

RBC GAM マクロメモ 2022年9月13日－10月3日

新型コロナウイルス／ウクライナ侵攻／インフレ／経済動向／カナダ住宅市場／
学生ローン／景気後退の動向／金融引き締め



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

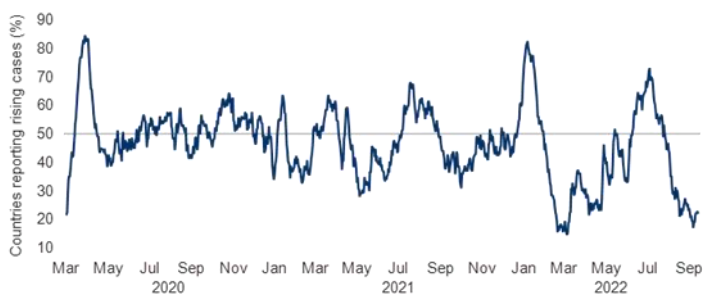
内容

- 新型コロナウイルスの感染状況は改善
- 攻勢に転じるウクライナ
- インフレに関する様々なこと
- 経済動向
- カナダの住宅市場の弱さ
- 米国の学生ローン免除？
- 景気後退の可能性
- 金融引き締めの継続

新型コロナウイルスの感染状況は改善

新型コロナウイルスの感染者数と入院患者数は、世界の多くの地域で減少しています（下図表）。最近、記録的な水準にまで急増した日本の感染者でさえ、現在は急速に減少しています（下図表2つめ）。

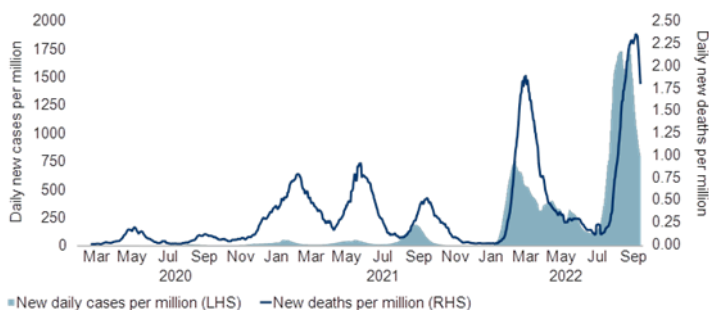
新規感染者数が増加している国の割合



Note: As of 09/12/22. Change in cases measured as the 7-day change of the 7-day moving average of daily new infections.
Source: World Health Organization, Macrobond, RBC GAM

注：2022年9月12日時点。日次の新規感染者数の7日間移動平均の変化として測定。
出所：世界保健機関、マクロボンド、RBC GAM

日本における新型コロナウイルスの患者数及び死亡者数



Note: As of 9/11/2022. 7-day moving average of daily new cases and deaths. Source: Our World in Data, Macrobond, RBC GAM

注：2022年9月11日時点。日次の新規感染者数の7日間移動平均の変化として測定。
出所：データで見る世界、マクロボンド、RBC GAM

幸いことに、オミクロンを対象とした2種類のワクチンが認可されている、あるいは認可の過程にあります（地域によって異なります）。このワクチンは今後数カ月間で広く普及し、さらなる予防効果が期待されているため、冬の時期に増える患者数の予防に役立つでしょう。

さらに現在、優勢なオミクロン株BA.5系統を置き換えるような新しい型がまだ出現していないことは望ましい兆候です。将来、より感染力の高い新型によって（あるいはオミクロン株BA.5系統に対する免疫が低下することによって）さらなる感染波が起こると考えるのは堅実な考えですが、今のところオミクロン株BA.5系統は置き換えられることなく長期間に亘って主たる系統となっています。スペイン風邪の流行も最終的には終息しました。

中国は、そうした好ましい新型コロナウイルスの感染トレンドからは例外的な存在となっています。ゼロコロナ政策は、最近では成都を巻き込み、人口2,100万人の都市が無期限のロックダウンに追い込まれました。実際、CNNによると、8月下旬以降、中国の70以上の都市が全面的または部分的に封鎖され、3億人以上が影響を受けています。10月16日に開催される中国共産党大会に向けて、特に警戒を強めているのかもしれませんが、その後、規制が緩和される可能性もありますが、あくまで推測に過ぎません。

攻勢に転じるウクライナ

2月下旬にロシアによるウクライナへの攻撃が開始して以来、ロシア軍はウクライナの領土を少しずつ奪ってきました。しかしながら最近では、ウクライナは同国東部のハリコフ近郊の領土を取り戻し、この傾向は逆転したように見えます。

西側諸国からウクライナへの武器供給が続き、ロシアの武器在庫が徐々に減少していることから、ウクライナが徐々に優勢になると予想するのは理に適っているでしょう。確実ではありませんが、戦争は長く継続しそうです。制裁はさらに続き、これは経済とインフレに大きな影響を与えることになるでしょう。

ロシアは、天然ガスの販売に関して事実上、自分たちに制裁を加えています。欧州への資源供給を着実に減らし、9月上旬にはガス供給を完全に停止しました。このニュースを受けて、天然ガス価格はさらに30%上昇しました。この価格では、EUは今後1年間に通常の7倍も多く電気・ガス代を支払うことになります。

