

RBC GAM マクロメモ 2022年7月12日 – 7月25日

インフレ／サプライチェーン／リアルタイム・データ／経済活動／景気後退／資産効果



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

継続するインフレ
サプライチェーンの改善
リアルタイムの経済指標は厳しい状況
消費者信頼感と経済活動は弱含む
負の資産効果

概要

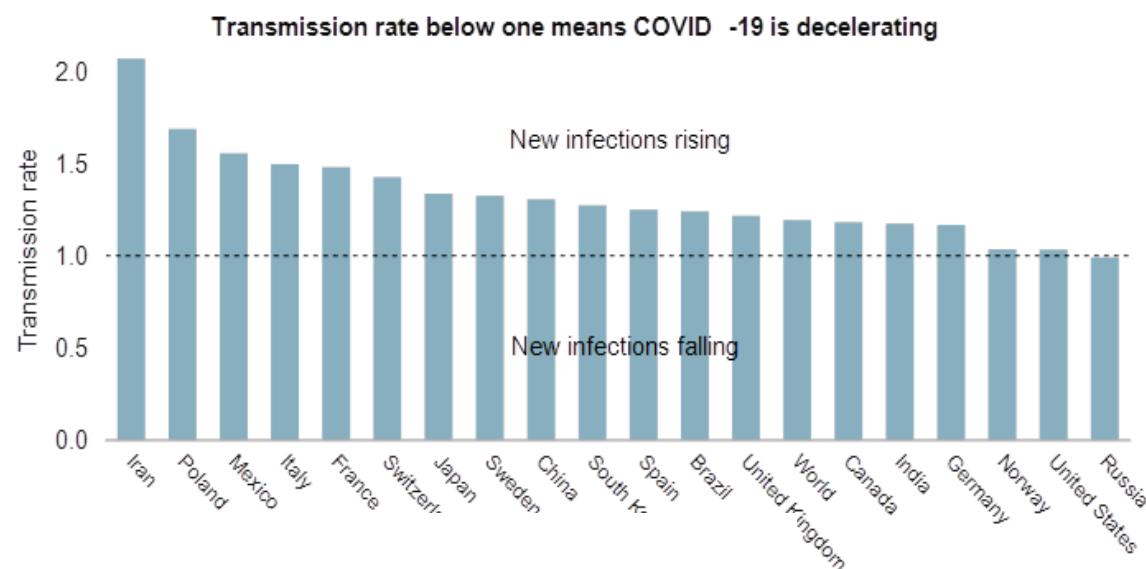
今回の注目点は以下のとおりです。

- インフレは引き続きピークアウトの兆しを見せていますが、（いくつかの異なる視点で確認されているように）現在のインフレが幅広い分野で生じていることや、インフレの影響が残り続けるとの見通しは、インフレがすぐに正常値まで低下することはないであろう、ということを示しています。
- サプライチェーンは引き続き大きく改善しています。供給過剰の品目に関する価格引き下げ交渉、製造業者が小売店に対して取引量の拡大を求め始めているといった報告があり、こうした事象は、以前とは逆の状況と言えます。
- 景気悪化の影響は、消費者信頼感の低下から購買意欲の低下へと移ってきています。経済活動の低下を示唆する新たな材料も見受けられます。
- 景気後退の可能性は相応に高いものと考えています。イールドカーブと市場コンセンサスも現在、同様の考えを折り込み始めています。景気後退を想定し、その深さ、広がり、回復の度合いについて考察します。
- 株価と住宅価格の下落による負の資産効果は、個人消費の伸びを数パーセント押し下げる可能性があります。

また、それ以外にも以下のような内容について触れています。

- 新型コロナウイルスの感染は多くの国々で拡大しており（次ページの図表）、新たな感染波が形成されつつあります。幸いなことに、南アフリカやポルトガルは、既にこの感染波を引き起こした変異体から概ね回復しています。この状況から判断すると、以前の感染波と比べて影響は軽微と言えそうです。

1を下回れば、新型コロナウイルスの感染者数は減少



注：2022年7月11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

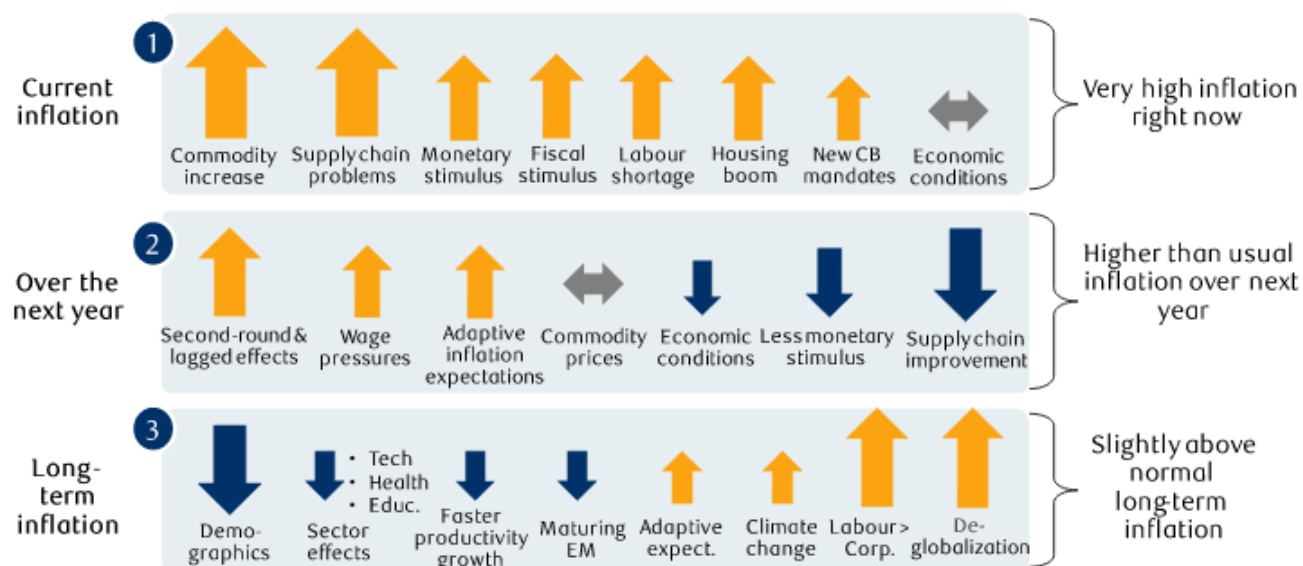
- 上海では新規感染が検出され、再びロックダウンとなる懸念が生じました。一方、中国政府はインフラ刺激策を計画しており、不動産市場を支援するために2,230億米ドルに及ぶ地方債の追加発行を許可するようです。
- カナダ中央銀行は、7月には75bpsの利上げを行うものと予想されていましたが、100bpsの利上げに踏み切りました。市場は、今後、政策金利のピークに対する予想を下方修正するかもしれませんが、中央銀行が今後数カ月の間に急いで行動を起こす必要性は見受けられません。
- 最近の政治的混乱としては、英国のボリス・ジョンソン首相の辞任、日本の安倍元首相への銃撃事件、経済失政に対する抗議下でのスリランカ政府の崩壊などがあります。

