

2022年2月

転換点に到達したか？

INVESTMENT INSTITUTE
FRANKLIN TEMPLETON THINKS™

マクロ見通し



はじめに



スティーブン・ドーバー,
CFA
フランクリン・テンブルトン・
インベストメント・インステ
イテュート
チーフ・マーケット・ストラ
テジスト

ここ数ヵ月、インフレの議論と政策立案者のとるべき政策は、激しさを増しています。今回の「マクロ見通し」では、何がインフレを煽っているのか、政策立案者は成長を阻害することなくどのようにインフレに対処しているのかについて、当社のエコノミスト（運用担当者）が議論します。また、今年時間が経つにつれてインフレは収束するのか加速するのかについて、それぞれの異なる見解を述べています。また、本稿では、米連邦準備制度理事会（FRB）による金利政策の転換がもたらす潜在的影響、新型コロナウイルスのオミクロン型に起因する不確実性、中国のマクロ政策、賃金と労働に関する期待についても考察しています。

主な内容は以下の通りです。

2022年後半の見通しについて市場はやや楽観的になっているように思います。インフレ率が急激に低下するとの予想がみられますが、インフレにつながる要因の多くがまだ残っているため、そうした見方は楽観的である可能性があります。FRBはすでに後手に回っています。

ソナル・デサイ、Ph.D.、フランクリン・テンブルトン債券グループ、最高投資責任者 (CIO)

我々は、今後6ヵ月から1年の間にインフレは緩やかになるとみています。インフレ期待が高まり、FRBが無責任な発言や政策対応をするような環境では、人々が物価上昇を予想し企業が物価を引き上げるといふ、心理学でいうところの自己成就的予言のようなものが起きると考えます。

ジョン・ベロー、Ph.D.、ウエスタン・アセット、ポートフォリオ・マネージャー

米国では労働力の供給がまだ戻っていません。これは他の先進国と比べて、米国経済の特異な点であると考えます。我々は労働力不足により実質賃金が上昇すると予想しています。

ジーン・ボドカミナー、CFA、フランクリン・テンブルトン・インベストメント・ソリューションズ、リサーチ・ヘッド

ほとんどの国はFRBに追随する傾向がありますが、今回のサイクルでは、特にラテンアメリカでFRBに先行して大幅な利上げが行われました。アジアでは、いくつかの国がパンデミックの間、高水準の政策金利を維持することができ、FRBの金融引き締めに対するバッファーとなっています。これらの地域の現地通貨のバリュエーションは、非常に魅力的となっています。

マイケル・ハッセンスタブ、Ph.D.、テンブルトン・グローバル・マクロ・グループ、最高投資責任者 (CIO)

バリュエーションを見ると、いくつかの新興国通貨は魅力的に見えます。多くの新興国が金利を引き上げており、今後は金利の方向性が変わる可能性があります。我々は、新興国市場全体で特異な投資機会が生まれていると考えています。

フランシス・スコットランド、ブランディワイン・グローバル、ディレクター・オブ・グローバルマクロ・リサーチ

本稿における議論が、皆様のお役に立てますと幸いです。

概要

いくつかの急転換

前回の「マクロ見通し」の発行以降、多くの変化がありました。感染力の強い新型コロナウイルスのオミクロン型が登場し、経済成長に対する不透明感の新たな火種となりました。米国ではインフレ率が高水準で推移していることから、パウエルFRB議長が2022年に量的引き締め（QT）と数回の利上げを実施する可能性を示唆しました。一方、中国人民銀行は経済成長を後押しするため、2年ぶりに主要金利を引き下げました。インフレ率の今後の推移と、それに対する中央銀行や金利の反応は、エコノミストの間で最大の未解決の問題となっています。以下に、2022年後半に再検討されるであろう課題について、注目するいくつかの重要な見解を要約しています。

インフレ期待の管理

FRBや金融市場がまだインフレを一過性のものと軽視している中、ソナルは、多くの家計や企業が物価上昇による将来の消費力への影響や不安定なインフレ期待による賃金や物価への影響を懸念していることを理解していました。彼女は、物価上昇圧力は燃料費や食費の上昇だけが原因ではなく広範なものであると評価しており、比較的遅いペースのサプライチェーンの正常化、異例の金融緩和と政策の継続、大規模な財政拡張と相まって、2021年のインフレを加速させました。

ジーンやジョンが指摘するように、インフレ期待は家計の行動変化を引き起こし、皮肉にもインフレ率の上昇につながるという悪循環に陥る可能性があります。ジーンは、インフレ期待をコントロールする例として、1980年代前半のFRB議長、ポール・ウォルカーを挙げています。彼は、FRBがインフレ抑制に真剣に取り組んでいることを、言動で国民に示しました。

2022年に向けて、FRBメンバーの何人かはQTについて話しているとソナルは指摘しています。QTとは、9兆米ドル近いFRBのバランスシートを縮小することを意味します。ソナルは、長期的なインフレを阻止するため、FRBが段階的ではなく、積極的にタカ派的なアプローチを取ることが許容されるかもしれないと考えています。また、FRBは明らかに遅れをとっており、インフレ対策にもっと積極的になるべきであるとも考えています。そして、インフレは政治的に重要であるため、そのような積極的な姿勢をとる可能性が高いとみています。

ジョンは、FRBはタカ派的になりすぎて経済成長を鈍化させる可能性に注意すべきであり、QTと利上げのアプローチは緩やかとなる可能性が高いとみています。また、米国の貯蓄率は高水準なものの、今年消費者がコロナ禍における貯蓄の大部分を使うことはないとみています。彼は、恒常所得仮説¹の行動力学を指摘し、昨年のコロナ禍における財政刺激策により、米国の消費者は2022年には消費ではなく貯蓄をさらに継続することになると考えています。FRBがQTに着手する場合、2020年には毎日800億米ドルの米国債を購入したことを考慮すると²、バランスシートを毎月1,000億米ドルずつ減らしても、長期債の利回りに大きな変化はないと考えます。

サプライチェーンの混乱と労働市場

マイケルの見解によると、燃料や食料などの商品価格を押し上げているサプライチェーンの混乱は、ロックダウンによる悪循環を避け「コロナとの共生」政策に向かう国が増えるにつれて、今年後半には弱まる可能性が高いようです。これは、エネルギー価格がインフレの主な要因であ

