



フランクリン・テンプルトン債券グループ

マクロ・ビュー

もう少しの辛抱



目次

2 エグゼクティブ・サマリー

3 米国経済レビュー

4 ユーロ圏経済レビュー

5 日本経済の見通し

エグゼクティブ・サマリー

主なハイライト

米国の利下げはもうしばらく先に

米国経済は引き続き底堅さを示しており、労働市場は逼迫し、賃金の伸びは堅調となっています。ただし、インフレが再燃するリスク、またはインフレの鈍化ペースが想定より緩やかになるリスクがあることを踏まえると、米連邦準備制度理事会（FRB）が経済指標を見極めながら政策運営するアプローチは理にかなっています。時期尚早の利下げは、インフレの鈍化やインフレ期待の抑制に向けた進展を台無しにするリスクがあります。金融緩和は最も早くても7月になるでしょう。

ユーロ圏（EA）は、慎重ながらも楽観的な見方

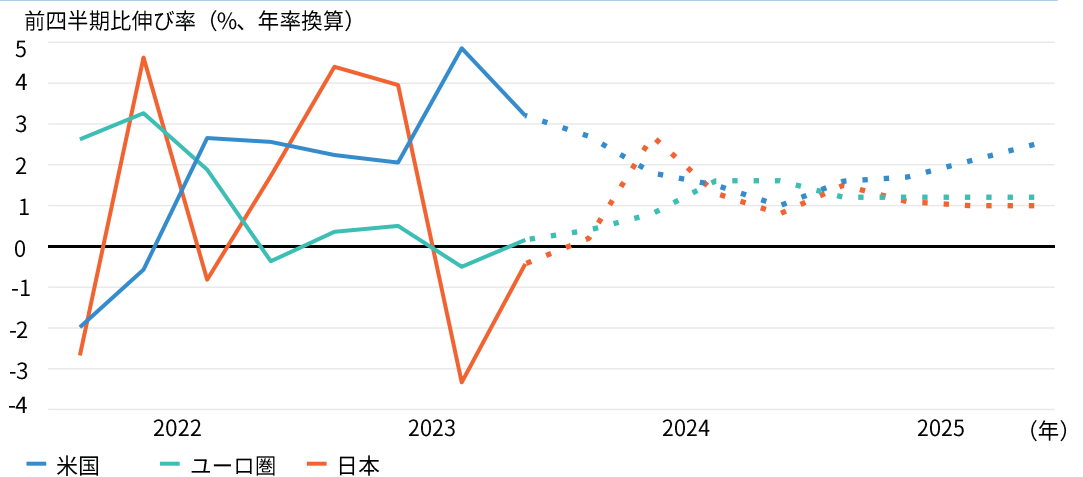
ユーロ圏の経済成長は全体的に停滞しています。ただし、個人消費は緩やかに持ち直すと見られ、年間を通じて景気を下支えすると見込まれます。労働市場は徐々にリバランスが進んでいますが、政策当局は、インフレに対して遅れていた賃金上昇の追い上げ圧力が緩和していることを確認してから、慎重に金融緩和に転じるはずでしょう。

日銀の金融政策の焦点は、「金融引き締め」から「タイミング」に

日銀は、政策転換の条件として「賃金と物価の好循環」を挙げてきました。最近のインフレ指標ではサービス価格の上昇が目立っており、今年の春闘では前年よりも高い賃上げが予想されています。日銀の金融政策の焦点は、「金融引き締めを実施すべきかどうか」ではなく、「いつ金融引き締めに着手すべきか」に移っています。経済成長は2023年第4四半期に軟化したものの、我々は4月にマイナス金利が終了すると予想しています。