ロシアのガス供給の信頼性がなくなり、国内のエネルギー安全保障の重要性が高まるというエネルギー情勢の変化を反映し、日本は福島原発事故以来11年間敬遠してきた原子力発電に回帰することを発表しました。日本政府は、来年の夏までに運転可能な33基の原子炉のうち17基を再稼働させることを目指しています。

インフレに関する様々なこと

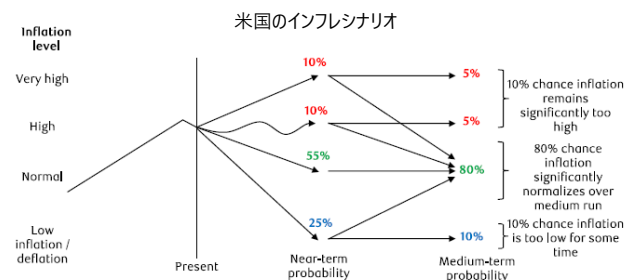
主要なインフレ指標の見方について再確認し、その後、詳細を説明します。

北米のインフレ率は6月にピークに達しました。7月には軟化しましたが、8月には再び若干の上昇となりましたが、月次の物価変動がこれほど緩やかであり続けるとは考えにくく、高インフレをもたらした次の4つの主要因については全て転換したとの見方から、今後のインフレ圧力は概して弱まると予想しています。

- ・ 金融刺激策は金融抑制策へと変わりました。
- ・ 財政刺激策もは、最近、財政政策の変更があったものの、同様に財政抑制策へと変わりました。
- ・ サプライチェーンの問題は大幅に解決されつつあります（詳細は後述します）。
- ・ 資源ショックは、天然ガスを除いて大幅に改善しました。

インフレシナリオ

最も可能性の高いシナリオは、今後6か月間にわたってインフレ率が低下し、ヒストリカルで正常な月次変動率に近づく（完全には達しないまでも）というものです。しかし、この予測は合理的ではありますが、考えられる唯一のシナリオではありません（下図表）。



この基本シナリオの可能性は55%と見ています。高インフレ継続の可能性は20%です。厳密には、インフレが現在の水準にとどまる可能性が10%、さらに上昇する可能性が10%です。そして、インフレ率が平常時よりも低下する可能性は25%と見ています。

低インフレ・シナリオの存在は意外かもしれませんが。特に、インフレ上昇が続くシナリオよりも、低インフレのシナリオの可能性が高いという考え方は意外に思えます。しかし、商品ショックとサプライチェーンの問題が解消すれば、輸送と原材料のコスト上昇が反転するため、物価上昇の圧力が後退するだけでなく、完全に逆転する可能性もあります。また景気後退があれば、それも通常、強力なディスインフレとして作用します。

今回のシナリオ構築の主な目的は、過小評価されている低インフレ・シナリオを明示的に認識することです。

上図表に示すように、中期的なインフレ見通しを想定していますが、これは1～2年後のインフレを表していると解釈すべきです。インフレ率は最終的にほぼ正常な水準に落ち着く可能性が80%あると考えています（正常の定義には3%程度までのインフレ率を含んでいます）。一方、高すぎるインフレが続く可能性は10%、低すぎるインフレが続く可能性は10%です。高すぎるインフレは、中央銀行の失敗やさらなるインフレ・ショックの到来を意味します。低すぎるインフレは、景気後退の深刻化や歪んだ物価が元の水準に急速に戻ることを意味します。

欧州のガス補助金

欧州の各国政府は、家庭や企業、一部の電力会社が、高騰する天然ガスや電気料金に耐えきれないこと認識しています。そのため、民間部門から公共部門に負担を移すための様々な措置が実施されています。

- ・ ドイツは、現在3つのエネルギー支援策を実施し、その総額は950億ユーロとなります。
- ・ フランスでは、640億ユーロの支援策が見込まれています。
- ・ イタリアは、520億ユーロを既に投じたと見られています。
- ・ 英国は、リズ・トラウス新首相のもと、1,000億ポンド規模のエネルギー・コストの2年間凍結を約束しました。

上記の策は、以下の重要な結果をもたらしました。

1. いくつかの国で消費者物価に人為的な上限が設定されているため、消費者物価の上昇幅が制限されています。例えば、欧州と英国は当面の間、北米よりも高いインフレに悩まされるはずですが、英国の年間の消費者物価指数はもはや10%台後半には達しないでしょう。
2. 一部の政府は、高いエネルギーコストから利益を得ているエネルギー企業に対して一時的な課税を行うことを検討しています。これは将来の設備投資を抑制することになりますが、エネルギー補助金に費やされます。
3. 上記の政策によって財政赤字が大幅に拡大することと、量的緩和策を終了させつつあることで、他の条件が全て同じであれば、債券利回りが上昇することになります。
4. 直接の補助金は、エネルギーの使用量を減らすというインセンティブを与えないという点で問題を伴う解決策です。そうしたインセンティブが無ければ、冬場のエネルギー不足はかなり深刻なものになるでしょう。より良い解決策は、実際のエネルギー使用量とは無関係に補助を与えるか、あるいはエネルギー使用量に上限を設けるなど、エネルギー使用量を減らすことで報われるような仕組みを提供することです。
5. 今後数年間はさらなる支援が必要となるでしょう。欧州がエネルギー消費をロシアや天然ガスから完全に切り離すには数年かかるかもしれないため、英国が既に2年分の支援を約束しているように、こうしたプログラムを何年も延長するよう求める圧力がかかるでしょう。これがエネルギーコストの上昇に拍車をかけています。
6. 少なくともこれまでのところは、ほとんどの欧州諸国は、ロシアの圧力にも関わらず、制裁を支持する姿勢を崩していません。例外はブルガリアで、同国はロシアと取引する可能性が高いと考えられています。

