

2021年8月

# 2021年後半の経済は、 急上昇か、停滞か？

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

### 継続する経済成長とインフレに関する議論

当グループのマクロエコノミストは、2021年前半に先進国経済の経済正常化が進展したとの見解で一致しているものの、依然次の展開に疑問を抱いています。重要な変動要因としては、インフレの影響、世界的なワクチン接種の進展、中央銀行の金融緩和政策への取り組みなどが挙げられます。

本稿では、グループ内の運用担当者5名が、インフレ、金利、経済成長に対する見解を述べています。

特にインフレ期待が引き続き当グループの運用チームにとって重要な課題となっています。6月、7月には、いくつかの国でインフレ率の上昇が続きました。これは、持続可能な経済活動の再開や繰延需要が過剰貯蓄からの消費に回ったことなど様々なシクリカル要因によるものです。これにより、当グループのマクロエコノミストの間では、インフレが一時的なものに留まるか、2022年に向けて高水準を維持するかといった議論が高まっています。例えば、自動車、家具、電子機器、アパレルなどの分野での品不足に関するニュース件数が4月から5月にかけてピークを迎えていることは、今後のインフレ収束の可能性を示しているといえます。<sup>1</sup>一方、発表された経済指標では急激な物価上昇が続いており、財政・金融当局は景気の過熱を防ぐための政策調整を迫られています。

また、2021年後半の経済成長に対する見解は本稿執筆者それぞれ異なります。世界経済の回復は、特に先進国において、4～6月期を通して前進しました。これは、経済活動の再開、協調的な財政金融政策による追い風、ワクチン接種率の上昇などにより、一部の国で経済の正常化が進展したことによるものです。一方で、ワクチン接種が遅れている国や新型コロナウイルスの様々な変異株が蔓延している国の経済の回復ペースは不透明です。当初、経済の回復はコロナ禍の収束状況次第とみられていましたが、ワクチン接種率の高い国でさえ見通しはまだ不透明です。例えば、イスラエルでは、ワクチン接種率が高水準（成人の93%とほぼ全員がファイザーのワクチンを接種）にも関わらず感染者や入院者が再び増加しており、政府は国民のためにすでに3回目のブースター接種用ワクチンを手配しました。<sup>2</sup>政策や消費行動が不透明なため、今後の経済再開の展開については見方が分かれています。本稿執筆者の現在の見解の概要は以下の通りです。

- 2021年後半は、経済活動の再開の継続により世界経済は大幅に回復すると予想します。しかし、シクリカルな短期的回復を懐疑的にみており、高水準な経済成長率やインフレ率の長期的なトレンドを推測することには慎重です。

#### ウエスタン・アセット

- 持続的な世界経済の回復によって楽観的な見方が増え、消費者の信頼感は急速に改善しました。しかし、感染拡大に対する有効な政策対応やワクチン接種が進展し、大幅な財政出動及び金融緩和によって潤沢な流動性を有するような国々と、それに後れをとっている国々の間で格差が生じていること等不安要素はまだ残っています。各国の政策変更を市場が織り込む中でボラティリティが上昇することについて注意が必要と考えます。

#### 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)

- 2021年は世界各国でインフレ率の上昇がみられています。これは、シクリカル要因に加えて経済活動の再開、供給面のボトルネック、ベース効果の剥落等が背景にあります。

しかし、これら要因は概ね一時的であり、失業者の増加や自動化の進展から賃下げ圧力が働くこと等鑑み、インフレ率は2022年には平均的な水準に落ち着くと考えています。

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)

- 今後も金融緩和と財政出動というポリシーミックスによって先進国を中心に世界的な景気拡大がもたらされると考えています。しかし、この動きも4~6月期を境に早晩ピークアウトすると考えています。米国の財政支出はピークに近づきつつあり、経済成長も徐々に減速するとみています。

ジーン・ポドカミナー、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、ヘッド・オブ・リサーチ

- 世界の主要地域経済では、少なくとも実質GDPの面では第二局面で正常化が完了し、その後ピークアウトすると思われます。足元の成長回復は緩やかであり、今後も成長は減速するとみられますが、その程度は不透明です。現在市場はソフトランディングを織り込んでいますが、マクロ指標の発表内容が上振れた場合は、世界の成長回復が過熱する可能性もあります。

