



RBC GAM マクロメモ 2022年6月28日－7月11日

マーケットのリバウンド／新型コロナウイルス／ウクライナ情勢／インフレのピークアウト／
弱さを探る経済環境／中央銀行／住宅市場／在庫水準の転換局面



エリック・ラッセルズ
チーフエコノミスト
RBC Global Asset Management Inc.

内容

好調な市場環境
新型コロナウイルスの抑制
ウクライナ紛争は継続
インフレはピークに達するか？
経済シグナルは堅調に推移
中央銀行は利上げを継続
住宅市場の低迷が続く
在庫水準の転換局面

概要

ネガティブな動きとポジティブな動きが混在しています。ネガティブな動きとしては以下が挙げられます。

- 住宅市場が低迷を続けている
- 経済や市場に与える影響はあまり見られないと考えられるが、新型コロナウイルスが再度、感染拡大する可能性がある
- 依然として景気後退リスクが残る
- 企業収益に対する予想はまだ低下の余地がある
- リスク資産は引き続き慎重に見られている

一方、ポジティブな動きとしては以下が挙げられます。

- これまでのところ、大幅な経済環境の悪化は見られない
- インフレがピークに近づいていることを示すいくつかの兆候が見られる
- 中央銀行の金融引き締め観測はやや薄らいでいる
- 企業は積極的に在庫を積み上げていない
- サプライチェーン問題は改善しつつある

好調な市場環境

ここ2週間、リスク資産は上昇しました。これは、インフレがピークに近づいており、中央銀行はこれまで予想されていたほどには政策金利を引き上げる必要がないのではないか、という楽観的な見方によるものです。それに伴って債券利回りもやや低下しています。

インフレと中央銀行の今後の動向について、私たちも同じような見方をしていますが、インフレがここから急低下することはない、という点には留意しておく必要があります。正常なインフレ状態に戻すためには、金融引き締めや経済成長の鈍化を伴うさらなる圧力が必要です。

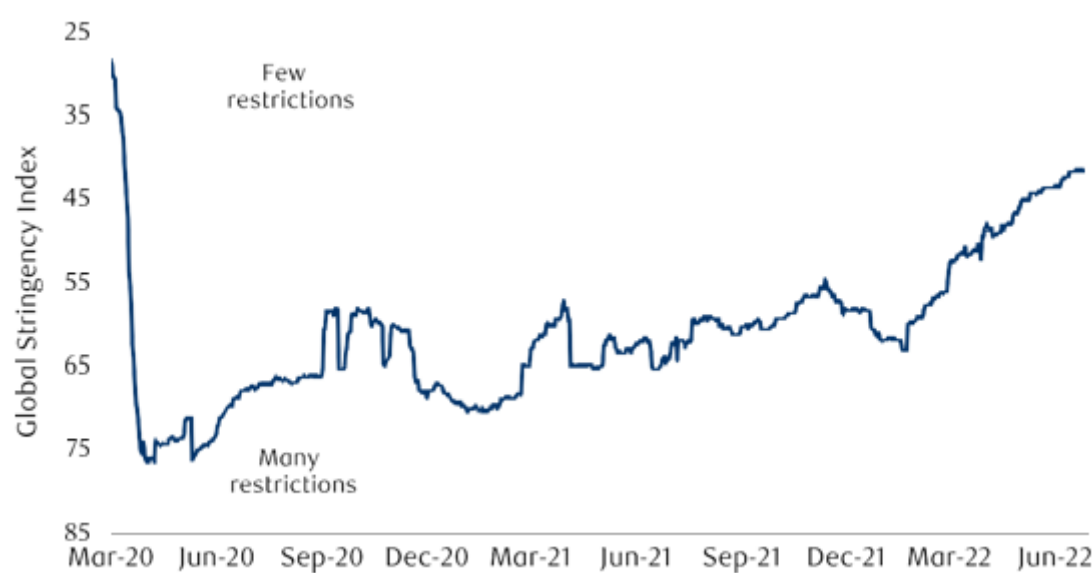
とはいえ、景気後退が企業収益や市場評価に与える潜在的なダメージを過小評価するべきではありません。景気の低迷が顕在化する前に、金融市場が急速に底打ちをすることはほとんどありません。このような理由から、最近の市場の好調さに関わらず、私たちは、慎重な投資スタンスを維持しています。

今後、インフレの鈍化が数ヶ月間続くことや、業績予想の大幅な下方修正といった動きがあれば、私たちの投資スタンスもより積極的にリスクテイクをしていく方向に転じるかもしれません。

パンデミックの緩和

経済的な観点から見ると、新型コロナウイルスの日常生活への影響は弱まりつつあります。感染防止策の厳格さを示すグローバル・ストリンジエンシー指数を見ても、政府の規制が着実に緩和されていることが分かります（下図表）。

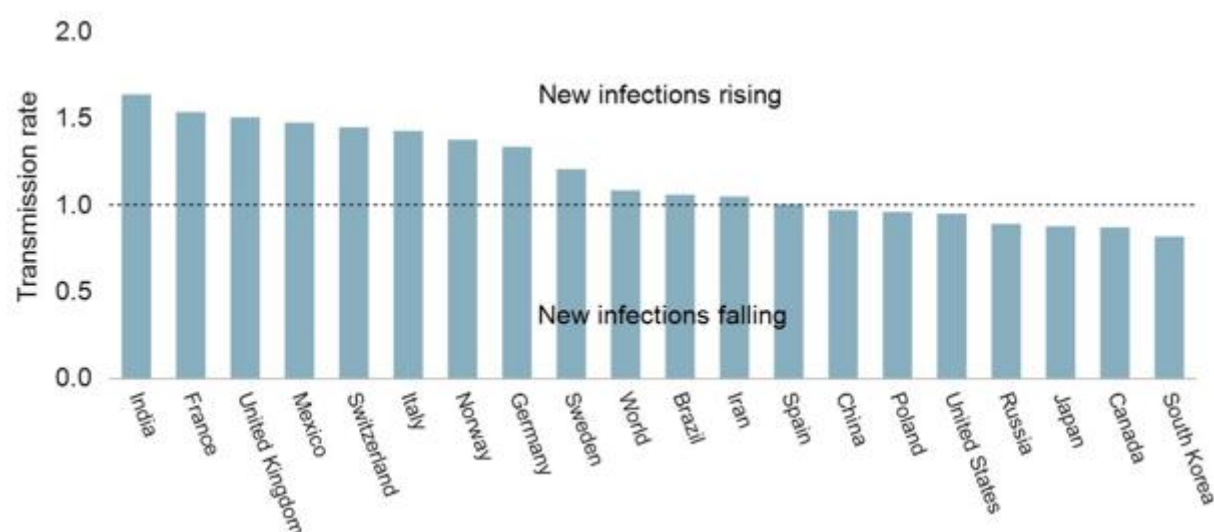
グローバル・ストリンジエンシー指数は着実に緩和の傾向



経済規模が大きい50カ国のストリンジエンシー指数として算出されます。出所：オックスフォード大学、国際通貨基金、オックスフォード大学、国際通貨基金、マクロファンド、RBC GAM

しかし、これは必ずしもパンデミックが永久になくなったことを意味するわけではありません。実際に、現在はオミクロンBA.5系統が拡大しつつあります。オミクロンBA.5系統はその感染力の強さに加え、制約の緩和や免疫力の低下により、緩やかに感染が拡大しています（下図表）。

