

RBC GAM マクロメモ 2022年8月9日 – 8月22日

新型コロナウイルス / 小麦価格 / 地政学 / インフレはひと休み / 景気サイクルの終点 / 経済についてのトピック / 米国財政 / 金融政策 / カナダの金利感応度



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

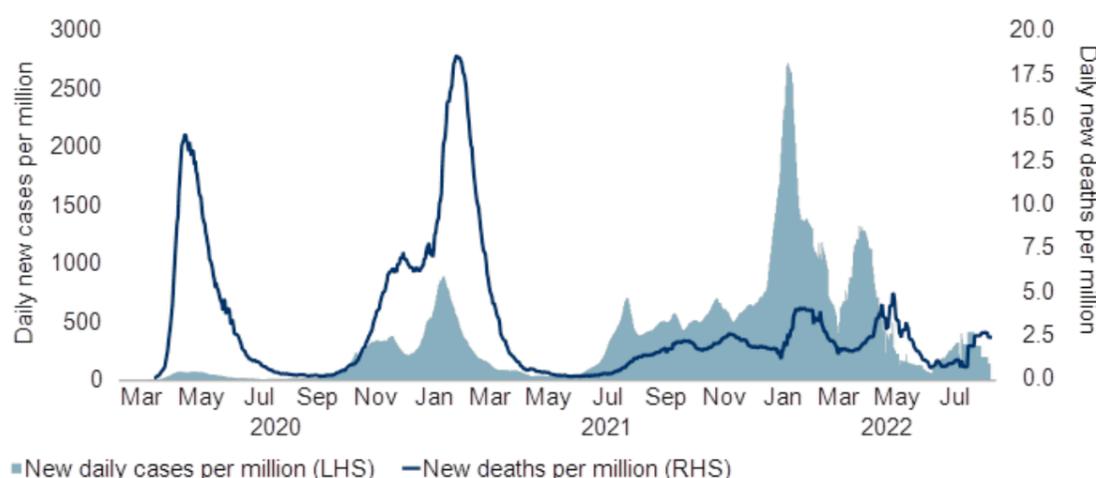
内容

- 新型コロナウイルス感染波の状況
- 小麦価格の下落
- 地政学的ストレスの高まり
- 7月のインフレはひと休み
- 「景気サイクルの終点」に到達
- その他の経済に関するトピック
- 米国財政の進展
- 金融政策の引き締めは継続
- カナダ経済の金利感応度

新型コロナウイルス感染波の状況

新型コロナウイルスの感染波は続いています。英国やドイツなどの欧州諸国では感染者数は減少していますが、死亡者数についてはラグがあり、まだ大幅に低下しているわけではありません（下図表）。

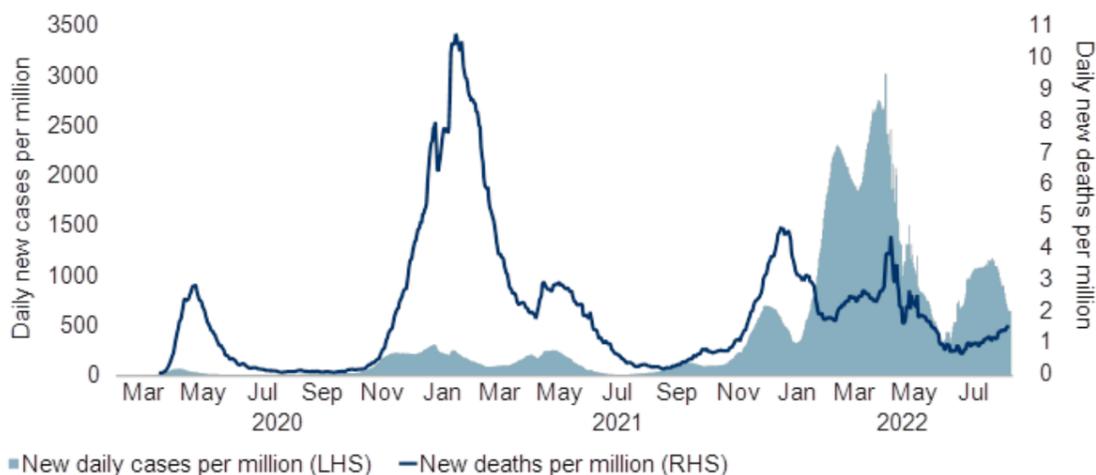
英国における新型コロナ患者数及び死亡者数



Note: As of 08/05/2022. 7 -day moving average of daily new cases and deaths. Source: Our World in Data, Macrobond, RBC GAM

