Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 31

July 29, 2025

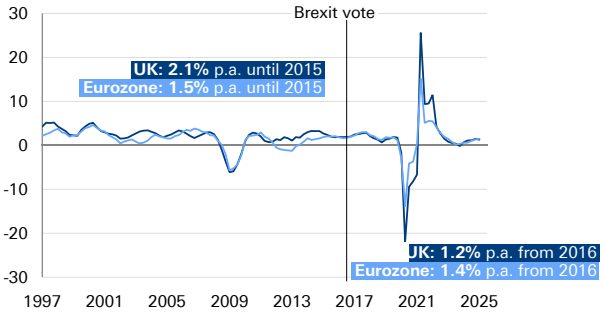
孤立の代償：トランプ政権による米国版 Brexit

米連邦準備制度理事会（FRB）への政治的圧力

従来、Brexit（英国の EU 離脱）は、欧州に特有の問題として捉えられてきました。しかし、Brexit は、経済学でいう「供給ショック」であり、実際に英国で目立たない形でじわじわと進行し、長期的な経済成長を顕著に損なうものとなりました。実際に、英国では、1997 年から 2015 年末までの平均成長率は約 2.1%でしたが、Brexit 以降は、関税が一切導入されていないにもかかわらず、これが 1.2%程度まで落ち込みました。

英国：Brexit 後の経済成長はユーロ圏を下回る水準

図表 1：GDP 前年比の推移



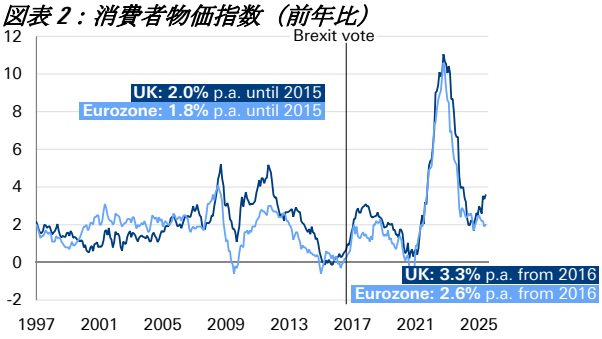
Sources: Bloomberg, Metzler; as of March 31, 2025

足元の米国が於かれた状況は、当時の英国と非常に似ており、目下、政治的な方向性は自由貿易よりも、財政赤字、産業政策、国内での権力誇示等に重点が置かれていると見られます。トランプ大統領は、関税による収入を財政赤字削減の為の財源と考えているようですが、こうした財政的論理は結果としてグローバル経済に深刻な悪影響を及ぼす可能性があります。当初の発表では、各国一律 10%だった相互関税は、日本との合意、その後の EU との合意を見る限り、既に 15%が新たな関税率の基準になっているようです。

従来、インフレは「過剰需要」が原因と考えられていましたが、現在はインフレの主因を「供給ショック」とする捉え方が主流になりつつあります。 即ち、サプライチェーンの混乱や地政学的な分断、規制強化、そして関税がインフレをもたらすと考えられています。Brexit の場合、関税は導入されませんでしたが、新たな貿易障壁、官僚的手続きの増加、規制の不確実性等によって取引コストが上がり、経済効率が低下したと考えられます。

英国では Brexit と同時期に、インフレ率が急上昇

図表 2：消費者物価指数（前年比）



Sources: Bloomberg, Metzler; as of May 31, 2025

図表 2 に示される通り、Brexit によって英国は輸入コストが増加し、インフレ率が上昇しています。2016 年の Brexit 以降、平均インフレ率は約 3.3%と Brexit 前よりも高く、足元では 3.5%程度まで上昇しています。

そして今、米国が同様の脅威に晒されようとしています。報復関税により輸入品価格が高騰し、グローバルなバリューチェーンが寸断され、米国企業の競争力が損なわれる恐れがあります。通常の景気サイクルでは、インフレと経済成長はトレードオフの関係にありますが、今回のケースは、両方が同時に悪化する可能性が十分に考えられ、経済学の教科書に出てくるような「スタグフレーション」の典型例ではないかと見ています。

