

2021年11月

# 供給ショック、成長鈍化、 インフレ・サプライズ

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  
イテュート

チーフ・マーケット・ストラ  
テジスト

現在、インフレは、主に労働力不足とサプライチェーンの混乱により、他のマクロ経済要因よりも差し迫った懸念となっています。当社のエコノミスト（運用担当者）は、インフレが当初考えられていたよりも長く続く可能性があるのではないかと疑問を呈しており、一部のエコノミスト（運用担当者）は、市場で優勢な「一過性のもの」という見方とは対照的な見方をしています。

今回の「マクロ見通し」では、2022年の政策転換の可能性、労働市場の動向、石油・ガスショック、中国の成長鈍化の影響について探っていきます。

主な内容は以下の通りです。

危機に対する予想を信じてもらえないカサンドラ症候群<sup>1</sup>のような気分ですが、我々はかなり長い間、インフレは当初市場で予想されていたよりも長期間に及ぶだろうと感じてきました。2022年前半にインフレ率が急激に低下するとは考えていません。我々は第二波の始まりを見ていると考えており、それはさらに長く続く傾向があると考えられます。

**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)**

グローバル化やテクノロジーなど、パンデミックを乗り越えた後には、長期的なディスインフレの逆風が再燃する可能性があります。昨年、膨大なテクノロジーへの投資が行われました。その結果、生産性向上の可能性により、物価上昇圧力は少し抑えられると思われま

**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**

労働市場は、最も重要な変化がみられ、予想外の展開となっています。供給ショックが長期的なインフレに影響を与える可能性がありますが、それを確認するには時期尚早と考えます。

**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)**

投資家として、また市場を観察する立場として、インフレが何を示唆しているのかを自問する必要があります。善玉コレステロールと悪玉コレステロールの違いのように、予想外の需要に牽引される良いインフレと、供給の制約に起因する悪いインフレがあります。

**ジーン・ボドカミナー、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、リサーチ・ヘッド**

現在、非常に深刻なエネルギー価格のショックがみられ、そのためインフレの影響が現実的に感じられ始めています。代替エネルギーは、この供給不足に対応できるとは思えません。

**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

## 成長減速とインフレ上昇

8月に前回の「マクロ経済見通し」を発行して以降、極めて高い水準にあった世界の経済成長は低下しましたが、インフレ率は上昇しています。毎日、インフレ関連の新しいデータが議論され、マクロ経済予測という巨大なジグソーパズルに新しいピースが加えられています。私が最近話を聞いたフランクリン・テンプレトンの運用担当者5名全員が、インフレは一過性のものではないと考えており、インフレがどれだけ持続するかの手がかりを探しています。

さて、前回、夏に議論した時から何が変わったのでしょうか？上海からロサンゼルスまでのサプライチェーンの混乱、深刻な労働力不足、そしてエネルギー価格の高騰という供給側の三重苦がみられます。中国では政策が大きく変化し、経済成長が鈍化し、恒大集団（エバーグラunde）の経営危機なども加わり、我々は多くのことを議論しました。以下では、供給ショックと成長モメンタムの鈍化についての議論の一部をご紹介します。まず、インフレの需要側から見てみると、経済が正常化することで米国の消費者需要が高まり、米国の利上げが予想以上に早まる可能性が考えられます。

**需要主導のインフレ** ジョンとソナルの間で明確に一致した点があるとすれば、それは、需要主導のインフレが2022年まで続く可能性が高いということです。一方で、米国の個人消費が今後どのように推移していくかについては、両者で意見が異なります。ジョンは、財政刺激策による需要はほとんどなくなったと考えていますが、ソナルは、米国の消費者の最近の貯蓄の力を指摘しており、来年に向けて消費者の支出が増える可能性があると考えています。ソナルが的確に指摘

したように、米国のような前例のない規模に及ぶ財政刺激策と強力な金融政策の組み合わせに匹敵する政策を行っている国はありません。

ジーンにとって、需要主導のインフレは歓迎すべき問題です。善玉コレステロールのように、この種のインフレは一般的に、健全な経済が熱を帯びて、少し熱すぎる状態になったときに起こります。中央銀行は金利を上げることで、この問題に対処することができます。しかし、供給主導のインフレは、より困難な課題をもたらします。悪玉コレステロールのように、供給主導のインフレは解決に時間がかかり、放っておくと慢性化する危険性があります。経済学者を悩ませるものがあるとすれば、それは供給ショックであり、特に労働力供給の途絶によって引き起こされるものです。

