

RBC GAM マクロメモ 2022年10月25日 – 11月7日



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

英国は安定化
中国の全国人民代表大会が閉幕
台湾紛争のリスク上昇
ウクライナ紛争の拡大は継続
経済動向
インフレ率の幅とタイムラグ
米国政治の考察
人間開発と人口動態

英国は安定化

英国の政治的混乱は、短命だったリズ・トラス氏の辞任と、後任のリシ・スナク首相の就任により、収束に向かうでしょう。スナク首相は、夏の党首選でトラス氏に次いで2位でした。市場関係者が安堵したのは、数人の候補者の辞退後、スナク氏がすぐに選ばれたからです。スナク氏は、2020年から2022年初めまで財務大臣を務めており、わずか7週間でジョンソン氏、トラス氏に続く3人目の首相となりました。

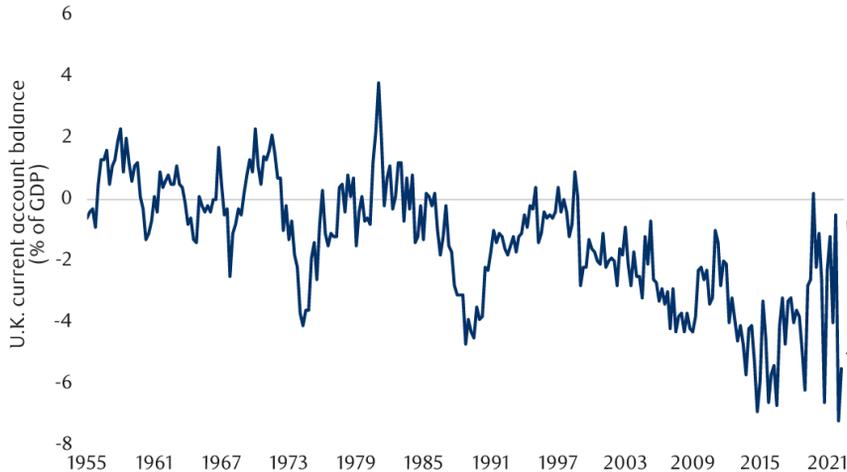
振り返ると、トラス氏と当初の財務相は、9月の着任と同時に一連の減税政策を提案しました。債券市場や為替市場では、英国の借入コストが高い時期に債務が増加することへの懸念や、インフレが高い時期にあっては、経済を活性化させるよりも減速させる必要があるという点から、消化不良の状態が続いていたのです。

その後、ハント財務大臣に代わり、この減税政策はトラス首相の下で既に完全撤回されていましたが、それでも英国債券市場では10年国債利回りは大幅に低下し（30bpsの低下で、4%以下の利回りに回復）、市場はスナク首相の就任を歓迎しました。イングランド銀行の緊急国債買い入れ支援オペが終了して間もなくのことであり、時宜を得た展開でした。しかし、様々な理由から、英国には厳しい局面が続いています。

- ・インフレがあまりにも高すぎる。
- ・英ポンドが大きく下落している。
- ・天然ガス価格高騰がダメージを与えてきている。
- ・ブレグジットが引き続き英国経済に悪影響を及ぼし続けている。

英国中央銀行（イングランド銀行）の任務がまだ道半ばであることは明らかです。英国の経常赤字は、パンデミックやブレグジット以前から大きかったものの、さらに拡大し、現在も膨大な額となっています（次図参照）。端的に、英国は生産量よりも消費量が多いということであり、通常、特にこの規模で、いつまでも続けられるものではありません。いずれ、更なる引き締めや経済の再構築が必要になるに思えます。

英国経常収支の赤字幅が拡大



出所：2022年第2四半期時点。国家統計局（ONS）、マクロポンド、RBC GAM

中国の全国人民代表大会が閉幕

中国の全人代が閉幕し、大方の予想通り、習近平国家主席が、来年3月に前例のない3期目（5年）に再任されることが確実となったようです。習氏はこの機会を利用して、自分の権力をさらに強化するため、政治局常務委員会に側近を引き入れ、将来的な後継の候補者を排除しました。

ライバルや反対意見がないと、良好な公共政策の生まれにくい「エコーチェンバー」状態（自分と同じ意見ばかりが出てくる状況）がもたらされます。

習氏の基調講演では、国家の安全保障と軍備の強化に重点を置くことが明らかにされました。できれば平和的に、しかし必要であれば武力によって、中国と台湾の統一を目指すことを改めて表明しました（詳細を次章で述べます）。

新型コロナについて、経済的なダメージを与えるゼロ・トレランス方式の放棄には言及されませんでした。冬場の感染の波が一段落し、2価ワクチン接種後の来春が、政策変更のタイミングとして有力でしょう。

また、住宅政策の変更についても言及されませんでした。住宅市場は長い間、経済成長の源泉でしたが、現在では調整状態にあります。

第3四半期の中国の経済成長率は、リアル・タイムでの経済活動が持ちこたえ、鉱工業生産が堅調に推移し、懸念された程に悪くはありませんでした。しかし、2022年全体ではまだ弱い経済成長率となっています。小売売上高と住宅市場について、依然として弱い状況が続いています。

より一般的には、中国の中期的な経済成長の見通しに対する懸念が高まっています。中国ではかつて年率6%、8%、10%といった経済成長を遂げていましたが、今後は常に4%以下の経済成長を想定する傾向が強まっています。経済成長率が弱くなるにつれて、中国が経済指標の公表をしなくなっていることは、おそらく偶然ではないでしょう。過去10年で、中国が公表する経済指標は半分になっています。