継続するインフレ

インフレ率は極めて高い水準ですが、ピークに達する可能性があります。これは、以下の要因によるものです。

- 需要減退への懸念を背景に資源価格が下落
- サプライチェーン制約の改善
- 市場参加者のインフレ期待の低下（異なる時間軸における主なインフレ要因については下図表）。

現在のインフレ率が高いが、来年以降は低下していくことが予想される



As of 07/07/2022. Source: RBC GAM

注：2022年7月7日時点

出所：RBC GAM

米クリーブランド連銀の予想では7月の米国インフレ率は前月比で大幅に低下（次ページの図表）しますが、低下の幅はまだ緩やかなものとなるでしょう。

米国のインフレはピークアウトの兆候か？



注：2022年5月までは実績値で、以降は2022年7月5日時点のクリーブランド連銀インフレ率ナウキャスト

出所：BEA、クリーブランド連銀、マクロボンド、RBC GAM

インフレ期待

市場参加者のインフレ期待の低下は、その影響力を考えると注目するに値します（下図表）。市場は今後5年間について、これまで年率4%程度のインフレを予想していましたが、それを2.5%程度にまで低下させました。インフレ期待は、おおよそ通常の経済成長と金融市場のパフォーマンスが可能な水準にまで低下していることから、大幅な低下とすることができます。その前の10年間についてはデフインフレの懸念があったことを考慮すると、私たちは、新型コロナウイルスの拡大前のインフレ水準に戻ることを望むべきなのか、はっきりとは分かりません。

米国のインフレ期待は低下



注：2022年7月6日時点

出所：ブルームバーグ、RBC GAM

ただ、家計と企業のインフレ期待がまだ低下していないということが物事を複雑にしています。消費者のインフレ期待は、今のところ上昇を続けています（下図表）。企業のインフレ期待も同様に上昇を続けています。カナダでは、53%の企業が、少なくともあと2年間はインフレ率が目標値を上回るだろうと予想しています。この予想値は今年の初めには38%に過ぎませんでした。当然ながら、家計と企業は適度なインフレを望んでいます。これらの結果として、インフレ率が今後、順調に低下していくかどうかは定かではありません。

米国における調査に基づくインフレ期待は上昇しているが、市場参加者によるインフレ期待は低下



注：2022年7月8日時点の市場ベースのインフレ期待、2022年6月時点のインフレ期待調査

出所：米連邦準備制度理事会、ミシガン大学消費者調査、ヘイバー・アナリティクス

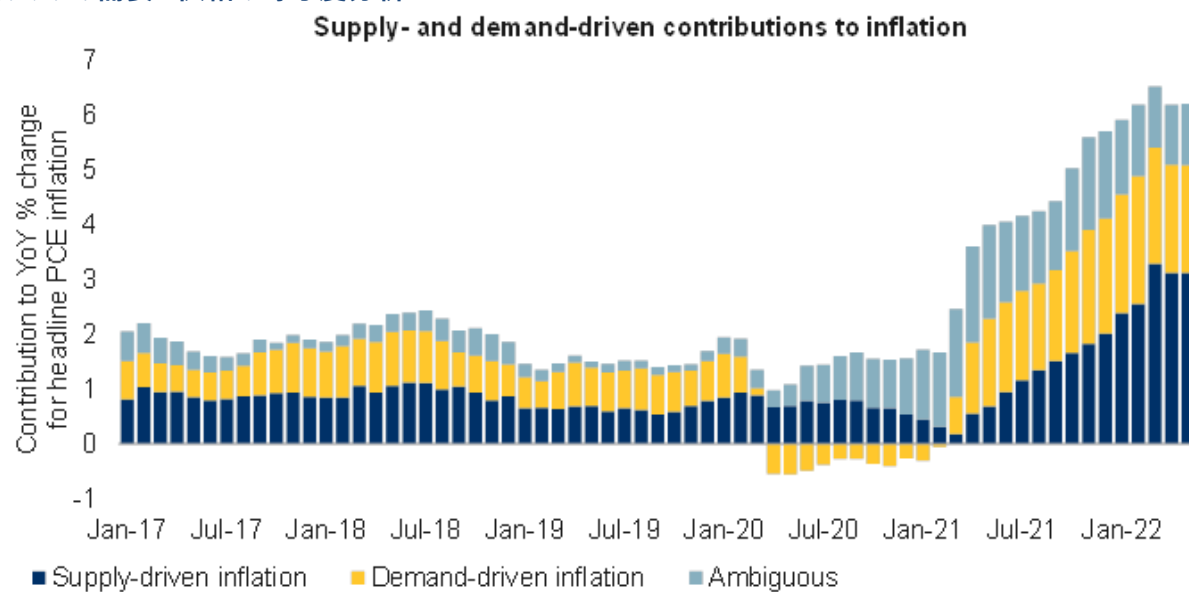
危機的なインフレ状況がようやく緩和されつつあるという声も聞かれるようになりました。中でも、自動車生産台数は前年同期比で増加する見通しです。また、一部の小売業者は過剰在庫となった商品、特に大型ソファ、家電製品、テラス用家具など容量の大きな商品について大幅値引きを始めるようです。半導体不足についても、生産量の増加、新型コロナ禍で誘発された需要の低下、暗号通貨のマイニングブームの沈静化により、緩和されつつあるかもしれません。米ターゲット社は最近、商品の割引販売の計画を発表しました。値上げが2年間続いた後に、小売業者は「セール」という言葉を再び利用するようになるのは明らかのように思われます。