**配達の遅延** インフレを加速させる第一の供給ショックは、世界的なサプライチェーンの混乱であり、簡単に目で見て確認することができます。フランシスは、米国や欧州、アジアの港にコンテナ船が大量に滞留していることを指摘しています。資本効率を高めるため、ジャストインタイムで配送できるプロセスを何年もかけて構築してきましたが、半導体チップのような主要部品の急激な不足により、工場が消費者の需要に応えられなくなっています。（皆様が最新のiPhoneを注文できますように！）

このような世界的な供給不足が、経済の回復を遅らせています。ジョンとジーンは、供給の停滞はそのうち解決するだろうと楽観的に考えていますが、ソナルはホリデーシーズンの消費低迷を心配しています。企業が需要を満たすことができなければ、インフレの進行や経済成長率の低下を招く恐れがあると考えます。

**労働力不足** マイケルは、供給ショックに関しては、労働力の供給と生産性がインフレの行方を理解する上で重要であると考えています。今回の対談では、5名の運用担当者全員が、労働市場の変動に困惑しながらも、魅力を感じているようでした。例えば、米国では失業手当が大幅に増加したため、何百万人も求人があるにもかかわらず、予想されていた労働者の再就職の急増は見られませんでした。デジタル化や自動化による労働生産性の向上は、労働参加のスキルや形を根本的に変えてしまうのでしょうか？

この問いに答えるには、経済学者が何年もかけて解明する必要があると、ジーンは考えています。最終的には、中央銀行だけでなく、政府の政策立案者が、ハイテク主導経済を補完するための労働スキルの習得を支援することが必要と考えます。短期的には、マイケルのチームは、賃金上昇が恒久的な労働力ショックに移行するかどうか、市場データを注視しています。我々は皆、この点が経済における多くの懸念の一つであると考えています。

**石油・ガスショック** 世界的なエネルギー価格の高騰は、インフレ予測を狂わせる3つ目の供給主導型のショックです。フランシスは、供給の不均衡の原因を、気候変動活動家や炭素税などの政策によって、エネルギー部門が供給拡大に必要な資本を獲得できないことにあると指摘しています。風力や太陽エネルギーのような環境に優しいエネルギー源は、世界の需要を満たすだけの規模がありません。米国では、最近の価格高騰にもかかわらず、シェールオイルの生産量が低調であることをジョンは指摘しています。

パンデミック前の生産能力と比較すると、企業の格下げや資本コストの上昇もあって、米国の石油掘削装置の約半分が停止したままです。気候関連の影響としては、ドイツがゼロカーボン原子力発電（2020年のエネルギーミックスの29.5%）を停止し、その代わりに石炭火力発電を導入することを余儀なくされています<sup>2</sup>。マイケルが指摘するように、これまで米国のインフレに占めるエネルギー価格の影響は比較的小さいものでした。しかし欧州では、エネルギーがインフレに与える影響は非常に大きいものとなっています。ディーゼル価格の上昇は、給油の動向に直接影響を与え、賃金の上昇につながり、さらにインフレを誘発し、別の懸念が生じる可能性があると考えます。

**歓迎すべき減速** 中国のレバレッジド不動産セクターは、中国最大の不動産デベロッパー（恒大集団（エバーグランデ））の緩やかな崩壊などもあり、世界の投資家の関心の的となっています。しかし、当社の運用担当者は、中国の「共同富裕」実現のための新たな規制の枠組みと経済減速こそが、より大きな話題であると考えています。

中国は世界経済の20%を占めており、経済基盤を負債主導の成長から脱却させようとしています。これは当然、中国経済の冷え込みにつながり、これにより世界経済の減速につながる可能性がある

