

## market:update

金融経済の見通し

2024年2月26日

## ユーロ圏のインフレ率は間もなく 2.0%に回帰するだろう

## ユーロ圏：2月のインフレ率は低下へ

1月、ユーロ圏のインフレ率はわずかな低下に留まりました。多くの企業や政府は年に一度、1月にしか物価の改定を行わない傾向があります。2023年の高インフレと高い賃金上昇のため、多くの企業や政府は1月に例年より大幅な値上げを行った可能性があります。この影響は2月には繰り返されないとみられます。同時に、天然ガス価格は2021年以前と同等の水準まで下落しました。ガス貯蔵量も冬を越した後、まだ充足されています。さらに、ドイツの電力価格は2023年10月以降、ほぼ半値まで下落しています。こうして欧州はエネルギー危機をうまく乗り切り、エネルギー価格は通常の水準に戻っています。エネルギー集約的な生産は移転し、一般家庭はエネルギー消費量を減らし、欧州向けの新たな天然ガス供給元が確保されています。

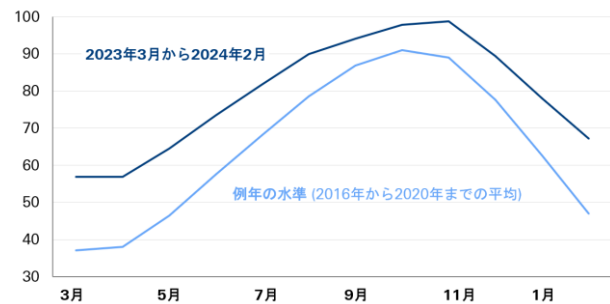
ユーロ圏：天然ガス価格は概ね通常の水準に回帰  
欧州の天然ガス価格 TTF 期近物（1キロワット時当たり、ユーロ）



出所：ブルームバーグ、メッツラー；2024年2月21日現在

## ユーロ圏：2023/24年は冬の終わりに向けて高い貯蔵水準

天然ガス貯蔵施設の貯蔵率（月平均）（単位：%）\*



\* 2024年2月は2月19日までの平均

出所 EIG、メッツラー、2024年2月20日現在

しかし同時に、欧州経済は依然として高金利に苦しんでいます。とりわけ、高金利は貸出需要を減少させ（火曜日）、その結果マネーサプライ（火曜日）の増加を抑制しています。ユーロ圏の景況感指数（水曜日）はこれを反映し、停滞の継続を示すとみられます。ドイツに関しては、 Bundesbank が2024年第1四半期GDPのマイナス成長を予測しています。

需要の低迷を考慮すると、企業にとって値上げ余地はほとんどないとみられます。ユーロ圏の消費者物価指数（金曜日）は、1月の前年比+2.8%から2月は同+2.3%、3月は+1.9%に低下するとみえています。

労働市場が好調で失業率（金曜日）が過去最低水準にあることは、この楽観的な予想と矛盾しないと考えます。ソブリン債務危機の対応として多くの欧州諸国で行われた労働市場改革は、今や実を結び始めています。これは、インフレ率の急上昇を引き起こすことなく、失業率が以前のサイクルよりも構造的に低下する可能性があることを意味します。また、インフレ率は2021年から2022年にかけて上昇し、賃金は長いタイムラグを伴って

# market:update

2023年になって反応しました。したがって、賃金はインフレの先行指標ではないと考えられます。2021年から2022年に賃金上昇が遅れた結果、欧州企業の利益率は大幅に改善しました。

欧州：2022年のインフレ加速以降、賃金加速が追い付かず利益率が異例に高い水準

MSCI 欧州：一株当たり利益（EPS）の売上高比率



出所：Refinitiv Datastream、メツラー；2024年1月31日現在

今年、利益率は再びやや低下する可能性が高いとみられます。背景にあるのは、依然として高い賃金モメンタム、経済全体の需要の低迷、そしてその結果として企業の値上げ余地が限られていることです。しかし、2025年には再び利益率が安定する可能性が高いとみられます。2025年にかけて、賃金の伸びが鈍化する可能性がすでに明らかになりつつあるからです。

原則として、生産性の伸びが前年比+1.0%前後であると仮定すると、同+3.0%前後の賃金上昇は、欧州中央銀行（ECB）のインフレ目標に沿っていません。この場合、単位労働コストは同+2.0%（=3.0%-1.0%）上昇します。

米国：人工知能ブームが経済を牽引

人工知能がもたらす機会は、企業が必要なハードウェアやソフトウェアに投資し、生産性を高めるための業務プロセスを再構築することです。こうしてインフレ圧力を高めることなく、経済が力強く成長することが可能になります。同時に、米国経済は高金利に適応できます。

金利が経済活動に与える影響は、経験上、金利に非常に敏感な住宅用不動産市場によく見られます。最近の住宅関連指標はまちまちですが、新築住宅販売件数（月曜日）や住宅価格指数（火曜日）が注目されます。

加えて、消費者信頼感指数（火曜日）は、2月の労働市場の勢いを見極めるための初期の材料となります。概して米国経済は堅調に推移すると予想されるため、製造業新規受注（火曜日）、個人消費支出（木曜日）、ISM製造業景気指数（金曜日）など良好なデータが期待されます。

堅調な経済と高いインフレ率（エネルギーと食品を除くPCEデフレーター（木曜日））が相まって、米連邦準備制度理事会（FRB）は今年、利下げを行わない可能性さえあります。

日本：日経平均が34年ぶりに最高値を更新

先週、日経平均株価が約34年ぶりに最高値を更新し、日本の株式市場は歴史を塗り替えました。この失われた期間は異例の長さでした。

これは、1989年の日本の株式市場が非常に割高に評価された一方で、正常なバリュエーション水準に戻るのに長い時間を要したからです。他方、デフレと弱い経済成長により、企業収益の伸びは低迷しました。長期的には、株価は企業収益に連動します。

日本は、一定程度のプラスのインフレ環境を確立したようです（火曜日）。さらに、商業販売と鉱工業生産（ともに木曜日）が示すように、第1四半期の日本経済はまざまざな経済成長を取り戻す可能性があります。労働市場（金曜日）もタイトさを増しています。一定の労働力不足により、賃金の不均衡な上昇、ひいてはインフレ加速が引き起こされるのではないかという疑問が生じます。



メツラー・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。
- 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

W24-008