企業利益は、消費者が商品価格に敏感になり、賃金上昇の圧力が続く中で、相応のリスクにさらされています。

インフレ率が急速に低下する兆候は見えない

インフレ圧力が緩和したとしても、急激なインフレ率の低下を期待してはいけません。過去のマクロメモでは、インフレ圧力が拡大する範囲と、その後のインフレ正常化が複雑であることについて説明しました。これをもう少し見てみると、サンフランシスコ連銀の推計によれば、需要と供給の両側からの圧力がインフレに混在していることが分かります（下図表）。つまり、インフレ圧力を調整するためには、経済活動を低下させるだけでは不十分ということです。需要側のインフレ圧力は解消されますが、供給側のインフレ圧力はそれほど解消されません。

インフレの需要と供給の寄与度分析



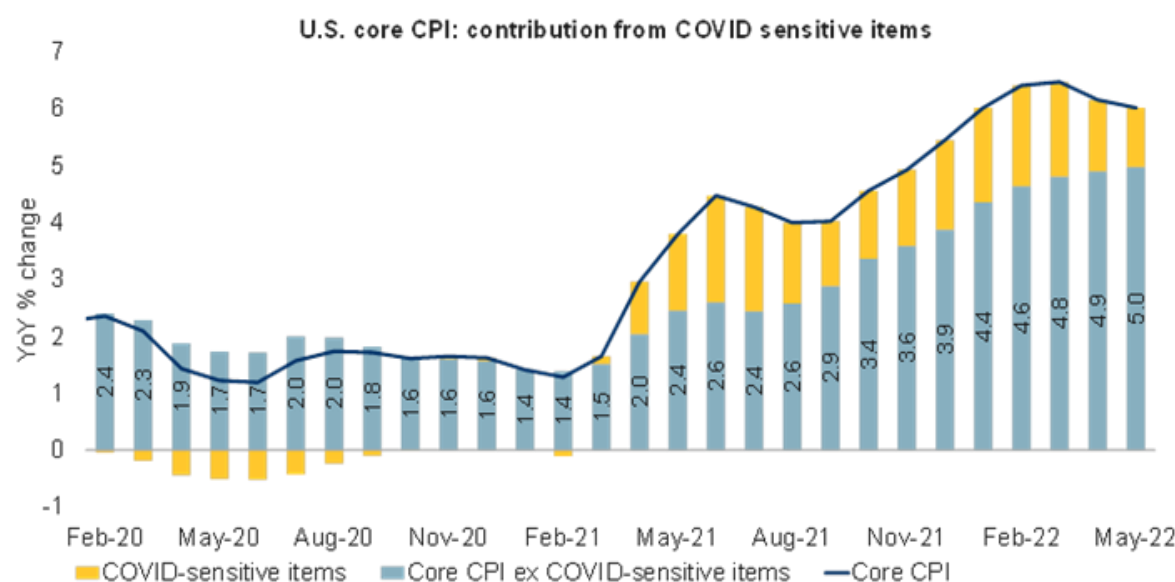
Note: As of May 2022. Source: Federal Reserve Bank of San Francisco, BEA, RBC GAM

注：2022年5月時点

出所：サンフランシスコ連邦準備銀行、BEA、RBC GAM

別の視点から分析すると、米国のコアインフレが最近になってやや緩和しているにも関わらず、物価指数の構成品目の中で新型コロナウイルスの影響と関係が無い品目についてはインフレ率の上昇が続いていることが分かります（下図表）。インフレを引き起こす全ての要因が落ち着いているわけではありません。

米国のコア消費者物価指数：新型コロナウイルスの影響がインフレに寄与



Note: As of May 2022. COVID-sensitive items include lodging away from home, used cars and trucks, car and truck rentals, airline fare, televisions, toys, and computers and peripheral devices. Source: Haver Analytics, RBC GAM

注：2022年5月時点。新型コロナの影響を受けやすい品目は、宿泊、中古車、レンタカー、航空運賃、テレビ、玩具、コンピュータ及び周辺機器など

出所：ヘイバー・アナリティクス、RBC GAM

インフレの影響は残る

インフレの影響は遅れて現れるものです。

エネルギー費用の上昇については、輸送や空調関連など他の分野の費用に波及する過程にあり、インフレに対する影響は残り続けています。

また、今になってエネルギー費用の上昇にさらされているケースもあります。天然ガスの価格は小売レベルで厳しい規制を受ける傾向にあります。カナダでは、州の規制当局が、スポット市場における数カ月前の天然ガス価格の上昇を、今になって部分的に転嫁しています。

米ウォルマート社は輸送コストの上昇をサプライヤーに転嫁すると発表しました。短期的に見れば、消費者はインフレを回避したことになりますが、中期的には、このような追加的なコストは、ウォルマート社の意図に反して卸売価格の値上げを通じて消費者に浸透していくでしょう。要するに、経済全体としては依然としてコスト上昇という難問に直面しているということです。

