Global Asset Management
BlueBay Asset Management

RBC GAM マクロメモ 2022年7月26日－8月8日

市場の上昇／ロシア産の食品とガス／為替の動き／財政／中国の経済悪化／インフレ／経済の脆弱性／利上げ

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

金融市場は改善
新型コロナウイルスに関するアップデート
ウクライナ紛争は継続
為替の大きな変動
財政に関する様々なこと
中国経済の悪化
インフレは高止まり
経済指標は軟化
サプライチェーンの改善
継続する利上げ

金融市場は改善

７月は株式などのリスク資産が良好なパフォーマンスを示しました。インフレがピークに達するだろうとの見方が背景にあります。各国の政策当局や市場関係者にとってインフレ抑制が最も重要な目標となっており、今後数カ月のうちに、わずかながらインフレが弱まる可能性を示すデータも増えています。詳細については後ほど述べます。

経済環境が弱含み、景気後退の可能性が高まる一方、まだ企業の収益予想についてはそれほど大きく低下していない状況において、リスク資産が、今後持続的な価格上昇を実現していけるのか、という疑問は残ります。インフレに関してはポジティブな材料が散見されますが、リスク資産については、さらなる下値もあるのではないかと考えています。

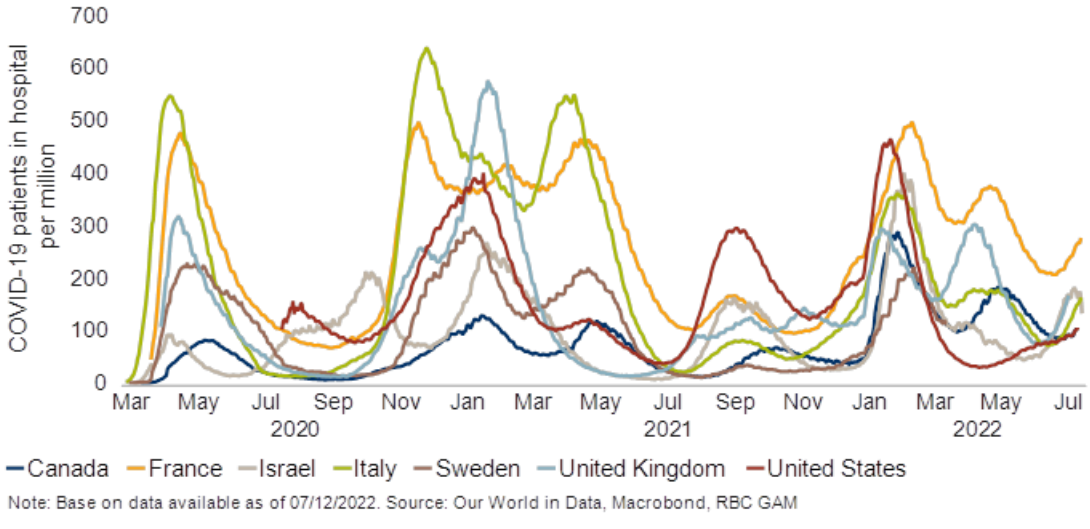
一方、債券利回りは6月中旬に比べ、大きく低下しています。米国10年債利回りは3.48%の高水準から2.78%まで低下しました。インフレ率の低下と2023年後半からの利下げが市場に織り込まれつつあるようです。この評価は正しいものと考えています。

新型コロナウイルスに関するアップデート

オミクロンBA.5系統によって新たな感染の波が形成されつつあります。感染者はもはや十分に集計されていないため、最新の波の大きさをこれまでの波と比較することは困難です。しかし、英国の統計学者によると、イングランドでは現在17人に1人が新型コロナウイルスに感染していると推定されるとのことで、これは驚くべき感染状況と言えます。

タイムラグはあるものの、入院患者数が、新型コロナウイルス感染の波の大きさをある程度、示しています。ほとんどの国では、入院率は高くはないものの、上昇していると報告されています（下図表）。

先進国における新型コロナ入院患者数



注：2022年7月12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

私たちが以前から主張してきたように、新型コロナウイルスの新たな波による経済的ダメージはかなり限定的なものになると考えています。中国を除けば、各国政府がロックダウンを再び実施することはないでしょう。残るダメージは、感染者が仕事を休むことによる人手不足と、周囲の感染レベルが高いと認識した場合の行動の抑制です。

バイデン米国大統領も新型コロナウイルスに感染しましたが、高齢にも関わらず順調に回復したと伝えられています。

オミクロンにも効果のあるワクチンが今秋に実用化される予定ですが、このワクチンは、現在では消滅した従来型のオミクロン株に効果があるように最適化されており、BA.4系統とBA.5系統に対する効果はやや低いとのことです。この次世代のウィルスは、既存のワクチンに対して進歩しています。

夏はウイルスが拡散しにくい時期とされるにも関わらず、新型コロナウイルスの感染波が形成されていることを考えると、今秋から今冬にかけての流行が心配になります。より感染力が強く、免疫回避能力に優れているBA.2.75系統の感染が既に報告されています。多くの国でその発生が報告されつつあり、これが今後の感染拡大の原動力ともなり得ます。

ウクライナ紛争は継続

ロシアとウクライナの紛争については、引き続きよく聞くテーマとなっています。ロシア軍はウクライナ東部で前進を続けており、紛争はこのまま長引くと思われます。停戦を予想する声もありますが、この紛争を対象とした賭け事では、少なくとも12月までは紛争が続く確率は92%となっています。

食料不足の綱引き

ロシアの妨害によって、大量のウクライナ産の農産物を世界に輸出できないことが人道的、そしてインフレの観点から問題を引き起こしました。これは、世界の最貧困層の人々の飢餓や、人道的な危機につながる恐れがあります。

幸いなことに、ウクライナとロシアは最近、港の封鎖を解除することで合意しました。しかし、不幸なことに、その数時間後にロシアがオデッサ港を空爆しました。この非常識な事態をどう捉えたらいいのか、混乱に陥れようとするロシアの意図としか思えません。

穀物の輸出は8月に入って再開されましたが、最初の合意については有効期間が4カ月しか無いことを考慮すると、今後も継続的に正常な輸出が行われるかは分かりません。それでも、小麦価格に対する懸念は数カ月前より和らいできました。小麦価格は、5月後半の1ブッシェル当たり1200米ドルを超える水準から、今日では800米ドル以下まで下落しています。食料供給の懸念はやや緩和されつつあります。

天然ガス価格は再度、急騰

欧州の天然ガス価格は、ロシア産天然ガス供給が途絶えるという懸念が強まり、再び急騰しています（下図表）。

注：2022年7月22日時点。
出所：インターコンチネンタル取引所（ICE）、RBC GAM、マクロボンド

天然ガス価格がすぐに正常化することはなさそうです。ロシアには供給制限を行う以下の3つの理由があるからです。

1) 天然ガス需要の非弾力性ゆえに、短期的に生産量を減らすことはロシアにとって利益となる。これは、ガスの供給量の減少以上に、ガス供給不足による価格上昇の恩恵が大きくなるため。
2) 期待を常に裏切り、エネルギーの将来計画を立てられないようにすることで、欧州諸国が冷静でいられないようにしている。
3) 欧州諸国が冬に十分な量の天然ガスを確保できないようにすることで、欧州諸国に停戦や、ウクライナへの資金提供の停止を行う誘因をもたらしたいと考えている。