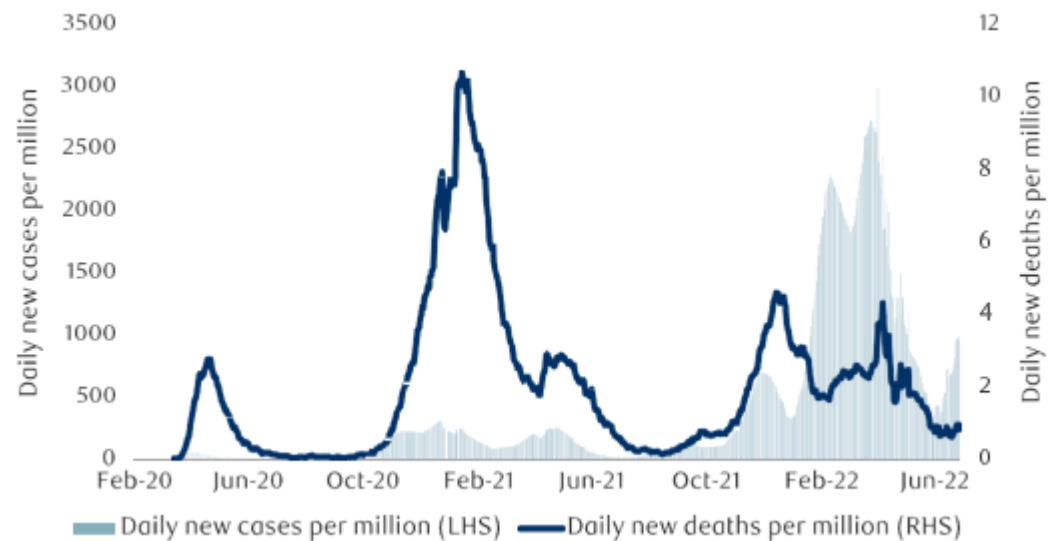
1を下回ると新規感染者数は減少



2022年06月27日時点
出所：データで見る私たちの世界、マクロボンド、RBC GAM

特に、ヨーロッパ諸国ではオミクロンBA.5系統の感染者数が増加しています。これまでのところ、感染者数は2022年初めのピークを大きく下回っています（次ページ参照）。ポルトガルは、他国よりも少し早く、5月に感染者の急増を経験しました。幸いなことに、この波は短命に終わり、6月には既に新規感染者が大幅に減少していることが報告されています。それゆえに、この波が経済活動に大きな支障をきたすことはないように見受けられます。問題は、秋から冬にかけての寒い季節にどのような流行になるかということです。

ドイツの新型コロナウイルスの感染者数と死亡者数は落ち着きを取り戻している



2022年6月26日時点。日次の新規感染者数と死亡者数の7日間移動平均
出所：データで見る私たちの世界、マクロボンド、RBC GAM

ウクライナ紛争は継続

ウクライナ紛争はよく聞くテーマです。メディアは時にウクライナのロシアに対する勝利を報じますが、実際には、ロシアが退却した土地よりも奪った土地の方が大きくなっています。最近では、ウクライナ軍がセベロドネツク市から撤退する中で、ロシアは東部のルハンスク州のほぼ全域を実質的に支配するに至りました。

しかし、ロシアの軍事的侵攻は遅く、ウクライナが西側諸国から追加的な軍備を受けることで、まだ後退していく可能性もあります。長期にわたる消耗戦が続くものと考えられます。

NATOは、即応部隊を4万人から30万人にまで大幅に増強する予定です。ロシアと直接交戦する可能性は低いと考えられますが、それでも紛争の激化を示していると言えます。

経済制裁は、緩和よりも厳格化される可能性が高いと考えられます。リトアニアは、バルト海に面したロシアの孤立した前哨地カリーニングラードへのロシアの鉄道輸送を遮断し始めました。

欧州連合（EU）は最近、ロシアからの石油輸入の大幅制限を発表しました。G7諸国も同様に、ロシア産原油の輸入制限を強化する見通しです。さらに、石油輸出国機構（OPEC）は、1日の原油生産量を従来の計画より25万バレル増やすことを決定しました。これは部分的には代替となりますが、ロシアの石油供給量の減少分を完全に補うために必要な量の10分の1程度に過ぎません。また、米国は近くウクライナへの追加軍事支援とロシアへの新たな制裁措置を発表する見込みとなっています。

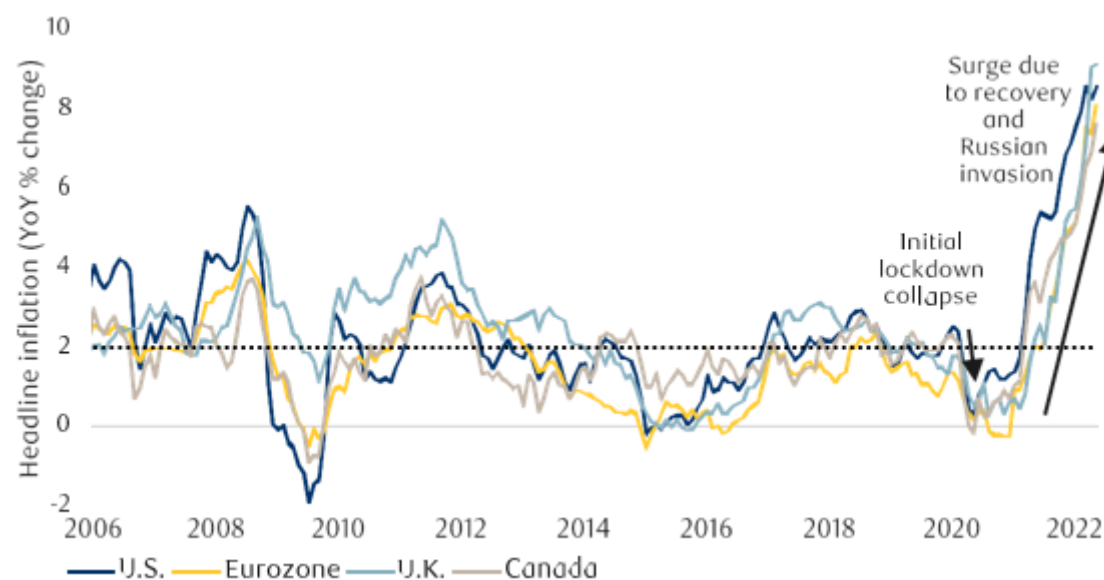
一方、ロシアはデンマーク、オランダ、フィンランド、ポーランド、ブルガリアなど欧州諸国への天然ガスの供給を停止しています。ドイツでは、ロシアが言うところのメンテナンスのために、主要パイプラインを通じて受け取る天然ガスが通常より60%少なくなっています。欧州各国は緊急の節約計画を発動し始めています。最も需要が高まる冬に向けて、供給量はさらに減少する可能性が高いと見られます。これは欧州経済にとって好ましい材料ではありません。

最後に、ロシアが100年以上ぶりに公式に債務不履行に陥りました。30日間の猶予期間が与えられていたので、予想外の事態ではなく、1カ月前に不払いが既に発生しました。ロシアが支払えない理由は、その財政状態よりも、a)西側諸国への見下した態度、b)米ドルとユーロの不足、c)金融制裁によって資金移動が不可能、といったことが挙げられます。幸いなことに、このデフォルト金額によって、グローバル金融システムが崩壊することはないと思われます。

インフレはピークに達するか？

世界の多くの地域でインフレ率は極めて高い水準にあります（下図表）。米国は、インフレ率が低下するかについての先行指標となると考えています。米国はインフレ率の急上昇を最初に経験しただけでなく、理論的にもその経済のダイナミズムゆえに他国より進んで変化を示すはずで。他の国ではインフレの加速が続いていますが、米国ではここ数カ月で既に安定しているように見えます。

主要国のインフレ率は数十年來の高水準に達している



2022年5月時点

出所：労働統計局、国家統計局、カナダ統計局、欧州共同体統計局、ヘイバー・アナリティクス、RBC GAM

米国のインフレがピークに達しているかどうかを測るスコアカードを作成しました（下図表）。19の指標のうち、現在8つが「No」、9つが「Maybe」、2つが「Yes」となっています。しかし、2カ月前には19項目全てが「No」でした。「Yes」となっている項目はほとんどないものの、前進していると言えます。

米国のインフレピークに関するスコアカード

U.S. inflation peaking scorecard

	Inflation turning lower?		
	Yes	Maybe	No
Headline CPI			
Core CPI			
Breadth - Median CPI			
Breadth - Trimmed-mean CPI			
PPI			
Real-time inflation			
Pandemic-boom goods			
Services			
Crude oil			
Food			
Home prices			
Wages			
Supply chain			
Market: inflation expectations			
Consumer: inflation expectations			
Business: inflation is biggest problem			
Business: plans to raise prices			
Consensus inflation forecast			
Google trends inflation			
Total	2	9	8

