



# 投資環境見通し（2022年夏季）

## RBC GAMチーフエコノミストのエリック・ラッセルズによる投資環境見通し



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

### 景気後退リスクについてどのように考えていますか？

景気後退リスクは、足元から今後数年にかけてかなり高まっていると考えています。パンデミックの時期を除けば、ここ数年の中で最も高い水準であり、非常に多くの悪材料が同時に発生していることに起因しております。

そのうちの1つはもちろん「高インフレ」であり、人々の支出を抑制し、実質所得を押し下げています。各中央銀行はインフレ退治に躍起になっていますが、利上げ自体が経済成長を抑制し、その後数年間の景気後退リスクを高めることにも繋がっています。

また、ロシア・ウクライナ情勢に起因する商品価格のショック、中国の景気減速、金融環境の引き締めなどの悪材料もあります。金融環境はクレジット・スプレッドの拡大、金利上昇、株式市場の下落などを反映しており、消費者センチメントを下押ししています。

このように多くの理由から、足元で景気後退リスクはかなり高まっていると考えています。当社の経済成長見通しは、こうしたリスクを反映しているためコンセンサスを下回っており、2023年に大幅な景気減速を予想しています。したがって、景気後退リスクに関しても市場より高い確率を予想しています。

もちろん、成長が持続することは可能とも考えています。インフレ、中国で今起きている事、サプライチェーンの点で、少しの「幸運」が見られれば、事態は好転する可能性があります。設備投資と採用に熱意を持ち続けている企業と、旺盛な支出を続ける消費者の存在も必要でしょう。

繰り返しになりますが、悪い結果を回避するには少しの幸運が必要ですが、それは決して不可能ではないシナリオです。ただし、景気後退シナリオについても、今後数年の経済と市場を予測するにあたっては慎重に検討する必要があります。

もちろん、市場は景気後退リスクが高まっていることを知らないわけではありません。実際のところ、これが2021年後半よりもリスク資産が軟調となっている大きな理由です。

### 中国のロックダウン緩和は経済成長回復に繋がるのでしょうか？

中国はゼロコロナ政策を維持している世界でほぼ唯一の国です。これは、ごく少数でも感染者が検出されれば、その都市全体が数週間ロックダウンに陥ることを意味します。そしてそれは深圳で実際に起きた話であり、最近では上海でも起きています。

これは中国经济にとってかなりネガティブです。制限された工場・輸出・消費などは明らかに逆風です。現在中国经济は多くの弱含みが見られ、小売売上高と自動車需要は、中国ではあまり前例のない水準で前年より減少しています。工業生産もかなり弱く、これまでの中国の成長経験とはまったく異なる状況にあります。

上海のロックダウンが解除され始めた今、何らかのリバウンドの余地はあります。ただし、現時点では、大きな景気回復は期待していません。パンデミックを防ぐべく中国が再び別の都市を封鎖する可能性があるためです。同国がゼロコロナ政策から転換するようには見られません。仮にロックダウンに至らなかったとしても、人々はそのリスクに対して非常に慎重に行動します。急なロックダウンが発生した際に、オフィスやショッピングモール、あるいは家から離れた場所で足止めされたくないからです。

中国には他の経済的課題もあります。住宅市場は依然として弱いと考えており、世界経済の影響を強く受けています。世界経済の成長が鈍化していることは当然中国にとってもネガティブです。世界の財需要が減退し、サービス需要にシフトした場合、中国の輸出に悪影響を与えます。そしてテクノロジーセクターへの締め付けも続いています。また、人口統計の面でも懸念が見られます。

以上のことから、中国基準の成長見通しとして低い、今年が4.5%未満、2023年は5%未満の成長率を予想しています。それでもほとんどの国よりは高い水準ですが、以前ほどの水準ではなく、中国の成長に慣れてしまった世界経済の成長鈍化は避けられないでしょう。

### ウクライナでの戦争が続く場合、それは世界経済にどのような影響を与えるのでしょうか？

ロシア・ウクライナ戦争は、現時点でしばらく継続する可能性が高そうです。2022年に完全に終戦する可能性は低いとみています。さらに言えば、経済面からは、戦争がいつ終了するかという点はそれほど関係がなく、いつ制裁が解除されるか、さらに長く続くのかという点が問題になります。実際、歴史的にも経済制裁は何年にも渡って続いてきました。EUがロシアからの原油輸入を制限し、ロシアが特定のヨーロッパ諸国への天然ガスの輸出を阻止しているため、どちらかと言えば、制裁は依然として強化されています。

従って経済的なダメージは続く可能性があります。これは主に商品価格に表れており、世界的に多くの商品が供給不足となっています。ロシア、そして程度は少ないもののペラルーシとウクライナは、原油、天然ガス、小麦、カリウム、そしていくつかの金属の輸出国です。従ってこれらすべての分野でコモディティの負のショックが発生しています。

これらを総合的に考えると、来年以降の世界経済の成長率を0.5%から1%程度押し下げると見ており、非常に大きな影響が見込まれます。

特に欧州に関しては、ロシアへの地理的な近さとエネルギー依存を考えると、その影響は3倍にも至ると考えています。一方米国への影響は比較的抑制的で、カナダに関しては、それらのうちの、いくつかの資源を有していることから、さらに影響は限定されると考えております。

