Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 23

Jun 4, 2025

ECB の利下げがヨーロッパの国債を支えている

国債の動向に注目

債務残高そのものは、債務危機のリスクを判断するうえで必ずしも良い指標とは言えないと思います。むしろ、利払いが急激に増加することで、企業や国が財政的困難に陥る原因となる可能性があると考えています。利払いは収入から支払われる必要があるため、この 2 つの変数の比率である「利払い比率（インタレスト・カバレッジ・レシオ）」を注意深く観察することが必要です。

OECD のデータによると、2024 年におけるドイツ政府の利払いは歳入のわずか約 2.2%にとどまりました。これに対し、フランスは歳入の約 4.0%、イタリアは 8.6%を利払いに充てる必要がありました。一方、アメリカでは利払いが歳入の約 14.5%にまで急増しました。日本では約 3.4%でした。

利払い比率の「臨界水準（クリティカル・スレッショルド）」を厳密かつ歴史的に信頼できるかたちで定義することは、実証研究ではほとんど行われていませんが、参考になり得る限界値が、いくつかの実証実験によって導き出されています。

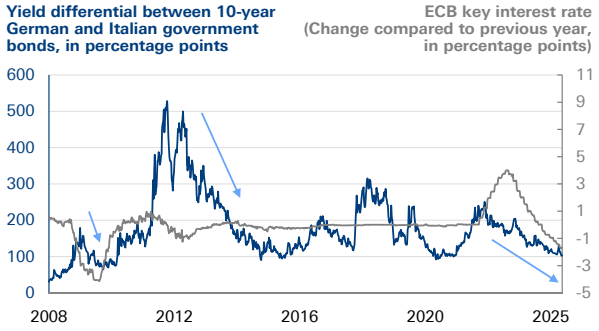
債務持続可能性フレームワーク（DSF）の一環として、世界銀行および国際通貨基金（IMF）は、政府歳入の 15%を超える利払いが、新興国において債務持続可能性に対する深刻な脅威となる、という結論に至っています。

先進国においては、臨界水準はより高く設定されており、Escolano らによる研究によると、利払い比率が 20～25%に達すると、政府が財政政策を講じる能力が明らかに制限されるとされています。彼らはこの水準を「財政的脆弱性」と定義しており、資本市場の信認が揺らぎ始める領域としています。

OECD はレポート「Fiscal Space and Sovereign Risk（財政余地とソブリンリスク）」の中で、歳入の 5 分の 1 超を債務返済に充てざるを得なくなった場合、システミックな財政危機のリスクが高まることを指摘しています。これらの研究から読み取れるのは、政府歳入の 20%を超える利払いは財政的脆弱性の水準であるということです。Exane のデータによると、アメリカは大幅な歳出削減を行わない限り、早ければ 2026 年から 2027 年にかけてこの水準を超える可能性があります。

ユーロ圏では、エネルギー価格の下落、ユーロ高、そして穏やかな経済成長により、インフレ率が低下し、ECB（欧州中央銀行）は主要金利を引き下げる可能性が高まっています。メッツラーでは、6 月 5 日の ECB 理事会で金利が 2.0%に引き下げられ、その後さらに 2 回の利下げが行われ、最終的に 1.5%になると予想しています。この予想は、金融市場に織り込まれている期待と一致しています。
現在、ユーロ圏の労働市場はこれまでのところ驚くほど安定しており、失業率は 2024 年 3 月の 6.5%から 2025 年 3 月には 6.2%にまで低下しました。労働市場が安定している限り、ECB が主要金利を 1.5%未満にまで引き下げる可能性は低いと見られます。

ECB の主要金利の引き下げは、一般的に国債のリスクプレミアムの低下につながります。



Sources: ECB, Bloomberg, Metzler; as of April 30, 2025

最終的に、ECB による追加利下げは、今後のユーロ圏各国の利払い負担を減少させる可能性があります。歴史的に見ても、ECB の主要金利引き下げは、ユーロ圏内のリスクの高い国債とドイツ国債との利回り格差（リスクプレミアム）の縮小につながってきました。これにより、日本やアメリカの国債市場での混乱が欧州に波及するリスクも軽減されると考えています。そのため、欧州の債券市場は「安全資産」として資金が流入する可能性があります。

日本：インフレの動向は持続的に

日本国債市場の混乱の一因は、インフレの大幅な上昇にあると考えられます。

これまで日本では、2 度のインフレの波がありました。最初のインフレは 2022 年から始まり、国際的な価格上昇（資源価格など）と円安が主な要因でした。その後、サプライチェーンの混乱が解消され、円相場が低水準で安定すると、インフレ率は再び大きく低下しました。

現在の第 2 のインフレの波は、賃金の上昇（毎月勤労統計、6 月 5 日発表予定、日本時間）によるものです。これにより、賃金と物価が互いに影響し合う「賃金・物価ダイナミクス」が生まれ、インフレの持続性が増しています。重要なポイントは、この動きがインフレ率 2.0%前後で落ち着くのか、それとも「賃金・物価スパイラル」に発展するかどうかです。30 年物の日本国債利回りの上昇は、市場がこうしたリスクを少なくとも一部織り込み始めていることを示しています。ただし、政府と日本銀行が引き続き適切な対応を取ることで、このリスクの現実化を防ぐことは可能だと考えています。

アメリカ：減速の懸念

関税発動前の駆け込み需要によって、2025 年の第 1 四半期には消費が刺激されました。しかし、現在はその反動で消費が減少し、それに伴い経済の勢いも弱まっているようです。したがって、ISM 製造業指数（6 月 2 日発表、予想：49.2、結果：48.5）と ISM サービス業指数（6 月 4 日発表予定、日本時間）は低下すると予想されます。経済の減速は労働市場（雇用統計、6 月 6 日発表予定）にも波及する可能性が高いと思われます。

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

W25-020