Promotional material published by Metzler Asset Management

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 10

March 5, 2025

ECB はすでにハト派の領域へ

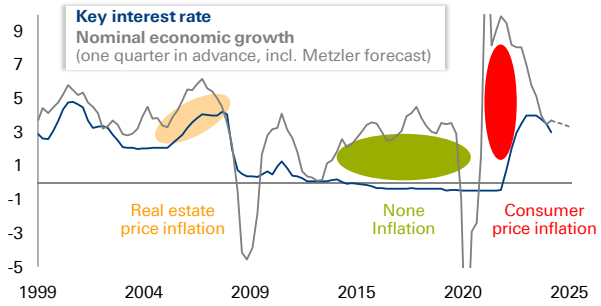
ECB： 中立金利はどこにあるのか？

欧州中央銀行（ECB）理事会メンバーのイザベル・シュナーベル氏とドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）総裁のヨアヒム・ナーゲル氏は最近、政策金利を過度に引き下げることに警鐘を鳴らしました。これらの発言には、中立的な政策金利がどの水準にあるのか、また金融政策がどの金利水準から拡張的または引き締め的になるのかという問題を投げかけています。

昨年、政策金利が4.0%であったにもかかわらず、ユーロ圏経済は6月までに0.8%の経済成長を記録しました。これは推定される潜在成長率（1.0%～1.2%）をわずかに下回る水準であり、金融政策が極端にタカ派的ではなかったことを示しています。したがって、中立的な政策金利は、しばしば引用される2.0%よりも高い可能性があります。我々は、名目成長率のトレンドを分析することは、中立金利を予測するための実用的な指標であると考えています。

ユーロ圏：政策金利予測する実用的な指標

政策金利（%）および名目 GDP 成長率（前年比%）



Sources: ECB, Eurostat, Metzler; as of February 15, 2025

ユーロ圏の名目経済成長率は、2024年第3四半期に約3.5%に達しました。一方で今後の四半期では3.0%まで減速すると我々は予想しています。これは、中立的な政策金利が約3.0%である可能性を示唆しており、現在の政策金利2.75%はすでに緩和的な金融政策であることを意味しています。この観点から、更なる利下げに慎重な見方を示すシュナーベル氏とナーゲル氏の見解を我々は支持します。

それにもかかわらず、最近のマクロ経済データは低調であるため、今月のECB[理事会（3月6日予定、日本時間）で政策金利が25ベーシスポイント引き下げられ、2.5%になると予想しています。一方、ユーロ圏の労働市場は、主に南欧諸国の堅調な成長によって、これまでのところ良好な推移を見せています。過去最低水準の失業率は、今年の大幅な利下げに慎重になるべきもう一つの根拠となると考えられます。したがって、預金金利は4月に2.25%まで引き下げられ、利下げはその後打ち止めになると我々は予想しています。ユーロ圏のインフレ率は2月に2.3%まで低下し、早晩ECBのインフレ目標である2.0%近辺に収まる可能性が高くなっているためです。今後数カ月間で、インフレ率は2.0%を下回る水準で定着すると予想していますが、1.5%を下回ることはないと考えています。

しかし、もしドナルド・トランプ大統領がEUからのすべての輸入品に対して25%の制裁関税を実行した場合、状況は一変しそうです。ユーロは対米ドルで下落する可能性がありますが、競争力の低下を完全に補うことは難しいでしょう。その結果、欧州経済はマイナス成長の衝撃に直面する恐れがあり、ECBは政策金利を1.0%まで引き下げるかもしれません。しかし、現時点では、建設的な交渉による解決が図られると我々は予想しています。

ドイツ連邦議会選挙の影響

新政府は、以下のような重要な課題に直面しています。

- 移民政策：低技能移民の流入を抑えつつ、早急に必要とされる熟練労働者を惹きつける政策の実施。
- 国防力の強化：ロシアに対抗するため、防衛費の増額とウクライナへの継続的な支援の実施。
- 経済復興の実現：再び「ヨーロッパの病人」となることを回避するため、長年の停滞から脱却し、「アジェンダ2010」に着想を得た経済改革を推進。