実質国内総生産の予測

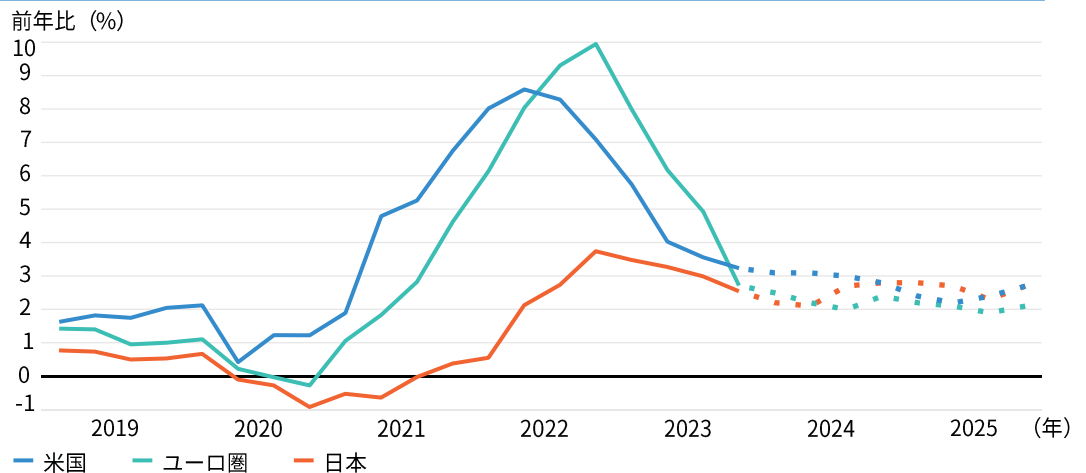
2022年～2025年（予測）



出所：フランクリン・templton債券リサーチ、ユーロスタット、内閣府（CAO）、米経済分析局（BEA）、マクロボンド。2024年2月29日現在。推定、予想、または予測が実現することを保証するものではありません。

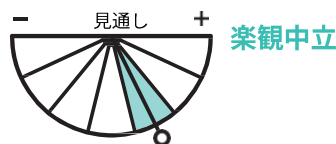
総合インフレ率の予測

2019年～2025年（予測）



出所：フランクリン・templton債券リサーチ、ユーロスタット、米労働統計局（BLS）、内閣府（CAO）、米経済分析局（BEA）、マクロボンド。2024年2月29日現在。推定、予想、または予測が実現することを保証するものではありません。

