

market:update

Capital Markets Outlook, Week 26

2026 年 6 月 25 日

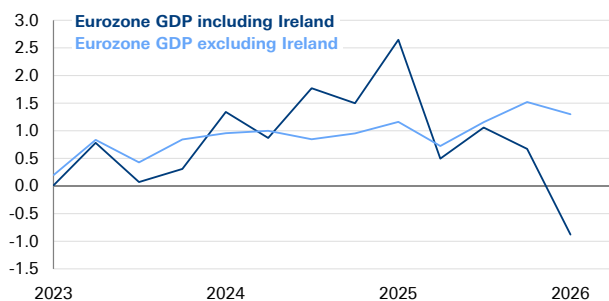
欧州経済の現在地：中国製品による圧迫と
米金融政策方針の転換の狭間で

欧州経済は予想以上に安定

ユーロ圏経済の動向を見る際、これに特有の統計上の留意点があることを認識する必要があります。

アイルランドは、ユーロ圏の経済規模の約 3.5% を占めますが、多くの多国籍企業、とりわけ米系のテクノロジー企業や製薬企業が、知的財産、特許、ライセンス等を同国に移転している為、それらから生じる利益、及び輸出フロー等がアイルランド経由で処理される結果、アイルランドの国民経済計算（GDP 統計）では、付加価値、輸出、投資が嵩上げされる傾向があり、場合によって、非常に高水準を記録することがあります。

しかし、こうした経済活動の大部分は、アイルランドの国内需要や雇用、或いは家計所得を部分的にしか反映しておらず、同国が、ユーロ圏全体の GDP データに甚大な歪みをもたらしている実態があります。このことから、アイルランド中央統計局（CSO）は、前述のグローバルバイアゼーション（多国籍企業の進出等）による影響を考慮し、GDP に加えて国民総所得（GNI）の概念を使用しています。これによると、2023 年には同国の GDP が 5,100 億ユーロであったのに対し、グローバル企業による影響を補正した修正 GNI は 2,909 億ユーロに留まる等、巨大な乖離が生じています。

ユーロ圏：アイルランドが統計を歪めている
前四半期比（%、年率換算）

出所: Eurostat（欧州連合統計局）、メツラー

2026 年 3 月 31 日時点

ユーロ圏全体の GDP データについて、アイルランドの歪んだ GDP データを除外して経済成長の推移を見ると、2024 年第 1 四半期以降、ユーロ圏経済は約 1.0% のかなり安定したペースで成長を続けていることが分かり

ますが、これは同経済の潜在成長率とも概ね一致しており、全く異なる状況が見えてくると言えます。

この事実は、欧州中央銀行（ECB）による楽観的な成長予測を裏付けるものになりますが、とくに、中東情勢の緊張緩和やエネルギー価格の下落は、欧州の成長見通しを目に見えて改善させていると見られ、ユーロ圏の 6 月消費者信頼感指数や同購買担当者景気指数（総合 PMI）にも兆候が表れています。ドイツ IFO 景況感指数の動向も合わせて注視していますが、目下、ユーロ圏の中で最も成長モメンタムの弱い国の一つがドイツであることには留意が必要であり、その背景には、中国からの不公正な競争なども影響していることがあると思われる為、以下に考察して見たいと思います。

中国ショックに起因する脱工業化に対し、欧州は
自らを守るか

金融学のマイケル・ペティス教授は、中国の経済モデルを「構造的な過少消費システム」とであると説明しています。つまり、家計の消費が過度に少ない一方で、政府は戦略的セクターに対して過剰な資本を投入しているとすることで、中国では国内需要が不足している為、余剰生産分は大幅に割安な為替レートを利用した輸出を通じて、世界の市場へと押し出される結果が生じているとされています。

