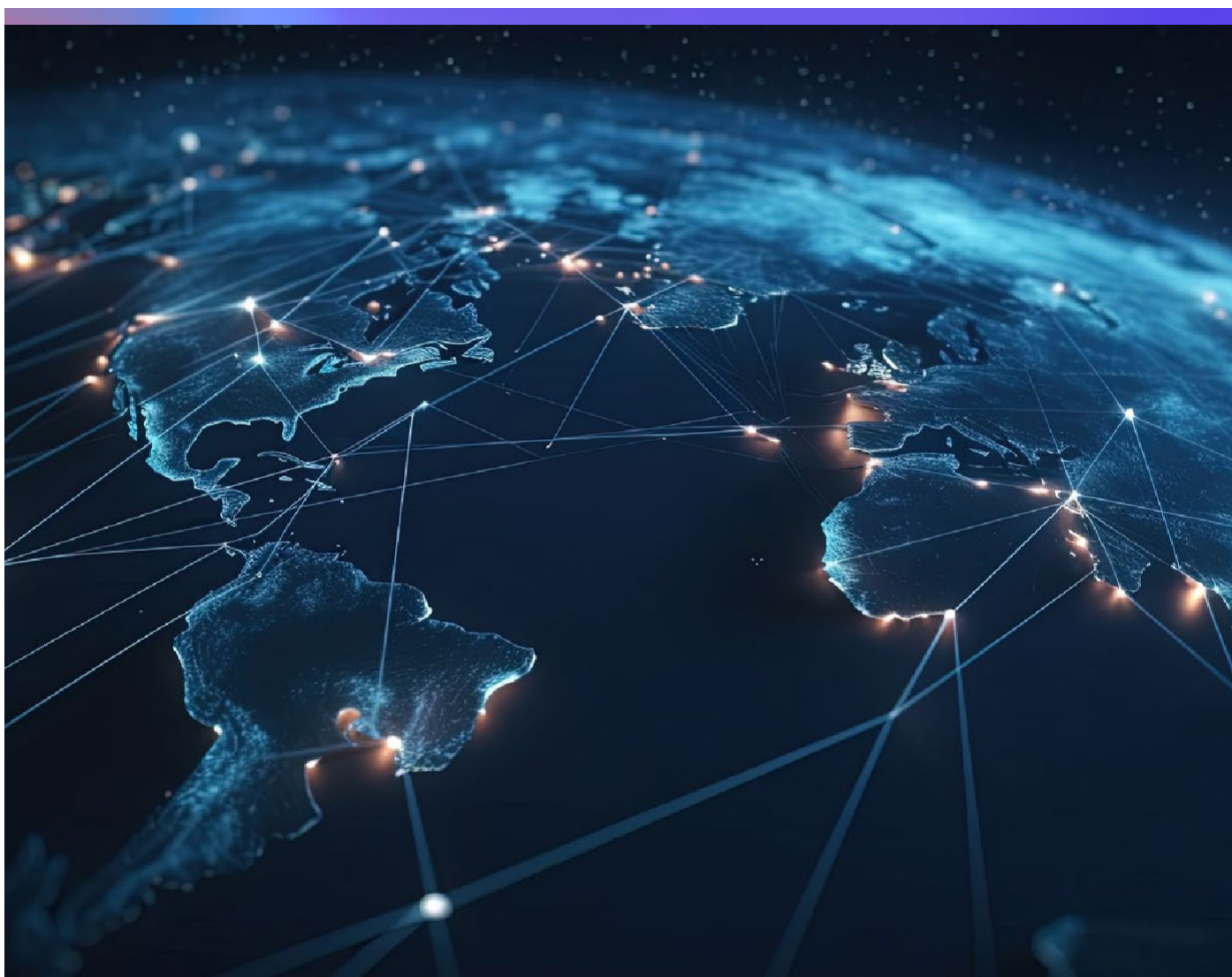


フランクリン・テンプルトン債券グループ

マクロ・ビュー

世界規模で同時進行する複雑な環境



目次

2 エグゼクティブ・サマリー

3 米国経済レビュー

4 ユーロ圏経済の見通し

5 日本経済の見通し

エグゼクティブ・サマリー

主なハイライト

2024年の米国大統領選挙キャンペーンはスリリングな展開となっており、予測困難な状況が続いています。民主党大統領候補がバイデン大統領からハリス副大統領に交代したことは民主党に有利に働きましたが、ハリス氏とトランプ氏の両候補には大統領選の勝利に向けて複数の道筋があります。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長はジャクソンホールでの講演で、インフレとの戦いにおいてFRBが転換点を迎えていると述べ、今後の金融政策に関して明確な姿勢を示しました。労働市場はさらに冷え込んでいるものの、現在は完全雇用または完全雇用に近い状態にあると考えられます。したがって、FRBは金融緩和に対してより慎重なアプローチを採用する可能性があります。

