Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 51

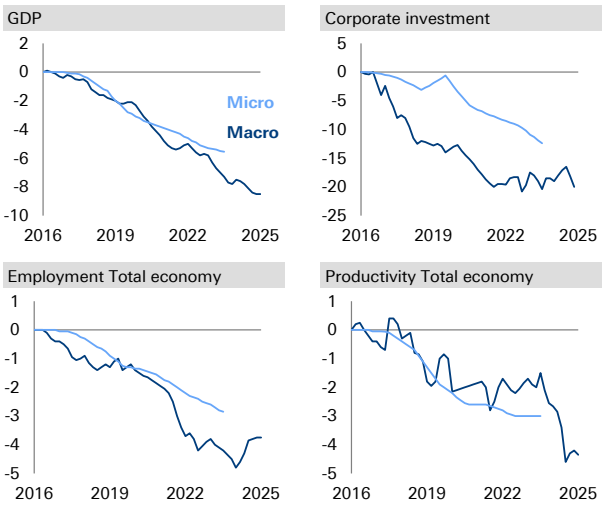
2025 年 12 月 18 日

英国の EU 離脱による経済損失は金融危機を上回る

最新の研究によると、英国は、2016 年の EU 離脱を決める国民投票前に、離脱した場合の影響として指摘された悲観的シナリオを大きく上回る規模の経済損失に直面したことが明らかになっています。スタンフォード大学のブルーム教授らの推計によると、2025 年時点の英国の一人当たり GDP は、EU 離脱が無かった場合との比較で、6〜8%程度低い水準 に留まっているとの結果が示されています。同様に、企業による投資は 12〜18%程度 押し下げられ、雇用と生産性についても各々3〜4%程度 の低下が示唆されています。

上記の研究における分析手法では、33 の先進国経済の部分（成長率、投資比率、労働市場、産業構成、マクロ変動特性等）を合成することにより作成した「仮想英国」と実際の英国を比較するマクロ経済分析に加え、EU への依存度が、売上・調達・人材・規制等の面で高い企業と低い企業を比較する Decision Maker Panel（英中銀イングランド銀行が運営、企業経営の意思決定者を対象とするパネル調査）の企業データを用いたミクロ計量分析を組み合わせたものが用いられています。

EU 離脱による経済損失は想定外に大規模
（マクロ・ミクロ手法に基づく推計、%）



出所：CEPR、Metzler　　2025 年 11 月 30 日時点

これらの分析結果は、EU 離脱が英国経済に対して、潜在成長を蝕みながら経済活動を持続的に下押しするような負の影響を与えたことを示しており、その累積損失は、前述の国民投票前に予想されていた長期的な損失見積もりの約 4%を大きく上回っています。これにより、EU 離脱が英国に与えた経済損失は、2008/09 年のグローバル金融危機の時よりも遥かに大きいものであり、2016 年当時に出された事前の経済研究による見通しは結果的に保守的過ぎたと言えます。

意外なのは、英国の EU 離脱を主導したナイジェル・ファラージ氏は、現在、右派ポピュリスト政党である「リフォーム UK（旧ブレグジット党）」を率いて、政党支持率において、主要政党の中で、労働党や保守党を上回り、首位の支持を獲得していることであり、明らかに、英国の有権者の投票行動には、経済的な要因が殆ど影響していないと見られます。

こうした状況は、EU および欧州単一市場がドイツにとって、いかに重要であるかを改めて示唆するものと考えられます。ドイツやユーロ圏で、構造的な低成長が続く中、ドイツ政府と欧州委員会は、単一市場をさらに深化させる為の戦略を早急に打ち出すころが肝要だと思われます。近時の経済研究の結果は、このような取り組みが、ドイツと欧州全体の経済に大きな成長の可能性をもたらすことを示唆しています。

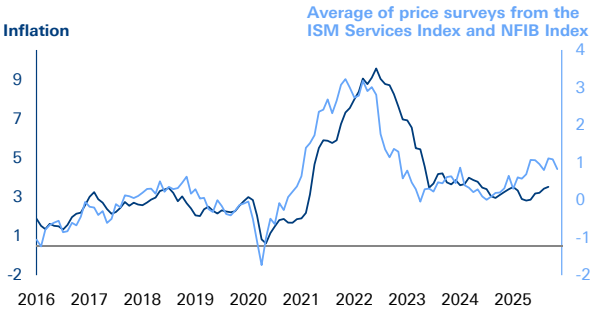
結局のところ、英国の EU 離脱によって生じた負の影響は、不確実性の高まりと貿易コストの急増により生じた供給ショックによるものと捉えられます。その結果、英国では、低成長に加えて高インフレと高金利が続き、現在、英国の政策金利は 4.0%と先進国中で最も高いものとなっており、政府の利払い負担が大きくなっています。今週、開催される予定の金融政策委員会（MPC）で、英中銀・イングランド銀行は、政策金利を 3.75%へ引き下げると見る向きが増えているようですが、足元のインフレ率が 3.6%であることを踏まえると、利下げ余地は非常に限定的であると思われます。こうした状況から、当面の英国経済の見通しは、総じて厳しいものになっていると見ています。