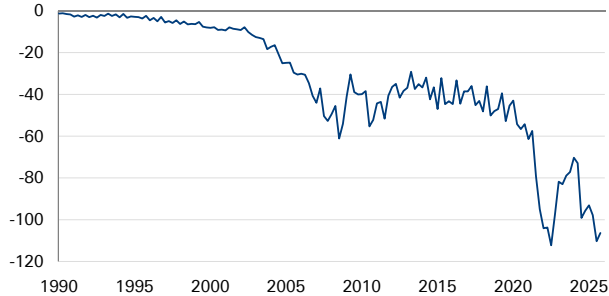
これは、欧州の産業基盤の核心を突き動かす問題になり得ると思われます。中国はもはや、衣料品や単純な電子機器だけを輸出している訳ではなく、自動車、バッテリー、機械、化学製品、太陽光発電技術、風力発電コンポーネント、そして半導体にまで至る多様な製品について、まさに欧州が過去からその生産能力を集中させてきたセクターそのものを直撃する形で輸出を拡大している事実を正しく認識する必要があると考えられます。

貿易経済学者のブラッド・セッツァー氏は、この状況を「チャイナ・ショック 2.0」と命名したことが留意されます。中国の輸出量は、新型コロナのパンデミック以降に 40% 以上も増加した一方で、輸入はほとんど増えていない状況があり、このことは中国が世界の需要を吸収して恩恵を享受しているものの、その見返りとなる需要を自らは、殆ど創出していないのが現状だと言えます。

market:update

また、OECD のデータによると、中国の製造業企業は OECD 加盟国の競合企業に比べて平均で数倍もの補助金を受給している事実が示されています。こうした国家による支援は市場シェアの拡大には繋がるものの、必ずしも生産性や収益性の向上には結びつかないと思われます。つまり、このような企業活動は、その効率性を問題とするより、国家資金による規模拡大と市場からの競合他社の排除が目的ではないかと考えられる為、憂慮されます。

欧州の脱工業化の主要因は、 「チャイナ・ショック 2.0」にある EU と中国との貿易収支 (単位: 10 億米ドル)



出所: 国際通貨基金 (IMF)、メッツラー

2025 年 12 月 31 日時点

欧州が、長年に亘り築き上げてきた産業基盤は、一度消失すれば、失われるのは単に雇用だけではなく、サプライヤー (部品供給網)、熟練労働者、製造ノウハウ、特許、そして地域毎のイノベーション・クラスター (産業集積) までもが失われてしまう可能性がある為、かような経済環境は、欧州にとって極めて危険なものであると言わざるを得ないと考えています。

ここで、今後取り得る対策をシミュレーションしたところ、欧州連合 (EU) が中国との間で貿易・関税紛争に突入した場合、EU 側が敗北する蓋然性が高いことが示された為、残された手段は資金の流れをコントロールすることではないかと考えています。仮に EU が、中国の輸出企業や銀行、政府機関に対して、獲得したユーロを「マイナス金利の EU 国債」か「欧州の銀行へのマイナス金利での預金」のみに投資することを義務付けるとすると、中国の輸出企業にとって EU 向けに輸出する魅力は大きく低下すると考えられます。或いは、中国が貿易で獲得したユーロを自国通貨 (人民元) に交換することになれば、人民元高・ユーロ安が進行し、中国の不正な競争優位性は次第に失われていくことになると考えられます。

新議長による FRB の金融引き締めはこれから

ウォーシュ新議長の下で開催された初の米連邦公開市場委員会 (FOMC) では、金利が据え置かれたものの、利下げの選択肢は排除され、むしろ追加利上げの方向が現実的となるような金融政策における明確な方針転換が示されました。ウォーシュ議長は、長年に亘り目標を上回るインフレを、一時的な現象ではなく、中央銀行の信認に関わる問題と位置付けており、タカ派的な姿勢を強めていると見られます。

これは、FRB (米連邦準備制度理事会) が本来の使命に立ち返ったことを示唆していると思われ、2.0% というインフレ目標は、長期的な達成目標ではなく、再び「アンカー」としての役割を果たすようになると考えられます。ここで、重要なのは、ウォーシュ氏が従来のフォワードガイダンスを示さなかったものの、どのようなマクロ経済状況になると、どのように行動するか、明確な政策反応の基準をシグナルとして示した点です。すなわち、インフレ率や企業の価格設定スタンス、労働市場の状況等に応じて、もしこれらが堅調さを示しているなら FRB は金融引き締め姿勢を強めざるを得なくなると考えられます。この意味において、記者会見の内容は金利据え置きという決定そのものよりもタカ派的であったということが出来ると考えています。以上より、近時の状況を考え合わせると、FRB は何故これまで利上げを行っていないのかという疑問も出てきます。