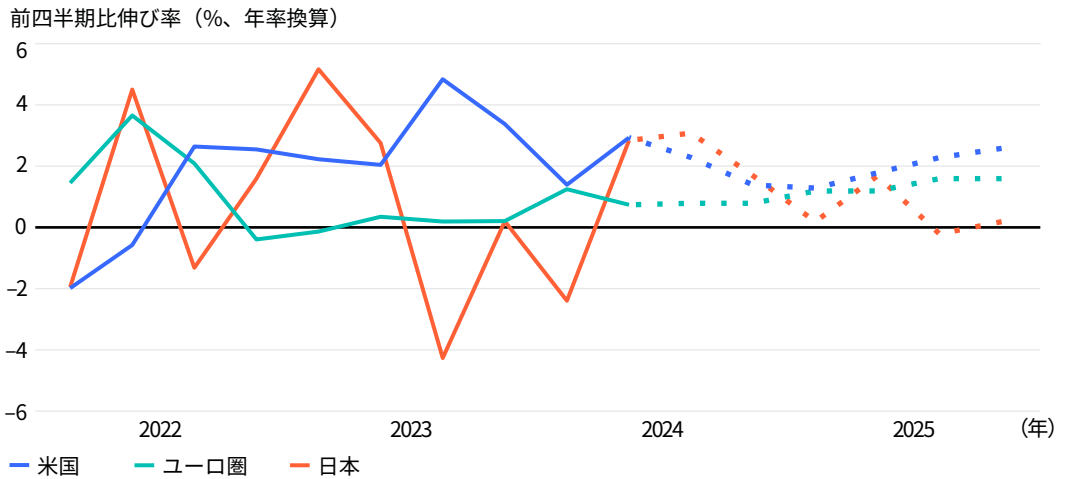
ユーロ圏では、消費主導の景気回復が期待されていましたが、まだ実現しておらず、消費者信頼感の低迷や貯蓄率の上昇により景気回復が抑えられています。このことはデフインフレ傾向にとって好材料であり、欧州中央銀行（ECB）は金融政策の段階的な緩和を続けています。しかし、年末に向けて経済成長の予想外の下修正が続いた場合、追加利下げが必要になるかもしれません。今のところ、政策当局は10月に利下げを一時停止し、四半期ごとに25ベース・ポイント（bps）の利下げを進めると予想されます。

大幅な賃金の伸びを受け、日銀の追加利上げ観測が高まっています。最近の賃金データは記録に残っている中で最も高い賃金の伸びを示しており、このことが輸入インフレやインフレ期待の高まりに拍車をかけました。経済成長やインフレに一時的な影響を与える要因はありますが、日銀はこうした短期的な要因に惑わされることなく、年内にもう1回の利上げを実施すると見込まれます。日銀は第4四半期に25ベース・ポイント（bps）の利上げを行い、年末までに政策金利を0.50%に引き上げると予想されます。また、2025年に入っても利上げを継続すると予想されます。

