Promotional material published by Metzler Asset Management

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 14

April 2, 2025

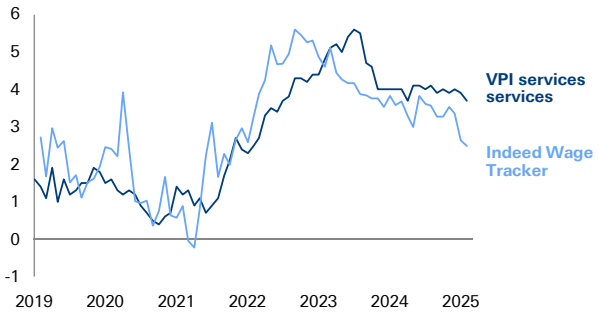
インフレは今のところ欧州にとって脅威ではない

サービス部門のインフレに焦点を当てた ECB の金利政策

ECB 理事会のメンバーは最近、ECB が特にサービス部門のインフレ動向に注目していることを繰り返し強調しています。サービス部門は海外の影響をほとんど受けないため、国内の物価圧力を的確に反映する傾向があります。また、国内の物価圧力は賃金動向によって強く左右され、サービス部門では生産性の伸びが低いため、賃金動向はほぼそのまま単位労働コストに影響する傾向があります。

先週、人材サービス会社の Indeed が 2 月の「Wage Tracker」を発表しました。この指標は、足元の賃金動向をタイムリーに把握できる指標であり、サービス部門のインフレを早期に予測する上で非常に有効な先行指標となっています。

ユーロ圏：インフレは低下傾向
サービス部門の消費者物価指数および Indeed Wage Tracker（前年比%）



Sources: Indeed, Eurostat, Metzler; as of February 28, 2025

Wage Tracker によると、2 月の賃金上昇率は 2.5%まで低下しています。また、3 月のサービス部門のインフレ率は市場予想をわずかながらも下回ったため、ECB が 4 月に利下げを実施する可能性があります。しかし、その後は ECB が追加で利下げを行う可能性は低いと予想しています。というのも、ここ数年、欧州では経済停滞が続いていましたが、ユーロ圏の失業率（4 月 1 日発表、予想 6.2%：結果 6.1%）はすでに 2024 年 10 月に過去最低の 6.2%まで低下し、その水準が現在まで維持されているためです。

また、ドイツの財政政策転換を背景に、ECB が政策金利を過度に引き下げれば、労働市場の過熱によってインフレが再燃する恐れがあります。さらに、ドイツの新規受注（4 月 4 日発表予定、日本時間）などの実体経済データはここ数カ月横ばいが続いているものの、大幅な減少は見られず、過度に悲観的な企業景況感指数が示すほどの弱さは見られていません。

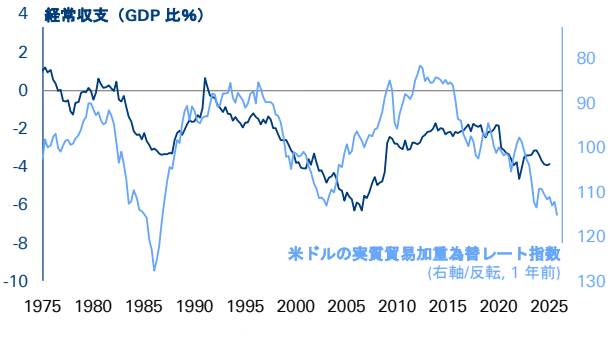
仮に経済が急激に回復すれば、企業は生産能力を迅速に拡大できず、受注残が大幅に増加する可能性があります。これがさらなる価格上昇の余地を生むことにもなりかねません。

米国：過度なドル高に苦慮

米ドルの実質貿易加重為替レートで測ると、米国産業の競争力は 1985 年以来最低水準となっています。当時は米ドルがバブル状態にありました。

当時、米国の非常に高い金利が大量の海外資本を呼び込み、その結果、経常収支は均衡状態から GDP 比-3.0%の赤字へと悪化しました。これは当時としては異例の大幅な赤字でした。

強い米ドルは今後数四半期で経常収支の大幅な悪化を招く可能性がある
経常収支（GDP 比%）および米ドルの実質貿易加重為替レート指数



Sources: JPMorgan, OECD, Metzler; as of February 15, 2025

足元の状況は過去と類似しています。米ドル高は、今後数カ月にわたって経常収支および貿易収支（4 月 3 日発表予定、日本時間）の悪化を引き起こす可能性が高いでしょう。米国のドナルド・トランプ大統領が目指す貿易収支の改善という目標を達成するためには、米ドルが大幅に下落する必要があり、米国政府は、おそらく米ドルを緩やかかつ秩序ある形で弱めようとするでしょう。し

かし、関税による脅しはほとんど効果がなく、貿易収支への影響も限定的だと考えられます。

もっとも、基本シナリオでは成長の鈍化は見込まれるものの、景気後退には至らないと予想しています。したがって、ISM 指数（製造業：4 月 1 日発表/予想 49.9：結果 49.0、非製造業：4 月 3 日発表予定、日本時間）や雇用統計（4 月 4 日発表予定、日本時間）など、経済指標は安定した結果となると見込んでいます。

日本：良好な成長と高いインフレ

日本経済は順調に成長しており、インフレ率は約 2.0%となっています。デフレ環境では、企業は価格決定力を持たず、企業利益は停滞ないしは減少します。インフレが復活することで、企業は再び価格を引き上げ、利益成長を実現できるようになります。例えば、MSCI ジャパン構成企業は、1989 年から 2012 年までの利益成長率は年間平均-0.9%でした。しかし、2013 年に日本で今なお続いている経済政策「アベノミクス」がインフレの正常化を目指して始まって以来、日本企業の利益成長は加速し、年間平均 8.3%の成長を果たしています。

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
W25-012