

2022年8月

現実味を増すインフレ加速 と景気後退



はじめに

7月末に米連邦準備制度理事会（FRB）が0.75%の追加利上げに踏み切るとともに、米国の第2四半期のGDPが2四半期連続のマイナス成長となったことが明らかになり、投資家の間に先行きに対する不透明感が浮上しています。中国の景気減速や欧州のエネルギーショックもこうした懸念に拍車をかけています。今回の中期マクロ見通しでは当社のエコノミストとともにスタグフレーション（インフレと景気減速の同時進行）のシナリオは回避できるのか、投資家は少なくとも一時的な資金の避難先として投資機会をどこに見出すことができるのかについて議論しています。

以下は当社のエコノミストが注視している主要テーマの一部です。



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

- **米経済はハードランディングか？**：米国の6月の消費者物価指数の上昇率は前年同月比9.1%に加速し、第2四半期のGDPは2四半期連続のマイナス成長となり、市場に動揺が広がりました。FRBはおそらく景気後退を引き起こす懸念よりインフレファイターとしての信認を高めたいと考えているようです。FRBが十分な対応をしなければ、インフレは高止まりを続ける可能性があります。またすでに十分な対応をしていないのであれば、インフレは手に負えなくなり、景気後退入りする可能性もあります。消費者にとって物価高はインフレが加速し、賃金物価スパイラルが引き起こされるリスクを高め、皮肉なことにそれが新たなインフレを招く可能性があります。
- **軽度に残る景気後退**：景気の先行指標はインフレがピークを打った可能性を示唆しています。実際にインフレがピークを打ち、FRBがそれを適切に解釈すれば、行き過ぎた利上げや深刻な景気後退リスクの上昇は避けることが可能です。
- **米ドル高の進行**：FRBが3月半ばに利上げを開始して以降の米ドル高は、国際商品価格の上昇を通じて、欧州、日本、新興国市場の経済に新たなインフレをもたらしています。国際商品の取引は米ドル建てで行われているため、今のところ米ドル高は輸入品が割高とはならない米国にとっては追い風となっており、インフレ率の低下に寄与する見通しです。
- **欧州のエネルギーショック**：検討すべきリスクの1つに、欧州向けの原油や天然ガスの供給をロシアが停止する可能性が挙げられます。そうなれば欧州ではインフレが加速し、年内に、より深刻な景気後退に陥るとともに世界のエネルギー価格も一段と上昇する可能性があります。その結果、米国でもインフレ率が押し上げられる可能性が高く、FRBは利上げを加速する可能性があります。
- **中国と新型コロナウイルス**：中国ではロックダウンを強化する必要があり、不動産業界も苦境に陥っていることから、世界経済が年内に減速する可能性があります。

年内の見通しは複雑です。しかし、このような環境は市場の混乱を通じて資本市場に投資機会ももたらしています。世界的にソブリン債の利回りはコロナ前の水準まで上昇しています。運用チームでは、格付けや年限に関わらず、株式の配当利回り以上に上昇し始めている社債についても投資機会を見出しています。また、新興国市場債券にも投資機会は存在します。

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

2022年前半は投資家にとって難しい相場展開となりました。世界的に株式や社債、伝統的に堅実な動きのソブリン債に至るまで、あらゆる資産で大きな損失が発生しました。物価上昇の恩恵を受けたプライベート市場や国際商品を除くと、安全な逃避先はキャッシュのみとなりました（インフレ調整後ではキャッシュもそうではありませんが）。株式・債券市場は利上げに伴う景気後退リスクの高まりとともに高インフレに強く反応しました。

もちろん世界の主要中央銀行は景気後退の回避に努めつつ、主にインフレ抑制に向けて金利を引き上げています。7月は欧州中央銀行（ECB）が利上げ（0.50%）を開始し、FRBも今年4回目の利上げ（0.75%）を実施しました。当社の一部のエコノミストは、FRBがインフレの脅威への対応で後手に回ったと考えています。まずは、2021年にインフレは一過性のものと見誤ったことです。次に、米国経済がロックダウン後の回復局面に入っていたにも関わらず、2022年も量的緩和（QE）を続けたことです。

こうした背景から、我々が4月に顔を合わせて以降、市場のセンチメントは大きく変化しています。インフレが重要な要因であることには変わりはありませんが、足元では米国、欧州の景気後退、そしておそらく世界的な景気後退が大きな懸念材料となっています。実際に米国の第2四半期のGDP（速報値）はマイナス成長となりました。より精度の高いデータが揃う改定値は8月に、確定値は9月に発表されます²。正式には景気後退とはなりません（後の「景気後退の定義」を参照）、当社のエコノミストの間では米国が2023年に景気後退入りするリスクはかなり高いとの見方が大勢です。

また、インフレの加速と利上げにより株式と債券のバリュエーション指標³は低下し、景気後退懸念により株式と社債の双方に影響を及ぼす企業収益の回復期待も後退しています。2022年後半の見通しをさらに複雑なものにしているのが、市場の一層の混乱を招く恐れがある波乱要因です（P6の「波乱要因」を参照）。例えば、ロシアが欧州向けの原油や天然ガスの供給を停止した場合、米国や世界のインフレへの影響は次回9月のFRBの利上げの効果を大きく上回る可能性があります。中国の政策主導の景気減速も主な波乱要因となっています。新型コロナウイルスの感染が再び拡大すれば、ゼロコロナ政策によるロックダウンが再導入され、製造業や運輸業に甚大な影響を及ぼす可能性があります。

更に、根強い米ドル高も考慮に入れておく必要があります。米国では輸入物価は割安となりますが、米ドル高は他の国では痛みを伴う傾向があります。欧州は米ドル建てで取引されることが多い国際商品価格の高騰にもがいています。ユーロは対米ドルで20年ぶりに1ユーロの価値が1ドルに並ぶ「パリティ（等価）」にまで下落し、国際商品価格はドイツに多大なコストをもたらしています。