住居費の高騰

住宅市場が冷え込み始めているにも関わらず、インフレにおける住居費部分は依然として高水準で推移しています。これは今に始まったことではなく、消費者物価指数（CPI）の住居費部分は住宅市場の動向から遅延することで知られています。

ホワイトハウスの最近の報告書によると、住宅価格の変化がCPIの帰属家賃に反映されるまでには16か月かかるかと推定されています。米国のケース・シラー住宅価格指数がまだ本格的な転換を始めている中においては、住居費は今後しばらくインフレの熱源ともなり得ますが、いずれはそれも冷えていくはずです。そして、冷め始めたら長期に亘るデフレーションの原因になるかもしれません。

カナダの場合、そのラグはやや少ないはずですが、カナダの住宅価格は既に6か月間に及ぶ下落を続けているだけでなく、住居費はラグが少ない形で消費者物価指数に組み込まれているため、ラグが多少、少なくなっているはずです。それでも、住居費のうち所有住宅にかかる部分は僅かに減速しただけなので、かなりのラグが残っていると思われます。

米国におけるインフレの地域差

インフレ率は一国の中でどこでも同じというわけではありません。米国の場合、インフレ率が最も低いのは北東部で、インフレ率が最も高いのは南部であることは興味深く、また理に合っているでしょう。これは、パンデミックの期間に米国人がどこからどこへ移動したかということと、大まかに一致しています。人口が増えれば住宅価格は上がり、経済も活性化し、商品も不足します。こうした要因が南部にインフレをもたらしています。

北東部は長年に亘って南部や西部に人口シェアを奪われてきたため、パンデミック以外の構造的な要素も影響している可能性があります。

北東部のインフレ率は米国平均を1.2%ポイント下回っているのに対し、南部のインフレ率は0.9%ポイント上回っています。西部と中西部はその中間に位置しています。

シュリンクフレーションに関する調査

シュリンクフレーションとは、商品の価格が上昇する代わりに、商品のサイズが微妙に縮小する、こそそしたインフレーションの一種です。当然ながら、高インフレの時には、企業が投入コストの上昇を転嫁するのに苦慮するため、より一般的な現象として見られます。

最近の例では、ゲートレードのボトルのサイズが32オンスから28オンスに縮小（14%の価格上昇に相当）、ドミノピザがチキンウィングの数を10ピースから8ピースに縮小（25%の価格上昇に相当）したことなどが挙げられます。このような変化は、食品と飲料の分野で最も頻繁に起きています。

シュリンクフレーションは間違いなく密に行われるものであり、一般消費者にとっては見かけよりも高いインフレ率を意味しますが、それは想像に反して、既にCPI指数で適切に把握されています。CPI指数は可能な限り単位当たりで測定されているため、この追加的なインフレは公式推計に現れているのです。

通常であれば、シュリンクフレーションがインフレ率に及ぼす影響は大きくありません。パンデミック以前の英国での調査では、菓子類にのみ有意な影響が認められ、それでも、この分野の価格に対する5年間の累積効果はわずか1.2%ポイントに過ぎないことが確認されています。消費者物価指数に置き換えると、シュリンクフレーションは5年間で0.03%ポイントしかインフレに寄与していません。現在ではその数倍の効果があると想像されますが、それでもその総量はまだまだ小さいと言えるでしょう。

さらに複雑なのは、企業が製品のサイズを小さくしても、品質の向上でそれを十分に相殺していると主張する場合があることです。例えば、フォルジャーズコーヒーは、標準サイズを51オンスから44オンスに減らしましたが、それに比例して品質が向上し、この容器で400杯のコーヒーが淹れられると主張しています。このようなデフレ効果はCPIでは捉えられません。

シュリンクフレーションに相当するものとして、あまり知られていないのが、サービス業におけるスキンプフレーション（サービスの質を低下させながらも、従来と同じ価格を保つ状況）です。例えば、パンデミック以降、ホテルの客室でハウスキーピングサービスを毎日受けられなくなったというようなことです。また、パンデミック時のオンライン教育やオンライン医療の提供は、パンデミック前の対面式の同等のサービスよりも質が低下していたと言えるかもしれません。しかし、それにかかる費用は一概に低下したとは言えず、結果として追加的なインフレ要因が発生したことになります。シュリンクフレーションと異なり、統計機関はスキンプフレーションを考慮してインフレ率の推計値を調整するメカニズムを持っていません。そのため、一部のサービス部門のインフレ率は、公式に記録されているインフレ率よりも実際にはいくらか高くなっている可能性があると言えるかもしれません。