前月比と前年比を合成することで「転換点」を特定。「パンデミックブーム関連商品」は、中古車＋スポーツ車（自転車を含む）

出所：RBC GAM

2022年6月23日時点

何が先か？

インフレのどの構成要素が先に下落に転じるのでしょうか。この問いに答えるためのいくつかの方法があります。

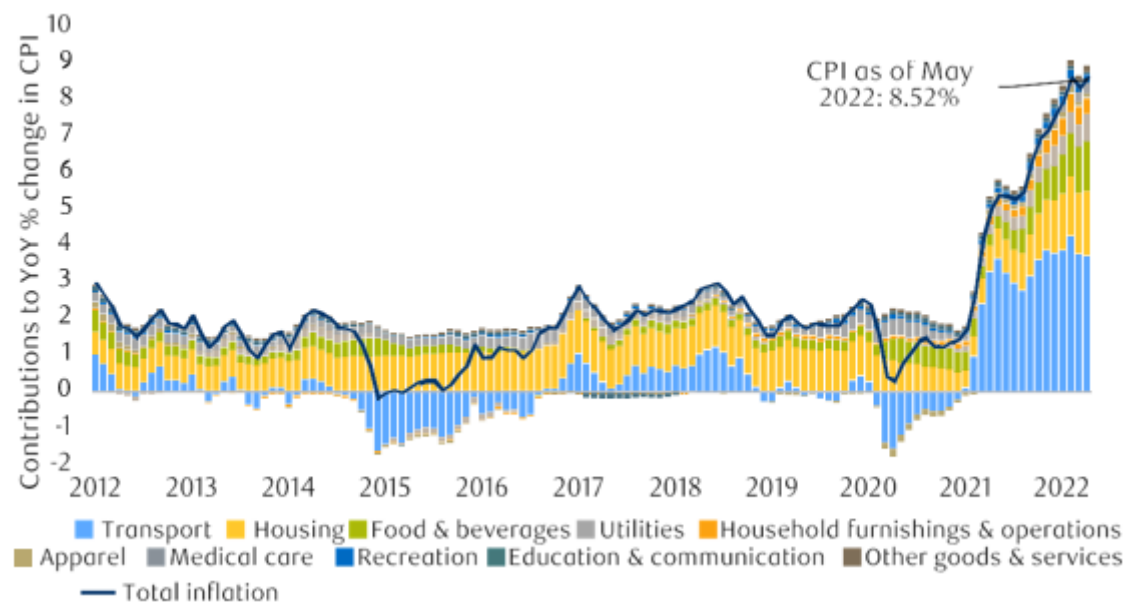
過去を見ると、全般的なインフレにかなり先行する指標として、食品と自動車燃料が挙げられます。

自動車、自転車、電化製品といった品目は、新型コロナウイルスが蔓延している時期に大きく値上がりしたため、今後、逆の動きになるのではないかという見方もあります。また、これまでと同様、景気減速時には需要が大きく減退するため資源価格が大きく下落するという考え方もあります。

さらには、高いインフレ率をもたらしている要素の大部分は、サービスではなくモノに対する過剰な需要に起因しているのだから、その範囲では、モノのインフレはサービスのインフレより先に緩和するはずだと考えることもできるでしょう。

同様の観点から、米国のインフレ率を分解してみると、過去1年間の物価上昇の半分近くが運輸セクターによるものであることが分かります。厄介なことに燃料費と車両費の上昇が組み合わさったことによるものです。（下図表）。さらに4分の1程度が住宅と食品のインフレの組み合わせによるものとなっています。

輸送、住宅、食品が米国のインフレを牽引



2022年6月時点
出所：米国労働統計局（BLS）、Macrobond、RBC GAM

実際に、これらの一部については転機を迎えています。中古車価格は低下に転じ、様々な資源価格も下落しつつあります。原油価格は今後下落すると見方から、石油会社の株価も最近では振るいません。住宅市場もほぼ確実に下落に転じています。ただし、住宅コストは消費者物価指数（CPI）にかなり遅れて影響を与えます。いくつかの基本的な食料品も値下がりし始めています。

コモディティ価格の下落

様々な資源価格が下落し始めています。これは、ロシアの輸出に関する最悪のシナリオが回避されたことでもあります。主に景気低迷による今後の需要減退が予想されるためです。ベースメタル価格は、銅を含めて下落しています（下図表）。銅は景気の先行指標と考えられています。

銅価格は、世界的な成長懸念から下落



2022年06月24日時点
網掛け部分は米国の景気後退を表す
出所 ロンドン金属取引所（LME）、ブルームバーグ、RBC GAM

原油価格は依然として高いものの、以前ほどではありません(次ページの図表参照)。

ロシアの侵攻を受けて原油価格は上昇



2022年06月24日時点
出所 マクロボンド、RBC GAM

木材価格は、リフォーム需要の減少と住宅市場に対する期待が減退したことで大幅に下落しました（下図表）。

木材価格の大幅な下落



2022年06月14日時点
出所：CME グループ、Macrobond、RBC GAM

最後に、これまでにまだ転換期を迎えていなかった小麦の価格が急落しています（下図表）。



2022年06月24日時点
網掛け部分は米国の景気後退を表す
出所：S&P, Macrobond, RBC GAM

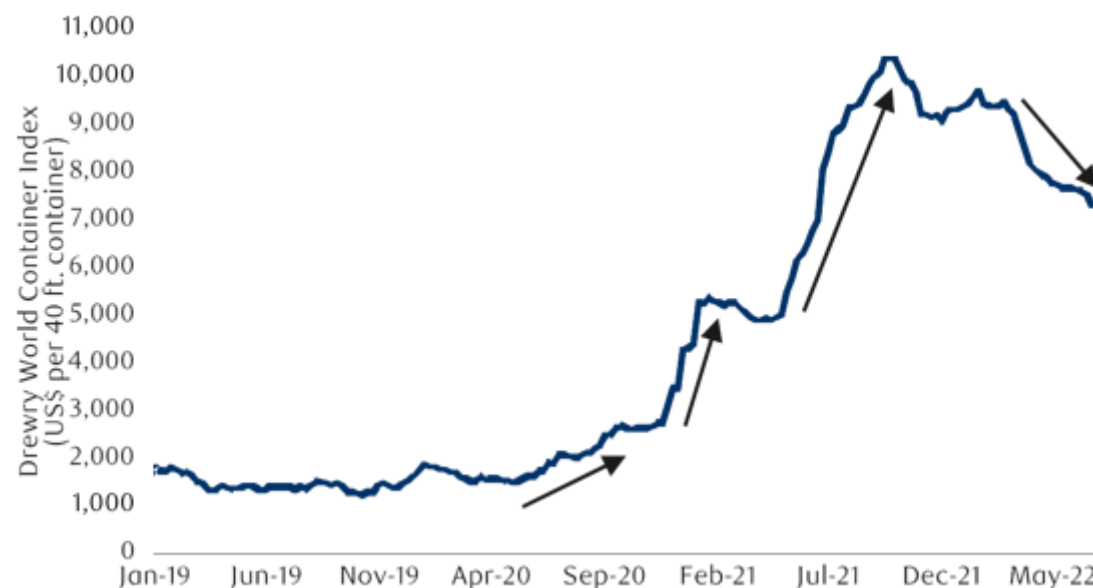
こうした下落が続く保証はありませんが、インフレが緩和されるために必要なことは、商品価格の上昇が止まることです。

サプライチェーンの改善

インフレのもう一つの主要な要因は、サプライチェーンの問題です。ロシアへの制裁、中国のロックダウン、新型コロナ禍における支出パターンの歪みに伴うものであり、いまだに厄介な問題です。サプライチェーンの混乱には、今後何年も解決できないものもあるようで、年末商戦に向けた調達ラッシュが既に近づいていることにも注意が必要です。