実質国内総生産の予測 2022年～2025年（予測）

2024年9月12日現在

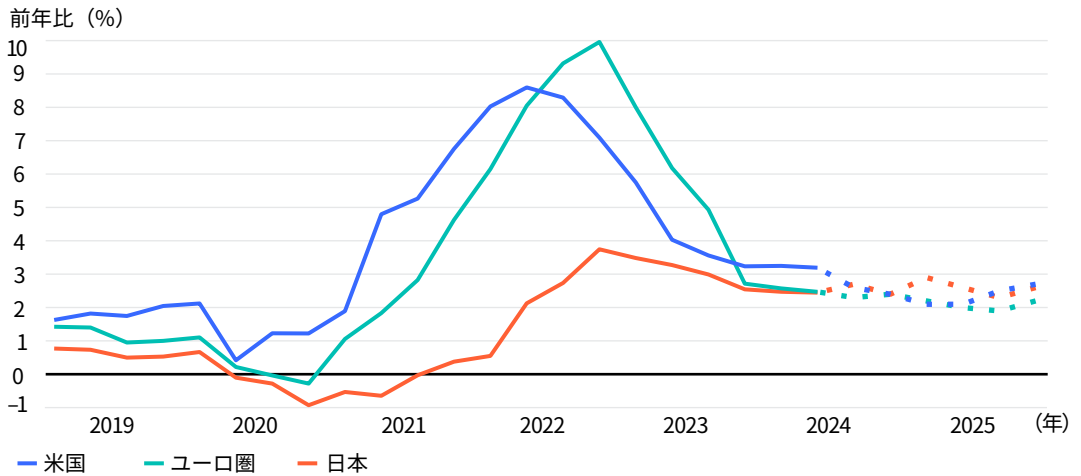
出所：ユーロスタット、内閣府（CAO）、米経済分析局（BEA）、マクロボンド。フランクリン・テンブルトン債券リサーチによる分析。推定、予想、または予測が実現することを保証するものではありません。



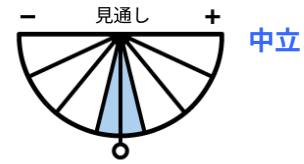
総合インフレ率の予測 2019年～2025年（予測）

2024年9月12日現在

出所：ユーロスタット、SBV、米労働統計局（BLS）、内閣府（CAO）、米経済分析局（BEA）、マクロボンド。フランクリン・テンブルトン債券リサーチによる分析。推定、予想、または予測が実現することを保証するものではありません。



米国経済レビュー



米国経済：経済の実態よりも世論の反応を重視？

- **トランプ氏とハリス氏の両候補はともに270人の選挙人獲得に向けて複数の道筋を持っています**（大統領に当選するには、各州に割り当てられた選挙人の過半数である270人以上を獲得する必要があります）。カマラ・ハリス副大統領の大統領選への出馬により、民主党に有利な方向に変化が生じるとともに、主要なスイング・ステート（共和党と民主党の支持率が拮抗しており、選挙の度に勝利政党が変動する激戦州）では支持率の差が大幅に縮まっています。しかし、このように勢いが変化したにもかかわらず、大統領選は誤差の範囲内での争いへと逆戻りしています。世論調査は現在、共和党の完全制覇と、民主党との「分割政府（ねじれ議会）」シナリオといった接戦になることを示唆しています。
- **選挙結果に関係なく、共和党と民主党はともに期限切れとなるいくつかの減税措置の延長に関心を示していることから、2017年の減税・雇用法（TCJA）の一部が延長されると予想されます。**これには、年間所得が40万米ドル未満の個人に対する個人所得税率の引き下げの延長、児童税額控除の拡大、標準控除額の倍増の恒久化、企業の研究開発費用の即時控除の復活などが含まれます。これだけでも、すでに悪化している財政見通しに今後10年間で約4兆5,000億ドルもの赤字が上乗せされる恐れがあります。米国議会予算局のベースライン予測によると、減税措置の延長が実施されなかったとしても、米国の財政状況は大幅に悪化する可能性が高く、財政赤字は今後10年間で累計20兆ドルに達すると予想されています¹。
- **トランプ氏が率いる政権**（大統領・議会の完全制覇または分割政府）の下では、社会保障給付金への課税廃止や法人税率の15%への引き下げといった提案は、すでに大きな財政赤字を抱えていることを踏まえると、議会で支持が得られる可能性は低いと思われます。また、社会保障給付金への課税廃止は、予算調整プロセスを通じて可決することは難しいと見込まれます。ただし、トランプ政権の下では

