

# market:update

金融経済の見通し

2023年12月4日

## いまや米国経済も低迷に入ったのか？

### 米雇用統計に注目

メツラーのグローバル経済先行指標は、10月末から世界経済が減速していることを示しています。ということは、当景気先行指標は、これまで企業の設備投資や労働市場が堅調な推移を見せ底堅かった米国経済の顕著な減速を示唆しています。

最近になって企業では設備投資計画を削減する兆候が強まっており、これは労働市場（金曜日）の勢いの減速として反映される可能性が高いと思われる。失業率は安定維持するとみられますが、非農業部門雇用者数の伸びは+10万人/月に向けてさらに鈍化する可能性があります。また、求人件数（火曜日）は今年に入ってすでに大幅に減少しています。加えて、11月のISM非製造業景気指数（火曜日）の雇用の結果が非常に注目されます。

メインシナリオとして、我々は、米連邦準備制度理事会（FRB）の引き締め的な金融政策が経済成長を抑制する主な要因となっていることから、米国の2024年GDP成長率は顕著に鈍化すると見ています。多くの企業や家計は2023年に借り換えの必要がなかったため、金利上昇の影響をあまり受けてきませんでした。2024年には借り換えの必要性が大きく高まると予想されることから、金利上昇はますます悪影響を及ぼすことになるとみられます。したがって、今回の景気サイクルでは、金融政策の効果が表れるまでに、いつも以上に時間を要することになると考えられます。

しかし、人工知能のような新技術が予想よりはるかに早く企業で活用され、労働生産性（水曜日）の顕著な加速がみられる可能性があるため、経済成長がマイナスになると我々は予想していません。これは、2025年に向けて非常に良好な経済見通しとなる一要因であるとも考えており、2024年にFRBが政策金利を再び大幅に引き下げる場合などは、より顕著になると見ています。

### ユーロ圏：ドイツの指標に注目

ドイツの輸出（月曜日）は2022年第3四半期に過去最高値を記録しました。それ以来、実質輸出は約3.0%弱減少しています。対照的に、ドイツの鉱工業（木曜日）は2017年からすでに約12%以上減少しています。ドイツ国内での工業製品に対する需要は明らかに減少しており、これはドイツにおける消費低迷の表れでもあるとみられます。購買担当者景気指数(PMI)とIfo景況感指数の両方が10月に顕著な落ち込みをみせましたが、製造業受注（水曜日）は将来の動向を示唆する良い指標になるでしょう。

ドイツの産業界は、地政学的情勢の変化、エネルギー価格の上昇、熟練労働者の不足、気候変動基金に関する連邦憲法裁判所の判決後の政治的不確実性などに対する対応策をまだ見つけられていません。

基本的に、ドイツのエネルギー価格は高止まりする可能性が高いとみています。電力生産は、コスト効率の良い代替エネルギーが利用されるようになってきていますが、従来の石炭火力やガス火力発電も、風力や太陽光発電がなくても電力生産を賄えるように供給されなければなりません。このような構造はコストが高く、それは消費者に転嫁されることになるとみられます。ドイツは将来、水素、天然ガス、その他のエネルギー源を大量に輸入しなければならないでしょう。その結果、エネルギー価格は高止まりし、多くのエネルギー集約型企業の競争力を阻害することになると考えられます。このような背景から、とりわけ戦略的に重要なエネルギー集約型企業の生産をドイツ国内に維持するための政治的解決策が必要とされています。

### 日本：弱い賃金動向

11月の東京都区部消費者物価は前年比約+3.0%に減速するとみられています。2023年1月は同+4.4%でした。この減速の背景には、これまでの商品価格上昇と通貨安によるインフレ圧力が緩和されつ

# market:update

つあることがあるとみられます。商品価格と日本円は最近、概ね安定してきています。国内要因に起因するインフレ圧力はほぼみられていません。賃金上昇率（金曜日）は最近再び減速し、9月の一般労働者の所定内給与は前年比+1.6%に減速しました。日銀は、インフレ目標2.0%を達成するためには3.0%程度の賃金上昇が必要だとみており、これは日本の労働者が依然として実質賃金の減少に苦しんでいることを意味しています。10月の家計消費（金曜日）は前年比約▲3.0%減少するとみられます。

このような背景から、日銀が金融政策を当面変更する理由はないとみられます。しかしながら、超緩和的な金融政策の目的は何なのか、という疑問が生じます。超金融緩和政策が機能する経路の一つは通貨安です。日本円の実質実効為替レートは10月に1970年1月以来の最低水準まで下落しましたが、実質輸出は年初から約+0.8%しか増加していません。日本企業は世界中に生産拠点をもち、現地生産で現地の需要を満たすことができるとみられます。したがって最近、輸出は通貨安にほとんど反応しておりません。しかし同時に、通貨安は輸入物価の高騰を意味し、日本国民にとっては

富を失うこととなります。総じて、円安は日本経済にとって悪影響を与えているとみられます。超金融緩和政策の第二の重要な経路である貸出の活性化にもまだ寄与していないように思われます。

日本の金融政策当局の希望は、超緩和的な金融政策によって国民のデフレ心理を変えることです。それはすなわち、日本国民はより消費し、過去数十年間に築き上げた富を消費すべきであるという考えに行きつくと思われま



Edgar Waller

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.) 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。
- 9.) 本資料で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。
- 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