## 懸念される不確定要素

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。

### インフレ・サプライズ

米国連邦準備制度理事会（FRB）がインフレの持続性を見誤っている場合、事前に米ドルに影響が表れると、フランシスは考えています。

### 対立する地政学

マイケルは、中国と最大の貿易相手国との間の敵対的な関係を注視する必要があると考えています。

### 消費者需要

2022年には、米国の消費者の購買力が需要によるインフレを促進する可能性があるとして、ソナルは考えています。

### 労働市場

ジョンは、米国において完全雇用の状態となるのは2023年初と、まだ時間を要すると考えており、労働市場に懸念を示しています。

### 株vs 債券

株価は適正水準にあるものの、ポートフォリオにおいて、債券よりも株式に多く配分することは未だ有効であると、ジーンは考えています。

とジョンは考えています。3つの供給ショックを考えると、中国経済の停滞は歓迎すべき鎮静剤になるかもしれません。フランシスは、中国の減速は足元の米ドルの強さを説明するのに役立つと考えています。米国の経常・貿易赤字が大幅に悪化しているにもかかわらず、特に中国を中心とした外部成長の減速を背景に、米ドルは（今のところ）買い支えられています。

最後に、フランシスとマイケルは、テクノロジーを駆使して生産性を向上させている最近の米国経済に対して、日本などの他国と比較して、楽観的な見解を述べています。中国と米国の間で地政学的な緊張が高まっているにもかかわらず、米国経済のデジタル化（特にフィンテック）が驚くべき発展を遂げていることは、我々全員が認めており、今後もさらに調査を進める方針です。



# 各運用担当者の見解

## 需要主導のインフレ

コロナ禍を考慮すると、現在のインフレ率は予想以上に高いと思いますが、現在のインフレ水準を見る際にどのような要因を考慮していますか？

**ジーン:** 1年半前には、誰もが今後の経済成長について頭を悩ませていました。そしてその悩みは、インフレとその要因に関する懸念へと移行しました。我々は、サプライチェーンや物流などの供給側に制約があるのか、それとも商品やサービスの構成の変化による需要側に原因があるのかなど、需要と供給の両面からインフレを見ています。経済システムには潜在的な需要がたくさんあります。供給側と需要側の相互作用と、それらの一般的なインフレへの影響について考えてみると、今後インフレ率は上昇するものの、それは概ね一時的なものになるだろうと考えています。

今後、需要と供給の間にある多くの問題が解決されていくと思われます。投資家として、また市場を観察する立場として、私は「インフレは何を示唆しているのか」と自問する必要があります。成長率の上昇によってインフレ率が上昇し、それを政策対応により抑制する必要があるのか、それとも供給側の問題によってインフレ

率が上昇しているのか。この2つの環境は全く異なります。良いコレステロールと悪いコレステロールの違いのように、良いインフレと悪いインフレがあります。健全な経済がうまく回っていれば、良いインフレになります。景気が過熱すれば、中央銀行は景気を冷やす手段を持っています。しかし、供給サイドから来る悪いインフレは、意味合いが大きく異なります。

長期的には、インフレよりも懸念される要因が他にありますが、短期的には注意が必要です。中古車や新車の価格が正常化するまでの間、前月比で上昇し続けるとは思いません。

**インフレのリスクはかつて考えられていたほど一過性のものではないかもしれませんが、インフレ急騰の懸念はありますか？**

**ソナル:** 我々はかなり長い間、インフレは他の人が当初予想していたよりも足を引っ張るだろうと感じてきました。FRBを含め、世界中の多くの当局者は、これまでに見られたインフレの量に少々油断していたと思います。米国の場合、予想されていた供給側の一過性の要因に加えて、景気刺激策による需要主導型のインフレも発生しました。

我々は、2022年前半にインフレ率が急激に低下するとは考えていません。引き続きインフレ率の上昇を見込んでいますが、最近見られたような水準ではないかもしれませんが（2021年9月の消費者物価指数は前年同月比5.4%）。来年の第1四半期と第2四半期には、インフレ率は4%台と少し緩やかになり、年末には3%に近づき、さらにはそれを下回ることもあるだろうと考えています。インフレ圧力がいつまで続くのかについては、我々はまだ逆の見方をしていると思います。