った欧州にとっては朗報です。しかし、米国では賃金上昇と労働力不足という問題があります。歴史的に見ると、通常厄介なインフレを引き起こすのは労働力の問題です。マイケルは、米国は欧州などの地域よりもはるかに高い賃金上昇を示していますが、これは主に米国特有の3つの要因によるものだと考えています。

まず一つ目は、米国の地方労働市場では、多くの人にとって手が届かないほど住宅価格が高騰していることが挙げられます。単純に、人々は、多くの企業が採用活動を行う場所に住む余裕がないのです。二つ目は、合法・非合法にかかわらず、米国への移民が大幅に減少し、労働力不足となっていることです。三つ目は、高齢者層が早期退職を選択し、貯蓄を増やすために物価の安い地域へ移住していることが挙げられます。マイケルとフランスの両氏にとって、米国の賃金上昇は生産性や経済成長と結びついているため、インフレに関する大きな不確定要素であり、注視すべきものです。米国企業が賃上げを消費者に転嫁する価格決定力を持てば、インフレ上昇を加速させる可能性があります。そして、このようなインフレの上昇により、FRBが現在予想されている以上の大規模な政策対応を行う可能性があり、米国経済の成長停滞リスクが高まる可能性があります。

中国のマクロ政策

世界経済に目を向けると、中国における大幅な景気減速に対する懸念は誇張されすぎているとフランスは考えています。かつて、新興国市場はFRBの利上げに追従することが多くありました。しかし、今回のパンデミックを通じて、中国は新型コロナウイルスと中国経済への対応を独自に進めています。足元では中国は利下げをしており、フランスは、中

国では米国とは異なり緩やかなリフレサイクルが始まり、巨大な成長エンジンが活性化するとみえています。中国は当面、北京冬季オリンピックの期間中は青空を確保するために工場を閉鎖する可能性が高いと考えます。しかし、その後、中国政府は、インフレが進まないように注意しながら、経済成長を高めるために、豊富な政策手段を展開することになるとみえています。

一方、ジーンは、中国の経済成長にはより慎重な見方をしています。中国のゼロコロナ政策による完全なロックダウンと、国産ワクチンの有効性の低さから、中国が安定した成長軌道を維持できるという仮定は、それほど確実性がないと考えています。全体として、ジーンのチームは、厳格なゼロコロナ政策を展開している中国や一部の新興国に対しては、経済成長が制限されるため、あまり楽観的ではありません。カナダ、日本、米国、ユーロ圏のような、より開放的な経済圏を選好しています。

ワクチン接種と楽観的見方

最終的には議論は前向きなものとなりました。感染力の強い新型コロナウイルスのオミクロン型の登場にもかかわらず、オミクロン型の致死率が以前の変異型ほど高くないことから、マイケルは世界の政策立案者の間に楽観主義が広がっていると感じています。ワクチン接種率が高く、集団免疫が普及している国では、新型コロナウイルスを風土病として扱うよう方針転換し共存していけると期待しています。

不確定要素-不安と楽観

ここでは、当社の運用担当者が特に注視しているトピックを紹介します。

米国のインフレ

インフレに関する議論が続く中、中央銀行はインフレ対策に十分な積極性を持たないと後手に回る恐れがあるものの、成長を阻害しないよう注意しながらバランスを取る必要があります。

賃金

企業が賃上げを消費者に転嫁できれば、インフレを刺激し、結果的に成長を阻害する可能性があるため、賃金の上昇は米国経済の見通しにおける不確定かつ重要な要素です。

中国の経済見通し

中国はパンデミックへの対応や金融政策を独自に実施しており、世界経済の成長エンジンであり続け、ソフトランディングを実現できるかどうかが重要な課題となっています。

通貨

現在、多くの新興国通貨が魅力的に見えます。一部の新興国では、パンデミックの間、インフレ懸念により金融引き締めを行ってきましたが、現在は景気刺激策を開始する準備ができています。

ジーンが述べたように、インフレ、供給ショック、賃金上昇、金融政策、経済成長の減速など、我々が常々議論しているマクロ経済の問題は、すべて新型コロナウイルスという一つのきっかけに結びついています。新型コロナウイルスと無事に共存できれば、パンデミック前の経済成長トレンドに戻るかもしれません。米国の消費者にとって、それは、モノを買うことから、外食や娯楽、旅行など、より多くのサービスを買うという長年のトレンドに戻ることを意味します。また、この方向転換により、コロナ禍による出荷の遅れ

や労働力不足のリスクが低下するにつれ、世界のサプライチェーンの迅速な正常化が促進されると考えられます。

対応方法

特にインフレの見通しが不透明であることから、当社の運用担当者は、リスクを管理しながらリターンを獲得するためには、よりボトムアップ型のアプローチが有効であると考えています。例えば、スプレッド商品を活用し、グローバルに分散投資することで、インフレが上昇するか低下するかといった予測に注目する必要性が弱まると考えます。

各運用担当者の見解

インフレ期待の管理

ソナル、インフレ期待に関するあなたの見方は正しかったわけですが、振り返ってみて他の人が気づかずにあなたが気づいていた点は何だったのでしょうか？

ソナル：インフレ期待に関して言えば、市場の予想は調査に基づく予想とはかなりかけ離れているということです。FRBがインフレを懸念しておらず、市場もインフレを大して懸念していない時期がありましたが、家計や企業はインフレを懸念していたようです。しかし、その構図も変わりました。FRBはいまやインフレを懸念しており、市場もやがて懸念を一段と強めると思います。インフレは、2022年上半期は高止まりするとの見方が大勢のようです。問題は、2022年下半期はどうなるかということです。

インフレは、去年は予想とは大きくかい離しましたが、2022年はそれほど大きく予想とはかい離しないとみています。しかし、市場は2022年下半期の見通しについてやや楽観的になりつつあると考えています。インフレ率が急低下すると

の見方もあります。インフレにつながる要因の多くがまだ残っているため、そうした見方は楽観的である可能性があります。予想を立てる際は通常、米国物価連動国債（TIPS）や5年先スタート5年物フォワードレートなどの市場ベースの指標を参照します。

しかし、私が懸念しているのは、FRBは通常の米国債やTIPSのおよそ4分の1を保有しており³、そのような大量購入を通じて市場に歪みをもたらしていることです。FRBの購入プログラムが膨れ上がり、価格形成にも影響を及ぼしている可能性が高いことから、これまでインフレ期待の測定に活用されてきた従来の指標の有効性は、ここ数年間で低下しています。私は消費者調査など他のインフレ指標に注目しています。