7月上旬、ロシアのパイプライン「ノルドストリーム1」の天然ガス供給量は、タービンのトラブルという理由で、容量のわずか40％にまで落ち込みました。その後、7月に毎年行われる10日間のメンテナンスによる停止があり、ロシアが再び天然ガスを供給するかが注目されました。

ノルドストリーム1には天然ガスが再び供給されることになりました。一旦、容量の40％にまで回復しましたが、その後、修理されたタービンの納入が遅れていることを理由に供給量は20％前後にまで削減されました。

その結果、欧州連合（EU）では冬を乗り越えるのに十分な量の天然ガスを確保できないことが予想されています。欧州委員会は加盟国に対して、冬に備えるために8月から天然ガス消費量の15％削減を要請しています。天然ガス価格の高騰による需要減に加え、不動産の貸し手による暖房の最低温度の引き下げ、学校や運動施設の給湯停止、公共プールの閉鎖などが報告されています。

ガス価格の高騰は企業の苦境をもたらしており、ドイツ最大の天然ガス輸入会社は倒産を避けるために、政府による緊急融資を求めています。

秋になっても天然ガス不足が継続した場合、製造業は減産に踏み切らざるを得ません。私たちは、冬が近づくにつれ、需要の増加や供給制限の継続、強化により、供給不足は深刻化するものと想定しています。このことが、来年のユーロ圏の経済見通しを厳しくする大きな要因となっています。

石油の価格上限措置？

西側諸国は、ロシアの石油に異例の価格制限を設ける可能性について、激しく議論しています。これは、世界各国がカルテルを結び、1バレルあたり45ドルといった一定価格以上では、ロシア産原油の購入を拒否するというものです。この価格はおよそ市場価格の半額程度でありながら、ロシアにとっては十分に利益を上げられる水準です。そうすれば、石油の市場価格は下がり、インフレを抑制し、世界経済を支援すると同時に、ロシアに制裁を課すことができるのです。

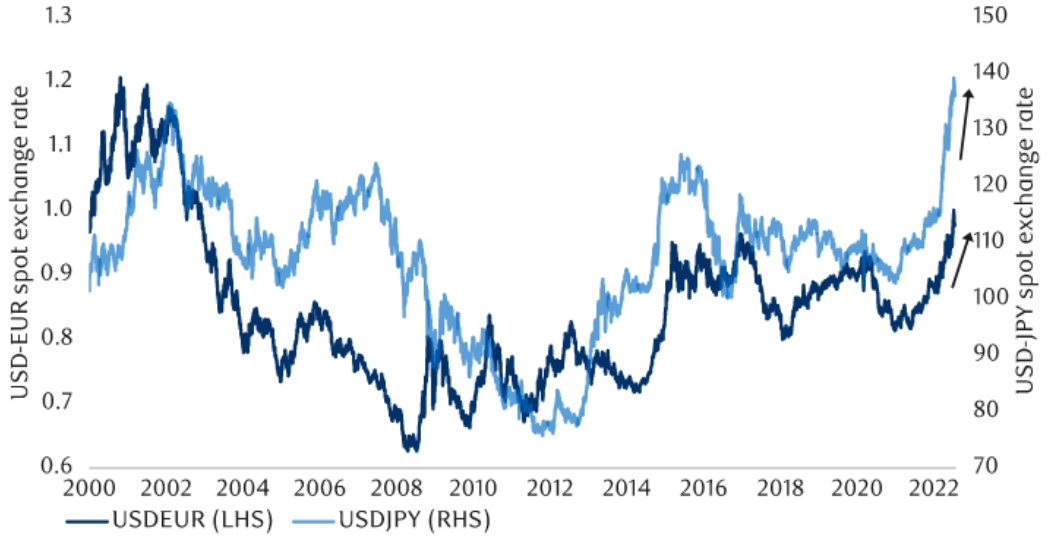
どのように価格規制を行うのでしょうか。船舶保険会社は、ロシア産石油のうち、上限価格の適用を受けないものには保険をかけられないようにするでしょう。もちろん、詳細はより複雑です。保険会社に制限をかけるだけで、ロシアの石油の流入を止められるのでしょうか。規制に従わない国は、保険に加入しないまま輸送するのではないでしょうか。第三国が安い価格で石油を入手して、価格をつり上げて転売することを止められるでしょうか。安価な石油の国家間配分をどのように決めるのでしょうか。

魅力的なアイデアではありますが、実効性は不明です。また、このアイデアが今回のこの特別なシナリオを超えて広まった場合、世界経済に恐ろしい影響を与える可能性があります。もし、各国が食料価格が高すぎると判断したら、購入価格を低くするように調整するのでしょうか。他の資源についてはどうでしょうか。自由市場が損なわれ、資本の配分や資源の配分が適切に行われず、後に深刻な供給不足を引き起こす危険性があります。

為替の大きな変動

2022年の米ドルは非常に強い動きを示しています。これに対してユーロや円などは非常に弱くなっています（下図表）。年初に1ドル115円だった円相場は、現在136円まで円安が進行しています。これは、ある評価指標によれば、45%も円安になっていることになります。一方、ユーロはドルとのパリティに到達し、2000 年代初頭以来の低水準となりました。

ユーロと円のドルに対する評価は過去20年間で最低の水準にまで下落



As of 07/22/22. Source: Macrobond, RBC GAM
注：2022年7月22日時点。
出所：マクロボンド、RBC GAM

このような動きは、主に2つの理由から生じています。

1) 恐怖とリスク回避のために安全資産への渇望が生まれ、その中で米ドルが中心的な役割を担っている。
2) 金利差が生じている。

米国はユーロ圏や日本よりもはるかに積極的に金融引き締めを進めています。カナダドルについては、金融政策の軌道が米国と似ていることから、その価値が米ドルに対してほぼ維持されていることは偶然ではありません（資源価格が比較的堅調なことも影響しています）。

ドルはユーロと円に対して過大評価されていることから、この傾向はいずれ反転するはずです。しかし、まだその時期とは限りません。その転換は、リスク資産の継続的な回復と同調して起こるように思われます。

ユーロ、円に対するドルの強さは何を意味するのでしょうか。他の条件が同じであれば、米国のインフレ率はやや低下し、他の国々はインフレ率がやや上昇するはずです。

米国企業は、為替レートが不利に働いているため、すでに海外収益が悪化しています。逆に、欧州と日本は米国に対する相対的な競争力を大幅に高めています。

米国外の投資家にとっては、米国市場は、米ドル建てで管理している投資家よりも相対的に強く見えます。一方、米国の投資家にとっては、他の国々の市場は実際よりもさらに悪いパフォーマンスを示しているように見えます。