習体制での長年の3つの優先課題は、経済成長を高めるものではありません。

- 1.国民に対する統制の強化。
- 2.高圧的な外交政策の追求。
- 3.経済に対する国家管理の回復。

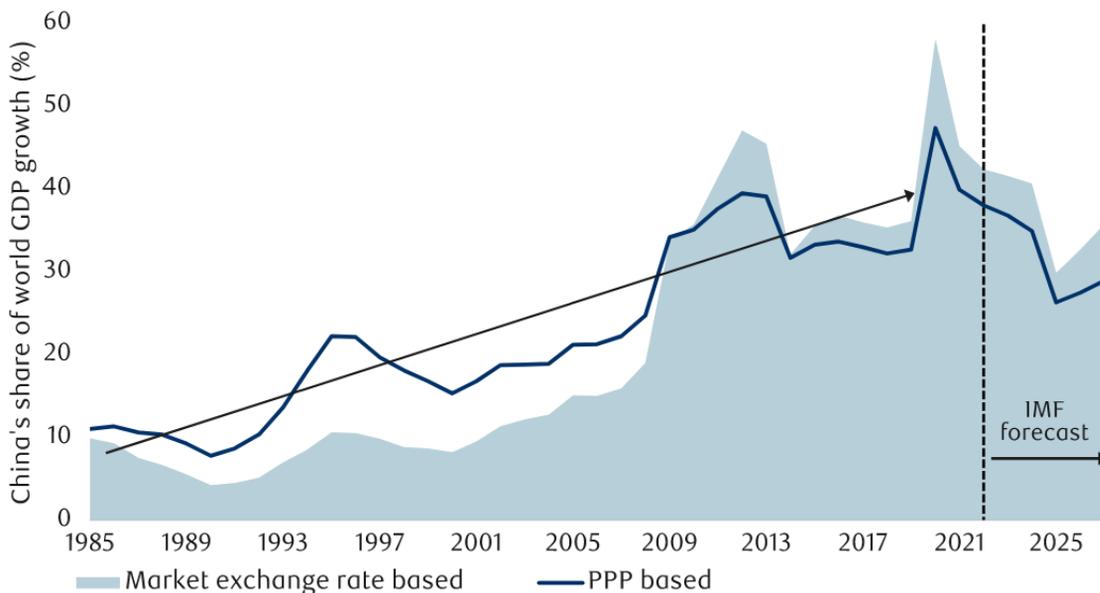
特に3点目は、経済を前進させるようなイノベーションと相反するように考えています。むしろ、過去数十年にわたる中国の歩みに逆行するものです。全人代では、習氏が政権を取る前に比べて、民間の代表者が50%減少しました。

その他、複数の懸念事項がデータから浮かび上がってきました。

- ・住宅市場は長い間にわたって経済成長の原動力だったものの、今後は必然的に長期間厳しい状況。
- ・負債の水準は大幅に増加。
- ・設備投資の成長を促進する効率は低下し、生産性の伸びは急激に鈍化。生産効率を示す全要素生産性の伸びはマイナス。
- ・中所得国から高所得国へ移行するために必要な教育水準に、まだ大きく及ばないこと。
- ・米国の規制強化により、先端半導体へのアクセスが遮断されつつあること。
- ・中国の人口動態が弱いことは周知。

経済成長の鈍化は、中国の社会的目標の達成を脅かすものです。（台湾に関してなど）他の分野で「勝利」を得るために、地政学的な文脈でリスクを取ることを、習氏が厭わなくなる可能性があります。中国が世界の経済成長に与える追い風は、過去に比べて弱くなる可能性があります（次図参照）。

中国が世界の経済成長の3分の1を占める



5年平均の実質GDP成長率と5年平均のウェイトを使用して計算。出所：IMF World Economic Outlook、2022年4月時点、マクロポンド、RBC GAM

台湾紛争のリスク上昇

東シナ海での日本との対立、南シナ海での島嶼開発、一帯一路構想など、中国は太平洋や世界一般で、高圧さを高めてきています。しかし、台湾は中国の最大の目標として際立っています。

台湾はかつて中国の一つの省でしたが、独立した国、オランダ、ポルトガル、日本の植民地、中国の亡命指導者による2度の統治という変遷を重ねてきました。現在は民主主義で、機能的には独立国ですが、中国の政治的圧力により、世界のほとんどの国からそのように認められていません。

世論調査では、台湾国民の多くは中国との併合を望んでおらず、米国は中国の攻撃から台湾を守ることをより明確に約束するようになりました。

一方、中国の習氏は最近の演説で、両国の「統一」を公約し、平和的プロセスが望ましいけれども、武力を排除しないとしています。その度重なる公約から、中国にとって無期限の遅延は難しく、習氏の在任中、おそらく次の5年の任期内に台湾を取り戻したいと考えているとみられます。このタイミングで、中国の軍事文書が流出し、習氏が遅くとも2027年までに軍事的な選択肢を求めていることが分かりました。

以前は、中国は時間をかけて台湾に接近し、最終的には相互の合意により統一を目指すことが通説でした。2049年は、中国が「国家の再興」の達成を目指す年として、しばしば言及されました。

賭けの世界では、2022年末までに中国と台湾が犠牲者を伴う紛争に至る可能性を8%としていますが、ここには明かな戦争とは異なる挑発行為で、数名の命が失われるようなケースも含まれているようです。

