|  |
| --- |
| Oxford Economics  世界経済ハイライト（２４年１月 後半）  半）  **米国軟着陸を支える低所得層の賃金の伸び**  当社は24年の米国の成長見通しを２％とコンセンサス対比強めの見方に上方修正。既往の利上げの影響で年前半に減速し、後半の回復も緩やかなものに止まるが、[殆どの家計で実質賃金が底堅い伸びを続けること](https://my.oxfordeconomics.com/reportaction/2c38F643dd8C4eAd9Cd562/Toc)で消費が想定以上に底堅く推移して景気は軟着陸する。特に低所得層は消費バスケットに占める比重の大きいエネルギーや食品の価格下落が大きいことから、体感するインフレ率が最も低下する見込み。低所得層の賃金上昇率も足許の減速は最も著しいが、前年比では最も高い伸び率を維持する。その背景に構造的にもみえる労働需給のタイトさがあることは重要。新規雇用や採用意欲は明確に減速しているが、夏場以降は生産年齢人口の労働参加率が男女共に低下に転じており、供給面から賃金上昇率の減速を緩やかにしている。このことは今後のFEDの利下げペースも大きく左右する。  **米国の労働供給伸び悩みの背景**  労働需給のタイトさと賃金上昇率の緩やかな減速ペースがどの程度続くかの鍵を握るのは労働供給の伸び。当社は24年に労働力が1.2％増加すると見込んでいるが、[労働供給が下振れるリスク](https://my.oxfordeconomics.com/reportaction/42EE78142ed14F6d80B760/Toc)も意識している。ひとつの懸念材料はロックダウン後の労働力急増の半分を担っていた海外生まれの労働者の増加ペースが鈍化していること。移民の申請枠には制限があるため、コロナ禍で止まっていた移民承認手続きのキャッチアップが終わると、移民労働力の増加ペースは鈍化する筋合い。もうひとつの懸念はこれまでの生産年齢人口の女性の労働参加率回復が元に戻ってしまうこと。コロナ禍で危機対応措置として一時的に提供された子育て女性労働者への支援策が終焉していることが影響している可能性がある。逆に言えば、他の先進国比で米国の女性労働参加率は低迷しているため、より恒久的な支援策が導入されれば労働供給を引き上げる余地は大きい。  **紅海船舶攻撃がユーロ圏物価へ与える影響**  紅海でのフーシ派による船舶攻撃から始まった紛争は米英によるフーシ派攻撃を経て長期化の様相を呈しており、当社の予測でも現在の海上運賃の高止まりが半年は続くことを基本的な想定とした。影響が最も大きいユーロ圏について複数のモデルでCPIへの影響を推計すると[ヘッドラインを3－6か月後のピーク時で0.3％ポイント押し上げる](https://my.oxfordeconomics.com/reportaction/b847Aa17beC3403a814670/Toc)（前回のハイライトで示した世界インフレの上昇幅0.7％ポイントはインフレ率が高めの新興国経済も含む）。実際のインフレ率は最近のガス価格の下落などにオフセットされることでさほど変わらないとみているが、予測には大きな不確実性が残るためにインフレのリスクに敏感なECBが利下げに踏み切るタイミングを幾分後ろ倒しする理由とする可能性はある。  **米国HY債のデフォルトは限定的**  今回の世界的な利上げ局面の大きな特徴は金融システムへのダメージが限られていること。当社モデルによると、米国における[投機的な格付けの社債のデフォルト率](https://my.oxfordeconomics.com/reportaction/cc60Cc0bd1B64826a39848/Toc)は過去の利上げ局面（10－12％）と比べて低位（5％程度）に止まると見込んでいる。当社のデフォルト率予測モデルでは、①景気サイクル、②景気の深刻さ、③資金調達コスト、④企業部門のバランスシートの健全性指標（利益率、レバレッジ、債務返済余力、流動性ポジションを勘案）、⑤コロナ禍下での支援策のためのダミー変数の5変数を用いており、89年以降のデフォルト率の変化の75％を説明可能。生産が前年比△5％落込み、企業B/Sが2000年代初のレベルまで悪化するハードランディングのシナリオ分析を行ってもデフォルト率は7％程度に止まる。この結果、米国HY債のスプレッドについては24年中は現状程度の400bps以下で推移し、6-12か月先という投資期間では債券や株をoutperformするとみている。  **先進国の企業破綻の動き**  企業の破綻件数という面でも今次利上げの金融システムへの影響は限定的となるとみている。