注：2022年8月5日時点。日次の新規患者数と死亡数の7日間移動平均。
出所：データを見る私たちの世界、マクロボンド、RBC GAM

ドイツにおける新型コロナ患者数及び死亡者数



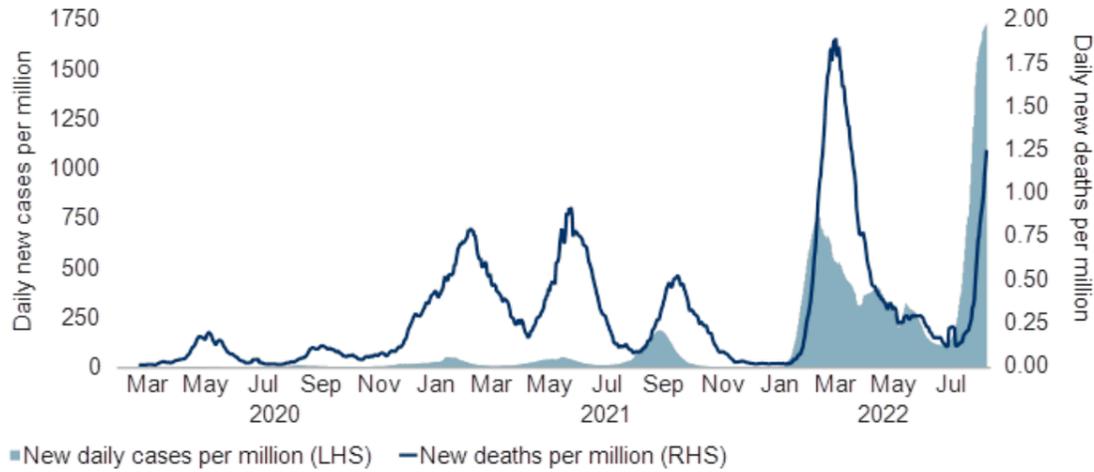
Note: As of 08/07/2022. 7 -day moving average of daily new cases and deaths. Source: Our World in Data, Macrobond, RBC GAM

注：2022年8月7日時点。毎日の新規患者数と死亡数の7日間移動平均。
出所：データを見る私たちの世界、マクロボンド、RBC GAM

北米では、米国とカナダの感染波は落ち着いてきましたが、まだ大きく減少しているわけではありません。ほとんどの国において、BA.5系統の波は過去2回の波よりも穏やかであるように見受けられますが、これは過去の感染によって得た免疫によるものです。

逆に、日本では現在の感染波については厳しい状況となっています（下図表）。日本が他国より厳しい状況にある理由は、以前に感染を最小限に抑えることに成功していたことの裏返しと言えるでしょう。抗体を持っていない日本人が圧倒的に多く、ウイルスの格好のターゲットになっているのです。

日本における新型コロナ患者数及び死亡者数



注：2022年8月7日時点。毎日の新規患者数と死亡数の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

中国についても過去の感染者が少なく、日本と同じような状況になるのではないかと考えられるかもしれません。中国南部のリゾート地、海南島の三亜市では数百人が感染し、ロックダウンが実施されました。これによって8万人以上の観光客が立ち往生しました。

小麦価格の下落

平常時であれば、ウクライナは世界第3位の小麦の輸出国です。しかし今では、ウクライナの港からの輸送を許可するという脆い合意がロシアとの間で成立したことを受けて、一部の小麦が輸出されているだけです。そこは紛争地帯であることに変わりはなく、課題は残されています。

従って、小麦価格がロシアの侵攻前の水準にまで下落したことは一見驚くべき変化です（下図表）。



注：2022年7月28日時点。影のハイライトは米国の景気後退期。
出所：S&P、マクロボンド、RBC GAM

急激な小麦価格の下落の背景には何があるのでしょうか。いくつかの要因が考えられます。

- ・ ウクライナは小麦の主要輸出国ですが、世界市場に対するその重要性は過大評価されています。平常時には、ウクライナは年間2,400万トンの小麦を輸出しています。絶対量としては多いものの、これは世界の小麦市場の3%を占めるに過ぎません。仮にウクライナの小麦輸出量がゼロになったとしても、世界全体の小麦生産の97%は残ります。
- ・ ウクライナの小麦輸出がゼロになることはないでしょう。ウクライナは今年、約1,500万トンの小麦の輸出を計画しています。これを踏まえると世界の小麦生産量は1%分減少するに過ぎません。
- ・ 他国の状況の変化もあります。ロシア、中国、カナダ、米国、オーストラリアの今年の小麦生産量、及び輸出量は、例年を上回ると見られています。ウクライナによる不足分の大部分、あるいは全てを補うことができるでしょう。それとは対比的に、インドではモンスーンの不調により、今年は例年並みの生産量に若干ながら達しない可能性があります。
- ・ 牧場経営者は、家畜飼料の一部を小麦からより安価なトウモロコシに変更したため、今年は例年より小麦の需要が少なくなると予想されています。

そうは言っても、ウクライナは他の作物にとっても重要な生産国です。また、ベラルーシ産の炭酸カリウムが利用できなくなることも、将来に亘る世界の作物収穫量に対する問題となります。さらに、アフリカ、中東、中央アジアの一部の国々は、ウクライナの小麦供給に大きく依存しています。小麦価格が紛争前の水準に戻るとしても、過去10年の平均的な価格に比べればまだ高止まりしています。

こうした状況を踏まえて国連は、ウクライナ紛争によって2022年には1,300万人、2023年には1,700万人がさらに飢餓に見舞われると予測しています。紛争の影響によって飢餓状態にある人口がおよそ1.7%増加することになり、現実的に人的被害が発生することになります。

インフレの観点からはここ数カ月の食料価格の下落は持続的であるように見えます。これは、現在の厳しいインフレにとって望ましいことです。

地政学的ストレスの高まり

地政学的なストレスは高い状況にあります。ロシアが注目の中心ですが、イスラエルとパレスチナの対立（現在は停戦で合意）もあります。最近では、タリバンのアフガニスタン占領、イランの核兵器の開発、8月2日のナンシー・ペロシ米下院議長の台湾訪問に対する中国の反発などがありました。このような摩擦もあり、経済的には脱グローバルイズムが進行しています。