しかし、いくつかのサプライチェーンの問題は確実に改善されています。コンテナの輸送コストは下がり続け、現在では1年前の水準に戻っています（下図表）。

海上輸送コストはさらに低下



2022年06月23日の週末の時点

出所：ドゥルーリー・サプライチェーン・アドバイザーズ、RBC GAM

同時に、メーカーはサプライヤーの納期に対する不満をかなり解消しており、今後さらなる改善を期待しています（下図表）。

サプライヤー納期は、現時点と今後において改善の傾向



2022年5月時点

現在のサプライヤー・リード・タイムと予想されるサプライヤー・リード・タイムの等加重平均

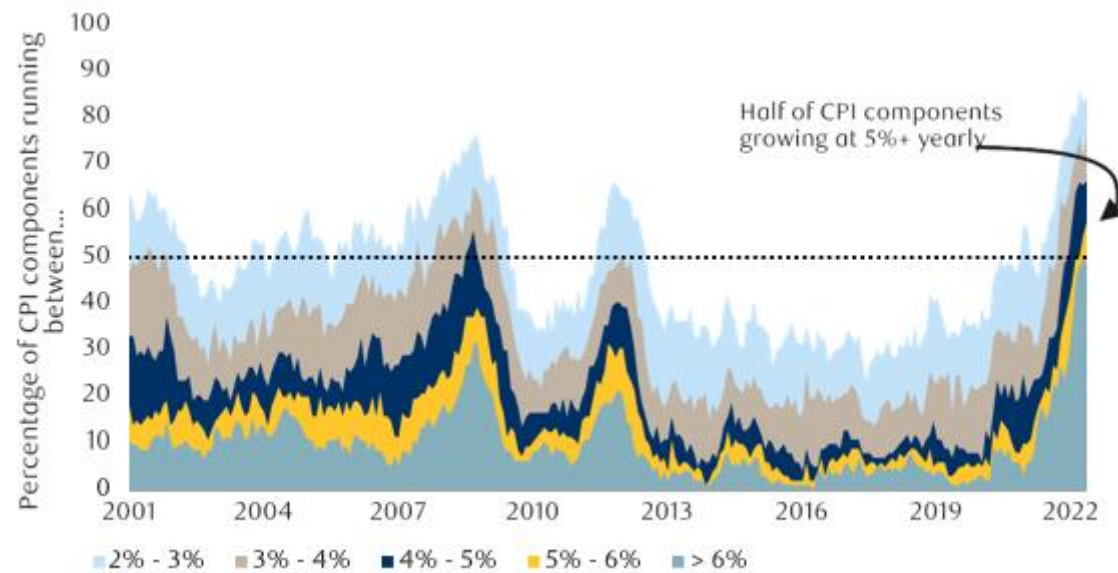
出所：ダラス、カンザス、ニューヨーク、フィラデルフィア、リッチモンドの各連邦準備銀行、マクロボンド、RBC GAM

広範囲に及ぶインフレ

これらの喜ばしいニュースに反して、今日の高インフレは驚くほど広範囲に及んでいます（次ページ図表参照）。インフレへ最大の影響を与えているのは一握りのセクターに集中しているものの、今や幅広い商品にインフレが及んでいます。このため、資源価格やサプライチェーンの問題が改善されたとしても、インフレの正常化にはより時間がかかるものと思われます。国際決済銀行は最近、インフレが循環的な高水準から、構造的な高水準に飛躍する危険性があると警告しています。高インフレが続けば、全般的にこうした動きになると思われます。

幸いなことに、私たちは最終的にこのような結果にならないと予想しています。むしろ、インフレ率は今後数カ月のうちにピークを迎え、その後、より正常な水準に緩やかに戻ると予想しています。

米国のインフレ率は大きく上昇



2022年5月時点
消費者物価指数（CPI）の構成要素のうち、前年比の変化率が指定された範囲に収まるものの割合
出所 ハイパー・アナリティクス、RBC GAM

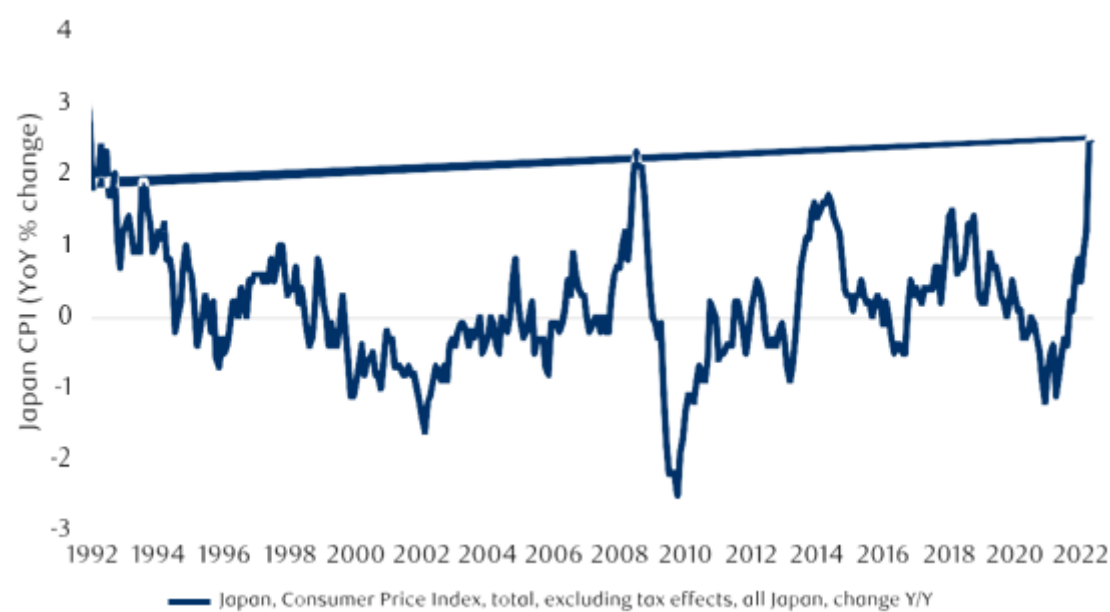
日本に対する視点

インフレ上昇についての日本への見方は、3つの理由から他の地域と異なっています。

1. 最近になってインフレ率が大幅に上昇した（下図表）。
2. インフレ率は2.5%と問題が無い水準。他の先進国は日本の3倍の水準のインフレ率となっている。
3. 日本は、数十年にわたるデフレに悩まされてきた。

そのため、今回のインフレ率の上昇は、日本のインフレ期待をリセットし、デフレという苦難から脱却できる機会かもしれないと捉えています。

日本のインフレ率は過去30年の最高水準に



2022年6月時点
出所：総務省統計局 総務省統計局、Macrobond、RBC GAM

他の多くの国々が金融引き締めに取り組んでいる中で、市場関係者は、日本が金融引き締めに抵抗できるかどうか懐疑的な見方を持っています。結局、日本のインフレ率は2桁にも近づいてはいないかもしれませんが、それでも1991年以来の高水準となっています。これまでのところ、日本銀行は投機筋に積極的に反発し、10年債利回りの目標を守っています。日本のインフレが今後どのように推移するか、また円安がどの程度進むかによって、多くのことが変わるでしょう。

日本のインフレが他国に比べて数分の一の水準で推移するのであれば、日本銀行は現在のマイナス金利を維持することができるでしょう。しかし、日本のインフレ率が急上昇し続ければ（あるいは将来のインフレの前兆として通貨の下落が続けば）、最終的には行動が必要になる可能性があります。

スタグフレーションなのか？

世界が高インフレと経済活動の低下の可能性に直面する中、これが恐るべき「スタグフレーション」なのかというのは明らかな疑問点です。それに対する答えは3つに分かれます。

1. スタグフレーションは現在起こっていない。スタグフレーションの条件の一つであるインフレ率についてはかなり高いものの、経済成長はまだ堅調な状況にある。
2. 広義のスタグフレーションは今後1年半の内に、いつか発生する可能性がある。つまり、経済が弱くなる一方、インフレ率が一時的に高くなりすぎる瞬間が起こり得る。これはスタグフレーションと呼ばれるが、私たちが考えるようなスタグフレーションは単なるスナップショットではなく、ある一定の期間を指すものである。
3. スタグフレーションが何年も続くことはなく、ましてや1970年代のような時代となるとも思えない。経済成長率は（主に人口動態の問題から）長期的に大きくぶれることはなく、インフレ率はこれまでよりやや高くなる可能性があるが、スタグフレーションと呼ぶほどではない。

