

2022年5月

衝突する需給ショック



はじめに

前稿ではインフレの議論が中心となりましたが、今回も議論のテーマに変更はありません。しかし、インフレ要因には変化が見られます。ウクライナ戦争をきっかけにエネルギーや食料の価格は一段と上昇し、コロナ禍が引き起こしたサプライチェーンの混乱による物価の高騰に拍車がかかっています。不安定な地政学的情勢が市場に及ぼす影響への対応や、成長率とインフレ率の見通しをもとに政策運営はどのように変化する可能性があるのかについて、当社のエコノミスト（運用担当者）と議論しました。主な内容は以下の通りです。



スティーブン・ドーバー, CFA
フランクリン・テンプルトン・
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

- ウクライナ戦争による食料やエネルギーの供給制約は短期的にインフレ率のピーク水準を押し上げる要因になるとみられます。現時点から9月初めの米国のレイバー・デーの間に市場の注目はインフレ懸念から景気減速懸念にシフトする可能性があります。
[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](#)
- ウクライナ戦争をきっかけにインフレ要因は需要主導型から供給主導型に一段とシフトしました。この2つは全く異なるものであり、中央銀行を含めて異なる政策対応が必要になるとみられます。
[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](#)
- 一部の新興国市場では名目金利が大幅に上昇し、利回りの面から債券投資の優位性は大きく高まっています。豊富な天然資源を抱える一部の新興国では足元の国際商品価格の高騰も追い風となっています。現地通貨建て債券の投資には、インカム収益に加え、国際商品価格の高騰もプラス要因となる可能性があります。
[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 \(CIO\)](#)
- 中央銀行がインフレ抑制で手遅れになるということはありません。問題は、長く待ちすぎるとコストが大きくなるということです。私はかなり前から米連邦準備制度理事会 (FRB) は後手に回っていると主張してきました。中央銀行の対応が後手に回るほど、インフレの抑制は難しくなると考えます。
[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 \(CIO\)](#)
- 景気がすでにおのずと減速しつつある状況で一層の金融引き締めにより景気をさらに減速させる必要はあるのでしょうか？経済対策による現金給付がなくなり、名目所得はすでに前年水準を大きく下回っています。インフレによる購買力の低下から実質所得はなお一層落ち込んでいます。従来、可処分所得の減少は経済成長にはプラスになりません。
[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](#)

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

大衝突

ウクライナから連日伝えられるニュースには心が痛みます。数々の残虐行為は論外として、今回の戦争やロシアに対する制裁は国際商品価格の高騰をはじめ世界中に経済的余波をもたらしています。戦争による原油や天然ガスの供給不足からエネルギー価格は急伸し、小麦やトウモロコシなど主食となる食料の価格も同様の事態となっています。消費者や企業が購入する燃料や食料品は値上がりし、世界各国の政府は急ピッチで加速するインフレへの対応を迫られています。各国は景気減速のリスクを承知の上で金利を引き上げ、インフレを抑制すべきでしょうか？欧州中央銀行（ECB）が様子見姿勢を続ける一方、米連邦準備制度理事会（FRB）は積極的な金融引き締めを示唆しています。

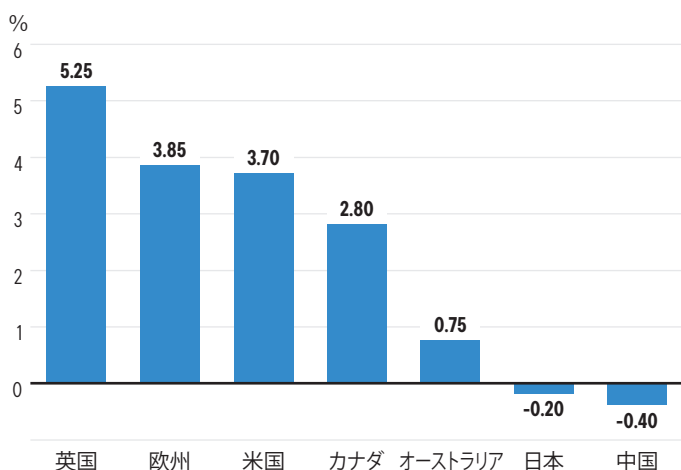
こうした背景を念頭に、5人の運用担当者を集めてウクライナ戦争の経済的余波や中央銀行の今後の道筋について議論しました。FRBのジェローム・パウエル議長は昨年までインフレは一過性のものにすぎないとの認識を示していましたが、今回の議論はこの点が中心となりました。後から振り返ると、去年はフランシス・スコットランドが言うように「大衝突」の年として記憶されるかもしれません。すなわち、主に米国の経済対策と積極的な金融政策による膨張する需要の壁とコロナ禍が引き起こした世界規模の供給ショックがぶつかり合う状況です。フランシス・スコットランドとソナル・デサイは物価が悪循環に陥っている足元のインフレについて政策的失敗の結果だと考えています。2021年3月に大型の経済対策として成立した2兆米ドルの米国救済計画法は必要ではなかったというのが両者の考えです。FRBはすでに景気対策として金融緩和のアクセルを全開にしており、景気もすでに着実な回復軌道にあったからです。

しかし、運用担当者がみな同じ見方をしているわけではありません。ジョン・ベローズは、年初の時点で成長率もインフレ率も今頃は緩やかなものになると予想していました。ロシアのウクライナ侵攻と国際商品価格への影響を予測できた運用担当者はほとんどいませんでした。マイケル・ハッセンスタブの考えでは、戦争は既存のインフレに拍車をかける危険分子です。ジョン・ポドカミナーは、戦争による供給ショックには異なる政策対応が必要だと考えています。例えば、需要主導型のインフレが供給主導型のインフレに取って代わられる中では国家レベルでのガソリン税の課税停止措置などが挙げられます。