インフレ要因として家計のインフレ期待についてはいかがでしょうか？

ジーン：インフレ期待には行動特性があることは間違いありません。行動特性が極端な形で現われたのが1970年代末から1980年代初めにかけてでした。

当時はポール・ボルカー氏がFRB議長を務め、「私の言うことを聞いてください。私を信じてください。我々がインフレに対処します」と語っていました。政府も米国市民もそれを信じました。それによって家計の行動も変わりました。まるで予言の自己成就でした。政策当局と中央銀行は半年ほど前から、インフレは大きな問題であり、行動特性に積極的に取り組む必要があるという事実を受け入れています。

現にFRBが発表するどの声明を見てもインフレに言及されています。世界各国のリーダーが発言すれば、インフレについても言及します。インフレが問題になっていることを認識しており、インフレに対処しようとしています。こうした発言だけでインフレ期待の低下に寄与する可能性があります。

ただし、市場はこうしたインフレ懸念やインフレ関連の報道をある程度織り込んでいると思います。経済成長率の鈍化に落胆する理由もあまりありません。これはコロナ禍の反動による上昇の影響を受けているためです。経済成長率自体はなおトレンドを上回っており、この傾向は年内は続く見通しです。トレンドに収れんし始めていますが、健全な水準で推移し始めています。したがって、経済成長率は鈍化しつつありますが、力強さに変わりはありません。

大きな疑問符が付くのは政策対応です。FRBの金融政策に関して言えば、見通しは極めて明確に伝えられてきました。FRBが発表する声明によっては市場が多少動揺することもありましたが、投資家は2022年の先行きや債券、株式への一次的な影響について認識を共有してきたように思います。

“インフレは、去年は予想とは大きくかい離しましたが、2022年はそれほど大きく予想とはかい離しないとみています。しかし、市場は2022年下半期の見通しについてやや楽観的になりつつあると考えています。インフレ率が急低下するとの見方もあります。インフレにつながる要因の多くがまだ残っているため、そうした見方は楽観的である可能性があります。”

ソナル・デサイ

ウエスタン・アセットの予想では、今年の経済成長率とインフレ率はコンセンサス予想を下回る見通しです。その根拠を教えてくださいいただけますでしょうか？

ジョン：このような質問を検討する際は、新型コロナウイルスをめぐる先行き不透明感について謙虚に認めることから始めるのが良いと考えます。ここ3ヵ月間のインフレ率の上昇が、我々を含めて大方の予想を上回っていることは間違いありません。消費者、企業、政策当局にとって極めて難しいインフレ環境の真ただ中にあり、あらゆる人々に影響を及ぼし、市場価格にも影響をもたらしています。ウエスタン・アセットの見方ではインフレは足元でピークに達している可能性が高く、今後半年から1年間でインフレ率は低下すると予想しています。先行き不透明感もありますが、大きな問題は新型コロナウイルスがどうなるかということだと考えます。

投資家としてそのような先行き不透明感にどのように対応しますか？

ジョン：インフレを左右する要因、すなわち、供給ショック、需要、インフレ期待で構成される極めて基本的な経済モデルからすると、インフレ率はこの先、低下する可能性がかなり高いと思われます。それぞれの要因について少し深掘しましょう。

まず初めに供給です。大方の予想以上に供給制約が大きな問題となっており、物価を押し上げていることは間違いありません。従来、供給ショックはインフレ率の急激な上昇につながり、インフレ率はその後、急速に低下しました。1973年から1974年にかけてオイルショックがあり、急激なインフレがもたらされました。1975年からインフレ率は低下し始め、オイルショックは沈静化しました。これは1979年にボルカー氏がFRB議長に就任する以前のことで、足元では自動車産業で見られるように供給制約が起きており、物価を押し上げていますが、供給ショックは、インフレを加速させた

後、その後鎮静化させるという別の側面があり、これは最も信頼できるインフレのパターンの一つです。

2つ目は需要です。これは継続的なインフレ圧力をもたらす可能性がある要素です。需要がトレンドを上回ると、経済活動は過熱化し、物価を押し上げる可能性があります。これが2021年のインフレの主因であり、多くの需要が発生しました。しかし、そうした多くの需要は新型コロナウイルスの感染拡大に伴う都市封鎖（ロックダウン）後の経済活動の再開に関連するものでした。新型コロナウイルス関連の財政支出の拡大とも関連しています。足元と先行きの需要については警戒を強めるべきだと思います。コロナ禍の異例の事態が収束するにつれ、需要超過の状態が続くと主張するのは難しくなると思います。需要はすでに減少している可能性があり、年間を通じて減少するとみています。

最後にインフレ期待です。インフレ上昇期待があり、FRBが発表する声明や政策対応で責任を問われない可能性がある環境であれば、人々が物価の上昇を予想し、企業が物価を引き上げるとする予言の自

己成就的な行動は多少なりとも起きると思います。ただし、足元のインフレ期待はそれとはやや異なると思います。様々な市場の指標や調査を検討すると、足元のインフレ期待はかなり安定しています。コロナ禍で起きたことをコロナ後の環境に当てはめるべきではないと思います。

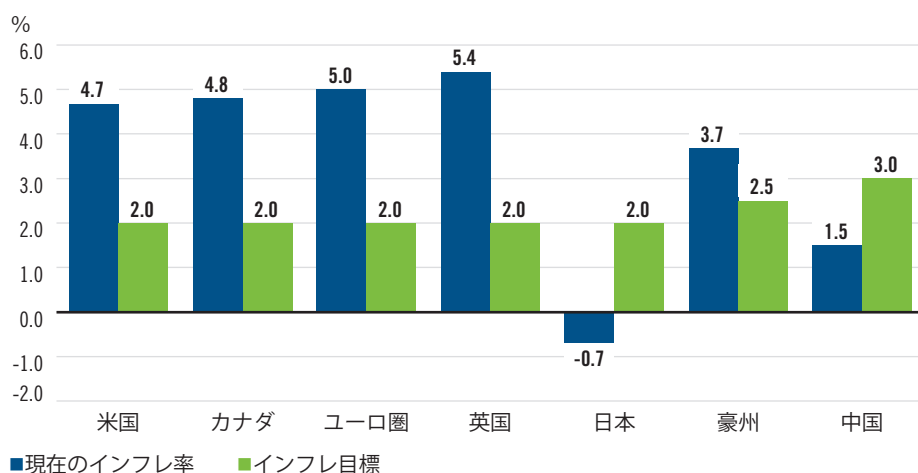
ソナル：私もジョンの意見には概ね賛成です。インフレ率が低下することは間違いのないと思いますので、程度の問題だと思います。7%から7.5%のインフレ率が長く続くことはありません。そうしたことは起きないと思います。しかし、ジョンが取り上げた3つの要因を使って私も説明させていただきます。