米国経済レビュー

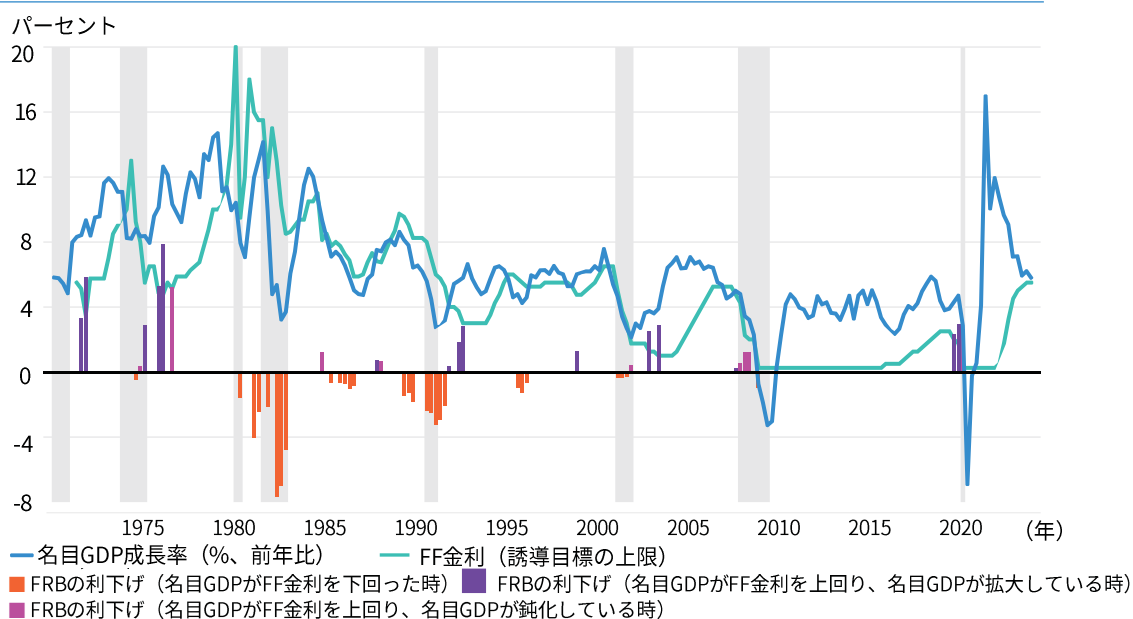


1990年代のソフトランディングを思い起こさせる状況

- **米国経済は引き続き力強さを示しています。**家計の支出は2023年を通じて鈍化したものの、前年比伸び率は長期平均に近い水準で推移しました。底堅い労働市場や、賃金および実質可処分所得の堅調な伸び、家計の健全なバランスシートなどが引き続き消費の支援材料になるものの、貯蓄の大幅な減少により、消費は前年比で鈍化すると見込まれます。
- **求人件数の減少により、労働需要は鈍化している一方で、雇用者数の伸びは引き続き長期平均に近い水準で推移しています。**労働に対する超過需要は280万件であり、コロナ禍前の水準を依然として約150万件上回っています。ただし、労働参加率の鈍化により、賃金に上昇圧力がかかる恐れがあり、このことがFRBの懸念材料になるかもしれません。
- **1月のインフレ指標は、インフレ再燃の可能性が残っていることを示唆する結果となりました。**その他に懸念されている要因としては、米供給管理協会 (ISM) の製造業とサービス業の両部門において支払い価格指数が上昇していることが挙げられます。また、中小企業も徐々に値上げや賃上げを検討しており、このことも懸念されます。したがって、FRBはインフレ率が2%の水準に向けて持続的に低下することを確認できるまで、政策金利を高水準に維持すると考えられます。
- **我々の見方では、FRBによる最初の利下げは早くても7月まで先送りされる可能性が最も高いと考えられます。**ブルームバーグのコラムニストであるキャメロン・クライズ氏が述べたように、ボルカー氏がFRB議長を務めた時期以降、ほとんどの緩和サイクルでは、前年比の名目国内総生産 (GDP) の成長率がフェデラルファンド金利を下回る水準でスタートしました。1995年の緩和サイクルを参考にすると、今回の金融緩和は9月以降になる可能性があり、このことは妥当な予測のように思われます。また、市場も現在、9月に最初の利下げが行われる確率が最も高いことを織り込んでいます。ただし、名目成長率は第2四半期までに政策金利を下回る水準に落ち込む可能性が高く、7月に利下げが実施される可能性もあると考えられます。また、実質金利もそれまでに3%を超えている可能性があります。
- **今後の緩和サイクルにおいてFRBがどの程度利下げを行うかについては、経済がどのように「ランディング」するかによって決まると考えられます。**生産性の伸びや、実質中立金利 (R*) に関するFRBの見方が、今後の政策を決める上で重要な要素であると言えます。1990年代半ばには、生産性の伸びが実際に上向き始め、このことはR*が上昇することも示唆していました。こうした状況を踏まえると、今後数年にわたる150~200ベース・ポイントの利下げ観測は過剰であるように思われます。

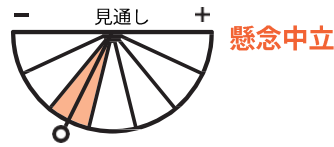
名目GDP (NGDP) がフェデラルファンド (FF) 金利を下回っている時には、金融緩和が生じる傾向がある