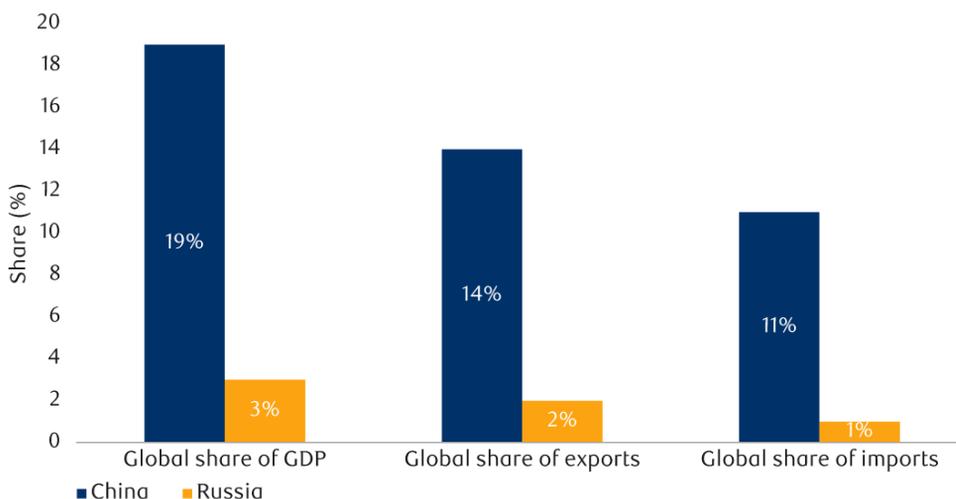
中国が台湾への攻勢を開始しようとする方法はいくつかあります。

- ・中国と台湾の間にある小さな島々を占領して、他国の反応を試す。
- ・台湾の輸出入を封鎖したり、大幅に制限したりすることから始める。これは台湾を弱体化させ、中国が台湾の国境をコントロールすることを可能となり、併合に向けた一歩となる。
- ・本格的な軍事攻撃のシナリオも考えられるが、島の地理的条件から難しい。

中国が米国との紛争に至るという望ましくない結果を考慮すると、今後数年間、台湾への大規模な攻撃の可能性はまだ50%をはるかに下回っているでしょう。しかし、ここ数カ月でそのリスクは高まっています。

この問題は、世界経済や投資家にとって非常に大きな影響を与えるものです。もし、世界が中国の侵略に対して、ロシアと同じような対応をとれば、経済的なダメージは甚大になるでしょう。中国経済の規模は控えめに見てもロシア経済の6~11倍です（次図参照）。制裁のダメージは桁違いに大きくなるかもしれません。

国の経済規模はロシアの数倍



2021年の年間データ。出所：CEIC、MSCI、Statista、ゴールドマン・サックス・グローバル・インベストメント・リサーチ

中国を先進国から切り離すことには、莫大なコストがかかります。国際的なサプライチェーンは、他国よりも中国を経由しています。中国は米国債を1兆米ドル近く保有しています。しかし、米国は中国の資産を簡単に凍結できるため、国債を突然売却することは考えにくいでしょう。

台湾もまた重要な国です。人口は少ないものの、世界の半導体の70%を生産しており、携帯電話、コンピューター、自動車などの生産に関与しています。中国が半導体製造工場に物理的なダメージを与えることなく台湾を占領したとしても、半導体のほとんどが欧米企業の製造ラインに依存しているため、生産は停止するでしょう。

リスクは高まっていますが、ものすごく高いわけではありません。問題は、その結果があまりに大きいことです。結果の甚大さを考慮して、主役の交戦を抑止できれば良いのですが。その間に、欧米企業は中国の生産拠点から一部の製造を切り離し、インド、東南アジア、メキシコなどの意欲的な拠点に生産を分散し始めています。

ウクライナ紛争の拡大は継続

ウクライナは戦場で成果を少しずつ上げ続けており、ロシアは攻撃の激化と戦術の変更で対応しています。

- ・ロシアは、ヨーロッパに繋がる自国の（休止中の）天然ガスのパイプラインを破壊。
- ・ロシアは、イランの無人偵察機を使ってウクライナの電力インフラを標的。
- ・ロシアは、数十万人の兵士を追加徴兵し、現在占領しているウクライナ領土の一部に対する主権を宣言。

地面がぬかるむ季節が始まるため、天候関連で戦争が停滞する可能性はあります。しかし、ウクライナはさらに多くの領土を奪還することを計画しているため、今後もかなりの勢いが続くと考えています。賭けの世界では、近い将来の停戦の可能性は低く、そして2023年3月までに戦術核兵器が使用される確率は11%とされています（悲惨なこととなります）。

戦争理論は、この紛争がなぜ最初に発生し、なぜ続いているのかを理解するために役立ちます。ロシアが開戦に踏み切った背景には、情報の非対称性という考え方があります。ロシアは自国の軍力が強いと思っていましたが、実際にはそうではありませんでした。自国の実力を過大評価し、ウクライナ（さらにウクライナが西側諸国からどれだけの軍事支援を受けるか）を過小評価していたのです。

信頼と政治の点からは、なぜ紛争が長引くのかを説明するのに役立つでしょう。両者の信頼関係が極端に欠如し、現実的な実行メカニズムがないため、いずれも相手が停戦や平和条約を遵守すると信用していないのです。そのため、本来ならお互いに納得できる条件であっても、合意することが難しいのです。

