

2021年5月

# 経済成長、金利、 インフレ

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・テンプレトン・  
インベストメント・インスティ  
テュート

チーフ・マーケット・ストラテ  
ジスト

経済成長、インフレ、その他のマクロ経済要因の先行きについて運用担当者の意見は必ずしも一致するわけではありません。現状についても例外ではありません。しかし、世界中で新型コロナウイルスのワクチン接種が進む中、各種の制限が緩和され、足元の力強い景気回復が続く可能性が高いということは共通した意見といえます。また、景気拡大に伴いインフレ懸念が顕在化する中、それが一時的かあるいは持続的かということの見極めが重要となっています。

世界経済のけん引役が回復する中、経済成長、金利、インフレ、米ドルの先行きを問う声が高まっています。本稿は、グループ内の運用担当者5名（ウエスタン・アセット ポートフォリオ・マネージャー ジョン・ベロウズ、フランクリン・テンプレトン債券グループ 最高投資責任者（CIO） ソナル・デサイ、テンプレトン・グローバル・マクロ・グループ 最高投資責任者（CIO） マイケル・ハッセンスタブ、フランクリン・テンプレトン・インベストメント・ソリューションズ ヘッド・オブ・リサーチ ジーン・ポドカミナー、ブランディワイン・グローバル グローバル・マクロ・リサーチ・ディレクター フランシス・スコットランド）が、そうした疑問等に見解を述べたものです。

### 主な論点

- 上記5名の運用担当者は、世界経済の拡大が2021年後半に加速する可能性が高いという点で意見は一致していますが、それ以降の拡大ペースについては意見が分かれており、地域ごとの成長率予測には大きなばらつきが見られます。例えば、中国経済は欧米より早く新型コロナウイルスのショックから立ち直り、一部の新興国市場も力強い景気拡大が見込まれる一方、欧州は景気回復に時間を要する可能性があります。景気拡大はインフレの上昇を招く可能性があります。
- 米国では今年インフレ率は上昇するとの見方で一致していますが、インフレ率の上昇が今後5年間にわたって続くかどうかについては意見が分かれています。
- 米国では金利はいずれ上昇する可能性が高いと思われるものの、世界的に見ると先行きはそれほど明らかではありません。欧州の金融政策は緩和スタンスが維持される見通しであり、米国も異例の金融・財政政策を継続してきただけに、先行きは複雑な様相を呈しています。
- 前述の5名の運用担当者はポートフォリオにおける債券投資の意義についても議論しており、金利が上昇する可能性がある局面でも債券は株式など他の資産に対する分散、リスク低減、キャピタルゲインやインカムゲインの獲得に有効であるとの考えを改めて示しています。

詳細なリサーチを通じて発掘できる債券投資の機会は数多く存在します。ハイイールド社債や新興国市場債券などのスプレッド商品も景気拡大により恩恵を受け、短期的に債券ポートフォリオに投資機会をもたらす可能性があります。

## 目次

世界的な経済成長	4
インフレと金利	6
デフレーション	9
為替	10
債券における投資機会	11
アセット・アロケーションへの示唆	12

## 本稿に登場する運用担当者



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



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



マイケル・ハッセンスタブ、Ph.D.  
テンプレトン・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・テンプレトン・インベストメン  
ト・ソリューションズ  
ヘッド・オブ・リサーチ



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  
グローバル・マクロ・リサーチ・ディレクター



# 世界的な経済成長

**スティーブン：世界経済の成長について、市場予想を踏まえて現時点の皆さんの見通しを教えてください。**

**ジョン：**米国経済と世界経済の成長については前向きな見方をしています。経済は正常化しつつあり、その回復力は強く、成長率はトレンドを上回る見通しです。これによりバランスシートや所得、収益は改善します。経済成長が回復すれば、企業、事業活動及び家計にとって明るい材料が増える可能性があります。

**ソナル：**あえて言えば、今年予想される米国の経済成長のパターンは、過去中国などの新興国市場で見られたものと似たものになる可能性があると考えます。2021年の米国の実質国内総生産（GDP）成長率は1桁台後半とおおよそ40年ぶりの高水準を記録すると見込まれており、世界経済の回復をけん引する重要な要因となります。巨額の財政支出に2兆ドルもの過剰貯蓄が重なり、ここ数十年間見られなかった大きな消費ブームが起きる可能性があります。次々と打ち出されている米国の経済対策の規模からすれば、来年以降成長率が急速に鈍化することは考えにくい状況です。

昨年の中頃は景気回復のパターンがどういうアルファベットの形状になるかが盛んに議論されていましたが、当時は、L字型の景気回復となり大恐慌が再来するとの見方が大勢でした。我々は米国の景気の足腰は強く、数四半期のうちに持ち直すと確信していました。1年経った今ではV字型の景気回復の可能性が高まっています。当面、力強い景気拡大を見込んでいます。全体的に見ると、欧州も今年後半には追いつき、今後数四半期で世界経済は力強い回復を遂げると見込んで

います。ワクチン接種だけでなく財政政策も景気回復に重要な役割を果たしますが、当面ワクチン接種の進捗が他国との違いの大きなカギとなり、各国の景気回復には大きなばらつきが生じる見通しです。