通常、これらのショックは世界的な景気後退を引き起こすのに十分でしょう。特に欧州ではその傾向が強いと言えます。リスクは明確に高まっていますが、たまたま、これらの事象が発生する前、2022年の欧州の成長率は約4%と見られていました。このことが景気後退のショックを大きくしていると言うつもりはありませんが、特に欧州にとって、景気後退リスクを高める要因の1つとなっています。

この長期的な影響を考察することにも価値があると思います。世界はバラバラに分断されつつあり、今回のロシアのケースもそうです。中国が大国となり、西側諸国との間に摩擦が生じているという事象は、ロシアの件よりも前から存在していました。より多くの軍事支出とその反動で他の支出の減少、そしてグローバル化の減退、これらは世界経済にとって良いことではありません。長期に渡って重石となると見ています。

## インフレ圧力は早期に緩和すると思いますか？

インフレ率は非常に高く、過去数十年で最高水準に達しています。故にそれが落ち着きを取り戻すということは非常に重要なことです。そして幸いなことに、インフレがピークに達するのはそう遠くないことだと我々は考えております。多くの点でそれが示唆されています。

例えば、サプライチェーンは若干ながら改善が見られ始めています。サプライチェーンの混乱は多くの人々が考えている以上に高インフレを引き起こしていたため、この改善は非常に有益です。

コモディティ価格は依然高く、まだ上昇している可能性もありますが、インフレが現在のレベルでの上昇を続けるためには、来年にかけてコモディティ価格が一段と上昇する必要があることを意味します。それは現実的には難しいのではないのでしょうか。

そして、インフレが落ち着きを取り戻しつつある初期の兆候が見られています。例えば自動車価格は大幅に上昇した後、ようやく軟化し始めました。また金利が上昇しているため、住居費も幾分か落ち着くと思われまます。

インフレ期待も若干低くなっています。同様に、消費者は価格に敏感になりつつあり、経済にとっては良くないかもしれませんが、企業が価格を引き上げることを抑制するという意味では有効と言えます。

もちろん経済も弱含んでおり、それ自体がインフレを押し下げる効果もあるでしょう。

従って、我々はインフレは落ち着くとみていますが、そのペースは漸進的と思われる。しかしながら、この見通しを妨げる要素として、インフレの“二次的効果”による圧力が存在するという事実は軽視できません。

そのひとつとして、労働市場が非常にタイトであり、賃金上昇圧力が高まっています。インフレは非常に広範になり、様々な製品が高いインフレ率を示しており、その解決には時間がかかります。一度現れた魔神を再びボトルに戻すのは難しいのです。

インフレがピークに達するのはさほど遠くないと思いますが、インフレが正常なレベルに戻るには時間がかかります。実際、パンデミック前のようにインフレが低水準に戻るとは長期的に考えても確信が持てません。2%強に止めようとする、何らかの力が働く可能性があると考えています。

## カナダでは金利が上昇していますが、住宅市場にどのような影響があると考えていますか？

中央銀行の引き締め姿勢などを背景に、金利が急激に上昇しております。北米の中央銀行は、通常の約4倍の速度で（2倍の幅と2倍の頻度）で利上げを行っています。これは非常に珍しい引き締めサイクルと言えるでしょう。

そして、金利は中立金利と呼ばれる水準を超えて上昇する可能性が高いように見えます。2000年代には馴染みのない水準まで上昇する可能性があります。そしてこれは現在の経済にとって最も注目されているポイントです。

中央銀行のこれらの行動はインフレを押し下げるのに役立つはずですが、当然それは正しいことです。しかし金融引き締めは、望ましくはありませんが、経済を減速させます。それは避けることはできないでしょう。当然住宅のような金利敏感セクターには悪影響を及ぼす可能性があります。

従って住宅市場は現在大きな逆風に直面しています。高い金利は住宅ローンを持つ人々の支払能力を毀損させます。過去数年間、世界中で住宅価格の大幅な上昇が見られていたことから、人々の住宅費負担能力はすでに悪化していました。今後経済が悪化する可能性を考慮すると、先進国のほとんどで住宅市場が冷え込むはずですが。

カナダでも住宅費負担能力が大幅に悪化しているため、より影響を受ける可能性があります。それはここ数十年で積み上がったものです。カナダは他国に比べ家計債務の水準が高い状況にあります。そして新たないくつかの規制は、住宅需要を減らし、かつ供給を増やす可能性があり、住宅価格に悪影響を及ぼします。

もちろん、カナダには移民の力があります。移民の存在は住宅市場に追い風となるでしょう。しかし全体として、我々はカナダの住宅需要の減少を織り込んで考えています。カナダの住宅価格は緩やかながらも下落していくと考えています。住宅価格は下落する可能性の方が高いと考えていますが、グローバル金融危機時のようなにはならないでしょう。2000年代後半の米国と同じ道を辿るとは限らないのです。住宅市場の低迷は確かに成長を圧迫すると見られますが、より広範な金融危機を生み出すほどではないと見ています。

## 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