日本の場合、日銀が弱い円と高いインフレ率（現在では前年比2.3％増）に満足しているようです。前者は相対的に低迷している日本の成長を手助けすることに、後者は（願わくば）日本の長いデフレを終わらせることにつながるため、どちらも現在の日本には必要とされています。

財政に関する様々なこと

超過利潤課税

超過利潤課税は、通常、ある業種が過剰に大きな利益を得た後に課される一過性の税金です。

このような税が、再び着目を集めているようです。カナダは2021年に自国の銀行に対してこのような税金を課しました。英国は最近、石油・ガス会社への課税を発表し、それによって得た財源は英国の一般家庭の生活費に充てられるとされています。今、世界中のエネルギー企業は、現在の高収益に対して、超過利潤課税が適用されるのではないかと、神経をとがらせています。

私たちは、超過利潤課税について注意を促します。巨額な財政赤字や、ある産業が好調である一方、他の産業が苦戦するなどの経済環境の不安定さを考えると、このような税制がさらに増えるリスクがあると考えています。政策立案者はすでに、企業にとって好ましくない政策に傾いています。

投資家や企業にとって超過利潤課税は懸念材料です。税金に関して予測不可能となることは好ましくなく、資本の配分の見直しや、または企業そのものが他の地域に移転する動機になりかねません。

米国の財政政策

米国上院でわずか1議席差で多数派となっている民主党は、次の経済対策を実現するために苦戦を続けています。反対派の民主党のマンチン上院議員は最近、増税や、大きな変化をもたらす環境対策のための法案を支持しないことを明らかにしました。

税制面では、長年の懸案であった米国の法人税引き上げが今秋の中間選挙までに実現する可能性は低くなりました。その後2年間は共和党が議会の少なくともどちらか一院で多数派を占める可能性が高いことから、実現する可能性はさらに低くなりました。

国際的な最低法人税

さらに、提案されている国際的な最低法人税も、短期的または中期的には実現可能性が低くなっているようです。米国がもはやこの法人税を導入できる状況に無いばかりか、EUと米国の双方からの圧力にも関わらず、ハンガリーも導入に消極的になっています。

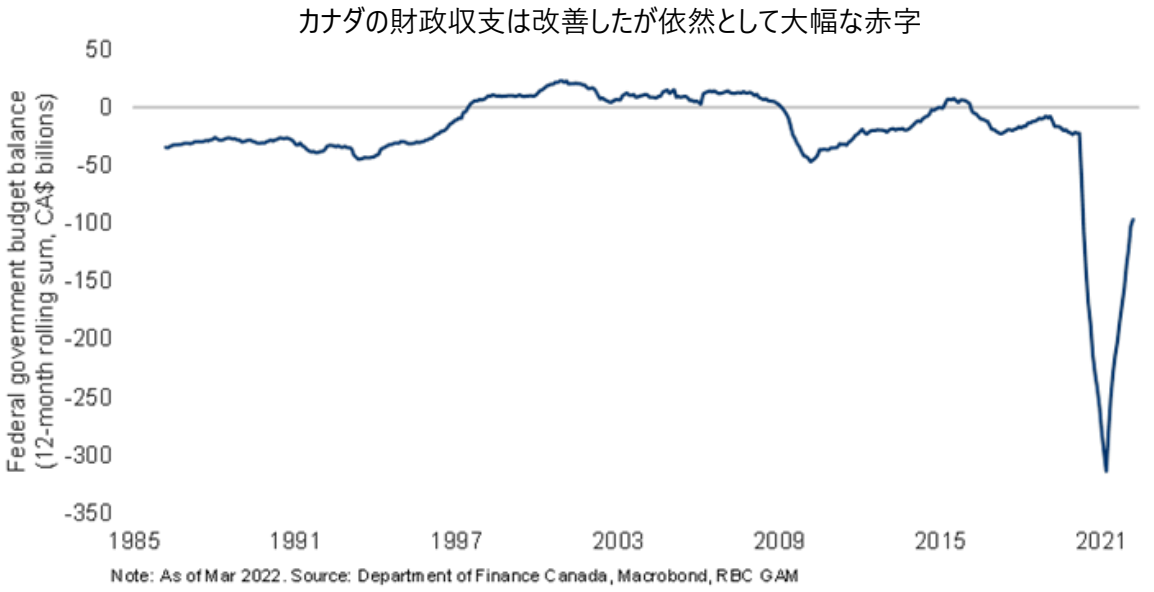
財政による経済成長への足かせ

金利上昇、資源ショック、高インフレといった大きな向かい風に隠されていますが、財政政策が2022年の経済成長への見えづらい足かせとなっていることを、私たちは以前から述べてきました。次の3つの図表（米国、カナダ、英国）は、その考えを示しています。

新型コロナウイルスの拡大によって膨らんだ米国の財政赤字

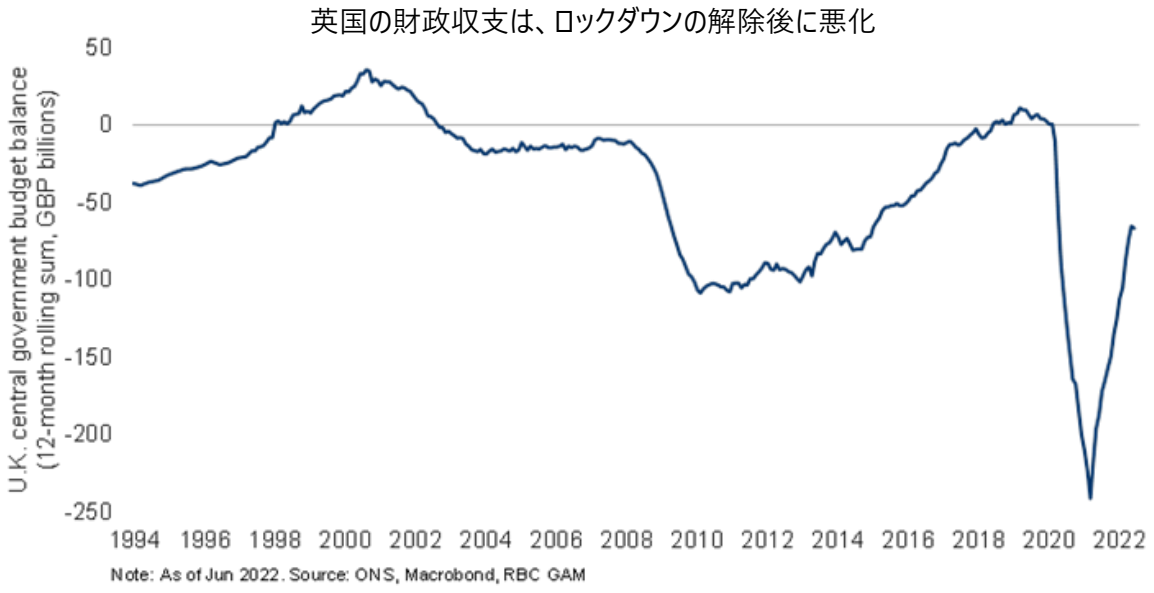
注：2022年6月時点。
出所：マクロボンド、RBC GAM

カナダの財政収支は改善したが依然として大幅な赤字



注：2022年3月時点。
出所：カナダ財務省、マクロボンド、RBC GAM

英国の財政収支は、ロックダウンの解除後に悪化



注：2022年6月時点。
出所：ONS、マクロボンド、RBC GAM

財政赤字は、依然として高い水準ですが、1年前、2年前に比べればはるかに小さくなっており、さらに縮小する余地があります。財政赤字の縮小とは、簡単に言えば、政府が過去に比べてお金を使わなくなることを意味します。これは、経済活動のマイナス要因となります。

