

RBC GAM マクロメモ 2023年6月

生成AIと経済 / リセッションの可能性 / ワグネルのクーデター / 米インフレ状況 / 利上げ見通し / 中国経済：若年失業率と地方政府債務

トピック:

1. テクノロジーと経済
2. 米債務上限にまつわる余談
3. FRBの流動性プログラム
4. 中国に対する逆張り
5. 軟調な経済データ
6. ユーロ圏の景気後退／巻き戻し？
7. カナダ中央銀行のサプライズ
8. 国力を測る
9. ロシアのカオス
10. 米インフレは低下基調
11. 中央銀行が引き締めへ回帰
12. 株式市場のリバウンド
13. 中国経済の低迷
14. 中国の地方政府債務が増加
15. カナダは成長の優位性を享受



1. テクノロジーと経済

当社ではこれまで「生産性の向上」について楽観的に見てきました。その理由のひとつには、過去10年間に起きた生産性向上は実質的にわずかではありましたが、クリアすべきハードルという意味では高くなかったことや、これまで膨大な量の研究開発が行われてきたこと、特に中国がテクノロジーのフロンティアに達しており、事実上14億人が人類の進歩に取り組んでいることなどが挙げられます。

しかし最大のポジティブ材料は、エキサイティングな新技術「人工知能（AI）」の進展でしょう。特にインターネットなどから入手できる膨大なデータからパターンを見つけ出し、テキストや画像、その他メディアを生成できる「生成AI」には大きな期待が寄せられています。

少なくとも生成AIは、インターネット検索の次の飛躍点を意味します。既存の検索エンジンは、要求されたトピックに関連したウェブサイトのリストをユーザーに提供します。一方生成AIは、それらのウェブサイトをすべて1つの（概ね）首尾一貫したレポートに要約することができます。もっとも、存在しない判例を引用したり、質問の仕方に左右されたり、情報ソースの真贋を十分に区別できなかったりと不完全さは残っています。しかしそうであっても、インターネットが効果的にインデックス化される方法としては大きな進歩と言えるでしょう（ただし、人々が生成AIにますます頼るようになると、誰が基盤となるウェブコンテンツをわざわざ作成するのかという疑問が湧いてきます）。

さらに有望なのは、適切なデータで学習させれば（“Garbage In, Garbage Out”-ゴミを入れたらゴミが出てくる-にならないように注意すれば）、生成AIはプログラミングや詳細なリーガル調査、学術文献のレビュー、カスタマーサービスの提供など多くのタスクを実行できるようになることです。求人広告のような、単純で標準化されたコンテンツを作成するのにも役立つでしょう。用途はさらに広がっていくと見られます。

また、AIはセンシング技術の分野でも急速に進歩しています。特に音声認識は飛躍的に向上しているほか、視覚技術においては自動運転の実現性が向上しています（最初に期待されてから10年超経っていますが...）。ロボットによる物体操作技術も、より現実的になっていると言えるでしょう。

AI以外では、mRNAワクチンの可能性やCRISPRによる遺伝子組み換えなどの新たなブレークスルー技術も存在しています。

グリーン関連技術もまた、IoTや量子コンピュータと同様に急速に進歩しています。核融合によるクリーン発電にも期待できますし、VR（仮想現実）、分散型台帳、3Dプリンターも成長分野です。

短期的には、生成AIへの期待は十分に高まっており、目先の設備投資として実際に現れてくると見られます。一部のチップメーカーは、企業の新技術開発あるいは少なくとも技術破壊の影響を避けようとする動きの恩恵を受けています。しかし、当社ではこの設備投資増が、短期的なりセッションを相殺できるものになるかは疑わしいと考えています。多くの企業はリセッションリスクから投資に慎重な姿勢を示しています。また、必要なコンピューター・ハードウェアの入手にも、それを扱える十分なスキルを持つ労働者の確保にも大きな障害を抱えています。

一部のテック株の上昇が資産効果を生み出すという小さなポジティブ材料はあるかもしれませんが、しかし、最も実用的な結論は、新技術が生産性を高めるまでには驚くほど長い時間がかかることが多いということでしょう。著名な経済学者であるロバート・ソローは、1987年に「至るところでコンピューターを目にするが、生産性の統計ではお目にかかれぬ」と述べていました。単純な事実として、新技術を改良し有用なアプリケーションを見つけ出し、流通させて労働者に使い方を教え、事業運営に組み込むには時間がかかります。コンピューターの場合は数十年かかりました。その後の新技術の統合はよりスピーディーになっていることは認めますが、生産性が大幅に向上するまでにはまだ数年の遅れがあると考えるのが賢明と見ています。

生産性の上昇率が年率+1.25%程度まで復活するか、それとも全盛期の+2.50%、あるいはそれ以上まで急上昇するか、その程度を示すのは難しいと考えています。生成AIを筆頭とするこれらの新技術のいずれかが、インターネット発明に匹敵するような真の変革をもたらすと証明されるかどうかにかかっています。結果、人口動態が負の影響を及ぼすとはいえ、経済はいくらか早く成長する可能性があります。もっとも、生産性が向上すれば経済成長が加速するというよりは、人口動態が悪化しても経済成長が減速しないという文脈ですが。

一方、新技術はしばしばデフレを引き起こします。当社では、グローバルゼーションの後退、気候変動、労働者の影響力増大など、長期的なインフレ圧力が勝ると考えていますが、高齢化と急速な技術革新は逆方向に作用するでしょう。

最後に、これらの新技術の中には、大幅な雇用喪失をもたらすものもあります。これは新しい話ではありません。テクノロジーの進歩に伴い、ほとんどの場合一部の雇用が失われます。しかし、歴史的には常に、失われたのと同数かそれ以上の新しい、そしてしばしばより優れた雇用が創出されてきました。現実には、新しいテクノロジーは通常労働者を置き換えるのではなく、労働者の仕事をより良くするために役立っています。AIの助けによって労働者の単位生産量あたりのコストが下がれば、労働者への需要は高まることさえあります。その証拠に、ここ数十年の間に多くの技術的進歩があったにもかかわらず、失業率は過去数世代で最低の水準にあります。コンピューターは長い間、物事を記憶したり計算したりする能力が人間より優れていました。今日では、インターネット上のテキスト情報から街頭の視覚的な交通の流れに至るまで、大掛かりな指導なしに多様な情報を理解することで人間と肩を並べ始めています。このような属性の組み合わせを必要とする仕事（加えて、多様性の高い肉体労働や対人コミュニケーションなど、機械が依然として劣後しているもの）についてコンピューターが対応できるようになると、かなりの仕事が脆弱性に晒されると見られますが、その一方で耐性を持った新たな仕事も現れるでしょう。

次世代テクノロジーによって失業率が構造的に上昇するかを判断するのは時期尚早です。しかし、技術革新の速度が速い可能性があり、影響を受ける領域が広範囲に及ぶことを考えると、リスクは通常より高くなると考えています。このような事態が発生した場合、政府は、構造的な失業者に大きな分配を行うか、技術革新の側面から彼らの雇用を保護する政策で対応する必要があるかもしれません。

2. 米債務上限にまつわる余談

過去のレポートでも予想しておりました通り、債務上限問題は無事解決しました。これで債務上限は約2年間適用が停止されたこととなります。これにより、先行き不透明な要因のひとつが取り除かれ、重要な経済下振れリスクが取り除かれました。その他にも、債務上限関連で注目すべき点が3つあります。

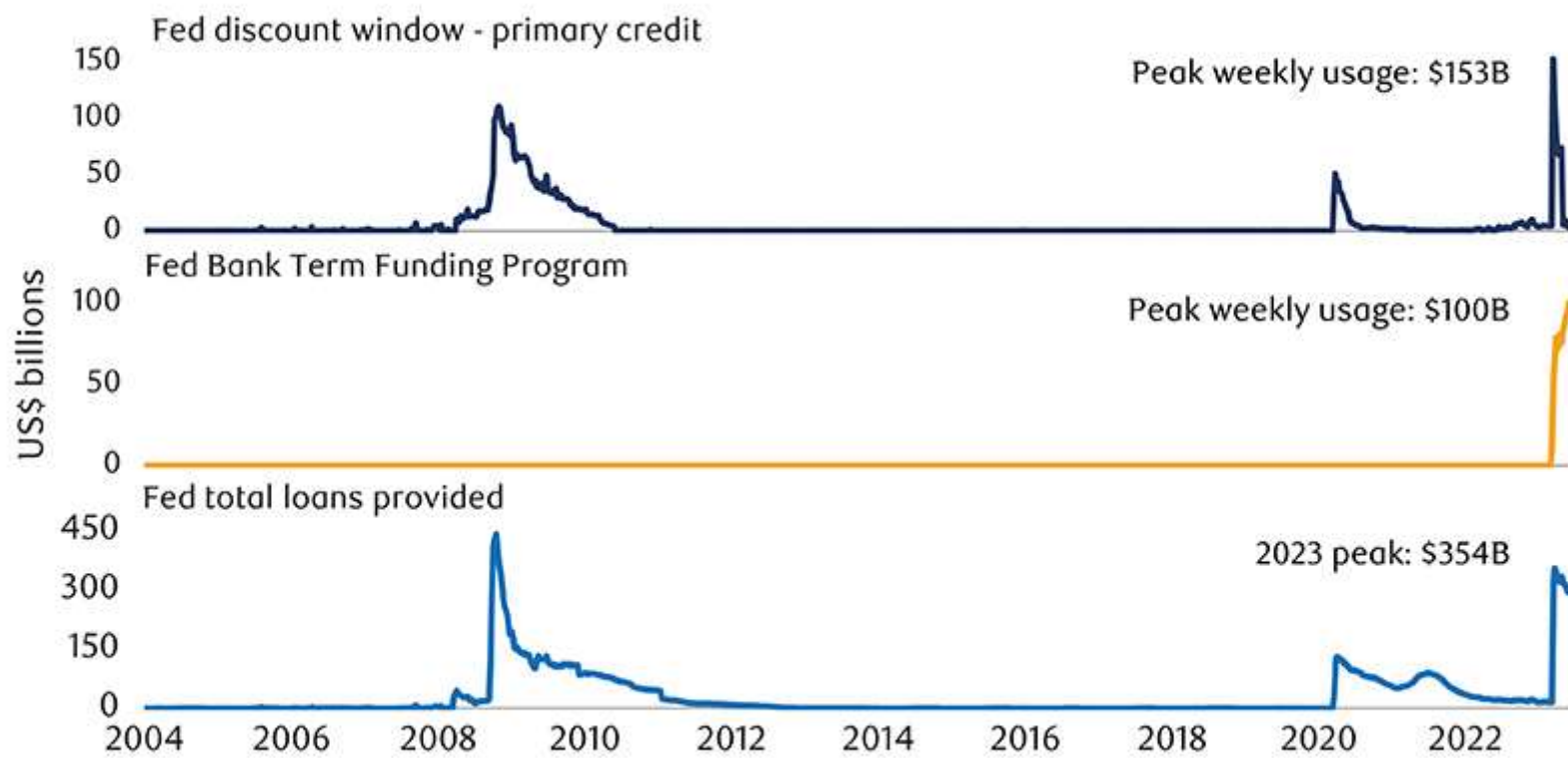
1. 政治面から言えば、債務上限に関する合意がこれほどうまくまとまったことは素晴らしいニュースです。米国政治の機能不全はかなり進んでいますが、それでもいくつかの重要な項目には対処できるということです。このことは、政治的、経済的、地政学的、その他にかかわらず、次に米国に何らかの大きな衝撃が走ったときに超党派の支持を確保できる可能性を高めていると言えます。
2. 新たな債務上限の合意には緊縮財政が盛り込まれています。米議会予算局によると、この合意は2024年に700億米ドル、2025年に1,110億米ドルの緊縮財政を実現することになります。これは2024年のGDP成長率を0.2~0.3%ポイント、2025年のGDP成長率を0.1~0.2%ポイント引き下げることになると見ています。景気にはネガティブですが、米国の巨額の財政赤字を少なくとも部分的には正常な軌道に乗せるという意味では良いことであると言えます。
3. 今後数ヶ月の間に、短期的とはいえ、米国経済から流動性が大幅に流出することになると見られます。米財務省は国債発行が不可能だった中、年初の4ヶ月間に様々な政府債務を処理するため、財務省一般口座の残高を通常より大幅に減らさなければならませんでした。このバランスは、政府収入のインフローと歳出のアウトフローの間のバッファーを設けるためにも再構築される必要があります。今後4ヶ月間で、推定8,500億米ドルの純国債発行が見込まれています。