ロシアの政情も、戦争を終結させるための努力を複雑にしています。民主主義国家においては、国民から不人気な戦争の終結を指導者が迫られたり、従わなければ罷免されたりすることで、不要な戦争を終結させることがあります。絶対的な独裁国家では、独裁者はその絶対的な権力を行使し、個人的な脅威を伴うことなく、不利な戦争を終わらせることができます。しかし、ロシアのような独裁国家は、賢明でない戦争を放棄する可能性が最も低いのです。なぜなら、指導者が間違いだったと認めると、個人的な危険に晒されるかもしれないからです。そのため戦争は継続するのです。

経済動向

当社は引き続き、先進国の大半で景気後退を予想しており、2023年末までの景気後退の可能性を、北米では75%から80%に引き上げました。ユーロ圏と英国では、その可能性は90%以上です。

引き続き、景気後退の深さについては中程度を想定しています。景気後退がこれよりも穏やかであることを示す説得力のある論拠はあり、そこでは、労働市場が今後の悪化においても、通常よりもずっと良好に推移する可能性があるという考えが基本になっています。しかし中央銀行は、景気後退を緩和するための金利引き下げを行わないといった、景気後退がより深刻になるという、もっともな論拠もあります。当社は、この2つの主張が互いに正しく、1.5%~2.0%という過去を見ても中程度のマイナス成長が正当化されると考えています。

これらの見方を十分に反映させて、我々は経済成長率の見通しを下方修正しているところです。従来の予想にも景気後退を一旦は組み込んでいましたが、新たな予想値は、想定されるマイナス成長の全体をきちんと反映したものになると考えています。この四半期の間、我々の予想は多少の下方修正ですが、コンセンサス予想はかなり高い数字から大きく落ち込んでいます。それでも2023年の経済成長率については、コンセンサス予想よりも、我々の数値は再度下になると考えています。

労働市場の微妙な悪化

北米の9月の就業者数はプラスでしたが、水面下では微妙な悪化が見え始めています。例えば、米国の求人数と退職者数は共に、明らかに減少に転じました。このパターンは通常、後の雇用喪失を予兆するものです（次図参照）。

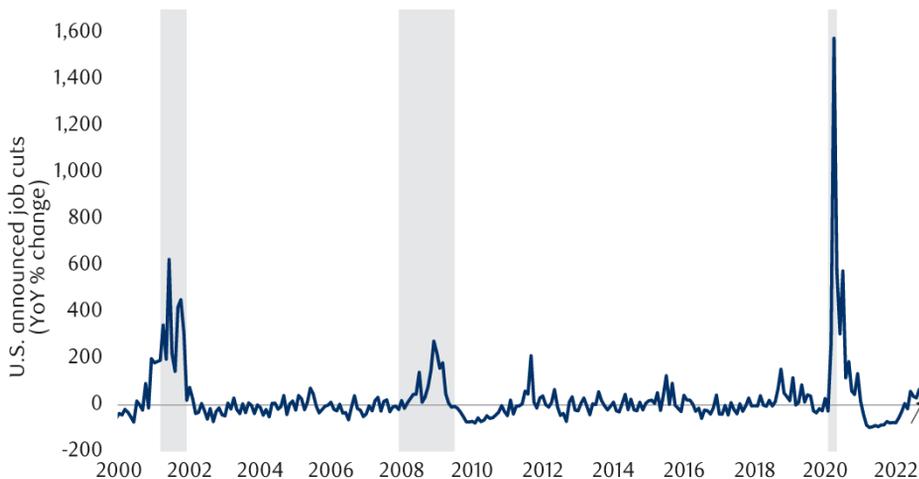
米国の求人数と退職者数は共に減少



2022年8月時点。民間非農業部門の全事業所での推計値。網掛け部分は景気後退。出所：労働統計局、マクロボンド、RBC GAM

人員削減はまだかなり限定的ですが、明らかに増加し始めています（次図参照）。

人員削減の発表が増加し始める



2022年9月時点。出所：チャレンジャー、Gray & Christmas, Inc, マクロボンド、RBC GAM

サプライチェーンの改善

サプライチェーンは完全ではないにせよ、非常に大きな改善が既に見られています（次図参照）。

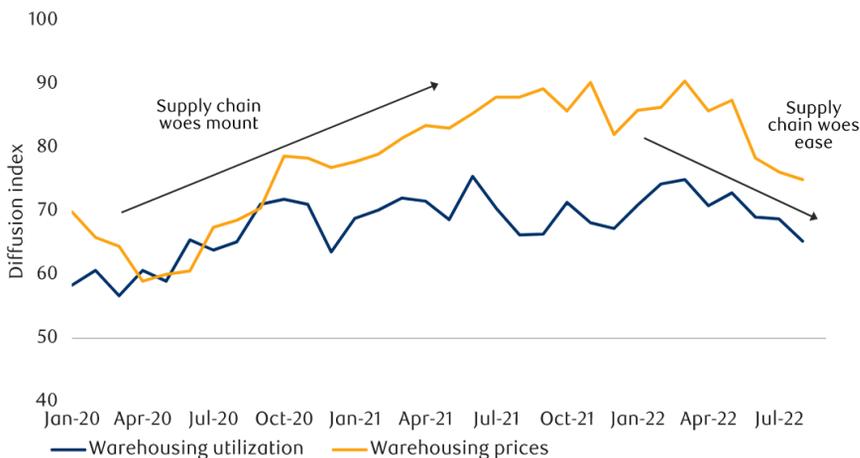
国際的なサプライチェーン圧力は緩和されたが、依然として高水準



2022年9月時点。網掛け部分は米国の景気後退期。出所：Gianluca Benigno, Julian di Giovanni, Jan J.J. Groen, and Adam I. Noble, "A New Barometer of Global Supply Chain Pressures," Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics、マクロボンド、RBC GAM