金融政策の違いをもたらすインフレ率

図1: 消費者物価指数の上昇率の予測値と中央銀行の目標インフレ率の差 (2022年第4四半期)

2022年4月26日時点



出所: フランクリン・テンプレット・インスティテュートによる分析、ブルームバーグ、カナダ銀行、欧州中央銀行、中国国家発展改革委員会、オーストラリア準備銀行、日本銀行、イングランド銀行、米連邦準備制度理事会（FRB）、マクロボンド。棒グラフは2022年第4四半期の消費者物価指数の上昇率の予測値（ブルームバーグ調査）と中央銀行のインフレ率の目標値の差を示します。予測値は各行がブルームバーグに提出したデータに基づく。中央銀行の目標値は、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、オーストラリアは消費者物価指数、中国は消費者物価指数。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。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。

新型コロナウイルスの感染収束

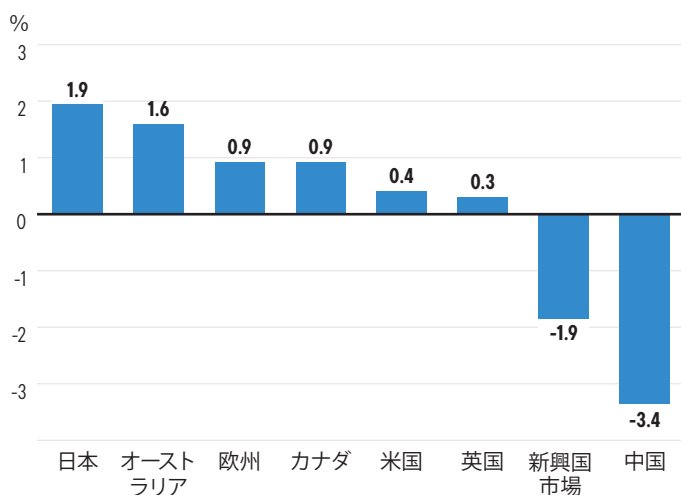
ジョン・ベローズは米国のインフレは多少なりとも自然と落ち着きつつあると考えていますが、これは新型コロナウイルス感染拡大の影響と大規模な経済対策の効果がほぼなくなったとの見方に基づいています。ジョンはサプライチェーン、賃金、住宅で見られる前向きな変化を1つずつ説明しています。景気に関して言えば、ジョンは市場が現時点で予想しているような強力な金融引き締め（年内に0.50%の利上げを数回実施）を行わなくても米国の景気はおのずと減速する可能性があると考えています。また、今年はコロナ対策としての個人への現金給付がなくなり、米国の消費者の名目所得は前年水準を大きく下回ると推測しています。いまやウクライナ戦争をきっかけにインフレは加速し、実質可処分所得は減少しつつあります。従来、所得の減少は経済成長にはプラスになりません。消費者の可処分所得の減少により需要は落ち込み、企業は雇用に慎重になります。したがって、インフレは、成長を加速させる自己増殖的な要因ではなく、成長率を押し下げる自滅的な要因となる可能性があります。

ジーンもジョンとほぼ同じ見方ですが、米国の景気が減速しつつあることは間違いないものの、景気低迷と呼ぶほど減速はしていないと考えています。むしろ成長率はマイナスではなく、まだプラスであり、単に以前のトレンドに戻りつつあるということです。これは大きな問題と言えるでしょうか？ジーンはそうには考えていません。こうした状況ではFRBはそれほど大幅な金融引き締めを行わない可能性があります。インフレにより個人消費の勢いが弱まる中、積極的な利上げを行わなくても成長率はおのずと減速する可能性があります。とはいえ、インフレは足元で高止まりしており、FRBがそれなりにタカ派寄りのスタンスを見せることが重要と考えます。

先進国では成長率がトレンドを上回る

図 2: 予想GDP成長率(2022年第4四半期)と過去20年間のトレンド成長率の差

2022年4月26日時点



出所: フランクリン・テンプレトン・インスティテュートによる分析、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。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。

二次的影響

ソナルは大規模な金融緩和政策が長く続きすぎた結果、危険な賃金・物価スパイラルが定着する条件が整ってしまったと考えています。エネルギーや食料の値上がりを背景に労働者は賃上げを要求する可能性があります。これは価格決定権を持つ企業が小売価格を引き上げ、賃金決定権を持つ労働者が賃上げを要求するという二次的影響をもたらす可能性があります。ソナルは燃料費の高騰や住宅市場の過熱化による賃料の上昇などの目に見える要因により、物品やサービスの価格がさらに大きく上昇している可能性があるとして指摘しています。これは人手不足や賃金の物価スライドによりインフレがより持続的なものになる傾向があるというマイケルの経済調査の結果と一致します。こうした影響が定着すれば、FRBは金利をさらに大幅に引き上げ、多くの人々が望む景気のソフトランディングに大きな影響を及ぼす可能性があります。現在、FRBは景気を過熱させず、冷やしすぎもしないフェデラルファンド (FF) レートの「中立金利」の水準をおよそ2.4%とみています。インフレ率はいまや

