Promotional material of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

Capital market outlook for calendar week 34

August 22, 2025

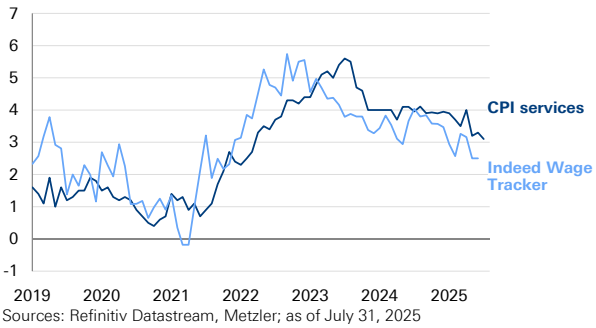
インフレ低下で ECB に追加利下げの余地か

ユーロ圏：インフレは制御下に

足元、ユーロ圏の労働市場は堅調な推移を見せており、欧州統計局（Eurostat）の発表による 2025 年 6 月の失業率は 6.2%と統計開始来で最低水準の数値となりました。これは、まるでマクロ経済的に理想に近い状況のように見えますが、具体的に見ると、求人件数は減少しており、企業の人員計画もより慎重になっている様子も垣間見えます。雇用は引き続き増加していますが、その増加ペースは、全力疾走に近い状態から早歩き程度へ鈍化していると言え、労働市場は依然として力強いものの、過熱感は和らぎつつあることが示唆されています。ECB が「適度な冷却」と呼ぶ状態に近いのではないかと思われます。

ユーロ圏の労働コスト指数は 2025 年第 1 四半期に 3.4%（前年同期比）の上昇と、2022 年以来の最低水準となりました。これは、賃金と付帯コストは歩調を合わせて引き続き上昇していますが、近年の性急な上昇ペースは落ち着いてきたことを示唆するものと捉えています。当該指数は、単なる賃金統計ではなく、労働 1 時間当りの総コスト、即ち、労働時間、残業、社会保険料など、企業の日常の価格決定や利益率に影響を与える全ての要素が加味されており、労働市場の現状を把握するうえで信頼性が高いことから重視しています。

ユーロ圏：インフレは下降傾向
消費者物価指数におけるサービスおよび Indeed 賃金トラッカー（前年比%）



Sources: Refinitiv Datastream, Metzler; as of July 31, 2025

賃金自体の水準に目を向けると、ECB（欧州中央銀行）が公表する賃金トラッカー（各国統計局等のデータに基づく賃金・総雇用者報酬等）では、ユーロ圏の賃金上昇が 2024 年の 5%弱の水準から、足元では 2025 年 7 月に発表された同約 3%にまで低下しています。また、ECB Indeed 賃金トラッカー（求人広告の提示賃金等）にも賃金上昇率の減速が示されている為、今後発表される第 2 四半期の労働コスト指数にも反映してくる可能性があると見ています。こうした状況は、ユーロ圏の生産性が若干回復していることと組み合わせると ECB のインフレ目標が 2%であることとも整合的だと思われます。即ち、単位労働コストが減速することで、総労働コストが抑制される為、労働市場を損なうことなくサービス価格のインフレを和らげることが可能と考えられます。

但し、セクター毎の状況は一様ではないことに留意が必要です。サービス業では依然として人材需要が応募者数を上回っており、サービス業の生産性向上は概して緩やかな為、コスト圧力の低下も同様に緩やかになる傾向が見られます。これに対して、製造業では、製品受注の弱さや国際競争の激化が、足元の価格抑制要因となっていると見られます。ECB はこのセクター間の非対称性を重視しており、コアインフレ率が同行の目標水準に達するのは、サービス業における国内コストが持続的に低下してからになるであろうとの見方が示されています。

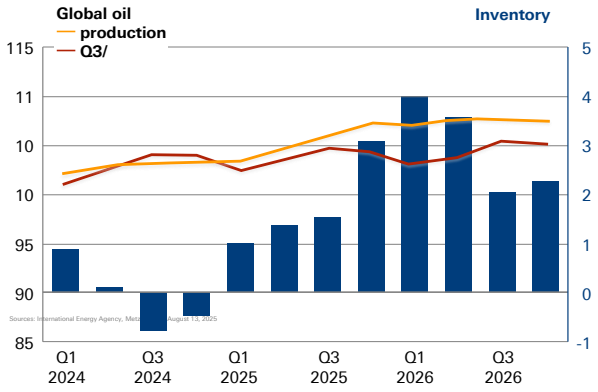
こうした状況から、今後 12 ヵ月のインフレの方向性と道筋に関する基本シナリオは、総合インフレ率は 2%を僅かに下回り、労働市場は堅調で、賃金コスト上昇は緩やかであるというものですが、恐らくコアインフレ率は、抑制された賃金と若干の生産性上昇に支えられて、緩やかに低下していくと見ています。但し、リスクは両方向にあると思われ、新たな貿易ショックや急激な賃金上昇が起こると、コスト圧力を再燃させる可能性がある一方、成長の鈍化は逆にコスト圧力を更に減速させるといった状況が留意されます。