ビジネスが調整され、経済活動が減速する中において、サプライチェーンは引き続き改善すると確信しています。サプライチェーンの指標となる一連のデータも、この見方を後押ししています。米国の倉庫使用と倉庫使用料は夏頃から転換しました（次図参照）。

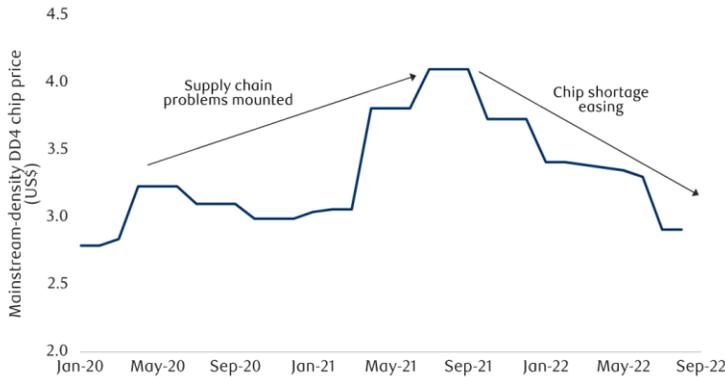
倉庫の使用と価格の伸びは緩やかに



2022年8月時点。50以上の数値は拡大、50以下の数値は縮小を示す。出所：ロジスティクス・マネジャーズ・インデックス報告書、RBC GAM

PC用の半導体の価格も最悪期から低下しています。需要と供給が一致しつつあることを示す良いシグナルです(次図参照)。実際、多くのアナリストは、この業界への過剰投資と思われる状況から、数年にわたる半導体の供給過剰を予測しています。

半導体不足が緩和



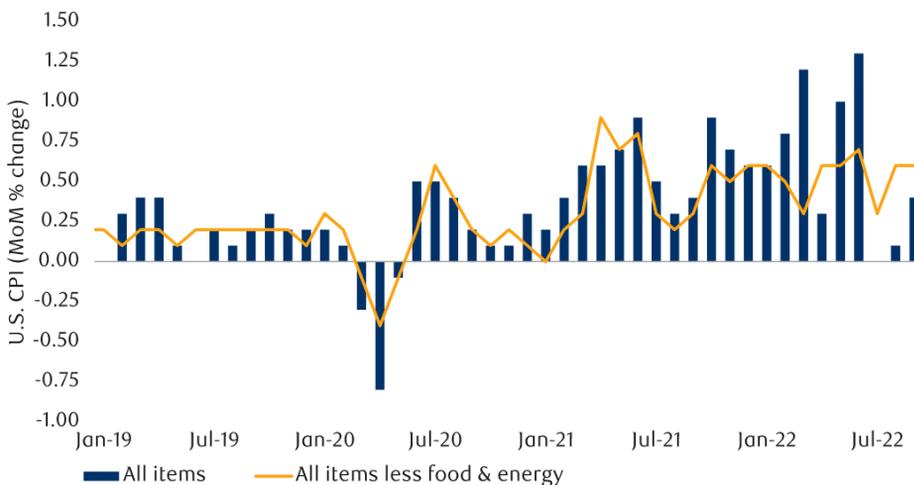
2022年8月時点。メインストリーム密度のDDR4半導体では、DDR4 8GB 1Gx8 2400/2666MHzの半導体を使用。出所：InSpectrum Tech、ブルームバーグ。

海洋物流のレポートでは、9月と10月の海上貨物輸送の受注が20%減少しています。一方、米国におけるトラック輸送の需要量と輸送可能なトラック供給量の比率は、最高値から70%という大幅な落ち込みを記録しています。

インフレ率の幅とタイムラグ

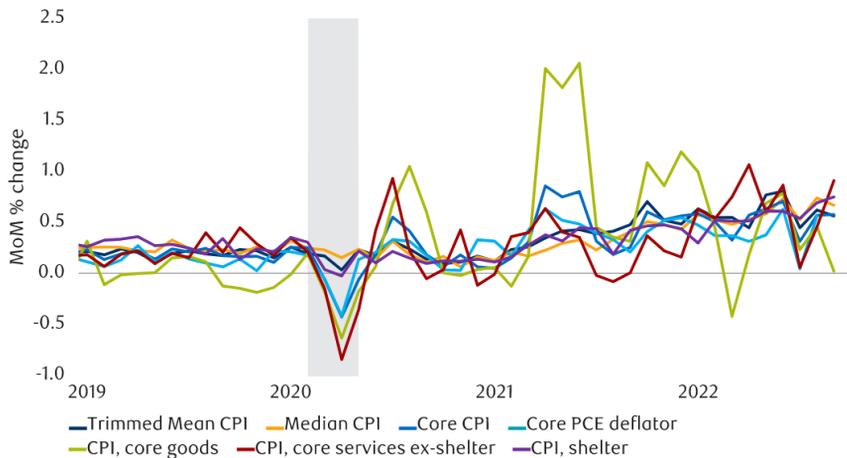
北米のインフレ率は過去3カ月間でやや低下しています。問題は、コア・インフレ率がまだ減速していないことです(次図の黄色い線を参照)。コア・インフレ率は様々な方法で測定できますが、結果はほぼ同じで、ほとんどの指標でまだ下降に転じていません(次図参照；コア商品だけは例外)。