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



## 目次

- |   |                                 |    |                                    |
|---|---------------------------------|----|------------------------------------|
| 4 | 債券市場の全体像<br>ウエスタン・アセット          | 10 | グローバルの経済成長はピークアウトしたか<br>ジーン・ポドカミナー |
| 6 | 定着しつつある世界経済の持続的回復<br>ソナル・デサイ    | 12 | コロナ禍の今後の局面<br>フランシス・スコットランド        |
| 8 | 回復期における地域特有のリスク<br>マイケル・ハッセンスタブ |    |                                    |

# 債券市場の全体像

## ウェスタン・アセット

### 概要

- 2021年後半は、経済活動の再開の継続により世界経済は大幅に回復すると予想します。しかし、シクリカルな短期的回復を懐疑的にみており、高水準な経済成長率やインフレ率の長期的なトレンドを推測することには慎重です。
- 米国では、サービスセクターの成長が市場予想を下回ると予想します。また、製造業や建設セクターではすで

に回復が完了したとみられることから、成長は減速する可能性があります。

- 欧州では、2021年後半に経済成長の回復が本格化すると予想します。大陸全体におけるワクチン接種の進展により、7～9月期には集団免疫の獲得に近づき、現在自宅待機となっている労働者が労働市場に復帰するとみられます。

- 中国では、ポストコロナにおける早期の回復を受けて、経済成長は長期的な平均水準に回帰すると予想します。

下記では、我々のグローバル経済見通しの主要なけん引役と各国・各地域の債券市場における価値をご説明します。

### 先進国市場比較：国・地域別相対的価値



注：+と-の記号は、各国・各地域の相対的価値を示しています。

米国	米国では、サービスセクターの成長が市場予想を下回ると予想します。また、製造業や建設セクターでは既に回復が完了したとみられることから、成長は減速する可能性があります。
カナダ	規制により4～6月期初は経済回復に減速がみられましたが、予想を上回る成長となりました。利上げ観測が加速しましたが、不透明な状況の下引き続きコア・インフレが1%～3%のレンジの上限を下回っているため、BoCは今後も利上げには慎重と考えます。
欧州	経済成長の勢いを加速させる必要があることから、2021年に比べてペースは減速はするものの、2022年も各国における財政支援が継続されるとみられます。また、安全資産とされる国際機関債の発行が増加する一方で、今後数年間にわたり、復興基金である「次世代のEU (NGEU)」*プログラムの進展が見込まれます。今後の経済回復によりECBは資産購入を減額する可能性があることから財政支援は縮小するとみられますが、今後数カ月は、公表された戦略の見直し(Strategy Review)に注目が集まると考えられます。
英国	英国では7～9月期にパンデミックによる規制が終了する可能性が高いものの、それによる経済的な影響は比較的限定的であると予想します。主なリスクとしては、現在一時解雇されている労働者の急速な復帰と、継続する英国と欧州大陸諸国との関係の不透明感による、足元のBoEの予想を上回るインフレ上昇が挙げられます。
日本	ワクチン接種の進展がようやく加速したことから、日本経済は引き続き回復すると予想します。日本銀行による金融緩和政策の維持と日本政府による柔軟な財政支援策により、回復は維持されるとみられます。
オーストラリア	新型コロナウイルス感染拡大に対する厳しい規制により、オーストラリア経済は、他の大半の先進国を上回り、足元では雇用と経済成長がパンデミック以前を超える水準まで回復しています。ワクチン確保の遅れが足元の経済成長の妨げとなる可能性があります。RBAと政府は引き続き、インフレ、特に賃金上昇が回復するまで、超金融緩和政策と財政支援策を通じて経済を支えることを約束しています。

\*次世代のEU (NGEU) は、新型コロナウイルスによるパンデミックにより打撃を受けた加盟国を支援するための欧州連合 (EU) が創設した欧州復興基金です。

詳細は、ウエスタン・アセットの“Third Quarter 2021 Global Outlook”をご参照ください。

# 定着しつつある世界経済の持続的回復

ソナル・デサイ、Ph.D

フランクリン・テンプレートン債券グループ、最高投資責任者(CIO)

