Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 25

Jun 20, 2025

連邦準備制度(FRB)の独立性は守られるのか？

為替の動向は美人コンテストのようなもの

一般的に、為替の強弱は貿易収支と資本移動によって決まると考えられています。しかし、実際には、貿易収支が為替の動向に与える影響は大きくなく、資本移動による影響がより重要であると考えられ、資本移動は金利差と株式市場の相対的な強さに反応する傾向にあります。

そのため、中央銀行による金融政策は、外国為替市場を大きく動かします。たとえば、現在の米国の政策金利は4.35%と、欧州中央銀行（ECB）の2.0%を大きく上回っていますが、失業率が安定しており、関税引き上げによるインフレ率上昇への懸念が燻る状況で、FRBは様子見の姿勢を取っているため、今週の連邦公開市場委員会でこの状況が変わる可能性は低いでしょう。

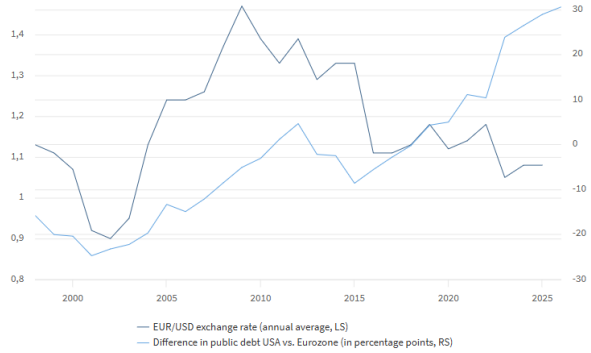
現在のFRBの金融政策は引き締め的です。これは、金利に敏感な住宅市場の顕著な弱さを見ても明らかです。完成した建物自体は増えているものの、相応の買い手がいない模様で、新築着工件数や建築許可件数（6月18日発表予定、日本時間）は弱含む可能性があります。ただし、それだけでは政策金利を引き下げる理由としては不十分でしょう。利下げを行うためには、消費（小売売上高、6月17日発表、予想：0.2%、結果：-0.3%）や労働市場の弱さが明らかになる必要があると考えています。

興味深いことに、今年は欧米で大きな金利差があるにもかかわらず、米ドルは下落しています。外国為替市場は別の要因――政府債務――に動かされていることが推察されます。

過去25年間で、米国の政府債務はユーロ圏よりもはるかに大きく増加しています。OECDの予想によると、今年の政府債務残高は米国でGDP比125.2%、ユーロ圏で95.4%となっています。米国の高水準かつ増加傾向にある政府債務は、米政府に対して近いうちに対策、つまり大規模な緊縮財政策の導入を迫ることになるでしょう。その結果、経済は弱まり、FRBによる大幅な利下げが行われる可能性があります。この場合、ユーロは米ドルに対して上昇することが予想されます。

もし米政府が緊縮財政を行う意思がなく、FRBに対して政府の資金調達を強いるような――いわゆる財政主導の体制（フィスカル・ドミナンス）に移行するようなことがあれば、信認の喪失と米ドルの急激な下落が起こる可能性もあります。

欧米の政府債務とユーロ／ドルの関係



Sources: OECD, Refintiv Datastream, Metzler; Last update: 31.12.2024

このような環境のなか、政府債務の推移とユーロ／ドルの為替レートの間には、一定の歴史的な相関関係があると思います。ECBはすでに政策金利の引き下げサイクルをほぼ完了していますが、米国の中央銀行政策については今後の見通しが非常に不透明です。
FRBは「いつ」「どのような状況下で」「どの程度」政策金利を引き下げるのか――それが大きな焦点となっています。

ユーロ圏 対 アメリカ

米国政府は、より多くの産業を米国内に呼び戻したいと考えており、そのためには国際競争力の向上が必要です。その一環として、米ドルの為替レートを弱めることも求められるでしょう。予想を下回った鉱工業生産（6月17日発表、予想：0.1%、結果：-0.2%）や、フィラデルフィア連銀の調査による企業の投資意欲の低下は、一層、米国政府に政策対応を迫ることになるでしょう。一方、ユーロ圏では、これまでのところ、政治が大幅な規制緩和と官僚主義の削減を実行することが期待されています。つまり、現在は米国との貿易摩擦が経済成長の重しとなっているものの、将来的には、経済政策が改善され、政府支出が拡大することで経済成長の加速につながり、欧州経済が再び成長軌道に戻る可能性があります。

火曜日に発表される ZEW 景況感指数と、金曜日の消費者信頼感指数でその期待の大きさが観測できると考えています。

中国：厳しい経済状況

米国による関税発動が懸念される中、米国向けの多くの輸出が前倒しされたため、2025 年の第 1 四半期、中国で特需が見られました。この効果はすでに一巡していますが、中国は他の多くの国への輸出を増やしたため、5 月の輸出は依然として堅調でした。

他国を経由して中国製品を米国に迂回輸出している実態がどの程度あるのかは、いまだ不透明です。こうした環境のなか、堅調な鉱工業生産と、弱い小売売上高（6 月 16 日発表、予想：4.8%、結果：5.0%）といったこれまでと同様のパターンが繰り返されると考えています。

国内需要の弱さが続いているのは、不動産市場の低迷と、それに伴う不動産価格の下落（住宅価格指数、6 月 16 日発表、結果：-3.5%、前回：-4.0%）が主な原因とみています。

こうした状況では、個人や企業は、新たな借り入れをするよりも、既存ローンの返済を優先する傾向にあります。貸し出しの低迷は、通常、デフレの原因となります。

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

W25-022