インフレの頭打ちは誤った期待？

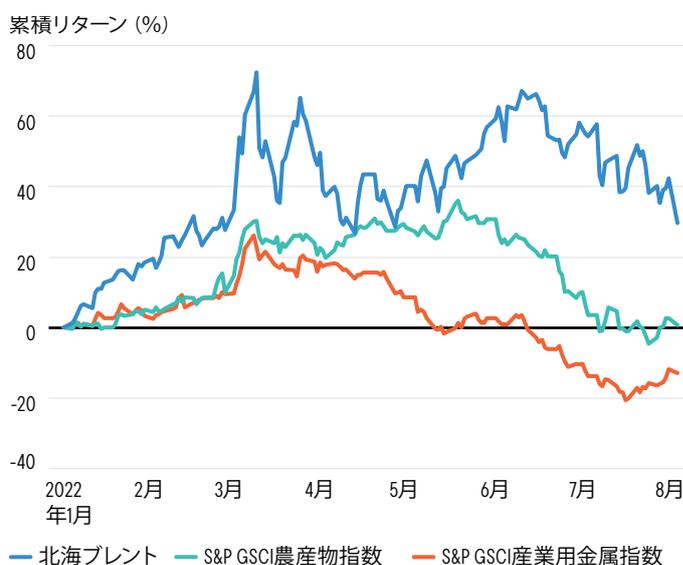
7月初旬時点で、景気の先行指標の一部は米国のインフレが頭打ちとなりつつある可能性を示唆しています。例えば、米国の大手小売店では売れ残りの在庫が積み上がっています。ウェスタン・アセットのポートフォリオ・マネージャー、ジョン・ベローズは、在庫増や売上減が通常は景気の冷え込みを示す兆候になることを明らかにしています。また、小売店は在庫の一層に向けて値下げを迫られ、一層の価格引き下げが起こる可能性も示唆しています。これは、サプライチェーンの混乱が記録的な高水準に達した需要と衝突し物価が高騰した2021年とは大きく異なります。

世界的に見れば、古典的な供給インフレ（原材料価格の上昇による「コストプッシュ型」インフレ）も収束の兆しを見せています。第一段階では、歓迎すべき兆候として主な国際商品価格が下落しています（図表1）。中国の景気減速による需要減から、

下落する国際商品価格

図表1: 北海ブレント、S&P GSCI農産物指数、S&P GSCI産業用金属指数（米ドル建て）

2022年1月1日～2022年8月1日



出所: ブルームバーグ、S&Pダウ・ジョーンズ・インディシズ。過去の運用実績は将来の結果を示唆するものではありません。

銅などの過熱していた金属価格はやや値下がりしています。原油や小麦、トウモロコシ、大豆などの農産物の価格も下落しています。運輸業の料金もトラック輸送と海上輸送で共に下落しています。これらすべてはインフレが頭打ちとなった可能性を示唆しています。

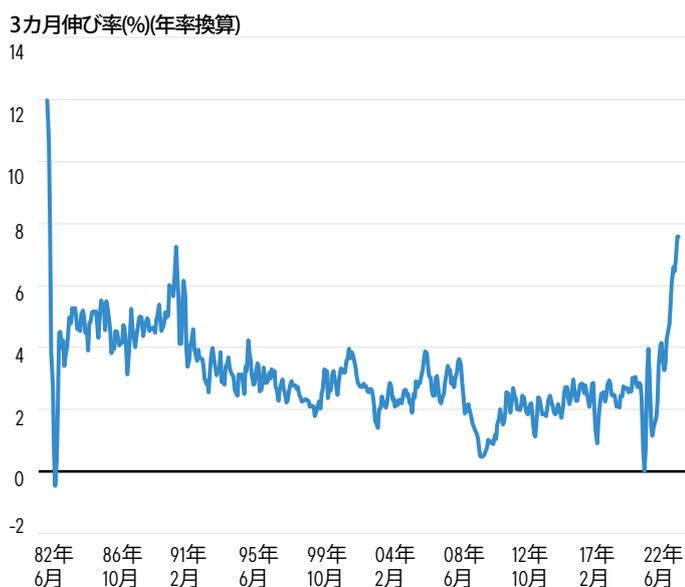
米国の6月の消費者物価指数（CPI）の上昇率が意外にも前年同月比9.1%に加速したことで、市場の楽観ムードに水が差されました。各項目を詳細に見ると過去においては物価が落ち着いている項目を見つけることもできましたが、今回はそうではありませんでした。総合指数、コア指数ともに、明らかに幅広い項目で物価は上昇しています。物価上昇という観点からすると、6月の消費者物価指数は驚きでしたが、フランクリン・テンプレトン債券チームの最高投資責任者（CIO）、ソナル・デサイにとってはそうではありませんでした。ソナルはずっと前から、インフレの猛威を放置すれば、雪だるま式に厄介なことになる可能性があるかと主張していました。最新の経済指標値が示唆していることはまさにそうした事態です。

米アトランタ連邦準備銀行は、消費者物価指数（CPI）を価格変動が大きい品目（柔軟価格）のインフレ率と歴史的に価格変動が比較的緩やかな品目（粘着価格）のインフレ率に分けて集計しています。米国経済では粘着価格CPIが多くの品目に影響を及ぼしており、図表2が示すように、ここ3カ月間で粘着価格CPIは大きく加速し、足元では前年比で8.1%と40年ぶりの高水準に達しています。これはまさにFRBが目を背けなくなる事実です。

粘着価格CPIの上昇

図表2:米アトランタ連邦準備銀行の粘着価格CPI(季節調整前)

1982年6月30日～2022年6月30日



出所:ブルームバーグ、米アトランタ連邦準備銀行

多様な見方

これまで対極的な見方（1つは楽観的な見方、もう1つは悲観的な見方）を説明する2つの図表を取り上げてきましたが、これは米国の足元の景気後退リスクに関する当社の5人のエコノミストの多様な見方を特徴づけています。この中ではジョン・ベローズが、インフレの抑制と2023年の本格的な景気後退入りの回避を目指すFRBの政策運営能力について最も楽観的な見方をしています。ジョン・ベローズは、マネーサプライが伸び悩み金融引き締め政策が進む中で期待インフレ率が低下する環境では、通常インフレは長続きせず、インフレ率は2022年後半には鈍化すると予想しています。

対極の見方としてソナル・デサイは、粘着価格CPIの上昇により賃金物価スパイラルが引き起こされる条件は整ったと考えています。企業は生活費の調整に向けて価格を引き上げる可能性が高いだけでなく、値上げを通じて人件費の増加分を消費者に転嫁する可能性があります。

また、ソナルはFRBによる「リアクション機能」の影響を受ける各種の見通しにレジームシフトが起こることも懸念しています。FRBの「リアクション機能」とは、インフレや失業に対するFRBの反応の仕方です。企業や個人が、ジェローム・パウエルFRB議長は雇用の維持を懸念しすぎていると考えた場合、FRBは信用を失い、期待インフレ率は加速する可能性があります。高インフレに景気減速が重なった場合、2023年後半に景気後退に陥るリスクは一段と高まります。ソナルはハードランディングは予想していませんが、インフレ率が高止まりしている状況で景気後退に陥った場合、スタグフレーションが起きる可能性があることを懸念しています。