[G７諸国の企業倒産](https://my.oxfordeconomics.com/reportaction/83E5FCe2C6384D5Fbf1CFD/Toc)は21－23年にかけて平均して50％近く増加し、24年にも２桁の増加が見込まれるが、懸念するには当たらない。そもそも倒産件数は歴史的にも低水準であり、一部の限定的な業種における小企業が大半を占める。また、実証分析によれば、最近の倒産増加はコロナ禍下での異例の企業支援策によって人為的に抑え込まれていたものが遅れて顕在化している面も大きい。各国毎の最近の倒産の増加ペースには違いがあるが、違いをもたらしている要因として①固定金利シェアなど借入構造、②ゾンビ企業の比率、③プライベートエクイティ企業の存在（弱体化した企業も倒産はさせず、再建させる）が考えられる。  **中国の24年の消費見通し**  23年は5.2％の経済成長を達成した中国だが、不動産市場の調整は底打ちの兆しがなく、23年の成長の大半を担った個人消費もリベンジ消費収束後は勢いを欠いた状態が続く。[24年の個人消費の展開を予測するペーパー](https://my.oxfordeconomics.com/reportaction/1a1D7c56524F44Db8644f7/Toc)では、23年に8.7％という高い伸びを記録した個人消費も24年は5.2％へと減速し、消費の内容も一段と価値を重視した堅実なもの（国産の安価な化粧品、装飾品や通信費）となり、海外の高級ブランドなどの奢侈品などへの支出は低迷すると見込んでいる。コロナ禍で広がったstay-at-homeもEコマースの発展等もあってある程度定着し、消費パターンに影響を残す。財布の紐の引き締まりは家計の経済先行き不安を映じた構造的な面が強く、消費喚起のためには不動産問題の解決や社会的セーフティネットの拡充などの抜本的な対策が必要で、短期的な現金給付などの財政支援は効果が限定的であるとみている。  **選出したリサーチ**   1. [US: Low earners are benefiting the most from weaker inflation](https://my.oxfordeconomics.com/reportaction/2c38F643dd8C4eAd9Cd562/Toc) 2. [US: Has the low-hanging fruit for labor supply been plucked?](https://my.oxfordeconomics.com/reportaction/42EE78142ed14F6d80B760/Toc) 3. [EZ: How shipping disruption is affecting inflation and rate cuts](https://my.oxfordeconomics.com/reportaction/b847Aa17beC3403a814670/Toc) 4. [US: Why a surge in US corporate defaults is unlikely](https://my.oxfordeconomics.com/reportaction/cc60Cc0bd1B64826a39848/Toc) 5. [Global: Why the surge in bankruptcies is no cause for panic](https://my.oxfordeconomics.com/reportaction/83E5FCe2C6384D5Fbf1CFD/Toc) 6. [China: How consumers will spend in 2024 – A macro perspective](https://my.oxfordeconomics.com/reportaction/1a1D7c56524F44Db8644f7/Toc)   ＊＊＊  Oxford Economics世界経済ハイライトは、在日代表（元日本銀行国際局長）長井滋人が原則2週間に1度、日本マーケットに関心度が高いマクロ経済テーマを日本語で解釈する無料ニュースレターサービスです。世界経済ハイライトでは弊社が発行したレポートから関連度が高いレポートを選出するため、該当サービスをご購読いただいているお客様は直接レポートをご覧いただけます。  サービスのトライアルを希望される方は、japan@oxfordeconomics.comまでお問い合わせ下さい。担当者よりご案内を差し上げます。 |