供給サイドですが、私の懸念の1つは半導体不足など一部の供給問題が長引く可能性があることです。供給不足が永久に続くとは考えていませんが、年央に収束するかどうかは見通せません。

需要に関して言えば、今年は昨年のような財政支出は見込めず、財政支出による需要は大きく落ちることは確かです。しかし、米国の家計はなお2.7兆米ドルから2.8兆米ドルの貯蓄超過を抱えており、家計はそうした貯蓄を取り崩して支出に

目標の未達

図 1: 現在のインフレ率と中央銀行のインフレ目標⁴
2021年12月31日時点



出所:米連邦準備制度理事会 (FRB)、カナダ銀行、欧州中央銀行 (ECB)、イングランド銀行、日本銀行、オーストラリア準備銀行、中国国家発展改革委員会、カナダ統計局、総務省統計局、国際決済銀行 (BIS)、ブルームバーグ、マクロボンド。重要なデータの提供元の注記及び条件についてはwww.franklintempletondatasources.comをご参照ください。

充てています⁵。したがって、需要はこの面から引き続き支えられる可能性があると思慮しています。

最後にインフレ期待ですが、長期的なインフレ期待はかなり安定しているという見方には賛成です。しかし、同時に私の計算では2022年2月時点で平均5%のインフレ率が1年近く続く見通しです。2022年半ばになってもこのままの状態が続くと、インフレ率が過去数十年間の2%前半の水準を大きく上回る状況は1年以上続く可能性が高くなります。賃上げ要求にもつながると考えられます。

現在、低水準の負債、良好なバランスシート、高水準の貯蓄により、消費者は健全な状態にあり、需要が比較的堅調にあります。加えて、労働市場および商品・物流の両面において、供給制約も生じている状況にあります。インフレ率は今年下半期に急激に低下するとの見方が広がっていますが、そうした見方が受け入れにくい理由はここにあります。ベース効果の影響があることは間違いありませんが、他の要因からインフレ率の高止まりはもう少し長引く可能性があります。

足元で市場が予想している以上にインフレ率の高止まりは長引くというソナルの主張にマイケルの見解も近いのではないかと思います。いかがでしょうか？

マイケル：私も米国のインフレ率はやや長引く可能性があると思います。インフレ率はいずれ低下しますが、その道筋が市場にとって予測可能なのであれば、好材料になります。

もう1つの好材料は、これまで半年間市場はインフレを懸念せず、FRBも1つの方向に誘導していましたが、それが別の見方に転換しつつあることです。様々な変化が起きたにもかかわらず、政策当局は

“ タイミングの問題があることは間違いありません。予想以上に正常化が早まるという見方については議論の余地があると思いますが、オミクロン型などの新型コロナウイルスの変異株が出現し、中国ではゼロコロナ政策によるロックダウンにより正常化が遅れる可能性があります。”

ジョン・ベロー

市場を動揺させることなく見通しを見事に伝えてきました。そこが2014年当時とは異なる点だと思います。市場に混乱を招くことなく、見通しが安定していた時期から利上げが必要な段階に移行することができること自体、好材料だと思います。

ジョン：タイミングの問題があることは間違いありません。予想以上に正常化が早まるという見方については議論の余地があると思いますが、オミクロン型などの新型コロナウイルスの変異株が出現し、中国ではゼロコロナ政策によるロックダウンにより正常化が遅れる可能性があります。

2021年は半導体不足が大きな懸念材料となりました。多くの企業は製品製造に必要な半導体を過剰に発注し、未納品が積み上がりました。いずれ未納品はなくなり、過剰発注により半導体が過剰在庫に陥る可能性があります。

こうした「過剰」現象は、雇用市場など他の様々なところで発生している可能性があります。米国では適度な賃上げとともに求人数が記録的な水準に達しています。しかし、雇用市場が逼迫していることを雇用主が認識したうえで求人を出

しているのかどうか定かではなく、労働需給が緩んだ場合、いずれ雇用情勢はいくぶん反転する可能性があります。

2020年と2021年に米国の家計に支給された給付金が過剰貯蓄にもたらした影響についてですが、ソナルは、給付金はまだ使われておらず、今後、使われると指摘しています。給付金は一時的なものであり、継続的に支給されるものではないため、給付金が今後、使われるかどうかは定かではありません。

さらに、基礎的な生活費や退職後に必要な生活費からすると、米国人は全体的にコロナ以前は過剰貯蓄に陥っていました。このため、2020年と2021年の給付金の一部や全額を消費に回すのではなく、貯蓄のまま維持する可能性もあります。

米国の政策に関しては、債券市場では昨年、民主党政権の誕生により財政支出の拡大が定着するのではないかと懸念がありました。しかし、民主党はそれほど大規模な財政支出の拡大に踏み切ることとはできず、2022年の中間選挙では共和党が下院で過半数を占める可能性があります。したがって、財政支出の拡大懸念は今後、後退する可能性があります。

金融政策については、昨年のこの時期は多くの人々が、FRBはこれまでとは大きく異なる新たな枠組みを打ち出しており、利上げは遅れると考えていました。しかし、FRBはテーパリングの加速によりインフレに対処しています。利上げに関しても非常にタカ派寄りの姿勢を見せえています。

ソナル： ジョン、賛成できる見方もありますが、そうでない点もあります。

貯蓄率のデータを見ると、貯蓄の一部はすでに支出に回っています。まだ結論は出ていないと思いますが、貯蓄がクッションとなり、多くの人々が離職したままであることは確かです。こうした貯蓄はおそらく望んでいるほど長くはもたないことから、インフレを1つのきっかけとして人々は雇用市場に復帰する可能性があると考えています。

