Promotional material published by Metzler Asset Management

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 11

March 13, 2025

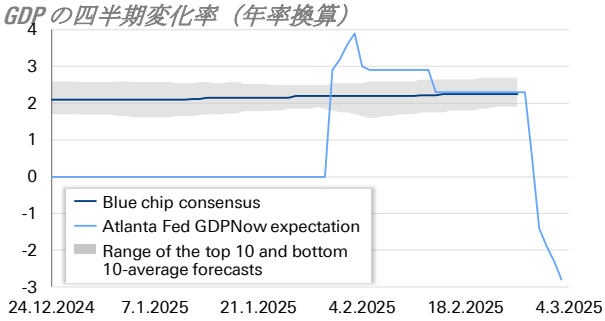
米国経済はスタグフレーションへ向かっているのだろうか？

米国：ネガティブなシグナルを示す予測モデル

アトランタ連邦準備銀行は、四半期ごとの経済成長を予測するモデル「GDP Nowcast」を開発しました。このモデルは、四半期開始時に消費や投資など各 GDP 構成要素に関する予測を立て、期間中に発表される経済データを反映し、予測を更新します。四半期が進むにつれて予測の精度が向上します。

現在、このモデルは第 1 四半期の経済成長率を -2.8% と予測しており、これは景気後退（リセッション）に該当します。

米国の成長見通しの低下
GDP の四半期変化率（年率換算）



Note: The top 10 average forecast is the average of the 10 highest (lowest) forecasts in the blue chip survey.
Sources: Blue Chip Economic Indicator, Blue Chip Financial Forecasts, Metzler; as of March 5, 2025

詳細を見てみると、「GDP Nowcast」は海外との貿易による成長への寄与を -3.6 ポイントと見積もっています。1 月に貿易赤字が大幅に悪化したため、多くの海外輸出企業が関税引き上げを懸念し、事前に出荷を前倒ししたと考えらます。これらの製品は当面在庫として積み上がる可能性が高く、その結果、反動による同程度のプラスの成長寄与が今後見込まれます。

したがって、GDP Nowcast による予想成長率は上振れする可能性がありますが、それでも 0.8%程度にとどまる見通しです。

その理由として、モデルは第 1 四半期の個人消費の減速を折りこんでいない点が挙げられます。個人消費は 1 月時点で非常に弱く、加えて、労働市場の鈍化も今後影響してくる可能性があります。全体的には、米国経済は成長の鈍化に直面する可能性が高いと言えます。こうした状況を踏まえると、2025 年の経済成長率 2.0%というメッツラーの予測は楽観的すぎるかもしれません。
また、3 月 12 日（水）に発表された CPI は、予想を下回る伸びにとどまり、過去数カ月にわたって停滞していたインフレ抑制に一定の進展が見られる内容となりました。ただし、トランプ大統領による関税の影響がまだ顕在化していない可能性もあり、関税の引き上げが価格上昇を招き、移民政策の変更によって賃金が上昇する可能性があるからです。

総合的に判断すると、現在の米国経済は「ミニ・スタグフレーション」にあると考えています。

ドイツ：国防とインフラ投資向けに債務制限を緩和

将来、CDU/CSU と SPD が手を組む可能性のある連立政権は、債務上限の大幅な緩和を計画しています。GDP の 1%を超える国防支出は、今後、財政赤字制限の対象外となる見込みです。さらに、5,000 億ユーロ規模のインフラ基金が 10 年をかけて設立され、そのうち 1,000 億ユーロは連邦州および地方自治体に配分されます。今後、連邦州は GDP の最大 0.35%までの予算赤字が可能となり、従来の厳しい債務規制が緩和されることになります。

こうした資金は、民間による安全、災害管理、交通、医療、エネルギー、教育、研究、デジタル化の分野に投資される予定です。現連邦議会は、政府交代前にこの改革を通過させる見込みです。

この方針転換は、財政政策における転換点を意味します。次期首相フリードリヒ・メルツ氏とその連立政権は、地政学的な課題に対応し、ロシアとアメリカに対して明確に安全保障政策のシグナルを送っています。また、ドイツの投資の遅れを解消することも目指しています。2025 年末までには、債務制限のより踏み込んだ改革が実行されると予想されていますが、新しい連邦議会の抵抗も予想されます。いずれにしても、ドイツが財政

的な余裕を有効に活用しようとしているということです。これは将来、広範囲な影響があるかもしれません。

現在、ヨーロッパは、急速に軍事支出を増加する必要があるという課題に直面しています。キール経済研究所による 150 年間にわたる 22 カ国の歴史的な分析によると、軍備増強に係る費用はこれまで、債務と税金の引き上げによって賄われ、他の経費の削減は副次的な役割のみを果たしてきたことが知られています。軍備が増大するほど、赤字財政の規模も大きくなります。キール経済研究所の著者らは、ドイツとヨーロッパは短期的には債務で資金を調達し、中期的には税金の引き上げや補助金削減を検討すべきだと主張しています。過去の教訓として、1930 年代のイギリスがあります。イギリスは、ナチス・ドイツの脅威に対して財政的な慎重さから反応が遅れたため、重大な影響を受けました。

3 月 25 日に新しい連邦議会が開催される前に CDU/CSU と SPD は、この対策パッケージを通過させることを目指しています。現在の議会では、緑の党を併せると 2/3 の多数派を有していますが、連邦参議院（Bundesrat）では、追加の票、たとえば左翼党や自由投票者（Freie Wähler）からの支持が必要です。連邦参議院では、財政的に保守的な党は態度を留保していることから、状況はより厳しいですが、例えば CSU から自由投票者への政治的圧力が多数派を確保する可能性があります。

法的観点から見ると、現行議会が憲法改正を決定するという手続きは難しいものですが、連邦憲法裁判所が介入する可能性は低いと考えられています。

全体的に見ると、期待される改革は、ドイツおよびヨーロッパの成長見通しを大きく改善します。現在、我々のユーロ圏成長率予測はコンセンサスを大きく上回る 1.5%ですが、現在の動向から、その予測は正当化されると感じています。また、ECB（欧州中央銀行）による利下げは市場の予想よりも少なくなると考えており、2.25%までの利下げになると予想しています。

インフレリスクについては、現在、設備稼働率が非常に低いため、それほど大きくないと見ています。また、アメリカが EU に対して 25%の関税を課すことによる影響も予想されます。

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

W25-009