広範な経済の再開とワクチン接種の進展によって経済正常化への道筋が明確になったことで、世界経済の回復は2021年4～6月期に顕著となりました。7月末までにワクチン接種回数は世界で累計39億回を超えましたが、これは世界人口の約27.3%に相当します。米国及び他の主要先進国で総人口の過半数が少なくとも1回以上ワクチン接種を終えており、物流や経済データを見る限りコロナ禍の収束が視野に入ってきたといえます。消費者動向や経済活動が構造的に変化したのでは、といった懸念は薄れてきました。<sup>3</sup>人々は社会性が重要と認識しており、ソーシャル・ディスタンス等の対応を行って1年以上を経て、元の生活に戻れるという希望を見出しています。

持続的な世界経済の回復によって楽観的な見方が増え、消費者の信頼感は急速に改善しました。国際通貨基金 (IMF) は世界経済の成長率について、2021年は6%と据え置き、2022年は4.9%と上方修正しました。足元のマクロ環境における不透明感は払拭できないものの、我々は米国及びユーロ圏について、2021年は過去数十年で最も大幅な成長を遂げるという見方を変えていません。

ワクチン接種の進展によってコロナ禍が管理可能となり、米国及び主要国政府の経済再開の道筋が見えてきました。この動きは、各国経済のファンダメンタルズの底堅さと相まって力強いものとなっています。しかし、感染拡大に対する有効な政策対応やワクチン接種が進展し、大幅な財政出動及び金融緩和によって潤沢な流動性を有するような国々と、それに後れをとっている国々の間で格差が生じていること等不安要素はまだ残っています。一方、変異株や感染再拡大が

経済回復の足かせになっています。各国の政策変更を市場が織り込む中でボラティリティが上昇することについて注意が必要と考えます。

## インフレと利回りの上昇に係るリスク

経済正常化が消費主導の回復に拍車をかけ、インフレ圧力がグローバルに高まっています。供給面でのボトルネックや商品価格及び投入物価の上昇、労働力のひっ迫と賃金上昇、過剰貯蓄、大幅な財政支出等が主なインフレ上昇の要因といえます。市場参加者も米連邦準備制度理事会 (FRB) も、インフレは手に負えないものではなく、政策対応無しでもインフレ率は早晩2%以下に低下すると考えています。我々は、このようなインフレ軽視がリスクであると考えます。

物価上昇が続く中インフレを抑制することは容易ではありません。米国の6月消費者物価指数 (CPI) は2008年以來の水準に急上昇しました。また、それは市場予想のどれよりも高い水準でした。

しかし、当局は金融緩和姿勢を変えませんでした。6月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) では、インフレリスクは認識されたものの、足元の上昇は一過性という見方を変えませんでした。インフレ上昇は高い慣性を有しており、対前月比のインフレ率は6月の0.9%上昇から7月はコロナ禍以前の平均水準 (0.2%上昇) まで低下したものの、対前年比では2022年3月まで5%近傍の水準が続くとみられています。その時点では、12ヵ月で平均5%のインフレ上昇が見込まれていたということになります。逆に、対前月比の数字が対前年比の数字を押し上げると

いったことも想定されていません。そうした慣性は、インフレ予想と価格決定プロセス双方に影響を及ぼします。金融市場や中央銀行は今回のインフレ上昇は短期に留まると考えているものの、企業や消費者は賃金や価格決定に直接関与するためもう少し悲観的です。

足元の金融緩和姿勢が継続されるのは疑う余地がありませんが、政策担当者はコロナ禍以降の異例の大規模刺激策がインフレに与える影響とインフレ上昇によってテーパリングの時期が予想よりも早まる可能性について懸念を持ち始めています。インフレ上昇が短期に留まるというコンセンサスは足元やや揺らいでおり、急激な価格上昇に応じて、景気過熱を回避するために財政、金融政策の見直しを当局が余儀なくされる可能性があります。金融、財政政策の過度な緩和スタンスは継続されており市場も織り込み済みで、債券利回りと株価においてはボラティリティが高まっています。この状況は継続され、この先数ヵ月はボラティリティがさらに高まる可能性もあります。

