

RBC GAM マクロメモ 2022年8月23日 – 9月12日

インフレ／景気後退リスクの低下／新興国市場の課題／米国中間選挙／世界人口



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

- インフレのピーク
- 景気後退リスクの低下
- 新興国市場の課題
- 米国中間選挙が近づく
- 世界人口のピーク

インフレのピーク

最も重要なことは、米国のインフレのピークに関するスコアカードについて、ここ1カ月でインフレのピークを示す項目が再び大きく増加したことです（下図表）。7月下旬のスコアカードでは、インフレの低下を示す「Yes」が6つ、「Maybe」が10、「No」が7つでした。現在では、「Yes」は12（わずかながら過半数を占めました）、「Maybe」が5つ、「No」が6となっています。昨春には、ほぼ全ての指標が「No」を示していました。

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	Green		
	Monetary policy	Green		
	Commodity shock	Green		
	Fiscal policy	Green		
	Wages	White	Yellow	Red
	Inflation breadth	White	Yellow	Red
Aggregate measures	Headline CPI	Green		
	Core CPI	Green		
	Breadth - Median CPI	White	Yellow	Red
	Breadth - Trimmed-mean CPI	White	Yellow	Red
	PPI	Green		
	Real-time inflation	Green		
Inflation cross-section	Google trends inflation	White		Red
	Pandemic-boom goods	Green		Red
	Services	Green		Red
	Crude oil	Green		Red
	Food	Green		Red
Expectations	Home prices	White	Yellow	Red
	Market: inflation expectations	Green		
	Consumer: inflation expectations	Green		
	Business: inflation is biggest problem	Green		
	Business: plans to raise prices	Green		
Total		12	5	6

Note: As at 08/22/2022. "Turning" identified using mix of M/M and Y/Y methodologies. "Pandemic-boom goods" is used vehicles + sports vehicles (including bicycles). Source: RBC GAM

注：2022年8月22日時点。

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

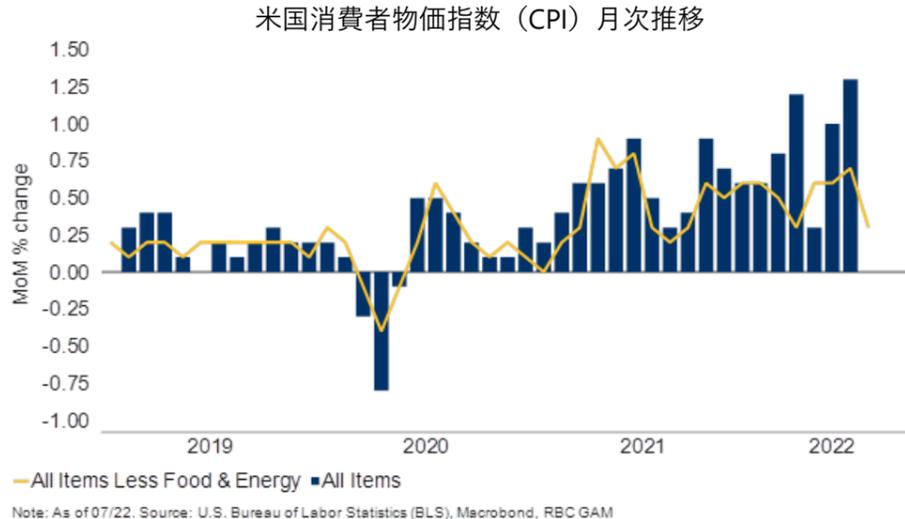
改善傾向にある指標として以下があります。

- 消費者物価指数（CPI）
- 生産者物価指数（PPI）
- リアルタイム・インフレ
- パンデミックブーム商品のコスト
- 消費者のインフレ期待
- 企業の値上げ計画

スコアカードは必ずしも一方方向に進まないことを理解しておくことが重要です。変化したインフレ指標は、再度別の方向に変化するものもあり、インフレがピークに達したという論拠を弱める可能性もあります。しかし、現時点では、大半の指標は「Yes」または「Maybe」を示しています。その後の減速ペースが不安定となり、インフレが完全に正常化するまでに時間がかかるかもしれませんが、このスコアカードは、インフレは今年6月にピークに達したであろうという私たちの見解と一致しています。