サプライチェーンのインフレ

サプライチェーンに由来するインフレは、サプライチェーン自体の回復とともに反転するはずですが。例えば、コンテナ輸送コストの急落（下図）、ドライバルク輸送コストのほぼ正常化（下の2つ目の図）、製造業購買担当者のインフレとサプライチェーンに関する不安の急激の低下（次ページの図）などが重要な改善点です。

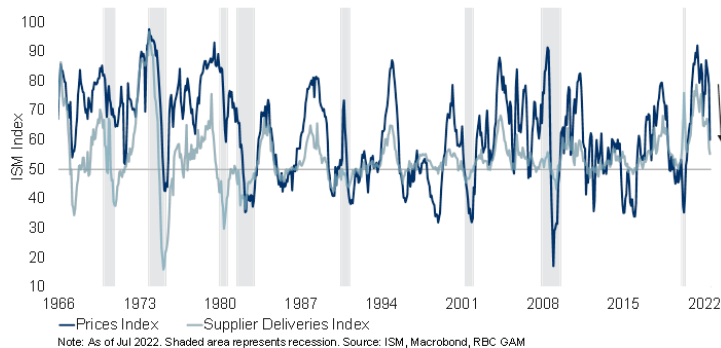


注：2022年9月1日に終了する週の時点。
出所：Dreyry Supply Chain Advisors, RBC GAM



2022年9月9日時点。影の部分は景気後退期。
出所：Baltic Exchange, マクロボンド, RBC GAM

価格上昇とサプライヤーの納期は通常範囲に戻る



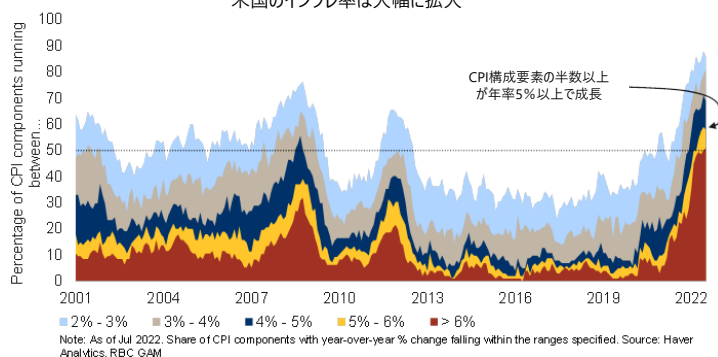
注：2022年7月時点。影の部分は景気後退期。
出所：ISM、マクロボンド、RBC GAM

インフレの第2ラウンド

インフレの主要因が変化中、残された重要な問題は、第2ラウンドのインフレ圧力がどの程度までその影響を長引かせるかということです。インフレの範囲、賃金圧力、インフレ期待が3つの重要な考慮点です。

1. まず、インフレの範囲（様々な商品の価格がどの程度高くなっているか）については、依然として厳しいニュースが続いています。高インフレの範囲は7月に再び（わずかに）拡大しました。7月のインフレ率が軟化したのは、ガソリン価格の下落という極めて幅の狭い要素に起因しています。インフレの広がりによって、高インフレが自己増殖する危険性は依然として存在します。

米国のインフレ率は大幅に拡大



注：2022年7月時点。影の部分は景気後退期。前年からの変化率が一定の範囲内とどまる構成要素の割合。
出所：Haver Analytics, RBC GAM

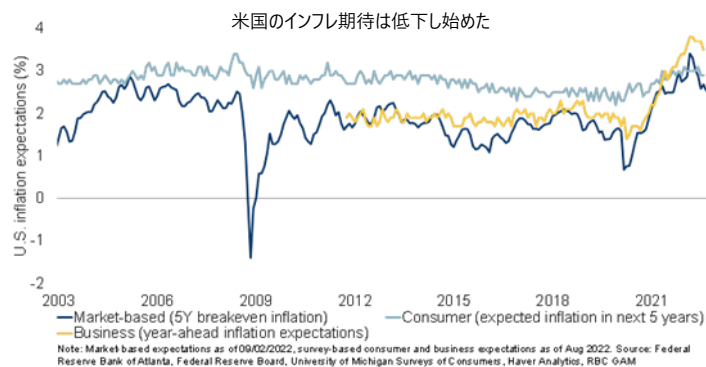
2. 賃金圧力は収まりつつあるかもしれませんが、米国全体の賃金の伸びはわずかな鈍化に留まりますが、先行的な動きを示す低サービス・レストランでは、賃金上昇率が急速に低下しています（下図）。こうした部門に含まれるファストフードは、低技能労働者を雇用しています。こうした労働者は、労働市場が悪化する際に、なかなか雇用されず、また、最初に労働者としての交渉力を失います。

米国の低技能労働者の賃金の伸びは減速



注：低サービスレストランについては2022年7月時点、民間非農業部門全体については2022年8月時点のデータ。
出所：BLS、マクロボンド、RBC GAM

3. インフレ期待は低下しつつあります。金融市場のインフレ期待はもう少し前から低下していましたが、一般的なインフレ期待は低下しにくい状況です。インフレが持続的に低下するためには、企業や家計もそれに対する確信を持つ必要があります。幸いなことに、最近、わずかではありますが、企業や消費者のインフレ期待が低下していることが明確になっています（下図）。