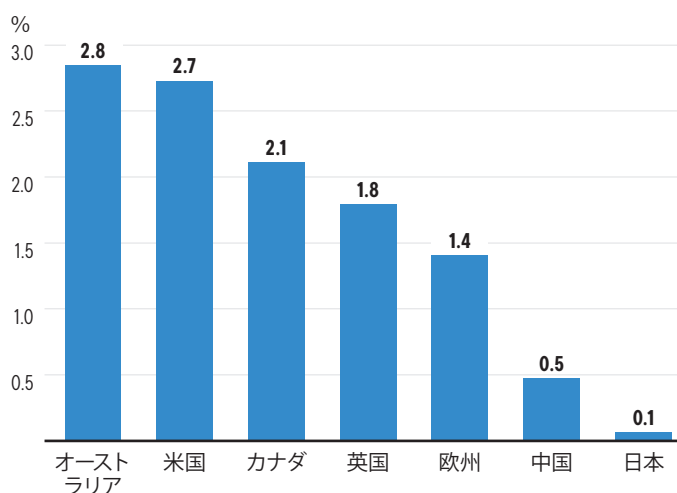
一部の市場関係者が容認する水準を持続的に上回っているとみられ、ソナルはインフレ率を押し下げるためのさらに強力な手段が必要になる可能性があると考えています。

フランスは、賃金・物価スパイラルが実際に起きれば危険な状態になるものの、米国の金融政策が引き締めめに180度転換している以上、その可能性は低いとみています。また、インフレは一時的なものにすぎないと考えていたFRBは昨年大きなミスを犯したとフランスは見ています。いまやFRBのラエル・ブレイナード理事でさえタカ派に従い「クールエイドを飲んでいます (同調圧力に屈していることの比喻)」。フランスは、おそらくブレイナード理事の心変わりには、タカ派の勧めでクールエイドを飲まされ、クールエイドを販売するクラフト社が20%値上げしたことに気づいたからに違いないと揶揄しています。皮肉なことに、FRBはまさにタカ派寄りの姿勢を強め始めたところですが、実体経済はすでに減速している可能性があります。

先進国では利上げが加速へ

図 3: 政策金利の引き上げ予想(1年先)

2022年4月25日時点



出所: フランクリン・テンプレトン・インスティテュートによる分析、ブルームバーグ、マクロボンド。棒グラフは1年先の市場予想の政策金利と現在の政策金利の差を示します。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。いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。

米国以外の投資機会

米国以外の投資機会については、ラテンアメリカ諸国の中央銀行がすでにかかなりのタカ派に転じており、ウクライナ戦争の前から名目金利を大幅に引き上げているとマイケルが指摘しています。さらに、ブラジルやチリなどの国はエネルギー関連の金属や農産物などの天然資源も豊富です。これは両国にとってロシアのウクライナ侵攻をきっかけに価格が上昇の一途をたどる国際商品が強力な追い風になることを意味します。

ラテンアメリカ諸国への投資は国によっては利回り（インカム収益）の上昇に加えて国際商品価格の上昇からも恩恵を受けます。通常であれば、ラテンアメリカはリスクオフの環境では売りの対象になる地域と考えられがちです。しかし、新興国の中央銀行による独自のタカ派政策と国際商品市場の新たなスーパーサイクルにより、これとは逆のことが年初に起きました。

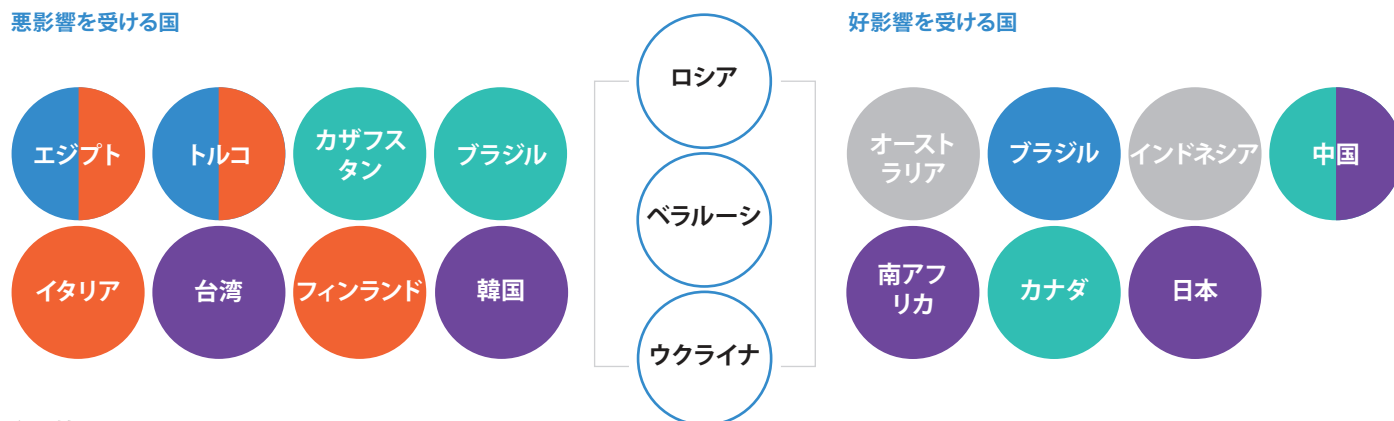
今回の「マクロ見通し」で深掘りする予定の地域の1つが中国です。ワクチンの接種率が低く、ゼロコロナ政策により市全域に及ぶロックダウンを実施している中国は、世界経済の成長率を押し下げ、ジャストインタイムのサプライチェーンを混乱させる可能性があります。各国の企業や政府がサプライチェーンの一部もしくは全体を自国内に戻す動きが広がる可能性もあります。

国際商品の供給不足をきっかけに見直される世界貿易の流れ

図 4: ウクライナ・ロシア戦争の国別影響

2022年3月時点

悪影響を受ける国



主要輸入品

● 農産物 ● 肥料 ● ベースメタル ● ネオンガス ● 石炭

出所: フランクリン・テンプレット・インスティテュートによる分析、経済複雑性観測所 (OEC)。国は説明のみを目的に選定。上記の国際商品により直接もしくは間接的に影響を受ける国が他にも存在する可能性があります。データは2019年時点。