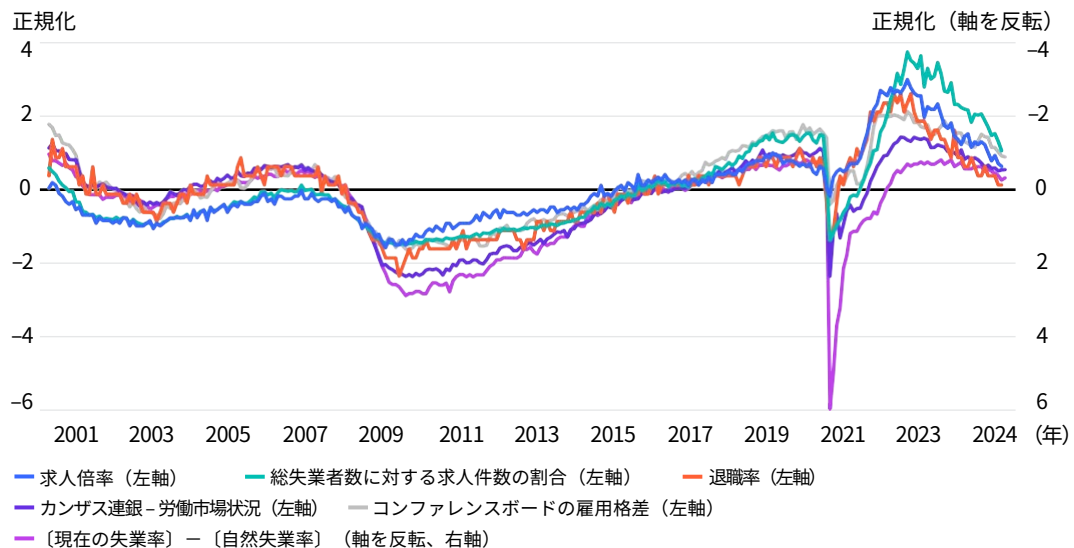
関税の実効税率が上昇すると予想されます。関税の引き上げの程度によって、低・中所得層の消費者は税引き後の所得が減少する恐れがあり、この減少額は、TCJAにおける減税措置の延長に伴う恩恵を相殺して余りあるものになると見込まれます。

- 一方、**ハリス氏が率いる政権**では、州・地方税の税額控除の上限である1万ドルが大幅に引き上げられる可能性があります。2025年末にこの上限が撤廃された場合、今後10年間で財政赤字が最大1兆2,000億ドル拡大する恐れがあります。ハリス氏は、初回住宅購入者に対する連邦政府からの2万5,000ドルの補助金（バイデン大統領が以前に提案した1万ドルの税額控除を上回る）を提案していますが、これにより住宅需要が急増し、住宅供給が追い付かなかった場合、住宅価格の高騰を招く可能性があります。また、この補助金により、リスクの高い借手が返済能力を超えた住宅ローンを組めるようになるため、住宅ローン減免プログラムの必要性がさらに高まる可能性があります。
- **米連邦準備制度理事会（FRB）は金融緩和を開始する時期が到来したことを示唆していますが、利下げのペースに関しては依然として明確な方針を示していません。**労働市場の主な指標は、現在の状況が完全雇用に近いように思われることを一様に示唆しているように見えます。賃金はインフレ率を上回るペースで上昇を続けており、サービス・セクターは引き続き力強い拡大を示しています。一方、過去の雇用統計の下方修正や、製造業の活動の低迷、最近の米地区連銀経済報告（ページブック）による経済活動の停滞または後退を示す事例証拠などが懸念材料となっています。先物市場は、年内に100ベース・ポイント（bps）以上の利下げを織り込んでいますが、FRBは年内に25bpsの利下げを3回実施し、その後2025年にさらに3回の利下げを行い、3.75%～4%のターミナル・レート（政策金利の最終到達点）を目指す予想されます。

米国の労働市場は均衡または均衡に近い状態

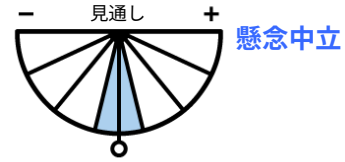
2001年～2024年
2024年9月12日現在

出所：米労働統計局（BLS）、米経済分析局（BEA）、（インディードハイアリングラボ、カンザスシティ連邦準備銀行、米国議会予算局（CBO）、カンファレンス・ボード、マクロボンド、フランクリン・テンブルトン債券リサーチによる分析。



1. 出所：「予算・経済見通し（2024年～2034年）」。米国議会予算局（CBO）。2024年2月現在。推定、予想、または予測が実現することを保証するものではありません。