## バリュエーションの上昇についての高まる懸念

経済指標の発表を待たずに債券市場は上昇しており、多くの債券セクターは回復のベストシナリオを先読みした水準で取引されています。このシナリオが崩れた場合、投資家は大きなリスクを抱えることとなります。一方、主要中央銀行が利回りを抑制していることで、投資家のリターン獲得におけるリスクは低減されています。また、低金利は発行体のバランスシートや債務水準を改善することから、多くのスプレッドセクターにおけるフ

“インフレ上昇が短期に留まるというコンセンサスは足元やや揺らいでおり、急激な価格上昇に応じて、景気過熱を回避するために財政、金融政策の見直しを当局が余儀なくされる可能性があります。”

ファンダメンタルズの向上に寄与しています。我々はファンダメンタルズや経済状況には楽観的ですが、多くの債券セクターでリスクリターンのバランスに歪みが生じていることを懸念しています。

我々はコンセンサスを上回る利回り上昇を予想しているため、引き続きデフレーションを短めに維持することが運用戦略において主要なテーマとなっています。また、イーロードカーブのさらなるスティープ化の可能性があることからリスク資産に対してはやや明るい見通しをしています。引き続き金利上昇の影響を受けにくい年限の短い債券や変動金利型債券を選好する一方で、経済の回復の恩恵を大きく受けるセクターへの投資機会も追求する方針です。

### アクティブマネージャーとして投資対象の選別が重要

バリュエーション上昇に関する懸念や金利上昇リスクが高まる中、この厳しい環境を乗り越えるには、より精緻なファンダメンタルズ分析によって魅力的な投資対象を発掘する以外無いと考えます。多くのエクスポージャーはバリュエーションが上昇している一方で、コロナ禍の影響を直接的に受けており、危機を乗り越えるために発行体が無理をしている感は否めません。発行体のファンダメンタルズが悪化する中、それらすべてが回復するとは思えませんが、アクティブマネージャーとして投資対象に係る精緻なファンダメンタルズ分析によって有望な投資機会の発掘に努めます。

---

詳細は、Franklin Templeton Fixed Income Views, “The Fed’s Long, Hot Summer” と、ソナル・デサイの “On My Mind—Inflation: Nothing To See Here, Really?”をご参照ください。

# 回復期における地域特有のリスク

マイケル・ハッセンスタブ、Ph.D

テンプレートン・グローバル・マクロ・グループ、最高投資責任者(CIO)

2021年後半も、世界の大半の国でマクロ環境の改善が続くと考えます。しかし、各国それぞれコロナ対応やワクチン接種の状況に違いがあり、必ずしも経済回復の足並みは揃っていません。リスク資産への戦略的投資ができるような環境になってきたとはいえ、ソブリン債への投資については、各国の経済状況や政策対応に大きな格差があるため慎重に投資対象を選別する必要があります。新興国に対するワクチン供給が滞っていることやデルタ株等変異株がコロナ禍収束の時期を遅らせる可能性があること等、グローバルの経済回復にはリスクが存在します。

2021年の世界の経済成長率は6%を超え、新興国が先進国を凌ぐとみています。しかし、新興国でコロナ禍が再拡大していることやその他経済的な逆風もあり、その差は縮小すると見込まれます。中国とインドの成長予想は今でも世界で突出していますが、我々は両国及びアジアのその他地域に関する成長予想をやや引き下げました。一方、米国やその他先進国の成長予想を引き上げました。

2021年前半は、アジアが世界経済の回復をけん引してきましたが、米国も4～6月期には急回復をみせました。欧州はワクチン接種の遅れもあり全般に出遅れ感がありましたが、7～9月期に入って経済活動が活発化しています。今後大きな経済的ショックが無ければ2021年後半も各地域経済の拡大は続くものの、年末にかけては減速するとみています。

2022年については、世界のGDP成長率は減速するものの、過去10年の平均水準は上回るとみています。これは、経済再開によって通常の成長パターンに回帰し始めるとともに、刺激策が続くことやシクリカル要因が成長を後押しする、といった見方によります。新興国の成長率はアジアがけん引することで先進国を凌ぐとみられます。このように、世界経済の回復については概ね楽観視していますが、リスク要因には留意が必要と考えます。