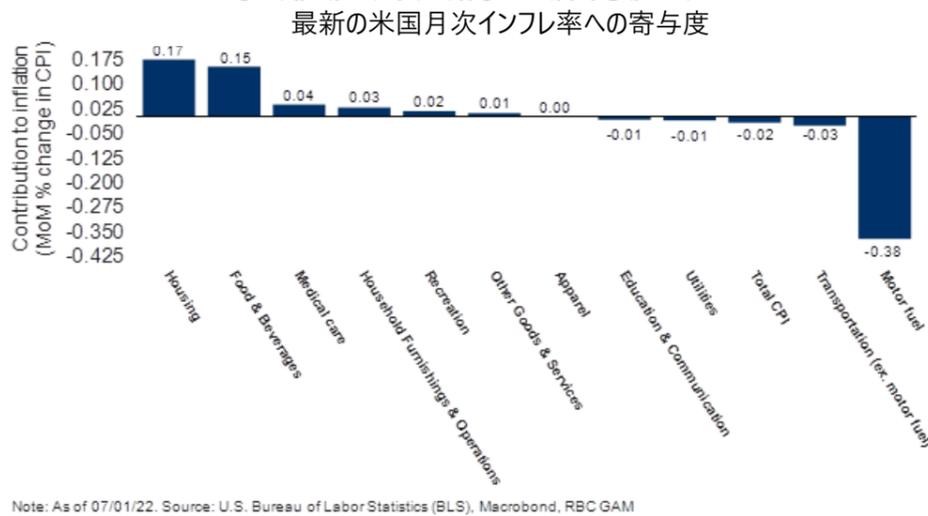
7月のインフレ

インフレがピークに達したという主張は、主に7月の消費者物価が大幅に軟化したことに起因しています。米国では、消費者物価の前月比の変化は0.0%でした（下図表、7月のバーはゼロ軸に重なっているため見えません）。7月の物価は、小数点以下2桁で見れば、6月より若干低くなっています。前月に月次で1.3%の上昇という驚異的な物価上昇を記録したのとは対照的です。



注：2022年7月時点。
出所：米国労働統計局(BLS)、マクロボンド、RBCGAM

7月の急激なインフレの反転は、エネルギー価格が4.6%下落したことが主な要因です。一方、食品価格は引き続き急速なペースで上昇し（前月比1.1%上昇）、さらに住居費も上昇しました（前月比0.5%上昇）。この3つの要素が、7月の月間インフレ率への寄与度において最も大きな影響を与えました（下図表）。



注：2022年7月1日時点。
出所：米国労働統計局(BLS)、マクロボンド、RBCGAM

7月にインフレ圧力が反転したのは米国だけではなく、世界的にガソリン価格が下落したことから、ほとんどの国において同様の反転が見られました。カナダのインフレ指標は前年同月比で8.1%から7.6%まで上昇率が低下しました。

8月以降の展望

8月に入って、商品価格（天然ガスを除く）はほぼ横ばいか、下落が続いているように見えます。8月の消費者インフレには、さらに下押し圧力がかかるはずですが。

クリーブランド連銀の予測モデルでは、8月の消費者物価の上昇率はわずか0.13%であり、過去の水準から見ても控えめな数値となっています。その独自のリアルタイム・インフレ指標によれば、物価上昇のペースは月間を通じて減速し続けたことを示唆しています。

実際に、過去1年間のインフレ要因の4分の3を占めた物価バスケットの4つの要素を分析すると、ガスを除く3つは将来的にインフレが緩和されるだろうという合理的な論拠を示しています。

1. 自動車価格は過去の平均に戻りつつあり、また航空運賃が低下していることから、輸送コストもピークを迎えつつあります。
2. いくつかの先進国では住宅市場そのものが大きく冷え込んでいますが、住居費にはあまり軟化の兆しはありません。住居費には様々なラグが存在することを考慮すると、多くの国で住居費がすぐに下落するとは思えません。しかしながら、基礎的な要因においては上昇圧力が弱まり始めているのは確かです（住宅ローン金利の上昇により、住宅の保有コストが割高になったことに伴って賃貸コストが上昇していることや、住宅価格の大幅な上昇が賃貸コストに反映されるのに時間がかかるという指摘があります）。
3. 食品価格は原材料のレベルでは軟化し始めています。食品業界の専門家によると、今後数カ月以内に小売価格にまで波及していくという予想が強まっているそうです。

景気後退リスクの低下

景気後退のリスクは依然として高いものの、若干ながらその可能性は低下していると思われます。2023年末までに米国が景気後退に陥るリスクは、約80%から70%に低下したと考えています。英国とユーロ圏のリスクは依然として高く（そしてその度合いはより深刻に）なっています。