不確定要素-不安と楽観

ここでは当社の運用担当者が注視しているトピックを紹介します。

供給主導型の問題

ウクライナ戦争をきっかけにインフレ要因は需要主導型のイベント（経済対策等）から供給主導型の商品不足に変わりつつあり、世界規模の食料不足につながる可能性があります。大きな問題の1つは、金融政策を通じて商品供給を増やすことはできないということです。

欧州の景気後退

米国が2022年に景気後退に陥る可能性は低いものの、天然ガスをロシアに依存する欧州が景気後退に陥る可能性はあります。戦争の影響が深刻化するにつれ、より痛みを伴うエネルギー・ショックがもたらされる可能性も高まっています。

ハードランディング

エネルギー価格や食料価格の高騰（「プーチンのインフレ」）により古典的な賃金スパイラルが加速し、物品やサービスの価格は一段と上昇する可能性があります。「ソフトランディング」に向けたFRBの政策運営の余地も明らかに狭まりつつあります。

ラテンアメリカ

FRBが利上げで後手に回る一方、ラテンアメリカやアジアのタカ派寄りの中央銀行は2021年、2022年と金利を引き上げています。両地域の経済は国際商品市場の新たなスーパーサイクルにより恩恵を受けられる可能性があると考えられます。

ゼロコロナ政策の苦境

ワクチンの接種率が低い中国はゼロコロナ政策の一環として市全域に及ぶ徹底的なロックダウンを実施しています。これにより中国のみならず世界各国のサプライチェーンに深刻な経済的打撃がもたらされる可能性が高まっています。

各運用担当者の見解

大衝突

フランス、ウクライナ戦争は世界のインフレ率や成長率にどのような影響を及ぼすと予想しますか？

フランス:我々は景気刺激型の政策同士が激しくぶつかり合う大衝突の年を経て2022年を迎えました。米国政府による経済対策の効果で需要が押し上げられる一方、コロナ禍でサプライチェーンが世界規模で制約されました。ウクライナ戦争はまだ解消されていなかったサプライチェーンの制約に拍車をかけ、持続的なインフレの加速を引き起こしたとみています。戦争は激化しており、2021年のマクロ経済のトレンドの多くは今年も継続すると考えています。

後から振り返ると、米国は大きな政策ミスを犯したとみられ、今年はその反動が大きく表れる可能性があります。2021年3月に大型の経済対策として成立した2兆米ドルの米国救済計画法は必要ではなかったと考えています。FRBはすでに金融緩和のアクセルを全開にしていたからです。

米国では2021年から名目GDPが大きく伸びています。しかし、年末になる前から実体経済は急ピッチで減速していました。物価の上昇で家計と企業の実質的な購買力は低下していたからです。

マイケル、ウクライナ戦争は政治、経済の両面で欧州連合（EU）にどのような影響を及ぼすと考えていますか？

“ウクライナ戦争は様々な経済的影響をもたらしていますが、食料やエネルギーへの影響が甚大であることは間違いありません。食料への影響は当面続くと考えています。ウクライナは欧州の穀倉地帯でした。ウクライナは穀物を輸出することができず、農家も来季に向けて作付けを行うことができなくなりました。”

マイケル・ハッセンスタブ

マイケル:ロシアのウクライナ侵攻をきっかけに欧州の風景は一変しました。長年にわたりぎくしゃくした関係が続いていた西側諸国はいまや団結しつつあります。今後数年間にわたりEUは結束力を強め、改めて北大西洋条約機構（NATO）との関係を強化する動きも広がると予想されます。近年は加盟国間で格差が目立ち、EUとは距離を置く動きも見られましたが、各国は一致団結して強くなりつつあるという認識があります。欧州ではエネルギー自給を高める動きも広がる見通しです。一夜にして実現できるわけではありませんが、今後5～10年間でエネルギー政策は大きく変わる可能性があります。ドイツは数十年前から「貿易を通じた平和」という政策姿勢を唱え、エネルギーをめぐるのは経済上と安全保障上の理由からロシアとの関係を強化してきました。こうした方針はロシアによるウクライナの主権侵害により覆されています。

紛争地域と地理的に近い欧州では経済的・人道的危機の影響が大きくなります。欧州は引き続き経済的影響を最も大きく受ける可能性が高く、アジアやラテンアメリカなど他の地域では関係性の違いから国によって影響は異なる見通しです。一般的に言えば、東欧における危機の震源地から遠いほど影響は少なくなります。

ウクライナ戦争は様々な経済的影響をもたらしていますが、食料やエネルギーへの影響が甚大であることは間違いありません。食料への影響は当面続くと考えています。ウクライナは欧州の穀倉地帯でした。ウクライナは穀物を輸出することができず、農家も来季に向けて作付けを行うことができなくなりました。したがって、影響は今年だけにとどまらず、2023年も続くと考えられます。食料の供給不足が大きな余波をもたらすことは、穀物や大豆の代替需要が証明しており、既存のインフレに加えて新たなインフレを引き起こしています。こうした動きの多くはすでに進行していたインフレを加速する要因となっており、いまやインフレは悪化しています。

ウクライナ戦争がエネルギー市場にも大きな影響を及ぼしていることは間違いなく、他の市場にとっても大きなリスクになると考えられます。戦争がエスカレートすれば、欧州向けの天然ガス供給が遮断されるなど大きな経済的リスクがもたらされる可能性があります。ロシアなどへのエネルギー依存はグローバル化をめぐる幅広い懸念を浮き彫りにしています。すでに戦争の前から進行していた地域化の動きは、今回の戦争をきっかけに一段と拍車がかかっていると考えられます。したがって、戦争の影響として経済の地域化は進むと予想しています。

