】 実質賃金（前年同月比）

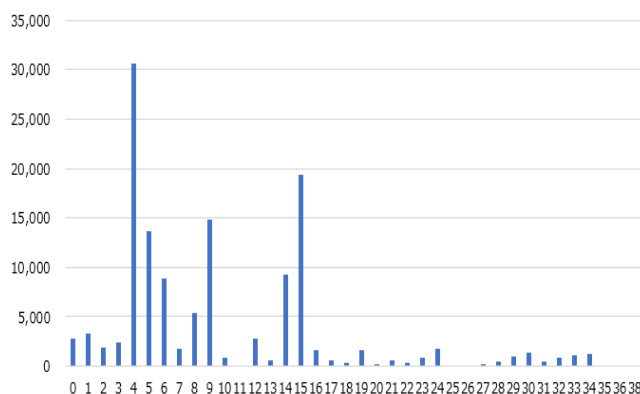
データ出所：厚生労働省、米労働統計局よりPGIMジャパン作成（2025年7月時点）
注：帰属家賃を含むベースで算出。米国は週給データ。

日本経済 注目の経済指標・イベント (続き)

● 国債需給見通し

- 過去1年の流動性供給入札で発行された銘柄を確認すると、超長期セクターの中では残存15年セクターの発行が多い。全体で13.3兆円ほど発行されたが、残存21年から40年の発行額は1.1兆円ほどであった。
- 財務省による国債発行計画の見直しにより、超長期債の需給不均衡は緩和されたものの、高市政権の財政拡張的な姿勢を背景に、利回り水準は当面横ばい圏で推移するだろう。
- 今後決定される補正予算については、年度間調整の余地があるほか、自民党内には財政健全化を重視する声も根強く、カレンダーベースでの国債発行総額の大幅な増加は見込みにくい。ただし積極財政への警戒感の払拭されにくい状況だ。

【図3】 流動性供給入札 年限別発行額 (過去1年間、億円)



注：額面ベース。2024年10月～2025年9月発行銘柄の、2025年9月時点の残存年限で表示。
データ出所：財務省よりPGIMジャパン作成（2025年9月時点）

国内債券市場

● 国債：7-9月期の振り返りと10-12月期の見通し

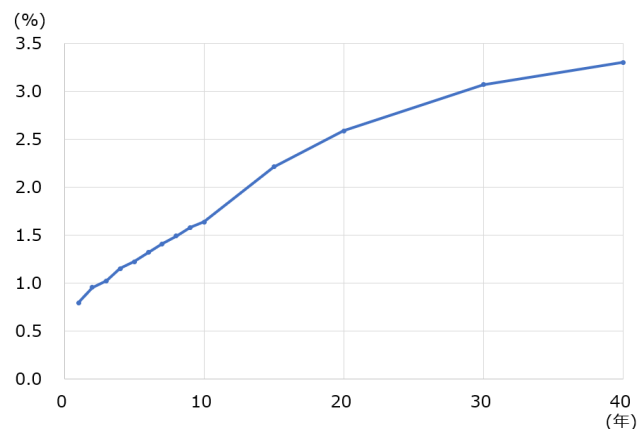
- 7-9月期には長期金利が上昇した。7月には財政懸念が意識され、超長期債の値動きが大きくなり、イールドカーブはスティープ化した。参院選に向けて与党が過半数割れとなるとの観測が広がり、国債利回りは上昇したが、選挙結果が想定範囲内に収まったことから、選挙後は財政懸念を背景とした超長期債の金利上昇は一服した。7月23日には日米間の関税交渉が合意に至ったとの報道がサプライズとなり、市場は大幅な株高債券安で反応した。その後日本銀行の早期利上げ観測が高まり、短中期債を中心に国債利回りが上昇した。
- 米国経済は雇用、消費の減速が見えてきているが、利下げの余地も大きいと急速な悪化は避けられるであろう。
- グローバル経済が減速するもののリセッションには至らないとの前提に立てば、日銀は遅くとも2026年1月までに利上げを実施し、7月頃に政策金利が1%に達するとの織り込みは維持されるであろう。長期金利は、1%台後半の推移を予想する。
- どこまで利上げが実施されるかについての議論は始まったばかりだが、名目1%程度で一旦利上げが停止すると予想する向きもある。その背景には、中立金利を保守的に見積もり、1%程度と捉える見方に加え、中立金利はそれ以上としつつも、グローバルな景気サイクルの影響により利上げがその水準で止まると考える見方がある。