我々は第二波のようなものの始まりを見ていると考えており、それはさらに持続する傾向があると考えます。我々はこの点を非常に注意深く見えています。

## 配送の遅延

**サプライチェーンの混乱がインフレの原因となっています。どのような要因が混乱の原因となっているのか、また、現在の高水準の需要に対応するために、解決すべきことはなんですか。**

**フランシス:** 経済状況に影響を及ぼしている最初の供給問題は、流通です。米国西海岸の港には、荷揚げを待つ船が停泊しています。これが供給の障害となっています。また、米国では、労働力がもうひとつの供給問題となっており、労働力の供給が回復していません。連邦政府による雇用に関する優遇措置が終了した今、この状況が大きく変わるかどうかはまだわかりません。

米国で見られるインフレの多くは、供給に関連していると考えています。今回の危機を災害の観点から見ると、歴史的な大不況の後に歴史的な大好況が訪れました。現在のような状況は、記録に残

// 来年の第1四半期と第2四半期には、インフレ率は4%台と少し緩やかになり、年末には3%に近づき、さらにはそれを下回ることもあるだろうと考えています。インフレ圧力がいつまで続くのかについては、我々はまだ逆の見方をしていると思います。

ソナル・デサイ

っている経済史の中で一度もありませんでした。世界経済が再開され、需要も回復してきました。しかし、経済の供給側であるジャストインタイム納品は、世界経済が毎年徐々に予測可能な形で拡大していく中で培われてきました。2021年6月までの4四半期では、米国の実質GDPは12%以上増加しており、これは類まれなことです<sup>3</sup>。

**ジョン:**ここでは、3つの明確なポイントを挙げたいと思います。最初に、現在のインフレの要因は、供給の制約が大部分を占めていると考えます。南アジアでは、新型コロナウイルスのデルタ株によって工場が閉鎖され、それが波及して生産能力が低下し、それが他の国々で混乱や価格上昇という形で現れています。しかし、これらの停止状態は永遠に続くわけではなく、最終的には供給面での制約が解消されるはずで

す。2つ目のポイントは、ソナルの意見と重なる部分があります。現在のインフレの状況は需要面の要因も大きいと考えます。今年、米国における3月の大規模な財政刺激策の影響もあり、需要が予想以上に高まっています。しかし、その財政刺激策の多くはもはや過去のものとなり、米国の経済成長は、ロックダウンから抜け出したときの非常に高い水準からは減速しているとみられます。また、年初にインフレ率を押し上げたような需要の高まりも、過ぎ去ったのではないかと思います。

3つ目は、コロナ禍後には、グローバル化やテクノロジーにおける逆風といった、長期的なディスインフレの逆風が再燃する可能性があるため、今回のようなインフレは明らかに問題ではありません。昨年、テクノロジーへの投資が大幅に増加しており、このような生産性向上の可能性があれば、物価上昇圧力を少しは抑えることができます。このように、私は、長期的なディスインフレの力がまだ残っていると考えていますが、現在は目立たないのかもしれないと

// **労働市場は、おそらく最も重要な注目すべき要因だと思いますが、予想外の動きが見られました。これが、長期的なインフレの動向に影響を与える供給ショックとなる可能性があると思います。それを確認するには時期尚早でしょう。**

**マイケル・ハッセンスタブ**

### 労働力不足

**労働市場は、インフレと経済成長の見通しにどのような影響を与えていますか？**

**マイケル:**労働市場は、おそらく最も重要な注目すべき要因だと思いますが、予想外の動きが見られました。これが、長期的なインフレの動向に影響を与える供給ショックとなる可能性があると思いますが、それを確認するには時期尚早でしょう。米国では政府による支援プログラムが終了しましたが、労働者の再就職については急増はしていません。これには、高齢者が早期退職を決意したことも関係していると思います。また、労働力が国外に流出したことも関係していると思います。この政府によるプログラムを利用していた人が労働力として戻ってくるのには、時間差があるかもしれません。この点については、今後数カ月の間、非常に重要な注目すべきポイントとなると考えます。

世界の歴史を振り返ると、労働力の供給ショックが長く続き、インフレ期待が恒久的に変化し、それが実質賃金の調整に組み込まれた場合、より恒久的なショックにつながる可能性があります。もし、供給ショックが一時的なもので、恒久的な実質賃金の調整が行われなければ、インフレ期待は低下すると考えます。その場合、インフレが一時的なものであるという議論も納得できると思います。