**フランシス：**すでに昨年のロックダウンから持ち直しつつあった景気は、足元の経済対策によって回復に拍車がかかっているとみられます。4月の雇用統計は別として米国の雇用の力強い回復も経済活動があるべき姿に急速に戻りつつあることを示唆しています。今回の景気回復は、従来のように景気後退の後に回復局面が長々と続きその後拡大局面に入るといったものではなく、自然災害の後に見られる回復パターンに似ています。ワクチン接種のタイミングや管理体制の問題は別として、概ねそうした景気回復のパターンは世界中に広がりつつあります。世界の輸入量は完全に回復し、製造業も活発化しています。欧州でも、ワクチン接種の問題を抱えている国はあるものの、経済指標は概ね上振れしています。アジアでも鉱工業生産が急増しています。私が住むカナダでもコロナ禍で失われた雇用のうち90%が回復しています。オーストラリアでも雇用者数は過去最高を記録しています。世界経済は力強く回復しつつあるようです。

**スティーブン：2022年、そしてその後3～5年間に亘り景気拡大は続くと思いませんか？**

**ジョン：**来年以降、今年のような高成長が続くかどうかについてはそれほど確信はありません。検討すべき要因についていくつか説明したいと思います。

まず、経済活動の再開が主に高成長をけん引しているという点です。新型コロナウイルスが長らく消費の制約となってきましたが、そうした制約が解消するにつれ、積み重なった繰越需要が高成長をもたらししています。しかし、経済活動の再開は一度限りのものです。二度と繰り返されることはない一度限りの調整という極めて明確な例です。

経済対策についても同じことが言えます。ジョー・バイデン米大統領が成立させた1.85兆ドルの経済対策は巨額です。しかし、注目すべきはその効果が経済に浸透するスピードです。企業や個人、州や地方公共団体への資金支援は迅速に行われ、ほぼ即座に経済効果をもたらしています。反面、この先の経済対策は規模と効果という点で従前より見劣りし、GDP成長率にはもはや寄与しない可能性が高くなっています。足元の高成長

“足元の高成長が持続するかどうかについては疑問視すべき理由があります。本格的な経済活動の再開は一度限りのものだけに、長期的な見通しについては慎重な見方を強めています。”

ジョン・ペロウス

が持続するかどうかについては疑問視すべき理由があります。本格的な経済活動の再開は一度限りのものだけに、長期的な見通しについては慎重な見方を強めています。

### スティーブン：米国以外の国、特に中国における成長についてはどのように考えていますか？

ジーン：景気拡大について言えば、経済対策がけん引役になっています。景気拡大はかなり定着した感がありますが、地域ごとにばらつきがあります。重要なのは、すべての国、すべての地域に同様の影響をもたらす景気拡大ではないということです。米国は大規模な経済対策をテコに他の先進国を上回る成長を続けています。欧州ではロックダウンが続き、なお経済対策を必要としています。英国はブレグジットをめぐる懸念が最悪期を脱し、他の一部の欧州諸国に比べ経済活動の再開も進んでいますが、ブレグジット後の貿易調整をめぐる不透明感がくすぶり続けています。日本は景気回復、政策の一貫性、新型コロナウイルスによる影響の少なさに等より恩恵を受ける有利な状況にあるとみられます。また、中国経済は欧米に比べ新型コロナウイルスの影響から急速に立ち直っていますが、景気は年内に悪化する可能性があり、地政学的な緊張も高まり続けています。全体的に見れば、コロナ禍による短期的なリスクは払しょくされていませんが、ワクチン接種の進展により成長期待は引き続き加速すると考えています。今年は世界景気がサイクル的に回復し、力強さを増す可能性が高いという点に異論はありません。ただ、回復についてどの程度各国の足並みが揃うかは依然不透明です。

例えば、イスラエルなど強力なワクチン接種体制を敷いている国では入院率が低い傾向にあります。これにより医療体制への負荷が大幅に削減されるほか、経済活動もコロナ禍前の水準にいち早く戻

ることが可能になります。ワクチンは最終的に経済活動の拡大に寄与することから、各国がワクチンの供給網を整え、ワクチンの接種を望む人と接種可能な人がみな接種できることを願っています。

米国、英国、その他の国の政策環境を見ると、金融政策は強力な緩和スタンスを維持しています。経済対策も景気重視型になりそうですが、どの国も米国のように大規模な経済対策を実施する意志を持ち、実施できるわけではありません。経済対策とワクチン接種のバランスが問われるところであり、両方が揃ってこそ楽観的な展望が開けます。我々は、最終的には先行きの景気拡大に資する環境になると考えています。

ソナル：前述のように、ワクチン接種の進捗や経済対策の規模の違いから世界各国で景気回復は様ではなく、ばらつきが生じると考えています。これは投資機会の形成に重要な影響を及ぼします。米国と欧州の格差は特に大きくなる見通しです。ユーロ圏では、欧州の基準からすると成長率はかなり高くなりそうですが、今年前半のロックダウンの強化により景気回復は遅れるとみられます。しかし、世界経済の回復に与える影響は米国ほどではないと考えています。欧州が世界経済の成長のけん引役になったことはこれまでなかったことを思い起こす必要があります。欧州の景気拡大ペースにかかわらず、欧州が他の国に及ぼす影響はそれほど重要ではありません。一方、アジアを見ると、現状のマクロ経済環境から先行きの力強い景気回復が見込まれます。