財政の誘惑を避ける

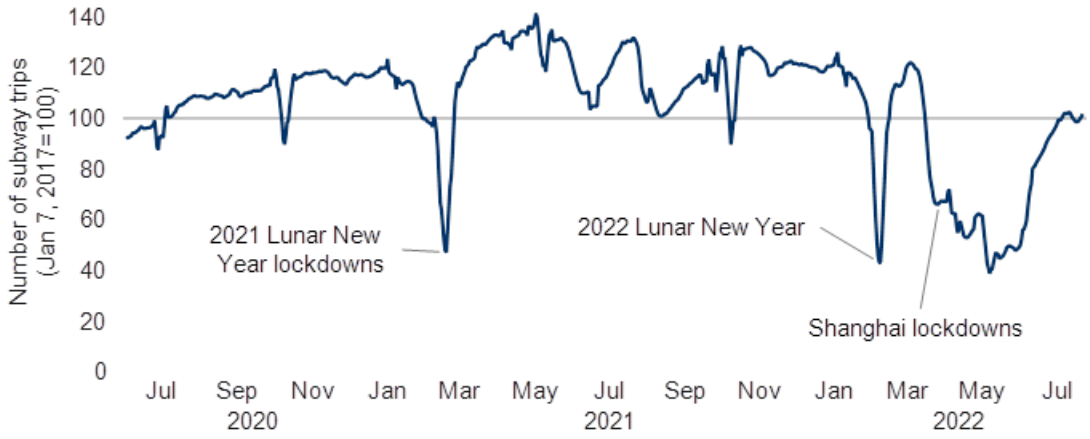
財政に対する最終的な考え方として、経済活動が弱まった時に政府による財政支援を手厚くし過ぎないようにすることが重要です。本来は経済の自動安定化機能を作動させるべきであり、これによって、特に苦境に立たされている人たちに対して何らかの追加支援が実現することになるでしょう。

過去2年間のような政府による手厚い支援を行うことは誤りと言えるでしょう。インフレ圧力が自己増殖しない程度に経済を冷やすという金融引き締めの目的を台無しにすることになります。大規模な財政刺激策を行えば、中央銀行はさらに金利を引き上げなければならなくなり、インフレの低下にはより長い時間がかかることになるでしょう。

中国経済の悪化

中国の第2四半期のGDPは前期比-2.6%（年率-10.8%）というひどい結果を記録しましたが、その後、新型コロナウイルスの流行に伴う規制が緩和されたため、リアルタイムデータでは大幅な回復を見せています。（下図表）。

中国主要都市における地下鉄の混雑状況



Note: As of 07/21/2022. Index is the weighted 7-day rolling sum of subway trips in Beijing, Guangzhou, Nanjing, Suzho, and Zhengzhou. Source: Chinese metro agencies, Macrobond, RBC GAM

注：2022年7月21日時点。北京、広州、南京、珠江、鄭州の地下鉄利用を7日間で加重平均した指数。
出所：中国地下鉄機関、マクロボンド、RBC GAM

中国の新型コロナウイルスの感染者が再び増え始めています。上海のような主要な経済都市は、この感染拡大の中心地ではないものの、多くの地方が新型コロナウイルス拡大の影響を受け、1日に100人以上の新規感染者数を記録しています。中国のロックダウンは何とかこれを鎮めようとしていますが、さらなる経済的な損失を伴うと考えることが妥当でしょう。中国の経済成長は、今後も引き続き低い水準で推移することが予想されます。

経済悪化のもう1つの原因は、中国の住宅市場にあります。中国は、昨年からの住宅建設の急激な減少と、エバーグランデ社を含むいくつかの大手不動産建設業者が破綻寸前な状況にあるなど、住宅市場において大問題を抱えていることは周知の事実です。

6月後半には住宅市場のいくつかの指標が上昇に転じたように見えましたが、これはロックダウンの解除によって誘発された、一時的な需要と生産の回復によるものでした。

住宅市場は再び弱まり、中国の住宅購入者の一部が住宅ローンの支払いを拒否しています。住宅購入者は過去数年間に新築の住宅を購入しましたが、その住宅はまだ建設されていません（中国の住宅市場は、住宅が建設されるかなり前に購入費を支払い、住宅ローンを組むという点で特殊です）。建設中の中国不動産の内、約10%が建設中止になっていると考えられています。この割合は高いものの、2019年のレベルには達していません。野村證券の推定によると、驚くべきことに、2013年から2020年にかけて販売された中国の不動産のうち約40%が完成しなかったとされています。

この住宅ローンの支払い拒否の動きは既に中国の住宅ローンの約4～5%に相当し、さらなるデフォルトの増加をもたらし、そして中国の銀行セクターにも影響を及ぼすものと、アナリストは懸念しています。

中国の対照的な側面

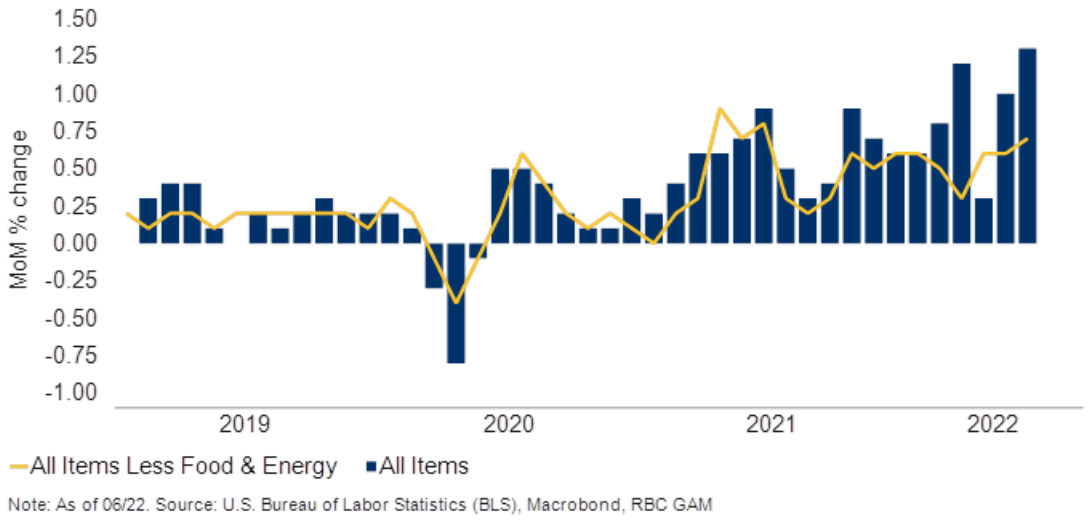
しかし、中国にとって悪いことばかりではありません。政府は、今年の第3四半期のインフラ支出を増やすなど、景気刺激策を実施しています。上海は経済再生のための50項目の計画を立てています。地方政府には、さらに2,200億米ドルの債券による資金調達が許可されました。これは、これまで通り住宅市場の価格上昇を促す要因となり得ます。

