Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 47

2025 年 11 月 19 日

日本の金融政策は経済実態と整合しないのか

近時、日本の金融政策を巡って、重要な二つの問いが繰り返し議論されてきたと思われます。

（1）金融政策は再び機能しているか
（2）適切な政策金利はどの水準か

通常、バランスシート不況とデフレが恒常化する状況では、金融政策は機能し難くなることが知られています。この背景には、企業や家計が過剰債務の返済やバランスシートの修復を最優先する為、金利水準が低下しても新規の投資や借り入れが手控えられることがあります。また、デフレ下では企業や家計の実質債務負担が増加し、名目金利が低くても実質金利は高止まりすることで、企業や家計の借入れを伴う投資意欲が削がれることもあると考えられます。

日本のバランスシート不況は、その端緒を 1990 年代初頭のバブル崩壊にまで遡ると思われますが、株式や不動産など資産価格が構造的に下落基調となるような金融政策が効かない経済環境が長期に及びました。しかし、2023 年以降の日本経済は、株価や不動産価格の上昇に伴い、企業や家計の行動に明らかな変化が見られており、賃金や物価の好循環と共に、バランスシート不況やデフレの段階を脱しつつあると見られます。

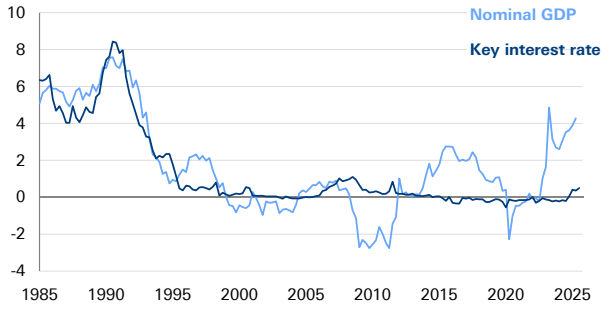
適切な政策金利をどう測るか

こうした状況下、「中立的な実質均衡金利」がどの水準であるか疑問が提起されます。これにつき、計量予測モデルを用いた推定は、過去に対しては一定の説明力があると見られるものの、刻々と変化する金融経済に対する感応度が必ずしも高くない為、現実の政策判断や足元の状況把握には不向きとの指摘があります。

こうした背景から、中立的な実質均衡金利の水準を推定するうえで、これが名目経済成長率と整合的であるべきとする仮説には妥当性があると思われ、名目経済成長率のトレンドを指標として用いることにより、かなり的確に中立的な実質均衡金利の水準を把握することが可能になると考えています。ここで、2025 年 第 2 四半期迄の名目成長率のトレンド（過去 3 年移動平均）は対前年比 4%超となっており、2025 年 第 3 四半期迄の同指標も概ね 4%前後の水準を維持していると見られます。

このような成長トレンドには、国内のインフレ率（消費者物価指数）が 3%程度で安定的に推移することが前提になると思われますが、今後発表されるその他の重要指標についても、とりわけ購買担当者指数（PMI）などの動向は、今後の日本経済が堅調さを維持することが可能であるかの試金石になると見て注視しています。

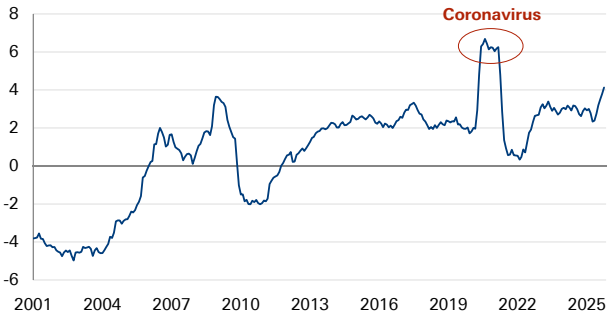
日本の金融政策は「極端に緩和的」
名目経済成長率 (%) 対前年比（過去 3 年移動平均）と政策金利の推移（%）



出所：Bloomberg、 Metzler　　2025 年 9 月 30 日

日本の名目経済成長率のトレンドが 4%近傍にあり、日銀の政策金利の 0.5%との間に大きな乖離が見られることは、取りも直さず、現在の日本が超金融緩和的な状態にあることを示唆しています。
名目経済成長率は、実体経済における潜在的な投資リターンを、政策金利は借入コストを各々反映していると考えられる為、この乖離が著しく大きい場合、借金をして実体経済に投資するインセンティブが非常に強く働く可能性が高いと思われます。その結果、銀行貸出が大幅に増加し、為替市場で円安が進行するということは、決して意外な展開ではないと考えています。

日本での貸出は急速に拡大
銀行貸出の前年比伸び率推移(%)



出所：Bloomberg、Metzler　　2025 年 10 月 31 日

米国：労働市場の実態は明らかになるか

米国政府機関の閉鎖（シャットダウン）が終了したことで、延期されていた主要な経済指標の公表スケジュールが再調整されつつあり、近々に発表が見込まれる経済指標の内、とりわけ重要と考えられるのは、労働市場に関するデータであり、これは政策金利や米国経済の見通しを左右すると考えて注目しています。週次で公表されてきた、新規失業保険申請件数の最新データは、再集計後に発表が再開される見通しですが、住宅建設業者の景況感指標である NAHB 住宅市場指数や中古住宅販売件数等の他、フィラデルフィア連銀指数などのデータも合わせて注視して行きます。

ユーロ圏：景気回復の兆しは本物か

2025 年 10 月のユーロ圏総合 PMI（サービス業を含む）は大幅に改善し、29 ヵ月振りの高水準となる 52.5 であることが確認されました。これは、景気回復の流れを裏付ける結果と言えますが、今後も当該 PMI が この水準 を維持するのであれば、ユーロ圏経済は、潜在成長率（約 1%）を上回る成長を示すことが可能になると見て、同 11 月にも同様に前向きな数値が確認されるか注目しています。

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
W25-040