中国はすでに新型コロナウイルスの封じ込めに成果を上げており、すでに軌道に乗っている自国の景気回復が米国のさらなる景気拡大によって拍車がかかると考えます。米国と世界のマクロ経済の先行きが明るいことから、新興国市場についても楽観的な見方を強めています。世界

的な景気拡大は新興国市場のバランスシートの改善や債務ファンダメンタルズの向上に寄与します。国際商品価格の上昇と需要の回復により、商品輸出国は特に恩恵を受けるとみられます。

フランシス：現在のマクロ環境のユニークな点は中国と米国の政策の違いにあります。両国は世界経済の二大けん引役です。中国は米国ほど大規模な経済対策を実施したことがありません。中国はいち早くロックダウンに踏み切り、その後も効果的にロックダウンを行ってきたことから、多くの経済対策を実施せずに済みました。中国はもはや経済対策の縮小に乗り出し始めています。

マーケットを見ると、中国の債券市場の動きは示唆に富んでいます。今回のパンデミックが発生した時点で中国の10年国債利回りは3%程度で推移しており、その後2.5%まで低下しました。中国が他の大半の国に先駆けてウイルスを封じ込め、経済活動の再開に乗り出すと10年国債の利回りは2020年の秋に早々と3%まで反発し、それ以降は3%近辺で推移しています。

中国は過剰債務の整理に力を入れ始めています。中国では内需はそれほど強くありませんが、輸出が様々な主要経済指標を押し上げています。中国国債利回りの動きは米国債利回りの先行指標になる可能性があります。

マイケル：世界経済の成長率については2021年は6%程度を予想しており、国によってパンデミックへの対応、ワクチンの普及、財政・金融政策の運営に大きなばらつきは見られるものの、成長率では新興国市場が先進国市場を上回る見通しです。世界のGDPは2022年、2023年と鈍化する可能性が高いものの、コロナ後の景気過熱が正常な成長パターンに戻り、成長率は引き続き2010年代の平均並みかもしくは平均を上回る見込みです。

アジアの大半の地域では成長見通しは明るく、一部の国は世界のどの国よりもうまくコロナ禍に対応し、効果的な財政運営を行い、コロナ後の景気回復の先頭に立っています。それらの国は景気回復で有利な立場にあるのみならず、変異ウイルスにより感染が再拡大したとしても影響を受けにくい状況にあります。アジア各国は財政赤字が概ね少なく、金利は先進国より高い水準にあります。地域経済のけん引役も特に韓国などでは医薬品、デジタル化、ビッグデータ、ハイテクなど時流に乗ったセクターが担っています。

アジアでは人民元建ての貿易取引や資産保有が増えており、中国の経済力の強さと通貨圏の広さがアジア地域を支えるもう1つの大きな要因となっています。中国はデジタル通貨で先行しており、デジタル通貨が基軸通貨となる動きが加速し、米ドルの基軸通貨としての地位を脅かす可能性があります。大局的に見れば、中国の対外拡張政策は広域経済圏構想「一帯一路」や他国への資金供与、貿易の拡大、地域的影響力の増大を通じて引き続き世界経済に大きな影響を及ぼします。外国人投資家にとっては中国における政策の継続性と開かれた債券市場も地域的な安定要因となり、成長に寄与すると予想しています。

## インフレと金利

**スティーブン：インフレについては、短期的、景気循環によるものと考えていますか？あるいは長期的、構造的な変化によるものと考えていますか？**

**ジョン：**まず初めに市場に織り込まれていることと足元の債券市場のバリュエーションに注目することが重要だと思います。債券利回りは年初から大きく上昇しており、米国10年国債利回りは年初のおよそ0.90%から3月のピーク時には1.75%程度に達しました。市場では今後数年間におけるインフレの加速、それも大幅な加速を織り込んでいます。

市場は足元で今後5年間にわたり消費者物価指数が2.5%を上回る水準で推移すると予想しています。インフレの上昇が3ヵ月といった短期だけでなく5年間にわたり持続的に2.5%を上回るというもの

です。これは過去10年間のインフレ率を大きく上回るほか、米連邦準備理事会（FRB）の物価目標も大きく上回るものです。今後3～6ヵ月の間に予想されるインフレの上昇が持続的なものではなく一時的なものであれば、債券市場は調整局面を迎える可能性があります。

注目すべきもうひとつの点は、2022年12月にFRBが利上げに転じると市場が予想していることです。その可能性はありますが、そうなるためには失業率が大きく低下する必要があるほか、前述の目標を上回るインフレ期待が持続的に実現する必要があります。インフレ率の上昇やFRBによる早期利上げが市場に織り込まれている状況を考えると、インフレ率は予想をやや下回り、利上げの実現も予想よりやや遅れるという意味で下振れリスクのほうが大きいと考えています。