中国政府は海外からの渡航者の隔離期間を2週間から1週間に短縮し、複数の都市では新型コロナ検査政策を縮小しています。おそらく、中国は今後の感染波に対して、もう少し柔軟に対応するようになるでしょう。

インフレは高止まり

米国CPIは前年比+9.1%と40年ぶりの高水準となり、カナダのインフレ率も前年比+8.1%となりました。前月比では、米国の6月CPIは、このサイクルで最も高い数値となりました（下図表）。

米国CPI月次トレンド



Note: As of 06/22. Source: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Macrobond, RBC GAM

注：2022年6月時点。
出所：米国労働統計局（BLS）、マクロボンド、RBC GAM

しかし、7月のCPI（前月比）はやや低下すると考えるのが妥当でしょう。その主な理由は、商品価格（ガソリン価格を含む）が下落したためです。

インフレはピークに達したか？

私たちが作成しているインフレのピークのスコアカードは、過去数ヵ月の間に変化があったことを引き続き示しています（下図表）。これまでは大半の指標がインフレ率の上昇を示唆していましたが、現在では指標の一部がそうでない方に転換するとともに、多くの指標が曖昧な状況を示しています。

米国のインフレピークに関するスコアカード

		Inflation turning lower? Yes	Maybe	No
Thematic drivers	Supply chain			
	Monetary policy			
	Commodity shock			
	Fiscal policy			
	Wages			
	Inflation breadth			
Aggregate measures	Headline CPI			
	Core CPI			
	Breadth - Median CPI			
	Breadth - Trimmed-mean CPI			
	PPI			
	Real-time inflation			
	Google trends inflation			
Inflation cross-section	Pandemic-boom goods			
	Services			
	Crude oil			
	Food			
	Home prices			
Expectations	Market: inflation expectations			
	Consumer: inflation expectations			
	Business: inflation is biggest problem			
	Business: plans to raise prices			
	Consensus inflation forecast			
	Total	6	10	7

Note: "Turning" identified using mix of M/M and Y/Y methodologies.
"Pandemic-boom goods" is used vehicles + sports vehicles (including bicycles).
Source: RBC GAM as at 07/20/2022

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商品（Pandemic-boom goods）」は、中古車＋スポーツカー（自転車も含まれる）
出所：RBC GAM
2022年7月20日時点

この中で、特に注目すべきは、オンライン価格に基づいて計測されるリアルタイムのインフレ指標が、幅広い先進国において横ばいになり、一時的かもしれませんが、下がり始めているということです。

もちろん、そこからインフレ率が順調に低下する保証はありません。今後の資源価格は、景気悪化に対する予想によって抑制されるかもしれませんが、ロシアの行動や、それ以外にも、近年頻繁に見受けられるようなサプライズによって、この分かり易いストーリーが実現しない可能性もあります。

特に、消費者が価格に敏感になり、物価の上昇、特に原価が上昇していない製品の価格上昇を許容しなくなる中で、広範囲に及んでいる高インフレがどの程度まで、その範囲を狭めていくかが「ファクターX」となります。FRBのベージュブックによると、12地区の約半数において、顧客が物価上昇に反発していることが分かります。

私たちの見方では、インフレの4つの大きな要因（サプライチェーンの問題、資源ショック、金融政策、財政政策）の方向性は同時に変化していることから、ピークに達したかについては「Yes」となる可能性が高いように見受けられます。現在では、インフレがピークに達するかどうかよりも、ピークに達した後の方向性が重要であると考えています。今後、数カ月に亘ってインフレが問題となるような高水準で推移する可能性もあれば、数カ月の間に徐々に低下していく可能性もあります。私たちの見立てでは、低下する方向に向かうと考えていますが、必ずしも急速に正常な数値に戻るわけではなく、時折、低下傾向が不明瞭になるような不安定な動きになるものと考えています。

インフレが問題でなくなるのはいつ？

中央銀行と市場は、前年比で見たインフレ率が1-3％の範囲に安定的に戻るまで、完全に安心することはできないと言いたくなりますが、パニックボタンが解除されるまでにそれほど時間がかからないことは確かです。

インフレの問題が解決に至る最初のヒントは、通常時よりは、はるかに高いものの、これまでと比べると低い数値が毎月示されることでしょう。7月のインフレの数値はそのようになりそうですが、人為的な要因による支援が無くてもこのような月が続くかどうかが問題となります。

より強いシグナルは、完全な正常化までは行かなくても、前月比のインフレ率が低下した時に生じます。前月比で+0.2から+0.5%のインフレ率に戻れば、理想的な水準よりはまだ高いものの、現在の+0.8%前後のトレンドからは大幅な改善と言えます。仮にインフレ率が次の２-３ヶ月でこの水準まで低下ししても、年末時点の年率のインフレは、見かけ上ひどいままでしょう。具体的には米国の12月のインフレ率は、対前年比+7.5％程度となると思われます。ただ、中央銀行と市場は、年率の数字が改善する前に、インフレが正常に戻りつつあることを確認することができるので、これは重要なポイントです。