財政政策に関して言えば、バイデン政権は確かに1.2兆米ドル規模のインフラ投資法案を成立させました。しかし、議会は行き詰まりつつあり、今後は財政支出の拡大は見込みにくいという見方には賛成です。

金融政策については、FRBはすでに遅れを取っています。そうでなければ、インフレ率はこれほどまで上昇していません。FRBは遅れを取り戻そうとスピードを加速していると思います。この点が意見の違うところですが、私は以前からFRBには懐疑的であり、批判的です。

インフレ率が低下しなかった場合、FRBの対応はこれまでとはどのように異なるのでしょうか？

ソナル： コロナ禍という状況を鑑みると環境がかなり異なるだけに、今回のFRBの対応は異なるものになると思います。すなわち、金融引き締めに乗り出すことになると思います。大きく異なるのは、コロナ禍以前は2%を下回っていたインフレ率が7%に達していることです⁶。FRBの政策運営の自由度は低下していると思います。現時点で市場は2022年中の4度

の利上げを完全に織り込んでいますが、これはわずか2ヵ月前には考えられなかったことです。2ヵ月前は誰もこのような事態を予想していませんでした。少なくとも4度の利上げが行われるとの見方には賛成です。イーールドカーブに関して言えば、長期ゾーンはスティープ化すると思います。

1977年を振り返ると、FRBが金融引き締めを行うたびにイーールドカーブはベアフラット化しました。短期ゾーンの利回りが上昇する一方、将来の景気減速を見越して長期ゾーンの利回りの上昇は抑えられます。しかし、今回はFRBは量的引き締め(QT)も示唆しており、FRBはこれまでハト派寄りの姿勢を示していただけに、私にとってもQTが予想外だったことは認めます。短期ゾーンの利回りはこの点を織り込みすぎる可能性がある一方、長期ゾーンの利回りにはまだ上昇余地があると思います。

ジョン、QTと利上げの違いについて説明していただけませんか？

ジョン： QTは足元で大きく膨らんでいるFRBのバランスシートの縮小を意味します。FRBは2020年3月に米国債を1日当たり800億米ドル購入しました⁷。2022年中に、例えば、毎月1,000億米ドルのバランスシートの縮小に乗り出すとしても、米国債の保有額の多さからすると、縮小ペースはかなり緩やかなものとなります。それが30年国債の利回りにどれほど大きな影響をもたらすかは見通しにくい状況です。私の見方では、QTは一部の人々が懸念しているようなものにはならず、長期ゾーンの利回りを押し上げる要因になるとは少々考えにくい状況です。

市場が長期的なインフレを十分に織り込んでいないとすれば、政策当局はこれをどのように是正することが可能でしょうか？

ソナル： これは、インフレに関して「ボルカー並み」の強力なスタンスを取ることを意味します。金利だけでなく、QTに関してもです。

FRBが早々とQTを進め、市場が織り込んでいるよりやや積極的にQTを進めた場合、5年後にはこれほどまでのインフレにはなっていない可能性があります。それは好材料です。一方、FRBが概ねここ10年間にわたって行ってきたように段階的なアプローチを取った場合、いずれは金融緩和に後戻りせざるを得なくなる場面があることから、インフレは長引く可能性があります。

サプライチェーンの混乱と労働市場

サプライチェーンの混乱と労働市場は、米国のインフレにどのような役割を果たしているのでしょうか？

マイケル： まず第1に、サプライチェーンの混乱にはいくつかポイントがあります。ジョンと同様、私もサプライチェーンの混乱は一時的な要因であると考えています。原油価格であれ、食品価格であれ、これらの物価は上昇し、人々は1年間にわたり物価の上昇を実感する可能性があります。しかし、物価の上昇は収束する傾向があります。供給面からの対応に加え、多くの政府がコロナとの共生に乗り出し、極端なロックダウンを控えるようになっていることから、サプライチェーン要因に関しては楽観視できると思います。

ジーン： サプライチェーン問題は年末までに収束する可能性が高いというマイケルの見方には賛成です。物価の上昇は広範囲に及んでいますが、なおも需要の増加によるところが大きく、いまだ新型コロナウイルスに影響されやすい状況にあります。耐久財の需要が急増していますが、インフレはピークを打ちつつある兆しがすでに表れています。配送や仕入価格、輸送料でさえそうした兆しが見えていますが、インフレが正常化するのは年末以降になると考えられます。インフレ率はおそらくここ数十年間の水準を上回る高い水準になると思われますが、それでもわずかに高い程度です。すなわち、インフレ率は2%~2.25%とこれまでに経験した1.75%に近い水準になる可能性があります。

マイケル: 私が厄介で長引く傾向があると思っているのが労働市場と賃金です。我々はインフレ期待の上昇を引き起こす可能性があるリスクを数多く調査しました。米国をはじめ持続的なインフレを経験してきた国々を対象に実施した調査では、インフレの長期化は雇用を通じてもたらされることがわかっています。欧州ではインフレは概ねエネルギー、すなわち、原油と天然ガスの値上がりによって引き起こされており、米国ではインフレはより広範に及んでいます。米国では欧州などに比べ賃金の伸びは大きく、労働力不足も深刻化しています。米国の労働力不足には、主に3つの理由があります。

まず一つ目は、米国の地方労働市場では、多くの人にとって手が届かないほど住宅価格が高騰していることが挙げられます。単純に、人々は、多くの企業が採用活動を行う場所に住む余裕がないのです。二つ目は、合法・非合法にかかわらず、米国への移民が大幅に減少し、労働力不足となっていることです。三つ目は、高齢者層が早期退職を選択し、貯蓄を増やすために物価の安い地域へ移住していることが挙げられます。これらの要因により、賃金は場合によっては4~6%も上昇しています。したがって、今後の動きを注視する必要があるとともに、米国のインフレ率は欧州などとは異なる推移を示すと考えています。

フランス: マイケルがインフレ要因の性質について話をしましたので、私も続けますと、1980年代の供給ショックは主にエネルギー価格の上昇という形で顕在化し、当時は供給ショックによる制約が大きいことがインフレ要因となりました。供給ショックにより物価が上昇すると、可処分所得は目減りします。しかし労働市場において物価の上昇分を賃上げにより穴埋めし、実際に賃上げが浸透すると、これは誰もが今日懸念する事態となります。足元の環境でこれまでと異なる

