Promotional material published by Metzler Asset Management

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 18

May 1, 2025

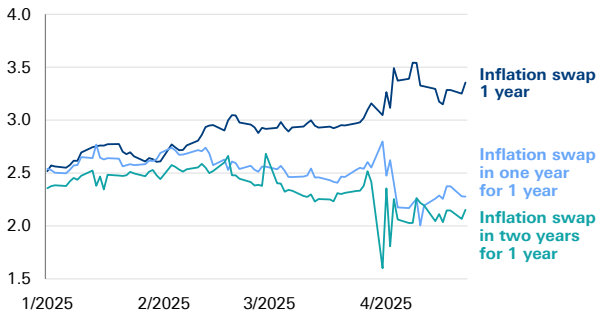
米連邦準備制度（FRB）に対する信頼は揺らぎつつあるのでしょうか？

中央銀行に対する信頼喪失の測定方法

物価の安定を維持することは、一般的に中央銀行の主な政策目標の一つです。
多くの中央銀行は、「物価の安定」をインフレ率 2.0%前後と定義しています。実際には、足元の統計では、インフレ率が 4.0%程度までであれば、国民は物価が安定的であると認識するということが、多くの国で示されているようです。
インフレ率が 4.0%を超えた時に初めて、「インフレーション（インフレ）」という言葉の Google 検索数が増加し始めると言われています。

したがって、金融市場が中央銀行に対して信認を持っている場合、インフレスワップや物価連動国債において、将来にわたって安定的なインフレ率（約 2.0%）が織り込まれることになります。
もちろん、時にはパンデミックや関税措置といった中央銀行がコントロール出来ない外的な「ショック」が発生することもあります。
しかし、中央銀行は、こうしたショックの後にインフレ率を迅速に目標水準へ近づけるように対応します。

FRB は、金融市場において依然として揺るぎない信認を得ている模様
― 関税は持続的なインフレ効果をもたらさないと予想されている
（単位：%）



Sources: Bloomberg, Metzler; as of April 22, 2025

上図では、足元の米国インフレスワップ市場は、FRB への信認を示しているようです。

現在、関税によるインフレ効果のため、今後 12 か月間のインフレ率は 3.5%を少し下回る水準で推移している一方で、その後の 12 か月間（2026 年 4 月から 1 年間）についてのインフレスワップは、インフレ率約 2.3%で取引されており、これは FRB のインフレ目標とほぼ一致しています。

グラフのとおり、1 年後および 2 年後を対象とする 1 年物インフレスワップは、ここ数日のドナルド・トランプ米大統領によるジェローム・パウエル FRB 議長へのプレッシャーにもあまり反応していないことがわかります。
これらのスワップレートは依然として 2.0%付近にしっかりとアンカリングされています。
つまり、金融市場は現在、大統領による FRB 議長へのプレッシャーを、景気が減速した際の予防的な責任転嫁と見なしていると思われます。

しかし、将来的に FRB が米大統領からの圧力を強く受けるような事態になれば、「物価を安定させる」という中央銀行の行動原理が失われ、ドルの大幅な下落と高インフレが同時に進行するシナリオが現実味を帯びる可能性があります。
近年のトルコは、その典型例といえます。インフレスワップ市場は、こうしたニュースの流れに非常に敏感に反応し、中央銀行に対する信認喪失の兆候を早期に示す指標となるでしょう。
とはいえ、現時点では FRB への信認が揺らいることを示す兆候がないことは、朗報といえます。

米国経済に見られる弱含みの兆候

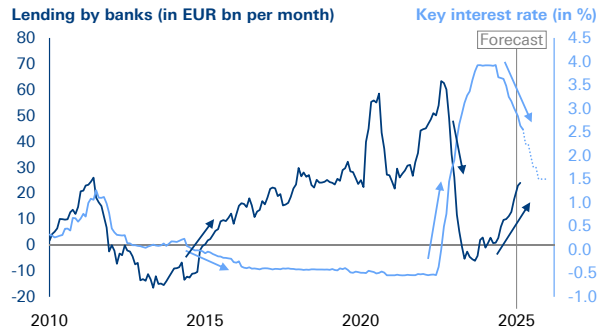
トランプ大統領による関税の引き上げによって、経済的な損失は増加しています。例えば、4 月初旬には、中国からアメリカへ積み荷を運ぶコンテナ船の予約が約 64%減少しました。その結果、アメリカへ到着するコンテナが減少し、アメリカ国内での貨物輸送が大幅に減少しました。
専門家たちは、数ヶ月後には多くのスーパーマーケットの棚が空になる可能性があると予測しています。
しかし、こうしたネガティブな影響が経済データに現れるにはまだ時間がかかりそうです。