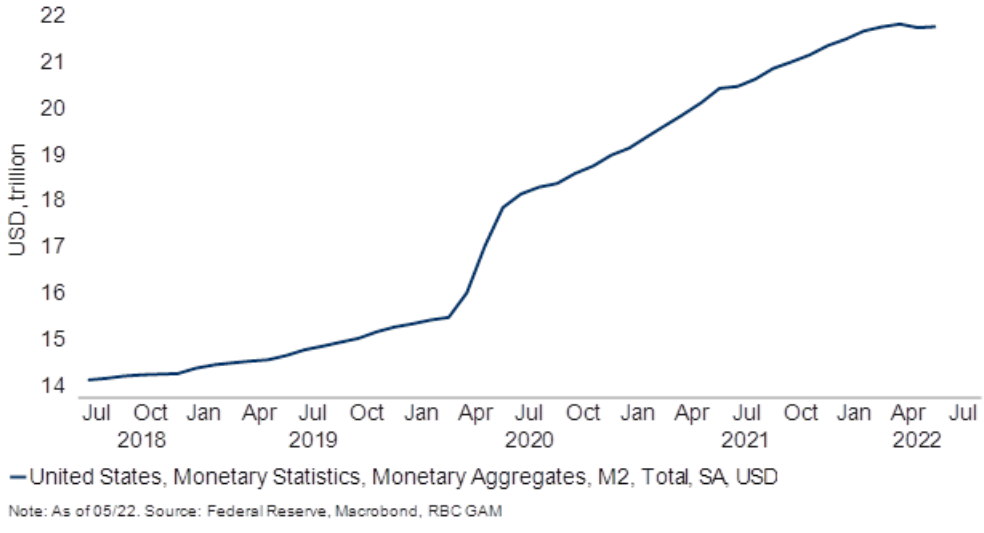
極めて強いシグナルは、前月比のインフレ率が完全に正常化し、前月比で+0.0%から+0.3%の範囲となった時です。しかし、その時点でも前年比の数値はかなり高いままです。古いデータが多く含まれていることから、情報を正確に伝えるというよりも欺くことになることに注意しなければなりません。

最後に、年率のインフレ率が前年比+2.0%に戻った時には、すでに中央銀行と市場は大分前からインフレの正常化を認識していることは間違いないでしょう。

マネーサプライの伸びの鈍化

私たちはマネタリストではありません。つまり、マネーサプライの伸びがインフレの完全な予測になるとは考えていません。とはいえ、中央銀行が量的引き締め、つまり貨幣の減少に取り組み、それがマネーサプライの縮小で表れているのは好ましいシグナルです（下図表）。

米国のM2は減少に転じる

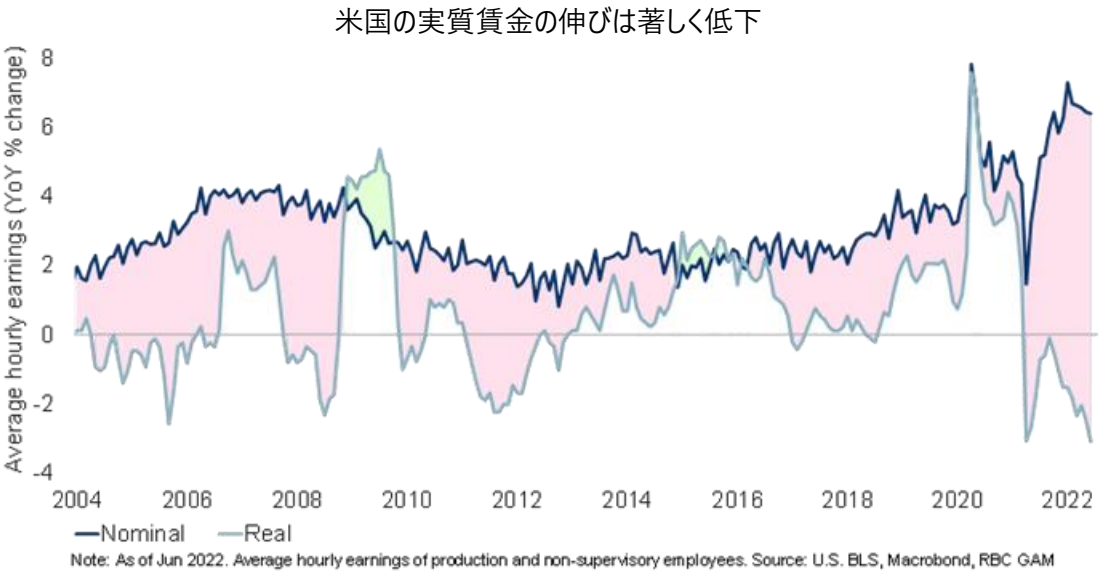


注：2022年5月時点。
出所：FRB、マクロボンド、RBC GAM

賃金はインフレの第二ラウンドを引き起こさない？

インフレ調整後の賃金は過去1年間で大幅に減少しています（下図表）。労働者がこの不足分を補うために大幅な賃上げを要求し、それに伴うインフレが生じるのではないかという懸念があります。その結果、インフレの元の要因が無くなった後も、企業は、労働コストの上昇に対応するために商品価格の値上げを継続すると言う見方です。

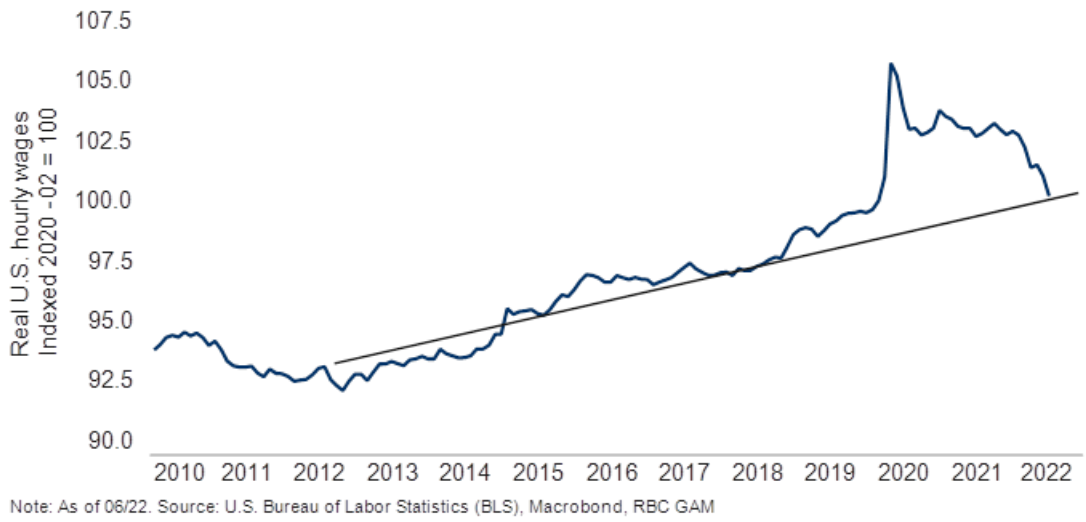
米国の実質賃金の伸びは著しく低下



注：2022年6月時点。生産および非管理職従業員の平均時給。
出所：米国労働統計局（BLS）、マクロボンド、RBC GAM

しかし、その可能性は一般的に想像されているよりも低いでしょう。というのも、インフレ調整後の賃金は、最近のトラウマにも関わらず、実際にはトレンドの水準を下回っていないからです。むしろ、実質賃金は新型コロナウイルスの流行初期に通常よりかなり速く伸び、最近の弱さについては以前のトレンドに戻ったに過ぎません。従って、少なくとも全体的なレベルでは、さらなる「キャッチアップ」は全く必要ありません（下図表）。確かに名目賃金がさらに加速しない限り、あるいはインフレ率が減速しない限り、実質賃金はすぐにトレンドラインを下回ることになりますが、ミスマッチは思われているほどに大きくはありません。