ユーロ圏経済の見通し



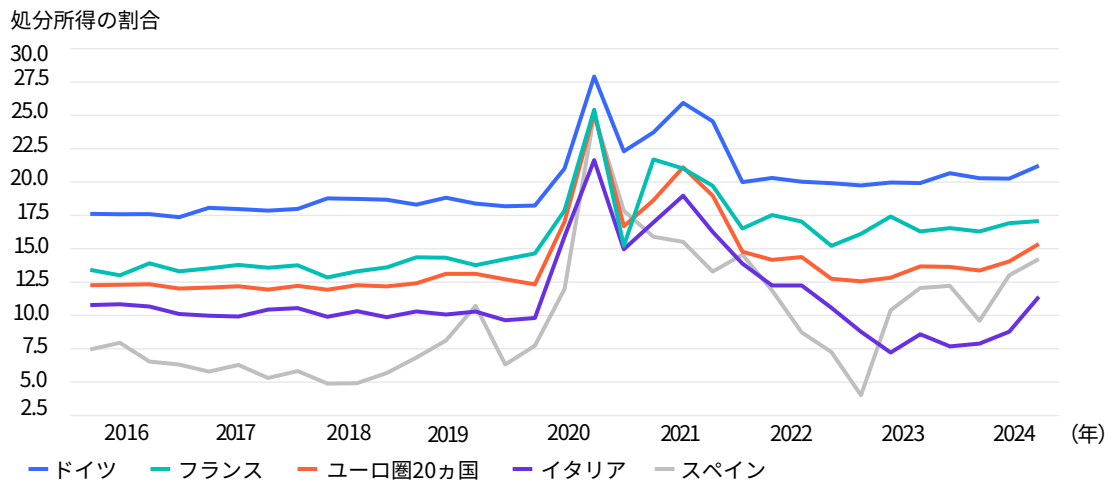
ユーロ圏経済：期待外れの景気回復

- **ユーロ圏の経済は回復ペースが加速していません。**長期にわたる景気停滞を経た後、今年の第1四半期にはようやくプラス成長の勢いが見え始めたものの、第2四半期に入ってそうした勢いは長続きしませんでした。第2四半期国内総生産（GDP）成長率は、欧州中央銀行（ECB）が6月の予測において予想していた成長率の半分に減速しましたが、詳細な分析によると、同期間に内需が落ち込んだことが要因となりました。第3四半期の見通しについては、先行指標を見る限り、成長ペースの回復は示されていません。
- **消費主導の景気回復はますます難しいように思われます。**高い賃金の伸びやインフレ率の低下により、実質所得は着実に増加しているにもかかわらず、個人消費は依然として低迷しています。実際に、貯蓄率は引き続き上昇しており、第1四半期には過去最高を更新し、コロナ禍前の水準を大幅に上回りました。経済の先行き不透明感が高まる中で、消費者信頼感が低迷しており、消費者は支出を抑えて貯蓄を増やすことに努めています。さらに、預金金利が高止まりしていることが、流動性を確保することにインセンティブを与えており、特に長期間にわたり預金にほとんど利息がつかなかったことから、そうした傾向が顕著となっています。こうした貯蓄行動が正常化するには、以前に予想されていたよりも長い時間を要する可能性があり、消費主導の景気回復が再び遅れる可能性があります。
- **我々は、デフインフレの進行に確信を強めています。**総合インフレ率は持続的に低下しており、現在ではECBの目標値に近い水準で推移しています。サービス項目の上昇により、コア・インフレ率（エネルギー価格や食料価格といった変動の大きい品目を除く）は高止まりしています。しかし、労働市場が緩やかに軟化する中で、賃金上昇圧力によるさらなるインフレ持続のリスクは後退しています。
- **欧州中央銀行（ECB）は今のところ、緩やかな金融緩和サイクルを続けています。**9月の25ベース・ポイント（bps）の利下げは広く予想されており、成長見通しについても小幅な下方修正が行われました。政策当局はデータ次第の姿勢を維持しており、我々は今のところ、慎重な姿勢からの転換や、10月の会合での利下げは予想していません。賃金の伸びが高止まりし、サービス価格が上昇している一方で、利益率の先行き不透明感や生産性の伸び悩みといった中期的な懸念材料が存在しているため、ECBは難しい政策運営を迫られています。歴史的に見て、労働市場は依然として健全な状態にあるものの、消費主導の景気回復といった基本シナリオの達成は難しくなっており、成長率は潜在成長率を下回る水準で推移しています。年末まで景気の低迷が続いた場合、ECBは12月の会合で金融政策調整のスピードを再考し、1月または3月から連続で利下げを実施する可能性があります。これまでのところ、ターミナル・レートの予想は中立金利の範囲内（2%～2.5%）に収まっており、これは米国で観察される状況とは対照的であると言えます。しかし、景気の低迷が長引けば、景気後退に陥ることがなくてもターミナル・レートが中立金利をやや下回る可能性があります。