ソナル、特にエネルギー供給に関して今回の戦争が欧州の通商関係に及ぼす影響をどのように考えていますか？

ソナル：禁輸、制裁、ロシア経済の縮小がもたらす経済的影響は今後数四半期にわたり欧州経済には大きな逆風となりますが、国によって影響は大きく異なるとみられます。中東欧やバルト三国は通商面でロシアとの結びつきが強く、主要4カ国のうちドイツとイタリアはフランスやスペインに比べロシアへの貿易依存度が高くなっています。EUはロシア産のエネルギーに大きく依存しており、2020年実績でEUが輸入する天然ガスのおよそ38%、原油のおよそ23%をロシア産が占めています。そのため、EUはロシアとはエネルギー供給の面で関係が深く、大きな影響を受けます。輸入に占める割合（EU域内の再輸出調整ベース）や一次エネルギーの使用量に占める天然ガスの割合で見ると、ロシアへのエネルギー依存度は加盟国によって大きく異なります。両方の割合で見ると、「主要4カ国」の中でドイツとイタリアはロシアへの依存度が最も高くなっています。

ジーン、昨年の経済対策と供給ショックの衝突や今年のウクライナ戦争に関してどのように考えていますか？

ジーン：コロナ禍の影響によるインフレを予測するのは困難でしたが、2021年は概ね需要主導型のインフレだったと考えています。単純に言えば、多くの人々が多くの物を買いたがり、サプライチェーンの混乱から品物を届けるのが難しくなりました。ウクライナ戦争をきっかけにインフレ要因は需要主導型から供給主導型に一段とシフトしました。この2つは全く異なるものであり、中央銀行を含めて異なる政策対応が必要になるとみられます。米国と欧州はここ数年間、金利環境に比較的恵まれていました。直近の米連邦公開市場委員会（FOMC）の声明にあるように、金融政策はタカ派寄りのトーンを強めています。市場では量的引き締め（QT）や複数回に及ぶ0.50%の年内利上げの可能性が見込まれています。

サプライチェーンについて言えば、農産物やエネルギー市場に関するマイケルの見方に加え、今回の戦争は様々なセクターや業種に影響を及ぼし始めており、中には直接には関連性がないように見えるものもあります。例えば、ウクライナで生産されるワイヤーハーネスは自動車業界で用いられ、ウクライナで生産される希ガスのネオンは半導体生産に用いられます。一見すると無関係に思えるこれらの分野の問題は、グローバルに及ぶジャストインタイムのサプライチェーン（在庫削減を重視する適時適量の物流）を縮小し、より地域化されたジャストインケースのサプライチェーン（万が一の備えとして在庫積み増しを重視する有事想定型の物流）にシフトするきっかけとなる可能性があります。世界各地にまたがるサプライチェーンをより堅固で安定したものに見直す必要があり、サプライチェーンをもう少し国内にシフトすることも必要になると考えられます。

“実質GDP成長率がトレンドを下回る一方、インフレ率はトレンドを上回るというスタグフレーションがすでに起きている可能性があります。ウクライナ戦争による食料やエネルギーの供給制約が短期的にインフレのピーク水準を押し上げる可能性があります。FRBは金融引き締めに動き始めたばかりであり、現時点から9月初めの米国のレイバー・デーの間にインフレ懸念は景気懸念に変わると考えています。”

フランス・スコットランド

フランス、スタグフレーションのリスクが高まっていると主張していますが、それは米国の政策対応にどのような影響を及ぼしますか？

フランス：米国経済分析局の国民経済計算のデータを分析したところ、過去2四半期のGDPベースの実質最終需要（在庫投資を除く）の伸び率は年率換算で2%に減速しています。2022年第1四半期の実質GDPの伸び率は年率換算で前期比-1.5%となりました。他の経済指標を見ると、昨年9月以降、米国の実質小売売上高は横ばい、耐久資本財も実質ベースで横ばいが続いています。実質可処分所得は2021年3月から減少しています。言い換えれば、実体経済はすでに大きく減速しています。この景気減速はFRBが金融政策を180度転換する前から発生しています。

実質GDP成長率がトレンドを下回る一方、インフレ率はトレンドを上回るというスタグフレーションがすでに起きている可能性があります。ウクライナ戦争による食料やエネルギーの供給制約が短期的にインフレのピーク水準を押し上げる可能性があります。FRBは金融引き締めに動き始めたばかりであり、現時点から9月初めの米国のレイバー・デーの間にインフレ懸念は景気懸念に変わると考えています。

ジーン、フランスがFRBの金融政策の転換について話をする前に、成長率とインフレ調整後の「実質成長率」の関係について説明してください。

ジーン：名目成長率はインフレ調整前（現行価格ベース）のGDP成長率です。実質成長率はインフレ調整後のGDP成長率であり、インフレがもたらす影響を考慮しています。例えば、過去1年間の世界の名目成長率が4.4%、同じ期間の消費者物価指数（CPI）の上昇率で見たインフレ率が4.4%だとすると、世界の

実質成長率はゼロとなります。したがって、名目成長率とインフレ率の差が実質成長率となり、これが重要な意味を持ちます。

名目成長率を見ると、勢いは鈍化しつつありますが、景気低迷というほどのものではありません。米国の成長率はトレンドに向けて減速しつつあると考えられますが、GDPを分解してその構成項目を検討することが重要と考えます。成長率は減速しつつありますが、まだプラスであり、マイナスではありません。過去20年間の米国の成長トレンドは健全なものです、決して高いとは言えません（もちろん成長率は常に高くあってほしいと願っていますが）。成長率はゼロに向けて減速しつつあるというのではなく、トレンドに向けて減速しつつあるということが重要です。米国の潜在成長率は2%と以前の4%、5%から低下していますが、これは大きな問題でしょうか？そうは思いません。