また、米国の景気後退はこれまで想定されていたよりもやや緩やかなものになるとの見方が強まっています。私たちはこれまで、米国の景気後退は実質GDPが2.5%程度低下する中程度のものと考えてきました。これは1948年以降の米国の景気後退のピークからボトムまでの平均的な減少幅と同程度です。この平均は、2020年初めの著しく深い（そして人為的に短くなった）新型コロナウイルスの拡大に伴う景気後退を含み、それに伴って平均的な景気後退の度合いも若干増幅されています。この新型コロナウイルスの流行による景気後退を除くと、米国の平均的な景気後退はGDPで1.8%の減少となり、現在では、この程度のGDPの減少が妥当であると考えています。

景気後退の可能性とその深さを段階的に軽減させてきたものは何でしょうか。最近では世界経済は以下のとおり、良好な状況を示しています。

1. 先述のとおりインフレ率が低下し始めたことです。高インフレは、購買力の低下によって消費者や企業が支出を控えるという直接的な要因と、高インフレによって積極的な金融引き締めが必要となるという間接的な要因から、経済成長の逆風となってきました。この変化をWTI原油の価格で説明すると、3月8日に1バレル124ドルでピークに達しましたが、その後、8月下旬には87ドルにまで下落しています。2021年の平均価格68ドルに比べれば、まだ割高ではあるものの、ガソリンを消費する人々にとっては大きな節約となります。
2. 金融情勢がやや緩和されたことです。インフレや中央銀行への利上げ懸念が後退し、景気後退が織り込まれたことによって債券利回りは足元、低下しました（下図表）。株式市場などのリスク資産の価格も局所的に上昇しています。



注：2022年8月19日時点。ハイライトは米国の景気後退期。
出所：米国財務省、Haver Analytics、RBC GAM

3. サプライチェーンの混乱は徐々に改善されつつあります。危機的な状況の解決とともにさらなる改善が期待できそうです。
4. 中国の経済状況は依然として厳しく不安定ではあるものの、数カ月前ほどの大きな問題ではないように思われます。以前は、新型コロナウイルスの発生によって国内の広い範囲でロックダウンを繰り返さなければならなかったと考えられていました。これら4つの要因のうち、最も注目されずに改善している要因です。

上記4つの要因の改善は、ソフトランディングを基本シナリオとするまでには不十分ですが、大きく改善し続ければ、それが基本シナリオとなる可能性も高まります。

全般的な経済活動は依然として緩やかなものですが、最近になっていくつかの例外が見られました。失業保険の申請件数は直近の週に減少し、ミシガン大学の消費者マインド指標は8月に若干の上昇を示しました。

景気後退の明るい側面

私たちは、現在の環境における景気後退は最悪の事態ではないと主張してきました。なぜなら、高インフレが慢性的なものになることを防ぐことができるからです。今後10年間にわたって生活水準を大きく向上させていくには、これが必要とされます。

景気後退は、賢明な投資家にとってチャンスとなるだけでなく、以下のような問題解決にも役立つかもしれません。

- 経済活動、特に労働市場は前例が無いほどに過熱しています。この状況をいつまでも続けることはできず、経済を正常化する対策を遅らせれば、後にさらに深刻な景気後退を招くことになりかねません。現在は穏やかな、あるいは中程度の景気後退を経て経済を冷やすことが、最も痛みの少ない選択肢となる可能性があります。
- 金利が上昇し始める以前から住宅市場は心配になるほどに加熱していました。適度な景気後退は住宅市場の正常化に役立ち、将来の世代は住宅を購入しやすくなるでしょう。
- 超低金利と完全なマイナス金利は、その歪んだインセンティブを通じてグローバル経済に大きなダメージを与え始めていました。政策金利の引き上げや金利の上昇によってこうした歪みを解消できるのであれば、たとえ最初の金利変化が短期的な景気後退を生じさせたとしても、その価値はあると言えるでしょう。

新興国市場の課題

ここ1年、食料やエネルギー価格の高騰、金利上昇を背景にグローバル経済は苦境に立たされました。その中でも新興国が最も大きな損失を被っていることは間違いありません。

経済的に貧しい国では支出全体に占める食料支出の割合が大きいことから、食料価格の上昇は新興国にとって特に大きな問題となります。

多くの新興国で資金の借入コストがさらに上昇しています。ここ1年間でリスクフリーレート（大まかに言えば米国国債利回り）が上昇しただけでなく、新興国の資金調達リスクプレミアムも上昇しました。その結果として、新興国の借入コストが急騰しています（下図表）。