2022年の経済情勢に最も大きな影響を与えた国はロシアと言われていますが、長期的に見れば、地政学的にも経済的にも米中関係が最も重要です。

中国が自国であると主張する台湾にナンシー・ペロシ米下院議長が訪問した後、中国は謝罪を要求し、気候変動、軍事活動、国際犯罪などの問題に関する米国との連絡や協調を中断しました。また、中国は軍用機を台湾側の空域に飛ばし、台湾上空を超えるミサイルを発射し、台湾周辺で軍事演習を行いました。これに伴い一部の航空便や船舶の航行が阻害されました。

中国の習主席が「（中国と台湾の）統一を果たさなければならない」と発言した記録が残っています。

トランプ大統領に代わってバイデン大統領が就任してからも、関税や経済制限は継続し、バイデン大統領は今後も関税を下げることはないだろうと示唆しています。実際、今回の騒動以前から、米国は関税を撤廃するのではなく、追加するリスクがありました。そのリスクは今回のナンシー・ペロシ米下院議長の訪台を経てさらに高まりました。

しかし、中国が近いうちに実際に台湾を侵略し、中国と米国が紛争状態に入るといった可能性はまだ低いでしょう。最大の理由は、軍事的にも経済的にも全ての当事者にとって、紛争は悲惨なものとなるからです。

世界最大の軍事力を持つ両国間で紛争が起きれば、両国にとって大きな損害となり、それぞれの軍隊、台湾の一般市民、さらには中国や米国の一般市民にも大きな犠牲が出る可能性があります。

経済的な損失も甚大なものとなるでしょう。グローバル経済における中国の重要性を考えれば、中国に対する包括的な制裁は、ロシアに対する制裁よりも桁違いに影響が大きくなるでしょう。中国の製造業は壊滅的な打撃を受け、欧米にとっても多くの製品が手に入らなくなり、需要も同様に減退するでしょう。一方、台湾は世界の電子機器やハイテク半導体の生産において世界の中でも重要な役割を担っており、米中の紛争が起きれば、重要な技術の利用が大幅に制限され、イノベーションも制限されるかもしれません。

また、中国が台湾に侵攻するタイミングも、恐らく適切ではありません。ロシアのウクライナ侵攻に対する欧米の制裁措置の厳しさは、中国に再考を促すでしょう（逆に、NATOがウクライナに軍隊を派遣していないという事実は、米国が台湾のために実際に紛争に関わるかどうか不確実性を与えているという指摘もあります）。また、台湾人の反中感情は非常に強く、最近の世論調査では、中国との政治的統合を望む人は10%未満にとどまっています。人々が望まないのに中台を統合することは困難です。中国も米国も今秋に重要な選挙を控えています。したがって、脅かしはしても、実際に紛争に陥らないことが両国にとって最善の利益となります。

中国は既に態度を軟化させ始めています。航空や船舶交通は正常化しつつあります。リスクは依然として高いものの、現状が維持される可能性が極めて高いでしょう。

7月のインフレはひと休み

7月の米国の消費者物価指数（CPI）は前月比で横ばい、前年同月比では+8.5%となり6月の+9.1%から低下しました。6月から7月にかけて資源価格が下落したことが主な理由です。一方、コアCPIは+0.3%の上昇となったことから基礎的なインフレは継続しているものと見られます。

一方、7月の生産者物価指数（PPI）は、前月比で0.5%の低下となり、6月の+1.0%から低下に転じました。

インフレがピークに達していることは理論的にも理解できます。4つの主要要因が全て転換しているからです。

- 抑制的な金融政策
- 重しとなる財政政策
- サプライチェーン問題の改善
- 資源価格の下落

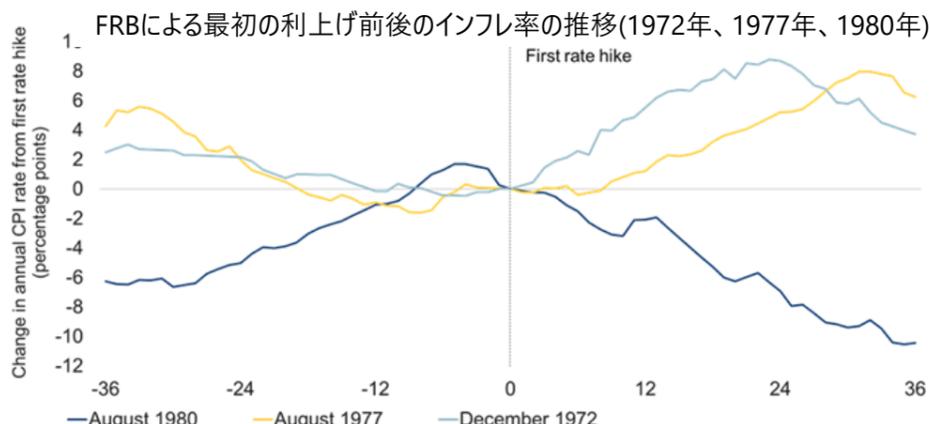
その結果、インフレ期待は大幅に低下し、それがさらなる将来的なインフレ率の低下を示唆しています。