米国消費者物価指数(CPI)の月次トレンドはやや緩和



2022年9月時点。出所：労働統計局、マクロポンド、RBC GAM

米国のコア・インフレ指標はまだ変化していない



PCEデフレーターは2022年8月時点。CPI対策は2022年9月時点。米労働統計局（BLS）、クレーブランド連邦準備銀行、米経済分析局（BEA）、マクロポンド、RBC GAM

幸いなことに、経済理論からはコア・インフレは最終的に転換するはずで、高インフレをもたらした4つの主要因は全て転換しています。

1. 中央銀行が利下げから利上げに転じ、金融政策が完全に抑制的となっている。
2. 財政政策は以前ほど緩和的でない。
3. サプライチェーンは、先述のように、既にかなり改善している。
4. 原油価格、ベースメタル価格、木材価格、生鮮食品価格の下落に見られるように、コモディティ・ショックは少なくとも部分的に緩和された。

問題は、幅広いレンジの消費者製品にこれが浸透するのを待つ間、中央銀行が金利の引き上げを継続しなければならぬと考えていることです。

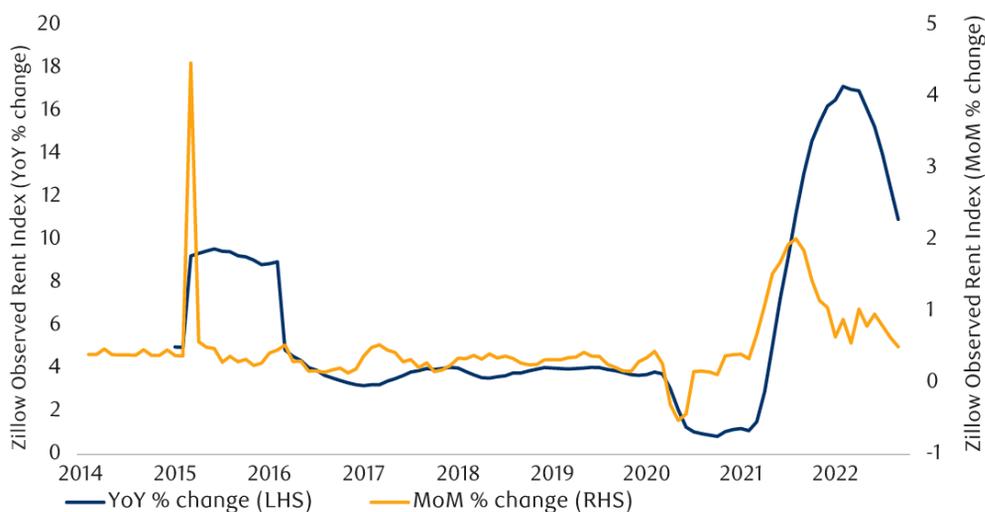
カナダ銀行は10月末に50bpの利上げを行い、FRBは11月上旬に75bpの利上げを行いました。ここから引き締めペースが落ちるかもしれませんが、中央銀行は数カ月間コア・インフレ率が軟化し、インフレ率の上昇幅の縮小を確認するまでは、引き締めを止めようとはしないでしょう。インフレ率の上昇幅の縮小を明確に確認できるのは、2023年初めとなるでしょう。

重要な未解決の問題は、中央銀行がどの程度、過去のタイムラグの経験を今回見込むのか、ということです。例えば、食品CPIが変化する約3～6カ月前に、食品価格は変化すると我々は試算しています。そのため、小麦や大豆の価格が既にピークから下落していることを考えれば、今後数カ月以内に食品インフレが緩和されると考えるのが妥当でしょう。しかし、まだその状況は現れていません。

住居費については、さらに悩ましい状況です。米国では、住宅価格や家賃は、CPIの同項目の数値よりも約1年半早く転換する傾向があります。ダラス連銀は最近の研究で、米国CPIの構成要素は2023年の半ばまで悪化し続け、その時点でようやく反転して改善し始めると推定しています。では、中央銀行はそれまで金融引き締めを続けなければならないのでしょうか。

もし中央銀行が、実際の住宅価格が数カ月前に下落し始め、実際の家賃が少なくとも減速している（次図参照、他の家賃指標では家賃は既に完全に下落していると主張しているものもある）ことを受け入れるならば、遅かれ早かれ安堵のため息をつくことができるでしょう。