注：2022年8月19日時点。
出所：JPモルガン、RBC GAM

最後に、新興国の対外債務の多くは米ドル建てであるため、米ドルの上昇も問題となっています。米ドルの上昇が進むにつれ、新興国の債務は国内経済の規模に対して事実上、増加していることとなります。

その結果、新興国債券ユニバースに含まれる主要70カ国のうち、約20カ国が何らかの形で財政的に困難な状況に陥っています。2008年及び2020年に新興国の債券が経験したものとほぼ同じ水準の厳しさとなっているようです。一方、企業部門は現在のところ、概ね堅調に推移しているようです。

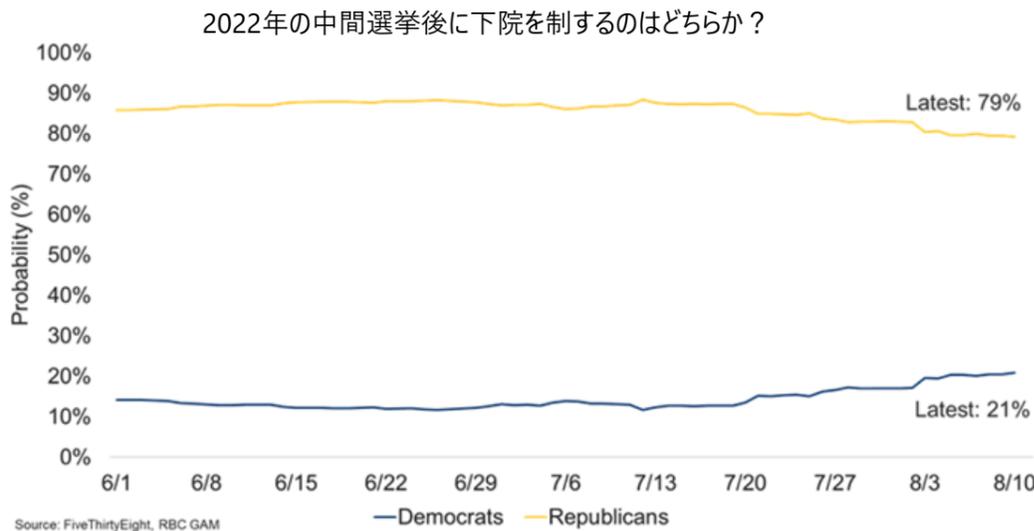
苦境にあるのは主にフロンティア市場の小国であり、これらの国の債券インデックスに占める構成要素は小さい傾向にあります。また、全ての国がデフォルトに陥るわけではないことや、さらに、金融市場は将来に対する予想を価格に反映させているため、こうした要素は既に多くの部分が、その価格に織り込まれています。

しかし、重要なポイントは、最近のグローバル経済の逆風に苦しんでいるのは、注目されがちな先進国よりも新興国の経済であるということです。

米国中間選挙が近づく

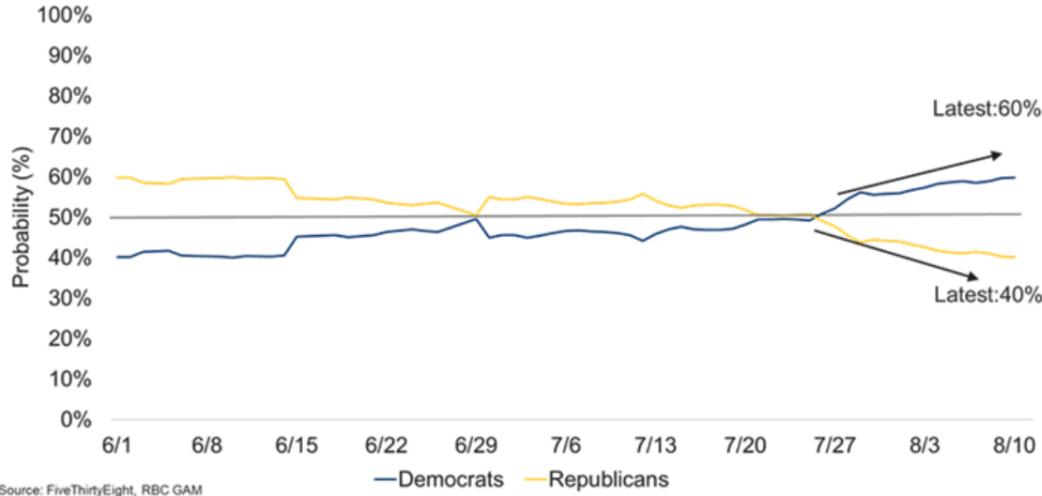
米国の中間選挙まであと2カ月余りとなりました。バイデン大統領は、重要な法案の成立に成功したとはいえ、その支持率は依然として低迷しています。また、一般的に中間選挙の時期に米国大統領は支持率を大きく落とす傾向があります。1カ月前までは、上院、下院の両方で共和党が民主党から議席を奪うという予想が広がっていました。

