Promotional material published by Metzler Asset Management

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 16

April 16, 2025

連立合意によって、ドイツ経済は再浮上に向けて準備中

ユーロ圏：ECB（欧州中央銀行）による利下げの可能性は高まっている見込み

世界経済は依然として貿易摩擦による混乱の中にあります。EU やその他の国々に対して関税を一時停止するという発表はあったものの、交渉による解決策の糸口はまだ見つかっていません。現在、中国を除くすべての国に対して基本関税の 10%が適用されています。これはユーロ圏の経済成長にマイナスの影響を与える可能性がありますが、多くの計算モデルによると、その影響は小さいと見積もられています。

4 月 7 日に発表された Sentix 投資家信頼感指数は 3 月発表分の-2.9 から-19.5 へと急落しましたが、EU に対する 20%の関税、そしてそれに伴う金融市場が混乱している最中というタイミングが大きく影響していると考えられます。とはいえ、今後数か月でユーロ圏の経済は多少減速する見通しであり、それは需要の弱まり、ひいてはインフレの低下につながります。同時に、商品価格の大幅な下落も続いています。例えばブレント原油の価格は、4 月初旬来で約 20%下落しています。さらに、ユーロは米ドルに対して上昇しています。
これらを総合すると、今後数か月でインフレ率が目に見えて低下する可能性が高いと考えています。これはすでに金融市場に織り込まれており、今後 12 か月のインフレスワップは現在、およそ 1.3%で取引されています。

このような背景から、ECB（欧州中央銀行）が 4 月 17 日（日本時間）に預金金利を 2.25%まで、25 ベーシスポイント引き下げる環境は整いつつあると考えています。さらに、ECB が今後さらに 3 回の利下げを行い、最終的に預金金利は 1.5%まで低下する可能性もあるとメッツラーは予想しています。

利下げにより、ユーロ圏の経済は恩恵を受ける可能性が高く、またドイツにおける政府支出の拡大と企業寄りの政策を掲げる政権も、ユーロ圏の経済成長を後押しする要因となりそうです。したがって、関税の影響を考慮しても、メッツラーは今年のユーロ圏の経済成長率が 1.0%になると予想を維持しています。

連立合意に対する前向きな評価

CDU/CSU（キリスト教民主・社会同盟）と SPD（社会民主党）による新しい連邦政府は、連立合意を通じて、経済成長と構造改革に向けた明確なメッセージを発信しています。計画されている施策は、近年の停滞期からドイツ経済が再び力強い成長を遂げることを目指しています。その中心にあるのは、成長を促すための財政政策です。防衛費を債務ブレーキの対象外とし、5,000 億ユーロの特別基金を創設することで、今後 12 年間にわたって大規模な政府投資が実行される予定です。2026 年と 2027 年には、GDP の約 1%に相当する財政刺激策が行われると期待されています。

政府による投資は、交通、デジタルインフラ、学校、病院、気候中立的なエネルギー供給などの分野で実施され、直接的な需要効果を生むだけでなく、長期的には経済の供給面も強化することになります。

投資と構造改革の組み合わせは非常にポジティブに評価されており、承認手続きの簡素化、ドイツ国内でのデジタル建築申請システムの導入、官僚的な障壁の撤廃などにより、投資環境と予見可能性が改善されることが期待されています。

同時に、税制改革も進められます。ドイツ企業は 2025 年から減価償却費計上の条件改善の恩恵を受けることになっており、実効法人税率の引き下げも計画されています。これは、ドイツの国際的な企業立地競争力を強化するための重要な一歩です。

また、所得税の減税、外食に対する付加価値税（VAT）の引き下げ、電気料金の低下により、家計も恩恵を受け、消費者の信頼感を高め、内需の安定にも貢献することが期待されます。

連立政権は、労働市場の強化にも取り組んでいます。技能労働者のために新たな移民法、在留資格認定手続きの簡素化、そして効率的な移民統合施策により、少子高齢化によって引き起こされる労働力不足解消に取り組んでいます。また、高齢労働者がより長く就業を続けられるようなインセンティブも設けられる計画もあります。さらに、2026 年までに最低賃金を時給 15 ユーロへ引き上げることは、低所得層の購買力を高め、消費に対してプラスの乗数効果をもたらすと見込まれています。