米国における家賃の高騰は沈静化



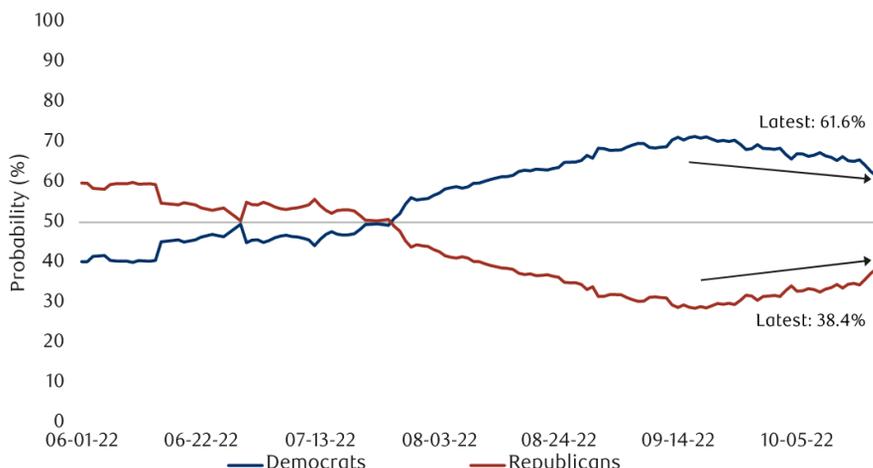
2022年9月時点。出所：Zillow、マクロボンド、RBC GAM

余談ですが、金融政策も1年半のタイムラグで機能すると考えられています。言い換えれば、既に実施された利上げの効果は、今後18カ月間高まっていくこととなります。従って、理論的には中央銀行は、一部のインフレ構成要素が高いままでも、引き締めを停止することができますが、その際、先の金融引き締めが効果を高め続け、インフレ構成要素も自然と沈静するはずだという、二重の確信を持つことが必要となります。

米国政治の考察

当レポートを書いている時点では11月8日まで、あと2週間となりました。これまでの話をまとめると、ホワイトハウスは占拠されず、下院は共和党に軸足を移し、上院は民主党に留まる可能性が高いということです。しかし、この最後の主張は最も確実性に欠けます。Fivethirtyeightは、民主党が上院で勝利する確率を62%としていますが、これはコイン・トスよりわずかに確率が高いだけで、その差は最近縮小しつつあります（次図参照）。

2022年の中間選挙後に上院を支配するのは？



2022年10月19日時点。出所：FiveThirtyEight、RBC GAM

いずれにせよ、民主党のホワイトハウスと（一部または全部の）共和党の議会によって、立法が妨げられることとなります。しかし、今後2年間にどのような重大な政策課題が発生するかによって、その姿勢は変化する可能性があります。

12月16日までに取り組まなければならない年次予算の期限に加え、2023年の早い時期に発生する一種の「財政の崖」がいくつか懸念されています。

連邦学資ローンを利用している米国人は、直近3年間の大半、ローン利息の支払いは不要でした。学生の債務負担を緩やかに削減するための大統領令が、法的な困難を乗り越えられるか否かに拘わらず、これは1月に終わりを迎えます。2兆ドル近い学生ローンがあるため、米国人は年間1,000億ドルの追加支払いを始めなければなりません。

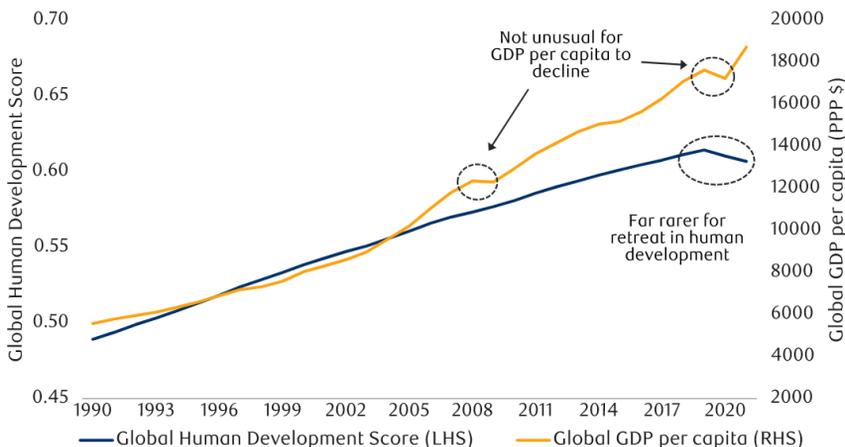
ほぼ同時に、1月11日にバイデン政権は、パンデミックに起因する公衆衛生上の緊急事態宣言の失効を認めると予想されています。この結果、約1,500万人が高齢者向け医療保険制度の資格を失います。また、700万人が低所得者向け医療費補助制度の資格を失うため、一部の世帯に大きな影響を与えることになります。さらに、栄養補助プログラムも縮小します。

これらは来年早々、米国の家計に重大な打撃を与えるということを意味しています。

人間開発と人口動態

当社の算出するグローバルの人間開発指数は、国連の指数の欠点以外はかなり類似したのですが、2020年と2021年に2年連続で減少しました（次図参照）。平均寿命、教育水準、一人当たりの国民総所得を考慮したこの指数が、この30年で初めて低下したのです。経済には波があるものの、人類の生活の基本的な質は、そのような変動にも関わらず、常に向上しています。

GDP対人間開発



2022年9月16日時点。平均寿命、教育、一人当たり国民総所得（GNI）に基づき、RBC GAMが算出した人間開発スコア。出所：世界銀行、国連開発計画、RBC GAM

しかし、パンデミックは3つの軸全てにおいて実害を及ぼしました。寿命は短くなり、教育水準は低下し、経済も縮小しました。

2022年のデータが発表されれば、おそらく3つの指標全てにおいて何らかの改善が見られるでしょう。しかし、過去2年間に受けたダメージを完全に取り除くには不十分であり、また景気後退の危機が迫っていることも事実です。

特に悪化した米国特有の平均寿命データについて、少し時間を割くことは有益だと思います。米国の平均寿命は、2020年に1.8年という大幅な悪化を記録し、その翌年の2021年にも0.9年悪化しました。合計では1920年代以降で最大の下落となっています。その結果、出生時の平均寿命は76.1歳まで低下しました。これは1996年以来最低の水準で、米国は最も高価な医療制度を持っているにもかかわらず、せいぜい世界第46位となっています。