インフレの観点でみると、経済活動が再開するにつれ、積み重なった繰越需要とセクターによって制約がかかる供給の間でギャップが高まる可能性があります。ワクチン接種を受けた人々は外食に出かけたいと考えますが、ここ1年間で新規開業したレストランは少なく、逆に多くのレストランが閉店に追い込まれています。これが需給の不均衡につながり、今後数ヵ月にわたり物価を押し上げる可能性があります。その後の展開の見極めは難しいですが、重要な局面になる可能性が高いと考えます。インフレがその水準で高止まりするかどうかは不透明です。逆に、インフレ率は一時的に上昇した後、下落に転じる可能性のほうが高いとみられます。コロナ禍以前の米国の景気について考えると、米国の失業率は2019年12月時点で3.5%と低い水準にありました。成長率に問題はなく財政政策は景気重視

# “米国のGDP成長率は今年7~8%に達する可能性があります、来年は3%程度に減速する可能性が高いとみられます。GDP成長率が急減速する中でインフレが加速を続けるようなことは滅多に起きません。”

ジョン・ペロウズ

型のスタンスでした。米国政府は大型減税を実施したばかりでした。しかし、政府債務や人口構成の変化、さらに重要なことにテクノロジーという逆風がそろってインフレに下落圧力をかけました。これらの逆風が消え去ることはなく、今年の経済活動の再開が軌道に乗れば、逆風は再び吹き付ける可能性があります。

少なくともマクロ経済の観点からすると、世界はこの先2019年と似た状況になる可能性があり、そうした状況が市場に織り込まれていないことは確かです。持続的なインフレの上昇や金利の上昇は市場に織り込み済みと考えています。しかし、今後3~6カ月の期待インフレ率が持続的なものではなく一時的なものと判明した場合、市場は両面から調整局面を迎える可能性があると考えています。米国のGDP成長率は今年7~8%に達する可能性があります、来年は3%程度に減速する可能性が高いとみられます。GDP成長率が急減速する中でインフレが加速を続けるようなことは滅多に起きません。

**ジーン:** 金融緩和と財政支出の拡大というポリシーミックスを背景に景気回復が強まる中、大半の市場関係者の間でインフレ懸念が広がっています。ベース効果と国際商品価格の回復がインフレ率を押し上げています。インフレ率はさらに上昇するものの、問題化する可能性は低いとみています。インフレ率は需要により一段と押し上げられると考えていますが、利益志向はなお根強いことから、長

期的なインフレの抑制に寄与してきた生産のグローバル化が終了したと考えるのは時期尚早であると思われる。

金利については中央銀行が概ね金融緩和スタンスを維持していることは明らかですが、中央銀行は下振れリスクや政策ミスリスクについても強く意識しています。政策当局が採用してきたコロナ対策は景気回復や流動性の維持に貢献しています。今後も財政政策が経済活動を後押しし、足元で続く地域格差やインフレ懸念を凌駕することを期待しています。中期的な成長見通しに着目すると、インフレは問題にはならない可能性が高いだけに、リスク資産については楽観的なスタンスを維持しています。以上が力強い成長見通しや中央銀行が低位に維持している金利に着目した場合の要点になります。

**フランシス:** インフレ率は少なくとも一時的には上昇し、それも人々が予想している以上に上昇する可能性が高いというのが大方の見方です。世界のサプライチェーンはパンデミックとそれに関連するロックダウンにより打撃を受けており、世界的な経済活動が再開するにつれ、サプライチェーンは改善するより先に悪化する可能性のほうが高いことが問題と考えます。在庫は低水準となっています。受注は積み上がり、国際商品価格は上昇し、ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)も足元で世界金融危機以来の高水準に達しています。

債券市場では、多くの投資家が今年力強い景気拡大が続くとの見方をしています。このため、インフレ率は当面上昇する見通しです。米国債利回りは基本的にコロナ禍前の水準に正常化しており、FRBは引き続きヘッジコストをほぼゼロに抑え込む可能性が高いことから、米国の債券は外国人投資家には投資妙味があります。当面足元の水準近辺で安定するという見方に違和感はありません。もちろん、コロナ禍が再拡大すれば、利回りは再び低下する可能性が高くなります。

長期的なインフレ見通しは物価目標の達成に関するFRBの新指針がどれほど信頼できるかにかかっています。長期的なインフレ見通しに関する質問に答えるにあたって重要なポイントの1つは、経済対策で支給された現金の行方にあります。1つの可能性として、パンデミックの収束に伴い、人々は安心し、保有する現金を一部取り崩して使い始めることが考えられます。

この場合米ドルが弱含む可能性はかなり高く、そうするとFRBは物価目標を強く意識すると考えます。インフレ見通しは主として物価目標の達成に関するFRBの新指針の信頼性に左右されると考えています。長期的なインフレ見通しについては足元でなお不透明感が拭えませんが、貯蓄の行方と米ドルの流動性需要を注視する必要があると考えています。

