

## market:update

金融経済の見通し

2024年3月4日

## ECBは難しいバランス感覚が求められる

## 欧州中央銀行（ECB）理事会に注目

欧州の経済指標は強弱まちまちで、よく言って停滞といったところでしょう。欧州最大の経済大国であるドイツはGDPが縮小しており、域内で最も弱い地域となっています。ドイツの輸出（水曜日）、鉱工業受注（木曜日）、鉱工業生産（金曜日）は基本的に弱含んでおり、同国経済の低迷が継続していることを示すでしょう。

債務ブレーキ制度の遵守に基づいたドイツ政府の財政健全化政策は、景気低迷時は特に順循環的に景気を悪化させるため、あまり効果的ではないとみられます。したがって、実体経済が勢いを取り戻すには、政策金利の引き下げが必要であると考えられます。

同時に、ユーロ圏のインフレ率は低下していますが、そのペースは我々の予想よりも緩やかです。生産者物価（火曜日）は強いデフレが続いており、通常であれば消費者物価の低下に寄与したはずですが、加えて、需要の低迷、コモディティ価格の下落、欧州の電力価格の下落、貸出の低迷もインフレ率の低下に寄与したはずですが。

デフレーション圧力を弱めるプロセスが働いているのは明らかでしょう。しかし、欧州小売企業の値上げの意向が低下したことは、上記の要因が今後数ヶ月間、ユーロ圏のコアインフレ率が持続的に低下することを強く示唆しているとみられます。小売業界の値上げへの意向は、コアインフレ率の先行指標の一つと考えられます。

ユーロ圏：小売業界はインフレ率の低下を予想 - コアインフレ率低下の先行指標  
エネルギーと食品を除く消費者物価指数前年比と調査結果（回答者のバランス）



ECB理事会（木曜日）は当面は様子見姿勢をとる可能性が高いとみていますが、ECBの経済成長率とインフレ見通しがどの程度修正されるかが注目されます。成長率見通しを引き下げ、2025年と2026年のインフレ見通しも引き下げられると予想します。

ECBの経済及びインフレ見通しに加え、3月のユーロ圏のインフレ率も4月ECB理事会の政策金利の決定に大きな影響を与えるとみられます。もし3月のインフレ率も予想以上であれば、4月の利下げ開始予想は楽観的すぎる可能性があります。その場合、ECBは6月に利下げを開始し、年内は合計150bpの利下げしか期待できないとみられます。

## 米国：労働市場は安定的

米国経済の強さは、堅調な労働市場に裏付けられています。雇用者報酬が安定して増加する限り、家計は信用コストを払ってより多くの消費を行うことができます。また、雇用の増加はオフィススペースの必要性を意味するため、オフィス不動産市場の危機の悪化を防ぐことができます。コンファレンスボードの2月の消費者信頼感調査では、消費者は労働市場が安定していることを示唆しました。従って、失業率（金曜日）は引き続き

# market:update

安定を維持すると予想します。求人件数が雇用統計の前に発表されます（水曜日）。堅調な経済成長は、ISM非製造業景気指数の改善にも反映されるとみられます（火曜日）。

## 日本：賃金ダイナミクスの行方

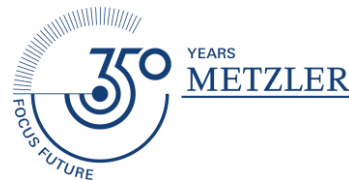
日本銀行は、家計や企業のデフレマインドが、構造的な物価上昇期待へと変化しつつあることに対し、楽観的な見方を強めているようです。これは、企業の価格設定行動や労働組合の賃金要求戦略にも変化を与える可能性があります。

したがって、日本は2.0%の正常なインフレ環境に戻る可能性があります。しかし、そのためには賃金上昇率（木曜日）が3.0%まで加速する必要があります。最近、賃金の伸びは横ばいで推移しており、日銀の楽観論とは矛盾しているようです。今後数ヶ月間の賃金動向は、物価と賃金のダイナミクスに実際に変化が起きたかどうかを確認する指標となるでしょう。東京都区部消費者物価指数（火曜日）が注目されます。



Edgar Walli

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。
- 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