エネルギー政策も成長志向です。電気税と送電網使用料を引き下げは、家計や企業にとって目に見える負担軽減となり、生産設備やイノベーションへの投資を促進する一方で、グリーントランスフォーメーション（脱炭素への転換）も支援します。再生可能エネルギーと水素インフラを重点的に拡大することで、未来に続く投資効果が刺激されると考えられています。

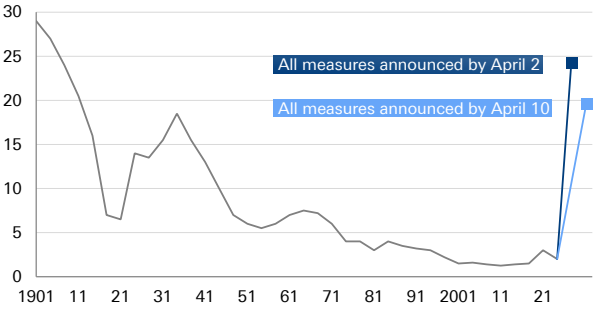
全体として、この連立合意は、より多くの投資、雇用、そして経済の活性化を目指す経済政策の方向転換を示しています。多くの施策はまだ財源の確保が課題となっているものの、経済を活性化させようとする政治的意思は明らかです。これまでに発表されているプログラムが実行されれば、ドイツが低成長を脱却し、新たな経済的レジリエンス（回復力）を築く可能性は十分にあるでしょう。

アメリカ：情報価値に乏しいマクロ経済指標

4 月 2 日の「ブラック・ウェンズデー」の前後では、状況が大きく異なります。その前は、マクロ経済の状況はまだ良好だったため、発表されるマクロ経済データは見かけ上は良い数値に見えるでしょう。しかし、今週も複数の経済指標が発表されますが、関税による不確実性が高まった今となっては、情報としての価値は乏しいと考えられます。

一方、フィラデルフィア連銀景況指数（4 月 17 日発表予定、日本時間）は、調査期間が月の前半であるため、4 月 2 日以降の状況を反映する可能性が高いです。しかし、これは調査（サーベイ）形式であるため、実際の経済の動向というよりは、むしろ景況感（センチメント）を反映する可能性が高いでしょう。

Customs shock on Black Wednesday
Average US duty rate in %



Sources: US ITC, Census Bureau, J.P. Morgan, Metzler

先週水曜日に、多くの国に対して関税の一時停止を発表したにもかかわらず、平均関税率は依然として大幅に上昇する見込みです。
4 月 2 日時点の推計では、関税率が約 4%から 24%に上昇する可能性が指摘されていましたが、最新の推計では、約 20%までの上昇になると見込まれています。これは 1930 年代初頭の水準に近いもので、非常に大きなショックであり、米国は景気後退に陥る可能性が極めて高いと考えられます。
その一方で、米国のインフレ率は依然として高止まりしており、米連邦準備制度理事会（FRB）は積極的に金利を引き下げることができず、利下げを実行するにはマクロ経済データが顕著に悪化するのを待つ必要があります。
このような状況を踏まえ、メッツラーは米国の成長予測を変更せず、2025 年の経済成長率は 0.0%と見込んでいます。

中国：危機モードに入っている

中国ではデフレがますます慢性的になっており、中国国内需要の持続的な弱さを示唆しています。
貿易戦争の影響で、今後数ヶ月間は輸出が大きな打撃を受け、成長を牽引することは難しいと見込まれています。4 月 16 日に発表された GDP は 5.4%成長と市場予想を上回りましたが、アメリカの関税が実行される前に多くの輸出業者がアメリカへの輸出を前倒したこと可能性が高く、一時的に強さである可能性があります。

そのため、中国政府は国内需要を喚起するために大規模な景気刺激策を間もなく実施するだろうと予想しています。今後数ヶ月先を見据えた場合、関税に関する米国との交渉の進展が予想され、アメリカは関税を大

幅に引き下げると同時に中国元が大きく上昇するでしょう。
この交渉は、早ければ来週にも始まる可能性があると予想しています。

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

W25-014