**ソナル:**労働市場については、まったく未知の状況にあるため、まだ確証できないと考えます。9月末時点で米国には800万人近い失業者がいますが<sup>4</sup>、それよりもはるかに多くの埋まらない求人があります。つまり、この1年間に何か劇的な変化が起こり、既存のスキルのミスマッチが拡大したというのであれば、労働市場に不可解な傾向があることを認めざるを得ないと考えます。人々の働きたいという気持ちが変わったのか？貯金がたまっているのでしょうか？コロナ禍の影響で各国政府が実施した労働市場対策の多くが終了し始めていますが、その影響はあるのでしょうか？

労働市場が成長見通しに影響を与えるのは確かですが、それ以外にも2つの要因があります。一つは、米国では、新型コロナウイルスの感染拡大は、9月のピークから半分以下に減少しています<sup>5</sup>。このことは、サービスが大幅に減速した第3四半期の成長率低下が一過性のものであることを示唆していると考えます。もう一つは、供給の制約により工場の生産水準が制限されており、経済成長が抑制される可能性があります。第4四半期の年末商戦は、経済成長とインフレの見通しを占う上で、非常に重要な意味を持つと考えます。

**ジョン:**経済成長や金利のことを考える際に、労働市場を無視することはできません。2年前、10年前、20年前と比較して、現在の完全雇用とは何かを考える

時が来ているのかもしれませんが。ソナルが言ったように、失業者と空きポストのミスマッチを考慮する必要があります。そのミスマッチを引き起こしているのは、スキルなのか、地理的なものなのか、それとも他の要因なのでしょう？テクノロジーや生産性の向上により、これまでとは異なるタイプの労働力の参加が可能になったのでしょうか？

結局のところ、成長という観点から突き詰めていくと、本当に重要なのは人口の規模とその生産性です。仮に人口が一定であるとして。生産性はどうか？労働力と資本の構成は？これらは、すべての経済の根底にあるファンダメンタルズの質問です。米国をはじめとする先進国市場と新興国市場では、その構成が異なります。特に米国では、労働者が給料をもらって働く方法を考える時期に来ているのかもしれませんが。労働力をより必要とするのはどの産業で、テクノロジーや自動化による生産性の向上によって人的資本が少なくて済むのはどの産業なのでしょう。

これは、5年、10年、20年といった長期的な視野に立った重要なファンダメンタルズの問題であり、最終的には米国やその他の主要経済国の経済成長を支えるものであると考えます。我々は、労働者の需要、関連するスキルセットの種類、米国やその他の国の消費者が求めている商品やサービスの構成という観点から、労働市場の構成を見て、これらがどのように組み合わせられ、それが今後の政策や社会にとってどのような意味を持つのかを理解する必要があります。

## 石油・ガスショック

ここ数カ月、エネルギー価格が大幅に上昇していますが、価格やエネルギーショックの可能性は、今後の見通しにどのように影響しますか？

**ジョン:** エネルギー価格の上昇は、これまで議論してきた供給制約の明確な例だと思います。そして、石油市場で起きている大きな供給問題の一つは、米国のシェールオイル供給の回復が鈍いことです。世界で価格が上昇しているにもかかわらず、リグの数はパンデミック前の約半分です。その理由の一つとして、資本コストの上昇が考えられます。しかし、理由が何であれ、パンデミック前に比べて供給が制約されており、それが価格を押し上げています。

**フランス:** これは大きな問題です。エネルギー価格の上昇には必ず結果が伴います。これは、一般的に地球の存亡に関わる脅威とみなされている、地球規模の気候変動に対する懸念の副産物でもあると思います。この脅威に対処するために行われてきた政策は、炭素税や汚染防止のための割り当てなど、主に抑圧的なものでした。また、金融や活動家からの圧力もあります。こうした動きの積み重ねが、伝統的な石油・ガス部門の資本を枯渇させ、価格上昇に対応して供給量を増やす能力を損なうことになっていると考えます。