欧州経済の方向性は、EU 全体或いはユーロ圏の購買担当者景気指数の数値からも読み取ることが可能と思われますが、当面の間は大きな変化は予想されず、緩やかな成長を示すのではないかと見ています。目下、金融市場は、9 月の ECB 理事会で政策金利が据え置かれる確率を 90%超と織り込んでいますが、メッツラーでは、エネルギー価格の下落も寄与してインフレが大幅に低下すると考えられることを根拠に、依然として利下げが実施される確率を 55%と見込んでいます。

原油価格は下落基調

国際エネルギー機関（IEA）は最近の月報で世界の石油市場見通しを大幅に修正し、2025 年の世界の原油生産を前月予想より約 37 万バレル多い水準である日量 250 万バレル増加するとの予想に上方修正しました。この背景には OPEC プラスが 9 月から日量 54.7 万バレルの増産を決定し、2023 年からの自主減産をほぼ撤回したことが背景にありますが、一方、需要面は低調なままとの見方が主流になっていると見られます。IEA は世界需要の伸び予想を日量 68 万バレルに下方修正しており、その主因として、複数の先進国における景気の弱さ、消費者マインドの低迷、エネルギーミックスの構造的変化等を挙げています。この生産増と需要鈍化の乖離が意味するものは「大きな余剰」のリスクであることから、大規模な供給過剰のリスクが高まっていると見られます。

世界の原油生産と需要が焦点に
世界の原油生産量（百万バレル／日）



Sources: International Energy Agency, Metzler; as of August 13, 2025

IEA の補足的長期レポート『Oil 2025』では、世界需要の伸びの減速が示されています。2030 年までの成長は日量 250 万バレルにとどまる見通しであり、石油需要は 2020 年代にピークを迎え、その後は停滞または微減すると予測されています。これは輸送の電動化、省エネの進展、再生可能エネルギーの拡大等に起因すると考えられます。同時に米国のシェールオイル産業が供給圧力を強めている現状があります。実際には投資は減少しており、設備投資の伸びは予想を大きく下回り、稼働中の掘削リグ数も前年比 15%減少していますが、一方で生産は増加を続けていることが報告されています。

ゴールドマン・サックスの最新レポートによると、生産効率の改善が継続していることで米国の石油生産は自社予想や市場コンセンサスを上回っている可能性があるとされ、ここでは「支出減と生産増」の明確なメッセージが示されていると思われます。こうした状況は、サウジアラビアを中心に OPEC プラス等、産油国全体の市場支配力を弱めることを意味しており、生産側にとって逆風になる原油価格の下方圧力が示唆されていると思われます。

こうした状況下、世界の石油市場では、最近の需給不均衡により急増した生産余剰の大部分は中国によって戦略備蓄として購入・保管されたと見られる為、短期的には市場は落ち着きも見せています。一方、製油所は過去最高水準での稼働状況が確認されており、通常であれば、このような高稼働率は原油需要を支え、市場価格を安定させる機能を発揮する場合もあると思われます。しかし、トレーダーや投資家は、目下、今後数ヵ月間も供給超過が続くと予想していると見られ、ブレント原油価格は足元の 1 バレル当り約 66 米ドルの水準から、今後さらに下落する可能性があると見ています。

尚、IEA、OPEC、米国エネルギー情報局（EIA）の見通しは、必ずしも一致せず、生産・需要予測、在庫や需給の状況に対する評価も各々異なっている状況もあるようです。即ち、OPEC は堅調な需要を予想している一方、EIA は計画通り増産が進めば価格は長期的に下落するとの見通しであることが確認されています。
石油アナリストらは、このような見解の相違が短期的な価格決定を困難にし、市場変動性を高め、取引のリスクを増大させると警告しているなど留意が必要な状況にあると見ています。

米国はスタグフレーション局面に

住宅市場の顕著な弱さは、米国において高金利がほとんど変化していないことを背景に今後も続く見通しであることから、今後発表される新築住宅着工件数、同許可件数、既存住宅販売等のデータが注目されます。かような住宅市場の弱さは実体経済の弱さを示すもので、政策金利引き下げの必要性を示すシグナルと成り得ますが、依然として高水準のインフレが金融政策の意思決定に重く圧し掛かっている現状があります。

米連邦準備制度理事会（FRB）は直近の会合で、スタグフレーションにどう対応すべきか激しい議論を行ったと見られます。メッツラーは、米国における強い政治的圧力を背景に、FRB が 9 月に 0.25%の利下げを実施することになるのではないかと予想しています。

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

W25-028