現在のインフレには勢いがあり、広範囲に及んでいることから、急速に通常のインフレ率に戻ることはおそらく楽観的な見方と言えるでしょう。私たちの予測では、2022年の残りの期間にかけてインフレ率は緩やかに低下する（資源価格の急落による7月の極端な低下は別として）と見ています。それでも12月のインフレ率は前年比+7.5%程度となる見込みです。

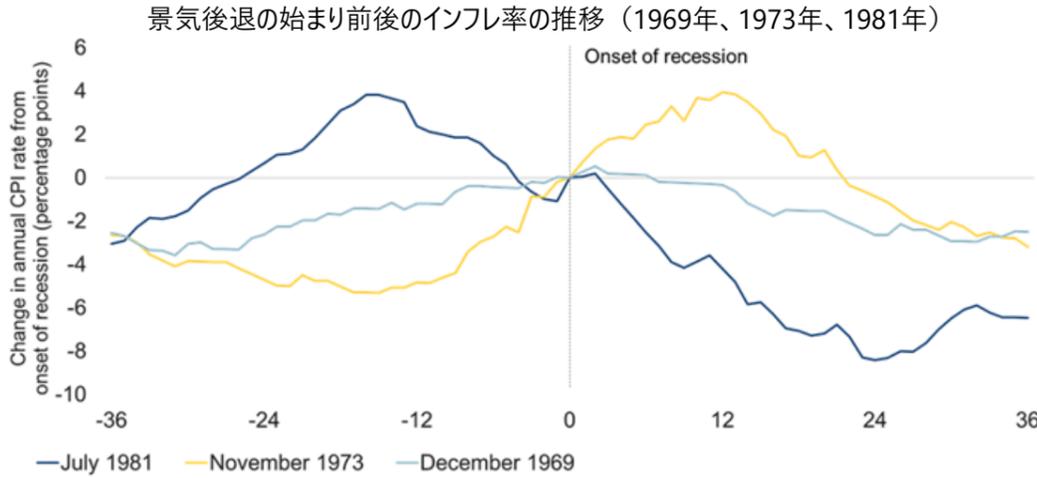
注目すべきは、消費者物価指数の内、資源関連ではない構成要素のインフレ率がどの程度低下していくかです。もしこれが低下しなければ、根本的な問題は残り続けます。

1970年代を振り返って

私たちは、1970年代を振り返り、3つの主要なインフレ・サイクルの中でインフレがピークに達した背景について調査しました。その結果、3つのケースのうち2つでは、金融引き締め開始後、インフレ率がピークに達するまでにさらに2~3年を要しました（下図表）。残りの3つめのケースでは、インフレ率は最初の利上げと同じタイミングでピークに達しました。インフレを抑制するにはもう2~3年かかる可能性もありますが、私たちは、現在のインフレがこの3番目のケースようになることを望んでいます。



次にインフレと景気後退の開始時期との関係を見てみます。1970年代の3回のインフレ・サイクルのうち2回は景気後退が始まるとほぼ同時にインフレ率が低下し始めましたが、3つ目のケースではインフレ率がピークを迎えるのにさらに1年かかりました（下図表）。この経験を踏まえると、今年末から2023年初めにかけて景気後退に陥る場合、インフレ率のピークは今後6カ月以内に訪れるかもしれません。これは妥当な予測と言えるでしょう。