ジョン、ありがとうございます。フランスに戻りますが、次はFRBによる利上げへの大転換についてです。

フランス: FRBは昨年までインフレは一過性のものにすぎないとの見方を変えずに大きなミスを犯しており、その点でFRBの政策転換の意味は大きいと考えています。いまやFRBのメンバーはみな手の平を返し、完全にタカ派に転向しています。「インフレーション論」を頑なに主張していたラエル・ブレイナード理事でさえタカ派に従い「クールエイドを飲んでいます（同調圧力に屈していることの比喩）」。

皮肉なことに、クールエイドを販売するクラフト社は先頃、この人気商品の粉末ジュースを20%値上げしています。实体经济がすでに減速しつつある中、ブレイナード理事の心変わりにはインフレに対するFRBのスタンスの大転換と金融引き締め政策の必要性を浮き彫りにしています。

したがって、私の見方では、第1段階の影響はすでに实体经济の減速という形で表れ始めています。名目GDP成長率がまだピークにあるとすれば、それはインフレ率が高いからにすぎません。实体经济が減速しつつある一方、FRBは文字通りタカ派寄りのスタンスに転じており、9月初めのレイバー・デーまでにフェデラルファンド（FF）レートは1.5%以上に引き上げられ、FRBの保有資産も縮小される可能性があります。その頃には先行きの関心はインフレというより景気自体に集まる可能性があります。

新型コロナウイルスの感染収束

ジョン、成長率やインフレ、金融引き締め政策に関する見通しを教えてください。

ジョン: 前回、チームで議論した際は、成長率とインフレ率は2022年初めに緩やかなものになると予想していました。2021年のインフレはコロナ関連要因の影響が大きく、新型コロナウイルスの感染収束に伴いコロナ関連要因は正常化に向かうと予想していました。これまでのところ成長率は健全な水準にありますが、インフレ率は高止まりしており、それを予想していたソナルには賛意を表したいと思います。成長率とインフレ率は緩やかなものになるとの見方は変えていません。新型コロナウイルス感染拡大は徐々に収束に向かっているとみられます。

したがって、コロナ対応の経済対策は終了し、サプライチェーンの制約も一部は解消しつつあります。前述のように、ウクライナ戦争をきっかけにエネルギーや食料は大きく値上がりしており、インフレ率は上昇する可能性があります。インフレ率の上昇は実質可処分所得の減少を通じて成長率を減速させる要因となるだけに、成長リスクとなります。インフレ率は2022年初めに緩やかなものになると予想していましたが、そのようにはなっておらず、ウクライナ戦争をきっかけにインフレには拍車がかかり、成長率の下振れリスクは高まっています。

サプライチェーンや米国の賃金、住宅への影響についてどのように考えていますか？

ジョン: それら3つのコロナ関連要因についての議論と、それぞれの要因が後退しつつあることの説明をしたいと思います。まず、サプライチェーンについては、昨年は自動車生産の減少と半導体不足により自動車の価格が大きく上昇しました。自動車価格の上昇は消費者物価指数を大きく押し上げる要因となりましたが、峠は越した可能性があります。自動車在庫は積み上がっており、中古車価格も下落し始めています。毎月、そうなっているわけではありませんが、実際にそうなっていることは確かです。

次に、米国の賃金です。賃金は大きく伸び、退職率も高く、求人数も極めて高水準に達するなど労働市場はひっ迫した状態が続いてきました。しかし、足元では労働市場のひっ迫がピーク

“2021年のインフレはコロナ関連要因の影響が大きく、新型コロナウイルスの感染収束に伴いコロナ関連要因は正常化に向かうと予想していました。これまでのところ成長率は健全な水準にありますが、インフレ率は高止まりしており、それを予想していたソナルには賛意を表したいと思います。成長率とインフレ率は緩やかなものになるとの見方は変えていません。新型コロナウイルス感染拡大は徐々に収束に向かっているとみられます。”

ジョン・ペローズ

を過ぎた可能性があることを示唆する兆しがみられます。退職率はやや低下しており、求人数は減少し、労働参加率は上昇しつつあります。賃金の上昇もピークを過ぎた可能性があるともみられます。ここ半年間を見れば、平均時給は低下傾向にあることがわかります。したがって、労働市場はひっ迫した状態が続いていましたが、今後も続く可能性は低く、労働市場はすでにいくぶん緩和しつつある可能性があります。

最後に、住宅市場については、多くのコロナ特有の要因が影響を及ぼしてきました。昨年は誰もが広い住宅を求め、リモートワークの普及により多くの人々が様々な場所に引っ越ししました。これは米国政府が個人を対象に現金給付を行った時期と軌を一にしています。住宅需要は一気に盛り上がり、供給が追いつきませんでした。

住宅価格はその後、前月比で鈍化しています。住宅供給も年内に増加すると予想されます。足元で一世帯住宅と多世帯住宅の供給はともに増加しています。一世帯住宅の建築戸数は2020年2月に比べ50%程度増加しています³。住宅ローン金利も上昇しており、住宅価格の上昇は抑えられる見通しです。したがって、住宅不足はコロナ特有の要因によるものとみられ、確かに重要な要因ではありますが、今年も繰り返される可能性は低いと考えています。全体的に見れば、2021年に起きたことはコロナ特有の要因によるところが大きく、今年も繰り返される可能性は低いと考えられます。