労働市場が軟化し始めたとしても、賃金上昇が続きインフレに上昇圧力をかけ続けるかもしれません（詳細は後ほど述べます）。ここ1年間、インフレ率は賃金の伸びを大きく上回っており、実質賃金は遅れを取っています。しかし、過去を見ると、高インフレの期間中に労働者が恒常的な収入減に見舞われることは通常ありません。そのため、賃金上昇がインフレに追いつき、それがまたインフレを持続させる要因ともなることもあり得ます。

以上のことを総合的に勘案すると、インフレ率はピークに既に達している可能性が高く、今後数カ月でいくらか低下すると思われますが、短期間で通常のインフレ水準に戻る可能性は低いと考えています。それだけでなく、これらのインフレによる余韻が、後になってインフレを再度一時的に上昇させる可能性さえあります。

サプライチェーンの改善

サプライチェーンの圧力は引き続き緩和されています。ニューヨーク連銀のサプライチェーン圧力指数は現在、著しい改善を示しています（下図表）。同様に、米国の製造業は納期に対する問題を大幅に減らしています（下の2つ目の図表）。

グローバル・サプライチェーン圧力は緩和したが、それでも高い水準



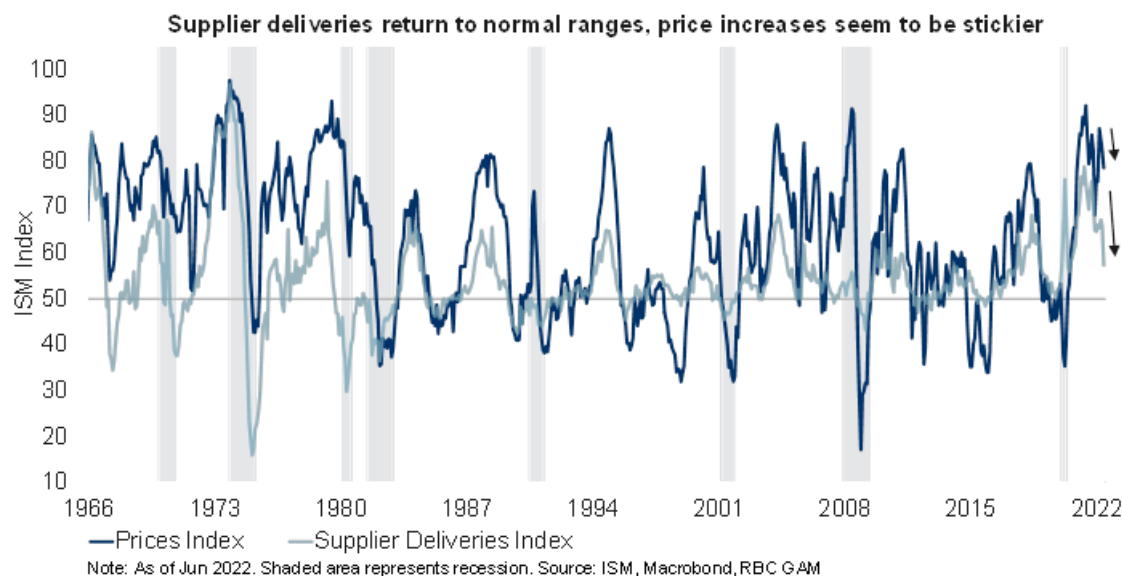
注：2022年6月時点。ハイライトは米国の景気後退期

出所：Gianluca Benigno, Julian di Giovanni J.J. Groen, and Adam I. Noble,

"A New Barometer of global Supply Chain Pressures"（グローバル・サプライチェーン・プレッシャーの新しいバロメーター）

ニューヨーク連邦準備銀行リバティ・ストリート・エコノミクス、マクロボンド、RBC GAM

納期は通常の範囲内に戻ったものの、価格上昇は依然として残る



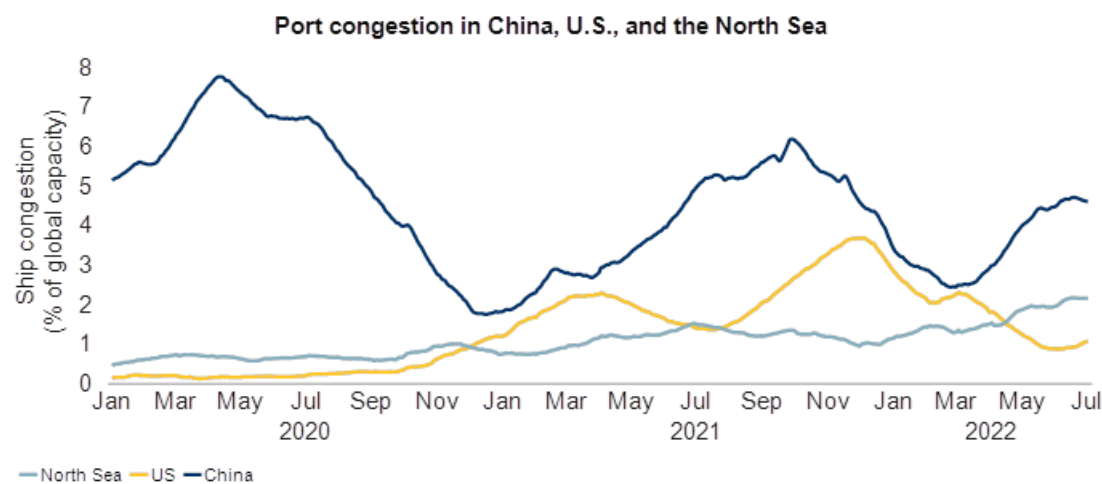
注：2022年6月時点。ハイライトは米国の景気後退期

出所：ISM、マクロボンド、RBC GAM

話しによると、年内の経済的な需要の強さを再度確認するために、第3四半期、及び第4四半期の注文の一部をキャンセルした企業もあるとのこと。一方、ある小売業者からは、中国の工場から必要な物を尋ねる電話がかかってくるようになったという報告がありました。これは、過去2年間とは逆方向のコミュニケーションになります。つまり、サプライチェーンが正常化しつつあることを示唆しています。