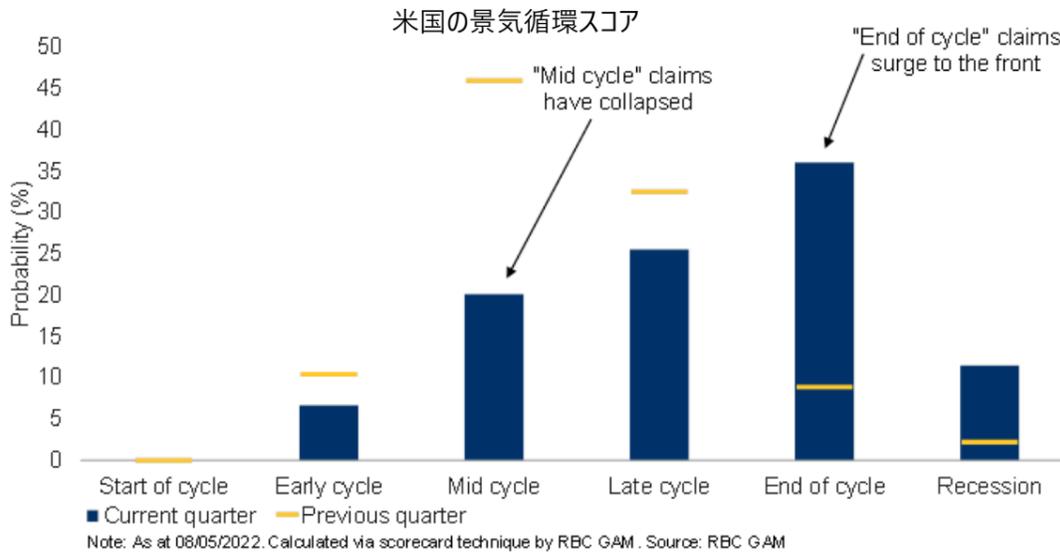


注：2022年8月2日時点。横軸はFRBの最初の利上げの前と後の月数を表す。0日目は最初の利上げ。
出所：BLS、マクロボンド、RBC GAM

「景気サイクルの終点」に到達

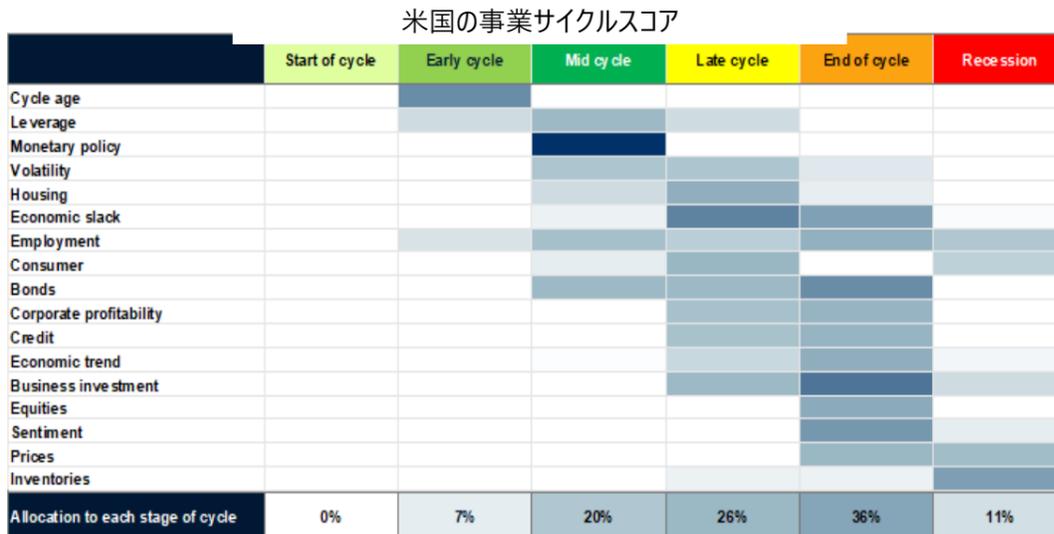
米国の景気サイクルは大きく進展しました。前四半期には、私たちが作成している景気サイクル・スコアカードは「景気サイクルの中期（Mid cycle）」を示していましたが、実際には、景気サイクルが急速に進み、既に「景気サイクルの後期（Late cycle）」となりつつある状況でした。

現在の四半期は、「景気サイクルの中期（Mid cycle）」を終え、「景気サイクルの後期（Late cycle）」を乗り越えて、「景気サイクルの終点（End of cycle）」に移行していると考えられます。



注：2022年8月5日時点。RBC GAMのスコアカードに基づく。
出所：RBC GAM

「景気サイクルの終点」やそれ以降の状況を把握するための材料として、在庫、物価、センチメント、株式市場の動向、企業投資、経済の広範に亘るモメンタムがあります（下図表、次のページ1つ目の図表）。賃金の伸びが横ばいになっていることにも注目しています。これは、典型的な「景気サイクルの終点」を示すものです（次のページの2つ目の図表）。



注：2022年8月5日時点。濃淡は景気循環の各局面で各インプットに与えられた重みを示す。
出所：RBC GAM

米国では在庫が積み上がる一方、売上が減少したため、売上高在庫比率が上昇



注：2022年5月時点。全製造業および全貿易業の実質売上高在庫比率。影のハイライトは景気後退期。
出所：BEA、Haver Analytics、RBC GAM

米国の未熟練労働者の賃金の伸びは鈍化



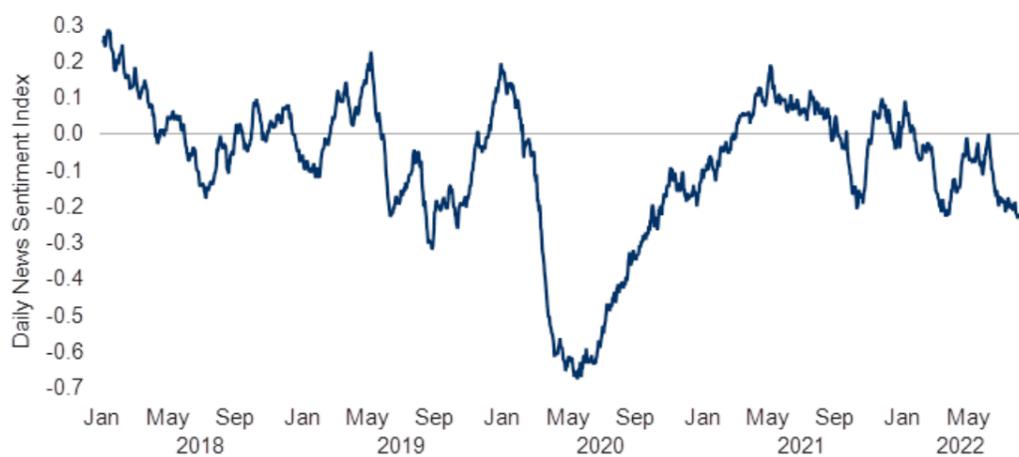
注：2022年6月時点のフルサービスではないレストラン（Limited-service restaurants）、2022年7月時点の民間非農業部門。
出所：BLS、マクロボンド、RBC GAM

景気循環の現在の状況は、景気後退が近いことを強く示しています。私たちは、来年に米国が景気後退に陥る可能性は80%と予測しています。ユーロ圏と英国ではさらに高い確率を予想しています。

