

market:update

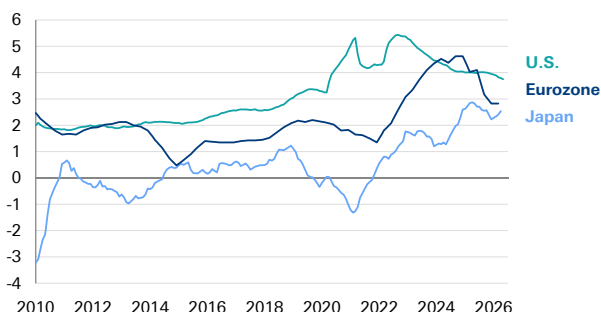
Capital Markets Outlook, Week 28

2026年7月8日

賃金動向が示唆する世界経済の現状

米国、ユーロ圏、日本の賃金動向を見ると、状況はまちまちとなっています。下図を見ると、ユーロ圏と日本の賃金上昇率が、概ね 3.0%前後で収束しつつある一方、米国では約 4.0%の水準で推移していることが分かります。また、これら 3 つの国・地域のうちとりわけ日本とユーロ圏では、2022 年以降に賃金上昇が加速している様子が明確に示されていますが、それ以前の 2010 年から 2020 年にかけての期間では、生産性の伸びを考慮しても、賃金上昇は、中央銀行のインフレ目標を達成するには依然として弱すぎたことが示唆されています。実際に 2022 年以降は、インフレ環境が根本的に変化したとの認識が周知されていますが、加えてインフレリスクがデフレリスクよりも顕著に高くなったことも明らかだと思われます。

賃金の伸び率は各国・地域間で収束している
前年比：%、12ヶ月移動平均



出所：ブルームバーグ、メッツラー

2026年5月31日時点

ここで、仮に企業の利益率が一定に保たれ、日本とユーロ圏が約 1.0%の生産性向上を達成可能とするなら、現在の賃金上昇率の約 3.0%は、2.0%のインフレ目標と整合するものだと考えられます。もし、生産性の伸びが鈍化する、或いは、企業の利益率が構造的に上昇するような場合には、インフレ率は 2.0%を上回る水準で落ち着く可能性が高いと思われます。

これにつき、日本では、2026 年 5 月分の実質賃金（前年比）が 5 ヶ月連続のプラスとなり、2026 年春闘の高い賃上げ率が反映されていることが窺える一方、ユーロ圏については、信頼性の高い賃金データは四半期ベースの公表になる為、現在のところ 2026 年第 1 四半期分までしか入手できておらず、これから公表される同第 2 四半期のデータを待つ必要がある為、引き続き動向を注視したいと考えています。

これに対して米国では、近年、生産性の伸びが大幅に加速しており、この結果、生産性向上は 2.0%を上回る可能性さえあると見られます。従って、米国における年率約 3.5%の賃金上昇率は、米連邦準備制度理事会（FRB）のインフレ目標や、企業の利益率の上昇とも恐らく整合するものではないかと考えています。実際、米国では 2000 年以降、賃金シェアが構造的に低下する傾向が見られており、従来環境では、経済全体の総所得の約 3 分の 1 が資本に、約 3 分の 2 が労働に分配される状況が、概ね自然な経済法則として一般に受け入れられていたと思われます。これが、今日では、労働への分配は総所得の約 50%を僅かに上回る程度しかなされていないと見られ、かような主に近年の米国で観察されてきた所得再分配における大規模な労働から資本への奔流は、とりまなおさず、米国株式市場の好調なパフォーマンスの一因になってきたことは明らかだと思われます。

ドイツは抜本的な改革に直面

ドイツ政府の新たな改革パッケージは、正しい方向への第一歩であると考えています。近時のドイツにおける成長低迷は、その大部分が中国からの不正な競争によって引き起こされてきたと考える一方、国内における課題も存在することは事実であり、大まかに列挙すると、過剰な官僚主義や非効率な行政手続き、高いエネルギー・コストと人件費、弱い投資インセンティブ、そして上昇を続ける社会保険料などが挙げられます。結果として、ドイツの実質 GDP は 2019 年以降、殆ど成長しておらず、住宅建設を除く民間投資に至っては、当時から約 12%も減少していることが分かっています。

概して、経済の繁栄というものは、民間企業による過去・現在・そして将来の投資の上に成り立つものであることが改めて認識されます。足元の状況は、ドイツをより魅力的な投資先にする為の前向きな改革であれば、どのような施策でもプラスに働き得ると思われ、ドイツ政府による一連の施策の中で最も重要だと見られるのは年金改革だと考えています。実際に、早期退職の削減、人口動態要因への対応、定年年齢の引き上げ、そして積立型の補完年金制度の導入等により、長期的には制度を安定させることが可能であろうと思われます。

しかし、短期的には依然として問題が残ることも事実であり、新しい積立型年金は、当初は従業員と企業の負担を増加させる一方、その恩恵が実際に現れるまでに相応の時間を要することが容易に想像されます。それでも、

market:update

年金、介護、医療の各改革は、社会保障制度の持続可能性に対する国民の信頼を強めることとなり、ひいては消費を刺激することに繋がると考えています。実際にドイツの政策立案者に実行力があり、社会保障負担が安定し、官僚主義が軽減され、働くことの魅力が再び高まっている状態が出現し、これを各企業が確信することになれば、暫くのタイムラグを経て、民間投資が回復する可能性があると思われます。これらの改革によって、トレンド成長率が現在の約0.5%から0.7%へと上昇する可能性は十分にあると見ています。

かつてのシュレーダー政権が2003年に打ち出した労働市場と社会保障を中心とした大規模な構造改革「アジェンダ2010」では、改革自体は2003～2005年にかけて段階的に実施されましたが、経済成長への明確なプラス効果が表れ始めたのは2007年頃になってからであったとの認識が大方の見方となっています。従って、構造改革が効果を発揮するには所定の時間を要すること自体は明らかであり、この経験は、政策的な観点から、改革の実施段階では、需要側の政策措置を併せて進めるべきであることが示唆されています。

例えば、低所得層に対する減税措置を実施すると、低所得層は消費比率が高く貯蓄率が低い傾向にある為、翌年のGDPに約0.1ポイントのプラス効果をもたらすと見込まれています。さらに、防衛費やインフラ支出の増加も影響を及ぼしていると考えられ、その影響は今週発表された2026年5月のドイツ製造業新規受注が、前月比+1.9%と市場予想を上回ったことに示されている他、同ドイツ鉱工業生産指数でも市場予想を上回る結果が示されたことは、新規受注における需要回復が、実際の生産活動に波及している状況を確認するうえで重要な示唆を与えるものと考えています。

尚、中国による不公正な競争によるドイツの貿易動向への影響は深刻なものと言わざるを得ないと思われ、2022年以降の成長への寄与度は、年平均で対GDPの約-0.8%との試算結果が示されています。もし中国が対外貿易において公正な態度をとっていたならば、ドイツ経済の成長率は年平均0.2%ではなく、同1.0%の成長を遂げていた可能性が高いと考えられます。



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亦更新する権利および改定を行使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 資産運用業協会