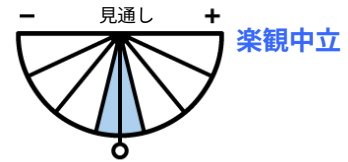
過去最高水準の貯蓄率が消費主導による景気回復を妨げている

2016年～2024年
2024年9月13日現在

出所：ユーロスタット、マクロボンド。フランクリン・テンブルトン債券リサーチによる分析。



日本経済の見通し



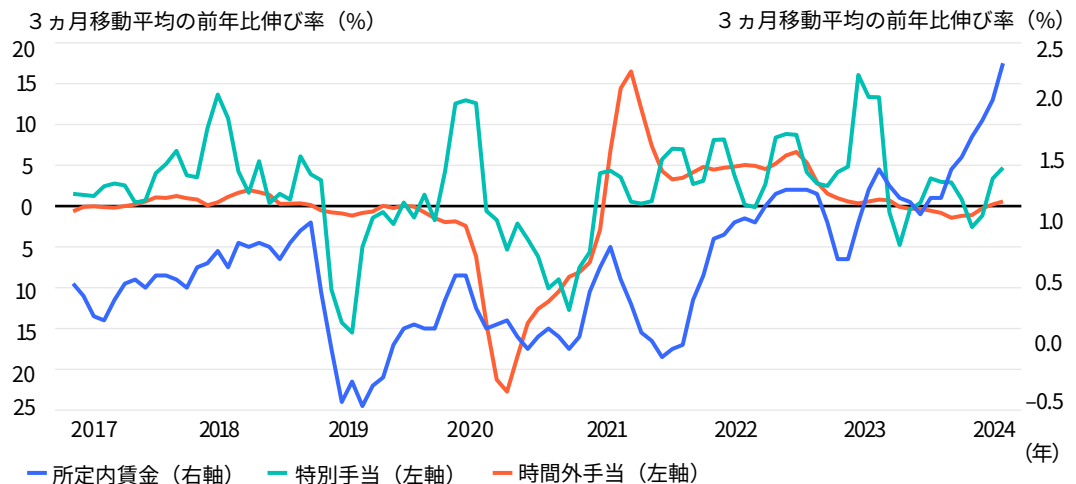
日本経済：今後さらに正常化すると見込まれる

- GDP成長率は第1四半期にマイナスとなりましたが、第2四半期には大幅に回復しました。我々は2024年下半期にはさらに成長ペースが加速すると引き続き予想しています。その要因としては、賃金が力強い伸びを示しており、これにより個人消費と家計支出が支えられることが挙げられます。7月の労働現金収入は前年同月比で3.6%増となり、同じベース期間の所定内給与は3%増加しました。この水準は記録に残っている中で最も高い賃金の伸びの1つとなっています。今年の賃金交渉の結果が、こうした賃金の上昇傾向に拍車をかけただけでなく、10月から実施される最低賃金の5%の引き上げがこうした傾向をさらに強固なものにすると考えられます。我々は、2024年には成長率が前年比0.1%増に減速するものの、2025年には1.2%増に回復すると予測しています。
- 日本では、政府が長年続けてきた電気・ガス料金への補助が終了し、エネルギー価格が上昇する中で、**インフレが再び台頭しつつあります**。一方、東京都が実施した高校授業料の無償化により、東京都区部のコア消費者物価指数（CPI）は伸びが鈍化しました。こうした一時的要因を除くと、輸入価格やインフレ期待の上昇により、インフレは高止まりしています。これに大幅な賃金の伸びが加わり、賃金・物価スパイラルが確実に強まり、その結果、サービス価格と全体的なインフレ率がさらに上昇すると見込まれます。主要な消費者物価指数（コアCPIとスーパーコアCPIを含む）の変数に関して、我々は今後2年間にわたり2%前後で推移すると予測しています。
- 最近の日銀（BoJ）の論調は変化しており、インフレ率と賃金が予想通りに推移した場合、金融政策の正常化が進展することを日銀は認めています。また、このことは、経済成長が予想通りに推移した場合、インフレのボラティリティを高める一時的要因または救済措置が概ね見過ごされるという安心感も提供します。労働市場の逼迫に加え、賃金の着実な上昇基調を踏まえると、日銀は第4四半期にあと1回の利上げを実施し、2025年を通して利上げを継続すると考えられます。財務省の第2四半期の調査によると、製造業と非製造業がともに過去最高の利益率を達成し、設備投資計画も堅調となりました。このことは、経済成長を後押しし、日銀の利上げを促す要因になると見込まれます。我々は、ターミナル・レートが2%前後に達するという積極的な見方を維持しています。一方、市場が予想するターミナル・レートは我々の予想を大きく下回っています。
- 日本の与党である自由民主党は、9月27日に総裁選を実施し、新たな総裁を選出する予定です。現職の岸田首相は総裁選に出馬しないことを表明しました。自由民主党の総交代により、現行の主要な政策が大きく変更される可能性は低いと予想されます。