フリードリヒ・メルツ氏は、驚くほど柔軟な姿勢で債務制限（デットブレーキ）の緩和に前向きであり、ドイツ連邦軍（ブンデスヴェーア）に追加で2,000億ユーロを確保することを検討しています。この措置を旧連邦議会でSPD（社会民主党）および緑の党と共に推進しようとしていますが、最大の焦点は、メルツ氏が社会民主党を説得し、大規模な改革アジェンダを実現できるかどうかにあります。

果たして、「大きな妥協」が成立するのでしょうか？すなわち、法人税の引き下げ、官僚主義の削減、実用的な移民政策と引き換えに、最低賃金の引き上げと財政政策の柔軟化が実現するのでしょうか。

もしメルツ氏がこの橋を架けることに成功すれば、ドイツは再び軌道に乗るでしょう。しかし、失敗すれば、次の選挙で右派政党が主導権を握るリスクが高まると考えています。

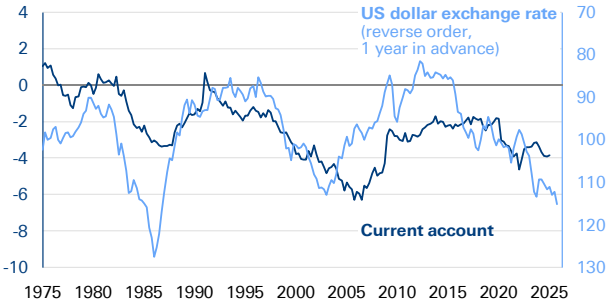
米国：保護主義のアキレス腱としてのドル

ドナルド・トランプ政権下での米国の保護主義への転換は、第二次世界大戦後に誕生した、開かれた貿易重視の世界秩序の終焉を意味しています。トランプ氏の経済政策の中心には、米国の慢性的な貿易赤字との戦いがあり、これを米国産業衰退の主因と見なしていることにあります。しかし、彼は強いドルの中心的な役割を見落としているようです。1980年代以降の資本移動の自由化によって、ドルは人為的に高く維持され、米国経済の競争力を損なってきました。トランプ氏は関税の大幅な引き上げによって米国産業を救済することを目指していますが、肝心の過大評価されたドルに関しては、ほとんど手をつけていません。仮に大幅な輸入関税を導入したとしても、ドルがさらに上昇すると、輸出品の価格が上昇し、関税を課しても輸入品の競争力が維持される可能性が高いと考えられます。そのため、意図的に通貨安誘導を実施しなければ、保護主義政策は効果を発さないだけでなく、むしろ貿易赤字を悪化させるリスクがあると考えられます。

今後数四半期にわたり、貿易赤字（3月6日発表予定、日本時間）および経常赤字は大幅に悪化すると予測されています。

強い米ドルが今後数四半期で経常収支を大幅に悪化させる可能性

経常収支（GDP比%）および実質貿易加重米ドル為替レートの指数



Sources: JP Morgan, OECD, Metzler; as of February 15, 2025

最終的に、通貨調整ではなく関税を通じて貿易赤字を是正しようとするならば、米国産業をさらに弱体化させ、世界経済の不安定化を招く可能性があると考えています。

強い米ドルは、米国製造業の従業員数（雇用統計、3月7日発表予定、日本時間）の持続的な減少につながる可能性が高いでしょう。2025年1月時点で、製造業の従業員数は約1,276万人で、2024年1月より約10万人少なくなっています。貿易赤字の悪化と製造業従業員の減少は、米国のドナルド・トランプ大統領にとって好ましくない状況でしょう。問題は、彼がどのように反応するかです。本来であれば、米ドルを弱体化させるべきですが、関税の対立をさらに悪化させる可能性も考えられます。また、現時点では失業率は安定していますが、厳格な移民政策により、雇用の成長が鈍化する可能性もあるでしょう。

メッツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損
8.) 害について一切責任を負いません。
9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10.)本資料に紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11.)本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12.)本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2　富国生命ビル23階
Tel：03-3502-6610（代表）Fax：03-3502-6616
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第467号
加入協会　一般社団法人　日本投資顧問業協会

W25-008