そうした予想は、現在変化しつつあります。下院については共和党が過半数を占める可能性が高いと考えられていますが（下図表）、上院は民主党が過半数を維持するだろうとの世論調査の結果が出ています（次ページの図表）。それらの確率は、各79%、60%であり、ここ数カ月で支持の変化も生じていることから、選挙前にこの数値が変わる可能性があります。



出所：FiveThirtyEight、RBC GAM

2022年の中間選挙後に上院を制するのはどちらか？



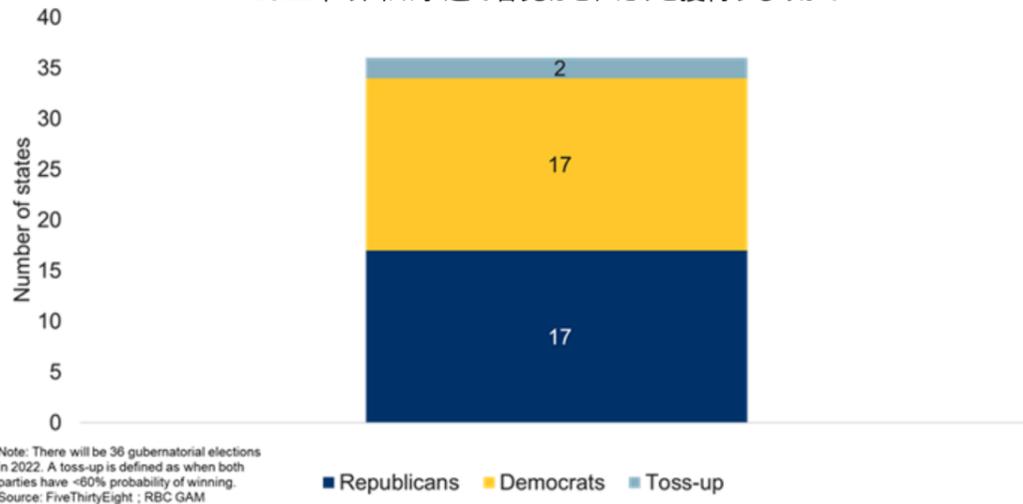
Source: FiveThirtyEight, RBC GAM
出所: FiveThirtyEight, RBC GAM

立法という観点からは、上院がどちらに転んでもあまり関係が無いという主張もあります。共和党が半数を占める下院がホワイトハウスの立法活動を阻み、その逆も起こりうるからです。しかし、上院には最高裁判事の任命など重要な決定を行う権限があるため、これはあまりにも単純化された考え方と言えるでしょう。

株式市場は、通常、議会が二大政党で分けられた場合に好調に推移する傾向があります。理論的には、政治的な膠着状態によって社会政策が大きく変更されることは無く、既存のビジネスモデルが脅かされることが少ないからです。

州レベルでは、36の知事選が行われる予定です。現時点の世論調査では、民主党が17州、共和党が17州を占め、2州はトスアップ（両党とも勝率が60%未満）となっています（下図表）。しかし、共和党が現職の知事を務める州で、より多くの選挙が行われるため、それでも共和党の知事が3人ほど減ると予想されています。

2022年の州知事選で各党はどれだけの獲得するのか？



Note: There will be 36 gubernatorial elections in 2022. A toss-up is defined as when both parties have <60% probability of winning.
Source: FiveThirtyEight ; RBC GAM