**ソナル:** 現状、インフレの決定要因として以下の3点が考えられます。まず初めに政府債務です。過去30年間、米国の連邦政府が2年間で政府債務を対GDP比で30%強も増やしたことはなく、しかもこれにはバイデン大統領が打ち出したインフラ投資計画は含まれていません。このインフラ投資計画はすでに回復力があることを示している景気をさらに後押しする前例のない経済対策です。2点目はもちろんFRBです。現在のQE4(量的緩和第4弾)はQE1、QE2、QE3を合わせたものより規模が大きくなっています。FRBによると、経済対策の規模にか

かわらず、金融緩和のスタンスからQEを縮小する計画はなく、インフレ率がしばらく目標の2%を超える物価の「過熱」を容認する姿勢を明らかにしています。3点目はワクチンです。ワクチンは消費者行動の正常化と広範な経済活動の再開のカギを握ります。

市場が足元でインフレを織り込んでいる理由は上記3要因のいずれかだけでも説明できますが、現状は3要因すべてが当てはまります。足元の政策は過去30年間には見られなかった異例のものであり、インフレについても過去30年間には見られなかった結果がもたらされたとしても驚くには当たりません。1桁後半の急激なインフレが起こるというわけではありませんが、インフレ率が5年間にわたりFRB目標の2%を平均的に上回することは十分にあり得ます。V字型の景気回復が進行しており、国際商品価格も下振れせず、景気回復が始まって以来続いている原材料価格の上昇は今後も続く可能性があります。

FRBはインフレは一時的なものだと言っていますが、一時的とはどの程度でしょうか？2ヵ月でしょうか？3ヵ月でしょうか？2、3四半期のことでしょうか？2、3年のことでしょうか？そこが最も知りたいポイントであり、一時的なインフレは多くの市場関係者が現在予想しているよりも長く続く可能性があると考えています。また、インフレ率の上昇が一時的な現象だとする見方はインフレ期待が固定されるという前提に基づいています。しかし、インフレ率が目標の2%を明らかに上回り、FRBが従来通り金融緩和スタンスを継続した場合、インフレ期待は引き続き固定されるのでしょうか？確実なことは言えませんが、それは金融政策の重要なパラダイムシフトになります。

**ジーン：**FRBは金融政策の先行きを示す「フォワード・ガイダンス」を公表しています。FRB及びその他の中央銀行が将来、金利を引き上げる意志を示していることは明らかですが、利上げ予想は前倒しされるのでしょうか？そうは思いません。景気回復が進み、金融引き締め政策が

“ FRBは金融政策の先行きを示す「フォワード・ガイダンス」を公表しています。FRB及びその他の中央銀行が将来、金利を引き上げる意志を示していることは明らかですが、利上げ予想は前倒しされるのでしょうか？そうは思いません。”

ジーン・ポドカミナー

必要になるまでにはまだ時間を要すると考えています。利上げはおそらく2022年末かそれ以降になると思われます。これは債券にはどのような意味があるでしょうか？世界経済につぎ込まれてきた経済対策は驚異的な規模に達しています。ここ数十年間では見られなかった規模であり、こうした経済対策がポートフォリオにどのような影響をもたらすかを検討する必要があります。

**ソナル：**インフレが絶えず加速するとは予想していませんが、インフレ率は過去10年間の水準をやや上回る水準で推移すると考えています。もちろん、GDPの15%に相当する規模の経済対策が毎年実施されるとは思っていませんが、経済対策の効果はすぐには消えませんが、政府が債務を減らすことはなく、過剰緩和とともに過剰財政は続きます。わずか数年前と比べ物価と経済活動への影響はやや長引くとみえています。

**フランシス：**ソナルは全く正しく、米国でかつてこれほどの規模の財政政策が実施されたことはありませんが、他の国では例があります。中国の場合、世界金融危機に見舞われた当時は連結ベースの財政収支は均衡していました。足元の中国の連結ベースの財政赤字を見ると、GDPの15%に達しています。日本の財政赤字は過去20年間でGDPの平均およそ6%か7%の水準にあります。米国もその方向に向かっていきます。

また、指摘しておきたいのは、今回のパンデミックに見舞われた当初は長期不況という言葉が喧伝されていたというこ

とです。人口構成の変化により総需要は抑えられ、テクノロジーとグローバル化により総供給は押し上げられていました。これらの要因がすべてインフレを抑制する方向に作用していました。また、FRBは早急な利上げを懸念していました。いまや米国の財政政策は他の国と足並みを揃えつつあり、インフレ率はトレンドとしてやや上昇すると予想されます。どの程度上昇するのは不明です。インフレは一時的なものだとして、その後どのようなことが起こるのかに注目したいと思います。

**ソナル：**いくつか補足したいと思います。まず、そもそも長期不況論には賛成しません。例えば、高齢化は通常、需要面より供給面の制約要因となり、インフレを抑制する方向には作用しません。例えば、長期不況論で唱えられている要因の一部はすでに反対の動きに転じています。例えばグローバル化がそうです。次に、現在米国で行われている実験的な財政政策について言えば、日本の例は参考にはならないと思います。日本経済はゾンビ企業や脆弱な金融システムに苛まれ、日本では金融緩和はインフレはおろか成長にも寄与しませんでした。米国では健全な経済、健全な金融システムの上に巨額の経済対策が実施されており、日本とは異なり、これにより成長率は大きく押し上げられるとの見方が大勢であり、インフレについても全く違う構図になります。

