Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 38

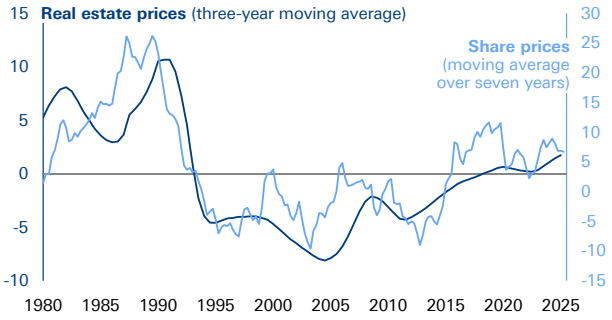
September 18, 2025

日本の金融政策に世界が注目する理由

日本：脱デフレへ

概して、デフレとは消費者物価が下落することであり、それに伴い株価および不動産価格が下落する一連の経路に特徴付けられると思われます。しかし、経験則では、株価がインフレ環境の変化に最も早く反応し、次いで不動産価格が反応することが分かっており、実際に1993年初頭に起きた株価と不動産価格の構造的な下落が、1995年以降に始まった消費者物価の下落、即ちデフレの予兆となっていた事実が確認されています。

日本：デフレによる長期的な資産価格の下落局面は終了
*MSCI Japan**および全国不動産価格指数***
*前年比：%、（平滑化*7年移動平均、**3年移動平均）*



出所：Bloomberg、Metzler；　　2025年6月30日時点

日本では、2013年初頭の「アベノミクス」以降、経済ファンダメンタルズに関する状況は一変し、株価は長期的に顕著な上昇相場となりました。同様に全国不動産価格も構造的な上昇トレンドを示すようになり、2019年に一旦横這いになりましたが、2023年以降は再び力強く上昇しました。

一面を捉えると、このような株価と不動産価格の上昇は、企業や家計の経済活動が、長期間に及んだリスク回避的な行動から、再び金融市場や実体経済における投資機会を活用する意欲をもつようになったことを示唆すると捉えられる他、金融政策が再び有効に機能し得る環境になったことを意味すると思われます。従来、企業や家計によるキャッシュフローの使途は、借金返済か或いは必要な金融資産の積み増しに向かっていたと考えられる為、金融政策は長らく効果を発揮出来る状態ではありませんでした。日本経済は、いわゆる「バランスシート不況」に陥っていた為、民間部門への貸付も非常に脆弱でしたが、現在このフェーズは終焉したように見えます。

日本銀行の金融政策を注視

近年、日本の名目GDP成長率は、物価上昇を反映して実質成長率より高い傾向が示されています。加えて、購買担当者指数や消費者信頼感などマクロ経済の先行指標もここ数ヶ月で顕著な改善が見られており、日本経済は今後も堅調な成長が続くことが予想されます。こうした中、2025年7月の日本全国消費者物価指数（CPI）が前年同月比で約3.1%上昇と8ヵ月連続で3%台となったことは、インフレ環境の定着を示唆するものとも捉えられることから、今後も引き続き同様の水準が維持されるか動向を注視しています。

さらに、日本では有権者の間で、財政政策による成長刺激、即ち政府支出の増加と減税を望む声が多いと見られることも、政治的な側面からインフレ環境に変化が起きつつある表れではないかと考えています。日本は既に金融政策が機能し得る経済環境へシフトが進んだと見られる中、実体経済、不動産、金融資産への投資から充分なリターンの獲得機会がもたらされた状況下で、政策金利が引き続き0.5%と極めて低い状態が維持されることは、借り手側が過度に低コストで資金調達が可能な状態を意味していると思われます。目下、日本銀行の金融政策は非常に緩和的な状態にあると考えられることから、今後は株式、不動産、ひいては消費者物価において急激な上振れが起きる可能性もあると見て留意しています。