その他の経済に関するトピック

新聞記事から分析したセンチメントは再び低下し、新型コロナウイルス流行の初期以降で最も厳しい水準に達しています（下図表）。

日次のニュースセンチメント・インデックスは低下



注：2022年7月31日時点。
出所：サンフランシスコ連銀、マクロボンド、RBC GAM

GDPの減少

米国のGDPは2022年の第1四半期、第2四半期に減少しました。これは、厳密には景気後退の定義とはなりませんが、一般的に利用される景気後退の目安となっています。景気の悪化が強調されて伝えられていますが、私たちは、本当の景気後退からはほど遠い状況にあると考えています。これには、GDPの減少は消費や投資の減退ではなく、在庫の減少や輸入の増加によるものであること、大幅な失業の増加が今のところ見受けられないこと、事業に大きな損失を受けた産業は多くないといった理由が背景にあります。景気後退が予定より早く始まったというわけではないという見方に加えて、米国の第3四半期の経済成長率は年率+1.4%の成長になりそうだということを付け加えておきます。

つまり、私たちは景気後退はまだ先になると予想しており、2022年の前半にそれが生じたとは考えていないということです。

雇用

雇用に関しては、7月の米国雇用統計は非農業部門の新規雇用者数が52万8000人という予想外の大幅な増加を記録しました。しかし、家計調査では17万9000人の雇用増にとどまり、前月31万5000人の雇用減に続いて、かなり穏やかな増加となりました。労働市場については幅広い視点で見ていくことが有効です。概ね順調な状況にあると言えますが、重要な指標について弱含みつつあります。新規失業保険申請件数は増加し、レイオフの件数も増加しています（下図表）。企業の雇用意欲は緩やかにですが弱まりつつあります。求人倍率と退職率はまだかなり高いものの、ピークを迎えつつあります（下の2つ目の図表）。



注：2022年6月時点。影のハイライトは景気後退期。
出所：チャレンジャー、グレイ・アンド・クリスマス、マクロボンド、RBC GAM



注：2022年6月時点。民間非農業部門の全事業所を対象にした推定値。影のハイライトは景気後退期。
出所：BLS、マクロボンド、RBC GAM

求人倍率がまだ高い場合、企業は解雇する前に採用計画を中止するため、景気後退になっても雇用の減少は避けられるという主張が一般的に言われています。また、求人数が1,000万人を超えていることを考えると、企業が目標とする従業員数を、この求人数を超えて減らすことは無いように思われます。従って、景気後退に陥っても、労働市場は通常と比べて底堅く推移するだろうとの見方を認める必要があるかもしれません。

しかし、2008年から2009年、2020年に見られたように、当初の求人数が多いからといって、景気後退期に実際の雇用が大幅に削減されることが無いわけではありません。求人の多くは、企業収益がさらに大きく増加していくことを前提にしており、景気後退となれば、その前提は誤りであることとなります。業種レベルの雇用のミスマッチによって、ある業種では労働者不足を嘆く一方で、他の業種では労働者を解雇していることもあり得ます。また、金融環境が悪化すれば、事業機会のある企業であっても、事業拡大のための資金を確保できなくなる場合もあります。要するに、景気後退の局面では現実として雇用は大幅に減少するという事です。

一方、カナダは7月に3万人の雇用減を記録し、2ヵ月連続の明確な雇用減少となりました。カナダは、家計債務が大きい（詳細は後ほど述べます）ことから、米国よりも深刻な景気後退になると予想していますが、これまでのところ、カナダの経済環境が本当に悪いとは言えません。雇用環境の悪化に関わらず、カナダのGDPは今年上半期に米国よりも良い結果を残しています。

企業収益は概ね底堅く推移

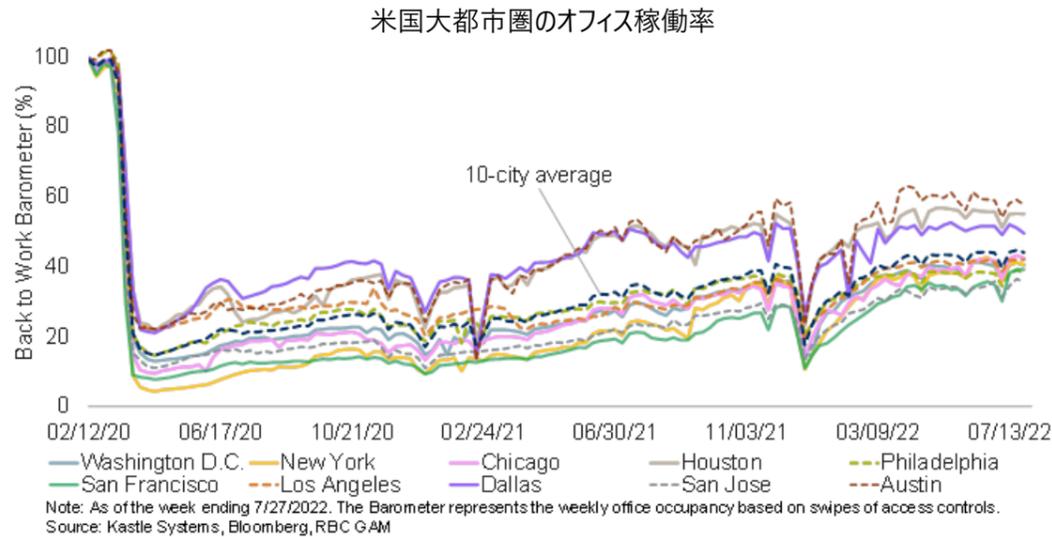
全体として、直近の四半期まで企業業績は持ちこたえています。米国の上場企業の大半が決算発表を終え、売上と利益の伸びは予想を3~4%程度上回り、ポジティブ・サプライズとなりました。