足元の金融市場では目立った混乱は見られず、インフレ期待は依然として低水準に留まっています。個人消費や労働市場も、現時点では安定しているように見えます。しかし、これらは今後発表される経済指標の結果次第で、状況が変わる可能性に留意が必要です。又、米国の第 2 四半期の GDP や同 6 月の消費支出のデータで、年初からの実質消費の停滞が示される可能性や、とりわけ建設業界で既に景気後退の明確な兆候が示されている点について事態を注視しています。

ここで、供給ショックにより、実態経済で価格構造に変化が見られても、直ちに金融引き締め政策を必要とするインフレが起きているとは限りません。しかし、FRB は、市場のインフレ期待をしっかりと安定させておく役割を担っており、もし、FRB がトランプ政権からの政治的圧力に屈して性急な利下げや過度の金融緩和に踏み込

めば、金融政策への信頼が揺らぎ、企業や家計の間でインフレ期待が一気に高まるリスクは拭いきれません。中央銀行である FRB がトランプ政権の財政政策に忖度し始めたような印象が広まった場合、最も重要な資産と言える「信認」が損なわれる可能性がある為、今後の FRB の金融政策に対するスタンスを注視しています。

足元の市場データが示すところでは、FRB に対する政治的圧力が深刻に受け止められていると同時にインフレリスクが過小評価されている事実も示唆されています。実際に 10 年物のインフレ連動債（TIPS）には、今後 10 年間の平均インフレ率として、約 2.4%が織り込まれています。これは公式のインフレ目標に非常に近い水準と言えますが、現在の貿易摩擦、膨張する政府債務、政治的不確実性等を考慮すると、この市場による予想値はかなり楽観的過ぎると考えられます。

Brexit は、消費者や企業の目には見えにくい供給ショックが、いかに重大な影響を及ぼすかを世界に印象付けましたが、米国は今、まさに同じ過ちを犯す可能性があると考えています。保護主義による代償は、直ちには目に見えませんが、高い生産コスト、投資の停滞、技術革新の鈍化、中央銀行による金融政策の限界等を通じて、徐々に経済を蝕んでいく可能性が懸念されます。

日銀へのプレッシャー

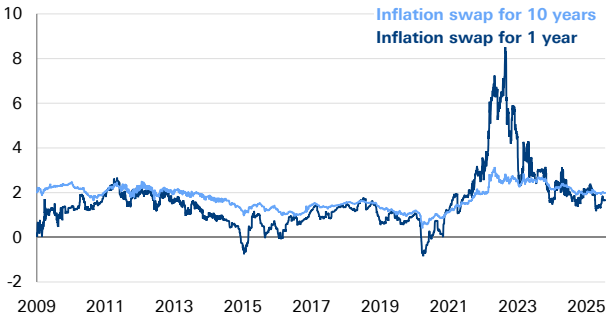
米国との新たな貿易協定は、日本経済にとって不確実性を大幅に低下させ、企業にとって将来の計画を立てやすくする効果があると考えられますが、このポジティブなニュースが、鉱工業生産等のマクロ経済データに反映されるまでには、一定の時間を要すると思われます。一方、日本経済の回復の兆しは、今後発表される小売売上高データや雇用関連データで確認される可能性があると見ています。

日本銀行は依然として厳しい状況に直面しています。基調的なインフレ率が 3.0%を超えている現状では、追加の政策金利引き上げが正当化される可能性があります。一方、日本政府にとっては、政府債務が過去最高水準にある今、インフレ圧力を抑制する為の本格的な歳出削減策を講じて金融政策の裁量を日本銀行に戻すことが重要な責務になると考えられます。しかし、最近の参院選挙の結果からは、有権者が減税を支持していることが覗える為、こうした状況は、日本の債券市場にとって大きなリスクとなる可能性が懸念されます。