1975年~2020年



出所：フランクリン・テンプレートン債券リサーチ、米経済分析局 (BEA)、FRB、マクロボンド。2024年2月28日現在。

ユーロ圏経済レビュー



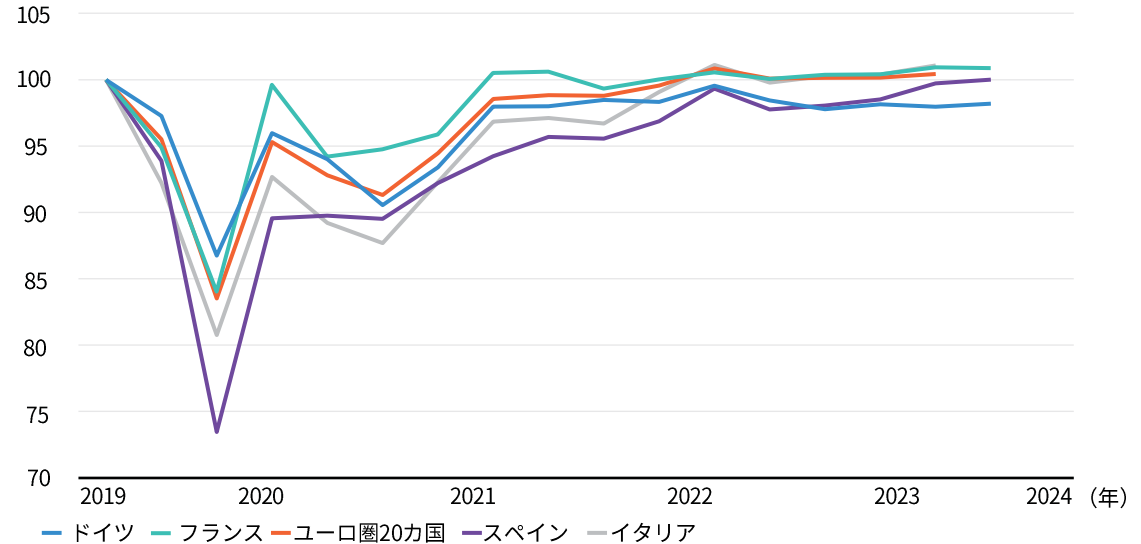
慎重ながらも楽観的な見方

- **ユーロ圏経済はわずかに改善の兆しを示しています。**ユーロ圏の経済成長は2023年第4四半期（Q4）に停滞しました。スペインやイタリアの経済成長が予想を上回った一方で、フランスの経済成長は横ばいとなり、ドイツ経済は縮小を記録しました。我々はユーロ圏の経済が2024年上半年全体を通じて消費主導で徐々に回復すると予想しています。
- **個人消費は脆弱であるものの、好転しつつあります。**経済の不透明感を背景に消費意欲が低迷している中で、消費者信頼感は依然として低水準にとどまっています。今後は、堅調な労働市場や、底堅い賃金の伸び、インフレ率の低下などにより、実質所得や個人消費の伸びが支えられると見込まれます。
- **労働市場は堅調であり、徐々にリバランスが進んでいます。**雇用の伸びは第4四半期にGDPの伸びを上回り、失業率は過去最低水準で推移しています。労働市場では現在、徐々に循環的なリバランスが進んでいます。採用活動は今後数四半期において鈍化する可能性があり、このことは雇用状況が高水準であり、人件費が上昇していることを示す兆候であると言えます。これが賃金の安定化に寄与すると見込まれます。
- **経済成長の足を引っ張っていた信用状況の悪化はピークアウトした可能性があり、今後弱まると考えられます。**信用状況は安定化しており、与信状況はここ数四半期に見られた非常に低調な水準から上向くと見込まれます。金融政策の波及メカニズムが機能し、金融政策の転換により、投資の縮小が弱まると考えられます。ただし、政策転換のタイミングは依然として不透明です。
- **持続可能なデフレは不確かな賃金や生産性の見通し次第であると言えます。**エネルギー価格や財価格の上昇圧力が弱まったことが、総合インフレ率の低下を主に支えてきました。一方、サービス価格のインフレは、給与の上昇により高止まりしています。賃金の上昇と労働生産性の低下により、単位労働コストに上昇圧力がかかり続ける可能性があります。
- **欧州中央銀行（ECB）は慎重な政策の継続が予想されます。**注目点は依然として二次的影響であり、特に高水準の賃金インフレや、企業の利益率、および低調な生産性に注目が集まると考えられます。政策当局が金融緩和に着手するのは、賃金の伸びの安定化が確認できてからになる可能性が高く、2024年は慎重に政策を進めると考えられます。

景気はゆっくりだが、着実に回復

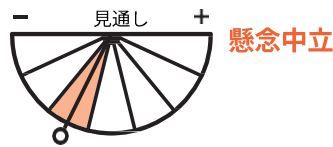
2019年～2024年

2019年第4四半期 = 100



出所：フランクリン・テンプレトン債券リサーチ、フランス国立統計経済研究所（INSEE）、ドイツ連邦統計局（DESTATIS）、国立統計研究所（Istat）、INE、ユーロスタット、マクロボンド。2024年2月28日現在。