注：2022年9月2日時点の市場予想。2022年8月時点の調査による消費者・企業の期待値。
出所：アトランタFRB、連邦準備制度理事会、ハーバー・アナリティクス、RBC GAM

値上げを検討している米国企業の割合は、過去最高の水準から下降し始めており、企業がインフレ見通しについて考え方を変えつつあることが分かります（下図）。



注：2022年7月時点。影の部分は景気後退期。
出所：NFIB Small Business Economic Survey、マクロボンド、RBC GAM

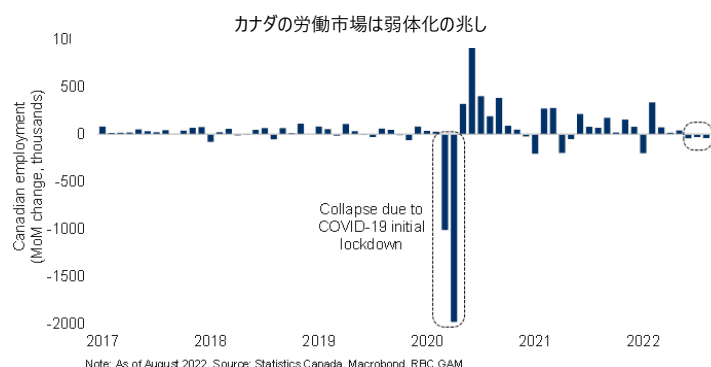
経済動向

最近の米国の経済データは悪くはありません。

- ・ 主要な経済データの発表のうち、8月のISM製造業景況指数は52.8とまずまずの水準に留まりました。
- ・ ISMサービス業景況指数は56.7から56.9へと上昇し、堅調な結果となりました。
- ・ 8月の米雇用統計は31万5千人増となりましたが、前月比マイナス10万7千人増と失業率が3.5%から3.7%にわずかに上昇したことで、わずかながら悪化しています。
- ・ 新規失業保険申請件数も、過去数カ月にわたり大きく増加しましたが、ここ3週間は減少しています。
- ・ 米国の第3四半期GDPは年率2～3%の伸びを記録しており、景気後退にはまだ入っていないことを示唆しています。

対照的に、カナダの状況はかなり悪化しています。例えば、

- ・ カナダの労働市場は3カ月連続で労働者を減らし（下図）、全体で3万9000人、フルタイムで7万7000人が失業しました。
- ・ その結果、失業率は4.9%から5.4%に上昇しました。
- ・ カナダの教育関係者5万人が8月に失職したというのは信じがたい話ですが、他の分野では真実味があります。カナダの住宅市場が低迷するなか、建設業の雇用は2万8,000人減となりました。

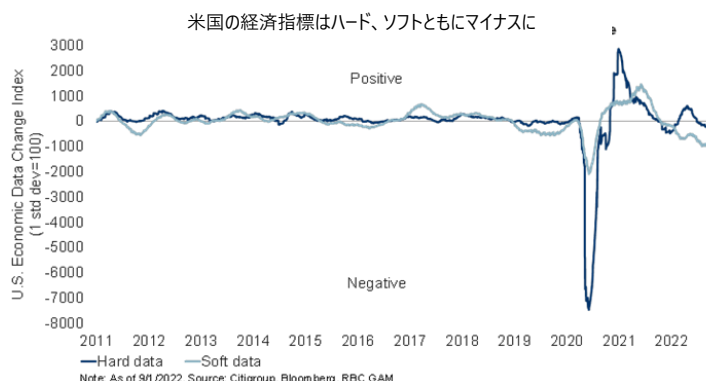


注：2022年8月時点。
出所：カナダ統計局、マクロボンド、RBC GAM

カナダ経済も最近、足踏み状態が続いています。5月に経済生産が横ばいとなった後、6月は0.1%増と控えめで、7月は-0.1%となっています。これは事実上、この四半期に経済成長が無かったことを意味します。

ソフトデータとハードデータ

米国では、アンケート調査などの経済に関する「ソフトデータ」は大幅に低下していますが、実際の消費や雇用を示す「ハードデータ」はそれよりも小幅の低下にとどまっています（下図）。

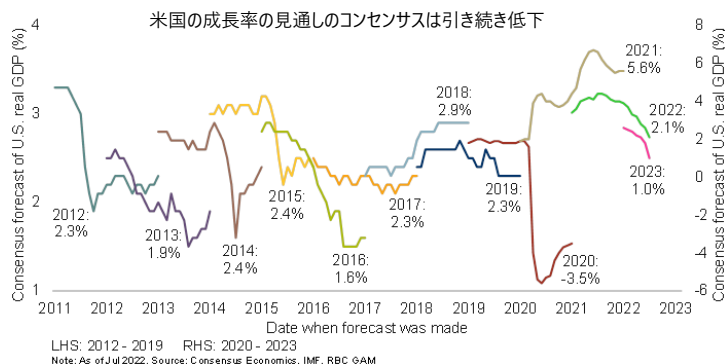


注：2022年9月1日時点。
出所：シティグループ、ブルームバーグ、RBC GAM

最も可能性の高いシナリオは、ハードデータがソフトデータに追従し、景気後退の予想が実現することです。確かに、実際の活動が低下する前に、センチメントと期待が低下すると考えることは論理的です。しかし、弱いセンチメントが支出や雇用の悪化につながらない「ソフトランディング」シナリオを完全に否定することはできません。パンデミック期間の経済活動は、異常な断絶が起こりうるほど混乱したものでした。