こうした楽観論と悲観論という2つの対極的な見方の狭間で、ジーン・ポドカミナー（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）、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）、マイケル・ハッセンスタブ（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））はいずれも、米国が2023年に軽度の景気後退に陥るリスクは高まっているとの見方で一致しています。ジーンは、企業も個人もバランスシートはなお良好であり、労働市場も引き続き健全であることから、ハードランディングのリスクは抑えられていると考えています。フランシスは、可処分所得の減少、マネーサプライの伸び悩み、世界的な金融引き締め政策により景気減速の兆候は明らかだとしています。マイケルは、サプライチェーン問題に起因する在庫の減少により米国の製造業は2022年前半こそ伸び悩んだものの、2022年後半には安定する可能性があるとの見方を示しています。個人消費についても、モノからより「粘着質」なサービスに物価上昇がシフトしています。いずれもFRBが長期間に及ぶ利上げを迫られる可能性があることを意味しています。こうしたエコノミストの見方を裏付ける、もしくは変える可能性がある新たな経済指標が今後数カ月間で続々と発表されます。

景気後退の定義

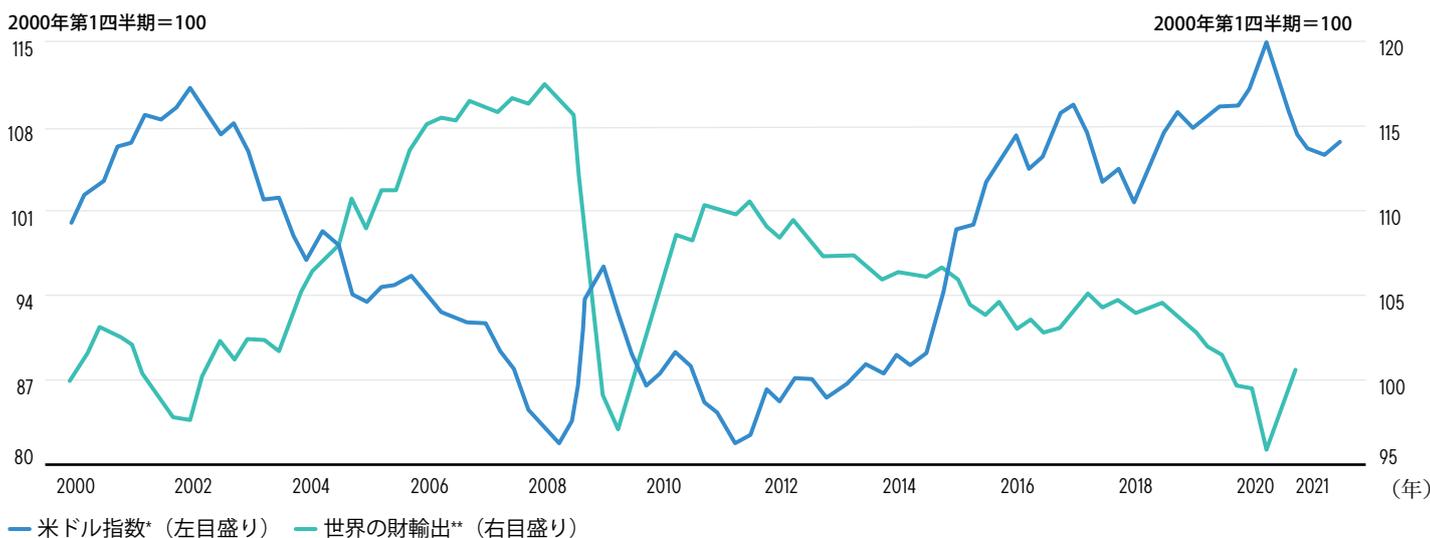
当社のチームが景気後退をどのように定義しているのかについて指摘しておく必要があります。経済関連のメディアではGDPが2四半期連続でマイナス成長となった場合に景気後退とされることがあります。実際にそれはすでに起きていることであり、米国の第2四半期の実質GDPは前期比の年率換算で0.9%のマイナス成長となりました⁴。しかし、それは当社の定義とは異なり、米国の全米経済研究所(NBER)の景気後退の定義とも異なります。ガソリンや食品の価格が高騰しており、欧州や米国の市民には景気後退入りしているように思えるかもしれません。しかし、正式な景気後退と認定されるには経済活動が幅広い範囲にわたり大きく減少しているかどうか1つの判断基準となります。失業率の上昇(米国ではまだ起きていません)や鉱工業生産の減少などがカギとなります。とはいえ、当社のエコノミストの見方では2023年の景気後退シナリオは一段と現実味を増しているようです。

強い米ドル

2023年の景気後退見通しを左右する経済的要因は米国のインフレだけではありません。世界の貿易取引の大半は今も米ドル建てで行われていることから、ここ1年間の急激な米ドル高は世界の様々な国に現実的な問題を引き起こしています。なぜ米ドル高が問題なのでしょう？強い米ドルの裏にはユーロや円などの通貨安があります。両通貨は対米ドルで20年ぶりの水準まで大きく下落しています。これはドイツや日本にとって国際商品などの輸入品の物価が割高になっていることを意味します。

痛みを伴う米ドル高

図表3: 世界の財貿易は米ドル高と連動
2000年第1四半期～2021年第1四半期



出所: Bruno, V. and Song Shin, H. "Dollars and exports: The effects of currency strength on international trade," VoxEU.org, 2021年7月27日。*FRBが算出する米ドルの名目実効為替レート(米国の主要貿易相手国の通貨に対する米ドルの為替レートを貿易額で加重平均して算出)。指数の上昇は米ドルの上昇を示す。**輸出、GDPともに実質値で表示。データ出所:米セントルイス連邦準備銀行、経済統計データ(FRED); IMF、世界経済見通し;世界貿易機関(WTO); データストリーム; BIS計算。

最近の為替動向調査によると、米ドル安になると世界の貿易取引は活発になりますが、米ドル高になると世界の貿易取引は停滞します(図表3)⁵。これは「米ドルの破滅のループ」と呼ばれることもあります。米ドル高は世界の経済活動の足を引っ張り、人々の間に懸念をもたらし、一層の米ドル高を招く、というループ現象です。これは当社のエコノミストが指摘する別の2つの波乱要因(欧州のエネルギーショック、中国のゼロコロナ政策と景気減速)を左右する要因にもなると考えられます。