このように極めて緩和的な金融政策は、既にデフレを脱却したであろう日本経済にとって憂慮されるべき状態を示唆しており、可能な限り早急な修正が望まれる状況と見ています。日本の政策金利は来る金融政策決定会合で0.25%引き上げられ0.75%になるのが妥当であろうと見ており、以後も継続的な引き上げられて最終的に2.5%程度の水準まで到達するのが望ましいと考えています。しかし、足元の金融市場は日本銀行が年内に政策金利を現行の0.5%より高い水準に引き上げる可能性をさほど高くは見積もっていないようであり、もし利上げが実施された場合、市場に大きなサプライズをもたらすことになると思われます。日本の投資家は、世界中の金融市場に7.1兆米ドル以上を投融資している現状から、欧米の債券市場および株式市場への多大な影響が懸念されます。一方、日本銀行が今回政策金利を引き上げなければ、金融資産価格の急騰を招くこととなり、その後に過度なインフレが続くリスクがあると思われます。

中国：補助金による支援が欧州経済の脅威に

現在、中国経済のファンダメンタルズと同国の経済政策に変化の兆しは見られない状況です。中国では 2025 年 8 月の小売売上高は前年同月比 3.4%増と前月から伸び率が鈍化した他、同月の新築住宅価格は主要 70 都市のうち 57 都市（約 8 割）で前月比下落となる等、国内需要は引き続き脆弱で、不動産不況とともにデフレ環境が継続していると見られます。

目下、中国で唯一の成長の原動力は輸出であり、これは堅調な鉱工業生産によって支えられていると言えますが、同時に、中国の経済政策は、他国の産業の排除を意図的に容認しているようにも見え、従前から、国際通貨基金（IMF）が、中国経済の課題として、脆弱な内需、過剰生産問題、高度な産業支援措置による一部国外との競争上の不均衡が生じている点等を指摘してきたことが留意されます。

中国の産業政策に関して、最新の IMF による調査は、政府による経済介入について、初めて包括的かつ定量的な評価を提供しています。これによると、中国では現金給付、税制優遇、割引ローン、土地価格の引き下げなど、国家による補助金の直接的なコストは対 GDP 比約 4.0%と推定され、同様のコストが 2022 年に対 GDP 比 1.5%だった欧州域内の財政支援規模を大きく上回っていることが分かりました。これらの数字だけでも、欧州企業と中国企業がグローバルに競争する際の前提条件における非対称性を浮き彫りにしていると思われます。

尚、前述の調査は、中央政府に対して実施されたもので、地方政府による補助金は殆ど捕捉されていないと見られます。この事実は、中国の産業政策において地方の省や市町村が中心的な役割を果たしていることを考えると、データ資料として欠陥をもつことは否めない状況であり、さらに、以下のように実質的な影響が無視できないと見られる間接的な移転も存在すると思われます。

- 経済価値を生まないインフラへの過剰投資
- 低金利政策によって、間接的に投資家を支援
- 通貨安によって輸出セクターを支え、家計の輸入消費を弱める

これら全てが、公正な競争条件をさらに歪める「見えない補助金」として機能していると考えられます。

このような背景から、国家補助金の直接的コストとしての対 GDP 比 4.0%という数字は、非常に控えめに見えるものであり、その下にはさらに大きな分配効果をもつ補助金が存在している可能性があります。とりわけ金利の抑圧は、ユーロ圏の信用市場が市場経済の原則に従って機能している欧州の立ち位置からは、中国の金融システムが、家計から産業および国家への巨大な再分配メカニズムとして機能している状況に違和感を覚えます。

これにより、欧州企業は不公平な立場に置かれていると考えられます。中国政府は同国の製造業者のみならず、産業全体を密接な補助金ネットワークで保護する国家とも競争する状況となっており、2021 年 9 月のピーク以来、ドイツの対中輸出は約 30%減少した一方で、同期間に中国からドイツへの輸出は約 10%増加しています。 実際に半導体、ハイテク、自動車製造などの各分野で、欧州の生産者は構造的に不利な立場に置かれており、こうした状況は、欧州企業における革新性や効率性の問題ではなく、市場全体の公正な競争条件が歪められていることによるもの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

W25-032