多くの人が指摘しているように、代替エネルギーは足元のエネルギー不足に対応できるとは思えません。また、今後10

年以内に代替エネルギーがその需要を満たすとは思えません。つまり、深刻なエネルギー価格ショックが発生する可能性があるということです。インフレのリスクは明らかです。エネルギー価格の上昇は、人々が給油や暖房費で目にすることができます。そして、特に労働力が不足している場合には、雇用主に賃金の引き上げを要求することが予想されます。

従来、供給ショックによって、インフレのないペースで経済成長能力が低下した場合、中央銀行は対策を講じる必要があります。そしてFRBは歴史的にそうしてきました。過去25~30年の間、FRBはエネルギー供給ショックやエネルギー価格の上昇/インフレに対応するため、金融引き締めを行ってきました。今回はそうではありません。そのため、供給側が対応できない場合、政策担当者がこのエネルギーショックにどう対応するかが注目されます。1年後、2年後の状況を考えると、実体経済の面でも、インフレ水準の面でも、かなり深刻だと思います。

**マイケル:** フランスは、エネルギーの面で興味深い点を指摘しています。もし気候変動の影響が永続的なものであれば、ショックは一時的とはならないでしょう。供給の混乱が一時的なものであり、それが緩和されるのであれば、それほど心配する必要はありません。しかし、もし前者であれば、それはより構造的なものである可能性があります。

欧州と米国のインフレ率の要因を分解してみると、欧州のインフレ率はエネルギー価格の影響を多く受けていますが、米国ではそれほどありません。

// 経済成長や金利のことを考える際に、労働市場を無視することはできません。2年前、10年前、20年前と比較して、現在の完全雇用とは何かを考える時が来ているのかもしれませんが。

ジョン・ポドカミナー



米国では、自動車価格の上昇やその他の狭い範囲の構成要素がより大きな影響を与えています。これらは、物価上昇が賃上げ要求につながるかどうかを評価するための比較事例となります。人々がエネルギー価格の上昇に対して、個人消費を維持するために賃金の上昇を求めず、どれだけ耐えられるか。欧州では米国以上にエネルギー価格の影響を大きく受けているので、欧州は世界の中でも注目の存在になると考えます。

## 欧州の今後の見通しは？

**マイケル:** 欧州の問題にはいくつかの要素があります。1つは、エネルギーショックが各国の経済にどのような影響を与えるか、そしてそれが恒久的なものか一時的なものかということです。その答えは、おそらく2〜3ヵ月後には出てくるでしょう。また、現在も見られるように大規模な供給の混乱にも影響を与えています。特にドイツなどで起きている大規模な供給の混乱は、本来であれば起こっていたはずの景気回復を妨げています。なぜなら、需要はあるにも関わらず、企業が最終消費者に商品を届けることができないからです。

米国においても同様です。特定のショックが恒久的なものなのか、一時的なものなのか、それが賃金に反映されるのか、経済成長を正常化するために供給がどれだけ早く対応できるのかなど、インフレのダイナミクスを理解する必要があります。

## 歓迎すべき減速

今年の夏、世界の経済成長は好調に見えましたが、新型コロナウイルスのデルタ型の発生や規制の変化により減速しました。米国や中国での影響について教えてください。

**ジョン:** 予想を超えた成長の鈍化がもたらす影響については、慎重に検討する必要があります。米国では、第3四

〃 予想を超えた成長の鈍化がもたらす影響については、慎重に検討する必要があります。米国では、第3四半期の経済成長率が大幅に低下しました。数ヵ月前には、米国の第3四半期の成長率は7%程度になるとの見方が大勢を占めていましたが、現在は3%程度になりそうです。

ジョン・ベロー

半期の経済成長率が大幅に低下しました。数ヵ月前には、米国の第3四半期の成長率は7%程度になるとの見方が大勢を占めていましたが、現在は3%程度になりそうです。

中国では、第3四半期にゼロ成長になった可能性もあると思います。中国は世界経済の約20%を占めていますから、第3四半期にゼロ成長だった場合は大変なことです。中国で起きていることを考えると、数週間前には恒大集団（エバーグランデ）に大きな注目が集まり、「リーマン危機の再来」の可能性が指摘されましたが、これは中国で最も重要な話ではないかもしれません。中国におけるより大きな話題は、経済成長の鈍化かと思われれます。

