Promotional material published by Metzler Asset Management

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 19

May 7, 2025

アメリカの利下げは労働市場次第

連邦準備制度（FRB）はジレンマに直面

FRB は岐路に立たされています ― 脆弱な経済と、信用失墜の危機という二つの間で揺れ動いています。

関税は、一時的なインフレ・ショックにとどまるものではなく、むしろ、より積極的かつ地政学的な動機に基づく貿易政策への回帰を示しており、インフレに長期にわたって影響を及ぼす可能性があります。

関税による直接的な価格効果は、付加価値税（VAT）の引き上げと同様に、1 年もすれば消えるかもしれません。しかし、経済的観点からより重要なのは、短期的なインフレ率ではなく、インフレ期待が安定しているかどうかという点です。結局のところ、長期的な物価安定に対する信頼こそが、金融政策の真の目的なのです。

もしその信頼が揺らげば、危険なフィードバックループが生じるおそれがあります。企業や家計が高いインフレ率を当然の前提として意思決定を行うようになり、賃上げ要求が増え、価格転嫁が進むといったサイクルに陥り、結果として FRB は物価安定に対する信頼を失うことになります。これは景気循環による一時的な問題ではなく、1 回や 2 回の利上げでは解決できない構造的な問題となる可能性があります。

静かに迫る景気後退

インフレを巡る議論と並行して、景気減速の兆しが強まっているとみています。
輸入価格の上昇によって家計の購買力が弱まり、米国の経済政策の方向性に対する不確実性も高まっています。企業は投資を控え、家計も消費を慎重にする傾向が強まっているようです。

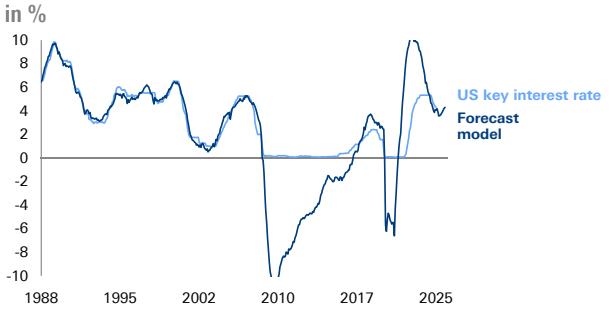
歴史的には、足元の状況は「ソフトランディング（軟着陸）」の典型的なシナリオと言えるでしょう――しかし、今回はより深い景気後退に陥るリスクが高まっていると考えています。 特に財政刺激策による景気の下支えは期待がしづらいため、その可能性は一層高まっていると考えられます。

FRB は、四半期ごとの経済成長率ではなく、労働市場をより重要視する傾向にあります。

メッツラーのベース・シナリオでは、米国では穏やかな景気後退が起こり、年末までに失業率は 4.5%に上昇すると見込んでいます。

同時に、基調的なインフレ動向は依然として力強く、コア個人消費支出（PCE）デフレーターは 4.0%まで上昇すると予測しています。

アメリカ連邦準備制度：失業率の上昇とインフレ率の上昇というジレンマに直面



Sources: FRED (Federal Reserve Economic Data), Metzler; as of March 31, 2025

メッツラーの金利モデルによると、2025 年末時点で適切とされる政策金利は 4.3%となり、これは、多くの市場参加者が現在織り込んでいる水準を大きく上回っています。
この数値は正確な予測値として解釈すべきではありませんが、利下げのハードルが非常に高いことを明確に示しています。

そのため、メッツラーは年内に利下げが行われる確率は 45%にとどまると予想していますが、市場は現在、0.25%ずつの利下げが 4 回実施されることを予想しています。

政治的圧力が迫る？

このような市場の織り込む FRB の利下げ期待と実際の FRB による対応のギャップを、ワシントンが見過ごすことはないでしょう。
もし FRB が水曜日に市場の期待に応えられなければ、政治的な反応――特にドナルド・トランプからの反発――はすぐに現れる可能性があります。

トランプ氏は自身の１期目の任期中、たびたび公の場で金融政策に対する批判を行い、FRB に圧力をかけようとしました。
最近も言葉による攻撃が繰り返されてきましたが、足元では沈静化しています。

ヨーロッパ：域内経済の回復次第
ユーロ圏で注目すべきポイントは、今週発表されるドイツの製造業新規受注（5 月 7 日発表予定、日本時間）と貿易収支（5 月 8 日発表予定、日本時間）です。
後者は、短期的には関税の影響を回避するための前倒しによって恩恵を受けた可能性がありますが、構造的な問題はもっと根深いものがあります。 域内の景気回復と、インフラや防衛分野への大規模な公共投資がなければ、ドイツは持続的な成長を実現することはできないと思われます。財政刺激策による効果が現れるのは 2026 年以降となるでしょう。
問題は、それまでにドイツ経済がどれだけ長く耐えられるかという点です。

金融政策の違い：イギリスと日本
イギリス：
イングランド銀行は、足元の成長鈍化を考慮し、ハト派的な金融政策を継続する圧力が高まっています。
日本時間の 5 月 8 日には、利下げが予想されており、アメリカの関税政策による悪影響を緩和するためにも、市場の予想通りに利下げが実施される可能性が高いと考えています。

日本：
賃金が、実質所得が増加するペースで上昇しており、この勢いが続けば、これまでとは異なり、消費が経済成長の柱となる可能性があります。
賃金と物価の安定性が高まれば、日本にとっては経済的なパラダイムシフトとなり、長期にわたるデフレを克服できるかもしれません。

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

W25-016