## インフレーション

2021年は世界各国でインフレ率の上昇がみられています。これは、シクリカル要因に加えて経済活動の再開、供給面のボトルネック、ベース効果の剥落等が背景にあります。しかし、これら要因は概ね一時的であり、失業者の増加や自動化の進展から賃下げ圧力が働くこと等鑑み、インフレ率は2022年には平均的な水準に落ち着くと考えています。また、新車及び中古車価格、燃料、航空運賃、宿泊代金等様々なセクターにおける要因がインフレ率に大きな影響を与えています。これらセクターでは正常化の動きが優勢で、我々は今後インフレ指標は低下すると考えています。

とはいえ、米国の過度な金融緩和や財政刺激策が成長や通貨流通速度の加速をもたらしており、足元のインフレリスクには十分な注意が必要です。これら要因が長期的なインフレ見通しに影響を与える永続的なものか、自立的に価格圧力をかけられるものかどうかを見極めなければなりません。基本的には、足元のインフレの急上昇は一時的で最終的には低下すると考えています。2021年後半、米国のインフレ率は足元の一時的要因が剥落するにつれて現状の水準から徐々に低下し、2022年は2.5%水準に落ち着くとみています。

## 金利

2021年4～6月期、主要中央銀行は正常化に向けた政策を、いつ、どのようなペースで打ちだすかの検討を始めました。インフレ懸念の強いブラジルやメキシコは、すでに利上げを開始しました。他の国々も強固な経済状況に鑑み、後手に回らないように正常化を検討しています。多くの国々で、2021年後半にも利上げや資産買い入れプログラムの中止が検討さ

“ 2021年の世界の経済成長率は6%を超え、新興国が先進国を凌ぐとみています。しかし、新興国でコロナ禍が再拡大していることやその他経済的な逆風もあり、その差は縮小すると見込まれます。”

れるとみられます。先進国の中には他国に先駆け中央銀行が政策の正常化を進めているところもある一方で、新興国の中にはインフレ圧力が強く中央銀行が引き締め政策を継続せざるをえないところがあります。このような金融政策の違いによって成長格差が生じています。

6月のFOMCでは、政策金利見直しにおいて大方の参加者が最初の利上げ時期を2024年から2023年に前倒しました。しかし、パウエルFRB議長は、ドットチャートはフォワードガイダンスを反映したものではなく、テーパリングに関する議論は時期尚早と述べました。また、同氏はインフレ上昇は一時的要因を反映したもので、金融政策に影響しない、とも述べました。我々は、現在のゼロ金利政策は少なくとも2023年まで続くとみています。債券のバリュエーションにとっては、いつ利上げが始まるかよりも利上げのペ

ースがどうなるかの方がより重要と考えます。1年に1~2回の利上げペースでは債券利回りに与える影響は限定的で、1年に3~4回、もしくはそれ以上であれば影響が生じるとみています。利上げの開始時期やペースについてのフォワードガイダンスが変更されるのは1年以上先と思われる。

## エマージング市場

以下は、新興国市場の中でもファンダメンタルズがより良好な国々についてのコメントです。中国は、主要国の中で2020年に唯一8%を超える成長を遂げ、2021年も同水準の成長を達成できると見込まれます。同国の拡張主義は、一帯一路政策、海外での資本調達、貿易拡大、領土拡大等を通じてグローバル経済に大きな影響を与えています。金融市場の自由化やデジタル通貨の開発は中国元の国際化に寄与しています。域内貿易や資産運用面においては中国元建ての取引が増えており、準備通貨としての地位向上が進展しています。米国やその他貿易国との摩擦はリスクといえますが、足元の中国の経済発展に大きく影響を与えることはないかとみています。

インドは、4~5月にかけてコロナ禍が深刻化しましたが、長期的には順調に経済発展しています。財政刺激策はこれまで消費拡大を意図したものでしたが、今は成長に繋がる投資拡大に軸足が移っています。資本流入や経常収支改善によって国際収支も改善しています。しかし、同国の成長見通しは、中期的には財政再建や市場改革の進展次第と考えています。