ユーロ圏：インフレ環境は良好

目下、ユーロ圏では、インフレは懸念材料として顕在化していないと見られます。これから発表される 7 月のインフレ率は、欧州中央銀行（ECB）の目標である 2.0%程度になるであろうと、メッツラーは予想しています。又、インフレスワップに基づくインフレ期待の数値も安定しており、今後 10 年間のスワップ価格には、平均 2.0%のインフレが織り込まれている他、向こう 12 カ月間については約 1.6%の水準に留まっています。

インフレ期待の推移
図表 3：ユーロ圏におけるインフレスワップ（%）



Sources: Bloomberg, Metzler; as of July 18, 2025

インフレ市場の感応度は、インフレスワップの償還期間によって異なるという点を理解することは重要です。償還期間が長いほど、中央銀行（通常はインフレ目標を追求する）の目標値から乖離する方向に感応度が強くなる傾向があります。例えば、期待インフレ率が 2.0%で取引されている 10 年物のインフレスワップの買い手は、インフレ率が、ECB の目標を継続的に上回る場合に、投資家にとって利益を生むことが背景にあります。

しかし、ECB の独立性が法的に極めて強く保護されていることを考えると、今後 10 年間で平均インフレ率が 2.0%を超える可能性は低いと思われます。

一方で、期間が短いインフレスワップは、予期せぬインフレショックに非常に敏感に反応する傾向があります。経験則から、金融市場参加者は通常時において 1 年先のインフレ予測に非常に長けており、1 年物インフレスワップのパフォーマンスは、基本的に重大な予期しない出来事（戦争、パンデミック、資源価格の急騰など）を反映します。その意味で、1 年物インフレスワップはこうした予期せぬインフレショックに対するヘッジ手法として機能する可能性があります。

このことから、1 年物インフレスワップはポートフォリオにおいて非常に価値ある分散効果を提供することが分かっており、2022 年に大きなインフレショックが起きた際、株式や債券などのほぼ全ての資産が同時に価値を下げましたが、インフレスワップとコモディティはプラスのパフォーマンスとなりました。逆にインフレが急激に低下した場合、1 年物インフレスワップは大きな損失を被ることになりますが、このような状況では、国債のパフォーマンスが良好となり、ポートフォリオの安定化要因として機能することが期待されます。

総じて、ユーロ圏ではインフレが過度に低下するリスクが存在しています。これにより、ECB には政策金利を引き下げる余地が残されていると見られ、現時点では、9 月に政策金利が 1.75%へ引き下げられる動きが想定されます。

ユーロ圏では、労働市場にも特段問題は見られません。失業率は過去最低水準で安定しており、賃金上昇のペースは鈍化していると見られます。このことは、欧州各国で進められてきた労働市場改革が奏功し、インフレ圧力を伴わずに失業率を低下させることが可能なことを示唆しています。今後、経済成長が加速すれば、失業率はさらに低下する可能性も考えられます。

ユーロ圏が直面している問題は、経済成長の鈍化です。第 1 四半期は堅調な成長を記録しましたが、第 2 四半期の GDP は僅かながら減速が見込まれています。

それにもかかわらず、最新のデータからはユーロ圏の経済の底堅さも覗えます。7 月の購買担当者指数（PMI）は、貿易環境が悪化しているにもかかわらず、上昇トレンドが示唆されています。通貨ユーロは上昇し、関税も引き上げられ、ドイツは財政刺激策にまだ着手していない状況下でユーロ圏経済が想定以上に耐久力を示していることは注目に値すると思われます。

さらに、EU と米国は「ほとんどの」品目に 15%の関税を適用する貿易協定の締結に至りました。航空機、一部の農産物などは対象外となり、自動車の関税は結果として引き下げられますが、医薬品など一部製品に対しては継続的な交渉が続けられています。EU は、米国側が恣意的に関税を引き上げるといった最悪の事態を避ける為、「不均衡な」取引を受け入れる構えを見せていますが、それでも EU 企業が他国と比べて不利になることはないであろうことはポジティブ材料と捉えています。

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

W25-026