Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 24

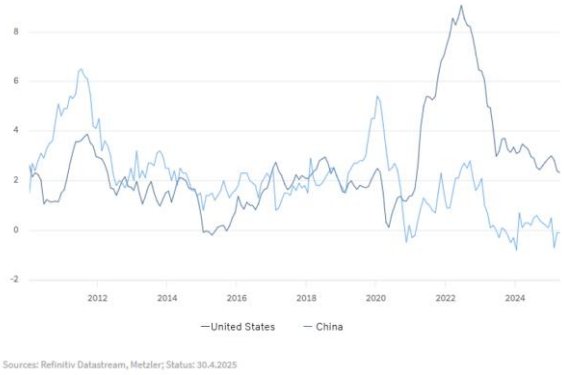
Jun 11, 2025

資本市場にとって極めて重要なインフレ動向

米中のインフレ動向の違い

2010 年から 2020 年にかけて、米国と中国のインフレ率は驚くほどリンクしていたと思います。
2011 年は、中国のインフレ率が顕著に高くなりましたが、これは、主に世界的な金融危機後に中国政府が実施した巨額の景気刺激策が国内に大きな物価上昇圧力をもたらしたためです。
2020 年は、豚熱の発生により、豚肉価格が前年に比べて約 135%上昇するといった一時的な要因等により、中国のインフレは米国と異なる動きを見せました。

2021 年以降、米国と中国ではインフレの動向が大きく乖
消費者物価指数（前年比%）



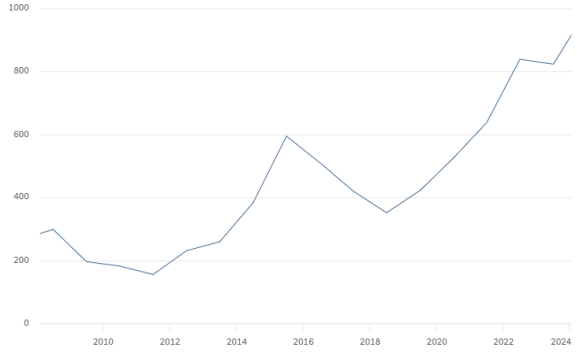
Sources: Refinitiv Datastream, Metzler; Status: 30.4.2025

しかし、2021 年以降、そうした状況は一変しました。
米国ではインフレ率が大幅に上昇しています。
その主な要因としては、コロナ禍における米政府の大規模な財政支援、そしてロシアによるウクライナ侵攻後のサプライチェーンの混乱、原材料価格の急騰が挙げられます。
一方、中国は不動産市場の危機を背景に、デフレとの闘いを強いられています。

2021 年以降、両国のインフレ率の差は累積で約 20%に達しています。つまり、米国では中国よりも消費者物価が約 20%多く上昇していることになります。
これは、中国製品が米国製品に比べて大幅に割安になっており、中国の生産者の国際競争力が大きく向上したことを意味します。
また、2021 年以降、中国人民元は米ドルに対して約 10%下落しています。

その結果、中国の輸出業者は、相対的なインフレ率の変動と為替の動きの双方によって、米国の競合他社に対して合計 30%ほど競争力を高めることができたのです。

中国：2021 年以降、貿易黒字が急拡大
中国の貿易収支（単位：10 億米ドル）



Sources: Refinitiv Datastream, Metzler; Last update: 31.12.2024

このような背景を踏まえると、2021 年以降、中国の競争力の向上とともに、貿易黒字が 2020 年の 5,230 億ドルから 2024 年には約 9,920 億ドルへとほぼ倍増していることは、驚くべきことではありません。
この状況が、米国で中国に対する保護主義的な措置が広く政治的に受け入れられている理由の一つであると考えられます。

中国：デフレリスクが高まっている

2025 年 5 月時点でのピーターソン国際経済研究所（PIIE）の試算によると、中国からの輸入品に対する米国の平均関税率は現在約 51.1%に達しており、ほぼすべての中国製品に適用されています。
当初、トランプ前政権下の米国政府は、2025 年 4 月に中国製品への関税を最大 145%まで引き上げました。
しかし、90 日間の緊張緩和合意の一環として、これらの関税は 2025 年 5 月 14 日から 30%に引き下げられました。
それでも、過去の関税措置をすべて加味すると、平均関税率は依然として 51.1%にとどまっています。