インドネシアは、ここ数ヶ月コロナ禍が深刻化していますが、ファンダメンタルズは依然として良好です。2020年のマイナス成長から2021年はプラス成長に転じるとみています。同国は過去10年、経常収支等経済ファンダメンタルズの改善や発展計画の推進に向けて構造改革を進めてきました。また、公的債務がGDPの約30%という低水準であることも強みとなっています。

ブラジルは、2021年前半、コロナ禍の深刻化、インフレ上昇、債務水準の上昇等でリスクが拡大しました。しかし、ようやく今春財政改革に向けて政治が動き始めました。2021年4~6月期の経済指標は概ね良好で、中央銀行の強力な政策対応もあって2021年後半と2022年の景気見通しが改善しました。中央銀行は独立性と信頼性が維持されており、インフレ抑制に向けて3月から6月の間に0.75%を3回、8月に5.25%まで1%の利上げを実施しました。このスタンスが金融市場の安定と通貨上昇に繋がっています。

# グローバルの経済成長はピークアウトしたか

ジーン・ポドカミナー

フランクリン・templton・インベストメント・ソリューションズ、  
ヘッド・オブ・マルチアセット・リサーチ・ストラテジー

グローバル経済がシクリカルな景気回復の恩恵を受けたことで、既に高値圏にあった株価は2021年4～6月期に一段高となりました。今後も金融緩和と財政出動というポリシーミックスによって先進国を中心に世界的な景気拡大がもたらされると考えています。しかし、この動きも4～6月期を境に早晩ピークアウトすると考えています。

そうした見方の背景にはコロナ禍の趨勢があります。欧州は米国等に比べてワクチン接種が遅れていましたが、徐々に追いつきつつあります。新興国ではまだ供給に不足感があるものの、欧州以外の地域でもワクチン接種は進むとみられ

ます。こうした、いわばワクチン接種における変曲点を迎えている国々に投資機会があると考えます。

ここ数ヶ月は日本、オーストラリア等アジアの先進国各国に投資機会があると思います。また、財政刺激策は経済成長の重要な要素になっています。米国ではインフラ投資を含めた大型の財政刺激策が打たれていますが、この規模も限界に近づいていると考えます。アナリストが長期的な追加支出を織り込んだ場合、今後数年に亘って実際に実行されたとしても、それ自体によって期待される成長水準が引き上げられる可能性があります。

米国の財政支出はピークに近づきつつあり、経済成長も徐々に減速するとみえています。しかし、我々はまだ米国株に強気の見方を維持します。また、中国経済の信用拡大は減速しており、中国株式市場も2月以降はグローバルなインデックスに劣後しています。この動きは継続的で、先進国株式市場の優位が続くと考えます。このように、我々は、中国及び新興国の株式全般を警戒的に見えています。

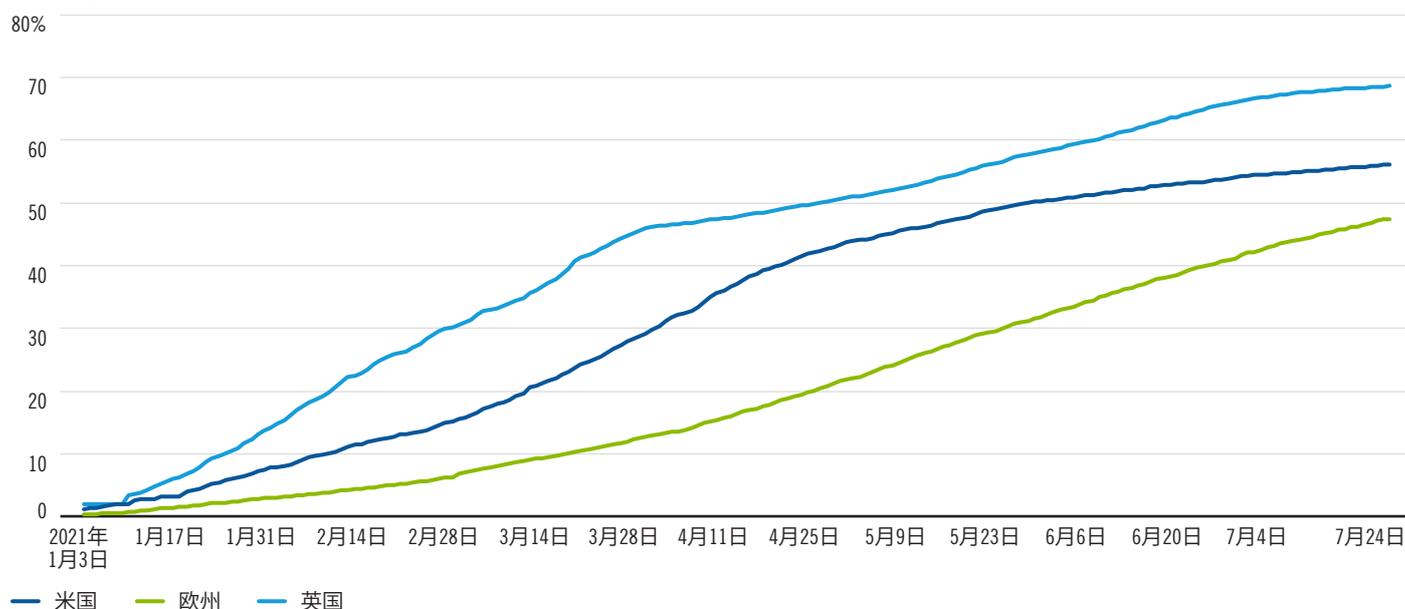
2021年後半は世界的な経済成長が実現すると考えます。これは、ここ数ヶ月金融市場で喧伝された経済再開シナリオの集大成といえます。しかし、足元いくつか

