Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 33

August 13, 2025

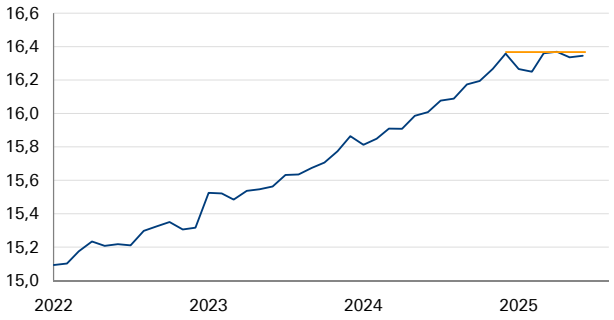
米国は景気後退の瀬戸際に

米国：消費の停滞

米国経済は 2025 年前半に勢いを失いました。年率換算成長率はわずか 1.2%で、前年の半分の勢いしかありません。労働市場も減速の兆しを見せ始め、雇用の伸びが明らかに鈍化しています。原因は複合的ですが明確です。それは、引き締め的な金融政策、トランプ政権による保護主義的な関税政策、そして高まる経済的不確実性という“三重苦”です。

高金利は借入による消費を抑制し、関税は消費税と同等の効果をもたらし、不確実性の高まりは多くの家計に慎重姿勢を促しています。言い換えると、貯蓄が増加し、その結果、実質消費は年初から停滞しています。

米国：実質消費は年初から停滞したまま
実質消費（単位：兆米ドル）

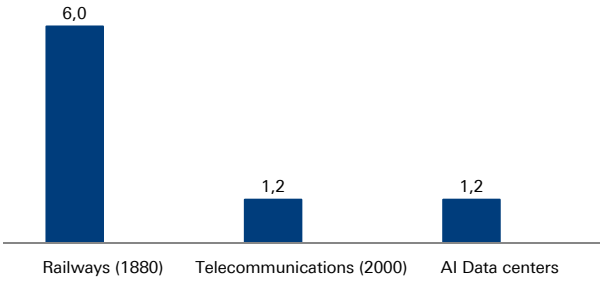


Sources: Bloomberg, Metzler; as of June 30, 2025

かつては、この程度の弱い消費でも米国経済に景気後退をもたらすには十分でした。消費主導型経済である米国では、企業は通常、投資削減や人員削減ですぐに対応します。しかし 2025 年は様相が異なります。

現在、米国経済を支えているのは消費ではなく、技術的な構造転換—つまり AI 革命です。大手テック企業は、AI モデルの改善や応用のため、前例のない規模でデータセンターへの投資を行っています。
推計では、今年だけで GDP の約 1.2%が AI 関連の資本財に費やされる見込みです。これは、今年前半の経済成長における民間消費全体の寄与分を上回ります。まさに歴史的な転換点です。

民間消費ではなく AI 投資が米国経済を牽引
民間インフラ投資（GDP 比）



Source: https://paulkedrosky.com/honey-ai-capex-ate-the-economy/;
As of June 30, 2025

年後半の見通しは脆弱です。米国経済はゆっくり走る自転車のようなもので、速度が落ちれば転倒するリスクが高まります。メッツラーの基本シナリオでは、成長率が約 1.0%の低水準ながらプラスを維持する確率を 65%と見ています。

確かに、AI 投資は、2000 年代初頭に起きた一時的な投機バブルではなく、19 世紀の鉄道網拡張に匹敵する長期的インフラブームをもたらす可能性があります。
さらに支えとなる可能性があるのは、9 月の米連邦準備制度理事会（FRB）です。政策金利は 0.5%（50 ベーシスポイント）引き下げられる可能性もあり、短期的には景気を押し上げるでしょう。

しかし、メッツラーの予想する景気後退の確率は依然として高く、現在は 30%とみています。

金融緩和が遅すぎる場合や、政府の関税政策が供給網に予想以上の打撃を与えた場合、雇用や消費に悪影響が及び、実質個人消費は停滞どころか減少に転じる可能性もあります。そのため、金曜日発表の小売売上高は、技術進歩と消費減速のバランスを測る早期指標として市場の注目を集めます。

米国：インフレに注目

米国の成長の勢いが鈍化する中、金融政策の次の焦点は火曜日発表のインフレ指標です。これは、今後の利下げサイクルのペースと規模を左右する可能性があります。

特に注目すべきは、Exante Data の最新試算によると、引き上げられた関税がすでに 11 品目カテゴリーで消費者物価に完全転嫁されていることです。残り 9 カテゴリーではまだ影響が表れていませんが、これは在庫が緩衝材として機能しているためです。しかし在庫が尽きれば、第 2 波の財価格インフレが加速するリスクがあります。

一方で、サービス分野では景気減速が価格下落圧力となっています。特に不動産市場では、新規賃料が明らかに低下し、供給過剰から、インフレ圧力緩和の明確な兆候があります。これは、商品価格のインフレ効果を相殺するのみならず、それ以上のインフレ抑制効果を生み出す可能性があります。

こうした相反した動きにより、FRB はインフレリスクの見方を再評価するかもしれません。サービス分野のインフレがさらに弱まれば、FRB はより迅速かつ大幅な利下げを行う余地を得ることになります。

市場は総合インフレ率だけでなく、財価格とサービス価格の動きを慎重に見極める必要があります。財価格が上昇しても、サービスインフレが同時に低下すれば、ネットではインフレ抑制効果になる可能性があります。

欧州：広がる失望感

新しいドイツ政府と欧州委員会は、欧州を持続可能な成長軌道に戻すという野心的な発言を行っています。その中心は、インフラと防衛への政府投資拡大であり、過去 10 年の経済停滞を打破するための財政拡大の始まりとされています。.

しかし、財政拡大だけでは不十分です。成長は単なる支出拡大ではなく、構造改革によって生まれます。効率的な社会保障制度、透明性の高い行政、規制の撤廃、労働・移民法の適切な改正が必要です。しかし、まさにここで、ドイツ政治は再び足踏みをしているのです。

市場では当初、インフラ基金や防衛支出は財政拡大への第一歩と受け止められ、長く遅れていた戦略転換がドイツの競争力強化に繋がると期待されていました。

しかし、そのムードは急速に変わる可能性があります。連立政権内の機能不全が浮き彫りになり、抜本的な再出発と思われたものが、戦術的な小競り合いに変わりつつあります。選挙戦中には野党の一部（特に CDU/CSU）は、年金・社会保障支出・官僚制度・移民に関する抜本改革の必要性を強調していましたが、今や自らの要求を後退させています。連立与党間では主要課題で妥協できず、課題は委員会に丸投げされ、結局は有効な成果を出さずに終わっています。

その間にも、民間や企業への負担は増加の一途をたどっています。エネルギー価格、官僚的コスト、人材不足が経済の供給側に悪影響を及ぼし、財政赤字拡大への警告や増税論が出始めています。

市場は今のところ好意的ですが、長期的信頼を確保するには、財政刺激策と並行して信頼できる構造改革が不可欠です。供給面の改善なしに債務依存を続ければ、経済停滞と社会分断の拡大という結果を招くでしょう。

重要な問いは、「回復は債務依存で進むのか、それとも真の構造改革が成功するのか」ということです。本質的な政治的決断がなければ、短期的な景気刺激策は長続きせず、「欧州再生」への希望も消え去ることになります。

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

W25-027