Advertising information of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook week 27

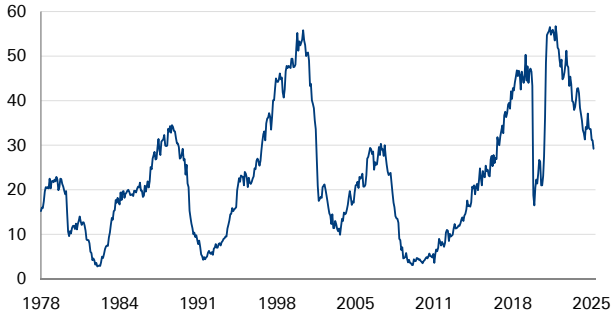
July 2, 2025

米労働市場に減速の兆し－金融政策への影響

米国：労働市場に注目

6 月の雇用統計の発表を前に、労働市場の先行指標として注目されるデータに弱含みの兆しが見られています。たとえば、週次の新規失業保険申請件数は増加傾向を示しており、さらにコンファレンスボード（CB）による消費者調査では、6 月の雇用環境が著しく悪化したと報告されました。なかでも、「職探しが容易（Jobs Plentiful）」という項目は、2021 年以来の最低水準にまで低下しています。

米国：消費者が 6 月の労働市場の大幅な悪化を報告
Conference Board の消費者信頼感指数：「職探しが容易（Jobs Plentiful）」

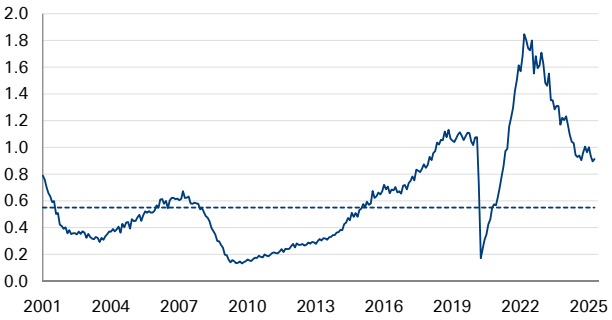


Sources: Bloomberg, Metzler; as of June 30, 2025

こうしたデータは、今後発表される 6 月の雇用統計が弱含む可能性を示唆しており、背景として、経済政策の不確実性が企業の採用意欲を鈍らせていることがあると考えられます。このような状況を受けて、早期の利下げを求める声が再び高まりつつあり、米連邦準備制度理事会（FRB）に対する政治的圧力の強まりも予想されます。

一方、経済政策研究センター（CEPR）の分析によれば、労働市場によるインフレ圧力はなお根強く残っており、求人数と失業者数の比率が長期平均を大きく上回ることで、労働需給の逼迫が物価上昇を支える構図が続いていると見られます。たとえば、2025 年 3 月時点では、労働市場の逼迫がコアインフレ（クリーブランド連銀の中央値 CPI）3.5%のうち、約 1.0 ポイント分を押し上げているとの分析もあります。

米国：労働市場は依然として物価に下押し圧力に
求人数と失業者数の比率



Sources: Bloomberg, Metzler; as of April 30, 2025

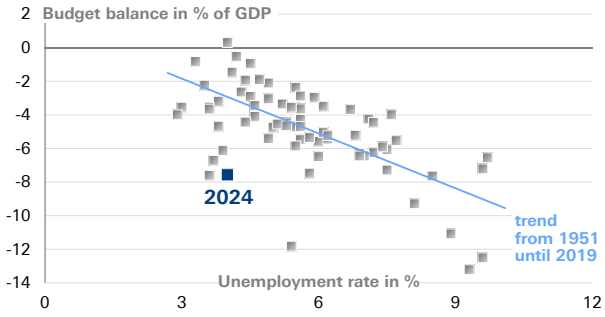
今週発表予定の 6 月の雇用統計が注目されますが、もし求人数が大幅に減少せず、かつ失業者数も大きく増加しなかった場合、FRB が早期に利下げを実施する可能性は低くなるでしょう。

FRB の金融政策判断には、ISM 製造業景況指数や ISM サービス業景況指数などの動向も考慮されますが、これらについては、近時のインフレ鈍化局面でも、両指数の価格要素が急速に上昇してきたこと等から、現在は、その情報価値に以前ほどの信頼性はなくなりつつあります。