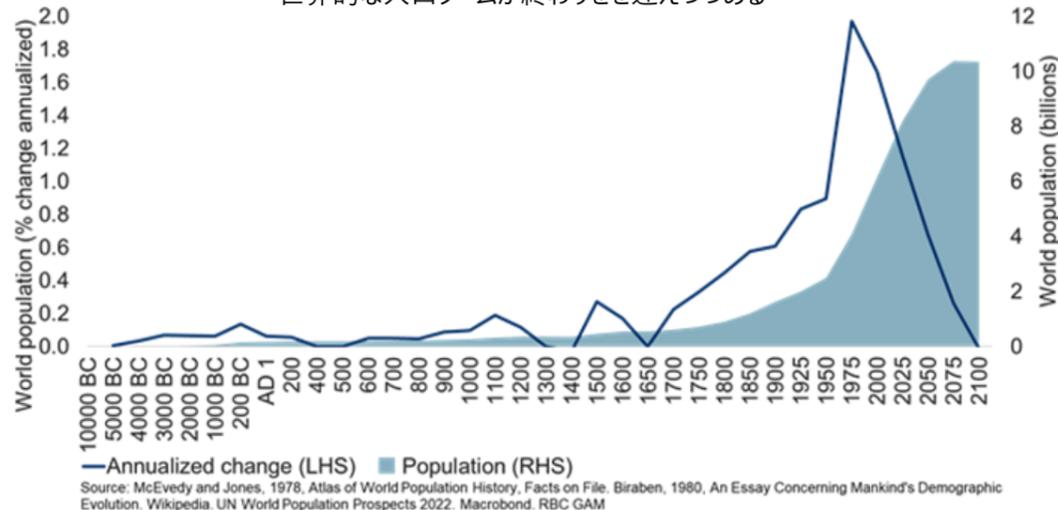
注：2022年には36の国政選挙が行われる予定。両党の勝率が60%未満である場合を「Toss-up」と定義。
出所：FiveThirtyEight, RBC GAM

世界人口のピーク

国連は今年の夏に世界人口の長期予測を更新しました。いくつかの興味深いことが分かります。

1. 世界の人口増加ペースは減速を続け、1600年代後半の啓蒙主義とともに始まる世界的な人口爆発は、21世紀末に実質的な終焉を迎えます（下図表）。

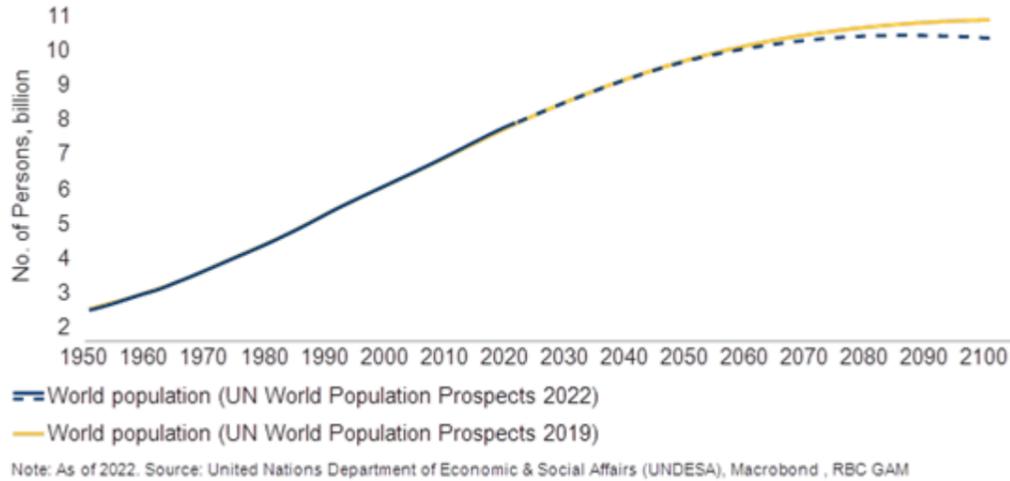
世界的な人口ブームが終わりをを迎えつつある



出所：McEvedy and Jones, 1978, Atlas of World Population History, Facts on File. Biraden, 1980, An Essay Concerning Mankind's Demographic Evolution. ウィキペディア、2022年国連世界人口予測、マクロポンド、RBC GAM

- 2020年と2021年に世界人口の伸びが鈍化しました。これは新型コロナウイルスの感染による死亡者数の増加、及び新型コロナウイルスの流行の影響により出生率が大きく低下したことが原因であると推定されています。
- 国連は今世紀末の人口予想を5億人以上減らし、2100年の人口を103億5,000万人としました（下図表）。

