Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 43

2025 年 10 月 22 日

中国は日本と同じ道筋を辿るか

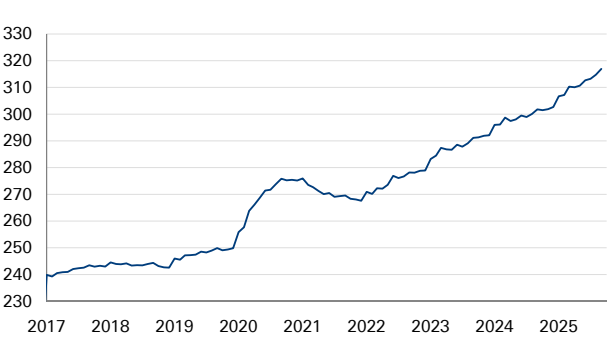
中国の動向

最近の中国経済は、2025 年第 3 四半期の GDP の伸び率が前年同期比＋4.8%と一年振りの低水準へ減速し、同 9 月の小売売上高も前年同月比＋3.0%と前月（＋3.4%）から減速しました。一方、同 9 月の鉱工業生産指数は、前年同月比＋6.5%と市場予想を上回る伸びを維持する等、低迷する内需と堅調な生産活動の格差が目立つ状況となっています。

過去 3 年間、中国経済の状況には何ら変化の芽が表れていないように見えます。同国では不動産市場の危機的な状況が長引いており、国内需要は低迷し、消費者物価指数（CPI）は、今年に入り低下傾向が示されています。現在、中国経済の成長を支えているのは主に輸出と公共投資ですが、このことは、中国政府が公共投資によって景気を下支えする為に借入を拡大している状況を反映していると見られます。但し、当該借入は、同国経済をようやく浮揚させる程度の水準に留まっている為、現在行われている財政刺激策は、デフレを終焉させるほどの効果は無いと見ています。

1990 年代の日本政府は、長期に亘る大規模な財政支出プログラムの実行により、公的債務の大幅な増加に繋がることを懸念していました。しかし、この慎重な姿勢は、むしろ日本経済にとって逆効果となったことは否定しきれないと思われます。実際、日本政府は、デフレ下で経済を安定させる為、財政出動を繰り返し行わざるを得なくなり、結果として、皮肉にも公的債務が着実に増加し、過去最高水準に達する道筋を辿ることになりました。

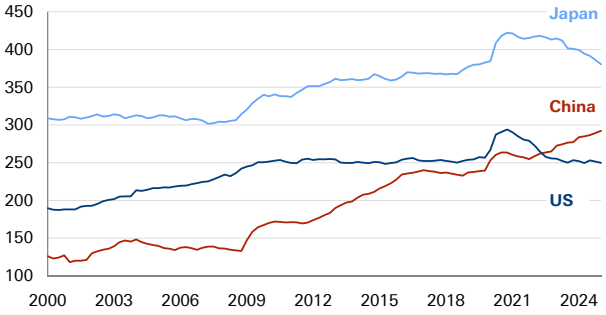
中国: デフレが債務の増加を引き起こしている
対 GDP 総負債残高



出所： People's Bank of China、Metzler　　2025 年 9 月 30 日

最近の中国は正に同じ轍を踏みつつあると見ています。中国政府は経済の弱さに繰り返し対応する為、新たな政策を次々と打ち出してきた結果、9 月には総負債残高が約 437 兆元に達し、過去最高を記録しました。中国では、株式発行による資金調達はさほど大きくない為、このデータは、主に債務の動向を反映していると考えられます。経済規模との比較では、この数値は GDP の約 316%に相当するもので、このように、デフレの進行と共に、債務が急速に上昇していることが、中国人民銀行のデータから示唆されています。

中国の債務は米国の債務より有意に高い水準
対 GDP 非金融債務残高



出所：Bank for International Settlements、 Metzler　　2025 年 3 月 31 日

国際決済銀行（BIS）が公表する政府・企業・家計の債務と GDP の比率に関するデータは、2025 年 3 月末迄のものですが、中国の当該数値は対 GDP で約 292%と、株式発行による資金調達分を除くと、前述の中国人民銀行が公表する総負債残高のデータとほぼ平仄が合う形となっています。

一方、米国の債務は、過去のピークの 2020 年第 4 四半期の約 294%から、2025 年第 1 四半期には約 250%の水準まで低下していましたが、この背後には、2021 年から 2023 年にかけてのインフレ高進が確認されており、債務比率を低下させる主因になったと考えられます。