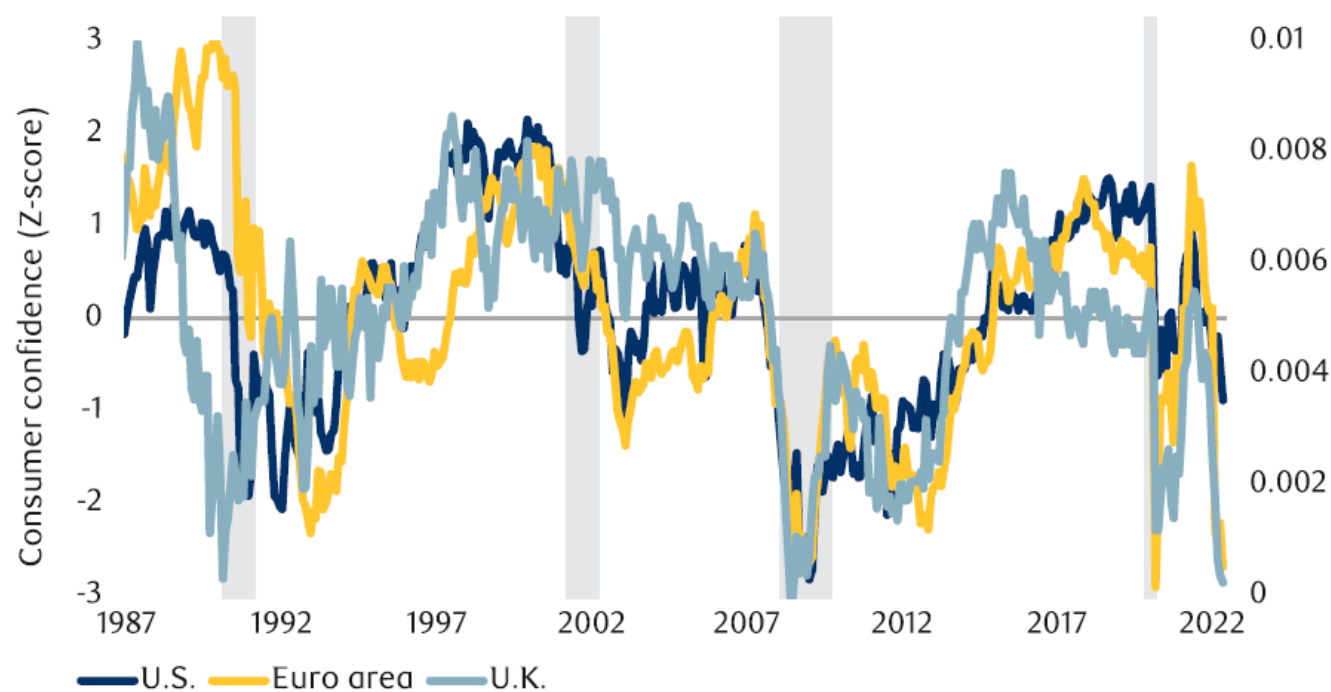
経済シグナルは堅調に推移

経済の弱さを評価する上で、主に2つのことを私たちは注目しています。

- 個人消費低迷
- 企業の設備投資や雇用の減少

現時点でこの2つを見つけるのは難しいように思われます。消費者信頼感や景況感は、多くの国で同時に発生している向かい風に直面し、大きく低下しています（下図表）が、実際の経済活動は引き続き堅調と言えます。

消費者信頼感：米国、ユーロ圏、英国



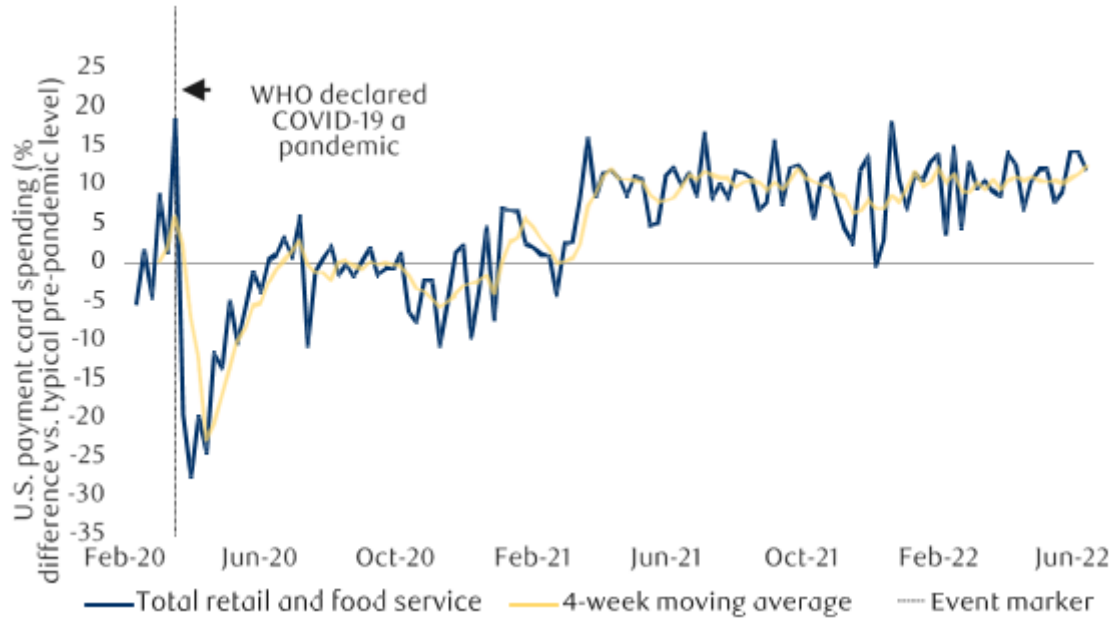
2022年6月時点
網掛け部分は米国の景気後退期を表す
出所：コンファレンス・ボード、欧州委員会（DG ECFIN）、GfK UK、ミシガン大学、マクロポンド、RBC GAM

リアルタイムの消費者支出データを見ても、急激な後退は見られません（次ページの図表）。しかしながら、2022年と2021年の消費支出の伸びが2019年に対してほぼ同じ水準であるという事実は、過去1年間の消費支出がほとんど成長していないことを示しており、見た目よりも懸念するところです。

さらに、過去1年間のインフレ率が非常に高かったため、2022年のインフレ調整後の支出額は、やや弱いように見えるでしょう。逆に、人々が実店舗に戻ることで、消費の一部が現金取引にシフトしている可能性もあります。このような取引は、このカード利用データを作成する際には含まれていません。

これらの点を考慮すると、個人消費の伸びは見た目ほど良くはありませんが、今まさに不況が始まろうとしているような突然の経済環境の悪化が生じているわけでもありません。

米国のカード支出は堅調に推移



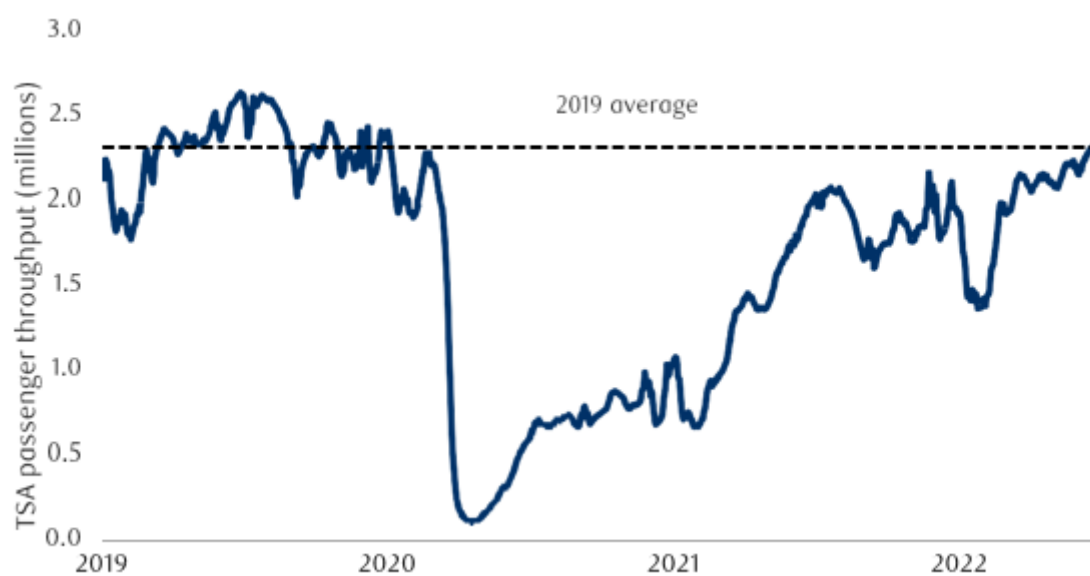
2022年06月14日に終了する週の時点
Fiservが収集した実店舗の加盟店のカード取引データに基づく。ガソリンスタンドを除く。
出所：BEA、Haver Analytics、RBC GAM

今のところ、企業が投資や雇用の計画を大幅に縮小させようとしていることはありません。企業活動の縮小を示す僅かな兆候はありますが、大きな変化はなく、最近見られた景況感の大幅な低下を支持する内容はありません。今後、企業活動がもう少し落ち着く可能性はありそうですが、今のところそれほど大きな変化は見られていません。

先に述べたように銅価格と原油価格は足元下落しています。いずれも景気の低迷を予想する典型的な指標です。

一方、旅行など、新型コロナウイルスが蔓延する中で制約を受けてきたサービスに対する需要は、引き続き好調に推移しています。米国の航空移動は、現在、新型コロナウイルスの発生前の水準に戻っています（下図表）。

米国の航空旅行は新型コロナウイルス発生前の水準に戻る



2022年06月26日時点
TSA旅客スループットの7日間移動平均
出所：米国国土安全保障省、マクロボンド、RBC GAM

景気後退リスク

経済環境は堅調さを保っているに関わらず、景気後退リスクの鐘は鳴り続けています。最近注目すべき項目がいくつかあります。

ウォールストリート・ジャーナルが最近行ったエコノミスト調査によると、今後12カ月間に景気後退が起こる可能性を44%と予想しています。1月の調査ではわずか18%だったこともあり、これは通常よりもかなり高い確率といえます。経済学者は保守的な傾向（保守的すぎるかもしれません！）にあることには留意しておくべきです。44%の確率と予想されて、その後に景気後退が起きないようなことはめったにありません。