コンセンサス予想の悪化が続く

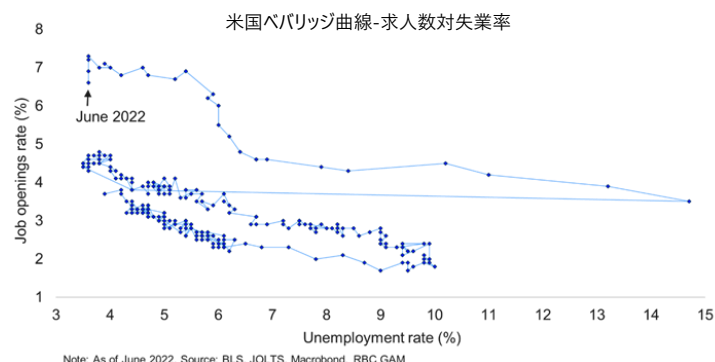
米国経済、そしてほとんどの国の経済に対するコンセンサスの経済見通しが悪化し続けていることは容易に理解できますが、それと同時にそれは示唆に富んでいると言えます。例えば米国の場合、最近では2022年と2023年のGDPのコンセンサス予想がほぼ右肩下がりになっており、足元では低下が加速しています（下図）。私たちの予想は、依然としてコンセンサスを下回っています。また、2022年のコンセンサス予想が2021年よりも弱く、2023年の見通しが2022年よりも弱いことも注目すべき点となっています。



注：2022年7月時点。
出所：Consensus Economics, IMF, RBC GAM

労働市場に関する議論

経済活動の減速に伴って労働市場がどのようになるかについては依然として激しい議論が続いています。その多くは、求人倍率と失業率の関係を示すベカリッジ曲線（失業率と求人率の関係を描いた曲線）を中心に展開されています（下図）。



注：2022年6月時点。
出所：BLS, JOLTS, マクロボンド、RBC GAM

楽観論者は、現在の失業率の水準に対して、求人数が通常よりかなり多いことに注目しています。これは、パンデミックによって引き起こされた多くの歪みが生じており、経済における労働者と雇用者のマッチングの問題があることを反映しています。パンデミックによる歪みが薄れ、時間が経てば、こうしたミスマッチは徐々に解消されるはずで、期待されることは、景気の悪化に伴い、企業が既存の従業員を解雇するのではなく、大規模な雇用計画を棚上げとすることです。通常起こらないことではありますが、ペバリッジ・カーブを過去の水準から見て正常な位置に引き下げるだけであり、それなりの説得力はあるものです。

逆に、悲観論者は、実際の雇用が大幅に減少することなく求人数が減少した前例は無いことに注目しています。自然失業率が上昇したように見えるので、経済もいずれはその現実に屈服せざるを得ないと主張します。景気の過熱を抑えるには、失業率を数%ポイント上昇させる必要があるようです。しかも、米国では失業率が少しでも上がると必ず景気後退が起きています。

どちらの意見も理にかなっており、本当の答えはその間に位置すると思いますが、私たちの考えはやや悲観論者の側に傾いています。つまり、失業率は通常ほど上昇しないものの、景気を冷やすためには景気後退が必要で、その結果、雇用が大幅に失われる可能性が高いということです。

カナダの住宅市場の弱さ

カナダの住宅市場は、通常であれば、住宅建設、リフォーム、不動産業者、不動産専門の弁護士、住宅ローン貸付業者、家電や家具の購入を合わせると、カナダの経済生産の20%以上を生み出していると言われています。さらに住宅価格上昇に伴う資産効果が加わります。

現在、カナダの住宅価格が上昇していないことは確かですが、最近の住宅価格がどうなっているのか、正確には分からないところがあります。

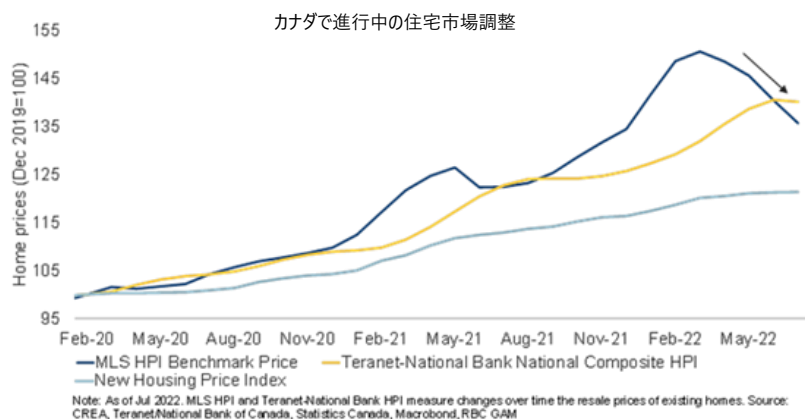
当然ながら、住宅価格の下落は、事前に最も大きな上昇を経験した地域でより顕著となっており、地域差はかなりあります。