中国では、10 年物国債の利回りが現在約 1.75%と低水準で、デフレ基調も続いていることから、民間部門の貯蓄率が依然として高い状態にあることが分かっていま

す。こうした状況では、政府が容易に借入を増やすことが可能な状況にあると考えられます。

今週は、中国共産党による第 4 回全体会議（四中全会）が開催され、「第 15 次五ヵ年計画（2026～2030 年）」の策定方針において、内需拡大策、消費活性化、供給サイド改革、不動産不況対策、雇用安定などが重点項目として含まれると見られます。また、AI や航空宇宙分野など戦略的ハイテク産業の自立化・強化政策等も盛り込まれる予定とされており、実際に中国が複数年に亘る大規模な財政支出プログラムと合わせて抜本的な経済改革を実施する場合、将来に亘って、デフレを終焉させ経済を活性化する絶好の機会になり得ると考えています。

今後、中国では 12 月に開催予定の中央経済工作会議で財政と金融の拡張策（積極的な財政政策・金融緩和）への方針転換が議論されるとの見方があります。メッツラーは、今年中に中国が大規模な景気刺激策を打ち出す可能性が高いと予想しており、もし中国政府が大規模な経済政策を発表しない場合、同国の債務が加速度的に増加する道筋を辿るシナリオが現実味を帯びる可能性があると見ています。

前述の日本における公的債務増加の事例は、これが長期的に影響を及ぼす事象であることと、その代償が長年に亘るデフレによる経済の停滞であることが示唆されています。とりわけ、家計や企業の間でデフレ的な考え方が次第に根深くなり、定着するようになると、それを覆すのは非常に困難であると思われます。その結果、国民の間で、貯蓄志向が高まり、リスクを取って投資を行う意欲が極めて低くなることも分かっており、ひいては不動産市場の価格下落が、恒常的かつ自己実現的な負のスパイラルへと進化する可能性もあると見て、留意しています。

米国：インフレ指標に注目

米国のインフレ統計は、当初 10 月半ばに予定されていた 2025 年 9 月の消費者物価指数（CPI）の発表を米労働省が今週 24 日に延期しました。これにより、次回の米連邦公開市場委員会（FOMC）の前週に発表されるインフレの重要なデータが、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策判断にどのような影響を与えるか注視しています。

米国企業の価格設定意向などの先行指標も、今後数ヵ月程度の間に、インフレが明確に加速する兆しを示すのではないかと見て、公式統計（アトランタ連邦準備銀行による企業インフレ予想調査等）を注視していますが、インフレの実態をどの程度反映するかについては不確実性があると考えています。

住宅市場に目を向けると、米国の 30 年固定住宅ローン金利は、近時の FRB の政策金利引き下げ観測を織り込みつつ年初よりやや低下傾向にあるようですが、2025 年 10 月時点では 6%台前半の水準に高止まりしており、住宅価格も依然として多くの米国民にとって手が届かない水準にあると見られます。

今週は米国住宅市場で重要な二大販売指標（全米不動産業者協会発表の「中古住宅販売件数」、米商務省センサス局・住宅都市開発省共同発表の「新築一戸建て住宅販売件数」）の月次統計が発表される為、概して厳しい数値が出てくるのではないかと予想しつつ、米住宅市場の動向に新たな変化の兆しが表れるか注目しています。

ユーロ圏：不安と希望の狭間

米国による関税強化は、既にユーロ圏経済に大きな打撃を与えていると見られますが、とりわけドイツの産業界は厳しい状況に置かれており、新たな人員削減の発表がほぼ毎日のように報道されている現実があります。ドイツでは、今年新政権によって新設された大型のインフラ基金を通じて大規模な公共投資拡大が計画されていますが、これらの投資が実際に景気や雇用改善として目に見えて波及するには、数年程度のタイムラグが伴うとの見方も増えつつあります。

こうした状況を受けて、悲観的な景気予測が再び広がっているようです。国際通貨基金（IMF）は、ユーロ圏の経済成長率が今年の約 1.2%から 2026 年には 1.1%に減速すると予測しています。但し、その一因として、スペインの経済成長率が今年の約 2.9%から 2026 年には約 2.0%に鈍化する見通しであることが挙げられる一方、IMF はドイツの成長率について、今年の約 0.2%から 2026 年には約 0.9%に加速すると予測している点が注目されます。

メッツラーは、ドイツにおける財政支出の増加がより強いプラス効果をもたらすと考えており、同国の経済成長率は、2026 年に約 1.5%まで加速するであろうと予想しています。こうした背景のもと、今後発表されてくる消費者信頼感指数（GfK）や、購買担当者指数（PMI）には、ポジティブなサプライズが起こる可能性があると見て注視しています。

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
加入協会　一般社団法人　日本投資顧問業協会

W25-036