国際決済銀行（BIS）は最近、35カ国の金融引き締めサイクルとその後起きる出来事についての調査を行いました。これは、米国だけに焦点を当てた分析と比べると著しい進歩です。その結果、金融引き締めサイクル後には、約半数が景気後退に、約半数がソフトランディングに至ることが明らかになりました。米国の経験だけに着目した単純な分析よりはいい結果と言えます。しかし、さらなる分析によれば、金融引き締めの前に企業の借入コストが極端に低下していたり、金融面での脆弱性が高まっていると、景気後退の可能性が高くなることが分かりました。今回はその両方が当てはまります。

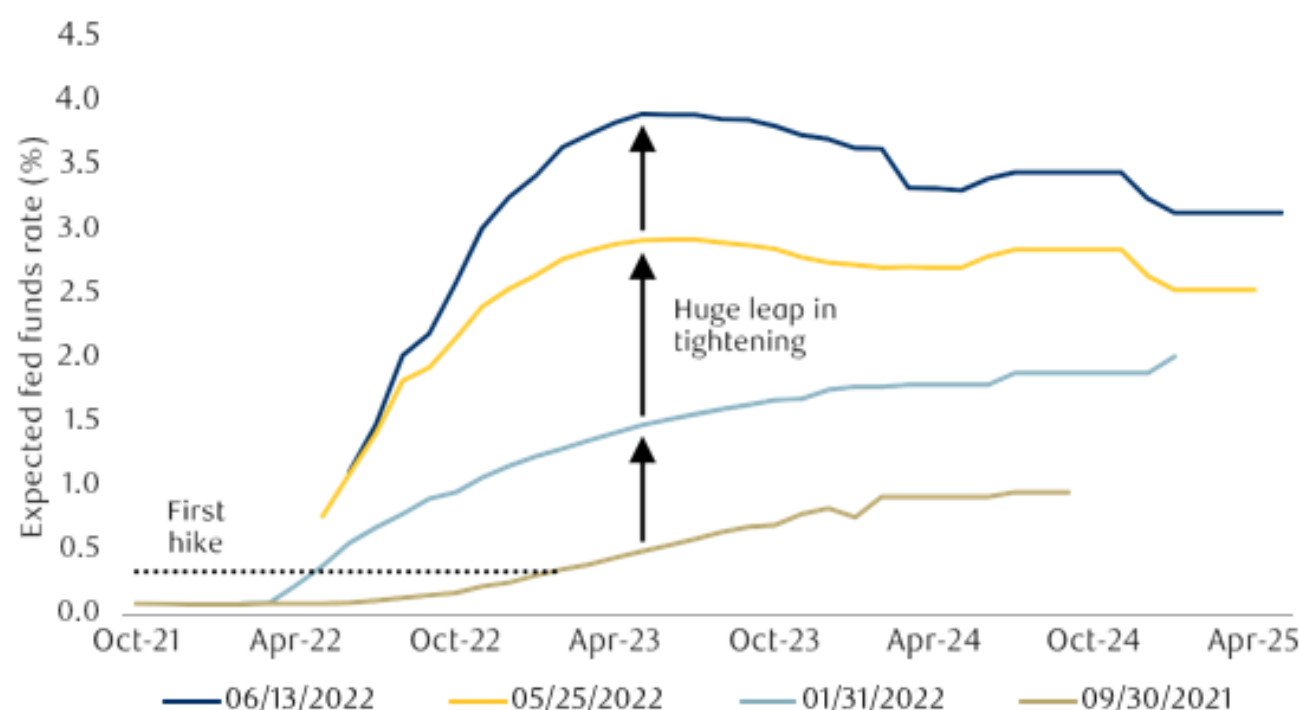
ニューヨーク連銀は大規模な計量経済モデルを用いて、4四半期間で国内総生産（GDP）が1%減少すると予測しています。景気後退となる可能性が高いということです。不況の予言や警告はたくさんありますが、計量経済モデルがそのような予測をすることは非常に珍しいことです。そのため、この予測を真摯に受け止めなければなりません。

紛らわしいことになるかもしれませんが、2022年第1四半期のGDPは年率換算で1.5%で縮小し、アトランタ連銀の予測モデルでは2022年第2四半期は横ばいになると予測されています。つまり、第2四半期がわずかも期待に届かなければ、2四半期連続でGDPが減少し、テクニカル的には景気後退ということになります。第2四半期が実際にマイナスになると確信しているわけではありません。重要なことは「本当の」景気後退にはならないということです。第1四半期のGDPの落ち込みは、不自然な在庫パターンと輸入品の急増によって起きた人為的な落ち込みであり、景気が急降下したわけではありません。最終的なGDPがどうであれ、第2四半期の経済データのほとんどは、景気後退を示すものではないように思われます。その観点からは、景気後退は始まったというわけではなく、今後1年半の間にそれが起こるリスクがあると考えべきです。

中央銀行が利上げを継続

中央銀行は積極的な利上げを継続しています。実際、米連邦準備制度理事会（FRB）は6月中旬に75bpsの大幅な利上げを実施し、これは1994年以来、最大の利上げとなりました。次回の会合でも75bpsの利上げが行われる可能性があります。ここ9カ月間に市場の期待がどれほど高まったかということとは注目に値します（下図表）。

FRB による利上げについて市場の期待は変化



2022年06月13日現在
出所：ブルームバーグ、RBC GAM

しかし、FRBの決定から数週間が経過し、市場関係者は実際に政策金利のピークを25bpsも下げています。政策金利そのものについてはピークに達していないにしても、引き締め期待についてはすでにピークを超えたかもしれません。中央銀行は最終的に必要となる政策金利に対して、現在、過剰とも言える対応を行おうとしているのではないかと疑問が湧いてきます。理想的なシナリオは、中央銀行の強気な発言により、引き締めを完全に実施することなく、インフレ率が低下することです。

債務超過のFRB？

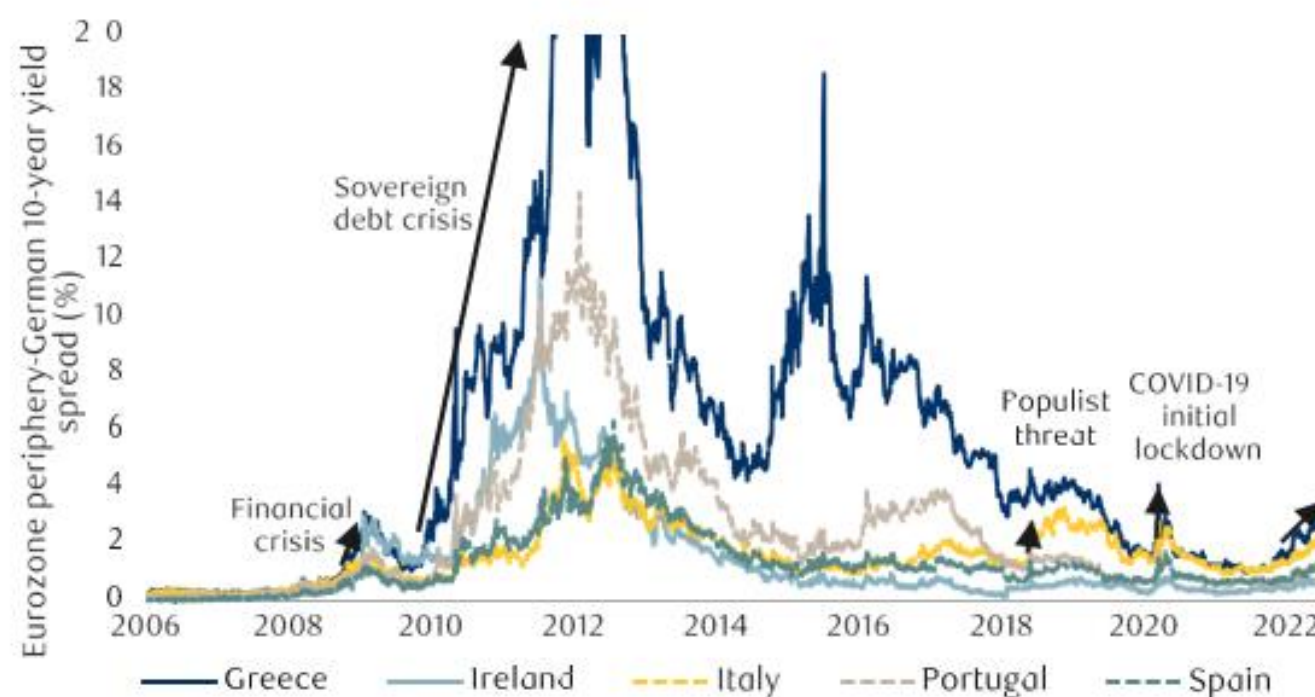
債券利回りがこれほど上昇し（それに伴い債券価格も下落）、FRBはテクニカルに債務超過に陥っているかもしれない、という興味深い話題があります。FRBは何兆ドルもの債券を保有しているため、市場評価ベースで何千億ドルもの損失を出しています。それに対して、FRBの資本金の水準はそれをはるかに下回っています。幸いなことに、これは3つの理由から実際のところあまり重要ではありません。