しかし、海運の停滞は完全に解消されたとは言い難いでしょう。港湾の混雑は北米で急速に改善したのに対して、中国や欧州ではまだかなり混雑しています（下図表）。

中国、米国、北海の港湾における混雑は緩和し始めたばかり



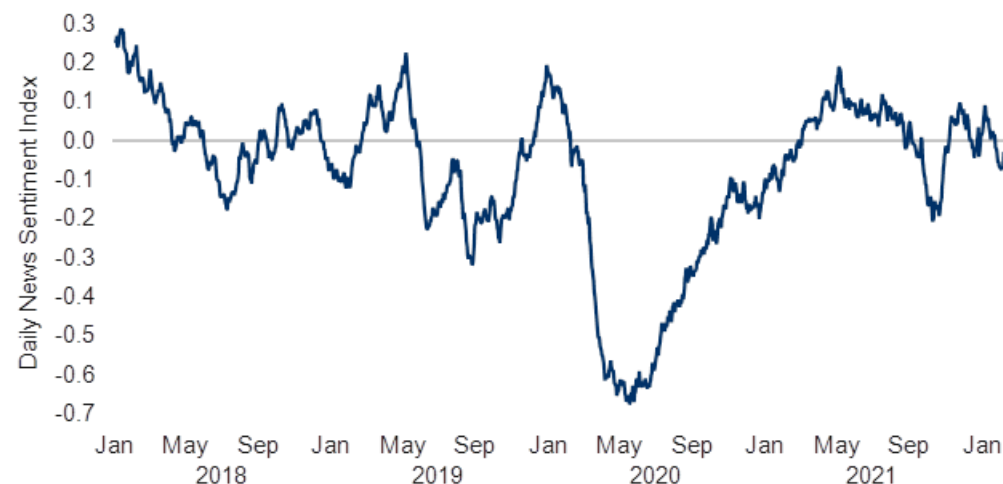
Note: As of 07/01/22. Percentage of global container ship cargo capacity tied up due to port congestion.
Ports included: Georgia, Guangdong, Hong Kong, North Sea, Shanghai, Southern California, Southern Carolina, Zhejiang.
Source: Kiel Institute, Macrobond, RBC GAM

注：2022年7月1日時点。世界のコンテナ船の貨物容量のうち、港湾の混雑のために滞っている割合
港湾は、ジョージア、広東、香港、北海、上海、南カリフォルニア、南カロライナ、浙江
出所：Kiel Institute、マクロボンド、RBC GAM

リアルタイムの経済指標は厳しい状況

依然として多くの経済指標は厳しい状況を示しています。特にニュース・センチメントは、一時的に回復した後、再び落ち込んでいます（下図表）。

日次のニュース・センチメントは再び低下

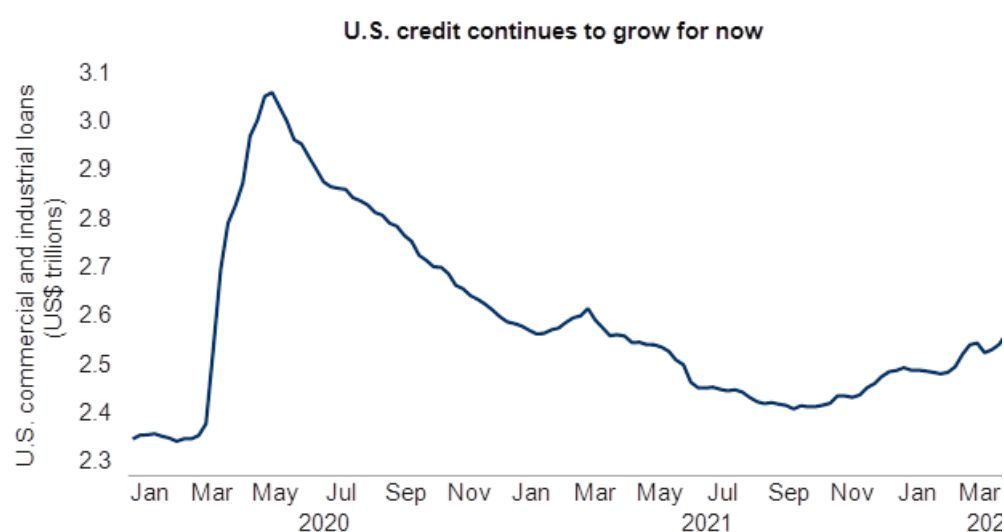


Note: As of 07/03/22. Source: Federal Reserve Bank of San Francisco, Macrobond, RBC GAM

注：2022年7月3日時点
出所：サンフランシスコ連邦準備銀行、マクロボンド、RBC GAM

面白いことに、信用供与の伸びは逆方向に推移しています。2020年に実施された異例の景気刺激策後の景気回復局面では、そのほとんどの期間において信用供与額は減少しました。一方、最近になって、経済環境が弱含むのと同時に再び拡大に転じています。