欧州の見通し

一見すると、欧州のインフレは米国のインフレと似通っているように思えるかもしれません。しかし、フランスが指摘するように、欧州のインフレは、エネルギー、国際商品、食料品の価格上昇によるところが大きく、米国のインフレは過度に刺激された消費需要が大きく影響しています⁶。当社のエコノミストの間にコンセンサスがあるとすれば、欧州の景気後退リスクは米国よりはるかに高いということです。

特にロシアのウラジーミル・プーチン大統領は、欧州向けの原油や天然ガスの供給を停止し、欧州を景気後退に陥らせる可能性があります。これはECBが利上げや量的引き締めを通じて解決できる問題ではありません。利上げや量的引き締めはこれら物価上昇の原因に対処することはできず、景気を減速させるだけです。実際に欧州連合(EU)の欧州委員会は危機を未然に防ぐため、加盟国は天然ガスの消費量を15%削減しなければならないと発表しています⁷。景気に関しては、フランスは欧州は既に景気後退入りしている可能性があると考えています。

景気後退後の世界的な景気回復局面でも、欧州は後れを取る可能性が高く、米国のような世界景気のけん引役にはならないと考えています。

中国の景気減速

ジーンは中国の成長率もほぼ米国と同じように世界経済に甚大な影響をもたらし、あらゆることに影響を及ぼすことを認めています。例えば、ブラジルやチリなどの新興国は、国際商品の輸出を中国の高成長に部分的に依存しており、逆風に見舞われる可能性があります。ジーンをはじめとする当社の多くのエコノミストにとって、中国のゼロコロナ政策は少なくとも今秋の共産党大会までは最も予測不可能かつ計り知れない波乱要因であることに変わりはありません。今年は中国のGDPの約4分の1を占める地域がロックダウンや規制強化の対象となりました⁸。こうしたロックダウンなどの影響により中国の第2四半

期の実質GDP成長率は前年同期比0.4%に留まっています。2022年通年のGDP成長率の市場予想の中央値は3.4%となっています⁹。

これらすべては投資家にとって何を意味するのか？

足元では世界規模でインフレや景気をめぐる懸念が広がっています。景気の先行きは見通しにくく、資本市場も高インフレと景気減速をともに織り込んでみるとみられ、雲行きは怪しくなっています。しかし、足元の環境は市場の混乱を通じて資本市場に様々な投資機会ももたらしています。世界的にソブリン債の利回りはコロナ前の水準まで上昇しています。社債も格付けや年限に関わらず、株式の配当利回りを上回る利回りとなっています。さらに、米ドルが安全な逃避先として注目を集める中、一部地域の現地通貨建て資産を保有することで、将来、恩恵を受ける可能性もあります。

波乱要因－懸念と楽観

以下は当社のエコノミストが注視している主要テーマの一部です。

米国経済のハードランディング

米国の6月の消費者物価指数の上昇率は前年同月比9.1%と市場を失望させました。賃金物価スパイラルとインフレ加速の条件は整ったと考えています。このシナリオにはボルカー¹¹型の利上げと労働市場の痛みを伴う可能性があります。

軽度にとまる景気後退

景気の先行指標はデイスインフレが定着しつつあることを示唆しています。FRBがデータに基づいて政策決定を行うとすれば、FRBは過度な利上げを回避し、2023年の米国における軽度な景気後退にも対応は可能であると考えられます。

米ドルの破滅のループ

米ドル高は、欧州の景気や米ドル建てで国際商品や貿易取引を行う新興市場の足かせとなります。足元では米ドル高は米国には追い風となります。

欧州のエネルギーショック

ロシアは欧州向けの原油や天然ガスの供給を停止する可能性があります。そうなれば欧州は年内に景気後退に陥り、世界的にエネルギー価格は一段と上昇し、米国のFRBは金融引き締めを加速する可能性があります。

ゼロコロナ政策

中国はロックダウンを強化する方針であり、不動産業界も苦境に陥っていることから、世界経済は年内に減速する可能性があります。主要な金属や鉱産物の価格が下落していることはプラス材料となります。

各地域の見通し:米国

経済的揺り戻し

米国経済がどこに向かっているのかを理解するため、フランス・スコットランドは4月に議論した経済的揺り戻しの概念を再び紹介しています。それは説得力のあるフレームワークであると考えています。ちょうどフランスが予想した通りの展開になっているばかりか、ある意味でジョンの見方や別の意味でソナルの見方とも符合するからです。以下に詳しく説明します。

フランスはまず2021年以降の3つのマクロ経済アノマリーを取り上げており、これらのマクロ経済アノマリーについて今年から揺り戻しが始まると考えています。1つ目は昨年の驚異的な経済成長です。2つ目は高成長下で行われたFRBの積極的な政策支援です。これは景気拡大局面を通じて続けられました。実際にFRBの量的緩和は2022年4月ようやく打ち切られました。3つ目はインフレ率の継続的な上昇です。

対照的に、足元では景気は大きく減速しており、2021年の揺り戻しのように落ち込んでいます。なぜでしょうか？FRBが政策を180度転換したことが一因です。FRBは今年3月に米連邦公開市場委員会（FOMC）で正式に量的緩和を終了するとともに、最初の利上げを実施しました（現時点で利上げは4回）。フランスは足元の状況からインフレの勢いは頭打ちとなっており、2023年には大きく鈍化すると考えています。また、経済指標も2023年に軽度な景気後退入りを示唆しているとしています。

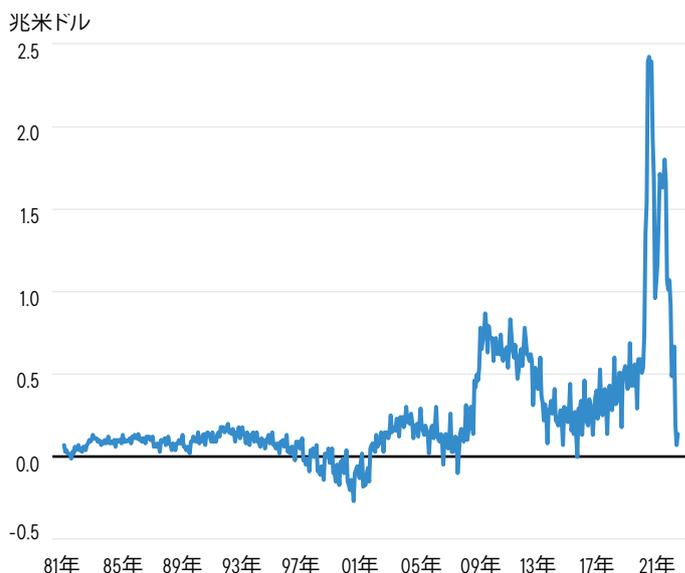
3つのマクロ経済アノマリー

2021	2022
1. まれにみる力強い景気拡大	1. 2021年に比べ顕著な景気減速
2. 景気拡大期を通じたFRBの金融緩和政策	2. 金融引き締めへの劇的な政策転換
3. インフレが継続的に過熱	3. インフレの勢いはピークを打ち、収束に向かう