また、全国レベルの推計値も大きく異なっています。最も極端な主張は、全国の住宅価格が17%下落したというものですが、この意見は住宅販売の構成変化を捕捉できていないMLS (Multiple Listing Service) の計算に基づいているので、正確な推定値ではありません。もし、ある年に高級住宅が多く売れ、翌年にコンドミニアムが多く売れた場合、住宅価格が暴落したように見えますが、高級住宅とコンドミニアムそれぞれの価格は全く変わっていない可能性があるからです。

その対極にあるのが、テラネット全国銀行住宅価格指数と新築住宅価格指数で、テラネット全国銀行住宅価格指数では住宅価格がほとんど下落していません (-0.3%)。一方、新築住宅価格指数では住宅価格がまだ活発に上昇しているとしています。しかし、これらの指標にも大きな欠点があります。

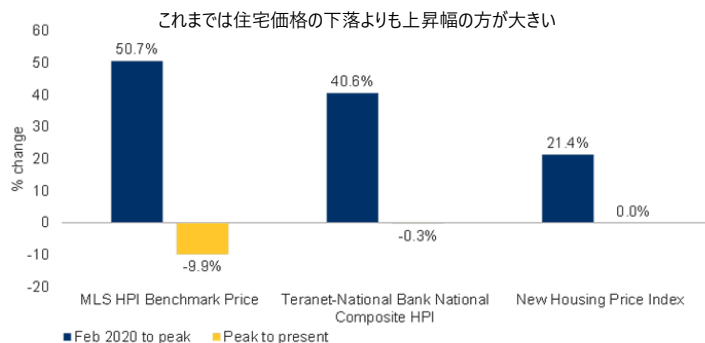
テラネットの指標は、データバンク上、少なくとも2回の売却が記録されている住宅を対象としていることから、サンプル数は大幅に制限されています。ヒストリカルに見ると、テラネットの指数は、よりタイムリーな指標が捉える転換に対して大きく遅れをとっており、住宅価格の動きをタイムリーに追跡しようとする場合には、大きな弱点となります。

一方、新築住宅価格指数は、住宅市場の主要なセグメント（コンドミニアム）を完全に除外しており、地価の部分はかなり大まかにしか捕捉されていません（住宅建設業者による推定となります）。そして、さらに重要なことは、新築住宅は、都市中心部というより郊外に建設され、それらの価格は相対的に低いということです。従って、同質比較とは言えません。経験的にも、この指数は非常に滑らかな動きを示し、大きな上昇や下降はほとんど見られません（下図表参照）。



注：2022年7月時点。MLS HPIとTeranet-National Bank HPIは、中古住宅の再販価格の経時的変化を測定。
出所：CREA, Teranet-National Bank of Canada, Statistics Canada, Macrobond, RBC GAM

この極端な推定値の中間に位置する指数が、私たちよく使用するものです。これは、販売された住居の種類と規模を適切に捉えてベンチマーク価格を算出しています。この指数では、これまでのところ、住宅価格は9.9%下落していると推定されています（次ページの図）。



注：2022年7月時点。MLS HPIとTeranet-National Bank HPIは、中古住宅の再販価格の時間的変化を測定。
出所：CREA, MLS HPIとTeranet-National Bank of Canada, Statistics Canada, Macrobond, RBC GAM

私たちは、数カ月前に住宅価格の見通しを下方修正し、現在はカナダの住宅価格のピークから底値までの累積下落率を20-25%と見えています。この場合、住宅価格はパンデミック前の水準までかなり戻すことになりますが、完全に戻るわけではありません。これまでのところ、価格上昇の内30%が巻き戻されています。

米国の学生ローン免除？

バイデン政権は数週間前に大規模な大統領令を発表し、5,000億ドル規模の支出によって、所得が12万5,000ドルに満たない人を対象として、連邦学生ローンの残高を1万ドルから2万ドル削減し、学生ローンの利払いも2023年まで遅らせることを提案しました。

ローンの削減は何年にもわたる利子と元金の支払いの喪失となることから、その影響は数年に及び多額の財政支出となります。

不十分な点としては、多額の学生ローンを抱える人々の問題にほとんど対処していないことや、頑張って学生ローンを早く返済した人にとって不公平となること、社会の最も教育の厚い層への現金給付であること、今後卒業していく人に適用されないことが挙げられます。また、最も根本的な解決策を含んでいません。それは、極めて高く、急速に膨らんでいる米国の大学教育費用を削減することです。しかし、行政命令は法令ではないので、達成できることには限りがあります。上院の票数不足を考えると、立法は望めません。

そして最も大切なことは、ホワイトハウスがこの約束を実際に果たせるかどうか重大な疑問があるということです。かなりの法的困難が予想され、一部の法学者はこの大統領令は行き過ぎだと考えています。ただ、いずれにせよ、ホワイトハウスにとっては政治的勝利となります。政策を実現できるか、そうでなくても阻止されれば中間選挙に向けて票を集めることができます。

法的な課題にかかわらず、重要となりそうな問題があります。学生ローンを抱えている人は、パンデミックの期間中、ローンの利息を支払う必要はありませんでした。この利息の支払いは、1月までに再開される予定です。1.6兆ドルの学生ローンがあり、控えめに見ても5%の金利で800億ドルの追加利払いが発生し、消費支出を圧迫します。金利上昇と高インフレの中で一部の世帯に資金的な困難をもたらす可能性があります。

