Promotional material published by Metzler Asset Management

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 15

April 9, 2025

ヨーロッパ、関税と低成長の板挟みに

コンセンサス予測の概観

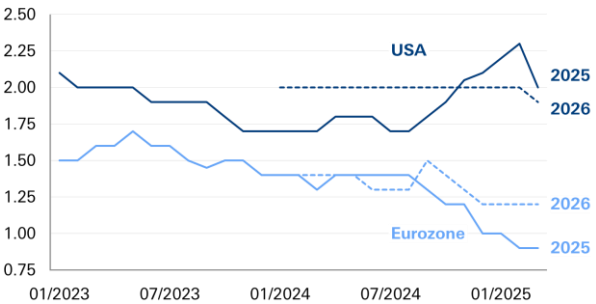
3 月に更新されたブルームバーグ・コンセンサスでは、メッツラーの予想に反し、ユーロ圏の経済成長見通しは修正されませんでした。ドイツでは政府支出の拡大傾向が再び見られるにもかかわらず、ブルームバーグによると、コンセンサス予測では今年の経済成長率は 0.9%、2026 年は 1.2%にとどまっています。ドイツの成長予測は、0.4%から 0.2%へとさらに引き下げられ、依然としてヨーロッパに対する見方は非常に慎重であることが窺えます。

一方で、メッツラーはやや楽観的で、2025 年と 2026 年の経済成長率を共に 1.0%と見込んでいます。

その理由は、ECB（欧州中央銀行）による政策金利の引き下げがすでに融資残高の拡大と信用のポジティブな刺激につながっていることや、ドイツにおける防衛やインフラ分野での政府支出の増加は、長期的な視点に基づくものであるため、経済的不確実性が大幅に低下することによって、消費・投資支出が年後半に回復する可能性があることが挙げられます。これにより、企業は計画の見通しが立てやすくなり、設備投資に前向きになると考えています。

ただし、予想以上に高いアメリカの関税は重荷となるため、メッツラーはユーロ圏の成長見通しを 1.5%から 1.0%に引き下げました。

アメリカ：成長予測の大幅な修正
2025 年および 2026 年におけるコンセンサス成長予測
（ブルームバーグ調べ、単位：%）



Sources: Bloomberg, Metzler; as of March 31, 2025

前述のブルームバーグ・コンセンサスで、アメリカに関しては、2025 年の成長見通しが 2.3%から 2.0%へと大きく下方修正されましたが、メッツラーはアメリカの現状をより悲観的に見ており、成長予測を 0.0%にまで引き下げました。
その理由は以下の通り 4 つあります：

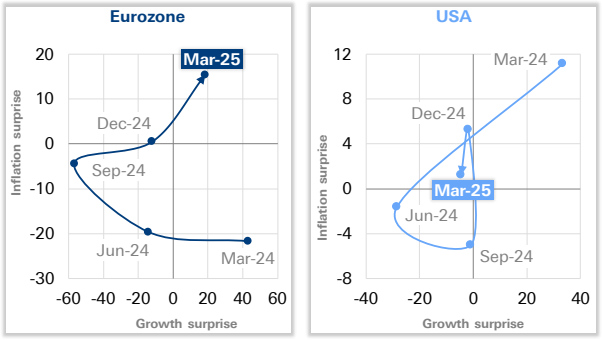
1. **関税の影響で物価が上昇し、実質的な購買力が低下する。**
2. **夏季には個人消費がマイナス成長となる可能性が高い。**
3. **不安定な関税政策が企業の不確実性を高め、設備投資意欲を減退させる（火曜日発表の NFIB 指数を参照）。**
4. **株価の下落が逆資産効果を通じて消費を抑制する。**

インフレ見通しに関する大きな不確実性

生産性の上昇と需要の鈍化により、今後数カ月でアメリカのインフレ率は明確に低下すると予想しています。その一方で、関税の影響や移民の減少による賃金の上昇圧力から、インフレが再び上昇に転じる可能性も想定されます。つまり、どの要因が上回るかが鍵となります。

基本的に、メッツラーではインフレの再上昇リスクを懸念しています（CPI、4 月 10 日発表予定、日本時間）。最近の調査や金融市場におけるインフレ期待の上昇が、インフレ加速のモメンタムを生み出す可能性があるためです。
キール世界経済研究所のマクロ経済モデルでは、米国のインフレ率が最大 9.0%に達する可能性があるとの見方も示されています。

ユーロ圏：ポジティブなモメンタム
シティグループ・サプライズ指数



Sources: Bloomberg, Metzler as of March 31, 2025

興味深いことに、シティグループのサプライズ指数によると、3 月のインフレはアメリカとユーロ圏の両方で市場予想を上回る結果となりました。
インフレはアメリカとユーロ圏の両方で依然として大きな問題であるもかかわらず、ユーロ圏の経済指標はポジティブサプライズだった一方、アメリカに関するマクロデータは期待外れな結果となりました。

このような状況下では、米連邦準備制度（FRB）は本来、政策金利を引き下げるべきではありません。
というのも、いま重要なのは経済成長よりもインフレ対策だからです。この点について、FRB がメッツラーと同じ見解を持っているのかどうか、先日の FOMC 議事録の内容が注目されます。

金融市場では年内に FRB による 3 回の利下げが織り込まれていますが、メッツラーは今年中の追加利下げはないと予想しています。

中国のデフレは深刻な問題である

3 月の中国のインフレ統計は 4 月 10 日（日本時間）に発表されます。2 月には、インフレ率が-0.7%となり、デフレに転じています。

デフレはバランスシート不況の結果として生じており、ここ数年で、家計や企業は多額の負債を抱えるようになりました。また、不動産価格が下落し、家計や企業の資産価値が大きく減少しています。
これにより、多くの経済主体のバランスシートは危機的な状態に陥り、資産効果もマイナスに働いています。
また、不動産市場の価格調整は非常にゆっくりと進んでおり、価格はまだ下がるとの見通しが根強くあります。
本来であれば、価格が急速かつ大幅に下落した場合、その後再上昇するという見通しが立つことが望ましいのですが、現状ではそうなっていません。
このような状況下では、不動産購入のためにローンを借りる人はそう多くいないでしょう。

ここに、デフレ圧力の源があり、アメリカとの貿易摩擦によってさらに悪化する可能性があると考えられます。
しかし、政府支出の大幅な拡大や経済システムの再構築によって、これを打ち消すことも可能です。
例えば、賃金の明確な上昇があれば消費が刺激されますが、一方で企業は投資に回せる資金が減るため、供給の拡大は抑制されます。
つまり、デフレは経済システム不全の「症状」だと言えます。

アメリカとの貿易摩擦による追加的なマイナス要因もあることから、中国政府はより強力な経済対策を講じるのではないかとメッツラーは予想しています。
そのため、私たちはむしろ今後の成長機会に期待しています。

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

W25-013