幅広い視点で見れば、ジョンも米国の2020年と2021年の驚異的な成長を起点とする同様の構図を描いています。ジョンもフランスと同様、当時の高成長の原因は米国連邦政府による財政・金融両面の異例の政策支援にあると考えています。こうした政策支援はほとんどが信じがたいペースで2022年に巻き戻されているとジョンは指摘しています。図表4と図表5はこうした政策支援の大転換を示しており、フランスが経済的揺り戻しと呼ぶものにつながっています。

財政出動の巻き戻し

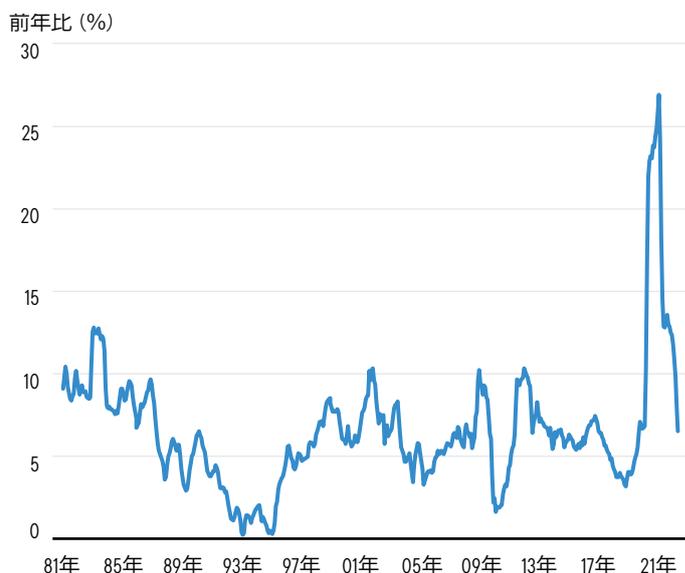
図表4:米国連邦政府の歳出と歳入の差
1981年3月31日～2022年6月30日



出所:ファクトセット、米財務省

マネーサプライの伸び率鈍化

図表5:米国のマネーサプライ(M2)の伸び
1981年3月31日～2022年5月31日



出所:ファクトセット、米FRB

米国連邦政府はここ半年間で均衡財政を達成しています。これは大きな方針転換であり、ここ2年間だけに見られなかったことではありません。ジョンによると、米国が（歳入と歳出が均衡する）均衡財政を達成するのは20年ぶりです²。通貨供給量では、標準的なマネーサプライであるM2¹³はここ3カ月間横ばいとなっています。危機的な局面以外でM2が横ばいになったのはおよそ30年ぶりです⁴。つまり、足元では財政と金融の双方が引き締められています。どの程度、引き締められているのでしょうか？米国はコロナ前の状況に戻ただけではありません。米国では今、ここ数十年間経験しなかったほど財政と金融が引き締められています。

こうした状況からジョンは2021年以降の米国の景気拡大はほぼ終わったと考えています。株式市場の投資家であれば思い起こすかもしれません、昨年の驚異的な経済成長により市場の期待は高まり、株式市場は記録的な高値を付けました。これとは対照的に、今年前半はマイナス成長に陥り、市場では米国の2022年通年のGDP成長率はおよそ2%と予想されています⁵。

痛みなくして得るものなし

先行きの見方においてジョンとフランスの間に重要な違いがあるとすれば、それは痛みを伴う経済的揺り戻しの概念にあります。現時点でFRBは今後半年間から9カ月間でフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を4.00%に引き上げる必要があると予想しています。これはコロナ前の水準を1.50%上回る水準です。しかし、ソフトランディングのシナリオではそれほど急激な利上げは必要ではない可能性があります。ジョンはディスインフレーションの初期の兆候を指摘しており（この点については後述）、その兆候は見た目にも明らかです。今後数カ月間でこうしたディスインフレーションの早期の兆候が一段と鮮明になれば、FRBの利上げと米国景気はともに現在懸念されているほど深刻なものにはならない可能性があります。

一方、フランスはソナルと同様、FRBは2021年にインフレは一過性のものと見誤り、雇用に固執しすぎたとの見方を示しています。こうした独善的なスタンスは、景気がすでに過熱しているにも関わらず、QEを続けることにつながりました。しかし、フランスは先行きについて、ディスインフレーションが進行しているにも関わらず、FRBは信頼回復のために過度な利上げを行い、オーバーシュートする可能性があるかと懸念しています。フランスの見方では、FRBは昨年とは打って変わり今度は金融引き締めで同じように独善的なスタンスに陥っているようです。フランスは経済的な痛みは2023年に軽度な景気後退という形で表れると考えています。

ソナルの見方がフランスやジョンと異なるのはFRBの金融引き締めに関してです。ソナルは粘着価格CPIの上昇により賃金物価スパイラル（急激な物価上昇）の条件は整ったと指摘しています。ソナルが好む政策はFRBが積極的な利上げによりインフレーションを打ち砕き、秩序を取り戻したボルカー時代のものです。

“我々は、FRBの次の一手により多くのものが決まってくると考えています。ここで繰り広げられている楽観論と悲観論の衝突はFOMCのメンバーの間でも繰り広げられている可能性があります。FOMCのメンバーの議論を解読するのは困難ですが、このような議論を公の場で行うほうが得策であると考えています。”

ソナルの見方では、4.00%のFF金利ではインフレの撲滅に十分ではない可能性があります。

我々は、FRBの次の一手により多くのものが決まってくると考えています。ここで繰り広げられている楽観論と悲観論の衝突はFOMCのメンバーの間でも繰り広げられている可能性があります。FOMCのメンバーの議論を解読するのは困難ですが、このような議論を公の場で行うほうが得策であると考えています。当社のエコノミストは各々の主張の根拠となる一連の経済データを集め、自らの主張の正しさを証明しています。それを検証してみましょう。

