Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 41

October 8, 2025

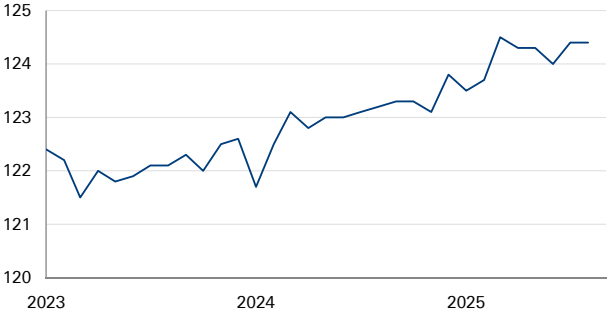
米国: 新たな生産性革命の始まりか

米国経済は予想外に好調を維持

米国の経済指標には、トランプ政権による関税や移民政策が与える負の影響にもかかわらず、足元で顕著な耐性が示されているようです。シティグループ・エコノミック・サプライズ指数（CESI）は、2025 年 9 月末に約 25 まで上昇し、2023 年以降の平均である約 15 を大きく上回る水準に達しましたが、かように力強い米国経済の背景に AI ブームがあるのは明らかであろうと思われます。

こうした中、2025 年 6 月までの 12 ヵ月間で、米国の経済成長における企業の設備投資の寄与度は約 40%でしたが、アトランタ連邦準備銀行の GDPNow モデルによると、2025 年第 3 四半期の経済成長率が約 3.9%と示されており、同第 2 四半期の約 3.8%に続いて高水準の成長が続いていると言えます。

米国：2025 年 3 月以降、労働投入量は横這い



出所：Bloomberg、Metzler　　2025 年 8 月 31 日時点

一方で、労働市場に目を向けると停滞した状況も垣間見えます。2025 年 3 月から同 8 月にかけて、経済全体の労働時間（雇用者数 × 一人当り平均労働時間）は、ほぼ横這いに推移しており、同 9 月もこの傾向が続いた、或いは雇用減少によりさらに悪化したと見られます。この状況下で、実質 GDP が 2025 年第 3 四半期に約 4.0%成長したとするなら、米国の生産性が急激に上昇していることを示唆していると考えられます。但し、かように強い経済成長は主にテクノロジー分野に限られているようであり、これは、人工知能分野における革新的な技術の進歩が米経済全体に好影響を与え始めている初期の兆候ではないかと考えています。

ニューエコノミー1.0 は金融市場に好影響

1995 年～2000 年のパフォーマンス（年率平均）

Index	Performance in % p.a.
MSCI USA*	21.5
ICE Bofa US Treasury*	8.4
Interest rate level	5.7
Real GDP	4.0
Nominal GDP	5.9

* トータル・リターン（現地通貨ベース）

出所：Bloomberg、Metzler　　2025 年 9 月 30 日時点

実体経済において、高い生産性の伸びは、高水準の経済成長と低インフレの両立を可能にすると考えられます。これは、企業収益の力強い成長を伴う環境であり、例えば、1995 年～2000 年のような状況が再現される可能性もあると考えています。当時、実質経済成長は年平均約 4.0%、インフレ率（GDP デフレーター）は同約 1.9%でしたが、かようにインフレ率が低かったにもかかわらず、当時の政策金利は平均約 5.7%と、名目経済成長率（平均約 5.9%）に近い水準であったことが分かっています。

当時は、上記の通り政策金利が 5%台であっても、政策金利が高過ぎるといった議論よりも、むしろ政策金利が低過ぎたことが、株式市場のバブルを助長することになったとする論調が主流であったと思われます。このことが示唆するのは、即ち、インフレ率が低いことだけでは、米連邦準備理事会（FRB）が利下げ判断を行う根拠にはならないということであり、やはり経済全体のダイナミクスを考慮する必要があることは論を待たないであろうと思われます。

このように、最近の動向を受けて、メッツラーは、米国経済の見通しを調整し、現時点で以下の通り予想しています。

- **GDP 成長率**
  2025 年：1.8%
  2026 年：1.8%

- **インフレ率**
  2025 年：3.0%
  2026 年：3.0%

- **政策金利**
  2025 年末：3.85%
  2026 年末：3.85%

米国の労働市場の弱さを背景に、FRB は相当な政治的圧力に晒されている可能性が高いと見られます。こうした中、メッツラーは、次回 10 月下旬に行われる米公開市場委員会（FOMC）で政策金利が 50 ベーシスポイント引き下げられる確率を 40%程度と見込んでいますが、基本シナリオとしては、10 月の FOMC では 25 ベーシスポイントの利下げに留まるのではないかという見方を取っています。

現在、FRB にとって非常に難しい舵取りを迫られる局面であることは言うまでもなく、米国経済の大部分に関しては、利下げを必要とする状況にあると見られる中、テクノロジー分野における活況だけは、むしろ利上げを正当化する材料にもなり得ることに留意が必要です。今週木曜日に、ジェローム・パウエル FRB 議長は、ワシントン D.C.で開催される催しで挨拶が予定されていますが、その後、次回 FOMC まで事実上ブラックアウト（発言自粛）期間に入る可能性もあることで一定の注目を集めていますが、金融市場を失望させる内容に言及することはないであろうと見ています。

ドイツ：経済に焦点

ドイツの製造業は、引き続き大きな圧力に晒されています。とりわけ、自動車や機械工学分野では中国との競争が激化しており、ドイツ企業は世界的に市場シェアを失っていると見られます。加えて、米国との貿易摩擦では、2025 年 7 月に新たな関税（自動車・自動車部品等への 15%課税）が導入されたことで、一時的な前倒し需要に対する反動もあるなど、2025 年 8 月の輸出は、前年同月比では顕著に減少したと見られます。実際に、ドイツでは外需の回復が見通せない状況の中、企業倒産や解雇などの報道が相次いで見られています。

このような環境下で、軍事およびインフラ支出の増加が、産業の縮小による大規模な経済危機を回避し、ドイツの製造業をある程度下支えする手段になり得ると考えています。また、医療や介護といった公共サービス分野では雇用の拡大が見られる他、製造業の中にも政府支出の増加を見込んで求人を出している企業が依然として少なからず存在しています。

概して、構造改革や規制緩和は、効果が見られるまでに時間を要するうえ、連立内の意見対立や財政健全化重視派との調整なども容易ではないと見られることから、必要な政府資金が実体経済に浸透し、目に見える回復が実現するのは、2026 年春以降になるであろうと考えています。それまでは、製品受注などの指標は、引き続き弱い状態が続くと見ており、企業倒産や雇用調整の動向等にも目を配りつつ事態を注視したいと考えています。

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
加入協会　一般社団法人　日本投資顧問業協会

W25-035