米国：トランプ政権の関税政策は、英国の EU 離脱に類似した影響

英国の EU 離脱による経済損失を定量的に分析するには約 9 年を要しましたが、これには影響が徐々に進行する性質のものであったことが考えられます。今年、米国が実施した大幅な関税引き上げ措置についても、米国にとって、英国の EU 離脱に匹敵する供給ショックをもたらす可能性が高いと考えており、メッツラーでは 米国の経済成長率の先行き見通しは、来年に向けてやや低下し、インフレ率はやや上昇するのではないか と見込んでいます。

下図は、代表的な中小企業やサービス企業を対象とした調査データに基づくものですが、過去 10 年の推移から、概ねインフレ率と整合的な動きであることが示されています。ここから、足元は企業側の価格引き上げ意欲が依然として高く、 約 4%のインフレ率 と平仄の合う水準にあることが分かります。もっとも、最近はインフレ指標の多くが実測値ではなく推計値に基づいていることが多い為、米政府統計局の新体制のもとでは、公式のインフレ率が実態より低く算出される可能性もあると見て留意しています。

インフレ上昇：米国の関税政策はスタグフレーション・ショックとして作用する可能性
消費者物価指数（前年比）、価格調査指数（標準偏差）



出所：Bloomberg、Metzler　　2025 年 11 月 30 日時点

欧州中央銀行（ECB）は安定姿勢

今週は ECB 理事会が予定されていますが、この年内最後の会合で、政策金利がどのように判断されるか、ECB が 2026 年及び 2027 年の経済見通しをどう判断するかが主要な焦点になると思われます。ECB は欧州委員会の秋季予測で示された 2026 年：1.2%、2027 年：1.4% というユーロ圏の成長率見通しより上方の水準で来年以降の経済見通しを認識する可能性が高いと考えていますが、同時に、インフレ率についても 2026 年・2027 年 ともに 約 1.9% の水準で予想されるであろうと見ています。これらの数値は、ユーロ圏の潜在成長率（約 1.0%）をやや上回る為、総じて金融政策については、ECB によって現状維持が適切と判断される可能性が高いと見ています。また、ユーロ圏総合購買担当者指数（PMI）は、2025 年 10 月、11 月に好調なサービス部門が製造業の低迷を補う形で景気の拡大基調が示されましたが、同 12 月速報値は 51.9 と前月からやや減速しました。今後はユーロ圏 ZEW 景況感指数やドイツ IFO 企業景況感指数等の数値にも注目しつつ、ユーロ圏経済の先行き見通しが ECB の予測をさらに上回る見通しとなる可能性があり得るか動向を注視して行きます。

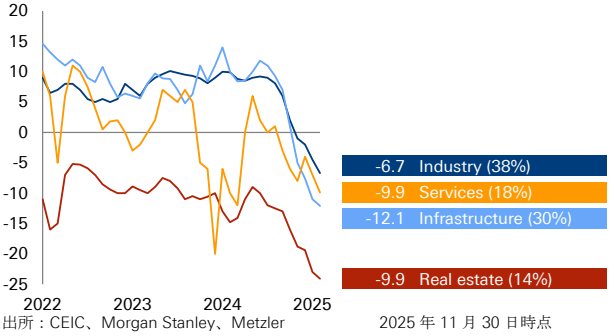
日本銀行：政策金利引き上げへ

今週は、日銀の金融政策決定会合で、政策金利を 0.5% から 0.75%へ引き上げる公算が高いと見られます。
目下、日本のインフレ率は 約 3.0% で安定しており、名目成長率も 約 4.0% と堅調な状態が維持されていますが、もし実際に政策金利が 0.75%へ引き上げられた場合でも、日本の金融環境は、依然として非常に緩和的な水準に留まっていると見られます。

中国：10 月の投資が急減

2025 年 10 月、中国では産業、インフラ、不動産市場への投資が明確に落ち込み、同 11 月にも悪化が続いていることから、10 月に見られた投資の急減は一過性のものに留まらず、構造的な変化の結果で深刻な危機の兆候である可能性が高いと見ています。
この投資急減の内訳を見ると、不動産、インフラ、産業のいずれの投資も同時に弱含み、不動産市場では長期低迷が続き、インフラ投資では財政政策における投資抑制への方針転換が影響したと考えられます。さらに、中国政府の「反内巻政策」は、産業の生産能力拡大を抑制しており、実際には過剰投資の是正という側面もあると見られるものの、産業面からの新たな成長ドライバーの不足が顕在化した状態が示されています。

中国：10 月の投資支出の崩落
（部門別投資支出、前年比）



出所：CEIC、Morgan Stanley、Metzler　　2025 年 11 月 30 日時点

こうした状況下、中国政府が現在の政策方針を維持し、追加の景気支援策を講じない場合、投資の弱さは需要を押し下げ、企業利益や雇用を圧迫し、すでに弱い物価・賃金環境の中でデフレ圧力が一段と強まる可能性が高いと考えられます。実際に、消費を下支えする政策や不動産市場の明確な安定化が見られなければ、中国は低成長の長期化、労働市場での緊張、さらには社会全体の安定が脅かされる可能性に直面することになると見て留意しています。

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

W25-044*