成長率とインフレ率が鈍化する中、市場はFRBのタカ派シフトを過小評価しているということでしょうか？

ジョン: それは金融政策と成長率の相互作用に関わる重要なポイントだと思います。標準的な経済モデルでは、金融政策は成長率に作用します。例えば、金利を引き上げると、借入意欲が低下し、経済活動は縮小します。これにより経済活動から需要が一部奪われ、インフレ率は低下します。これが、金融政策が景気を減速させることでインフレに影響を及ぼす伝統的な経路です。

したがって、問題は成長率がどの程度減速するかということです。景気がすでに減速しつつある状況で一層の金融引き締めにより景気をさらに減速させる必要はあるのでしょうか？ 景気対策による現金給付がなくなり、名目所得はすでに前年水準を大きく下回っています。インフレに伴う購買力の低下により実質所得も大きく落ち込んでいます。足元でインフレ調整後の実質可処分所得も大きく減少しています。従来、可処分所得の減少は成長率にはプラスにならず、成長率を鈍化させる要因となります。消費者の可処分所得の減少により企業は雇用に慎重になり、成長率を押し下げる可能性があります。

成長率とインフレ率がおのずと鈍化する状況では、インフレは成長率を加速させる自己増殖的な要因ではなく、成長率を低

下させる自滅的な要因となります。景気がおのずと減速している状況であれば、FRBは景気を減速させる措置を取る必要はないかもしれません。その点は利上げ回数の減少に表れますが、FRBが市場に送るメッセージの変更にも表れると考えています。足元でインフレ率は高く、米国人はFRBにインフレ抑制を望んでいます。したがって、FRBはタカ派寄りの姿勢を見せています。ある意味でそれは容易なことです。しかし、景気がすでに減速しつつあり、インフレ率がおのずと低下している状況ではFRBが一様にタカ派寄りのメッセージを送り続けることはかなり難しくなります。政策当局は成長リスクについて語り始める可能性があります。足元で米国短期国債の利回りは大幅利上げを概ね織り込んでいます。それは正しい可能性があります。景気が減速した場合、FRBは政策調整に踏み切る可能性もあります。

二次的影響と米国以外の投資機会

ソナル、FRBはインフレ対応で後れを取り、後手に回ったと主張していますが、ジョンのシナリオについてはどのように考えていますか？

ソナル: 十分な金融引き締めを行う意思がある限り、中央銀行がインフレ抑制で手遅れになるということはありません。問題は、長く待ちすぎるとコストが大きくなるということです。私はかなり前からFRBは後手に回っていると主張してきました。中央銀行の対応が後手に回るほど、インフレの抑制は困難になります。直近のFOMCの会合後にFRB議長が行った発言は一部でタカ派寄りを受け止められました。市場は今後1年間に0.25%の利上げが7回行われることを織り込んでおり、議長発言がこれにお墨付きを与えたからです。その際はその程度の利上げでは十分ではないと思いましたが、FRBのメッセージはその後、タカ派寄りのトーンをやや強め、0.50%の利上げが数回行われる可能性もみられます。その程度の利上げは最低限必要になります。インフレ期待はすでに大きく高まっており、賃金・物価スパイラルも起き始めているため、インフレを再び抑制するのは一層、困難になると思われます。FRBであれば可能ですが、足元で計画している以上の金融引き締めや、市場が現在予想している以上の金融引き締めを行う必要があります。

望ましくないインフレについて考える際は極めて単純な計算を行います。現在のインフレ率と年末のインフレ率の見通しに何が織り込まれているかを見ます。ここ1年間の月間インフレ率は前月比で平均0.7%です⁴。このペースが続くとすると、インフレ率は年末には9.5%程度になります。月間インフレ率が0.4%に大きく低下したとしても、年末のインフレ率は6.5%程度になります。これは実質金利が年内は大幅なマイナスで推移することを意味し、景気刺激型の金融政策が続くことを意味します。FRBはインフレ率はおのずと目標水準に戻ると想定しているようですが、私はそうなるとは考えておらず、FRBは金融引き締めを一段と強化する必要があると考えています。

ジーンが指摘したポイントについてですが、ウクライナ戦争をきっかけにエネルギーや食料の価格が高騰し、インフレに拍車がかかりました。今回の供給主導のインフレは利上げによって解決できるでしょうか？

ソナル: 供給ショックに関して言えば、金融政策によって直接対処することはできません。しかし、供給ショックがもたらす二次的影響に対処することは可能です。フランスと同様、私も2021年の米国の経済対策と金融緩和政策は長く続きすぎ、危険な賃金・物価スパイラルをもたらしかねない状況を作ったと考えています。また、ジョンとも同じ見方をしており、賃金・物価スパイラルにはまだ至っていないと考えています。

まだ完全な賃金・物価スパイラルは起きていません。しかし、その兆候は表れています。ガソリンスタンドや食料品店で物価の高騰を目の当たりにした労働者は賃上げを要求します。そこで企業は賃上げを提示することはできるでしょうか？私が以前からインフレの持続期間について懸念している理由の1つはそこにあります。金融政策はウクライナ戦争が引き起こしたエネルギーの供給ショックを直接解消することはできません。しかし、賃金・物価スパイラルという二次的影響が表れるまでインフレは長く続く可能性があり、それは金融引き締め政策の強化で対処することが可能です。残念ながら、それは必然的に景気減速を伴う可能性があります。したがって、誰もが口にするソフトランディングは現在の環境では2021年の時より難しくなります。

“供給ショックに関して言えば、金融政策によって直接対処することはできません。しかし、供給ショックがもたらす二次的影響に対処することは可能です。フランスと同様、私も2021年の米国の経済対策と金融緩和政策は長く続きすぎ、危険な賃金・物価スパイラルをもたらしかねない状況を作ったと考えています。また、ジョンとも同じ見方をしており、賃金・物価スパイラルにはまだ至っていないと考えています。”