米国の信用供与は現時点で増加基調



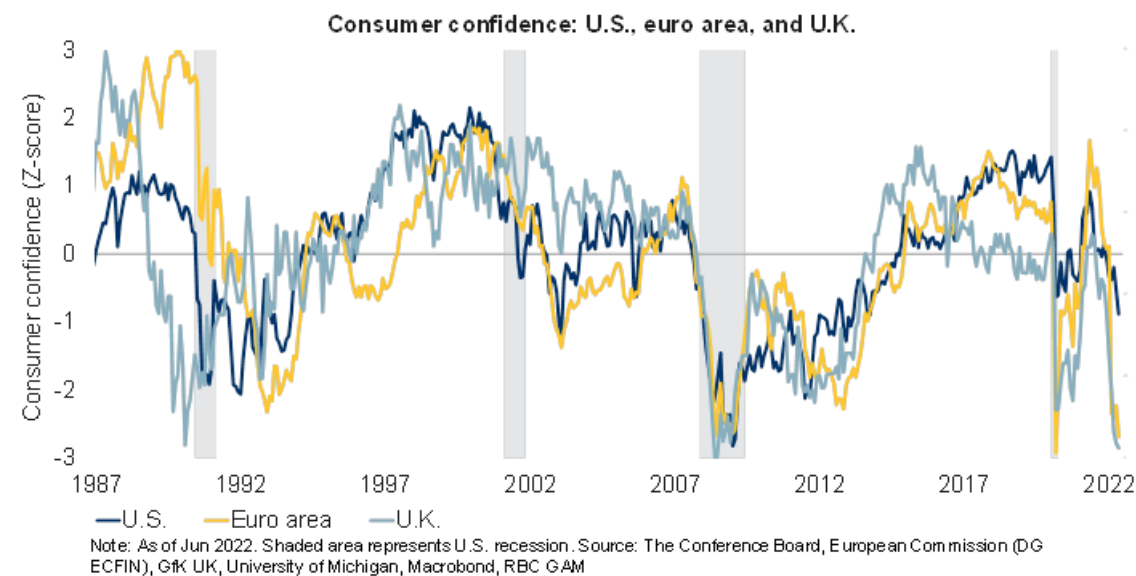
Note: As of the week ending 6/22/2022. Source: Federal Reserve, Macrobond, RBC GAM

注：2022年6月22日時点
出所：サンフランシスコ連邦準備銀行、マクロボンド、RBC GAM

消費者信頼感と経済活動は弱含む

消費者信頼感や企業の景況感はこちら数カ月急落しています（次の2つの図表を参照）。

消費者信頼感指数は低下：米国、ユーロ圏、英国



注：2022年6月時点。ハイライトは米国の景気後退期

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、マクロボンド、RBC GAM

米国企業の期待指数も低下



注：2022年5月時点。NFIB楽観・景況見通し、ISM製造業・サービス業新規受注、The Conference Board CEO景気見通しによる分析

出所：コンファレンス・ボード、ISM、NFIB、マクロボンド、RBC GAM

調査によるとカナダ企業の売上予想も急落しています（下図表）。この調査は、売上が減少するかではなく、その伸びが鈍化するかといった質問をしていることに注意が必要ですが、過去を振り返ると、この指標の急激な低下は、単に景気減速の時期ではなく、景気後退局面と密接に結びついています。