ディスインフレーションの兆候

概要で指摘したように、フランスやジョンによれば、一連の景気の先行指標からはインフレの勢いが頭打ちとなり2023年に向けて徐々に収束することが示唆されています。図表1が示すように、供給の増加によるものであれ中国からの需要の減少によるものであれ国際商品価格が目に見えて下落していることは、まだ初期段階ではあるもののインフレは鈍化しつつある可能性が高いというジョンの見方を裏付けるものとなっています。こうした国際商品（原油、産業用金属、主要食料品）は生産に欠かせない原料であり、そのため価格が安くなれば生産コストも低下します。ジョンは在庫の一掃に向けて価格を引き下げている米国の大手小売店の例も引き合いに出しています。エコノミストでなくてもオンラインショッピングで耐久財の価格が大きく下落していることには気づくはずですが。

住宅価格

当社のエコノミストの間では、米国の住宅市場も議論の対象の1つになっています。ジョンは住宅ローンの申請件数とともに新築住宅販売件数も大幅に減少していることを指摘しています。ジョンの見方では、住宅価格の高騰に住宅ローン金利の上昇が重なり、一層の住宅価格の上昇は抑えられる見通しです。なぜそうなるのでしょうか？端的に言えば、足元のマクロ環境（財政・金融政策の引き締めとゼロ成長の組み合わせ）は、過去2年間のマクロ環境とは180度異なるからです。足元の引き締めのマクロ環境からすれば、住宅市場が景気の冷え込みの影響を受けずに済むと考えることは現実的ではありません。

ソナルもこうしたマクロ環境の変化を考慮に入れていないわけではではありません。むしろソナルは賃金と住宅コストの間には従来から強い相関関係があることを指摘しています。図表6が示すように、米国の消費者物価指数を構成する家賃（市場価格に基づく空き室の家賃ではなく、テナントが現在支払っている家賃）は、最も信頼性が高い（一方、遅れて表れる）賃金指標の伸びに連動する形で上昇しています。住居費は消費者物価指数の3分の1を占めるため、これは深刻な問題です。金融引き締めによって家賃の上昇を抑えることは難しいと思われませんが、ソナルはいまや家賃の高騰により賃金物価スパイラルが引き起こされる条件は整ったと考えています。

賃金上昇

賃金物価スパイラルの経済的な仕組みはかなり単純であり、家賃と消費者物価の上昇をきっかけに労働者が賃上げを求められるようになることで引き起こされる可能性があります。賃金の上昇は企業のコストを押し上げ、企業は値上げせざるを得なくなります。これまでのところ実質賃金のスパイラル的な上昇は見られず、むしろ図表7が示すように、実質賃金の伸びは徐々に鈍化しています。しかし、だからといって賃金物価スパイラルの可能性を否定できるわけではありません。6月の消費者物価指数が示すように、結局のところインフレはなお根強く進行しています。インフレが長引くほど家計の期待インフレ率は上昇し、賃上げを求めるようになります⁶。

ボルカー時代

悲観論であれ楽観論であれ、新たな具体的データによって現在の見方が変わる可能性もあります。今の所、インフレに関してはソナルが最もタカ派寄りの見方をしています。ソナルは経験則から市場が将来のインフレ予想を苦手としていることを知っています。用心するに越したことはありません。しかし、ボルカー型の強力な政策対応は必要でしょうか？1980年代初めにFRB議長に就任したポール・ボルカーは金利を19%まで引き上げることで急激なインフレを抑え込みました。その結果、深刻な景気後退が引き起こされましたが、景気後退は短命に終わりました。8月に発表される7月の消費者物価指数に注目は集まりますが、以上の点も心に留めておく必要があります。

家賃インフレは36年ぶりの高水準

図表6:米国の家賃の消費者物価指数の上昇率
1982年9月30日～2022年6月30日



出所:ブルームバーグ、米労働統計局

賃金の伸びは鈍化

図表7:米国の平均時給:民間部門全産業
2016年12月～2022年6月



出所:ファクトセット、米労働省

各地域の見通し：欧州

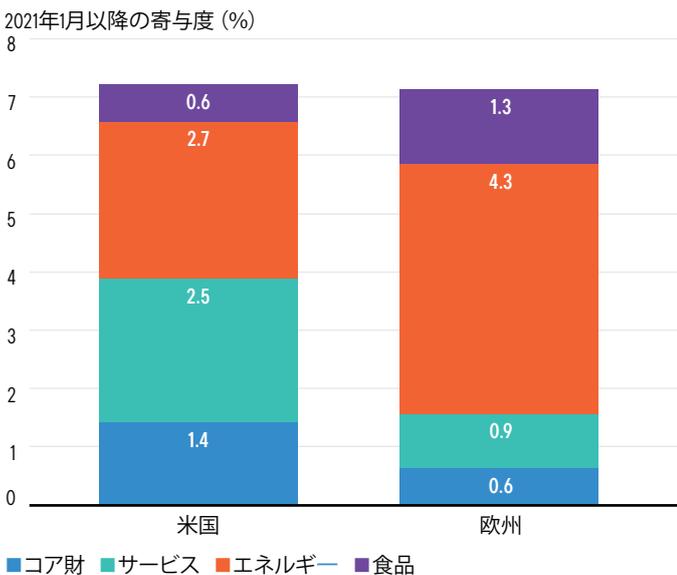
外的ショック

率直に言えば、欧州のマクロ経済の先行きは厳しい状況にあります。フランスによると、まだ先のこととはいえ、景気後退のリスクは高くなっています。しかし、状況はそれ以上に悪く、まず、イタリアの政治危機をきっかけにEUにおける分断リスクが高まっています。こうしたリスクは深刻なエネルギーショックや天然ガスの戦時割り当てという状況下で生じています。我々はECBのクリスティーヌ・ラガルド総裁を支持していますが、ラガルド総裁は今後数カ月間（と数年間）に及ぶ厳しい試練に直面しています。

景気後退懸念の主因であるインフレから話を始めます。表面上は欧州と米国のインフレは似通っているように見えます。しかし、ジーンが指摘するように、欧州のインフレはロシアのウクライナ侵攻によるエネルギーショックが大きく影響しています（図表8）。米国ではモノやサービスを中心とする家計需要がインフレにはるかに大きな役割を果たしています。このタイプのインフレは、需要を冷やす利上げを通じて解決することが可能です。欧州のインフレは外的ショックにより引き起こされた異なるタイプのものです。言うなれば、ウラジーミル・プーチン大統領はロシア産の天然ガスを武器として使っているとフランスは考えています。ECBは7月に政策金利を0.5%引き上げ、11年ぶりの利上げに踏み切りましたが、今回のインフレショックに