点は、供給ショックが広範囲に及んでいるとみられることであり、労働市場自体が問題である可能性があります。米国では労働供給は回復しておらず、この点が他の先進国と比べ米国経済の特異な側面となっています。他の要因が変わらないとすれば、労働力不足は実質賃金の上昇を引き起こすと予想されます。

その証拠となるのが企業収益です。要素コストの増加により企業収益が悪化すれば、それはインフレではない証拠となります。一方、足元のような環境では企業収益は名目GDP成長率と密接な関係にあります。インフレが企業に何らかの影響を及ぼしているという兆候は全く見当たりません。

問題は、企業が物価の上昇分を転嫁することができるかどうかにあります。物価上昇の陰で実質賃金は減少しているものの、賃金は現在上昇している環境にあります。物価上昇の後を追うように賃金も上昇しているように見えます。マイケルも述べていましたが、供給ショックによ

る物価上昇に追いつく形で賃金が増え続けるという、自己実現的な期待の高まりにつながりかねないことが危険な部分となっています。

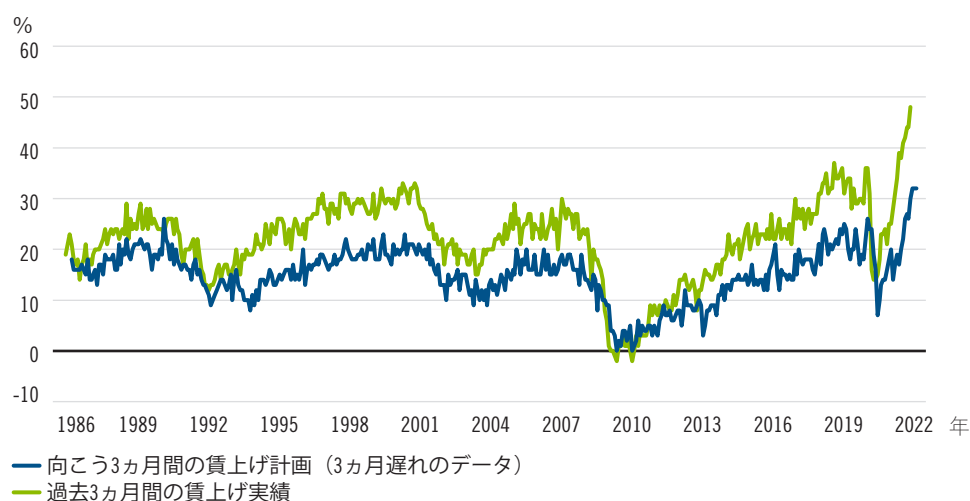
ジーン: 我々が頭を悩ませているのは、労働市場で労働参加率が低下し、賃金が増える可能性があることです。マイケルやフランスが米国の賃金上昇の危険性を指摘しているように、賃金上昇の多くはレジャー・ホスピタリティ業界や一部の小売業界など、新型コロナウイルスの影響を受けやすい低賃金の業種が中心となっています。したがって、実質賃金の上昇は限られています。

なぜ他の市場では同様の労働力不足や賃金上昇の問題は見られないのでしょうか?

マイケル: 労働力不足への対応に関しては米国と欧州はかなり対極にあると思います。一部の調査によると、多くの欧州企業はコロナ禍のロックダウンのさなかでも従業員をレイオフするのではなく、自宅待

賃金上昇

図 2: 賃金を引き上げた、または引き上げる予定の米国の小規模事業者の割合
2021年12月31日時点



出所: 全米独立企業連盟 (NFIB)、マクロボンド。データはNFIBが米国で実施した小規模事業者調査の一部。重要なデータの提供元の注記及び条件についてはwww.franklintempletondatasources.comをご参照ください。

機させ、働かなくても給料を支払っていました。したがって、従業員と雇用主の関係は続くことから、企業が従業員を呼び戻すのは非常に容易なことです。これに対し、米国では民間企業はレイオフを実施し、政府は失業給付を通じてレイオフされた人々を支援しました。従業員と雇用主の関係は概ね途切れたことから、米国企業がいち早く再雇用に踏み切り、事業活動を再開するのが難しかった可能性があります。

フランス: 私もそれはかなり米国特有の現象だと思います。労働力不足に加え、コロナ禍に米国で実施された大規模な金融財政政策の影響によるものとみられます。足元で賃金上昇への懸念が広がっているのは、こうした要因が重なったためと思われます。

中国と新興国市場

コロナ禍、インフレ、経済成長率の観点から新興国で何に注目していますか？

ジーン: 我々の見方は他の方々とは少々異なる可能性がありますので、まずは中国から始めたいと思います。私のチームでは中国の景気回復と2022年の先行きについて楽観的に見るべきか悲観的に見るべきかをめぐり、活発な議論を重ねてきました。

我々は「共同富裕」やテクノロジー企業に関連する中国の一部の規制強化をめぐる懸念について検討してきました。そうした構造的な問題を回避するのは困難です。我々は中国の厳しいゼロコロナ政策について懸念を抱いており、ゼロコロナ政策がどのように解除されるのかも定かではありません。中国の経済成長率は何年も前から減速傾向にあり、それ自体意外なことではありません。経済が巨体化し、成熟化すると、国内市場は過熱化します。したがって、中国が万能薬だと

中国のハードランディングへの懸念はおそらく行き過ぎたものだと考えています。政策当局にはソフトランディングを可能にする政策ツールがあります。中国の輸出は順調に伸びており、世界の需要も引き続き底堅く、コモディティのサイクルも極めて良好とみられます。”

マイケル・ハッセンスタブ

は考えていません。開放経済との対比でゼロコロナ政策を考えれば、先進国のほうが魅力は大きく、通貨も新興国より優位にあると考えています。とはいえ、どの国にも違いはあり、新興国を同様に1つのグループとして語るのは実際のところ困難です。しかし、中国に的を絞ると、中国と、中国およびアジア太平洋地域（日本を除く）周辺の新興国について、あまり楽観的な見方はしていません。

マイケル: 中国のハードランディングへの懸念はおそらく行き過ぎたものだと考えています。政策当局にはソフトランディングを可能にする政策ツールがあります。中国の輸出は順調に伸びており、世界の需要も引き続き底堅く、コモディティのサイクルも極めて良好とみられます。