通常、政府が借入を行う際は、経済全体の流動性が正味で減少しないようにその資金を使用します。しかし今回の場合、政府は資金を借り入れ、それを使わないこととなります。これにより、その他の条件を一定として、米国の10年債利回りは11bpsから18bps程度上昇すると予想されます。もちろん市場はこのことを知っており、すでに織り込み済みでしょう。さらに、この流動性流出は財務省の一般勘定から流出し、税収や国債発行に手当されることなく使用された過去4ヶ月間の大幅な流動性増加の反転に過ぎないとも言えます。

3. FRBの流動性プログラム

米国にはまだ一部脆弱な地方銀行が存在しますが、幸いなことに最近新たなネガティブな動きは見られていません。このような小康状態を踏まえ、米連邦準備制度理事会（FRB）のさまざまな流動性プログラムをよりよく理解し、それぞれの利用状況の違いをどのように解釈するかを考えることは有益であると考えています。

FRBの流動性プログラムが地方銀行のストレスに対応



2023年6月7日時点 出所：FRB、マクロボンド、RBC GAM

図表の一番上はFRBの“ディスカウント・ウィンドウ（連銀貸し出し）”です。これは短期流動性を必要とする銀行が利用することを目的とした、常設の流動性プログラムです。しかし、このプログラムを利用することによる銀行のレピュテーション悪化を踏まえ、一般的にこの制度に大きくアクセスできるのは、銀行に大きなストレスがかかっている時だけとされています。実際、最近の米銀セクターの混乱時には、週間の利用額が1,530億米ドルにまで増加しましたが、その後はほぼ平常に戻っています。最も苦境に陥った特定の銀行からの利用が多かった模様で、ファースト・リパブリック銀行がJ.P.モルガンに買収された直後から利用は激減しました。

これとは対照的に、FRBの新しい“銀行タームファンディング・プログラム（図表の中段）”は依然として高い需要が続いています。このプログラムは、最近の銀行ストレスを受けて創設されたもので、担保要件も厳しくありません。その意味で、米国では銀行が預金残高の減少に対処するためにこの最長1年のローンを利用しており、銀行ストレスはまだ残っていると言えます。

最後に、このグラフの最下段は、FRBが貸し出した資金全体の額が大幅に減少していないことを示しています。ディスカウント・ウィンドウの利用がこれほど急減しているのに、なぜこういったことが可能なのでしょうか。それは、FRBが破綻した2行の破綻処理のために特別融資を行ったことと、3行目の銀行を買収するためにJ.P.モルガンに融資を行ったためです。これらは戦略的な融資であり、現在進行中の銀行ストレスというよりは解決済みの銀行ストレスを反映していると言えます。

結論として、FRBのバランスシートは使用されるプログラムによって、貸出需要の減少・横ばい・増加が混在していることを明らかにしています。破綻銀行への戦略的融資は、現在のストレスというよりもむしろ過去のストレスを反映しています。ディスカウント・ウィンドウの利用が減少しているのは、銀行を危険にさらす最も極端なストレスが減少していることを反映していると考えています。しかし、銀行タームファンディング・プログラムの利用が伸びていることは、一部の銀行が依然として圧力を感じていることを示していると言えるでしょう。全体的な状況は、数ヶ月前よりは良くなっていますが完全な解決には程遠いと考えています。

4. 中国に対する逆張り

中国の景気回復には足元で減速が見られます。

- 最近発表された製造業購買担当者景気指数（PMI）は、景況拡大・縮小の節目である50を下回る
- 輸出は前年比▲7.5%減、輸入は同▲4.5%減
- 中国の生産者物価指数は前年比▲4.6%とデフレ傾向
- 家具や家電製品などの国内販売は低迷、これは住宅市場の軟化を反映していると思われる
- 若年失業率は20%を超過
- 中国の人口は減少しているだけでなく、4月末には少なくとも72年間維持していたトップの座をインドに明け渡した

当社では、昨年末の経済再開当初から中国が堅調な景気回復を維持することに懐疑的でした。しかし、今となっては中国経済の先行きに悲観的な見方が多すぎるのではないかと考えています。確かに、公式の製造業PMIは縮小を示していますが、他の3つのPMIはそうではありません。住宅市場は好況ではないかもしれませんが、かといって崩壊しているわけではありません。百度（バイドゥ）の「ホテル」という単語の検索数は急増しており、規制がなくなった今、サービス業への支出意欲が高まっていることを示しています。

最も重要なことは、中国が他のどの国よりも金融政策や財政政策の刺激策を実施しやすい立場にあるということです。ほとんどの国は、インフレ高進か景気減速かのどちらかを重視すべきかを議論しなければならず、それぞれが正反対の政策解決策を主張しています。しかし対照的に、中国は低成長と低インフレであり、どちらも景気刺激策を必要としています。

確かに、中国はパンデミック回復期に他国を悩ませたインフレ高進を避けようとしています。また、住宅市場を大幅に活性化させることにも消極的です。住宅市場の過熱感はまだ完全に解決されていない重大な問題を引き起こしているためです。資金不足の建設業者、地方政府の多額の損失、住宅の値ごろ感の低下などの問題があります。しかし、中国には金利を引き下げたり、個人消費や企業投資を促進するための財政刺激策を講じたりする余裕があるはずです。

要するに、我々は2023年の中国が緩やかな景気回復と5%以上の経済成長を遂げることができるとみています。これは、今年予想される世界の他の地域の経済低迷に対する、不完全ではあるが歓迎すべき対抗策となるでしょう。

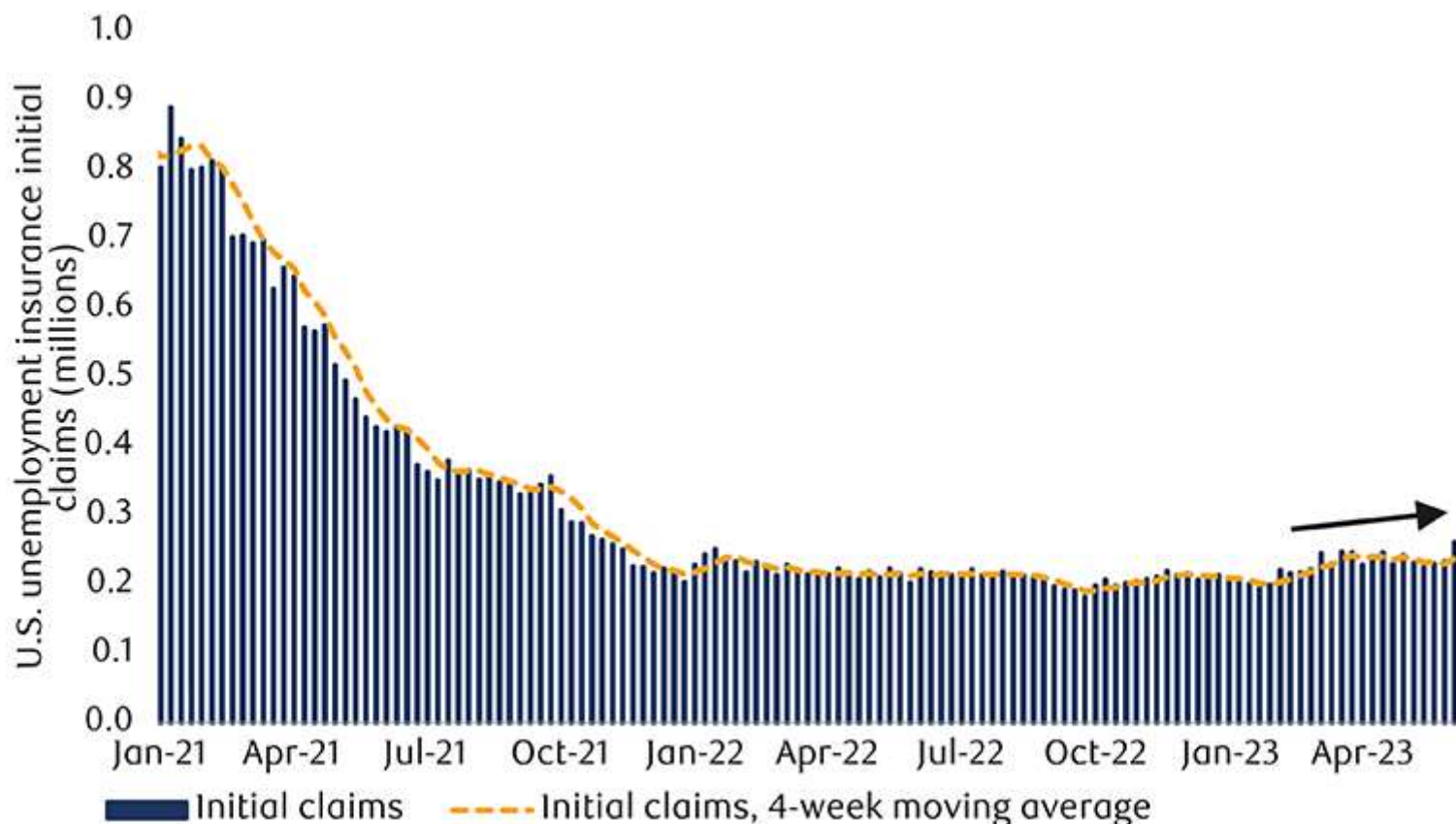
5. 軟調な経済指標

5月の米雇用統計は、コンセンサスの+19.5万人を大きく上回る+33.9万人という大幅な増加となりました。一方、失業率は3.4%から3.7%に上昇しました。0.3ポイントの上昇を過大評価すべきではありませんが、歴史的には0.5ポイント以上の上昇は最終的に景気後退に繋がっています。今回はそうではありませんがそれに近い水準です。