一方で、多くの消費者が関税引き上げ前に駆け込みで買い物をしたため、4 月 30 日（日本時間）に発表されたアメリカの個人消費は、強い結果となりました。
堅調な消費は、大幅に悪化した貿易収支が経済成長に与えるネガティブな影響を緩和しましたが、同日発表された第一四半期のアメリカの経済成長（実質 GDP）は-0.3%となりました。

また、労働市場は景気サイクルの後半に影響を受けるため、まだ弱さの兆候は見られないはずです。
求人件数（JOLTS：4 月 29 日発表、予想：752.0 万人、結果：719.2 万人）や非農業部門雇用者数（雇用統計：5 月 2 日発表予定、日本時間）はその指標となります。

ECB の利下げ効果が表れつつある。
昨年 6 月以降の ECB による利下げは期待通りの効果を上げ、ユーロ圏では融資額量が足元で顕著に増加しています。
4 月初旬に行われた ECB の銀行調査によれば、特に消費者からの借入需要は堅調で、銀行の融資基準もほぼ安定しています。
そのため、信用サイクルは上向きであり、メッツラーでは今年中に ECB がさらに 3 回利下げを行い、ユーロ圏の政策金利は 1.5%にまで低下すると予想しているため、融資額の増加は長期間続く可能性があります。
ユーロ圏経済に対するポジティブな信用インパルスによって、メッツラーではユーロ圏で前期比 0.3%程度の GDP 成長を想定しており、経済成長の底割れは避けられる可能性が高まっています。

ECB の主要金利引き下げは融資を刺激し、それによってポジティブな信用インパルスを生み出している模様



Sources: European Central Bank, Metzler; as of April 24, 2025

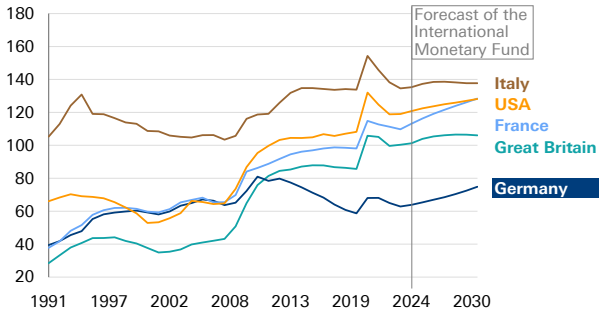
また、EU のセンチメント指数も、関税等による不確実性の高まりにもかかわらず、4 月にはおおむね安定していた可能性があります。

同時に、賃金の伸びが顕著に鈍化し、貿易戦争がヨーロッパに対してディスインフレ的な影響を与えているため、ユーロ圏では今後数か月でインフレが大幅に低下することが予想されます。
しかし、今年のイースターが 4 月末だったため、航空券や旅行ツアーなどの観光関連サービスの価格が上昇した可能性があり、それによって、4 月にはコアインフレ（5 月 2 日発表予定、日本時間）は一時的に 2.4%から 2.6%に上昇した可能性があります。

一方でエネルギー価格の下落、特にガソリン小売価格の低下や原油価格の下落が、インフレに抑制的な効果を与え、エネルギー部門のインフレ率は 3 月の+1.0%から 4 月には-1.9%に押し下げられ、全体的なインフレ率は 2.2%で安定していたと考えられます。

IMF は「ドイツの国家債務の増加は限定的」との認識
IMF は先週、「財政モニター」を発表しました。IMF は、ドイツの国家債務は 2030 年までに GDP の約 75%にとどまると予測しています。

ドイツ：低い政府債務と今後数年間での限定的な増加
OECD が定義する公的債務（GDP 比）



Sources: International Monetary Fund, Metzler; as of December 31, 2024

したがって、一部で懸念されているドイツ債務の大幅な増加については根拠が無いと考えています。
ドイツの将来世代にとって重要なのは、良い教育とインフラが提供され、そこからもたらされる機会を活かせるようにすることだと思います。

また、ドイツの中小企業は、政府の官僚的な要求の負担に苦しんでおり、新しい連邦政府は規制緩和に緊急に取り組む必要があります。

最近の KfW（ドイツ復興金融公庫）による調査によると、中小企業の従業員は平均して約 7%の労働時間を行政対応の手続きに費やしており、これは従業員 1 人あたり、約 32 時間/月に相当します。
特に深刻なのは建設業界で、ここではそうした手続きに費やす時間が平均以上になっています。

中小企業における法的要件を遵守するための年間コストは、約 610 億ユーロにのぼりますが、ここには外部コンサルタントや技術インフラなどの重要なコストが含まれていないため、実際のコストはこれよりかなり高い可能性があります。

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
W25-015