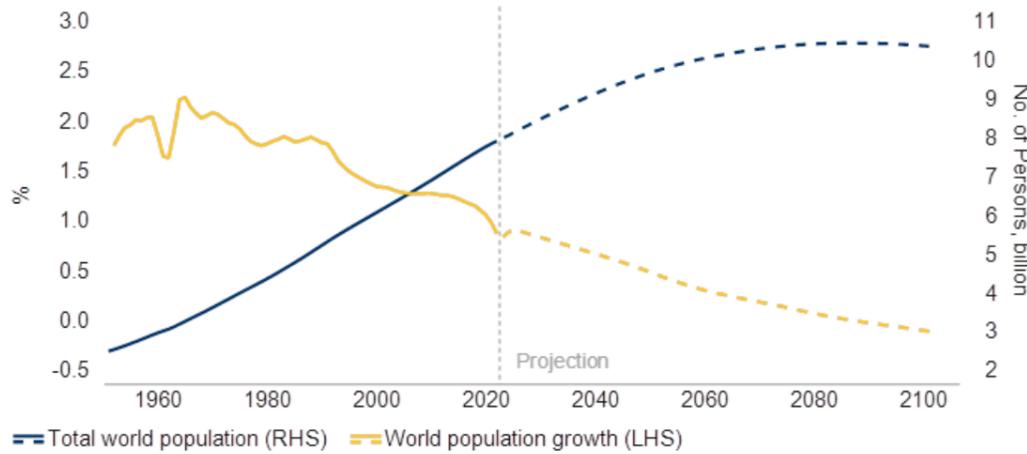
国連は世界人口のピーク予測を2019年から引き下げた



注：2022年時点。
出所：国際連合経済社会局（UNDESA）、マクロボンド、RBC GAM

- 前回の国連による予想（2019年）では、2100年以降も世界人口の拡大が続くと想定されていましたが、今回の新しい予測では、2086年に世界人口はピークを迎え、その後に減少に転じると予測されています（下図表）。

世界人口は成長鈍化に伴い104億人でピークを迎える見込み



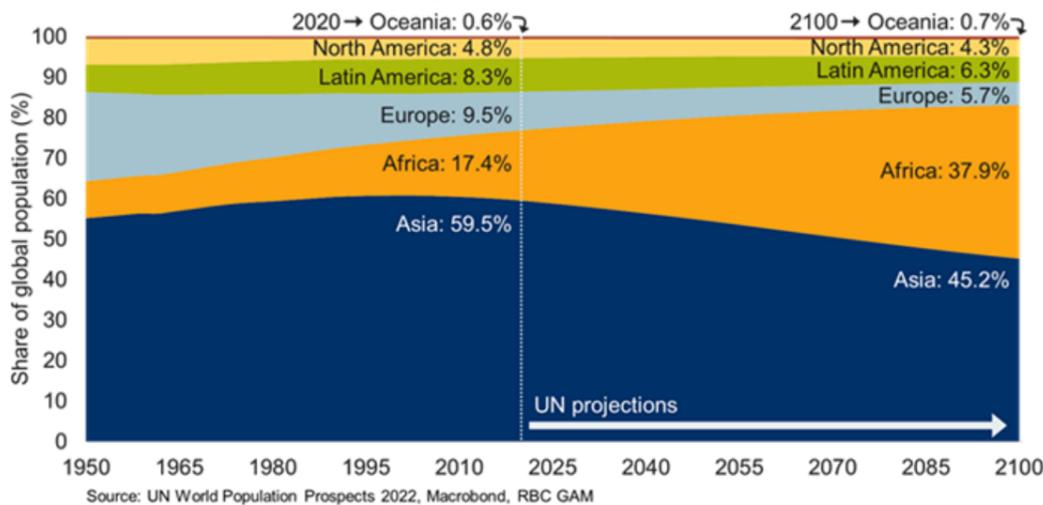
注：2022年時点。
出所：国際連合経済社会局（UNDESA）、マクロボンド、RBC GAM

私たちは、実際のピーク人口は104.3億人という予測値よりも低く、また、ピークに達する時期もやや早まるのではないかと考えています。これは、これまでも国連の人口予測は下方修正される傾向があり、今後も下方修正がなされるであろうということ、また、いくつかの予測では、出生率が女性一人当たり2人付近で自然に安定する（人口がほぼ横ばいになる水準）と仮定されていることが理由です。実際にその水準まで出生率が低下した先進国では、その後も低下が続いています。