雇用者数が好調なのになぜこれほど失業率が上昇したのでしょうか？それは失業率は事業所調査ではなく家計調査によるもので、家計調査では31万人の雇用が失われているためです。家計調査の方がボラティルなため、これだけを見て実際に雇用がマイナスになったとは言い難いですが、家計調査にもある程度の情報的価値があると見られることから、今回の+33.9万人増という数字ほど実際の労働市場は強くなかった可能性があります。

その他では、週間の失業保険申請件数につき、6月3日の週から26万件以上に急増しました（下図）。これは2021年10月以来の高水準です。ただし、メモリアルデーの影響で数字が乱れた可能性があるため、この数字が定着するかどうかはもう少し様子を見る必要があります。実際、この指標はここ数ヶ月の間、大幅かつ度重なる改定に苦しみました。

米新規失業保険申請件数がじりじりと増加



上図は2023年6月3日の週時点までのデータ 出所：米労働省、マクロボンド、RBC GAM

注目度の高い指標として、5月分のISMの景況感指数も発表されましたが、製造業・サービス業とも低調な数字となりました。製造業指数は前月の47.1から46.9へと低下し、新規受注は42.6と前月から3ポイントも低下しました。サービス業についても、長い期間製造業の弱さをものともせず年初来の堅調な経済成長をさせてきましたが、足元では着実に鈍化傾向にあり、5月分の指数はわずか50.3と、かろうじて景況拡大方向に留まりました。雇用指数は49.2となっており、経済の広範囲にわたって雇用が減少していることを示唆しています。

最後に米国では、銀行貸出残高の縮小が続いています。これは、貸出基準の厳格化が実際に信用収縮に変化しつつあることを裏付けています。

米国の信用環境は緩やかに悪化



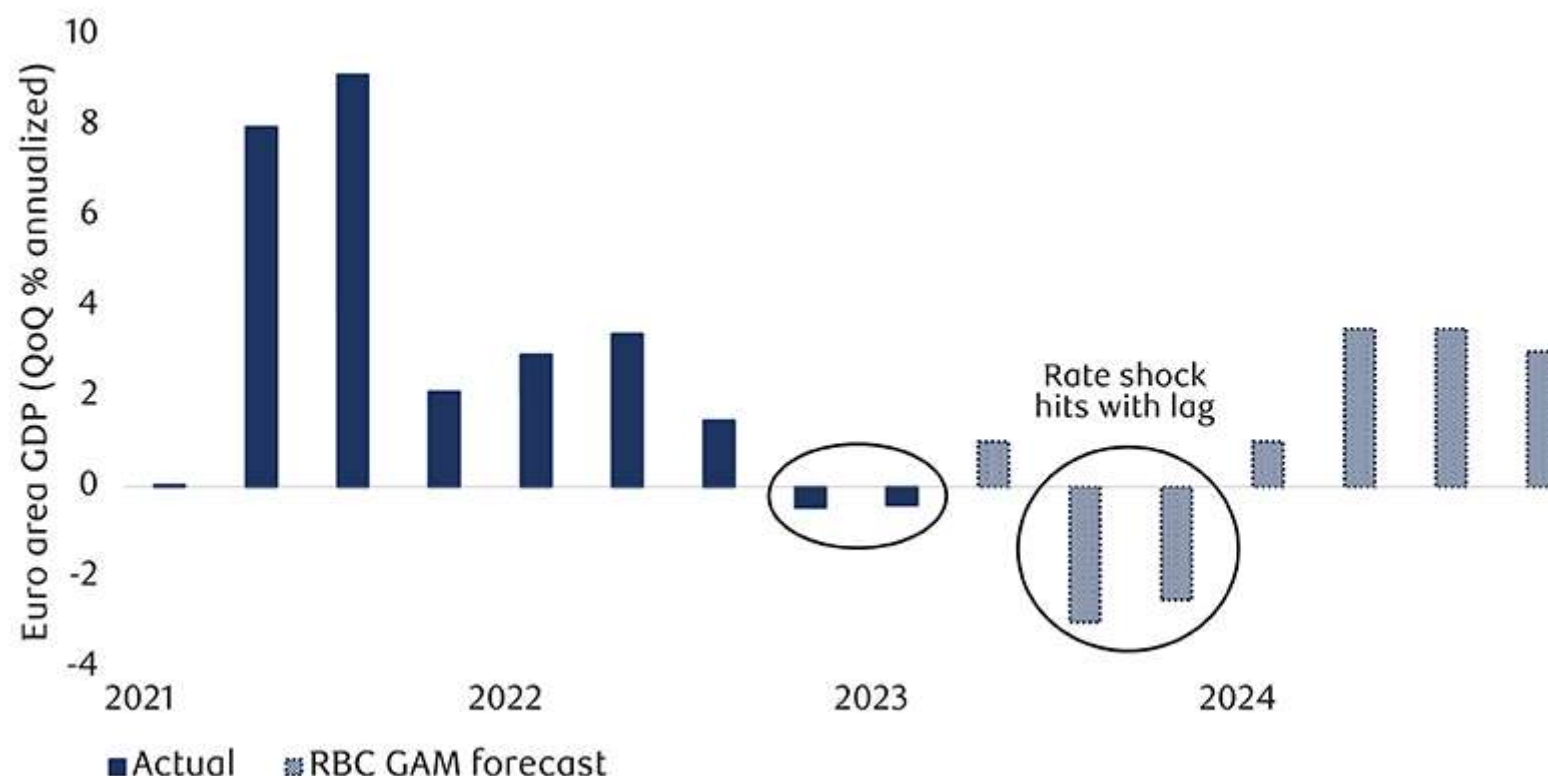
上図は2023年5月31日の週時点までのデータ 出所：FRB、マクロポンド、RBC GAM

カナダでは、1-3月期の実質GDPは年率換算で+3.1%と、コンセンサスを上回る力強い結果となりました。しかし、2022年10-12月期は年率0.0%から同▲0.1%に下方修正されました。5月のカナダの雇用は、米国よりも悲観的なものになりました。月間で17,000人の純減となり、8か月連続の増加の後、初のマイナスとなりました。失業率は5.0%から5.2%に上昇しています。しかし、カナダの雇用統計はかなり不安定であり、これを持って労働市場が後退したと結論付けるのは時期尚早であると考えています。実際、低迷は若年労働者に限られています。夏の雇用が始まる5月という時期を考えると、これはパンデミック後の季節的な歪みの可能性もあります。カナダの雇用が永続的に悪化しているかどうかを判断するには、今しばらく時間が必要です。

6. ユーロ圏の景気後退／巻き戻し？

ドイツが2四半期連続のGDP減少（事実上のリセッション）を発表した後、ユーロ圏全体のGDPも、同様の結果となるよう下方修正されました（下図）。これは主に、欧州と英国が他の地域よりも大きな打撃を受けたエネルギー・ショックの影響であります。その後エネルギー価格は落ち着き、この逆風は弱まっています。しかし当社ではほとんどの先進国に対する我々の見解と同様に、今年後半にかけて利上げの影響を受けたりセッションが起こると見えています。

ユーロ圏GDPは2四半期連続で縮小



2023年Q1時点 RBC GAM予測は2023年4月28日時点 出所：Eurostat, Centre for Economic Policy Research (CEPR), マクロポンド, RBC GAM

我々の先進国のリセッション予想に対するリスクのひとつは、いくつかのセクターが互いに連動することなく調整しうることです。実際、各セクターが異なるタイミングで苦境に陥るようなことが起きた場合、結果として経済全体としてのリセッションが回避できているということもあります。もっとも...

1. 前述したセクターのいくつかは、まだ痛みが続く可能性があります。特に住宅市場に関しては、政策金利が上昇を続け、値ごろ感も依然として低いことから、市場の低迷が終わったとの確信は持てません。また、米国の銀行セクターにはまだ脆弱な金融機関があり、銀行の融資基準引き締めの影響は経済全体に波及し始めたばかりです。結果、ほぼすべてのセクターが、融資チャネルを通じて何らかの痛みを感じるようになるでしょう。
2. リセッションが幅広いセクターに打撃を与えるのは、たまたま複数のセクターで一度にバブルが弾けるのではなく、通常は特定の領域の問題が結果として広範なセクターに波及するからです。特に苦境に立たされたあるセクターに強烈なネガティブ・ショックが起きたときなど、何かによってリスク回避志向が急激に高まると、それがさまざまな産業で解雇や設備投資の延期などに波及していきます。銀行の貸出基準は厳格化され、程度の差こそあれ、すべてのセクターに打撃を与えるでしょう。従って、多くのセクターが当初から問題があったにせよなかったにせよ、結局は縮小することになります。

7. カナダ中央銀行のサプライズ

カナダ中銀は6月7日、政策金利を25bps引き上げ4.75%としました。これは市場、そして我々にとってもサプライズで、この可能性はあったものの、それでも50%以下と見られておりました。

引き締めに対する論拠は、カナダ中銀が3か月前に利上げを停止したばかりだということでした。すでに実施したすべての金融引き締めのラグを伴った波及効果を検証するため、一定期間据え置く方針を示しておりました。この方針に基づき、当社はカナダ中銀は夏まで一旦休止し、9月に追加引き締めが必要かどうかを再検討するだろうと考えていました。しかしカナダ中銀は足元の経済指標に違和感を覚えていたようです。