米国の賃金は依然としてパンデミック前のトレンドに沿った水準



注：2022年6月時点。
出所：米国労働統計局（BLS）、マクロボンド、RBC GAM

経済指標は軟化

米国の2つのISM指数は共に低下しました。また、S&Pグローバル・サービスPMIは、予想に反して７月に拡大と後退の分岐点である50を割り込みました。ISM製造業景況感指数の新規受注から在庫を差し引いた指標も、現在マイナスとなっています（下図表）。

米国企業は成長を続けているが格付けは低下

注：2022年6月時点。影付き箇所は景気後退を示す。
出所：ISM、Haver Analytics、RBC GAM

一方、ユーロ圏製造業PMI指数は49.6まで低下し、緩やかな景気の落ち込みを示唆しています。新規受注はさらに縮小し42.6となりました。

その他の指標

経済成長率のコンセンサス予想はほぼ全ての国で低下していますが、一方、インフレ率のコンセンサス予想は、調査した全ての国で上昇を続けています。私たちの予想は、経済成長率ではコンセンサスを下回り、インフレ率ではコンセンサスを上回ってきたことから、先取りしてきたと言えるでしょう。しかし、インフレのピークを示す指標が増えるにつれ、私たちは、コンセンサスを上回るインフレ予想に対する情熱を失いつつあります。

米国企業は景気の先行きを楽観視していません。全米独立企業連盟の調査によると、景気に対する見通しは急速に悪化しており、現在は過去最低水準に落ち込んでいます（下図表）。

米国の中小企業の景気見通しは過去最低に

注：2022年6月時点。6ヶ月後に、経済状況が改善すると予想する企業の割合から、悪化すると予想する企業の割合を引いた数値。影付き箇所は景気後退を示す。
出所：NFIB中小企業経済調査、マクロボンド、RBC GAM

まだ一時的なものかもしれませんが、雇用や設備投資が弱含んでいることが確認された他、企業がデジタル広告を縮小していると報じられました。これは景気への懸念と、携帯電話の個人情報の取り扱い変更によってデジタル広告の効果が薄れていることを反映しています。

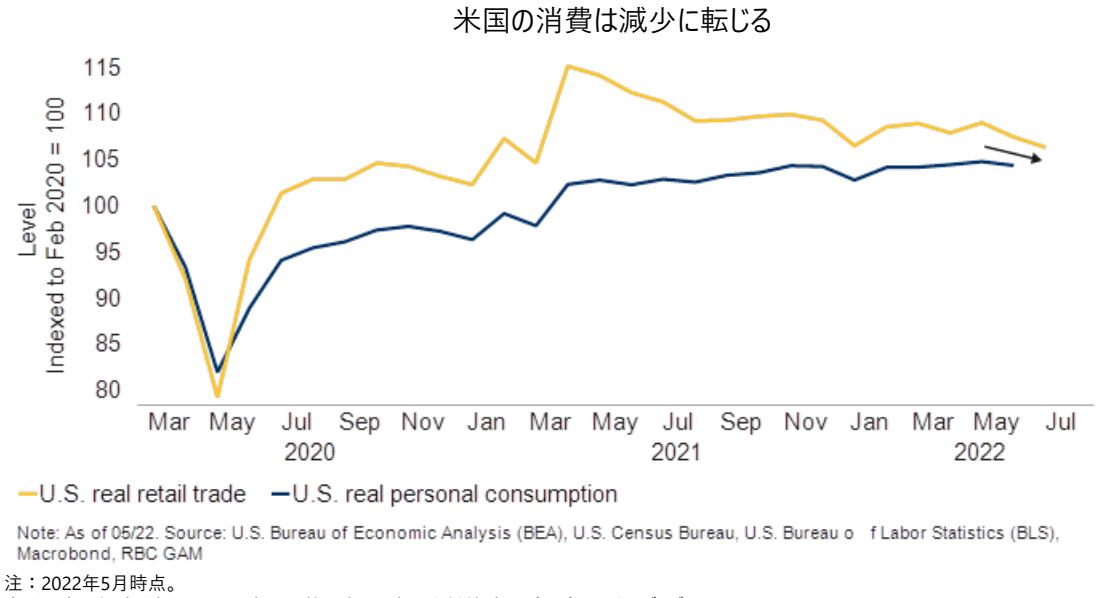
先進国全体で住宅市場の軟化が続いており、住宅建設にも影響が出始めています。カナダでは住宅価格の下落が顕著であり、私たちの予想についても、基本シナリオである全国ベースで10%の下落から、25%下落のシナリオに近づくように変更する予定です。

消費低迷を示す動き

私たちがモニタリングしているリアルタイムで消費者支出を計測する3つの指標のうち、1つについては弱含む動きを示しているものの、それ以外の2つの指標は概ね正常な動きを示しています。しかし、正常値であっても、高いインフレ率を調整すると、初めに考えるよりもかなり軟化しています。

より一般的な個人消費に関する指標でも同様の傾向が見受けられます。米国の小売売上高と実質消費支出はインフレを調整すると、勢いを失っているか、または完全に低迷している状況です（下図表）。人々はより多くのお金を使っていますが、手にするものは少なくなっています。

米国の消費は減少に転じる



注：2022年5月時点。
出所：米国経済分析局(BEA)、米国国勢調査局、米国労働統計局（BLS）、マクロボンド、RBC GAM

個人消費と経済活動が、全体として夏以降に急速に弱まる可能性があるかもしれないと考えています。長期間に亘る新型コロナウイルスの流行と厳しい冬が終わり、また、秋や冬には新型コロナウイルスの再拡大があるかもしれないとの見方から、人々はこの夏の楽しみをあらゆる手段で最大化しようとしています。そして、それには金銭的な浪費も含まれます。もし、この仮定が現実になれば、9月の経済活動は急激に落ち込むかもしれません。

景気後退のシグナル

多くの先進国について景気後退のリスクが高いと考えています。米国の場合、私たちの景気後退のスコアカードによると、10の主要シグナルのうち5つが景気後退を示し、さらに3つが「可能性が高い（Likely）」、あるいは「可能性がある（Maybe）」を示しています。10のうち「No」となっているのは2つだけですが、これらもイールドカーブがフラット化するにつれ、着実に「Yes」に近づいています（下図表）。