1. 必要であれば、FRBは資本金を回復するためにお金を印刷することができる。
2. 必要であれば、FRBは政府から金融支援を受けることができる。
3. FRBは現在、債券ポートフォリオを縮小しているため、理論的には損失を計上するリスクがあるが、実際には債券を償還まで保有することでポートフォリオの縮小を実現している。債券は額面金額で償還されるため、実際の損失は発生しない。

ユーロ圏周辺国の状況

欧州中央銀行（ECB）は7月に政策金利を25bps引き上げるようです。政策金利は長い間マイナス圏に固定されていたため、大きなイベントとなります。ECBは刺激策を取りやめ、債券購入プログラムを終了させました。ユーロ圏の他の国に与えた影響とほぼ同じように、一部のリスクが高いとみなされる国についても借入コストを圧縮する効果がありました。国債買い入れプログラムの終了が近づくにつれ、ギリシャやイタリアなどの借入コストは、ドイツなどの安全とされる国に対して再び大きく拡大しました（下図表）。

ユーロ圏周辺国とドイツの利回りスプレッドは利上げ懸念で上昇



2022年06月24日時点
ユーロ圏周辺国・ドイツ10年国債利回りのスプレッド
出所：マクロボンド、RBC GAM

これに伴って2010年代に欧州を苦しめたようなソブリン債務危機が再び発生する可能性があります。幸いなことに、現在のスプレッドの動きを見ると、問題の程度はかなり小さくなっているように見えます。ECBは、加盟国間の借入コストの格差が大きくなるように、ある国の債券を購入し、別の国の債券を売却するスキームで、最悪の事態を防ぐ計画を立てています。

住宅市場の低迷が続く

借り入れコストの上昇に伴い、住宅市場の低迷が続いています。

米国の住宅市場

米国の住宅ローン市場は30年固定物が中心になっています。つまり、既存の住宅所有者は金利上昇の影響をほとんど受けませんが、これから住宅を購入する人は大きな影響を受けることとなるでしょう。中古住宅販売件数は大幅に減少し、住宅ローン申請件数も減少し始めています（次ページの図表）。

米国の新規住宅ローン申請件数は後退し始めている

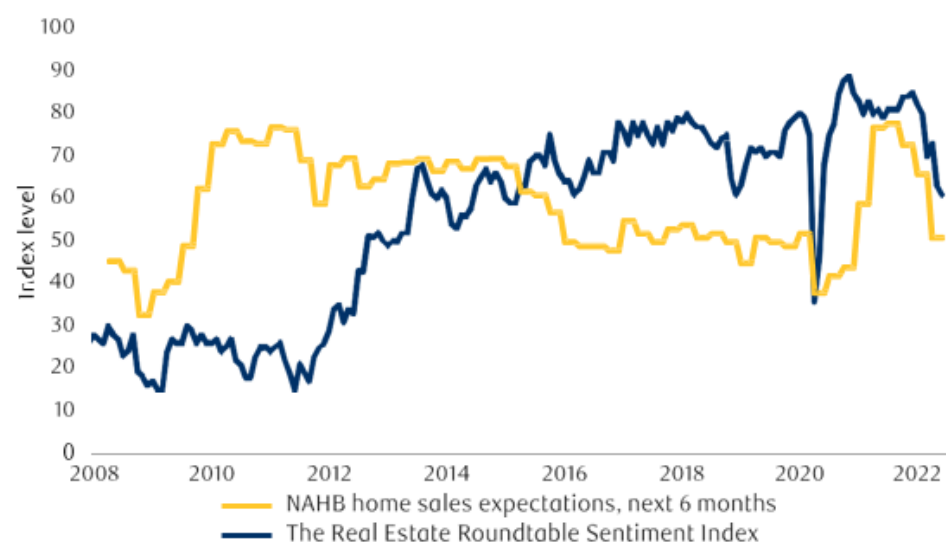


2022年6月13日の週末の時点

出所：住宅ローン銀行協会（MBA）、Macrobond、RBC GAM

米国の住宅市場に対する期待感を示す各種指標も同様に低下を示しています（下図表）。

米国の住宅市場期待も低下



2022年4月時点

出所：不動産ラウンドテーブル、全米ホームビルダー協会、マクロボンド、RBC GAM

住宅建設はまだ実質的に減速していないものの、今後は減速するでしょう。需要が弱まっているだけでなく、住宅建設に必要な資材は、わずか2年前に比べて2倍近く値上がりしています（下図表）。

住宅建設に必要な材料コストは上昇

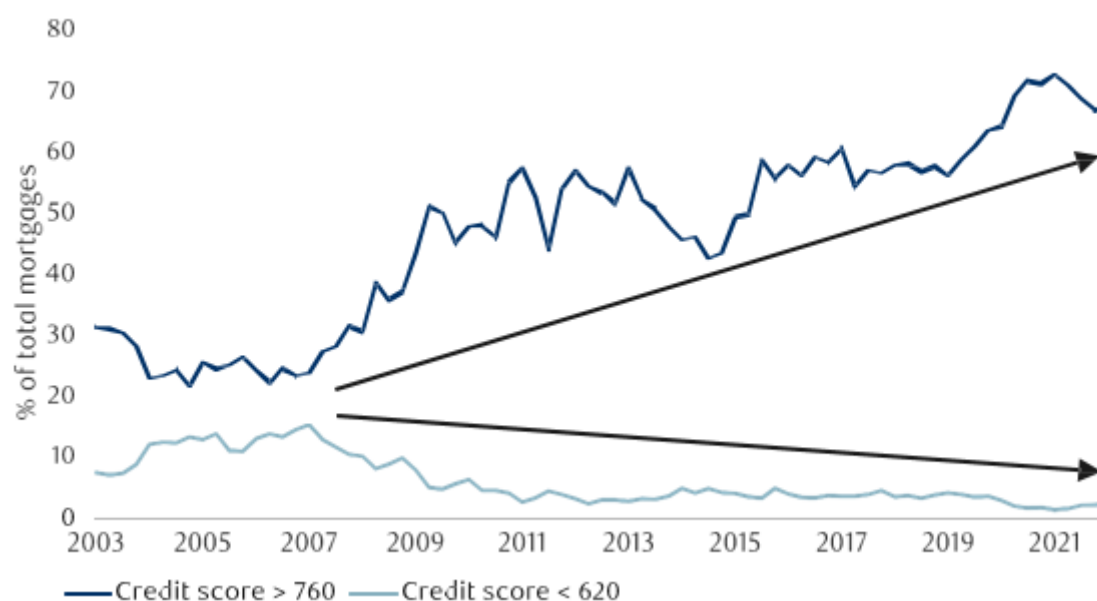


2022年6月時点

出所：Ro-Mac Lumber & Supply、Macrobond、RBC GAM

幸いなことに、住宅市場の低迷を金融危機の発生と捉えるのではなく、経済減速を適度に引っ張るものであると、私たちは考えています。決定的なのは、今日の信用格付けが格段に向上していることから分かるように、住宅ローン市場の質が15年前よりもはるかに高まっていることです（下図表）。