- 1-3月期のGDPが予想を上回る強さ
- 雇用は堅調（直近の雇用統計の悪化は利上げ後の発表）
- 4月分のインフレ率は予想を上回った
- 住宅市場は一時的に回復基調

その後雇用は鈍化し、5月分のインフレ率も減速しました。しかし、6月末時点で7月の政策決定会合で25bps利上げが実施される可能性が50%程度織り込まれており、その次の会合である9月まで含めれば完全に織り込んでいます。この場合、政策金利は5.00%に到達することになります。

その他では、欧州中央銀行（ECB）とイングランド銀行（BoE）がともに6月の会合で利上げを実施しました。今後を考えると、金融政策の不確実性が特に高い時期です。今後6か月間は、利上げ、据え置き、利下げといったシナリオが容易に考えられます。今後数年間、最も可能性の高いシナリオは金利低下ですが、どの程度低下するかについては大きな不確実性があります。景気後退からの回復に伴い、0~2%といったかつての緩和的な領域に戻る可能性もあれば、2~3%という理論的に中立金利とされる領域にシフトする可能性もあります。あるいは、インフレが粘着的であることが証明されれば、より制限的な水準にとどまる可能性もあります。

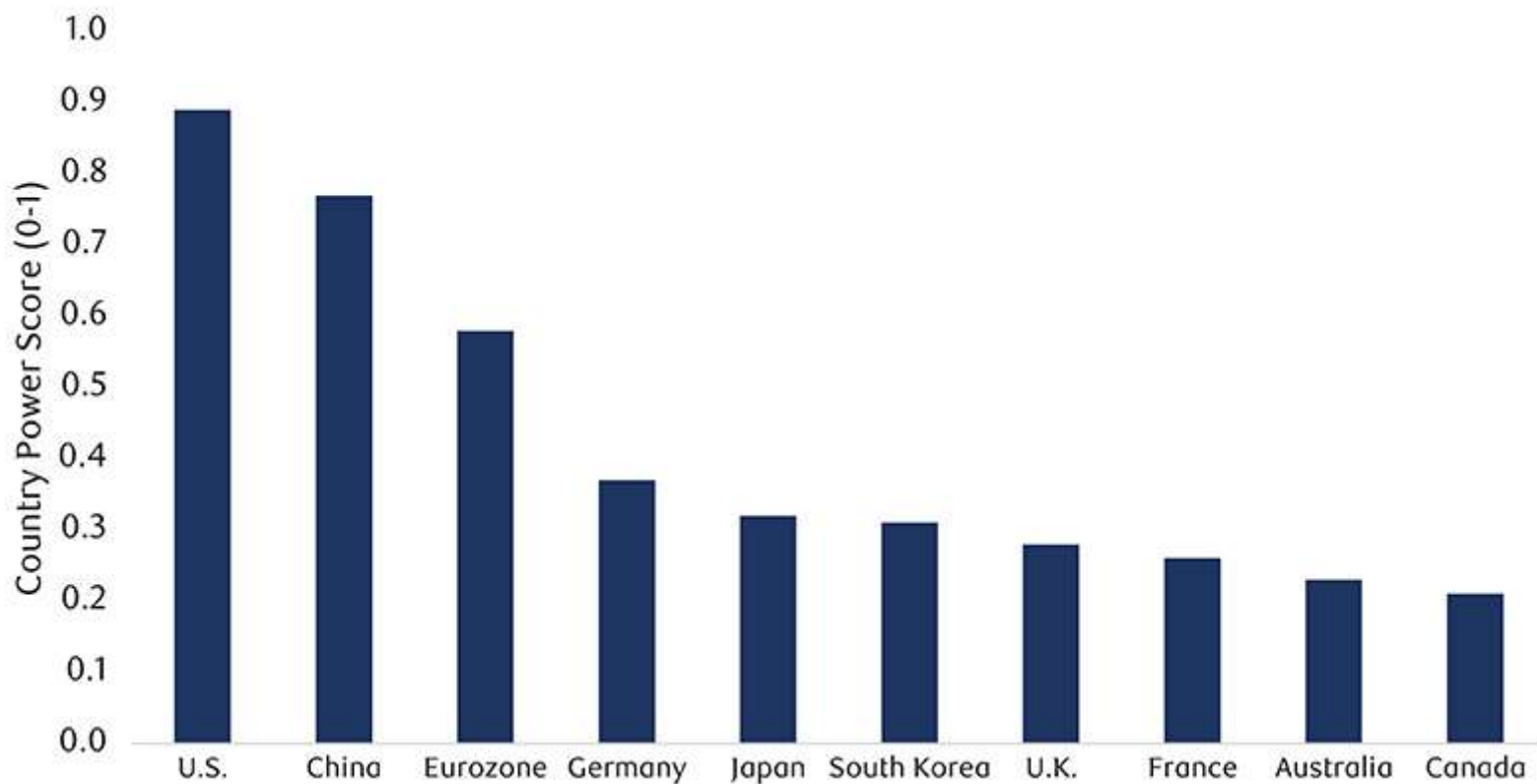
8. 国力を測る

どの国が最も経済規模が大きいかを測るのは簡単です。（購買力平価為替レートによる）商品やサービスの生産量に注目するなら中国でしょう。しかし、その生産によって生み出される貨幣の量（市場為替レート）に注目するならば、それは米国でしょう。

しかし、より一般的な「国力」についてはどうでしょうか？地政学的軋轢がある世界では、どの国が最も強い国力を有するかという点を、経済的なレンズだけでなく、軍事力、治安、金融市場の影響力、資源の豊かさ、負債、不平等、ガバナンスなど、より大きな視野で検討する必要があります。国力を測ろうとする指標は数多くありますが、レイ・ダリオ氏の「カントリー・パワー・インデックス」は最も包括的なものと言えるでしょう。

それによると、米国は中国に対して、大きくはないもののリードを保っており、中国はユーロ圏を大きく引き離しています（下図）。他の国々は大幅に遅れています。ドイツが日本、韓国、そしてイギリスをリードしています。どの一派が最も権力を有しているかという点ではそれは間違いなく西側諸国でしょう。とはいえ、どの国が最も国力を伸ばしているかを測るのであれば、中国やアジア、アフリカが最大の伸びを誇っていることは想像に難くありません。ただし、ダリオ氏は過去のデータを公表していませんので、これはあくまで経験則に基づく推測に過ぎません。

カントリー・パワー・インデックス：各国の国力を総合的に測る指標



2023年1月時点 レイ・ダリオ氏の「変わりゆく世界秩序」の18要素に基づいて算出 出所：レイ・ダリオ、RBC GAM

9. ロシアのカオス

ここ数週間で最も驚かされたのは、ロシアでのクーデター未遂と思われる出来事が起きたことでした。ロシアの民間軍事会社ワグネルは、ウクライナへの攻撃から方向転換し、人口100万人の都市を含むロシアの一角を占領、その後モスクワまでのほとんどの距離を移動しました。その明らかな目的は、ロシア軍がワグネルに向けてしたとされる攻撃に対する反抗でした。

ワグネルのトップであるプリゴジン氏は、ロシア軍と長い間冷え切った関係にありました。彼はロシア軍の意思決定を批判し、十分な資源を割り当てられていないと不満を漏らしていました。しかし、土壇場でベラルーシのルカシエンコ大統領が停戦を仲介し、最大2万5000人の兵士を擁するワグネルはただちに領土を放棄しました。結果、プリゴジン氏はベラルーシに追放され、ワグネル部隊は市民生活に戻るか、ロシア正規軍に入隊すると見られています。

ここからどう展開するかは読み辛くあります。プーチン大統領を脅し、クーデターまがいを企てたプリゴジン氏は、この取引に関係なく命の危険にさらされていると考えるのが普通でしょう。プリゴジン氏が最初の進撃で軍の抵抗にほとんど遭わなかったのに、引き返す命令を出したのは驚きです。ロシアの市民はワグネルの到着を歓呼したと伝えられています。クーデターに参加した部隊も、ロシアでの前途を懸念するとともにプリゴジン氏に怒りを向ける理由があると考えています。

ロシアで政権交代が起こった場合、原油価格は非常に不安定になることが想定されます。原油価格が上昇するのか（権力争いの最中の生産停止、生産設備の破壊など）、下落するのか（ロシア政府がウクライナから撤退し、西側諸国との関係が徐々に正常化した場合など）は不透明です。