【図4】 10年国債利回りの推移



データ出所：Bloomberg（2025年9月30日時点）

【図5】 国債イールドカーブ

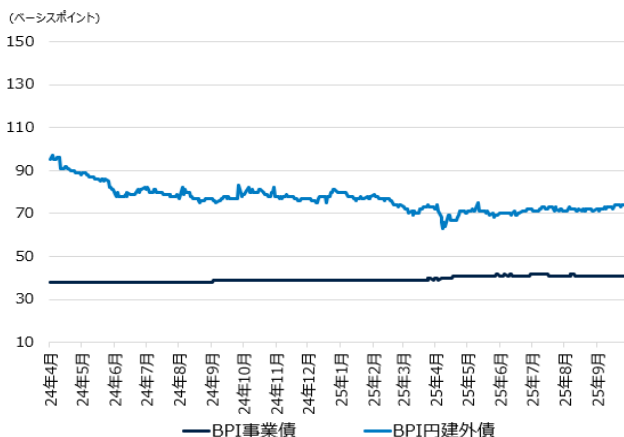


データ出所：日本相互証券（2025年9月30日時点）

● クレジット：7-9月期の振り返りと10-12月期の見通し

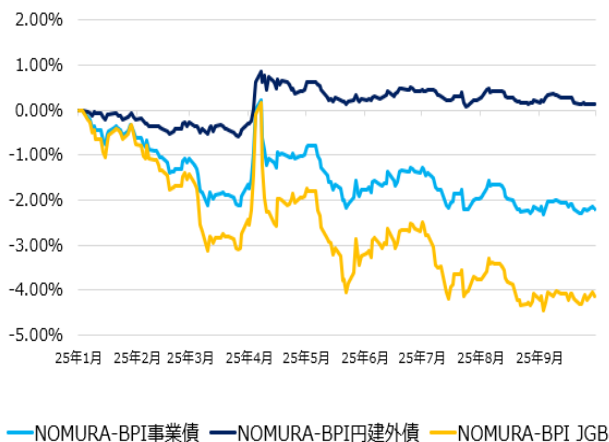
- 国内社債スプレッドは7-9月期で変わらずで、円建外債スプレッドは同期間で1bp拡大した。国内では参議院選挙が行われ、自公連立与党が過半数割れとなった。結果を受けて野党との政策運営による財政拡張懸念から金利は上昇傾向となったが、クレジットへの影響は限定的だった。海外ではトランプ政権の関税政策によるマクロ景気等への影響が明確には顕在化せず、9月には米国で利下げが行われた。また、日米通商交渉も妥結に至ったことで、総じてリスクセンチメントは良好な状況となりクレジットスプレッドは総じて堅調な推移となった。
- 国内社債の7-9月期の新発債発行額は4.0兆円となり、前年同期比6.5%減となった。円長期金利の上昇をうけて、10年以上の起債額は前年同期比で大幅に減少し、短中期ゾーンに起債が集中した。また、海外市場ではNTTファイナンスや日産自動車など、本邦企業による大型起債が見られた。
- クレジット市場の注目点は円金利のボラティリティだと思われる。国内の政治情勢に不透明感はあるが、基本的には財政拡張の方向性になりそうで、長期および超長期金利への上昇圧力は継続すると思われる。絶対値へのニーズがサポート要因となるものの、長期ゾーンの社債の需給にネガティブな影響が及ぶ可能性もある。トランプ関税のリスクは相応に減少してきた。米国景気は緩やかに軟化する中、利下げを通じて顕著なリスクオフになる可能性は低いと考える。引き続き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、製造業中心に幾つかの業種の収益に影響が広がる可能性がある。ただし、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見る。

【図6】 対国債スプレッド



データ出所：野村総合研究所（2025年9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9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、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