しかし、これにはいいところだけ注目されているリスクがあり、実際には弱気の兆候も見受けられます。例えば、ウォルマート社は1四半期足らずで2回目の利益警告を発し、燃料や食品価格の高騰が個人消費に悪影響を与えていること、望む以上に在庫を抱えていることを指摘し、今後四半期で13~14%の大幅な減益見通しを発表しました。

ハイテク・セクターはさらに極端です。多くの大手テクノロジー企業が既にレイオフを行ったか、レイオフを計画しています。そうでなくても、少なくとも雇用計画を縮小させています。設備投資の計画も同様です。このセクターは他の産業よりも変動が大きいだけでなく、他の産業が悪化するもかなり前となる昨年の秋頃から業界固有の急激な業績悪化に見舞われていたのです。

在宅勤務

新型コロナウイルスがもたらした今後も残りそうな結果として、在宅勤務の割合がその流行以前よりもはるかに高いままとなっていることが挙げられます。実際、最も広く利用されているキャッスル・システムズの推計によると、米国におけるオフィス稼働率は2年間の回復にも関わらず、それまでの40%程度までしか達していません（下図表）。さらに、この水準は現在は停滞しているように見え、これ以上の上昇は簡単には行かないように見られます。



注：2022年7月27日時点。グラフは入退室管理システムの利用状況に基づく1週間のオフィス稼働率を表す。
出所：キャッスル・システムズ、ブルームバーグ、RBC GAM

しかしながら、実際にはオフィス稼働率は過小評価され、在宅勤務の利用度は過大評価されていると考えています。その理由は以下のとおりです。

- この調査は、オフィスワーカーを対象としており全労働者を対象としていません。労働者の約半数はオフィスではなく、工場、レストラン、店舗、学校、病院といった職場で仕事をする必要があります。従って、キャッスル・システムズ社のデータは、全労働者の7割程度が在宅ではなく職場で働いていることを表していると推測されます。
- このデータは、10大都市のみを対象として報告されています。大都市の労働者は、通勤を苦痛に感じることも多く、オフィスへの復帰を望まない傾向があることが分かっています。
- 同社が管理している入退室管理システムは、主に大企業が利用する優良オフィスに集中し、そうした企業の多くは貴重な人材を失うことを恐れて、従業員をオフィスに戻すことに躊躇してきました。
- このデータは単にオフィスへの入館回数を示しているに過ぎません。もし従業員が慎重に行動し、例えばランチやコーヒー、用事のためにエレベーターを上り下りする回数を減らせば、入館の回数も減り、計測される従業員の人数も減ることになります。

従って、実際のオフィス稼働率はキャッスル・システムズ社の推定値よりもかなり高く、在宅勤務の稼働率はかなり低い可能性があると言えます。

ちなみに、労働統計局の推計によると、7月時点で新型コロナウイルスの影響を受けて過去4週間に在宅勤務を行ったことがある雇用者の割合は、わずか7.1%です。このような雇用者がオフィスと自宅の両方から仕事をしていた可能性を考えると、この数字は平均的な日に自宅で仕事していた人たちの割合をかなり誇張していることとなります。一方で新型コロナウイルスの流行とは全く関係ない理由で、柔軟性のある働き方を求めて在宅勤務をする人が多いことも想像できます。こうした人たちはこの数字に含まれていません。例えば、カナダでは7月に24.2%の労働者が仕事の大部分を自宅で行っており、これは先ほどの数字よりもかなり高い水準です。

結論としては、新型コロナウイルスの流行前に比べて多くの人々が在宅勤務をしているものの、データを適切に解析すると、在宅勤務者は明らかに少数派であることが分かります。

米国財政の進展

数週間前の予想に反して、米上院で反対派であったジョー・マンチン氏とキルステン・シネマ氏は、上院民主党が提案した財政調整法案に同意し、同法案は可決する見込みが高いと思われる下院に送られることになりました。ホワイトハウスは「インフレ抑制法」と名付けられたこの法案を承認するでしょう。

投資に関連する内容として、この法案には自社株買いに対する1%の課税が含まれています。また、それ以外に以下のような内容も含まれています。

- 大企業に対する15%の最低法人税
- 3,000億ドル以上のクリーン・エネルギー税控除（これはバイデン大統領にとって重要なグリーン政策上の勝利となる）
- 高齢者向け医療保険制度に対する処方箋薬の価格交渉の許可
- オバマケアの補助金延長
- 米国国税庁(IRS)への追加資金

法案に関する最終的な分析はまだ完了していませんが、この法案によって歳入が数千億ドル増加し、それは歳出の増加よりも多くなると予想されています。従って、財政的には引き締めの法案となり、景気減速のもう一つの論拠となります。この法案は、財政の引き締め効果がインフレを抑えるはずだという事実以外は、その名前について「インフレ」についてはあまり多くを語りません。