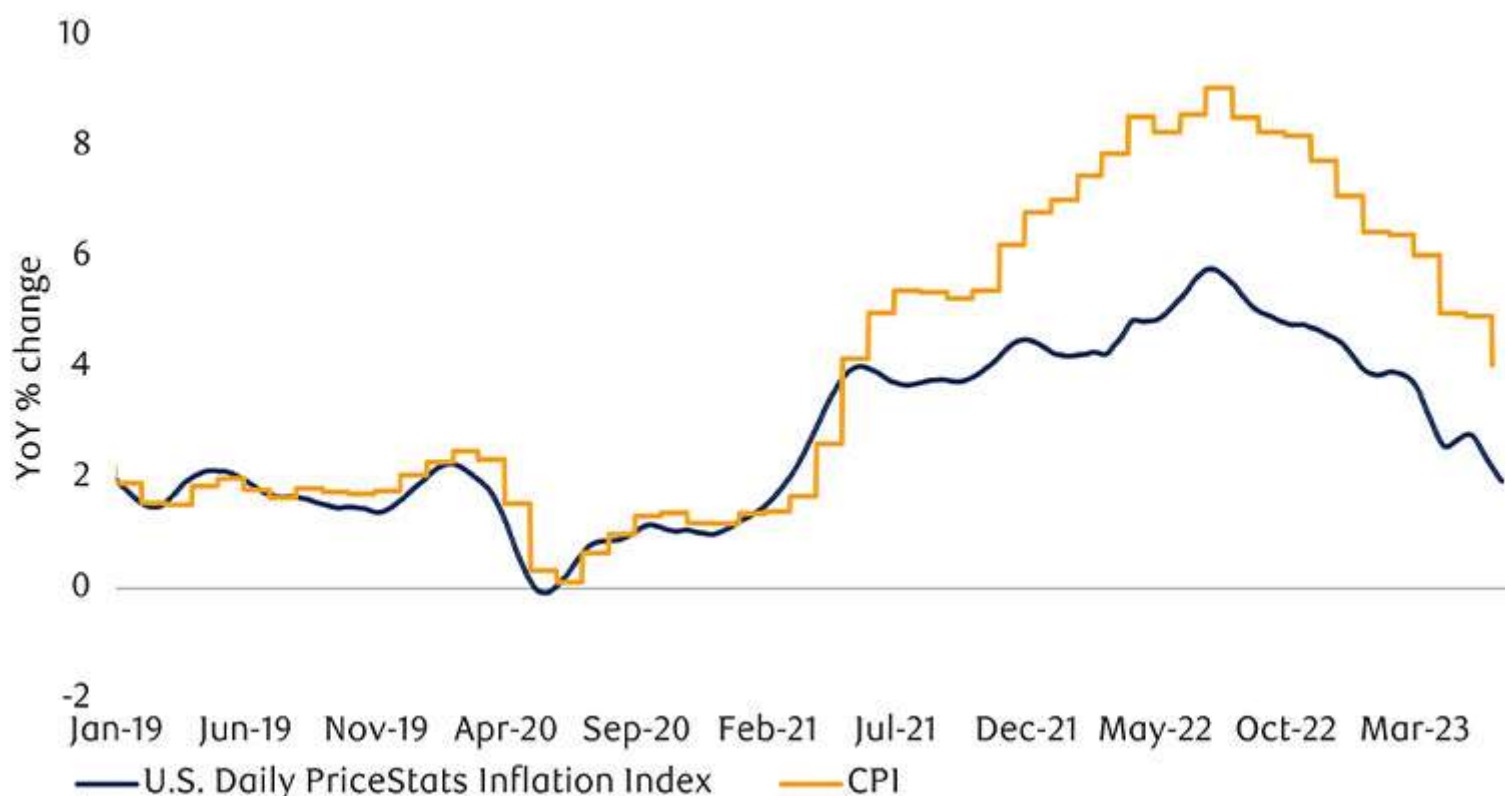
ウクライナ戦争の観点では、ロシアは現在最も有力な兵力を失ったこととなります。これらの兵士の一部は正規軍に吸収されると見られますが、それがシームレスに行われるとは考えにくいでしょう。さらに、ロシアは今後、さらなるクーデターを防ぐため、より多くの軍隊を国内に駐留させ、ウクライナでの実効支配を徐々に弱めざるを得ない可能性もあります。ウクライナはすでにロシアに対する新たな攻勢を開始しており、これにより大きな利益を得られる可能性が高まったといえます。とはいえ、長い消耗戦が最も可能性の高い結末であることに変わりはありません。

ロシア国内の政治的な観点では、プーチン大統領の基盤がこれまでと比べて不安定になったと言えるでしょう。政敵らが、この局面を利用してプーチン氏追放を試みるリスクも、通常よりは高まっています。とはいえながらも、プーチン氏がその座に留まることが依然としてベース・ケースです。他の政治リーダーの出現を期待することには慎重になる必要があります。権力闘争の勝者は、西側に傾斜したリベラル派ではなく、むしろ実際プーチン氏とよく似た人物になる可能性が高いためです。仮にプリゴジン氏がクーデターに成功していたら、一部報道にあったウクライナとの戦争に対する同氏の見方に基づき、戦争終結の可能性もあったかもしれません。しかし同時に、世界最大の核兵器保有国が、受刑者の過去を持ち、過激な暴力で知られる人物の手に渡っていたことにもなるのです。

10. 米インフレは低下基調

米国の最新のインフレ率は金融当局にかなり協力的な結果となりました。5月の消費者物価指数（CPI）は前年同月比+4.9%から同+4.0%に低下しました。7月に発表される6月分も同様に、同+3.0～3.4%に低下すると予想されます。リアルタイムのインフレデータも、6月のインフレ率が大幅に改善し、レンジの下限に達する可能性を示唆しています（下図）。

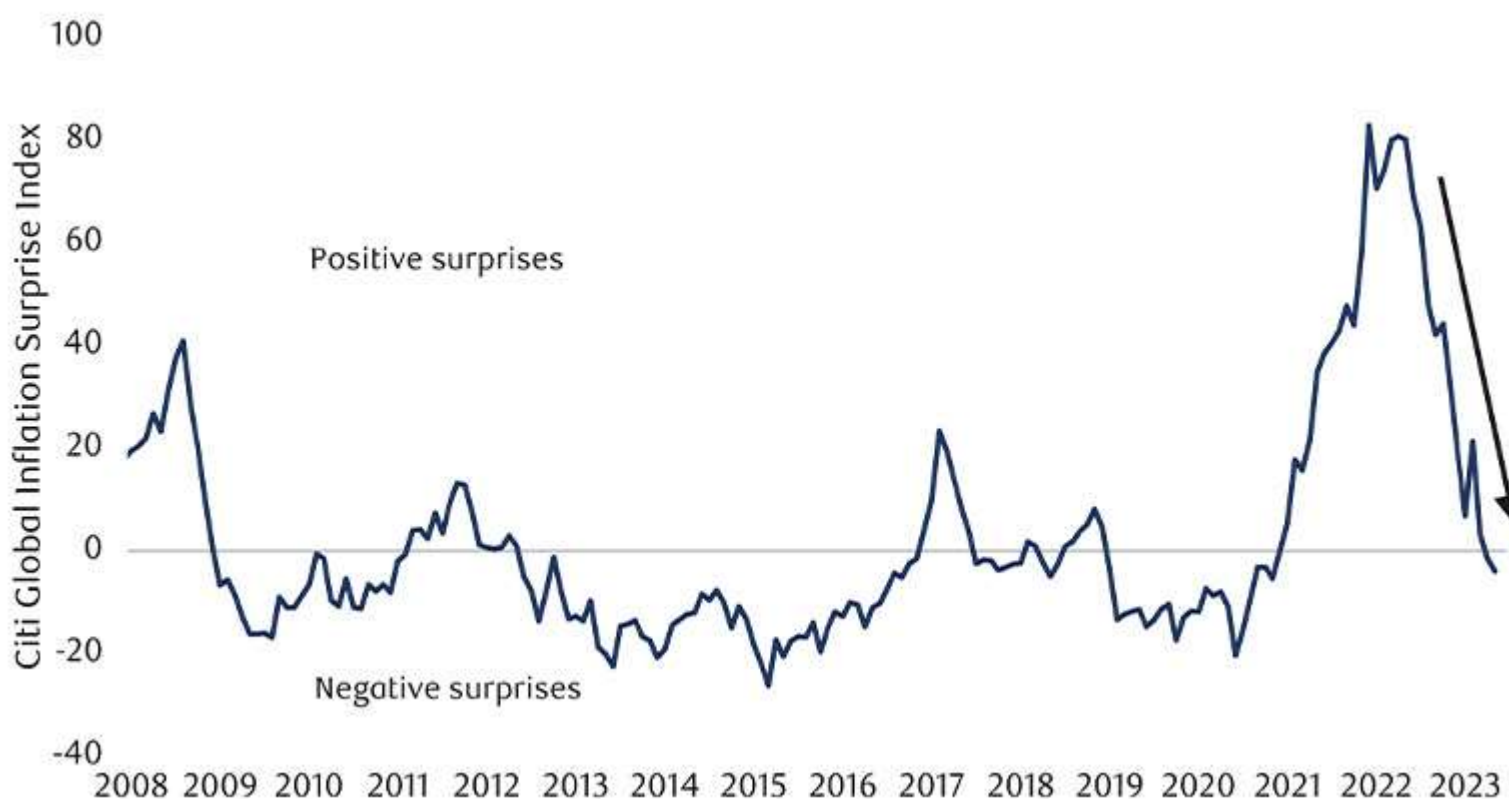
米国の日次物価指数は鈍化傾向



Price Stats Inflation Indexは2023年6月11日時点、CPIは2023年5月時点 出所：State Street Global Markets Research, RBC GAM

