Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 37

September 11, 2025

欧州中央銀行：利下げは終了、利上げも視野か

名目 GDP は金融政策の指標か

概して、中央銀行が決定する政策金利は、長期的に名目 GDP（国内総生産）の成長率に連動すべきであるとする論説は、一見、非常に単純に思われますが、以下に示す通り妥当性があると考えられます。

名目 GDP は、国内で生産された財やサービスの数量に、各年の市場価格を掛けて合計したもので、企業、家計、政府による自国通貨での全ての支出を測定したものとされています。ある成長している経済では、名目 GDP が安定して増加する限りにおいて、債務の「持続可能性」は高まると考えられる為、名目 GDP 成長率に基づいて決定された政策金利は、その経済において、借り手と貸し手が安定した均衡の中で経済活動を営むことが可能であることを示唆しています。

仮に、政策金利が名目成長率を下回ると、所得の伸びが債務返済コストを上回り、一般的に債務者は債務の返済が容易になります。これは、債務者にとって有利な実質的な再分配になりますが、貯蓄者にとっては犠牲を伴うものと言えます。この状況では、信用による支出のインセンティブが高まり、貯蓄のインセンティブは低下すると考えられます。

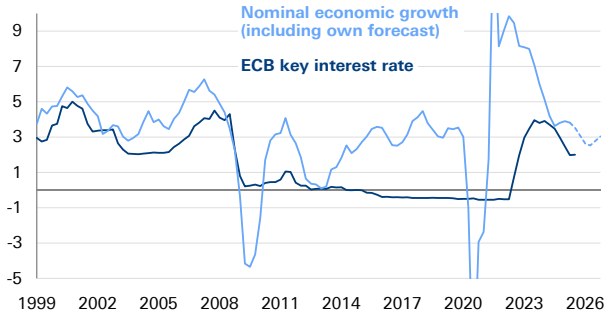
逆に、政策金利が名目成長率を長期的に上回ると、債務負担が増加します。こうした状況では、プライマリーバランスが均衡していても債務比率が上昇する為、「債務の罠」（二国間や多国間で返済能力を超えた過剰な債務を抱える結果、政策的な従属やインフラ利用の権利譲渡を余儀なくされる等）に陥る可能性があります。1980 年代の高い実質金利は、新興国における債務危機の波を引き起こしました。

名目成長率と政策金利の一致は、経済全体にとって一種の「動的な予算制約」（単年度の収支に加えて将来に亘る債務増加の可否、或いは債務の対 GDP 比の収束・発散を規定する条件）を形成すると考えられます。この状態では、政府や経済全体は、理論上、動的な予算制約により、長期的な債務の拡大が困難であるか、若しくは現行の債務が持続可能性の境界線上にある状態と考えられます。

名目 GDP と ECB 政策金利の関係

下図は、1999 年以来の欧州中央銀行（ECB）の政策金利とユーロ圏の名目 GDP 成長率（前年比：3 ヵ月先行）との関係を表したものですが、過去を振り返ると、前述のメカニズムがより分かってくると思われます。

政策金利（%）と前年同期比の名目経済成長率（%）



出所：Bloomberg, Metzler　2025 年 9 月 3 日

- 2004～2007 年：名目 GDP 成長率は平均約 5.0%、政策金利は同 3.0%で、金利が過度に低い為、信用による不動産価格のインフレが発生。
- 2014～2019 年：名目 GDP 成長率は平均約 3.2%、政策金利は同-0.3%で緩和状態ながら、2008 年の金融危機を経てバランスシートが毀損した銀行が融資に消極的で企業や消費者も慎重姿勢を維持した為、不動産や消費者物価のインフレは発生せず。
- 2021～2023 年：名目 GDP 成長率は平均約 8.1%に急増（主にコロナ禍での公的支援による）、政策金利は平均約 1.1%で、2022 年には消費者物価インフレが二桁台に加速。
- 2025 年第 1 四半期：名目 GDP 成長率は約 3.8%のところ、ECB は成長鈍化を見越して政策金利を 2.0%に引き下げ。

目下、メッツラーはユーロ圏の名目 GDP 成長率について、2026 年前半に向けて約 2.5%まで一旦低下し、後半には再び 3.0%超に戻すであろうと見ています。この予測が正しければ、ECB による利下げはもはや適切ではないと考えられ、2026 年後半にはむしろ利上げが妥当となる可能性もあると思われます。その為、メッツラーは、従来の予測を修正しており、現時点で政策金利は

2026 年半ばまで 2.0%で据え置かれる可能性が高いと見込んでいます。

一方、金融市場は 2025 年内の利下げ確率を最大 30%、2026 年前半では同最大 50%と見積もっているようですが、対照的に、利上げ確率については、2026 年 6 月まで 0%と見積もっていると思われます。従って、当面の間は、ECB 記者会見等で発表されるニュースは目立ったものではなく、概して予定調和的なものになる可能性が高いと見ています。

米国：インフレ再加速の兆し

米国では、インフレの先行指標として有効と見られる 2025 年 8 月の ISM 非製造業景況感調査等において、企業の値上げ姿勢および価格転嫁の動きが顕著に示されました。これにより、今後数ヵ月の間にインフレが再加速に向かう可能性があると見ており、今後は NFIB 中小企業楽観指数等を含めたデータに同様の傾向が示されてくるか動向を注視しています。

英国の EU 離脱（ブレグジット）では、国際貿易における価格ショックが消費者物価に反映されるまで相当の時間を要することが明らかになりました。これは、米国で、これまで引き延ばされてきたインフレが徐々に顕在化してくる可能性を示唆していると思われ、米国の移民政策がそれをさらに助長するであろうことが留意されます。それでも、米連邦準備制度理事会（FRB）は政治的圧力によって 9 月に政策金利を引き下げることになると予想しています。

中国：外需は堅調、内需は低迷

中国では、外需が引き続き経済活動の重要な支えとなっています。近時の米国との貿易摩擦にもかかわらず、米国以外の地域、とりわけ東南アジアや EU 向けが下支えする形で、輸出全体は引き続き堅調さが保たれているようです。即ち、米中摩擦下にあって、中国からの輸出は、米国向けは減少傾向ながら、他地域向けで補完出来ている状況が見て取れますが、米中間貿易を個別に見ると、中国は米国市場への依存度を益々低下させている一方で、米国は中国からのレアアース輸入に明確に依存し続けている構図が浮き彫りになっています。

一方、中国における内需の弱さは、軽度のデフレ基調が続く主因になっていると見られます。中国の政府・企業・家計を合わせた債務総額は、2024 年第 4 四半期時点で対 GDP 比 286.5%の水準で、同 249.3%の米国を上回るものとなっていますが、デフレの問題は債務動態の悪化を助長する可能性がある為、注視しています。

米国では近年の高インフレが債務削減に寄与したものと見られますが、中国では 2023 年第 4 四半期時点でも既に債務が対 GDP 比 277.2%に達していたことが分かっており、債務に急速な増加が見られることが懸念されます。こうした状況下、今後、中国が再び持続可能な成長軌道に戻る為には、社会保障制度の再構築と構造的な賃金上昇が不可欠であろうと考えています。

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
W25-031