また、労働市場の変動は財政にも影響を与えると考えられます。過去のデータでは、失業率が 4.0%の際、政府の財政赤字は GDP の約 2.5%が平均的な水準でしたが、2024 年は、財政赤字が GDP の 7.5%に達するなど、トレンドから大きな乖離が見られます。仮に景気後退により失業率が 6.0%まで上昇した場合、財政赤字は GDP 比で約 10.0%に膨らむ可能性があると思われ、これは米国の長期国債やドルの為替レートに対して、ネガティブな影響を及ぼすリスクとなるでしょう。

こうした背景から、一部のアナリストが主張する「超長期国債を低金利で発行するには、景気後退が必要である。」という意見は、幻想に近いものと言わざるを得ません。

米国：失業率の上昇は財政赤字を拡大させる可能性も



Sources: Bloomberg, https://fred.stlouisfed.org/, Metzler; as of Decmeber 31, 2024

中国：回復力と構造的混乱のはざまで

中国経済は拡大基調にあるものの、その成長の持続性には懸念が高まっています。メッツラーは 2025 年の GDP 成長率を 5.0%と予想しており、一見すると堅調に見えますが、その背後では構造的な歪みが顕在化しつつあると思われます。これまで経済成長を支えてきた不動産開発、インフラ投資、貿易黒字といった従来型のモデルは、すでにピークを過ぎたとみられています。

国内の個人消費は、税制優遇や補助金の支援があっても伸び悩んでおり、根強い需要不足が続いています。背景には、所得の伸びの鈍化、社会保障制度の未整備、そして貯蓄志向の強さといった複合的な要因があります。こうした状況により、供給と需要のギャップが拡大し、デフレ圧力が高まっています。消費者物価の伸びは鈍化もしくはマイナスに転じ、実質的な債務負担が重くなっています。過去にもデフレ環境下では、企業収益がマイナス成長となり、株式市場も低迷しました。

対外貿易は一応の安定要因ではありますが、その基盤は脆弱であり、中国の輸出は、関税回避のための輸出ルートの迂回や、ASEAN やアフリカ市場でのプレゼンス拡大によって維持されていると見られます。ただし、この輸出の主軸である米国からの需要は、新たな関税措置により減少傾向にあり、いわゆる「トランプ 2.0」とも言える関税戦争は、一時的なものではなく構造的な性質をもつであろうと思われます。

一方、不動産市場は依然として縮小傾向にあり、信用緩和が実施されても、その低迷を食い止めるには至っていません。特に中規模都市では空室率の上昇と価格下落が深刻な課題となっています。

中国政府の対応は控えめで、いわゆる「様子見」の姿勢を続けています。高水準の債務が財政出動の余地を制限しており、金融政策も限界に達しつつあります。指導部は安定を最優先しているものの、こうした消極的な対応が改革の遅れを招き、リスクを高めている可能性があると考えられます。

AI、ロボティクス、医薬品といった将来の成長分野には一定の期待が寄せられていますが、従来型の成長エンジンの低迷を補うには依然として力不足です。中国の経済改革は、時間を要するうえに、痛みを伴うプロセスとなることが予想されます。このような状況を踏まえて、引き続き、購買担当者指数（PMI）の動向を注視して行きたいと考えています。

ユーロ圏：ECB は今後も政策金利を引き下げるのか？

5 月に観光業を中心としてサービス部門のインフレ率が急低下しましたが、6 月はその反動により、ある程度の上昇が見られる可能性があると思われます。また、エネルギー分野は、前年との比較における「ベース効果」によって、インフレ上昇方向に寄与すると考えられます。これらの要因により、インフレ率は 5 月の 1.9%から 6 月には 2.1%へと上昇すると見込まれています。

一方、コアインフレ率は 2.3%と、前月から変わらず横這いになる可能性が高いと予想されています。
労働市場に関しては依然として堅調であり、6 月の失業率も前月と同水準になる可能性が高いと見ています。

さらに、先週発表された予算案によれば、ドイツ政府は 2025 年下半期からインフラ支出を大幅に拡大する計画を示しており、これにより、ドイツ経済は市場の予想以上に好調な展開を見せる可能性が出てきたと考えています。

こうした要素を踏まえると、欧州中央銀行（ECB）がこれ以上の利下げに踏み切るべきか否かについては、慎重な検討が求められる局面にあると言えるでしょう。
メッツラーは現時点で、ECB 理事会が 9 月に政策金利を 1.75%まで引き下げる確率を 60%程度と予想しています。また年内に更に一度の追加利下げを行う可能性を 30%程度、その他のシナリオの可能性を残りの 10%と見ています。

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

W25-024