インフレデータがもはやアップサイドのサプライズをもたらさなくなっていることは、建設的と言えるでしょう（下図）。

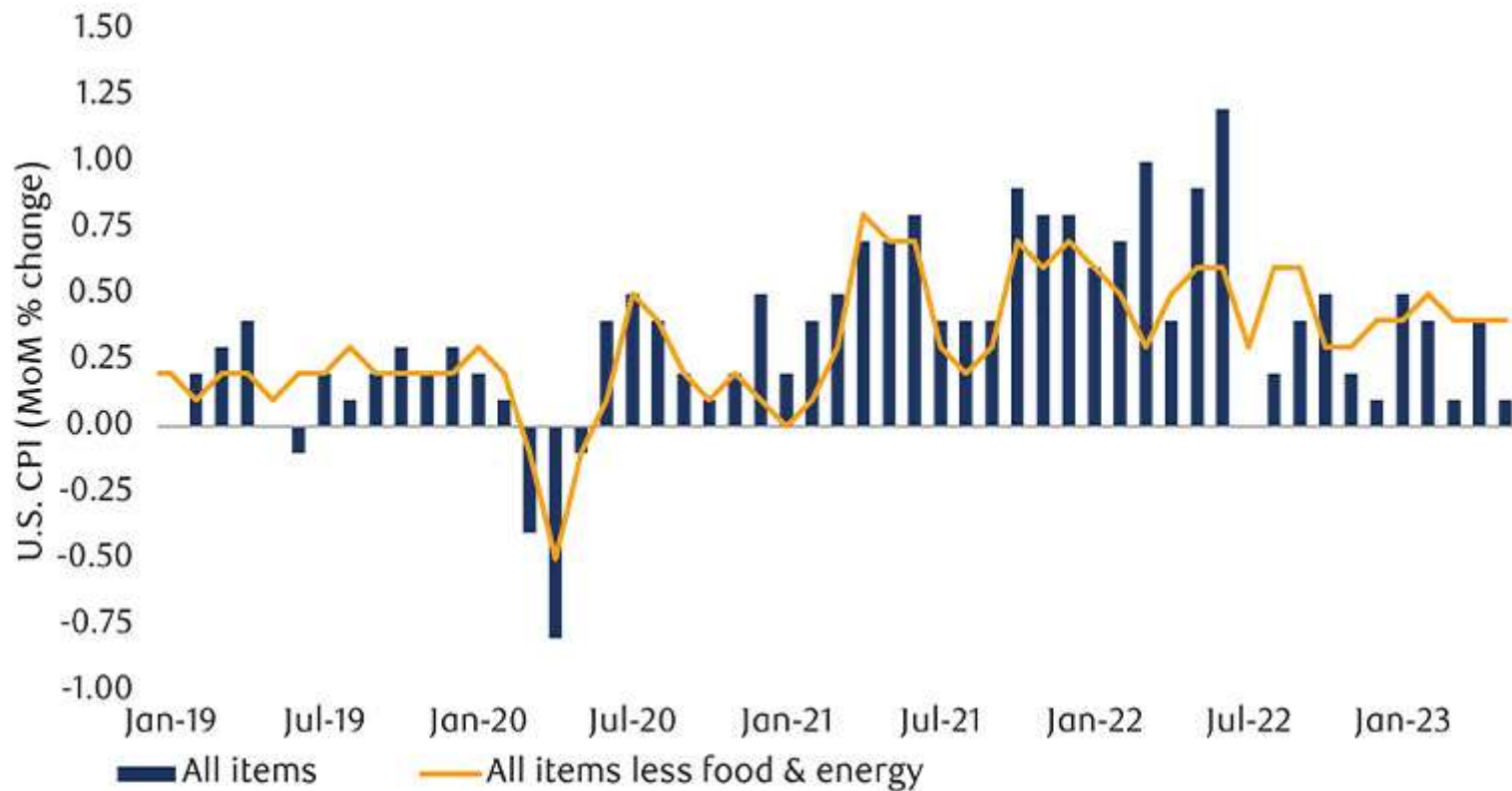
グローバルインフレサプライズ指数も低下



2023年5月時点、CPIは2023年5月時点 出所：Citigroup, Bloomberg, RBC GAM

もっとも、よりフェアに言えばコア・インフレは依然として粘り強さを保っています。コアCPIは前月比+0.4%増と好ましくないペースで推移していますが、前年比ベースでは+5.3%増と改善しています。これに関連して、サービス部門のインフレ率もまた、低下幅は緩やかです。

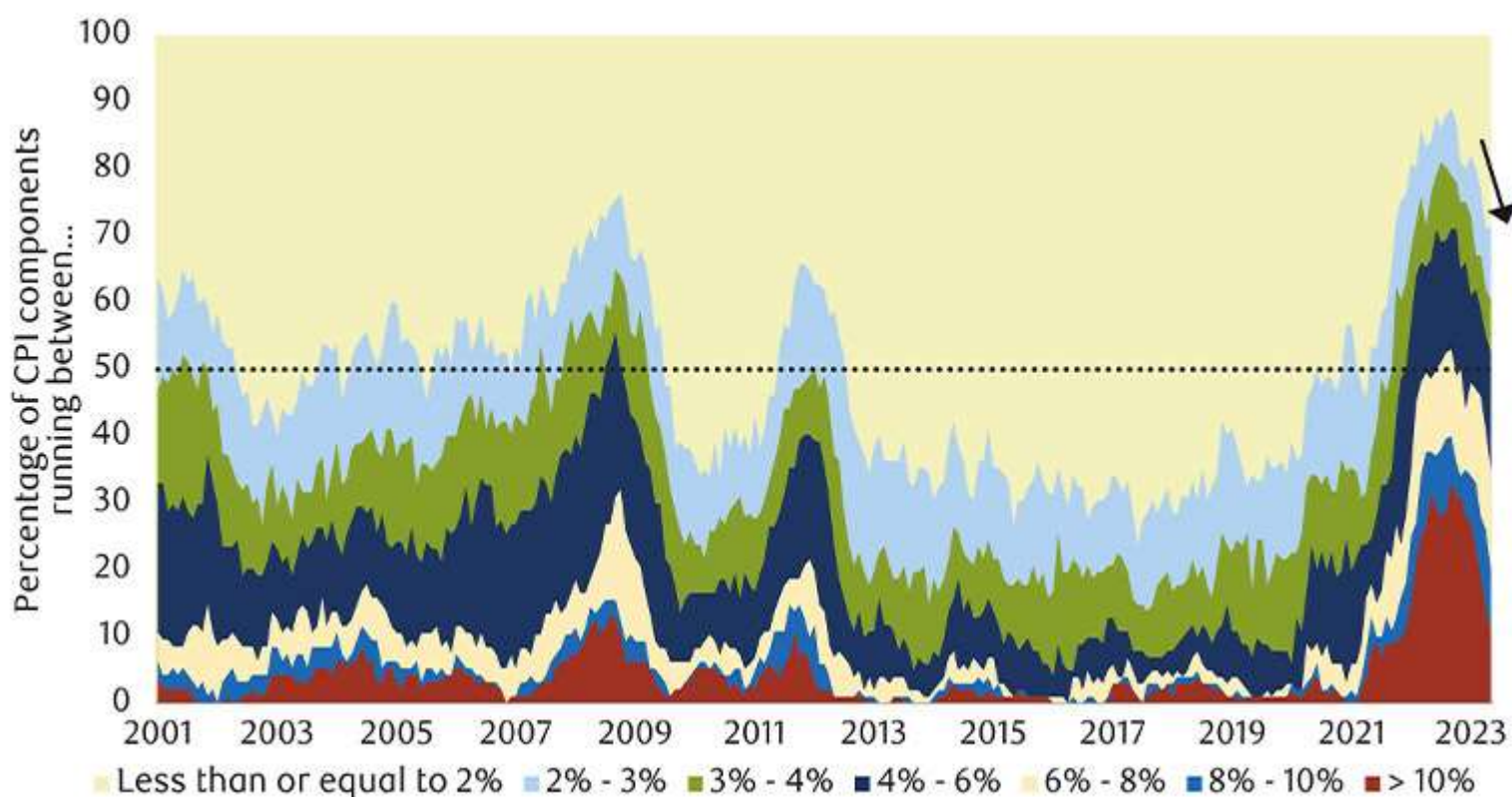
米CPIの月次変化率：改善傾向も根強さ残る



幸いなことに、FRBが注視している労働集約型サービス業の5月の上昇率はわずか0.24%でした。これは、これまでの大幅上昇に比べれば、かなり落ち着いた上昇率です。

そしておそらく最も明るい進展は、各品目ごとのインフレ幅が急激に縮小していることでしょう（下図）。物価バスケットの中で年間10%以上上昇する品目の加重割合は、8か月間で33%からわずか11%に減少しました。これはインフレの正常化に向けた大きな、そして必要な第一歩です。

高インフレ品目は減少



完全に落ち着いたわけではありませんが、食品インフレも減速しています（下図）。

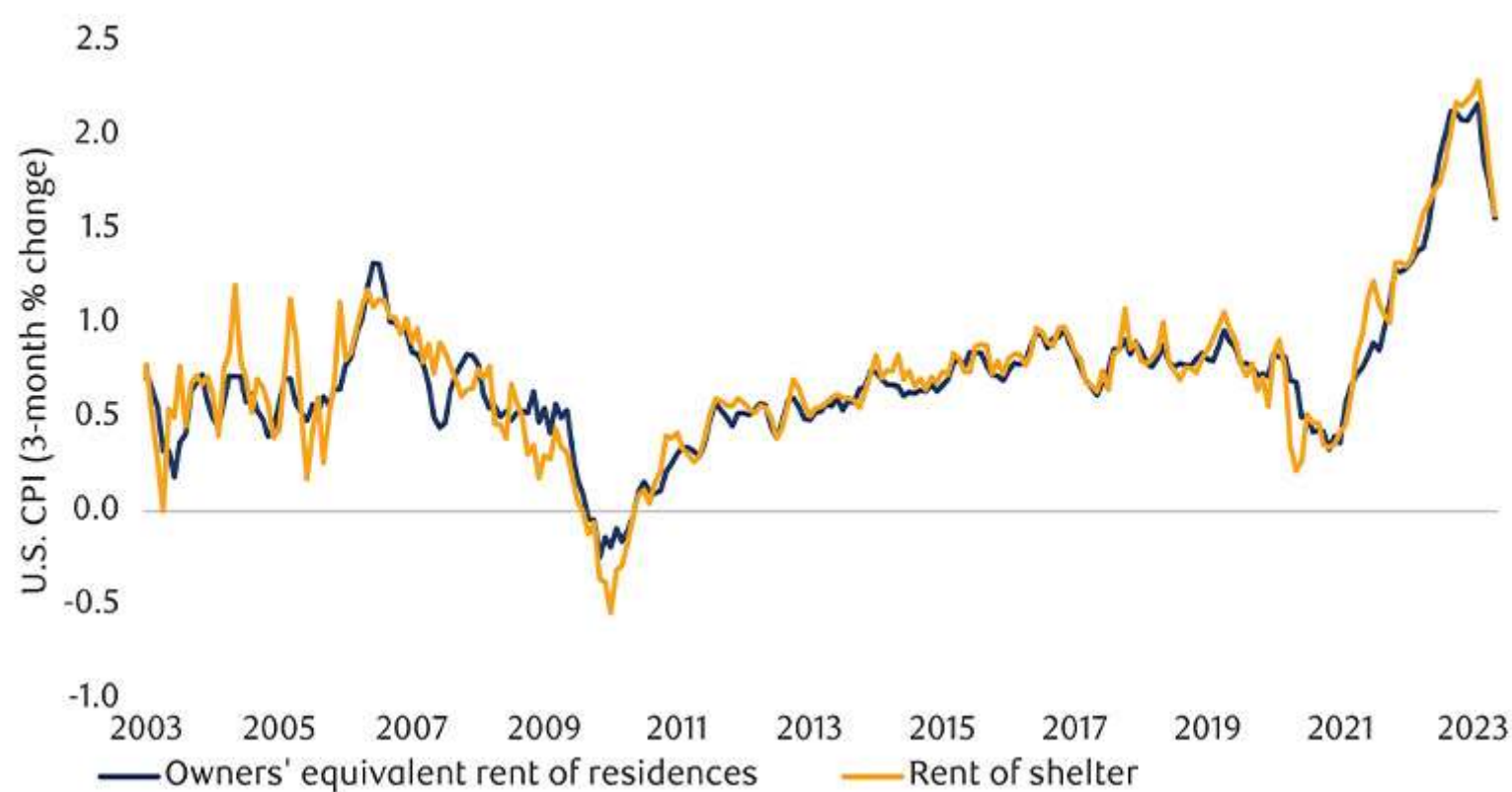
食料品価格のインフレにも落ち着き



2023年5月時点 網掛け部分はリセッションを示す 出所：BLS、マクロポンド、RBC GAM

住居費のインフレもようやく転換し始めています。この品目は遅行することで有名かつ主要なインフレファクターであるため、昨年住宅市場が調整に転じた後も高止まりしていました（下図）。