# デュレーション

**スティーブン：ポートフォリオにおけるデュレーションと分散型ポートフォリオを構築する必要性についてどのように考えていますか？**

**ジョン：**投資家にとって分散型ポートフォリオの構築は依然として重要であると考えています。分散型ポートフォリオは潜在的に魅力的なリターンやボラティリティ特性をもたらす可能性があるからです。同様に、分散型ポートフォリオを保有している投資家はリスクポジションの調整を積極的に行うことが可能であり、これが長期的に高いリターンをもたらす可能性があります。

分散型ポートフォリオは負の相関を持つ資産によって構築されます。スプレッドセクター（社債、仕組債、新興国債券など）は金利リスク（デュレーション）という点

では最も信頼できる負の相関を持つ資産です。負の相関は市場の混乱時に投資家は安全な資産を求めるといった投資家の安全への逃避行動に基づいています。また、景気の収縮局面では利下げにより景気を下支えする決意を明らかにしているFRBの行動にも基づいています。低利回り局面でもこうした負の相関の基本的要因は変わらないと考えています。したがって、デュレーションは引き続き投資家のポートフォリオの重要な要素になると考えています。

**ソナル：**景気サイクルの現段階でポートフォリオのデュレーションを長くするつもりはなく、原則としてそれは正しい選択であると考えています。現状、利回りの上昇は大方の予想を大きく上回っていますが、今後も利回り上昇は予想をさらに大

きく上回り、イールドカーブは一段とステイプ化する可能性のほうが高く、投資戦略はデュレーションを抑えることが引き続きカギになります。名目GDPはなおコロナ禍前のトレンドを下回っているものの、実質ベースでは第2四半期にコロナ禍前の水準を上回る見通しです。実質GDP成長率に鑑みれば、米国債利回りは現在の水準からやや上昇する可能性があると考えています。スプレッドリスクを相殺するためにデュレーションを長めにするには賛成ですが、まだその段階にはありません。イールドカーブはさらにステイプ化すると考えているからです。リスク資産の先行きについてはこれまで通りやや楽観的な見方をしており、デュレーションが短く、金利上昇への感応度が比較的低い資産を 선호しています。米国に比べインフレリスクと金利リスクが少ない欧州ではデュレーションがやや長めの資産を 선호しています。

“景気サイクルの現段階でポートフォリオのデュレーションを長くするつもりはなく、原則としてそれは正しい選択であると考えています。”

ソナル・デサイ

# 為替

**スティーブン：各チームの米ドルに対する見方を教えてください。**

**ジーン：**北米や北欧の一部の先進国の経済対策の効果が、新興市場の債券や交易条件を通じて新興市場及びその他の地域にどのような形で波及するか自問しています。これらのことがすべて為替レートに反映されます。様々な国の様々な政策がどのように調和し、最終的に各国の通貨にどのような形で伝わるのかを問うことは極めて難しいことです。私の印象では米国は米ドル安を好感すると思われます。欧州はさらにユーロ安に満足すると思われます。他の地域で景気拡大ペースが加速し、米国との格差が縮小する中、米ドルは下落する可能性があります。

**ソナル：**米ドルについて言えば、相反する2つの要因があることを指摘したいと思います。財政支出の拡大の効果がカギを握るのであれば、米ドル安になると思います。しかし、成長率格差がカギを握るのであれば、米国経済は絶好調だけに米ドル安にはある程度歯止めがかかると思います。

**フランシス：**長期的なインフレ見通しは物価目標の達成に関するFRBの新指針がどれほど信頼できるかにかかっています。FRBが長期的に物価目標を達成するには米ドル安が必要になります。FRBのバランスシートは数兆ドルも拡大しているにもかかわらず、米ドルはコロナ禍前の水準を数パーセント下回っているにすぎません。市中に出回っている通貨の量に比べ米ドルがこれほど安定していることは、ドルの流動性に対する需要が大きいかを物語っており、これは貯蓄率の上昇やマネーサプライの増加と関連付けられます。数兆ドルの現金が家計や企業によって貯蓄されたことになります。

“ 所得不均衡の拡大とパンデミックによる経済へのダメージから追加の財政支出や金融緩和の維持が必要になり、長期的構造的なリスクは高まり、米ドルとユーロは下落する可能性が高くなっています。”

**マイケル・ハッセンスタブ**

**マイケル：**行き過ぎた財政・金融政策によりユーロと米ドルは、特にアジアを中心に貿易が活発で、経常収支が黒字化し、財政運営に優れ、成長ポテンシャルが高い国の通貨に対して弱含むと予想しています。先進国の大半は過去最大規模の財政支援を行い、財政赤字は第二次大戦後の復興期以来の水準に達していません。所得不均衡の拡大とパンデミックによる経済へのダメージから追加の財政支出や金融緩和の維持が必要になり、長期的構造的なリスクは高まり、米ドルとユーロは下落する可能性が高くなっています。また、ユーロ圏のマイナス金利、経済成長への逆風の高まり、欧州のリフレ政策によりユーロは対米ドルで弱含むと予想しています。しかし、財政政策、政府債務、金融政策を効果的に運営し、貿易が活発で、柔軟性のある成長のけん引役を有し、経常収支が黒字化している国の通貨は対米ドルで上昇すると考えられます。アジアでは人民元、韓国ウォン、インドネシアルピア、北欧では対ユーロでノルウェークローネやスウェーデンクローナなど投資妙味のある通貨は数多く存在します。