フランス: マイケルの主張の繰り返しになりますが、中国にはソフトランディングを可能にする能力も余力もあることは確かだと考えます。中国10年国債利回りが2020年6月以来の低水準にあることは注目すべきことです。中国は今回のコロナ禍でやや独自の政策運営を行ってきました。景気は減速しつつあり、センチメントも悪化していますが、リフレサイクルが始まっているという意味で、先行きはかなり明るいと考えています。とはいえ、新たなクレジットインフレサイクルやハードランディングは望んでいません。した

がって、政策当局はあらゆる手段を用いてソフトランディングを実現するという見方には賛成です。

北京冬季オリンピックや春節により一部の工場が操業を停止し、一部統計データに歪みが生じる可能性があることから、第1四半期は少々変則的になる可能性があります。中国のその先の見通しは明るく、長年にわたりそうであったように、中国は引き続き世界経済の成長の源になると考えています。

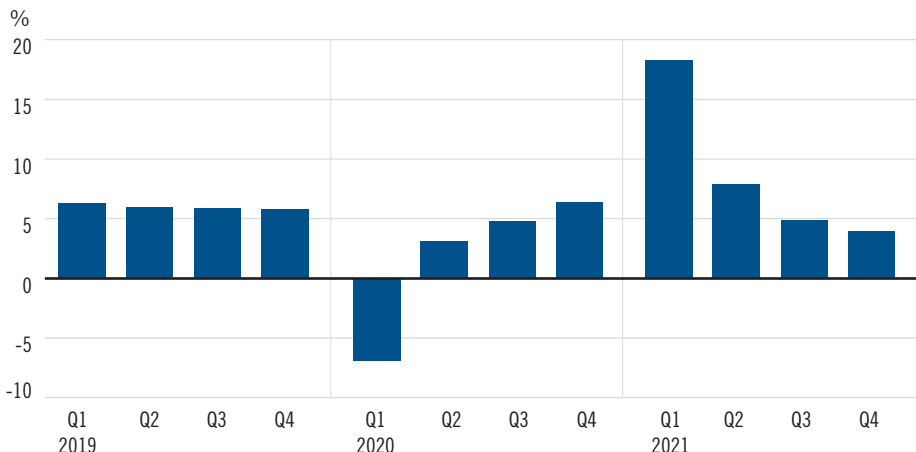
政策に関して言えば、中国は1つの方向に向かっており、米国は別の方向に舵を切っています。足元では多くの新興国通貨には割安感があり、建設的な環境にあります。一部の新興国はコロナ禍でもインフレ懸念から一貫して金融引き締めを行ってきましたが、足元では景気のコロ入れに乗り出す用意があります。成長のけん引役の一部は米国から他国に移りますが、けん引役には中国のみならず、複数の新興国が含まれる可能性があります。

中国以外の他の新興国はいかがでしょうか？

マイケル: 新興国には好材料が多くあります。新興国市場には常にリスクが伴い、世界ショックや国内ショックにより大きな影響を受ける可能性があります。しかし、コロナ禍を振り返ると、新興国については、半年前は先進国に比べワクチン接種で後

中国の景気減速

図 3: 中国の実質GDP成長率
2021年12月31日時点



出所:中国国家统计局、マクロポンド。重要なデータの提供元の注記及び条件については www.franklintempletondatasources.com をご参照ください。

れを取っていたことから、極めて弱気な見方が広がっていました。再びロックダウンに追い込まれ、景気はハードランディングに陥るとの懸念もありました。実際には、一部の新興国ではワクチン接種率は大きく上昇し、多くの人々が懸念していたような大規模なロックダウンもハードランディングも見られませんでした。現時点では、新興国については楽観的な見方をやや強めることができると考えています。

相対的な金利水準について言えば、一部の新興国は金融引き締めでFRBに先行しています。これは極めて異例です。多くの国はFRBに追随する傾向がありますが、今回のサイクルでは特にラテンアメリカ諸国がFRBに先行して大幅利上げに踏み切りました。アジアでは一部の国がコロナ禍において政策金利を高水準に維持し、予想されるFRBの金融引き締めに備えてきました。また、アジアを中心に新興国の経済成長の見通しが明るいことに変わりはありません。我々は新興国市場には有望な投資機会があり、投資妙味は大きいと考えています。

ジーン、地域別の投資機会について考えをお聞かせください。

ジーン: 株式の地域別配分に関して言えば、米国、日本、ユーロ圏、カナダを愛好しています。米国の消費者のバランスシートの健全性、堅調な米国景気、米ドル高を理由に、米国については強気な見方をしています。

日本に関しては、新興国と中国に関するマイケルの見解の一部が日本にもあてはまります。日本は輸出主導の経済です。日本は世界経済の回復や設備投資サイクルで重要な役割を担っています。バリュエーションも魅力的な水準にあるとみられ、ワクチン接種率も上昇しており、経済の機能は一段と高まる見通しです。比較的保守的な政府がどれだけ早く入国規制を緩和し、コロナとの共生を目指すかに注目していますが、日本については楽観視すべき要因が見られます。

欧州は経済活動の再開に成功しましたが、足元でやや後戻りしつつあります。財政支出の拡大が大きく寄与しており、欧州中央銀行 (ECB) もまだ他の国に比

べ比較的ハト派寄りの政策を維持しています。そのため、欧州についても楽観的な見方をしています。

フランス、通貨についてはどこに投資機会はあるのでしょうか？

フランス: 世界動向に関して言えば、ジーンが中国の政策のダウンサイドリスクについて懸念を抱いていますが、私も同様です。一方で、中国当局は、ソフトランディングの目標を達成するまで、景気のコク入れの観点からあらゆる手段を講じるとの見方は変えていません。中国は予想以上に景気を低迷させるのではなく、極端なコク入れを行うことを選ぶと考えられます。

バリュエーションの観点からすると、韓国ウォンやチリペソなど一部の新興国通貨には投資妙味があると考えます。全体的に見れば、多くの新興国は政策の転換点に近いといえるところまで金利を引き上げています。新興国には各国固有の投資機会が浮上しつつあるとみています。