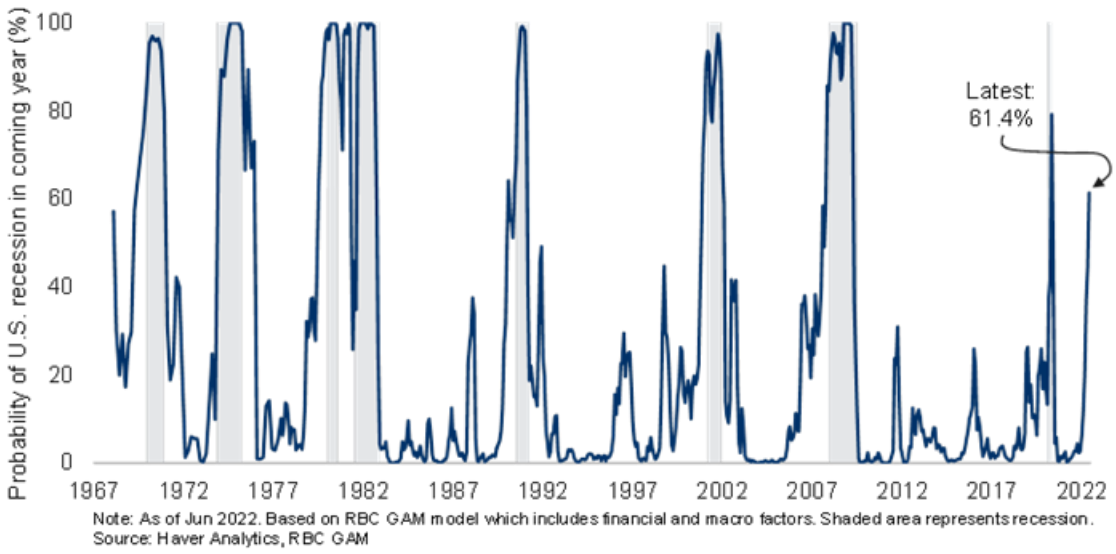
多くの景気後退シグナルが「Yes」を示す

Signal	Indicating U.S. recession?
2yr-10yr curve inverts	Yes
Inflation spike	Yes
Oil shock	Yes
Google "recession" news trend	Yes
RBC GAM recession model	Yes
Monetary tightening cycle	Likely
Duncan Leading Indicator falls	Maybe
Financial conditions tighten	Maybe
NY Fed 3m-10yr curve inverts	No, but rising risk
Fed short-term curve inverts	No, but rising risk

注：2022年7月15日時点。米国経済分析局(BEA)の分析による
出所：RBC GAM

RBC GAMリセッションモデルによると、今後1年間の景気後退の可能性は61%となっています（下図表）。実際には、これくらいの数値が現れた後には、ほぼ毎回、景気後退が発生していることから、景気後退の確立はもっと高いものと考えています。

1年以内に米国が景気後退に入る確率



注：2022年6月時点。財政およびマクロ要因を含むRBC GAMモデルに基づく。
出所：Haver Analytics、RBC GAM

サプライチェーンの改善

サプライチェーンは、完全にとまでは行かなくとも、改善傾向にあります。サプライチェーンの混乱がインフレの主な要因の一つであったため、これは重要なことと言えます。カナダ中央銀行によれば、サプライチェーンの混乱が供給水準を2.5%も抑制したと見積もられています。

最近の改善の兆しは、コンピューターチップの需要が緩和されつつあることです。チップについては、特に電機セクターと自動車セクターにとっての弱みとなってきました。メモリチップの価格は大幅に低下しており、来期にはさらなる下落が予想されています。グラフィックスチップの価格は、暗号通貨が大幅に下落したことなどから、1月から半減したと見られます。

実際にインテル社は採用を凍結し、エヌビディア社は採用計画を縮小しています。マイクロンテクノロジー社は、第3四半期の売上を従来の予想から5分の1引き下げました。一部の企業は、これまでの欠品ゆえにコンピューターチップを過剰に発注したとみられており、今後の発注を縮小する可能性があります。

政府が半導体製造工場の新設に補助金を出し、企業もここ数年の旺盛な需要に対応していることから、生産過剰に陥るリスクもあります。中国では2020年だけでも15,000社の半導体企業が新たに設立されました。

こうしたモノの供給制約が緩和される一方、一部のサービスでは制約が厳しくなりつつあります。例えば、ヒースロー空港では、航空会社が受け入れる乗客数を制限しており、多くの便がキャンセルされています。その他にも、様々な航空会社が、受け入れ体制を考えて自らの意思でフライトをキャンセルしています。一方、私たちは、サービス業の制約は、製造業の制約に取って変わるほどの問題にはならないと考えています。

継続する利上げ

FRBは7月に75bpsの利上げに踏み切りました。また、イングランド銀行も８月に50bpsの利上げを行いました。

各国の中央銀行は、最近では引き締めを強化する方向へと舵を切っていることは確かです。カナダ中央銀行は、予想されていた75bpsの利上げに対し、100bpsの大幅な利上げを行い、多くの人を驚かせました。ECBは少し前には25bpsの利上げが予想されていたものの、50bpsの利上げを行いました。

カナダではオーバーナイト金利が2.5%になり、ピークの約3.5%に向けてさらに引き締めが行われると予想されています。カナダ中央銀行は、今回の引き締めは追加利上げではなく、政策の前倒しであることを強調しています。最終目標は変わっておらず、引き締めのタイミングを早めただけとのことです。

前回、カナダ中央銀行が政策金利を一気に100bps引き上げた1998年8月は全く状況が異なっていました。インフレ率はかなり低く、利上げはカナダの金融商品に対する信頼を回復するために行われました。LTCM危機やアジア金融危機の中で、カナダの債券利回りは政策金利と乖離して上昇し、カナダドル安が進行していたのです。利上げによって投資家をカナダに呼び戻すことに成功し、実際に中央銀行は、その1ヵ月後に利下げを行うことができました。このようなことは、現在の状況には当てはまりません。

ECBもカナダ中銀と同じように、政策の前倒しについて言及しています。市場は、今回の大幅な利上げの後も、政策金利のピークを1.5%程度と見ています。ECBが8年ぶりにマイナス金利を脱したことは、歓迎すべきことです。

ECBはまた、周辺国のソブリン債を債券市場の過度な圧力から守るための新たな伝達保護措置（TPI）を承認しました。理論的には、この措置の発動の機会はかなり限定的となっています。債券市場からの圧力が「不当」な場合にのみ適用され、EUの財政枠組みを遵守していない国、国内に深刻なマクロ経済の不均衡や誤ったマクロ政策を持つ場合には支援を行わないというものです。とはいえ、多少の調整は必要かもしれませんが、実際にギリシャ国債やイタリア国債に市場から時折かかるような圧力に対しては、この制度で十分に対処できると考えています。

段階を踏む

中央銀行が政策金利を3.5%に引き上げると言った時、なぜ一度に引き上げず、慎重に段階を踏んで進めるのでしょうか。政策金利をあまりに早く引き上げると、経済や金融市場にダメージを与える可能性があるためです。資金の借り手も企業も、金利環境の変化に適応するための時間が必要です。

中央銀行が金融政策の前倒しを行う場合、実際には利上げ措置の段階の数を減らしているに過ぎません。多少の影響はあるものの、金融政策をより速く最適な状態に持っていけるという利点があります。現時点ではスピードが重要なのです。

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