米国と欧州のインフレ要因

図表8:米国と欧州における4品目のインフレ寄与度
2021年1月～2022年6月30日



出所:米労働統計局とユーロスタットに基づくブルームバーグ・エコノミクス

は機能していません。ラガルド総裁とEUはいまや、金融引き締めが必要なほどインフレは高止まりしている一方、景気はかろうじて冷え込ませる必要がある程度の強さしかないという厳しい状況に直面しています。

戦時割り当て

ロシアとの直接的な結びつきが強い欧州最大の経済大国ドイツは景気減速の危機に立たされています。国際通貨基金（IMF）は、ロシアがドイツ向けの天然ガス供給を停止した場合、ドイツでは経済生産が4.8%減少する恐れがあると警告しています¹⁷。この発表を受けて天然ガス価格は急騰し、ドイツは緊迫した不安定な状況となっています。欧州委員会は予防措置として、ロシアが天然ガス供給を停止した場合に備え、EU加盟国に15%の消費削減を要請しました。これに対し、スペインとポルトガルは要請に応じないことを明らかにしています。両国は欧州の価値観は遵守するものの、両国のエネルギーシステムは欧州とはつながっていないことから、今回の要請は受け入れないとしています¹⁸。ソナルはこうした反応はラガルド総裁やECBにとってより大きな問題を示唆していると主張しています。すなわち、ドイツなど欧州北部の緊縮財政国とイタリアなど欧州南部の過剰債務国の分断です。

財政の分断

欧州が直面している苦境の1つは、ドイツとイタリアのソブリン債の利回り格差の拡大です。ECBが利上げを積極化すればするほど、不安定なイタリア経済をめぐる懸念は強まり、イタリアの利回りは一段と上昇します。こうした状況に拍車をかけているのがイタリアのマリオ・ドラギ首相の辞任です。これにより欧州第3位の経済大国イタリアの政局をめぐる不透明感が広がっています。ドラギ氏は前ECB総裁としてEUの機能不全への対応の仕方を心得ています。これに対し、ドラギ氏の後継者として有力視されているのがジョルジャ・メローニ氏ですが、同氏はベネート・ムッソリーニのファシズムの流れをくむとされる「イタリアの同胞（FDI）」の党首を務めています。1つのプラス材料となり得るのが「トランスミッション・プロテクション・インスツルメント（TPI）」です。TPIによりイタリア債の買い入れを通じて利回りを押し下げることが可能です。しかし、TPIが有効に機能するかどうかについてはあいまいな点があります。ECBのプレスリリースには「不当かつ無秩序な市場の動きに対応するために」証券の買い入れを行うことができるとしか記載されていません¹⁹。何が正当かを誰が決めるのでしょうか？ドイツなどの緊縮財政国でしょうか？ソナルやフランスからすると、これは明らかに10年前の欧州債務危機の再来です。様々な意味で欧州の夏は暑くなりそうです。

各地域の見通し:中国

政策主導の景気減速

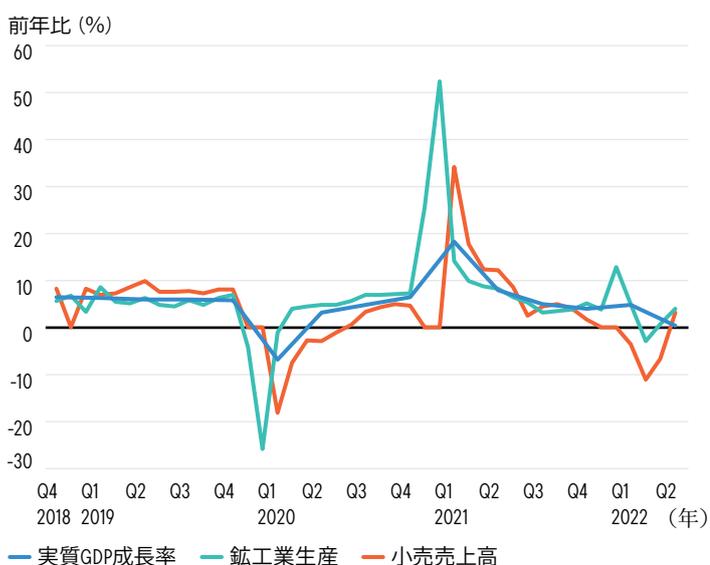
一見すると、中国の景気減速は深刻なものに思えるかもしれませんが。中国の第2四半期の実質GDP成長率は前年同期比0.4%にとどまり、コンセンサス予想の同1.2%を大きく下回りました²⁰。それでも中国は2022年通年の正式なGDP成長率目標（5.5%）を達成できるでしょうか？ジョンは難しいと考えており、ジョンのチームは現時点で2022年は4%の成長を予想しています。市場ではさらに低い成長率を見込む向きもあります。一方、マイケルは中国の景気の先行きに関してそれほど悲観的な見方はしていません。

まず、中国経済は近年、輸出依存型から内需主導型に一段とシフトしています。図表9を見ると、小売売上高と鉱工業生産は再び上向いており、早期の改善の兆しが見られます。必要になれば、中国は財政出動を通じて特定の分野をテコ入れする手段を持ち合わせています。また、中国経済は世界最大の自由貿易協定である地域的な包括的経済連携（RCEP）協定からも恩恵を受けます。RCEP協定は中国を含むアジア太平洋の15カ国が参加し、中国の地域貿易のパートナーシップを強化するものです。これらの理由からマイケルは今年、2023年と中国経済のハードランディングは避けられると予想しています。

中国の景気減速

図表9:中国の経済活動

2018年第4四半期～2022年第2四半期



出所:ファクトセット、中国国家統計局

住宅ローンの返済拒否

今回の景気減速の背景には消費者心理を揺るがした2つの政策があります。最初の政策は不動産業界に関わるもので、ソナルのチームが昨夏に報告しています²¹。一言で言えば、中国は不動産開発会社の債務リスクを抑制する一連の規制を導入しました。1年が経過し、多くの不動産会社がなお苦境に陥っており、不動産開発会社が債務削減に取り組む中、建設途中の建物が放置されている例も珍しくありません。

さらに懸念されるのは、何千人もの住宅取得者が工事が止まった未完成住宅のローンの返済を拒否していることです。住宅ローンの返済を拒否する動きが広がらないように政策当局は手を打っています。金融規制当局は、住宅工事の完成を手助けするために銀行に対し建設会社向けの融資を増やすように働きかけるとともに、住宅取得者向けにローン返済の猶予期間を設けることも検討しています²²。また中国の政策当局は銀行融資を地方政府のインフラプロジェクトに振り向ける動きも加速させています。建設プロジェクトは経済活動の活性化につながる実証済みの戦略です。