ゼロコロナ政策からの脱却

新型コロナウイルスは、新興国の見通しにどのような影響を及ぼしますか？

マイケル: 2022年の見通しに関する楽観的な見方のポイントとして、ゼロコロナ政策からの脱却と「コロナとの共生」の受け入れが挙げられます。高いワクチン接種率や集団免疫の獲得により、新型コロナウイルスの変異株による死亡率は持続的に低下する状況に近づくと考えられます。ジーンが述べたように、各国は繰り返し発生する風土病となる可能性が高いとしても、うまく対応できる状況にあると考えています。特にほぼ1年半にわたりロックダウンが行われてきたアジア地域では、「コロナとの共生」を目指せば、地域経済にプラスになると考えています。輸出ですでに進展が見られ、需要は衰

えていません。サービス業が復活し、国内の経済活動が再開すれば、もうひとつの成長のけん引役となると考えます。2022年の明るい材料になるとみられます。

去年はコロナ禍により新興国を概ね回避する動きが広がりました。もはやそうした段階は過ぎ去ったと思われ、新年に入り期待が高まっています。世界経済は

減速が見込まれるものの、引き続き良好な成長環境にあります。コモディティ価格の上昇も、まだ好材料として織り込まれていない一部の新興国には追い風になるとみられます。

また、地域経済化の動きも広がります。アジア、カナダ、一部のラテンアメリカ諸国などが参加する自由貿易協定も、1月に複数発効しています（米国は

加わっていません）。こうした地域経済化の傾向は加速しつつあるようです。アジアはまだ完全には台頭しておらず、まだ十分に開放されていないだけに、大きな潜在能力を秘めていると考えています。ラテンアメリカでも、政局の不安定さであれ、初期の新型コロナウイルス対応の不手際であれ、多くの悪材料はすでに織り込み済みであり、ほぼそうした段階は過ぎているとみられます。

巻末注記

1. 恒常所得仮説とは、1957年にミルトン・フリードマンによって唱えられ、消費者は長期平均所得に応じて消費するという仮説です。長期平均所得は消費者の恒常所得のことであり、例えば、毎年賞与がある場合、賞与を見込んで毎月の給与以上を消費または貯蓄する場合があります。
2. 出所：Paul, H. "US Fed to Purchase \$80 Billion in Treasuries, \$40 Billion in MBS Per Month," *The Deep Dive*, June 11, 2020.
3. 出所：ブルームバーグ。2022年2月3日時点
4. カナダと豪州のインフレ目標は目標レンジの中央値。現在のインフレ率は、米国が個人消費支出（PCE）物価指数のコア指数、カナダは総合消費者物価指数、欧州は消費者物価指数（MUICP）の総合指数、英国はユーロ圏消費者物価指数（HICP）、日本は消費者物価指数のコア指数、豪州は消費者物価指数、中国は消費者物価指数
5. 出所：フランクリン・テンブルトン債券リサーチ、経済分析局（BEA）、2021年12月時点
6. Source：米労働統計局。消費者物価指数の上昇率は2020年は前年比1.4%、2021年12月は前年同月比7%
7. 出所：Paul, H. "US Fed to Purchase \$80 Billion in Treasuries, \$40 Billion in MBS Per Month," *The Deep Dive*, June 11, 2020.

リスクについて

すべての投資には、元本を割り込む可能性等のリスクが伴います。ポートフォリオの価値は変動するため、投資元本を割り込み損失を被る場合があります。債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け変動した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。株価は、個別企業、特定の産業、業種、市場環境全体などの影響により急速かつ大幅に変動する場合があります。外国証券への投資には為替変動、経済および政局の不透明感など特別なリスクを伴います。新興国市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクや証券市場を支える法制度、政治・経済構造、社会基盤の未整備といったリスクも伴います。このような投資においては、大幅な価格変動が発生する場合があります。天然資源セクターへの投資は経済情勢の悪化や規制上の変更など、特有のリスクを伴う場合があります。こうした証券の価格は特に短期的に変動します。中国は経済、政治、社会における不安定要因により影響を受ける場合があります。中国の発行体の証券への投資には、法律、規制、政治、経済に係るリスクなど中国特有のリスクが伴います。アクティブ運用戦略は、市場、金利、投資妙味、相対価値、流動性、ポートフォリオの特定の保有銘柄に係る上昇の可能性などについての運用担当者の判断に誤りがある場合、損失が生じる可能性があります。運用担当者の投資手法や投資判断が望ましい結果をもたらす保証はありません。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。過去の運用実績は将来の結果を示唆または保証するものではありません。

Macro Perspectives (マクロ見通し) について Macro Perspectives (マクロ見通し) は、フランクリン・テンプルトン・インベストメンツ・インスティテュートが、当グループのエコノミストによる、市場を左右する重要なマクロ経済テーマについての詳細な分析を取り上げたものです。フランクリン・テンプルトン・インベストメンツ・インスティテュートの使命は、独立した運用グループ、選りすぐりの学会のパートナー、独自のグローバル拠点の様々なノウハウを通じて世界中の顧客や投資家に調査に基づく知見、専門家の見方、業界が主導する出来事を伝えることにあります。

Franklin Templeton Thinksには注目すべき2つの関連する出版物があります。フランクリン・テンプルトン・インベストメント・ソリューションズが作成し、マルチアセットポートフォリオの構築に関するベスト・シンキングを提供するAllocation Viewsと、フランクリン・テンプルトン・インベストメンツ・インスティテュートのストラテジストが市場に関する当グループの運用担当者の見解を紹介するGlobal Investment Outlookです。

本稿に登場する運用担当者



ソナル・デサイ、Ph.D.
フランクリン・テンプルトン債券グループ
最高投資責任者 (CIO)



ジョン・ベロー、Ph.D.
ウエスタン・アセット
ポートフォリオ・マネージャー



マイケル・ハッセンスタブ、Ph.D.
テンプルトン・グローバル・マクロ・グループ
最高投資責任者 (CIO)



ジーン・ポドカミナー、CFA
フランクリン・テンプルトン・インベストメント・ソリューションズ
リサーチ・ヘッド



フランシス・スコットランド
ブランディワイン・グローバル
ディレクター・オブ・グローバルマクロ・リサーチ

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・テンプレトンの事前の書面による承諾なしの無断複写、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ます。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。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ございます。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・テンプレトン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・テンプレトン（「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、情報はすべての管轄区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。個別の管轄区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・テンプレトン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。

<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・テンプレトン（フランクリン・テンプレトン・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・テンプレトン・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・テンプレトン・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・テンプレトン・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



**FRANKLIN
TEMPLETON**