金融政策の引き締めは継続

当然のことながら、金融政策は引き締めを続けています。FRBは2回目の75bpの利上げを実施し、9月にもさらなる75bpの利上げを行う可能性があります。

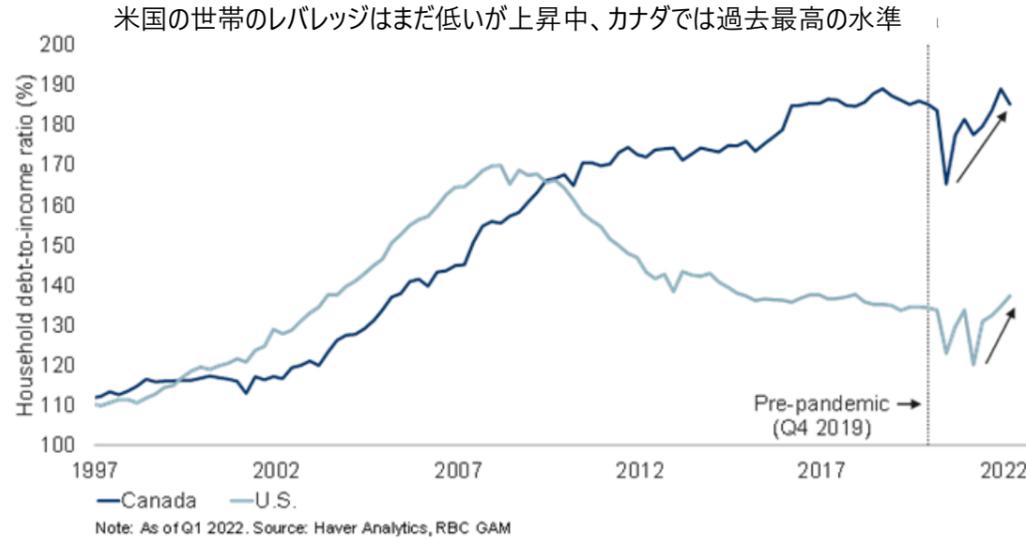
英国では、イングランド銀行が50bpの利上げを実施しました。イングランド銀行は珍しく率直に、単なる景気後退というだけでなく、ピーク時から2.1%のGDP減少を伴う景気後退といった明確な言及を行いました。また、イングランド銀行はピーク時のインフレ率について13%という高い水準の予想を行っています。

景気が減速し、インフレが（願わくば）7月以降も和らぐとともに、政策金利が各国の中央銀行が望ましいと考える水準に近づくことから、先進国においては、金融引き締めのペースは秋頃に減速し始めると考えています。

カナダ経済の金利感応度

私たちは、カナダの家計は金利感応度が高いことから、今後発生する景気後退局面は、カナダ経済にとってより深刻になるだろうと以前から予想してきました。

金利が上昇すると、借り手は厳しい状況に置かれます。カナダの家計は、米国の家計よりも多額の借入れを行っています（下図表）。カナダの住宅価格には割高感があり、住宅価格が下落すれば、その下落余地も大きく資産効果がマイナスに働くものと思われます。さらに、米国では住宅ローンの期間は一般的に30年であることが多いですが、カナダの場合は、5年期間のものも多く、より多くのカナダ人がより早く金利上昇の影響を受けることとなります。



注：2022年第1四半期。
出所：Haver Analytics, RBC GAM

1981年から1982年にかけての急速な金融引き締めによる景気後退を振り返ることで、過去からの洞察が得られます。金利が急上昇した時、カナダと米国のどちらの国の経済がより悪化したでしょうか。答えは、カナダ経済が米国経済の2倍以上縮小しました。

もちろん、両国には以下のような違いがあったため、この比較は完全なものではありません。

- 米国はその2年前に景気後退に見舞われたが、カナダはそうではなかった。
- カナダ経済は、その景気後退から米国よりも力強く回復した。
- カナダでは当時、5年の住宅ローンが普及し始めたばかりだった。
- カナダは当時、家計債務が米国と比べてそれほど多くなかった。

それでも、理論と経験の両面から考えると、カナダは金利上昇に対してより脆弱であると主張するのは理に適っているように思われます。

興味深いのは、金利上昇が始まるその年に住宅ローン金利上昇の影響を受けるカナダの家庭の割合を非常に大まかに計算すると（他の負債については考慮しない）、その割合はそれほど高くはないということです。

カナダの住宅ローンを組んでいる家庭の割合（約32%）、その内、今後1年間に住宅ローンの更新を迎える割合（その約32%のさらに約20%）、近年の低金利下で変動金利の住宅ローンを組み、金利上昇に伴ってローン支払いが増加する割合（1.5%程度か、もっと低い試算もある）、今後1年間に住宅を購入するために金利上昇の影響を受ける家庭の割合（約5%）を考慮すると、金利引き締めプロセスの最初の1年間に住宅ローンの支払いが増えるカナダの家庭は13%に過ぎません（この分析は、家庭と世帯の微妙な定義の違いを考慮していません）。

従って、カナダは米国よりも金利上昇の影響を受けやすいかもしれませんが、大多数のカナダ人は、最初の1年間に住宅ローンを通じた影響を直接的に受けることはないでしょう。

ディスクレーム

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、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.



RBC BlueBay
Asset Management