Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 45

2025 年 11 月 6 日

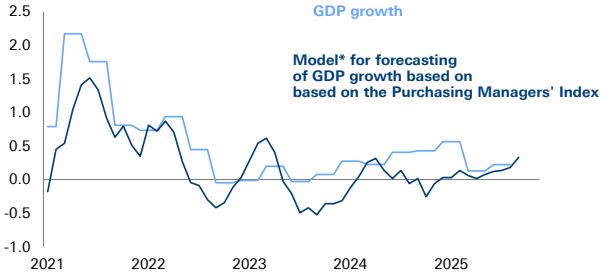
欧州で景気回復の兆しが見られる

欧州経済の注目点

ユーロ圏の総合購買担当者指数（PMI）は、歴史的にユーロ圏経済の先行きを予想するうえで有効性が高く信頼できる先行指標とされてきました。しかし、2023 年半ば以降、当該指数を基にした予測モデルによる成長予想は、その後の公式統計による結果より著しく低いものであったことが分かっています。さらに 2024 年 7 月から 2025 年 5 月の期間では、当該モデルはユーロ圏経済の停滞を示唆していましたが、実際には、同期間中のユーロ圏の GDP は年率平均 1.5%という堅調な成長率を達成したことが公式統計で確認されており、近年では実際の GDP 成長率との間に乖離が見られています。

ユーロ圏：成長トレンドが加速

GDP の前四半期比成長率と購買担当者の「生産指数」



* (Purchasing Managers' Index - 50)*0.15
出所：Bloomberg、Metzler　　2025 年 10 月 31 日時点

前述のモデル予想値と実際の GDP 成長率との乖離は、同期間に米国向け輸出が急増したことが一時的に経済成長を押し上げた可能性は否めないと思われます。

足元に目を向けると、2025 年第 3 四半期におけるユーロ圏の GDP 成長率は 0.2%で、潜在成長率の 0.3%を僅かに下回る緩やかなものでしたが、この背景には多くの欧州諸国で最終需要が持ち直す中、企業が余剰在庫を大幅に削減していたことがあると考えられます。一方、2025 年第 4 四半期には在庫が補充されることで、欧州景気が上向きになることが予想されており、2025 年 10 月のユーロ圏の総合購買担当者指数に示された顕著な回復の兆しが、こうした見方を裏付けるものと見られます。総じて、最近のユーロ圏では、実情に比して経済主体のセンチメントが非常に悲観的であった可能性があると考えられます。

また、今後はドイツ政府による大規模インフラ支出等の増加も、欧州景気を刺激する要因となる公算が高く、ユーロ圏経済の見通しは大幅に改善しつつあると思われます。今のドイツで政策担当者に求められるのは、改革、規制緩和、官僚主義の削減等を通じて、前向きな経済トレンドの勢いを下支えすることであり、需要を刺激するだけに終始して供給側の政策が伴わない場合、インフレが再度加速する恐れがあると思われる為、賢明な政策措置が望まれます。

このような環境においては、もはや欧州中央銀行（ECB）による政策金利の引き下げは必要ないと考えられます。メッツラーでは、むしろ来年には ECB が引き締めに転じる可能性も視野に入れる必要があると考えており、2026 年の 9 月と 12 月に政策金利が引き上げられる蓋然性が高いと予想しています。

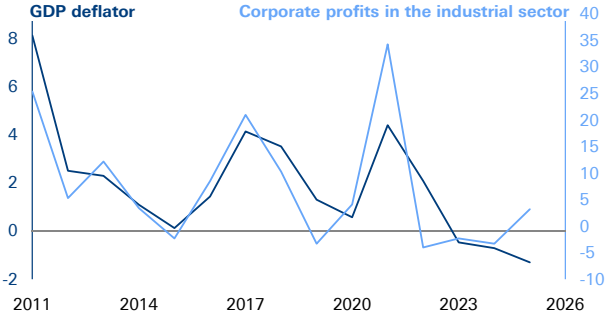
米国：新たなデータは殆どない

今週米国 ISM 製造業景気指数が発表され、概して市場予想を下回る結果であったことが市場センチメントに一定の影響を与えたと考えられます。もっとも、米国では当該 ISM 指数が過去に米国経済の先行指標として特に優れた予測を提供してきた訳ではない為、当面の状況は不透明なままですが、現在、政府閉鎖が続いている影響により異例のデータ不足が生じており、経済学者の間に懸念が広がっています。只、少なくとも、米国のテクノロジー企業からは、引き続き強い需要が報告されており、今後も AI ブームが継続する可能性を示唆しています。