規制が少しずつ強化されていくと、不動産市場にも影響が出てきます。不動産市場は、米国の消費減速のきっかけとなった米国の住宅ローン担保証券問題のように、経済の他の分野と連動しています。仮に中国が今回の恒大集団（エバーグランデ）の問題をうまく切り抜けたとしても、リスクは依然として存在しており、特に経済成長のリスクが大きいですと考えられます。経済成長の鈍化は、世界経済の過熱やこれまで議論してきたインフレのリスクを軽減するという意味では、良いことかもしれません。

**フランス:** 世界経済が減速していますが、その大きな原因は中国にあります。いくつかの長期的なテーマ、政策的なテーマに分けることができますが、習近平国家主席が追求している「共同富裕」と呼ばれる政策は、これまで民間企業に対する抑圧的なキャンペーンでした。インターネットプラットフォーム、フィンテック、個人指導、データプライバシー、暗号取引、不動産の投機やレバレッジなどに対する厳しい取り締まりが行われています。そのため、成長目標が無視されているのは当然のことです。ニュースの見出しには、中国当局が経済を圧迫している新たな規制があふれています。

2020年、中国は新型コロナウイルスのパンデミックの後、主要経済国の中で初めて、財政政策を削減し、経済を再び正常化させました。中央銀行は利上げを行い、中国国債市場もこれに反応し、中国10年国債利回りは2020年11月にピークに達し、それ以降は低下傾向にあります。しかし、利回りはパンデミック発生時の水準と大きく乖離していません。

つまり、経済は減速しており、財政・金融政策は後手に回っているということです。中国当局は、ケインズや金融型の景気刺激策に基づく従来の景気対策から一歩離れた政策を行っており、「カウンターシクリカル（逆周期）」ではなく「クロスシ



クリカル（跨周期）」と呼ばれる政策を採用しています。これは、極端な政策によって生じるその後の好不況の傾向を弱めるため、各サイクルのピークと底での極端な政策を避けるという考え方です。

当局は、過剰なレバレッジの多くは、以前のカウンターサイクリカル（逆周期）のアプローチによるものであると非難しており、本当にそれを抑え込もうとしています。これらのことが、現在の中国経済の減速に対するリフレ反応の妨げとなっています。また、中国の不動産部門で起きているのは、金融部門の基盤からの不動産部門の切り離しです。

恒大集団（エバーグランデ）については、結局、中国最大の不動産会社の破綻はコントロールされるかもしれません。しかし、驚くことではありませんが、中国の不動産セクターには人口動態の問題もあり、労働力人口は2015年にピークに達しています。また、当局は、貯蓄の再配分を経済の他の部門に振り向けることを望んでいます。

私はシステムの崩壊を期待しているわけではありません。中国の家計の富は不動産に集中しているため、当局は崩壊を許容しないと思われる。また、ある程度の過剰債務の削減を図っているとはいえ、総与信の伸びは名目GDPを上回るペースで拡大しています。しかし、これはすでに経済が減速しているときに、デフレのショックを与えているようなものです。世界的に見れば、中国で起きていることは、世界経済の減速の大きな要因であり、世界の他の地域で起きているインフレをある程度緩和する可能性があると考えます。中国は、欧米の多くの経済国とは大きく異なる方向に進んでいます。

## 楽観主義の結末

我々は、技術革新がもたらすデフレーションの側面について話しました。米国は、日本などと比べて技術的にそれほど差があるのでしょうか？

私は日本を興味深い国だと思っています。日本は、新型コロナウイルス感染拡大前の20～25年間に起こったことを説明するのに最適な国です。それは、テクノロジー・生産性、人口動態、競争の副産物である過剰貯蓄の観点についてです。日本経済の供給側は生産性によって拡大していますが、日本の人口は減少しています。

フランシス・スコットランド

**フランシス：**私は日本を興味深い国だと思っています。日本は、新型コロナウイルス感染拡大前の20～25年間に起こったことを説明するのに最適な国です。それは、テクノロジー・生産性、人口動態、競争の副産物である過剰貯蓄の観点についてです。日本経済の供給側は生産性によって拡大していますが、日本の人口は減少しています。その結果、内需が低迷しており、これがデフレの要因となっています。こうした問題に対応するため、日本政府は20年間にわたって5%から7%の財政赤字を続け、2012年からは日銀がバランスシートを拡大するなど、現代金融理論<sup>8</sup>を実践しています。