# 債券における投資機会

**スティーブン:**債券市場ではどこに投資機会が存在し、それはアロケーション決定にどのような影響を及ぼしますか？

**ジョン:**米国と米国以外の地域でクレジットリスクのエクスポージャーを持つことに意味はあると考えており、それは米国の社債をオーバーウエイトとすることを意味します。非投資適格のバンクローンも多少組み入れましたが、経済活動の正常化を見込んで社債に重点を置いています。新興国市場も検討に値すると思えます。順調に回復している新興国もあり、世界経済は回復が続くという見方が正しければ、世界経済の回復はいずれ新興国市場全体に波及すると考えています。また、分散投資を行うことも重要だと考えています。景気回復が直線的に進行することは極めてまれです。ポートフォリオのボラティリティを低位かつ管理可能な水準に抑え、リターン及びリスクで負の相関を持つ資産を追求しています。その点米国債は最適な候補であると考えています。米国債利回りはリスクオンの環境下で上昇してきました。

**フランシス:**今年に入ってマクロ経済のリスクは低下しており、社債セクターのリスクをさらに追求する機会が浮上しています。ブランディワイン・グローバルのクレジットチームはハイイールド債で多くの投資機会を見出しています。新興国市場

を見ると、ハイイールド債の資産クラスで興味深いことが起きています。

新興国市場の金利や債券利回りにはソルベンシーリスクプレミアムとデレションリスクが含まれています。足元で見られる米国債利回りの上昇は多くの新興国市場に波及しています。世界経済が改善している環境においても、リスクプレミアムはほとんど低下していません。しかし、世界のリスクフリーレート（米国債利回り）の上昇により利回りは上昇しており、これらの一部の市場では投資機会が増えています。カギを握るのは米ドルだと思えます。FRBが本気で物価目標（平均2%の物価上昇）の達成を目指すのであれば、もう一段の米ドル安が不可欠となり、これは海外の米ドル建て以外の債券にプラスに作用すると考えています。

**ソナル:**スプレッドは縮小していますが、主にインカムゲインの重要性は変わらないことから、引き続きハイイールド社債には投資妙味があるとみています。フランスが指摘したように、足元の環境ではクレジットリスクに目を向け、ハイイールド債に投資機会を追求する必要があります。しかし、臨機応変に対応することが重要です。シングルB格の債券だけでなくトリプルC格の債券にも投資妙味が出てきていますが、選別的に見極める必要があります。足元の景気の強さから

すると、今年もデフォルト率が大きく上昇することは考えにくく、その点はクレジットの観点から重要な意味を持ちます。緩やかな景気拡大を材料に米国債のイールドカーブは一段とスティーブ化していることから、ポートフォリオのデレションを短めに維持しています。

社債について言えば、コロナ禍の影響を大きく受けているセクターを臨機応変に売買しています。ヘルスケアなど複雑な分野もいくつかありますが、そこには投資機会もあります。個々の企業ごとに分析することが重要であり、クレジットチームが真剣に取り組んでいます。一方で、我々はややディフェンシブなポジショニングとしています。前述のように利回りの追求も重要と考えますが、スプレッドが大きく縮小していることも認識しています。

地方債には年初から過去最大規模の資金が流れ込みバリュエーションが押し上げられていますが、引き続き同債券に注目しています。極めて良好なファンダメンタルズ（昨年、年間を通じて地方債のクレジットは悪化しませんでした。）に州と地方公共団体に対する連邦政府の支援が重なり、これらがすべて追い風となっています。最後に、今後米国では個人所得税の増税が見込まれており、個人投資家にとって非課税地方債は引き続き魅力的な投資対象になると考えます。

マクロ経済の好調から新興国債券にも引き続き注目しています。テーパー・タントラムが起きた2013年当時とは異なり、主要新興国の対外収支はいまや健全な状態にあり、今回のパンデミックにより経常収支も改善しています。世界経済の先行きは明るく、それがもたらすリフレ効果により大半の新興国でバランスシートの改善が見込まれ、新興国市場の資産には引き続き投資妙味があるとみられます。

“カギを握るのは米ドルだと思えます。FRBが本気で物価目標（平均2%の物価上昇）の達成を目指すのであれば、もう一段の米ドル安が不可欠となり、これは海外の米ドル建て以外の債券にプラスに作用すると考えています。”