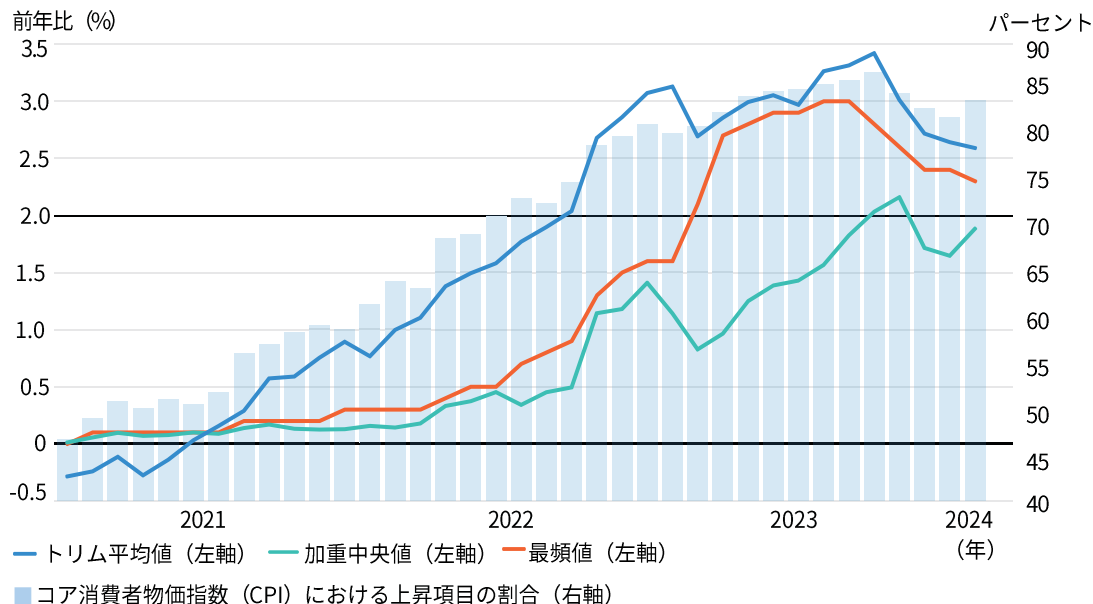
日本経済の見通し



景気回復まであと一歩

- 経済成長は低迷しており、2023年第4四半期は2四半期連続のマイナス成長となり、テクニカル・リセッションに陥りました。2024年第1四半期については、能登半島の地震や自動車生産の混乱に伴う影響により、脆弱な経済基盤が続く可能性があります。しかし、見通しは完全に暗いわけではありません。賃金の堅調な上昇により、個人消費が支えられ、民間設備投資では生産性やデジタル化の強化が図られていることから、2024年下半年には景気が緩やかに回復すると予想されます。我々は、2024年のGDP成長率が前年比0.5%増にとどまる一方、2025年には1.2%増に跳ね上がると予想しています。
- 主には財価格のデスインフレにより、インフレは沈静化しています。しかし、サービス価格は高止まりしています。日本では深刻な人手不足が生じており、今年の春闘では賃上げ要求が強まる可能性があります。企業間で、さらに顧客に対しても、コスト上昇分が転嫁されている現状を踏まえ（生産者物価指数のサービス部分は前年比2.1%の上昇で高止まりしており、保険会社から配送会社に至るまで各社は値上げをしていると報道されています）、我々は足元のデスインフレ状況を額面通り受け止めるのは賢明ではないと考えています。インフレは鈍化しているものの、物価は2%前後で推移する可能性があります。
- したがって、我々は日銀の選択肢に目を向けています。日銀の最近のコメントでは、「賃金と物価の好循環」を示す十分な証拠が確認できた場合には措置を講じる可能性があるとして述べています。このことはすでに進行しており、今後の賃上げ交渉データが昨年よりも強気の内容になると予想されることから、日銀は足元の低調な成長見通しを考慮しつつも、イーールドカーブ・コントロールの枠組みを終了し、4月までにマイナス金利政策から脱却すると考えられます。景気回復が鈍い場合でも、金融引き締めは慎重に行われる見込みですが、我々は今のところ積極的な利上げが行われるとは予想していません。
- 構造的には、インフレ率の上昇が名目金利の上昇につながることは正当化されるものの、日本の実質金利はマイナス圏にあり、ステイプ化しています。このことが経済成長に寄与しています。したがって、利上げが実施された場合、実質金利が上昇することで、さらに景気の低迷を招く恐れがあるため、日銀が景気と金利のバランスを図ることは極めて重要であると言えます。景気回復がある程度進めば、大規模な金融引き締めが実施されると予想されます。今後数カ月において、日銀が日本国債の購入から撤退するのに十分なフォワードガイダンスが示されることを期待しています。

物価上昇圧力は後退しているが、コア消費者物価は高止まりしている
2021年～2024年



出所：フランクリン・templton債券リサーチ、日本銀行、マクロボンド。2024年2月28日現在。

エディトリアル・レビュー



ソナル・デサイ、Ph.D.
最高投資責任者（CIO）、
ポートフォリオマネージャー



ニキル・モハン
エコノミスト、
リサーチアナリスト



アンジェロ・フォルミツジーニ
エコノミスト、
リサーチアナリスト



リニ・セン
エコノミスト、
リサーチアナリスト

フランクリン・テンプルトン債券グループについて

フランクリン・テンプルトンは債券市場の様々なセクターにアクティブ投資を行うパイオニアとして進化を遂げ、1970年代以降は社債、モーゲージ証券、資産担保証券、地方債に、1980年代以降は海外債券に、2000年代初頭以降はバンクローン、2010年代にはデジタル資産に投資範囲を広げてきました。全世界で145名を超える投資のプロフェッショナルが1,350億米ドルを超える資産を運用するポートフォリオマネージャーを支えています。ポートフォリオマネージャーは、フランクリン・テンプルトンの運用グループの一員として債券市場の様々な分野の専門家を活用することで、マルチセクターにおける投資機会とリスクの分散を行っています。