## ワクチン接種の進展により加速する経済成長期待

### ワクチンを1回接種した人口の割合

2021年7月24日時点

人口の割合



出所：Our World in Data, Macrobond.

“ 米国の財政支出はピークに近づきつつあり、経済成長も徐々に減速するとみています。しかし、我々はまだ米国株に強気の見方を維持します。また、中国経済の信用拡大は減速しており、中国株式市場も2月以降はグローバルなインデックスに劣後しています。”

の力強い経済指標が発表されたにもかかわらず、市場の反応は限定的なものでした。これは、好材料は織り込み済みで反応薄といった慣例に倣ったものともいえます。我々は、債券よりも株式に中期的な収益機会を見出しており、株式はリスクプレミアムに応じたリターンを獲得できると確信しています。リスク資産全般に投資機会があると考えており、債券よりも株式のウェイトを高め維持しています。しかし、現在の株価は良好だった経済データに過剰反応している可能性があるため、株式の選好度はそれほど高いものではありません。

---

詳細は、フランクリン・テンプルトン・インベ  
ストメント・ソリューションズの最新  
の“Allocation Views”をご参照ください。

# コロナ禍の今後の局面

## 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

コロナ禍は1年以上に亘って投資に大きく影響を与えてきましたが、まだ継続するとみられます。これまでのコロナ禍のマクロ経済への影響は、GDPの変化の方向性とベースの観点から、以下の局面に分かれます。第一局面は2020年6月までで、第二局面は現在の2021年7～9月期までと考えます。今後の展開は第三局面となります。

第一局面は壊滅的でした。これまでの近代経済史において最大最速の失速といえます。伝統的な景気後退というよりも自然災害といった表層で、恐怖の副産物として市民生活と企業活動におけるロックダウンが世界的に実施されました。今回の経済崩壊は、近代史において最も短期間で完了した経済収縮といえます。

第二局面はほぼ一年前から始まったV字型の回復局面です。第一局面で落ち込んだ実質GDPは、経済の再開と大規模な協調的金融、財政リフレ政策によって第二局面で急回復しました。中国の実質GDPはどこよりも早く2020年10月にコロナ禍以前の水準を回復しました。米国は2021年4～6月期に急回復しました。欧州はまだ出遅れています。世界経済は2021年末までに大幅に回復するものの、減速し始めるとみえます。世界の主要地域経済では、少なくとも実質GDPの面では第二局面で正常化が完了し、その後ピークアウトすると思われれます。

第三局面は資本市場の将来に影響を及ぼすと考えます。第一、第二局面同様、第三局面も世界のGDPの回復次第という展開になると考えます。足元の成長回復は緩やかですが、今後の回復パターンは以下の3つが想定されます。