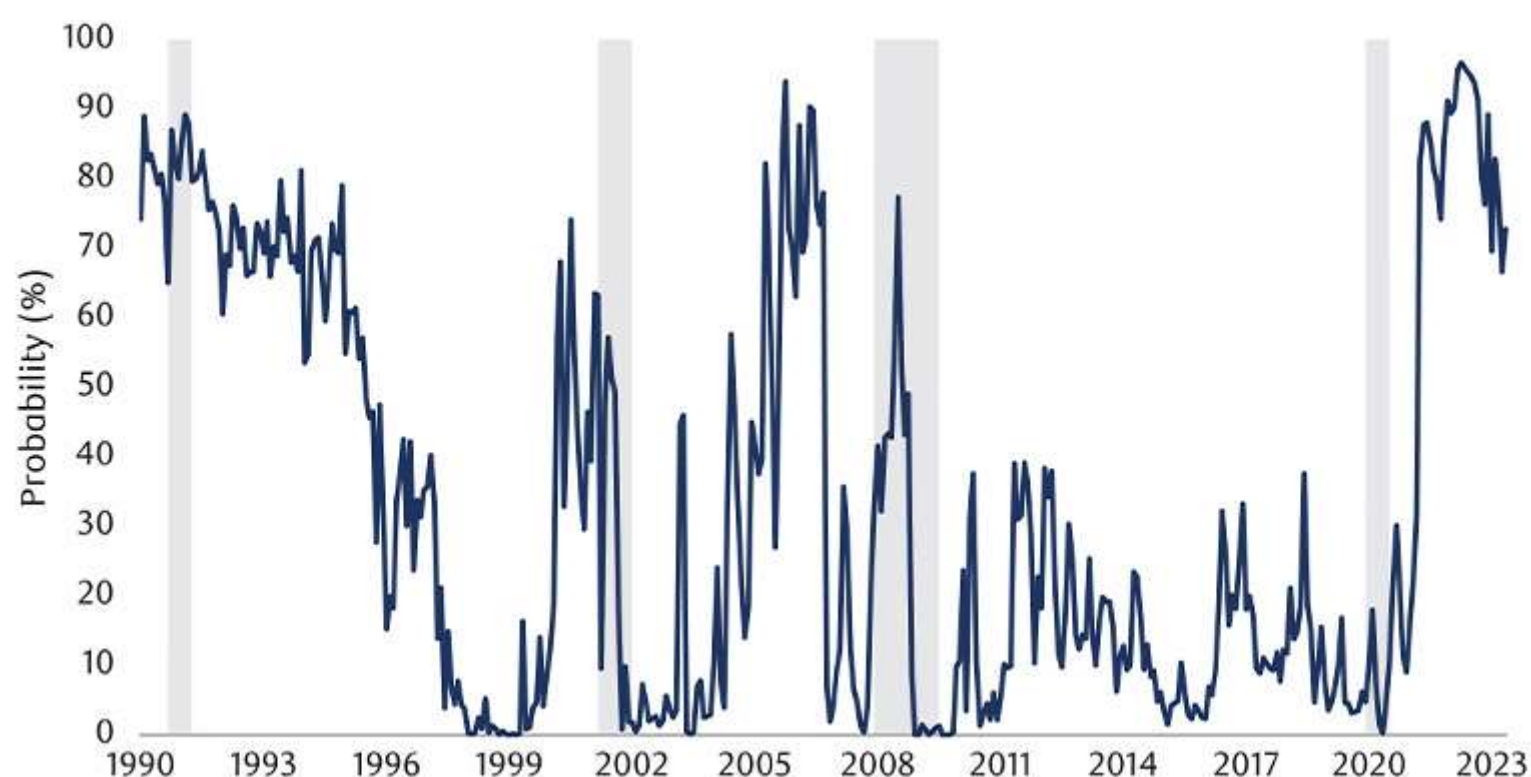
住居費も転換の兆し



2023年5月時点 出所：BLS、マクロポンド、RBC GAM

しかしながら、これだけ改善が見られていると言っても、ここからインフレ率が2.0%まできれいに下がると考えるのはやや性急です。セントルイス連銀によれば、今後12か月間のインフレ率が2.5%以上にとどまる確率は70%以上であるとの推計を維持しています。もっともこの確率は着実に低下してきてはいますが...。（次頁参照）

セントルイス連銀のモデルはインフレ高止まりを示唆



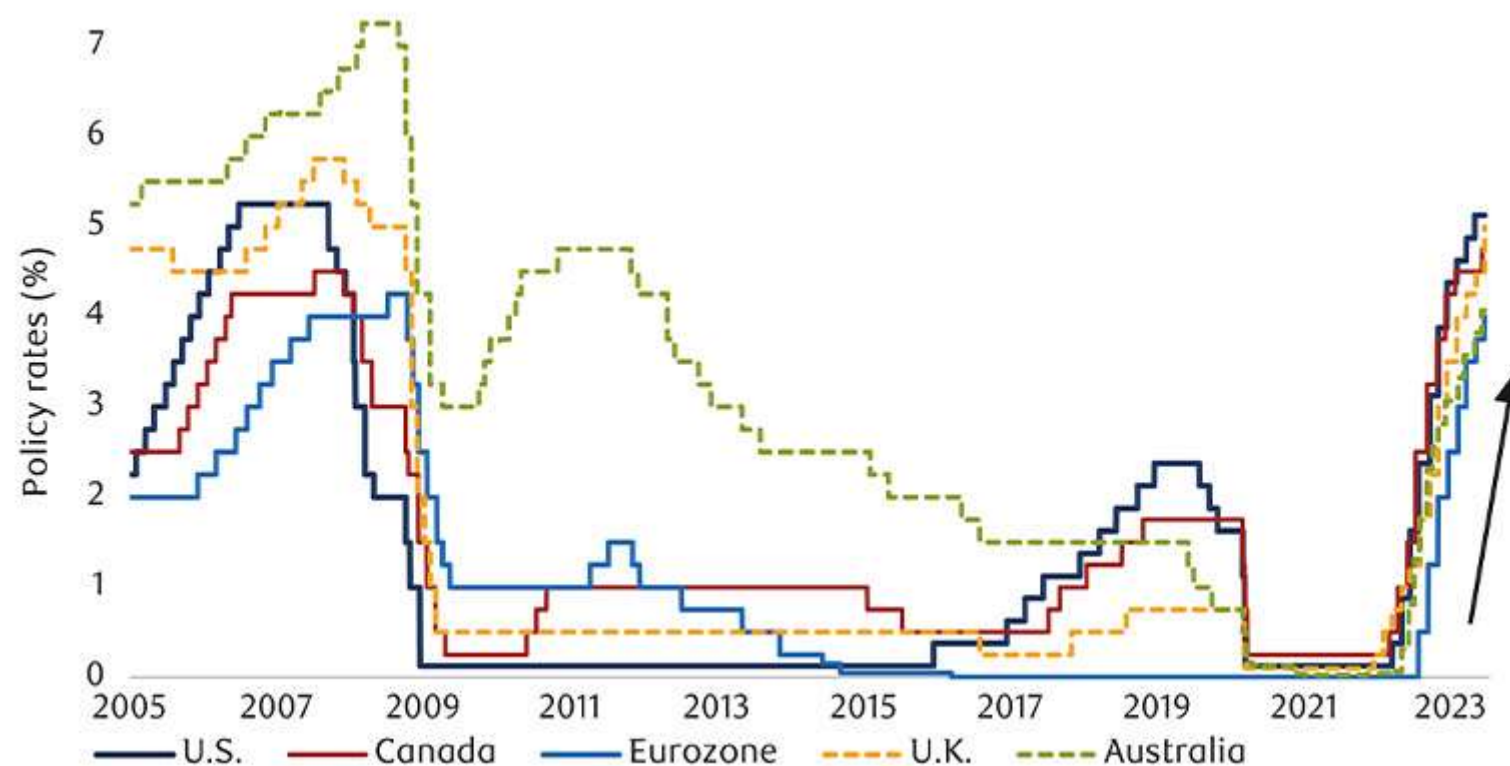
2023年5月時点 当指標は12か月後の前年比インフレ率が2.5%を上回っている確率を示す。網掛け部分は景気後退 出所：セントルイス連銀、マクロボンド、RBC GAM

なお、ユーロ圏でもインフレは減速傾向にあります。ドイツのCPIは前年比+6.3%まで低下しました。スペインは5月時点ですでに同+2.9%まで低下しており、新興国市場の各国のインフレ率も順調に低下して来ています。