カナダの企業景気予測調査：売上は低下する見通し

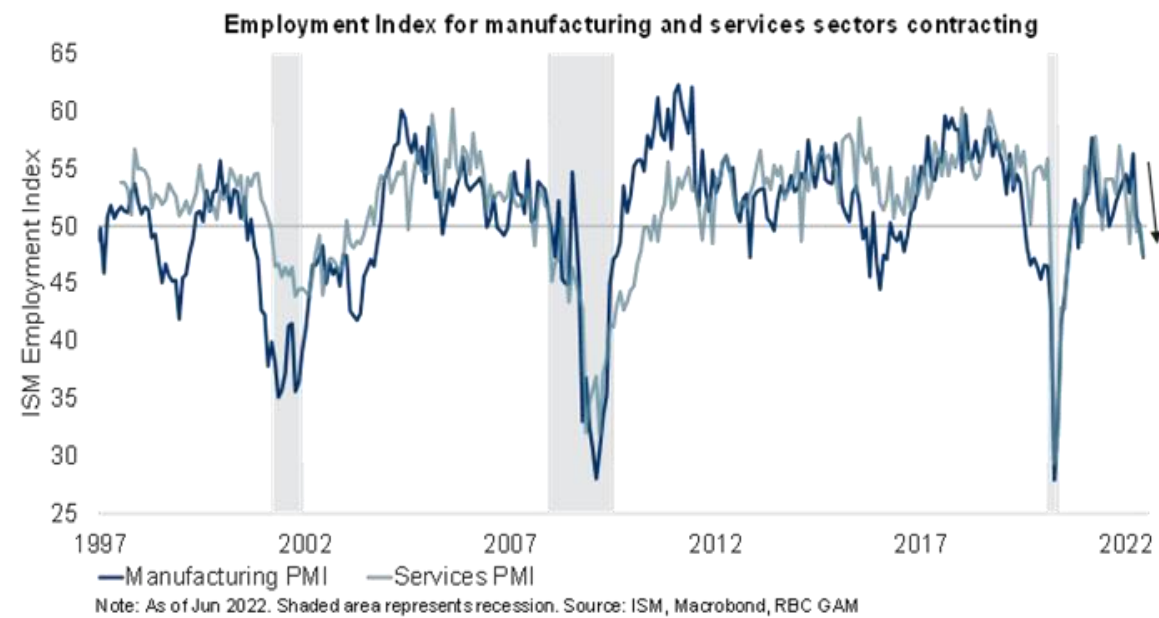


注：2022年第2四半期時点

出所：カナダ中央銀行、マクロボンド、RBC GAM

自ずと次に続くことが明らかになりつつあります。それは、雇用と設備投資計画の減少です（下の2つの図表）。

製造業とサービス業の雇用指数は低下



注：2022年6月時点。ハイライトは景気後退期

出所：ISM、マクロボンド、RBC GAM

米国の設備投資計画も急速に低下

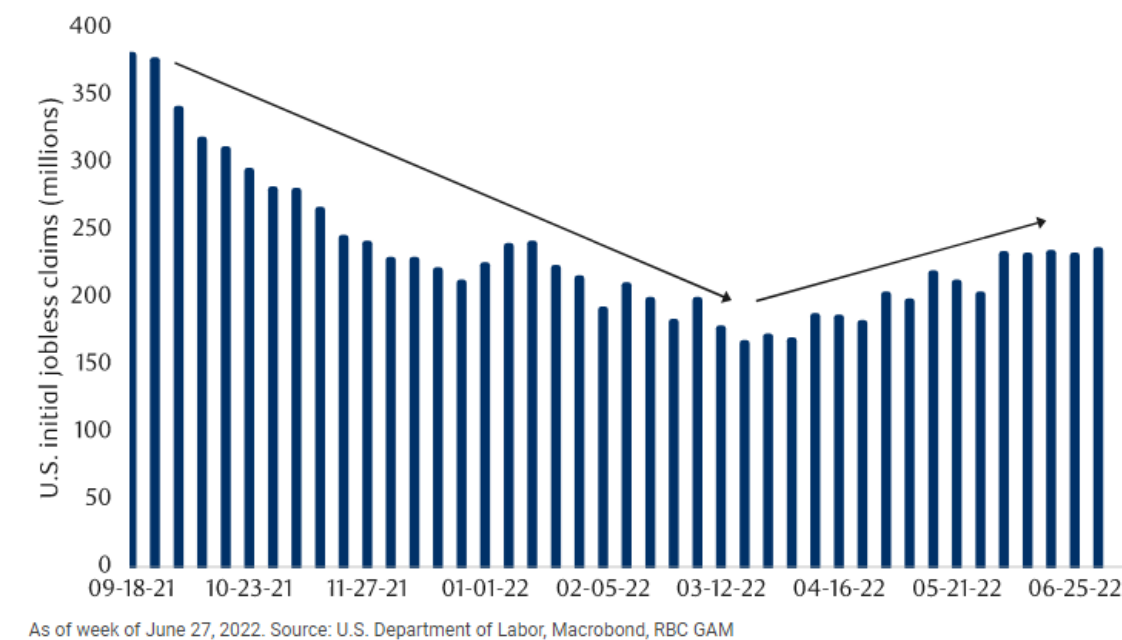


注：6カ月の設備投資（2022年6月、3カ月先行）は、NFIB、シカゴ、ダラス、カンザスシティ、ニューヨーク、フィラデルフィア、リッチモンドの連邦準備銀行が実施した製造業と非製造業の企業に対する調査から、将来の設備投資について標準化した指標の集計値の3ヶ月移動平均値。2022年第1四半期時点までの実際の設備投資額

出所：ヘイバー・アナリティクス、RBC GAM

残るは、実際の経済活動の急減速に対する懸念です。まだほとんど憶測の域を出ないのですが、経済活動が弱まる要素は見え始めています。米国の6月の雇用は、事業所調査では純増37.2万人と順調な結果となりましたが、より変動の大きい家計調査では減少しました。新規失業保険申請件数は、ここ数カ月間に亘って増加しています（来月の数値も注目すべきです）。カナダでは、6月の雇用者数は実際に4万3000人の純減となりました。

米国の新規失業保険申請件数は上昇に転じた



注：2022年6月27日の週の時点

出所：米国労働省、マクロボンド、RBC GAM

支出面では、Bank of Americaのリアルタイムカード支出指標によると、消費者活動は現在、前年同期をかなり上回る程度にまで減速しています（下の図表）。高いインフレ率を考えると、インフレ調整後のカード支出は1年前の水準を下回っていると思われます。

米国の日次カード支出は減少



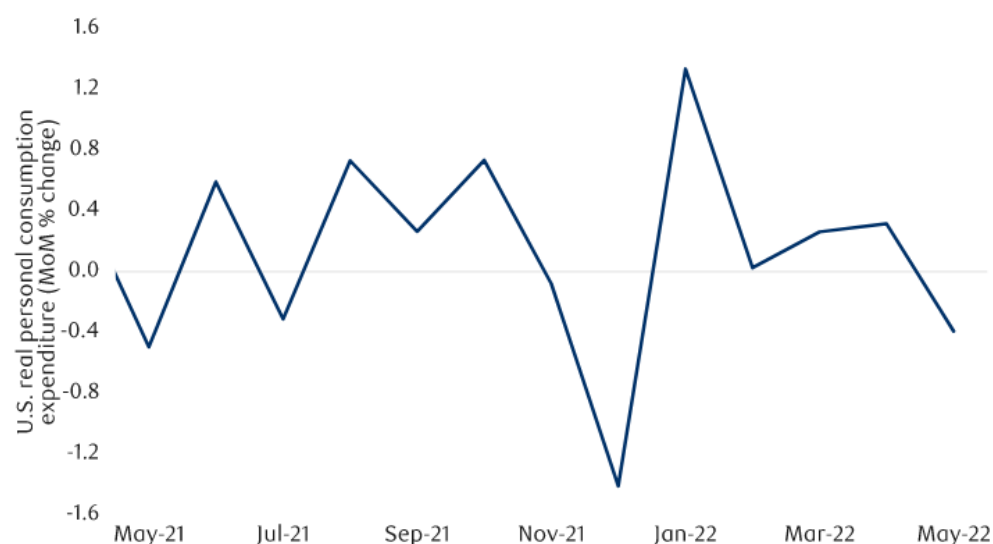
As of 07/02/2022. Total card spending includes total BAC card activity which captures retail sales and services which are paid with cards. Does not include ACH payments. Source: Bank of America COVID-19 and the consumer weekly publication, RBC GAM

注：2022年7月2日、BACカードの小売り、サービス売上の成長、ACHによる支払いを含めない

出所：バンク・オブ・アメリカの新型コロナウイルスと支払いに関する週次調査、RBC GAM

前月比では、米国のインフレ調整後個人消費は5月に減少に転じましたが、単月の数値なので、現時点では異常値と見なすべきでしょう（下の図表）。

米国の実質個人支出の伸びも低下



As of May 2022. Source: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), Macrobond, RBC GAM