- 実質GDPが期待インフレ率の水準を超えるほど過熱する。
- 実質GDPはコロナ禍以前の水準を回復し、ソフトランディングとなる。
- 回復は不十分で期待以下の水準に留まり、ハードランディングとなる。

第三局面におけるGDP回復はその背景要因がまだ不透明です。第一、第二局面は世界経済とマクロ政策に大きな構造的歪みが生じました。こうした状況は通常みられないものです。歪みが永続的か一時的かは不透明であり、その不透明さが今後を見極めづらくしています。この歪みが解消するのか、そのペースはどうか、といったことが第三局面の趨勢を決める主要因になると思われれます。

### 歪みと解消シナリオ

異例の規模の金融刺激策は今後1年程度で徐々に解消されるとみられます。新興国の中には利上げに着手した国もあります。中国のM1マネーサプライが2020年10月以降徐々に増加する中、クレジット・インパルスの年変化はマイナスに転じました。FRBはテーパリングの議論を開始しましたが、足元失業率の大幅低下もあり、インフレ率に大きな変化が無ければ今後その議論が活発化されるとみられます。

コロナ禍の供給制約によって経済再開による需要増に対応できず、インフレが上昇する可能性があります。こうした需給ギャップが継続するのか、個人消費にどのような影響を与えるかは不透明です。

燃料コスト、商品価格、長期債利回り等の上昇は、購買力や個人所得を阻害するため、通常経済成長の抑制要因となります。こうした抑制要因の影響が出るまでには通常時間がかかりますが、他の条件が変わらなければ今回は2022年にも影響が出るかとみえています。

米国労働市場にも歪みが存在します。コロナ禍で落ち込んだ労働力は足元回復していますが、これが短期的か長期的かは不透明です。

### どういった回復パターンになるか

前述の回復パターンのうち、現在2番目のソフトランディングを市場は織り込んでいます。世界GDPの回復はコロナ禍以前の水準に収束し、成長は堅調で長期的、インフレ上昇は一時的、刺激策の正常化は想定通り、といったパターンです。このパターン予想は第三局面で発表されるマクロ指標の内容次第ですが、発表内容が上振れた場合は、世界の成長回復が過熱する可能性もあります。

現状、コロナ禍後の道筋を予想することは困難です。しかし、中国は回復の先頭に立っており、その経験は貴重です。中国当局はコロナ禍においても刺激策には慎重で、個人よりも企業を重視した政策を行いました。また、コロナ禍が一服すると即座に刺激策を取りやめました。いわば中国は既に第三局面を経過したといえます。

欧米主要中央銀行は、財政政策が後退する中で金融緩和を早期に転換する可能性は低いと考えます。雇用が完全に回復していない中、彼らは今後の経済指標

“ 現状、コロナ禍後の道筋を予想することは困難です。しかし、中国は回復の先頭に立っており、その経験は貴重です。中国当局はコロナ禍においても刺激策には慎重で、個人よりも企業を重視した政策を行いました。”

に依拠した金融政策を行なうと強調しています。中銀は以前よりも高いインフレ率を容認しており、このような金融政策の背景には、所得不均衡、ダイバーシティ・アンド・インクルージョン、気候変動対策といった財政政策が関係しています。たとえば、日本銀行は気候変動対策への支出に積極的な企業へのファイナンスのサポートを実施する予定です。

コロナ禍以前に始まっていた経済の供給サイドのひっ迫をコロナ禍が加速させました。生産性は通常経済回復期に上昇しますが、テクノロジーが一つの産業となっている今、デジタル化の傾向がさらに進展するとみえています。

---

詳細は、ブランディワイン・グローバルの“**Macroeconomic Update—Second Quarter 2021**”をご参照ください。

---

#### 巻末注記

1. 出所: BofA Global Research, “Alternative Data Insights: Queuing for Concert Tickets, not Cabinets,” 2021年7月12日
2. 出所: Our World in Data, Macrobond.2021年6月30日時点
3. 出所: Franklin Templeton Fixed Income Research, Our World in Data (CC BY 4.0)2021年6月18日時点

## 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)



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  
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  
ディレクター・オブ・グローバルマクロ・リサーチ

  
Brandywine GLOBAL

ウエスタン・アセット

 WESTERN ASSET

## 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。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・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。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・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・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