賃金の伸びが勢いを増している

2017年～2024年
2024年9月12日現在

出所：厚生省、マクロボンド。
フランクリン・テンブルトン債券リサーチによる分析。



エディトリアル・レビュー



ソナル・デサイ、Ph.D.
最高投資責任者 (CIO)



ニキル・モハン
エコノミスト、
リサーチアナリスト



アンジェロ・フォルミッジーニ
エコノミスト



リニ・セン
エコノミスト

フランクリン・テンプルトン債券グループについて

フランクリン・テンプルトンは債券市場の様々なセクターにアクティブ投資を行うパイオニアとして進化を遂げ、1970年代以降は社債、モーゲージ証券、資産担保証券、地方債に、1980年代以降は海外債券に、2000年代初頭以降はバンクローン、2010年代にはデジタル資産に投資範囲を広げてきました。全世界で145名を超える投資のプロフェッショナルが1,350億米ドルを超える資産を運用するポートフォリオマネージャーを支えています。ポートフォリオマネージャーは、フランクリン・テンプルトンの運用グループの一員として債券市場の様々な分野の専門家を活用することで、マルチセクターにおける投資機会とリスクの分散を行っています。

フランクリン・テンプルトンのグローバルなネットワークを通じて、多様なリサーチやトレーディング、リスクマネジメントの専門家へのアクセスが可能です。

ポートフォリオマネージャーは、他の運用グループと知見を交換する機会や、ポートフォリオでリスク過剰となっている分野を特定し対応するためのリスク分析を定期的に行っている独立したリスクチームと協働する機会を活用しています。

リスクについて

すべての投資には、元本割れの可能性を含むリスクが伴います。

債券には金利リスク、信用リスク、インフレリスク、再投資リスクがあり、元本割れの可能性もあります。金利が上昇すると、債券の価値は下落します。低格付けのハイ・イールド債は、価格変動が大きく、流動性が低く、デフォルトの可能性があり、

株式は価格変動の影響を受け、元本割れの可能性があります。

グローバル投資は、為替変動や社会的、経済的、政治的な不確実性を含む様々なリスクの対象となり、ボラティリティを高める可能性があります。これらのリスクは新興市場ではより大きくなります。特定の国や地域の企業への投資は、地理的により広範に分散された投資よりもボラティリティが高くなる可能性があります。

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。また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はありません。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はありません。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。

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、フランクリン・templton（フランクリン・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」）が作成した説明資料を、フランクリン・templton・ジャパン株式会社が翻訳したものです。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、特定の金融商品等の推奨や勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、FTが信頼性が高いと判断した各種データ等に基づいて作成したのですが、その完全性、正確性を保証するものではありません。
- 当資料のデータ、運用実績等は過去のものであり、将来の運用成果を示唆・保証するものではありません。また、当資料に記載される見解は作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。
- 当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権、その他一切の権利は、その発行者に帰属します。
- 当資料はFTの許可なく複製・転用することはできません。

フランクリン・templton・ジャパン

商号: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



FRANKLIN
TEMPLETON