パンデミック発生から約2年が経過しましたが、日本の状況はあまり変わっていません。インフレ率と債券利回りはゼロに近い水準です。そして、日本円は驚くほど安定しています。

世界的に見ても、人口動態はパンデミック以降変わっていませんし、グローバル化や競争もそれほど急速には変化していません。生産性は非常に良い方向に変わりました。テクノロジーのおかげで、多くの方が自宅で仕事をしながらパンデミックを乗り切ることができました。米国でもデジタル化が加速しています。日本の話に戻りますが、この数十年間、債券市

場を支えてきた上記の長期的なテーマを考えた場合、パンデミックの間に発生した変化によって、それらテーマのどれほどが消えたのでしょうか。私の感覚では、日本で強く見られるこれらの長期的なテーマは、今後も継続すると考えます。まだ、消えてなくなったわけではありません。

日本の労働市場やデジタル化への取り組みは、どのように進化してきたのでしょうか？

**マイケル：**日本が何十年にもわたって直面してきた課題は、今後も続くでしょう。岸田文雄新首相が、より中道的なアプローチをとる可能性が高いことは間違いないと考えますが、大きな変化はありません。しかし、興味深いこともいくつかあります。

1つは、これまで大きく遅れていた女性の労働参加を、育児や労働時間の面で効果的な取り組みを行うことで、大きく前進させたことです。これまで、人口の半分は労働力として参加していませんでしたが、それが変わり始めています。日本は、女性の労働参加率が大幅に向上した数少ない国のひとつです。

また、企業統治の面でも変化が見られます。長い間、非常に不透明な状態が続いていましたが、ここにきて前向きな動きが出てきました。日本は労働力不足から多くの自動化を余儀なくされており、今後のテクノロジートレンドの最前線に位置することになるでしょう。日本が一夜にして長期的な傾向を変えることができるとは言えませんが、前向きな変化が始まっていると思います。

**世界経済は、パンデミックによる供給ショックの影響を受けています。一歩下がって、通貨の面から世界を見たとき、何が見えますか？**

**フランス:** 私は、米ドルに変化が見られないことに驚いています。インフレの観点から見ても、他のどの単一市場の通貨よりも、米ドルが最も重要な意味を持っていると思います。米ドルの崩壊がなければ、インフレの見通しが大きく悪化する可能性は低いと考えます。

パンデミックが始まって以来、FRBのバランスシートは大幅に拡大しています。前代未聞の財政赤字、公的債務の大幅な拡大、経常収支の赤字拡大、マイナス実質金利など、ありとあらゆることが起こっています。そして現在、米国では、通常は長期的な成長を阻害すると考えられている「税と支出」を実行する政権が誕生しました。しかし、主要通貨に対す

る米ドルの為替レートは、パンデミック前の水準からわずか数%しか低下していません。何か非常に建設的な要素が米ドルを支えているのでしょうか。それは生産性かもしれません。デジタル化と、それが実体経済のトレンドに与える影響という点では、米国は今、この分野で最も強力なプレーヤーかもしれないと考えます。

#### 巻末注記

1. カサンドラ症候群とは、危機を正確に予測していても、それが無視されたり、否定されていると感じる心理現象です。
2. 出所: Appunn, K. "The history behind Germany's nuclear phase-out," Clean Energy Wire, 2021年3月8日
3. 出所: 経済分析局
4. 出所: 米国労働統計局
5. 出所: Ourworldindata.org.
6. 出所: Bloomberg, バイカー・ヒューズ社の石油掘削装置数, 2020年1月1日および2021年9月1日
7. 出所: Bloomberg.
8. 現代金融理論 (MMT) では、自分たちが完全にコントロールしている不換紙幣で支出、課税、借入を行う貨幣主権国は、連邦政府の支出に関しては、歳入による運用上の制約を受けないとしています。



## 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投資マネージャーの見解を紹介する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・ボドカミナー, 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



## 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。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。株式の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あって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・templton (フランクリン・templton・リソーシズ・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・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・リソーシズ・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

