Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for week 35

August 29, 2025

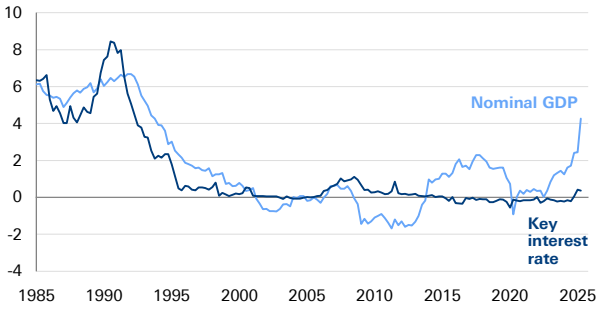
日本の金融政策は袋小路に

日本銀行の苦境

日本の名目 GDP は第 2 四半期に約 4.2%成長し、過去 5 年間の平均成長率も約 4.3%に達するなど、足元で良好な経済状態が示される中、日本銀行（日銀）の金融政策の舵取りや動向に注目が集っています。こうした状況下、近年の金融政策論に影響を与えてきたと見られるヴィクセル（自然利子率の概念を提唱）やフリードマン（マネタリズムを提唱）などの古典的な理論も想起されますが、現代の金融政策論争において、中央銀行が政策金利を判断する基準とすべきものは、概ね名目 GDP の数値（足元で約 4%）であろうとする論説は一考に値すると思われます。

しかし、実際には日銀の政策金利は、僅か 0.5%の水準に過ぎないことから、前述の目安とされ得る理論値から大きく乖離した状態にあることは言及するまでもありません。そして、この乖離した状態こそが、日銀が直面する苦境を端的に表すものではないかと考えています。つまり、足元の日本の金融政策は、過度に緩和的であるのみならず、中央銀行としての日銀は、すでに金融政策上の自由を失い、袋小路に追い込まれているのではないかと見られます。

日本：中央銀行の金融政策は極めて緩和的である
名目 GDP（前年比%、5 年移動平均）と政策金利（%）



出所：ブルームバーグ、メッツラー；2025年6月30日現在

次に、なぜ日銀は各種の経済データが示す良好な経済環境を事実上無視しているような極めて緩和的な金融政策を継続しているのかという疑問が沸くと思われます。その背景には、何十年にも亘る超低金利政策が、政府・企業・家計が等しく依存するマクロ経済上のエコシステムを作り出してきたことがあると考えられます。日本の政府債務は既に対 GDP 比 250%を超えており、一定水準以上に金利が引き上げられると国家予算が逼迫し兼ねない実態が各種の試算結果に示されるなど重く圧し掛かっています。一つの見方では、日銀はもはや独立した中央銀行と言えるものではなく、国債を大量保有している立場から、国家の最大の債権者でもあり、事実上、国家と一体の存在になってしまっていると思われます。

再びマクロ経済状況に目を向けると、短期的なデータもまた、今後の力強い経済を示唆していると見られます。8 月の購買担当者指数は上昇し、今後発表される鉱工業生産、小売売上高、労働市場などの各種データが好ましいプラスの経済シグナルを示すと予測する向きが増えているようです。首都圏のインフレ率も 8 月に 3%を超えていた可能性があり、本来であれば、こうしたデータは全てが金融政策の正常化に繋がると考えるのが自然ではないかと考えられます。

こうした状況下、足元の金融市場が 12 月の金融政策決定会合で日銀が利上げを行うと織り込む確率は 50%超程度となっていますが、これに対して、メッツラーは来る 9 月の会合で利上げが行われる確率を約 55%と見積もっています。

このようなデータに基づく経済状況を勘案すると、日銀が利上げを待てば待つほど、危険なインフレ加速リスクは高まると思われます。一度、日本で顕著な金利上昇が起きると、過去にも日銀の政策変更（利上げやイールドカーブ・コントロール修正等）の際に度々見られたように、機関投資家の資本フロー等の経路を通じて、世界的な利回り水準を押し上げる可能性があると思われます。