ロックダウン疲れ

消費者心理に重くのしかかる2つ目の政策が、新型コロナウイルスの感染拡大を食い止める中国の戦略であるゼロコロナ政策です。厳しいロックダウンにより経済活動は大きく落ち込みました。足元では新型コロナウイルスのオミクロン型の新たな派生型「BA.5」の感染拡大に伴い3,000万人近い人々が行動制限の対象となっています²³。しかし、マイケルは中国当局も容赦ないゼロコロナ政策が消費者心理に及ぼす影響を注視していると指摘しています（図表10）。マイケルは新型コロナウイルスの感染拡大の抑制と国内景気のテコ入れのバランスを改善する方向で軌道修正が進行中であると考えています。今後は中国経済への影響が少ない行動制限が導入される可能性があります。

中国以外の投資機会

マイケルは中国の景気減速について様々な議論を展開していますが、今年に入り、無差別に売られてきた他の新興国市場にも魅力的な投資機会を見出しています。マイケルが目指す主な経済特性として、優れた社会的結束力と良好な財政ガバナンス、海外資金への依存度の低さ、FRBよりはるかに早くインフレ退治に乗り出し信用力が高い中央銀行の存在などがあります。地域別では新興国市場の中でアジアが突出しています。

消費の先行きに暗雲

図表 10:中国の消費者信頼感指数
2005年12月30日～2022年5月31日



出所:ファクトセット、OECD

例えば、韓国の中央銀行は2021年8月にアジアでいち早く利上げに踏み切りました²⁴。韓国のサプライチェーンは中国とつながっており、中国の入国制限の緩和により恩恵を受ける可能性があります。マイケルはインドネシアにも注目しています。インドネシアは天然資源に恵まれ、世界的に需要が旺盛であり、石炭、天然ガス、鉱石（銅やニッケルなど）と並び、世界のパーム油の供給量の60%を占めます²⁵。インドネシアは財政赤字の削減を目指す財政規律のスタンスを重視しています。マイケルのチームでは、国際商品価格の高騰を追い風にインドネシアは2023年には財政赤字をGDPの3%以下に抑える目標を達成すると予想しています。

アジア以外では、マイケルは中南米もリスク調整後ベースで魅力的な投資機会を提供していると考えています。例えば、チリは負債による資金調達ニーズが比較的安く、中央銀行の信用力も高いです。中央銀行は先頃、通貨防衛に向けて今後3カ月間で250億米ドル規模の為替介入の用意があることを明らかにしています。インフレや世界的な景気後退をめぐる先行き不透明感は広がっていますが、新興国市場のマクロ経済ファンダメンタルズ分析の運用担当者は世界各地にはまだ投資機会が存在すると考えています。

巻末脚注

1. 1ベースポイントは0.01%。
2. 出所:米経済分析局, "Gross Domestic Product, Second Quarter 2022 (Advanced Estimate)," 2022年7月28日。
3. 評価指標とは企業財務の健全性の一側面を表し、通常はある指標を別の指標で割って算出する。
4. 出所:ブルームバーグ・ニュース, "US Economy Shrinks for a Second Quarter, Fueling Recession Fears," 2022年7月28日。
5. 出所: Bruno, V. and Song Shin, H. "Dollars and exports: The effects of currency strength on international trade," VoxEU.org, 2021年7月27日。
6. 出所: Holland, B., Weber, A. and E. Curran. "The US Is Exporting Inflation, and the Fed Hikes Will Make It Worse," ブルームバーグ, 2022年7月18日。
7. 出所: Stevies-Gridneff, M. "With Russian Cutoff Feared, Europeans Are Told to Curb Natural Gas Use," ニューヨーク・タイムズ, 2022年7月20日。
8. 出所: Wakabayashi, D. "China's Economy Hits a Slump as Covid Policy Takes a Toll," ニューヨーク・タイムズ, 2022年7月14日。
9. 出所: Hancock, T. et. al. "China Growth Slows Sharply, Putting GDP Target Out of Reach," ブルームバーグ, 2022年7月15日。
10. 出所: Cheng, E. "China's Xi vows 'more forceful' tools to achieve this year's economic targets," CNBC, 2022年6月23日。
11. ポール・ボルカーは1979年から1987年までFRB議長を務めた人物。
12. 米連邦政府の財政収支が直近で黒字となったのは2001年。出所: USAspending.gov Data Lab。
13. M2は現金、当座預金、換金性の高い準通貨を含む米国のマネーサプライ指標。M2は現金と当座預金だけのM1より広義の通貨供給量を表す。
14. 出所: Barron's, "Keep an eye on money supply. It's been shrinking," 2021年6月4日。
15. 出所: Gourinchas, P. "Global Economic Growth Slows Amid Gloomy and More Uncertain Outlook," IMF ブログ, 2022年7月26日。
16. 出所: Inman, P. "Would a wage/price spiral cause inflation to run out of control?" ザ・ガーディアン。
17. 出所: Weber, A. "Almost 5% of German Economy at Risk Over Russian Gas, IMF Warns," ブルームバーグ, 2022年6月20日。
18. 出所: Wilson, J. "Spain and Portugal reject EU plan to limit natural gas use," アソシエート・プレス, 2022年7月21日。
19. 出所: 欧州中央銀行, 「トランスミッション・プロテクション・インスツルメント (TPI)」、プレスリリース, 2022年7月21日。
20. 出所: ブルームバーグ・ニュース, "China's Bumper Data Week Will Set Tone for Economic Stimulus," 2022年7月10日。
21. 出所: Nelson, R. and Gao, C. "China real estate—taming the grey rhino," フランクリン・テンブルトン・インベストメント・インスティテュート, 2021年6月。
22. 出所: ブルームバーグ・ニュース, "Next China: The Covid Exodus," 2022年7月21日。
23. 出所: ブルームバーグ・ニュース, "Some 30 Million People Face Covid Curbs: China Lockdown Tracker," 2022年7月11日。
24. 出所: Kim, S. "Bank of Korea Joins Jumbo Hikers as Inflation Fight Heats Up," ブルームバーグ, 2022年7月13日。
25. 出所: Listiyorini, E. "Palm Oil Exports From Top Grower Set to Soar 60% in Price Blow," ブルームバーグ, 2022年7月20日。

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



ジョン・ベローズ、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・テンプルトン債
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
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

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結果を示唆また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。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、元本の割り込みの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・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。

<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