フランクリン・テンプルトンのグローバルなネットワークを通じて、多様なリサーチやトレーディング、リスクマネジメントの専門家へのアクセスが可能です。

ポートフォリオマネージャーは、他の運用グループと知見を交換する機会や、ポートフォリオでリスク過剰となっている分野を特定し対応するためのリスク分析を定期的に行っている独立したリスクチームと協働する機会を活用しています。

リスクについて

すべての投資には、元本割れの可能性を含むリスクが伴います。

債券には金利リスク、信用リスク、インフレリスク、再投資リスクがあり、元本割れの可能性もあります。金利が上昇すると、債券の価値は下落します。低格付けのハイ・イールド債は、価格変動が大きく、流動性が低く、デフォルトの可能性がります。

株式は価格変動の影響を受け、元本割れの可能性があります。

外国証券への投資には特別なリスクが伴います。これには、政治的および経済的発展、取引慣行、情報の入手可能性、限られた市場、為替レートの変動および政策に関連するリスクが含まれます。こうしたリスクは新興市場ではより大きくなります。ソブリン債は、債券および外国証券一般に関連するリスクに加えて、政府機関がソブリン債の利息および元本を返済する意思がない、または返済できないリスクなど、さまざまなリスクにさらされていますが、これらに限定されません。戦略が特定の国、地域、産業、セクター、または投資の種類に焦点を当てている限り、より幅広い国に投資する戦略よりも、そのような焦点を当てている分野で不利な展開のリスクが大きくなる可能性があります。中国は経済的、政治的、社会的にかなりの程度不安定になる可能性があります。中国の発行体の証券への投資には、特定の法的、規制、政治的、経済的リスクなど、中国に特有のリスクが伴います。

重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。当資料は、フランクリン・templtonの事前の書面による承諾なしの無断複製、転載、発行は禁じられています。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で示された予想および見解は市場やその他の状況により変更される可能性があり、他の運用者や運用会社による見解と異なる場合があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。経済、株式市場、債券市場または市場における経済トレンドについてのいかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。投資価値およびそれによって得られる収入は、上下する可能性があります。また投資家は投資した全額を払い戻すことができない場合があります。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。すべての投資には、元本を割り込む可能性を含むリスクが伴います。

当資料に含まれる調査・分析に関する情報はフランクリン・templtonが自身のために入手したものであり、付随的な情報の提供のみを目的としています。当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・templton（「FT」）は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。いかなる情報もFTが信頼に足ると判断した情報元より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。また、情報が不完全または要約されている場合や、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料における個別銘柄についての見解は、いかなる証券の売買、保有に関する推奨を示したものでも解釈されるものでもありません。また、個別銘柄に関する情報は投資判断のために十分とされるものでもありません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての法域で入手可能とは限らず、米国以外では、他のFT関連会社および/またはその販売会社によって、現地の法律および規則が許容する範囲において提供されます。個別の法域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、ご自身の金融専門家またはフランクリン・templtonの機関投資家向け窓口にご相談ください。

詳細につきましてはwww.franklinresources.comをご覧ください。

CFA®及びChartered Financial Analyst®はCFA協会の米国における登録商標です。

表明された見解および意見は、必ずしもブローカー/ディーラー、または関連会社のものではありません。議論または示唆されたいかなる内容も、ブローカー/ディーラーの方針、プロシージャー、規則、ガイドラインに取って代わる、またはそれらを回避する許可として解釈されるべきではありません。

<当資料に関するご注意>

- 当資料は説明資料としてフランクリン・templton（フランクリン・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。以下FT）が作成した資料を、フランクリン・templton・ジャパン株式会社が翻訳した資料です。
- 当資料は、FTが各種データに基づいて作成したのですが、その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。
- 当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている運用スタンス、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。
- この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利はFTに帰属します。したがって、FTの書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。
- フランクリン・templton・ジャパン株式会社（金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第417号）はフランクリン・リソース・インク傘下の資産運用会社です。

フランクリン・templton・ジャパン

商号：フランクリン・templton・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第417号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