フランシス・スコットランド

# アセット・アロケーションへの示唆

**スティーブン：ジーン、ポートフォリオにおけるアセット・アロケーションについてはどのように考えていますか？**

**ジーン：**成長鈍化やインフレ期待の上昇などの予期せぬ環境悪化に備えて分散効果のある資産をポートフォリオに組み入れることが重要だと考えています。株式、債券、一部のオルタナティブ資産を組み入れる場合は、ポートフォリオ構築の基本的な運用方針に沿って、経済成長に密接に連動する資産に加えてインフレヘッジ効果のある資産をポートフォリオに組み入れるといった方策を採っています。

株式についてはこれまで通りやや強気な見方を維持しています。株式の場合、バリュエーションの正常化のためには景気回復が持続する必要があります。これは概ね投資家の想定内といえますが、一方、ワクチン接種の進展次第では想定外に景気回復が加速するとの期待もあります。債券については、タームプレミアムは上昇しているとはいえ、長期的なバリュエーションに対する懸念があることから、やや弱気としています。社債のスプレッドは縮小していますが、中央銀行の支援がただちに打ち切られる可能性は低いと思われる。将来の金利見通し及び足元の投資環境に鑑みれば、債券を外して株式を積み増すという投資行動になりがちです。そうした投資行動は、特に米国

債などの高格付け債券が持つ分散効果やリスク低減効果を放棄することになります。

様々なタイプの債券と株式の相関に着目すると、マルチアセットのポートフォリオにおいて、ハイイールド債やバンクローン、一部の新興国債券など株式の特性を持つ債券は株式との相関が強いことは明らかです。このため、分散効果を最大化し、リスクを最小化するにはスプレッド商品への投資を制限する必要があります。多くの投資家は低利回りで潜在的にリターンが低い国債を敬遠し、高利回り商品を選好する傾向があります。しかし、こうした商品は相当に株式の特性を有していることから、ファクターを意識した分析を通じてポートフォリオを検討することが重要と考えます。

経済成長、インフレ及び金利政策の相対的な重要性を理解し、これに株式や債券特有の要因を組み合わせることでポートフォリオのリスク許容度を判断することが可能になります。

**スティーブン：ジョン、米国債の利回りが上昇すると債券価格は下落し、利回りが低下すると債券価格は上昇することはわかっていますが、債券投資ではそれがすべてではない理由を教えてください。**

**ジョン：**ポートフォリオにおける債券投資の意義を評価するにはインカムゲインに

ついて検討することが重要です。インカムゲインは信頼できる安定したリターンの源泉になり得ます。価格変動に左右されやすいポートフォリオにとってインカムゲインはリターンの源泉の多様化にも寄与します。

現在の環境では債券のインカムゲインには2つの異なる源泉があります。1つ目は比較対象となる国債の利回りに対する上乗せ金利（「スプレッド」）です。2つ目は右肩上がりのイールドカーブです。注目すべきは金利上昇局面でも双方の源泉はリターンをもたらす可能性があるということです。前回のFRBによる利上げ局面で経験してきたように、利回り上昇が緩やかな場合及び利回り上昇が想定通りの場合、2つの源泉から得られるリターンは価格の下落分を相殺することができ、利回りの上昇局面でも債券ポートフォリオのトータルリターンはプラスになる可能性があります。

前述のテーマに戻ると、デフレーションとスプレッドセクターの相関について認識しておくことも重要です。景気の先行きが明るく、債券利回りが上昇すると、企業の信用リスクも同時に低下する可能性が高くなります。その場合、社債と仕組債のスプレッドは縮小する可能性があり、これも利回りの上昇に伴う価格の下落分を打ち消す新たなリターンの源泉となります。

多くの投資家は利回りが上昇すると債券のリターンはマイナスになると考えがちですが、これは誤解です。インカムゲインの重要性を過小評価している可能性が高く、インカムゲインの負の相関やスプレッドが縮小する可能性を見落としていると思われる。少なくともこれらの2つの要因を考慮に入れてより完成度の高い分析を行うことが重要と考えます。

“ 将来の金利見通し及び足元の投資環境に鑑みれば、債券を外して株式を積み増すという投資行動になりがちです。そうした投資行動は、特に米国債などの高格付け債券が持つ分散効果やリスク低減効果を放棄することになります。”

ジーン・ボドカミナー



## 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を含むリスクが伴います。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。高利回りは、低格付け証券や、場合によっては、証券の価格低下に伴う高い信用リスクを反映します。金利変動は証券価格や利回りに影響を及ぼす可能性があります。米国国債は償還日まで保有した場合、元本および利払いが保証されます。地方債は金利変動に対する感応度が高いことから、地方債ポートフォリオの利回り及び価値は市場状況により変動します。債券格付けや債券発行体、保険者、保証人の信用格付け及び財務内容に変動があった場合、その債券の価値に影響を及ぼす可能性があります。

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。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。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。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運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

## 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。**すべての投資はリスクを伴い、元本を割り込む可能性もあります。**

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・テンプルトン（「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。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なわけではなく、米国以外では、他のFT関連会社および/または現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。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、専門家の助言を受けることをお勧めします。

詳細につきましては[www.franklinresources.com](http://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・テンプルトン（フランクリン・テンプルトン・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・テンプルトン・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ものです。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・テンプルトン・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・テンプルトン・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