景気後退の可能性

私たちは、2023年末までに米国またはカナダが景気後退に陥る可能性を引き続き70%と見ており、欧州と英国ではさらに高いリスクがあると考えています。最近のインフレ・シグナルをいくつか取り上げます。

米国の2年債と10年債のスプレッドは長い期間にわたり逆転していましたが、現在ではインフレ調整後のスプレッドも反転しました（次ページの図）。インフレ調整後スプレッドはこれまで景気後退の指標として使われることはありませんでしたが、現在では通常以上に情報の価値があると言えます。名目利回りに含まれる「時間と共にインフレ率が低下する」という期待から生じる歪みを取り除くことができます。



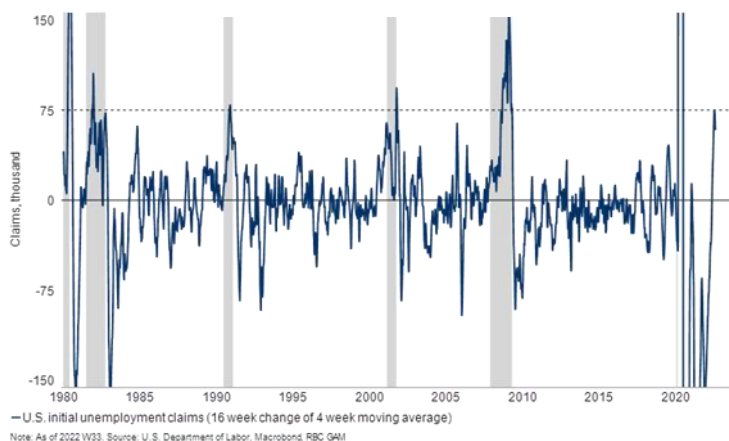
As of 08/22/22. Source: Bloomberg, RBC GAM

注：2022年8月22日時点。
出所：ブルームバーグ, RBC GAM

一方、もう一つの典型的な景気後退シグナルである3カ月と10年の利回りは、現在逆転に近い状態にあります。米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げを行い、3カ月物利回りも時間の経過と共に上昇するため、実際に数週間のうちに反転すると思われます。2年-10年物の利回り反転は景気後退を18カ月、S&P500のピークを15カ月先取りする傾向があるのに対し、3ヶ月-10年物の反転はこれらのイベントにさらに近い時期に起こる傾向があります（それぞれ11カ月、10カ月の先取り）。私たちの考えでは、景気後退はそれより早く起こりそうで、S&P500のピークもおそらく既に過ぎているということは認めなければなりません。

失業保険申請件数がここ数週間で減少に転じたものの、景気の底から最近のピークまでの失業保険申請件数の増加が、もう一つの典型的な景気後退シグナルとなり得ることに注意すべきです（下図表）。その後に失業保険申請件数が減少したからといって、1990年代初頭や2000年代初頭の経験と同様に、このシグナルが無効となるわけではありません。ひとつ奇妙と思われる点は、これまで失業保険申請件数が増加する頃には景気後退期に入っているのに対して、今回はまだ景気後退が予想されているに過ぎないということです。

米国の新規失業保険申請件数の増加は景気後退を示唆



2022年8月15日時点。出所：米国労働局、マクロボンド、RBC GAM

また、カナダの景気後退は米国よりも深刻であるとの見方を堅持しています。実際、大規模マクロ計量モデルを用いて利上げシナリオを検証したところ、予想通りカナダ経済と住宅市場は米国よりも金利感応度が高いことが分かりました。

金融引き締め継続

積極的な金融引き締めが続いています。カナダ中央銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備銀行は75bp、オーストラリア準備銀行は50bpの利上げを実施しました。

カナダの金融政策の決定については、2つの重要なテーマが浮き彫りとなりました。

1. カナダ中央銀行は7月のインフレ率が弱含みであったにもかかわらず、気を緩める姿勢を示しませんでした。インフレ率の低下はガソリン価格の下落に起因するものであり、インフレの範囲は拡大し続けているとの説明がありました。これは事実ですが、インフレ上昇率は鈍化しつつあり、特定の主要なインフレドライバーが転換しつつあると言うことも可能はずです。しかし、中央銀行にとってはインフレと戦うという信頼を取り戻すことが非常に重要なため、インフレに対する完全な勝利が保証されるまでは、わずかな成功に対してそれを示したり主張したりすることは無いでしょう。そのため、中央銀行は引き締め幅を小さくしすぎるよりも、大きくしすぎる方向に舵を切る可能性が高いです。
2. カナダ中央銀行については、確かに金利のピークには達していませんが、おそらく引き締めのピークは過ぎています。変化率は転換しました。カナダ中銀は7月に100bp、9月に75bpの引き締めを行いました。今後の措置についてはより穏やかな表現がなされており、市場では10月に50bp、12月に25bpの利上げが予想されています。着実に減速しつつあり、来年初めにはピークとなる政策金利4.00%に到達する可能性があります。

米国では、市場関係者はピーク時の政策金利を4.5%程度と予想しています(下図表)。

予想されるピーク時のFF金利は急激に上昇



注：2022年8月30日時点。
出所：ブルームバーグ、RBC GAM

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.



RBC BlueBay
Asset Management