中国：「四中全会」で具体的な景気刺激策は無く

中国国家統計局が発表した 2025 年 9 月の中国工業企業（一定規模以上）の利益は、2025 年 1 月から 9 月迄の累計が前年比 3.2%増加、同 9 月単月では前年比 21%以上の増加となりました。同国が過剰な生産能力とそれに起因するデフレ状況にある中、過去 3 年間と同様に利益が減少すると予想されていた為、多くの市場関係者にとってサプライズとなりました。

中国：今年の企業利益は良好
前年比（2025年は9月までのデータ）



出所：Bloomberg、Metzler　　2025年9月30日時点

中国企業における今年の利益の増加傾向は、中国経済の強さの表れと考えられますが、利益の増加は主に4つの要因によってもたらされていると考えられます。第一に、比較対象となる前年の利益水準が低かったことが、統計的な追い風となっていること。第二に、多くの企業が原材料費の低下による恩恵を受けており、デフレが販売価格を押し下げると同時にコストも低下させていること。第三に、特にハイテク産業で顕著な生産性の向上が達成された可能性があること。第四に、政府による大型の補助金等に支えられた生産能力の拡張が、世界中の新しい販売市場の獲得に繋がっていること等があります。従って、今後も中国の輸出は記録的な上昇を達成する可能性が高いと見ており、今後発表されるデータを注視して行きます。一方、欧州の産業界は現在、世界市場で大きくシェアを失いつつあることが懸念されます。

中国の民間企業が利益を増やす一方、多くの国有企業は依然として圧力を受けていると見られます。実際に中国政府は、より厳格な産業政策によって非効率な供給業者を市場から排除しようと試みていますが、これが長期的に構造的な過剰生産能力を削減するのに十分か否かはまだ不透明な状況です。但し、現時点で、コスト削減、政策誘導、世界的な需要の拡大という組み合わせが、中国の産業界に驚異的な回復力をもたらしている点は見過ごすべきではないと考えています。

中国政府は、第15次五ヵ年計画に関する「提言」を発表しましたが、これは中国共産党による第4回全体会議（四中全会）を受けて作成された文書であり、今後の経済政策の方向性を初めて示したものとなりました。

ここで焦点は、今後の中国経済の発展の基盤となる強力で統一された国内市場の構築であり、もはや政府は新たな投資によってではなく、消費の促進に重点を置いており、国内需要を信頼できる成長の柱として確立し、輸出や信用拡大による建設活動への依存を減らす方針を打ち出しています。「統一された国内市場」の構築は、地域間の障壁や行政的なハードルを取り除こうとする中国政府の努力を反映しており、このステップは、国内の効率性と競争力を高めることを目的としています。

同時に、この計画は技術的自立への明確なコミットメントを示しています。中国は、半導体、産業機械、精密機器などの重要技術において決定的な「ブレイクスルー」を目指していると見られ、これにより、国の技術的脆弱性を減らし、長期的な生産性向上の基盤を築こうとの意図が明確に表れています。

新たな方針の中でも特に注目すべきなのは、過剰な競争による利益率の低下や過剰供給の問題を解決し、産業の持続可能性と質の向上を目指す取り組みが初めて明確に打ち出された点です。つまり、単なる成長だけではもはや十分ではなく、今後は経済構造の「質」が問われるという明確なメッセージが示された点が評価に値すると考えています。

こうした状況下、第15次五ヵ年計画には戦略的なシフトが具体化されていると捉えることが可能であり、いわゆる脱コンクリートを図ることで、投資よりも消費の促進へ、分断よりも市場の統合へ、又、依存から自立へと、方向性が大きく変わろうとしている構図が見て取れます。

このように、中国は、経済モデルを「国家と市場」、「規模と効率」のバランスの上に再構築し、次の成長段階へと体系的に移行させようとする試行段階に入っていると見られ、とりわけ消費の活性化をどのように具体的に実現していくのか、今後の政策の展開が注目されます。

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

W25-038