注：2022年5月時点

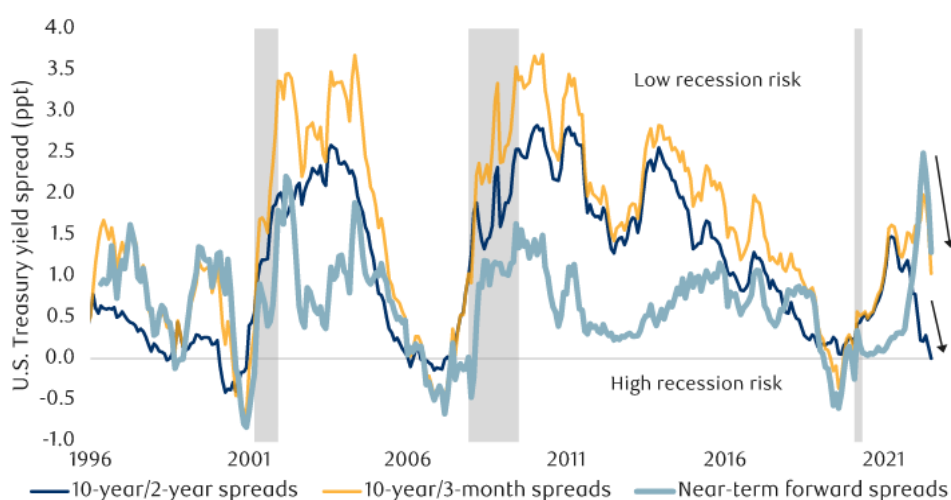
出所：米国の経済統計局（BEA）、マクロボンド、RBC GAM

景気後退のリスクは上昇

私たちは、今後18ヶ月の間に景気後退が起こる可能性は75%であり、どちらかと言えば、起こる可能性の方が高いと考えています。これはもはや異端な見方ではありません。成長率予測のコンセンサスの下方修正、インフレ期待の低下、商品価格の下落が示すように、見通しはますますこの方向に向かっています。

債券市場も景気後退の方向へ舵を切っています。米国の2年債から10年債へのイールドカーブはわずかながら逆イールドとなっており、他の2つの利回り差逆転に向かっています（下の図表）。

イールドカーブは景気後退リスクを示唆



As of 07/06/2022. Near-term forward spread measured as forward rate of 3-month Treasury bill six quarters from now, minus spot 3-month Treasury yield. Shaded area represents recession. Source: Engstrom and Sharpe (2018). Feds notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, Bloomberg, Haver Analytics, RBC GAM

注：2022年7月6日、Near-term forward spreadsは、米国3カ月物短期国債の6四半期先フォワードとスポットの差。灰色は景気後退期間を示す

出所：FRB3、ブルームバーグ、ハバアナリティクス、RBC GAM

米国の個人も同様に感じています。6月下旬に行われたシビック・サイエンスの世論調査では、71%もの米国人が2022年末までに米国が景気後退に陥ると考えています。

米国は第1四半期にGDPが既に減少したことから、今年の第2四半期にマイナス成長に陥ることで、2期連続のGDPの減少を記録する可能性があります。注目を集めるアトランタ連銀のGDPNowは第2四半期に年率1.2%の減少を予測していますが、この減少は、過剰在庫の取り崩しと、十分に輸出が回復しないことに因るものだと指摘する声があります。いずれにせよ、それと同時に雇用が大きく減少しない限り、本当の意味で景気後退が生じているとは言い難いでしょう。

もし景気後退が起きたとしてもその規模は中程度で、おそらく2〜3四半期にわたってGDPが2.5%減少する程度になるでしょう。それは、今年の後半から年初から始まり、もちろん、「正常な」水準の2%成長と比較すると低下することになりますが、通常の経済成長率との差分は4.5%ポイントの振れ幅にとどまるということです。

企業は、現時点においては雇用への意欲が高い一方、労働力をなかなか確保できていない状況なので、失業率が上昇するにしてもそれほど大きく悪化することは無いと考えています。オークンの法則の乗数0.5を適用すると、成長率が4.5%低下した場合、失業率は2.25%程高くなります。その結果、米国の失業率は6%弱、カナダの失業率は7%強となります。これらは好ましい水準ではありませんが、過去数回の景気後退時ほどの悲観的な水準ではありません。

その後の景気回復（現時点では先走りすぎかもしれませんが）については、新型コロナウイルスが拡大した際のように、失業率がわずか2年で11%ポイントも低下するような前例のない急ピッチな回復にはならないと見ています。一方で、グローバル金融危機後の景気回復局面のように、わずかな改善に10年近くかかるようなことも無いと考えています。ほどほどのペースで経済は回復していくものと考えています。

負の資産効果

過去の数四半期に亘って金融資産の価格下落が生じたため、個人の資産も減少しました。大まかに言えば、米国株式市場の時価総額は年初から10兆ドルほど減少しました。株式市場の資産効果を1ドルの価値変動につき2セントと仮定すると、年間の個人消費を約1.5%抑制することになります。もちろん、これは他の金融資産の下落を考慮しないものであり、金融資産の評価額がこれからさらに下らないという前提です。少し保守的に、消費支出に対する資産効果を-2%程度であると仮定しておけば問題ないと思われます。

この分析では、住宅市場の価格の変化については考慮していません。今までのところ、米国では住宅価格の大幅な下落は生じていません。カナダについて言えば、保守的に考えて住宅価格が10%下落した場合（株式よりも住宅の方が、価格上昇分を消費に回そうとする傾向が強いため、資産効果は1ドルに対して4セントと高くなります）、理論的にはカナダの個人消費は約2%抑制されることになります。ただし、住宅価格がその何倍も下落する可能性があります。

上記に加えて、最近まで資産価格が上昇し、個人消費を盛り上げていたことから、潜在的な消費活動の振れ幅はさらに大きくなると考えられます。

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