新型コロナに関連する死亡は、最近の平均寿命の減少の半分以上を占め、さらに薬物の過剰摂取が大きな割合を占めています。

当レポートの冒頭で中国経済について批判的に書いたものの、少なくとも中国が米国より長寿であることは確かです。

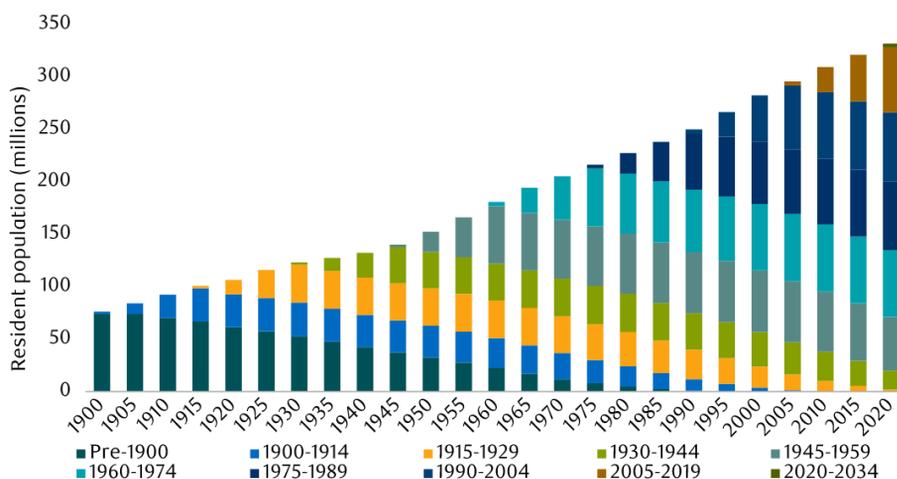
世代の懸念

8月23日「マクロメモ」で、人口動態の傾向について興味深い点を書きました。その中で、「ミレニアル世代がベビーブーマー世代より多くなったものの、だからといってミレニアル世代がベビーブーマー世代ほどに社会に大きな影響を与えるとは限らない」という意見を紹介しました。

今回、さらに調査を行ったことで、その主張をより明確にすることができました。

初めに、ベビーブーマーは通常20年近くを包含する世代と定義されるのに対し、他の多くの世代は出生14～16年しか割り当てられないため、他の世代に対するベビーブーマーの影響力は若干誇張されています。そこで、世代ごとに異なる名称と複雑な日付範囲を設定し、1900年から15年ごとに区切ってみました（次図参照）。

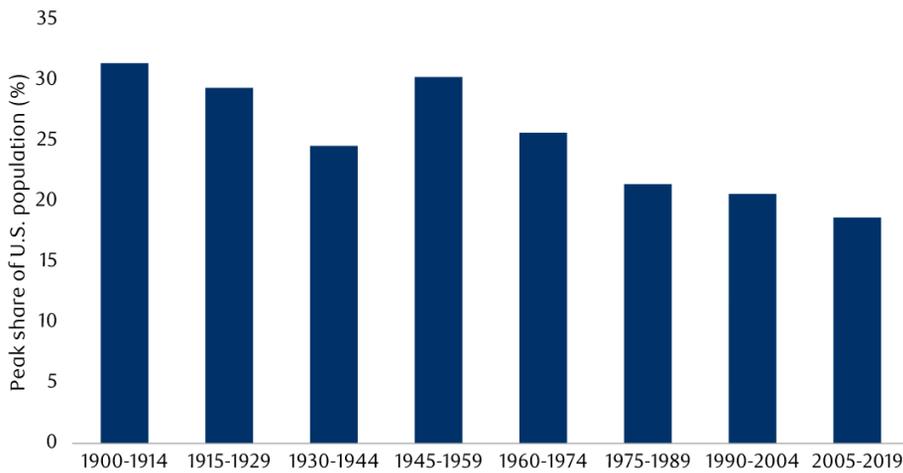
米国の人口は働き盛りの世代が多い



こうしてみると、どの世代が特に優勢ということではなく、通常より大きな割合を占めている世代があるだけだと分かります。1945年から1959年の世代が有名なのは、その規模が異常に大きかったからです、その前の「サイレント世代」がかなり小さく、ベビーブーマーが生まれた時の米国の人口全体は現在の半分以下だったため、現在の同じ規模の世代と比較して大きな影響力を持っていたにすぎないのです。

人口比では、1900年から1914年の世代はベビーブーマーよりさらに大きな比率を占めていたものの、当時の平均寿命が非常に短く、各々の世代の全人口に占める割合が大きかったことが、大きな理由と考えられます（次図参照）。もし、19世紀まで遡って分析したならば、ピーク時の人口比率がさらに大きくなる世代が存在しただろうと想像しています。

1960年以前に生まれたベビーブーマーが米国人口に占める割合はピーク時で30%



100歳以上の年齢層は推計値。出所：米国情勢調査局、RBC GAM

ミレニアル世代は、1975年から1989年の世代と1990年から2004年の世代にまたがっており、複雑な状況です。最後の図は、ミレニアル世代が、その親であるベビーブーマー世代のピーク時と比べて、人口に占める割合が小さいことを明示しています。そして、ミレニアル世代が最近になってベビーブーマー世代を上回ったのは、ベビーブーマー世代が相当数亡くなり始めていることが大きな要因であることも忘れてはなりません。もはや、公正な比較とは全く言えないでしょう。

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