世界人口の減少が良いことか悪いことか、それは見方によって全く異なります。環境の持続可能性、食料供給、生活の質という観点からすれば、恐らくプラスとなるでしょう。しかし、経済成長や株式市場のリターンという観点からは、人口減少はマイナスに働くものと思われます。

- 大陸間の相対的なパワーダイナミズムは今後も変化し続けるでしょう（下図表）。純粋に人口だけの観点から見ると、北米、中南米、欧州は既に少数派となっており、今世紀末には世界人口に占める割合はさらに低下すると予想されています。アジアは現在、世界人口の59.5%を占める巨大な存在です。しかし、出生率が非常に低いため、今世紀末には45.2%にまで落ち込むと予想されています。一方、アフリカはさらなる人口爆発を経験することになります。現在、世界人口の17.4%を占めるアフリカは、2100年にはその2倍以上の37.9%に達する見込みです。この予測が実現すれば、アフリカは今後数十年の間に経済的なチャンスをもたらす地域となるかもしれません。

世界人口の変化



出所：2022年UN世界人口予測、マクロボンド、RBC GAM

アジアの出生率

日本では高齢化が進み、低い出生率は周知の事実です。しかし、実は、他のアジアの富裕国と比べても、特に目立つほどの低い出生率ではありません。実際、日本の2020年の女性一人当たりの出生率は1.3人という数値ですが、これは中国とほぼ同程度となっています。シンガポール、台湾、香港、マカオ、韓国の出生率に比べると大きくリードしており、この集団の中ではトップクラスに位置しています。韓国の出生率はこの中で最低水準であり、女性一人当たり0.8人という非常に低い数値となっています。この出生率のまま推移すると、各世代の人口は前世代の半分を下回るはずで、こうした状況に移民を嫌うアジア諸国の事情が重なると、今後さらに厳しい状況が待ち受けているでしょう。

中国が一人っ子政策を解除しても、出生率の大きな回復は見られませんが、それでも中国の出生率はアジア地域の（富裕国の）中では高水準にあります。そして、中国が人口制限の緩和を始めてから数年経ちますが、人口回復の兆しはほとんどありません。これは、長期的に中国の地政学的な影響力を制限することとなるでしょう。

ミレニアル世代とベビーブーマー世代

米国のミレニアル世代（1981-1996年生まれ）の人口がベビーブーマー世代（1946-1964年生まれ）の人口を上回ったことは、広く知られています。それゆえに、ビジネス（及び投資家）の成功には、ミレニアル世代に目をむけるべきだとの声も聞かれます。

しかし、ミレニアル世代も含まれる「働き盛り」の人を対象にするという一般的なマーケティングのアプローチを除けば、世代の転換は、思われるほど大きな意味を持ちません。ベビーブーマー世代は、その前と後の世代（ジェネレーションX：1965-1980年生まれ）をはるかに上回る人口の多い世代として、今でも特別な関心を持たれています。ベビーブーマー世代は、ピーク時に人口の非常に大きな割合を占めていたことから、特別な存在だったのです。

ベビーブーマー世代が減少し始め、ベビーブーマー世代の子供が多いことからミレニアル世代は他の世代よりもやや多めの人口構成となっていることは事実です。しかし、第二次世界大戦のようなショックが無ければ、長期的に人口が増加している米国では、各世代が前世代より少しずつ増加するのは自然なことです。この緩やかな人口増加の結果として2世代を経て、ミレニアル世代がベビーブーマー世代の人口を数の上で超えただけに過ぎません。その次世代（ジェネレーションZ：1997年～2012年生まれ）も、今後の移民の割合やその構成によっては、いずれミレニアル世代のピーク時の人口を超える可能性を持っています。さらに言えば、ミレニアル世代が高齢化し、やがて減少する時期を迎えれば、ジェネレーションZがミレニアル世代の人口を超えることは必然です。

最も重要な点は、ミレニアル世代は、ピーク時のベビーブーマー世代と比較すると、米国人口全体に占める割合ははるかに小さいということです（余談ですが、ベビーブーマー世代が19年間なのに対して、他の世代は15-16年間しかありませんが、この違いを勘案しても、ピーク時のベビーブーマー世代の人口の多さを完全に損ねることにはならないでしょう）。

つまり、ミレニアル世代は、ベビーブーマーが全盛期であった頃ほどには重要な存在と言えず、社会的なトレンドやマーケティング活動においてベビーブーマー世代ほどに重視する必要は無いと思われます。

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