ソナル・デサイ

マイケル、あなたのチーム内の経済調査によって賃金・物価スパイラルに関するソナルの懸念は裏付けられています。投資機会はどこに存在するのか説明していただけませんか？

マイケル: 重要な点は国によってインフレの動きにはかなり大きな差があるということです。純粋なエネルギー・ショックによりインフレ率が一時的に上昇している国もあります。昨年指摘したように、米国などではインフレ要因の状況がさらに長引く可能性があります。⁵米国の過去の状況や他の国の近年の状況を振り返ってみると、インフレが主に人手不足や賃金スライド（すなわち、賃金・物価スパイラル）によって引き起こされている場合、インフレが長引く傾向があります。

また、インフレの動きは国によって全く異なることも思い起こす必要があります。多くの国はインフレの初期段階で積極的な対応に乗り出しました。通常は世界の国々はFRBの政策に追随する傾向があります。しかし、今回は米国以外の国でインフレ率が上昇、中央銀行が先回りして積極的な利上げにより対処してきました。これに対し、FRBはごく最近、金融引き締めの議論を始めたばかりです。したがって、米国以外の市場には多くの投資機会が訪れると考えています。

例えば、チリなどでは中央銀行が2021年に積極的な利上げに乗り出し、名目金利が大きく上昇した結果、利回りの面から債券投資の優位性は大きく高まっています。また、豊富な天然資源を抱える一部の新興国では、ロシアのウクライナ侵攻の影響を受けた足元の国際商品価格の上昇も追い風となっています。債券投資にはインカム収益に加え、国際商品価格の上昇もプラス要因となります。ラテンアメリカ経済は不安定なマクロ環境では売りの対象になるリスク資産と考える投資家もいます。しかし、昨年はこのような特異な状況により逆のことが起きました。これは欧州や米国に比べ成長率が高く、財政収支や貿易収支が健全な水準にある一部のアジア諸国にも当てはまります。

ジーン、今後3～5年の期間で見た場合、投資機会はどこに存在し、また、チーム内ではどのような要因に注目していますか？

ジーン: 重要なポイントとして、世界各国の成長率や様々な資産クラスを検討した上で、我々は賃金や供給主導型のインフレをめぐる不透明感の広がりからポートフォリオのリスクを減らしてきたということに言及したいと思います。また、国によってインフレへの対応も異なります。

“国際商品価格はここ数四半期で著しく上昇しています。例えば、1960年代ぐらいから長期にわたり国際商品価格の推移をたどると、現在のようにインフレ率が上昇する局面では国際商品価格は好調に推移する傾向があります。これは国際商品価格が実体経済に連動するためです。”

ジーン・ボドカミナー

成長率の鈍化を受けてポートフォリオ構成も見直しています。株式では米国、カナダ、日本に投資妙味があるとみていますが、それぞれ理由は異なります。米国では消費者と企業のバランスシートが主なけん引役となります。カナダは米国や国際商品に関わるテーマから大きな恩恵を受けます。また、日本は魅力的なセクターに加え、高い成長と魅力的な金融政策を兼ね備えた国となっています。

中国のゼロコロナ政策やロックダウンが世界経済の成長やサプライチェーンに及ぼす影響についてはまだ検討している段階です。中国人民銀行による引き締め気味の金融政策についても分析しているところです。したがって、中国市場についてはそれほど楽観的な見方はしていません。欧州に関して言えば、ウクライナ戦争によるエネルギー価格の高騰やインフレの先行き不透明感が実質的な逆風となっています。

その結果、インフレへの対応力や成長に寄与する要因を持つ地域に注目し、株式ポートフォリオの構成をやや見直しています。債券投資では一部の新興国などのソブリン債に投資機会があり、社債にもやや投資機会はあると考えています。デュレーションについてもリスクを抑制しています。株式市場、債券市

場の双方でボラティリティは高まっており、その影響は免れません。

国際商品価格はここ数四半期で著しく上昇しています。例えば、1960年代ぐらいから長期にわたり国際商品価格の推移をたどると、現在のようにインフレ率が上昇する局面では国際商品価格は好調に推移する傾向があります。これは国際商品価格が実体経済に連動するためです。問題はインフレが落ち着いている局面では国際商品価格は軟調に推移するということです。インフレが落ち着いている環境では投資家は国際商品の保有と引き換えに保険料を支払う形になりますが、市場で混乱やショックが生じると、国際商品は一種の保険のように機能します。目指す目標やリスク許容度に応じてそれをどのように効果的にポートフォリオに組み入れるかを検討するには、多少なりともノウハウが必要になります。しかし、国際商品は万能薬ではありません。国際商品にはリスクがあり、価格が大きく変動する可能性もあり、国際商品がポートフォリオのリターンにマイナス寄与する可能性があるケースも数多く存在します。したがって、インフレ環境では国際商品の保有がヘッジ手段になるというのは常に正しいとは言えないと考えています。

1. 国際商品市場のスーパーサイクルとは、通常価格が長期トレンドを大きく上回るもしくは大きく下回る状態が長期にわたって続く現象を指します。こうした国際商品市場の動きは景気サイクルより長く続く可能性があり、持続期間は通常10年を大幅に超えることがあります。
2. 出所：ユーロスタット
3. 出所：米国勢調査局
4. 出所：米労働統計局、2022年3月時点
5. 出所：Global Macro Shifts, “The inflation debate: Will price pressures persist or start to recede?,” November 4, 2021.

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
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

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。

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・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・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・リソーシズ・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