米国の住宅ローン組成は高い品質



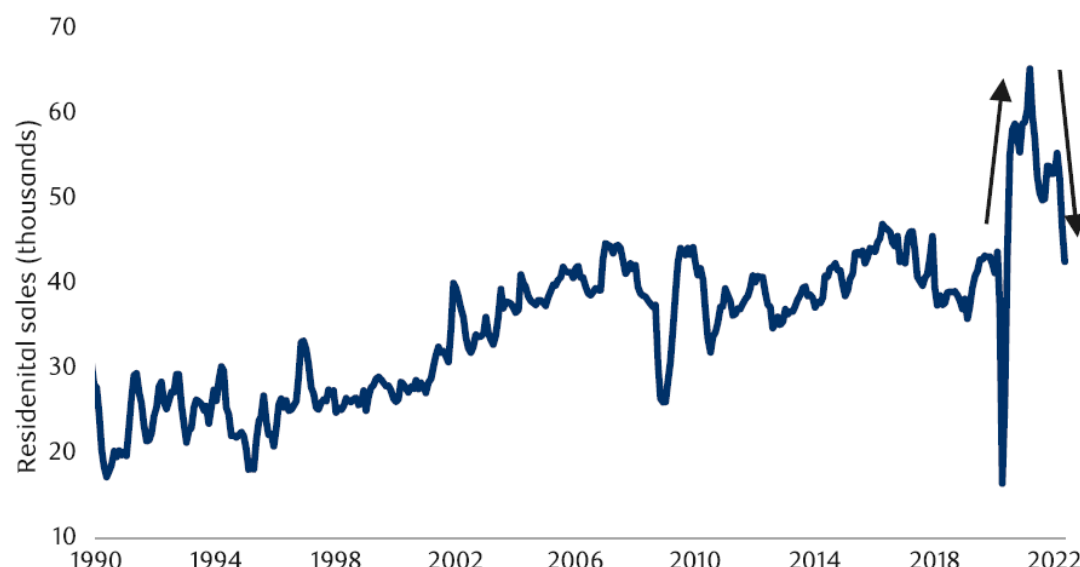
2022年第1四半期時点

出所：ニューヨーク連邦準備銀行、Macrobond、RBC GAM

カナダの住宅事情

カナダの住宅市場は明らかに弱含んでおり、米国よりも下振れする可能性が高いと思われます。これは、値ごろ感の低下とパンデミック時の価格高騰が要因です。中古住宅販売は現在、新型コロナウイルスの蔓延前の水準に戻ったとはいえ、急落しています（下図表）。

カナダの中古住宅販売件数は弱含み

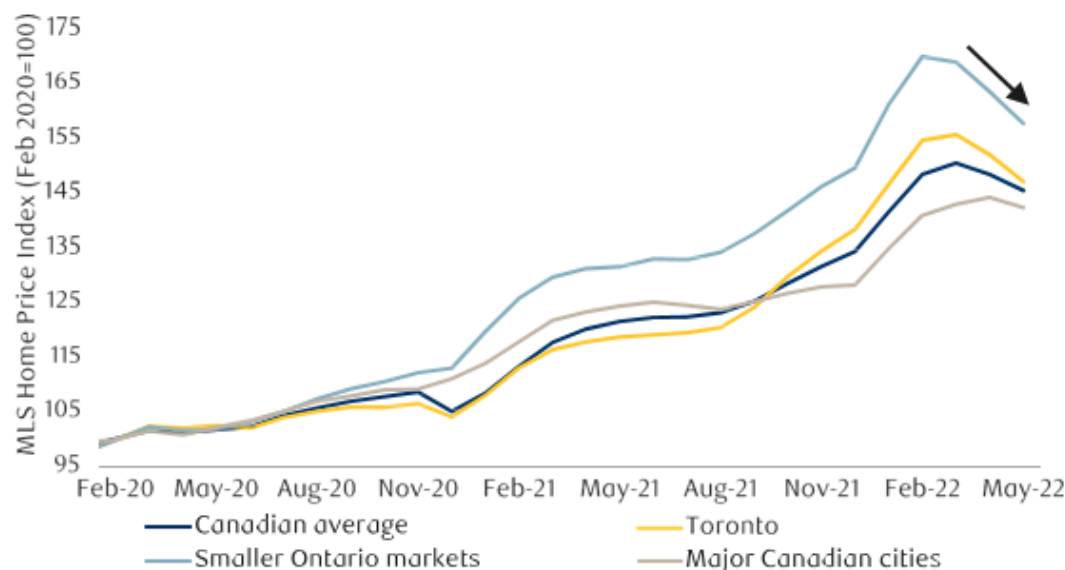


2022年06月13日時点

出所：ブルームバーグ、RBC GAM

カナダの中古住宅価格は、過去数年間で最も高騰した小規模都市の市場だけでなく、大都市、さらには国全体で明らかに下落しています（下図表）。今後、さらなる低下の可能性もあります。

カナダの住宅価格（市場別）は明らかに下落



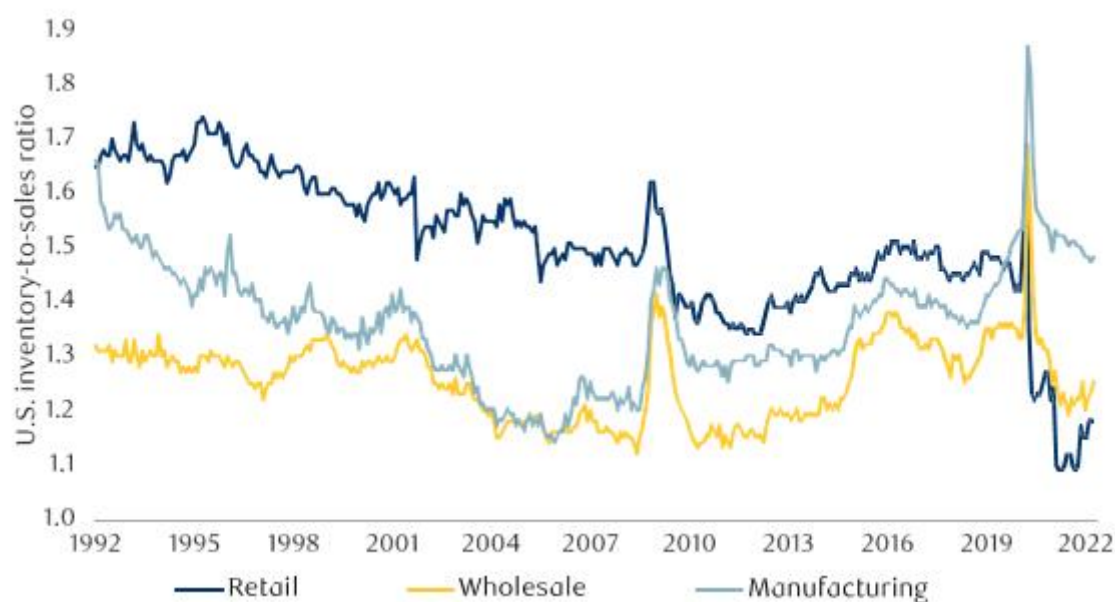
2022年6月時点
出所：カナダ不動産協会、Macrobond、RBC GAM

在庫水準の転換局面

過去1年間の景気の追い風の一つは、企業が在庫の積み増しを行ってきたことでした。

その姿勢が今、変わりつつあるように思いますが、米国の在庫データ（下図表）を見ても、その変化を明らかに把握することはできないでしょう。確かに小売と卸売の在庫比率は上昇していますが、まだ低いように思われます。また、製造業の在庫はあまりにも高い水準にあり減少しているように見えますが、ここ数年、着実に減少していることから、今になって急にその姿勢を変える必要は無いことが読み取れます。

米国の名目在庫比率はほとんどが低水準



2022年4月時点
出所：米国経済分析局（BEA）、米国情勢調査局、マクロボンド、RBC GAM

確実な解決方法が存在しない中で、在庫に関する考え方は変化しているようです。多くの企業が十分な在庫を確保しているか、または必要以上に保有しているとしています。アマゾン社は新型コロナウイルスが蔓延した時期に、過剰に在庫を拡大させ、現在は縮小を試みています。また、中小企業でも、在庫を持ちすぎていると考える企業が急に増加しました。これは何を示唆しているのでしょうか。もし、仮定が正しければ、以下のようなことではないでしょうか。

- ・ 今後の経済成長が弱くなることを意味している。過去を振り返ると、在庫循環は景気循環の大きな部分を占めていた。在庫循環がどの程度経済成長に影響を及ぼすかははっきりとしないが、在庫の減少が経済成長の低下を意味することには変わりはない。
- ・ 限られた供給経路の中で、企業は顧客からの注文と自社の在庫積み増しを同時に行おうとしないため、サプライチェーンに対する圧力は軽減される。
- ・ サプライチェーンの改善や、企業が余剰在庫の処分を急いでいることなどを背景にインフレ圧力は緩和される。

全体として見ると、現時点では景気を維持することよりも歪みを修正し、インフレを抑制することが優先されており、これは良い動きといえると考えています。

ディスクレーマー

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のものです。ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。(UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



Global Asset Management
BlueBay Asset Management