米国は中国にとって非常に重要な輸出先であり、2024 年だけでも対米直接輸出額は約 5,250 億ドルにのぼります。

しかし、中国の輸出業者は、香港（2,910 億ドル）やベトナム（1,620 億ドル）といった第三国市場を経由して、間接的に米国へ輸出することもあります。
そのため、米国の関税措置は中国経済に大きな打撃を与えており、5 月の輸出額からもその深刻な影響が見られる可能性があります。
輸出が減少すると国内に流通する中国製品が増加することになり、それがデフレ圧力を一段と高める要因となります。

このような状況下では、本来であれば中国政府は国内需要を喚起するような施策を実施すべきです。特に、消費者に貯蓄を減らして消費を促すような改革を通じて需要を喚起することが求められますが、これまでのところ中国政府の対応は意外なほど慎重で控えめです。
今後数カ月で、大規模な景気刺激策や改革を実行する圧力が高まる可能性があります。

歴史的に、デフレ局面では、しばしば企業収益が減少し、株式市場が低迷してきました。
物価が全体的に下落すると、賃金や設備投資だけでなく、企業の株式価値の評価も圧迫されます。
通貨の名目購買力は上昇しているように見えても、実体経済では利益率の低下やバランスシート上のリスク増大という代償を払うことになります。
その結果、資本市場では株価のパフォーマンスが悪化しやすくなると考えられます。

アメリカ：インフレリスクが高まる

米国では、まったく逆のことが起きる可能性が高まっています。関税引き上げにより外国製品が高価になることで、インフレリスクが高まっています。
一方で、経済成長の勢いが鈍化しつつある兆候も増えており、6 月 10 日に発表された中小企業向けの景況感指数（NFIB 中小企業楽観指数）はメッツラーの予想に反し、前月を上回る結果になりました（結果：98.8 ポイント）が、関税による不確実性が高まった結果、多くの経済主体が支出を控え、様子を見ている状況が続いていると考えています。

全体としては、関税の引き上げがどの程度消費者に転嫁されるのか、また実際のインフレリスクがどれほど高いのかについて大きな不確実性が存在しており、今週発表予定の消費者物価（CPI、6 月 11 日発表予定）や生産者物価（PPI、6 月 12 日発表予定）の動向にも注目が集まっています。

インフレリスクが燻り続ける限り、米連邦準備制度（FRB）による金融緩和の余地がほとんどなく、金融政策は引き締め的な状況が続いており、これは住宅需要の弱さや売れ残り物件の大幅な増加からも窺うことが出来ます。

結果として、経済成長の下振れリスクが高まっています。構造的なインフレリスクに直面しながら身動きがとれない FRB は、循環的な景気減速局面に対応することは難しく、実体経済が大きな代償を支払う可能性が高まっていると考えています。

今後のインフレデータは、米連邦準備制度の金利政策に大きな影響を与えることが予想されます。

日本：国債市場の動揺

先週、日本の国債市場は再び落ち着きを取り戻しましたが、30 年および 40 年物国債におけるこれまでの動揺は軽視できないサインである可能性があります。
少子高齢化の影響で、家計全体の貯蓄額は減少傾向にあり、企業も投資を増やしているため、貯蓄率が低下しています。これにより、国債による資金調達能力が将来的に縮小する可能性があります。

では、足元の国債市場の変調は、政府債務の国内調達がますます難しくなることを示すシグナルなのでしょうか？昨年の貿易収支は約 5 兆 2,165 億円の赤字で 2023 年比では赤字額は縮小しましたが、４年連続の赤字となっており、国内の貯蓄だけでは赤字を賄えなくなる可能性も予想されます。

一方で、日本は多額の対外資産を保有しており、今後数年間でこれらを国内の赤字財源に充てる必要性は増していくでしょう。ただ、経常収支が赤字に転じない限り、日本が深刻な債務危機に陥ることは考えにくいといえます。

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
W25-021