マクロ経済的な観点から見ると、足元の米国には更なる金融引き締めを支持する根拠が数多く存在しています。実際に名目成長率は依然として堅調であり、市場を通じた資金調達環境は十分に引き締められているとは言えず、インフレ率は目標を大幅に上回っている等の状況があります。2026 年 5 月のコア PCE デフレーターは、現時点での市場予想コンセンサスで約 3.4% とされており、FRB のインフレ目標を約 1.4 ポイント上回る水準であることから、今後発表される予定の実績値に注目しています。先週のレポートでご案内の通り、メッツラーは今年中に 2 回の利上げが FRB によって行われると予想しています。恐らく、FRB の行動がこの路線から外れるのは、インフレが顕著に沈静化するか、若しくは労働市場が明らかに弱体化する場合等に限られると思われますが、現在のところいずれのシナリオも兆候は現れていないと見られます。

今回の FOMC 会合を受けて 2 年債利回りが上昇していることは、金融市場参加者による政策金利の上昇に対する期待が高まっていることが反映されている一方、米国 10 年物国債利回りが僅かな上昇に留まったことは、

market:update

金融政策の今後の進路について、市場がより慎重な再評価を行っている状態が示唆されています。ここで、市場分析の観点から重要と思われるのは、超長期金利が同時に低下したという事実であり、これは、インフレ対策の信頼性が高まることで、長期のインフレリスク・プレミアムが低下することを意味しています。逆説的のようですが、市場が「FRB は実際に物価の安定を達成する」と信じている限り、タカ派的な姿勢を強めるFRBは、むしろイーールドカーブの長期部分を安定させることが出来るということが示唆されており、興味深いと考えています。

ウォーシュ氏が指摘するように、政策金利は住宅市場にとっては引き締めのだと見られる一方、金融市場に対しては依然として緩和的だと見られる状況は、問題の核心を浮き彫りにしていると思われます。すなわち、FRBの膨大なバランスシートが、金利引き締め効果の一部を相殺していると考えられます。

従って、今後の金融引き締めは政策金利を通じて行われるだけでなく、より重要な点として、準備預金、流動性、バランスシートの縮小等を通じて行われる可能性が高いと考えています。しかしながら、まさにこの点にこそ、市場の安定性のリスクが潜んでいると思われます。過度に積極的なバランスシート縮小は、レポ市場や米国債ベースス取引に圧力をかけることを意味しており、ひいては米国債市場そのものに影響を及ぼす可能性が懸念されます。金利上昇への期待の高まり、インフレ対策の信憑性向上、そして当面の政治的圧力の緩和といった要因から、当面の間、米ドル高が続くと予想されます。しかし、米ドルを巡る構造的な状況に大きな変化はなく、長期的な逆風は依然として続いていると思われます。従って、米ドルは景気循環的には上昇する可能性があるものの、戦略的な観点から見ると、米ドルは依然として脆弱なままであると考えています。

過去の新しい中央銀行総裁の就任時がそうであったように、現在の最大の焦点はウォーシュ議長が、最初にどの市場をテストすることになるかという点にあると思われます。米国株式市場は、FRBの金融緩和姿勢が弱まることに反応し、変動性が高まる可能性があり、米国債市場では、米国政府の借り換えコスト上昇という問題が浮き彫りになる可能性が高く、米ドルは、金利面での優位性と構造的な不信感の間で変動する展開が予想されます。

ウォーシュ議長は、記者会見での発言のトーンの上では、FRBの本分である物価の安定へと再び焦点を合わせました。しかし、これが、長期安定的に信頼に足る金融政策レジームに繋がって行くか否かは、最初の記者会見によって決まるのではなく、今後、市場にストレスが生じる際の最初の場面において、評価が定まることになるであろうと考えています。

market:update



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ます。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ます、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 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 資産運用業協会

W26-021