ユーロ圏：ようやく好転の兆し

ドイツの社会保障制度改革や切望されている規制緩和の進展状況に対し、足元の金融市場には一部に懐疑的な見方もあるなど、ユーロ圏の金融市場では最近の市場センチメントに再び悪化傾向も見られます。

一方、「投資ブースター」と言われる法人税の段階的引き下げや研究開発投資の促進等を含むインセンティブとなる政策措置が両院で承認されたことを受けて、企業ファンダメンタルズに関する先行き見通しが徐々に改善していると見られます。ユーロ圏経済全体の購買担

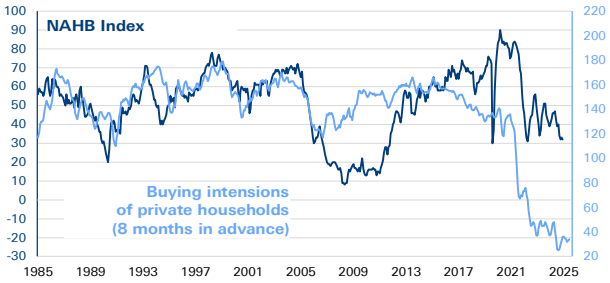
当者指数は 8 月に力強く上昇し、製品受注と在庫の比率も 2021 年以来の高水準まで改善するなど、今後数か月の経済動向を占う先行指標として参照される経済データに良好な兆しが表れています。

ドイツ国内企業の景気に対する現状と今後 6 ヵ月の見通しを調査した IFO 景況感指数にも 8 月は予想を上回る改善が確認されています。同時に、ECB の最近の政策金利引き下げは、ユーロ圏における信用サイクルとマネーサプライを刺激し、内需を強めていると考えられます。かように予想外の経済好転が見られている状況ですが、メッツラーは、今後の各国のデータにインフレの明確な低下が示されてくる場合、欧州中央銀行（ECB）が今年中にさらに利下げを行うであろうと見ています。但し、実際の利下げ時期については、9 月ではなく、10 月または 12 月になる可能性もあると考えています。

米国：AI が悪化を食い止める

米国の住宅不動産市場は、景気後退のシグナルを発している可能性があると見られます。新築住宅販売は依然として堅調とする見方もありますが、直近データでは鈍化傾向も示されており、8 月の NAHB 住宅市場指数は、引き続き景況判断の分水嶺とされる 50 を大きく下回るなど、住宅市場や建設業界の見通しに対する不安や需要の弱さが示唆されていると見られます。

米国：住宅不動産市場の危機は深刻化



出所：NAHB、ミシガン大学消費者調査、メッツラー；2025年8月15日現在

ミシガン大学の消費者調査によれば、住宅購入意欲は依然として過去最低水準に近い状態にあるとされています。パンデミック以降（2023 年 12 月）、2025 年 5 月末までの期間に米国の住宅価格は大幅に上昇し、足元では非常に高価な買い物になったと言えます。金融危機以降、米国の家計は住宅購入の資金を主に 30 年ローンで賄ってきましたが、その金利は現在 6.6%前後と非常に高い水準にあります。もし、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げが行われても、過去の多くの国々で見られたように、イールドカーブはむしろスティープ化し、30 年ローン金利に大きな影響を与えることはないと考えられます。もはや住宅購入は多くのアメリカ人にとって手の届かないものとなっており、過去には住宅購入意欲の低下が住宅建設活動（NAHB 指数で測定）の減少に繋がったこともある為、留意が必要と考えています。

こうした中、米国で実質消費が依然として緩やかに成長しているのは、テクノロジー分野のブームとデータセンター等への旺盛な投資需要が継続していることによるものと考えられます。これは、労働市場を安定させることに寄与していると見られ、今後の消費者による労働市場の見方等を表すデータ等を注視して行きます。かように、低成長ながら安定した経済と、金融政策やマクロ経済の条件次第で再燃の可能性も懸念されるインフレの組み合わせは、FRB にとって困難な舵取りを迫られる状況を表していると思われます。しかし、現在の政治環境を踏まえると、FRB は 9 月に利下げを行う可能性が高いと予想しています。

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

W25-029