

market:update

金融経済の見通し

2024年1月29日

米連邦準備制度理事会（FRB）はいつ利下げを行うか

米国経済見通しに関する活発な議論

米国経済について、2023年に景気後退に至らなかったことを受け、現在では2024年の経済見通しに関してソフトランディングがコンセンサスとなっているようです。ブルームバーグのコンセンサス調査によれば、前年比+1.3%の経済成長が見込まれています。しかしながら、この予想と大きく異なる予想をするエコノミストもいます。

2024年に景気後退を予想する悲観論者もまだ存在します。その主な論拠は、景気に中立的な政策金利は約2.5%であり、現在の約5.33%の政策金利水準は非常に引き締めめであるため、景気後退が訪れるのは時間の問題であるという見方です。

対照的に、楽観論者は前年比+2.0%以上の経済成長を予想しています。これを支持する主な論拠は、全般的な金融環境が金融政策から乖離して、景気刺激効果を与えているという見方です。さらに、インフレ率の急速な減速も予想され、これが実質所得を押し上げ、また大幅な利下げを可能にしているとの見方です。

我々は、2024年の米国の成長率見通しを前年比+0.5%から同+1.0%に引き上げました。米国経済は、欧州経済に比べて銀行セクターへの依存度が低く、資本市場の動向に大きく反応するとみられます。例えば、2023年の貸出の伸びは年初の前年比+12%弱から年末には同+2%強へと大幅に減速しましたが、対照的に米国の金融市場は非常に好調でした。金融市場の好転は、資金調達環境の改善、ひいては成長見通しの改善を意味します。

FRBに注目

それでも悲観論者の議論を正当化する点としては、今回の金融政策サイクルでは景気引き締め効

果が発現するまでに時間を要するかもしれないということがあります。

このような背景から、景気後退を示唆し得る先行指標に注目します。焦点は労働市場であり、消費者信頼感（火曜日）からは、労働市場の状況変化について多くの場合、非常に優れた先行的な評価が窺えます。週間新規失業保険申請件数（木曜日）も良い指標です。さらに、求人情数（火曜日）と雇用統計（金曜日）ももちろん重要です。労働市場の状況が顕著に悪化すれば、我々も予想を修正するでしょう。

しかし、労働市場が当面は安定的に推移するとみているため、米連邦準備制度理事会（FRB）がすぐに利下げを行う必要はないと考えます（水曜日）。金融市場は現在、3月の利下げ確率を約50%織り込んでいますが、我々は6月まで利下げは行われないとみています。

このほか、住宅価格指数（火曜日）、雇用コスト指数（水曜日）、ISM製造業景気指数（木曜日）の発表が予定されています。

ユーロ圏：輸送コストの上昇はインフレ減速を妨げるか

ユーロ圏の消費者物価指数（木曜日）は最近、顕著に減速しました。第4四半期の3ヵ月間、消費者物価（エネルギーと食品を除く）はわずかに+1.1%（年率換算）の上昇に留まりました。1月の消費者物価は、増税、行政価格及び運賃の上昇からネガティブサプライズとなる可能性があります。

しかし、ユーロ圏の景気モメンタムは総じて軟調です。第4四半期のGDP成長率（火曜日）は前期比-0.1%程度となるとみられます。この場合、2四半期連続のマイナス成長となり、これは一般的な景

market:update

気後退の定義に相当します。景況感指数（火曜日）も、年明けの成長モメンタムが大きく改善していないことを示すとみられます。労働市場の減速の兆候も強まっており、失業者数（木曜日）は増加する可能性があります。このような背景から、ユーロ圏の基調的なインフレは非常に弱く、欧州中央銀行(ECB)は早ければ4月にも利下げを行う可能性があります。

ユーロ圏：インフレ期待の低下が賃金モメンタムの鈍化を示唆
賃金（前年比）とインフレ期待



出所：データストリーム、メッツラー；2023年12月30日現在

国内要因に起因するインフレの弱さは、家計のインフレ期待の低さにも反映されています。上記図表はまた、インフレ期待が賃金の先行指標となる傾向があることを示しています。

イングランド銀行：難しい決断を迫られる

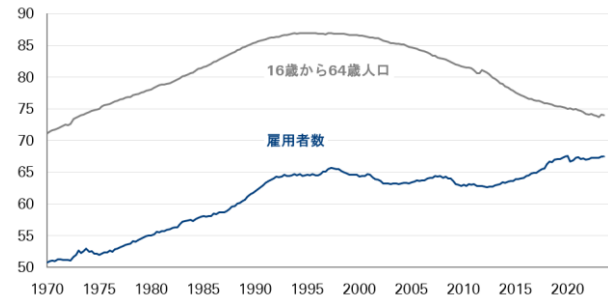
イングランド銀行（木曜日）は、政策金利を既に5.25%まで引き上げています。これは経済活動を抑制し、インフレ率を減速させる引き締めの効果を持つはずですが、実際にはそうなっていません。12月の消費者物価指数は前年比+4.0%に加速し、1月の景気も大幅に加速しました。購買担当者景気指数（PMI）は1月に52.5と予想外に上昇しました。このような背景から、イングランド銀行は当面様子見することとなり、場合によっては再利上げに向かう可能性すらあると考えます。

日本：労働市場に注目

日本の人口はここ数年減少しており、特に主に労働供給源となる16歳から64歳の人口が減少して

います。その一方で、雇用者数は過去最高を記録しています。

日本：労働供給のひっ迫感が強まる
単位：百万人



出所：データストリーム、メッツラー；2023年9月30日現在

したがって、生産年齢人口と雇用者数の差が縮小しており、これは労働市場における人手不足が深刻化していること示唆しており、賃金が顕著に上昇する可能性があります。実際は、2018年以降、失業率は2.5%前後で安定しており、わずかな変動しか認められていません。労働市場は、依然として賃金上昇を加速させるほどひっ迫はしていないようです。賃金上昇を加速させるには、失業率（火曜日）が2.0%以下まで低下する必要があるかもしれません。加えて今週は、鉱工業生産（水曜日）と小売業販売（水曜日）が発表され、底堅い経済活動を示すとみられます。



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

market:update

- 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) 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。
- 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

W24-004