1.1. 中央銀行が引き締めに戻り

中央銀行は過去18か月間、インフレ退治として非常に長い道のりを歩んできました（下図）。

インフレ退治の歩み

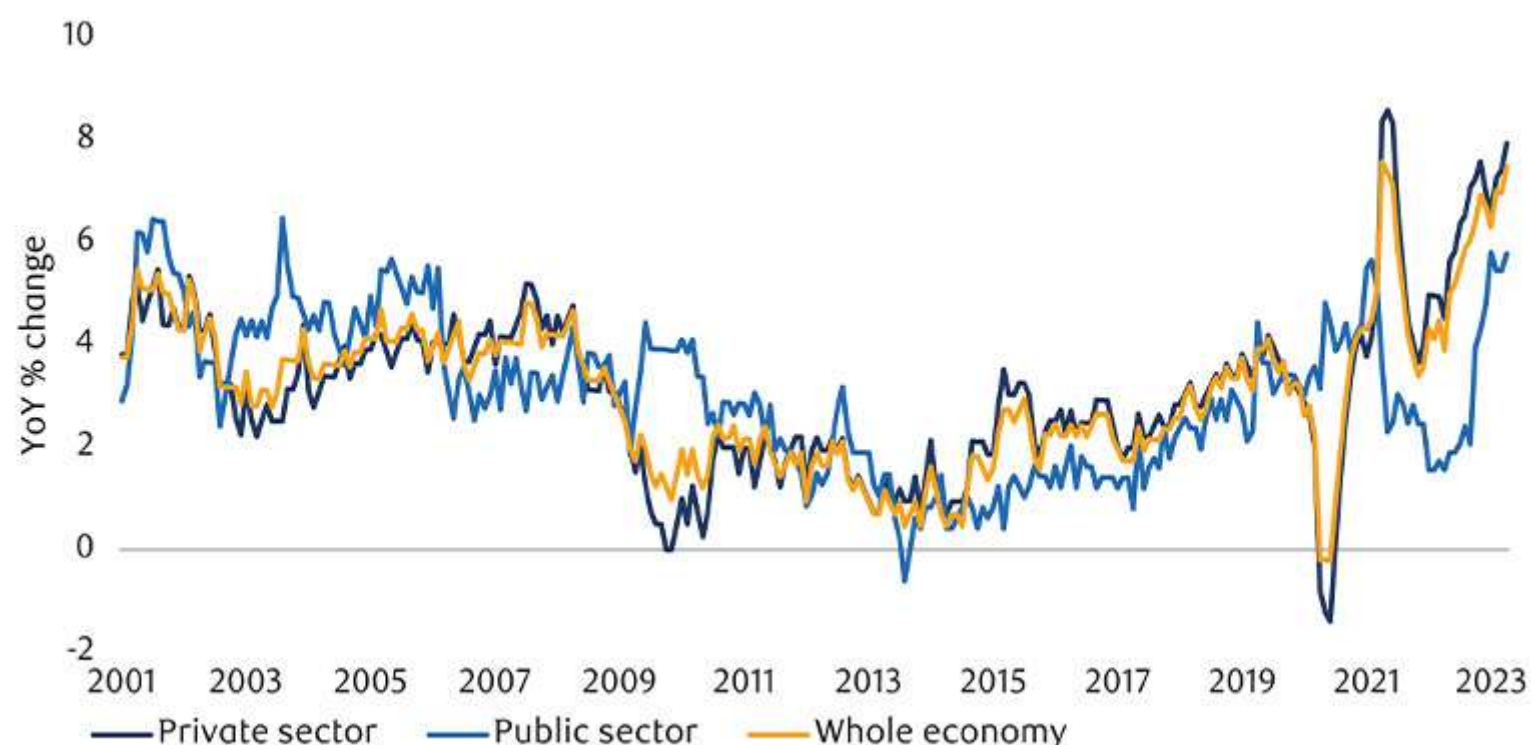


2023年6月22日時点 出所：Haver Analytics、RBC GAM

また、小康状態を保っていたいくつかの中央銀行は、ここ数週間で再びタカ派に転じ、インフレを抑制するために段階的に引き締めを強化することを表明しています。

特に注目されるのは、イングランド銀行がこれまでの会合ごとの25bpの利上げを加速させ、6月には50bpの利上げに踏み切ったことです。これにより政策金利は5.00%となりました。市場では、今後数ヶ月の間にさらに100bpsの引き上げを見込んでいます。これは、英国のインフレ問題が特に深刻であること、そして英国の賃金が憂慮すべき加速度的な上昇を示し、それがインフレスパイラルに陥る恐れがあることを反映しています（次頁参照）。

英国の週平均賃金は上昇継続



2023年4月時点 出所： U.K. Office of National Statistics、マクロポンド、RBC GAM

前述のように、カナダ中銀がサプライズに25bpsの利上げを行い、政策金利を4.75%にしたことを思い出していただければと思います。市場では5.00%への追加利上げが予想されています。また、オーストラリア準備銀行も同様に、先日の利上げで市場参加者を驚かせました。FRBは6月の会合では据え置きを選択しましたが、さらなる引き締めを明確に示唆しました。FOMC参加者の政策金利予想（ドット・チャート）では、さらに50bpsの引き締めが示唆されており、政策金利のピークは5.75%となっています。それに対して市場は依然として懐疑的で、政策金利のピークを5.50%と見積もっています。パウエルFRB議長は、7月の会合が完全に「ライブ」であることを示唆しています。

当社では、労働市場を軟化させることなくサービス部門のインフレを抑制するのは困難であると考えています。また、景気後退を伴わずに労働市場が軟化した前例はほとんどありません。

このような追加的な「ミニ引き締めサイクル」を導入することで、中央銀行はインフレ率がまだ望ましい水準に達していないことを認めています。もっともこれまでのところ、経済は驚くほど回復しており、場合によってはインフレ抑制に逆風となりますが住宅市場が復活しつつあります。

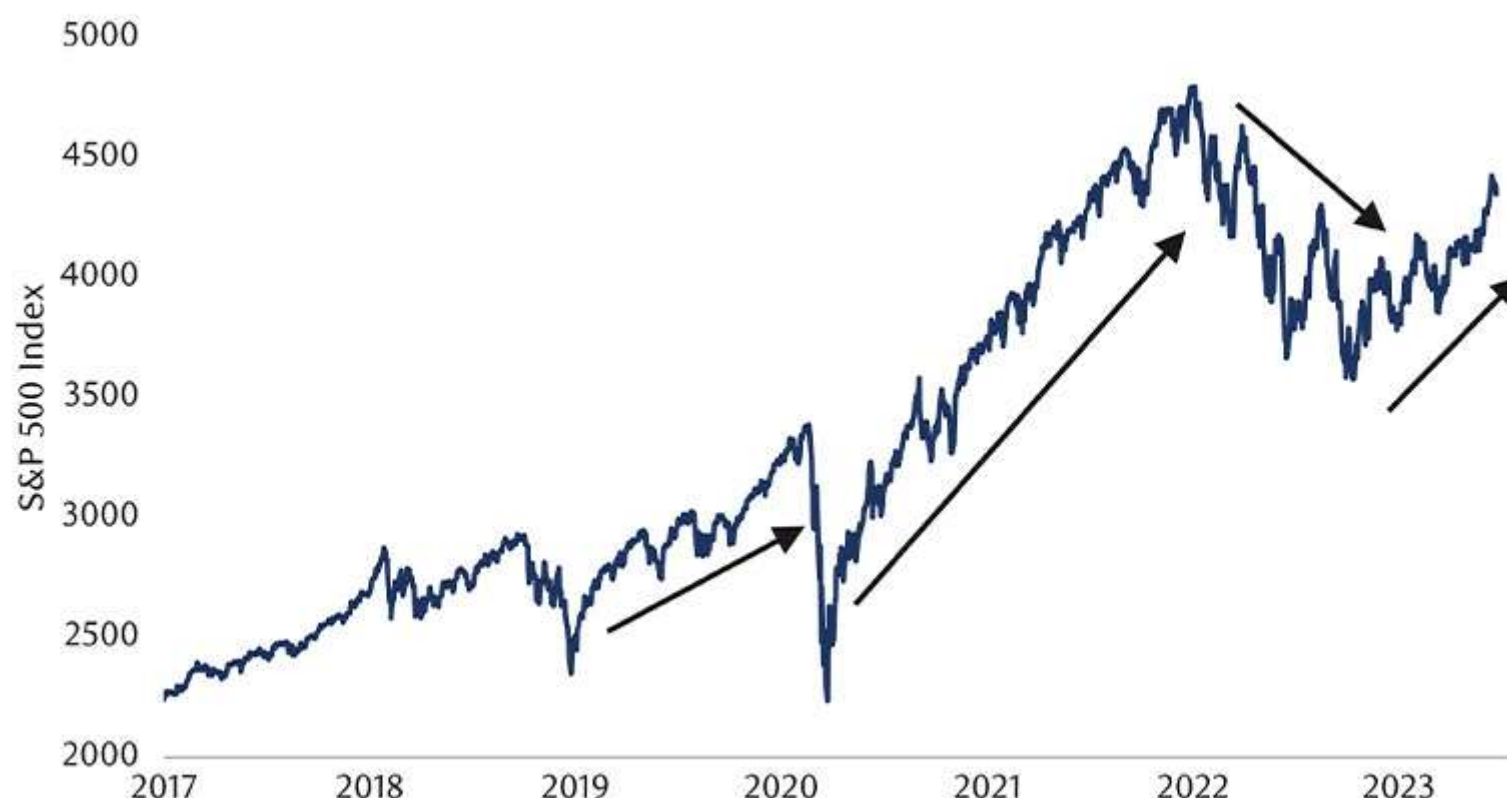
おそらく彼らは現在予想しているほど金融引き締めを行う必要がなくなることを望んでいるのでしょう。しかしながら、中央銀行のシグナルによってインフレ期待をコントロールすることは一種の駆け引きであり、もし実際にインフレが減速してくれなければ、金融引き締めは当然この当初の想定通り行う必要があります。

私たちとしては、労働市場を軟化させることなくサービス部門のインフレを抑制するのは難しいと考えています。中央銀行がリセッションをターゲットにしているとは思っていませんが、インフレ目標を達成するために結果的にリセッションに誘導せざるを得ないのかもしれないかもしれません。

1 2. 株式市場のリバウンド

株価は昨年秋よりも大幅に上昇しています（下図）。

S&P 500指数は2022年秋から反発



2023年6月23日時点 出所： S&P Global、マクロボンド、RBC GAM

最も適した説明は、景気が弱含むあるいはリセッションに至るとの予想とは対照的に、足元で経済の拡大が続いていることでしょう。これに加え、インフレ率の低下も役立っていると見られます。

しかし、私たちは依然として慎重な見方をしており、この先の株式市場の下落を警戒しています。市場のセンチメントは悲観的なものから楽観的なものへと変化しており、後々の下落の余地を生み出しています。決定的なのは、少なくともエコノミストの観点からは、リセッションの可能性がまだかなり高いとみていることです。

インフレ率が低下し、中央銀行が利上げから利下げに軸足を移しているときにリセッションが起これば、センチメントの悪化はリセッションと並行して進められているこれらのポジティブな動きによって和らげられるかもしれません。

中央銀行が金融引き締めを再開したことは、景気の足を引っ張り、過剰なリスク選好への警告ともいえます。とはいえ、過去にも言及しましたが、今後のリセッションに対する株式市場の下落は、歴史的な標準よりも小さくなる可能性があります。今回のリセッションがある程度予想されたものであることから、株式市場の下落幅は相対的に小さくなるでしょう。実際、2022年の下落のかなりの部分は、リセッションの部分的な織り込みを反映したものであったとも言えます。

第二に、インフレ率は当面、通常よりやや高い水準で推移する可能性が高いため、名目上の企業収益は通常ほど後退しない可能性があります。

第三に、インフレ率が低下し、中央銀行が利上げから利下げに軸足を移しているときにリセッションが起これば、センチメントの悪化はリセッションと並行して進められているこれらのポジティブな動きによって和らげられるかもしれません。

1 3. 中国経済の低迷

中国経済の回復は依然として不十分です。ロックダウン後の経済成長は期待に届かず、中国経済のサプライズ期待は大きく後退しています。輸出は再び縮小しています（次図参照）。また、サービス部門の需要は概して財部門の需要を上回ってきましたが、6月には観光部門の支出でさえ軟化し始めました。

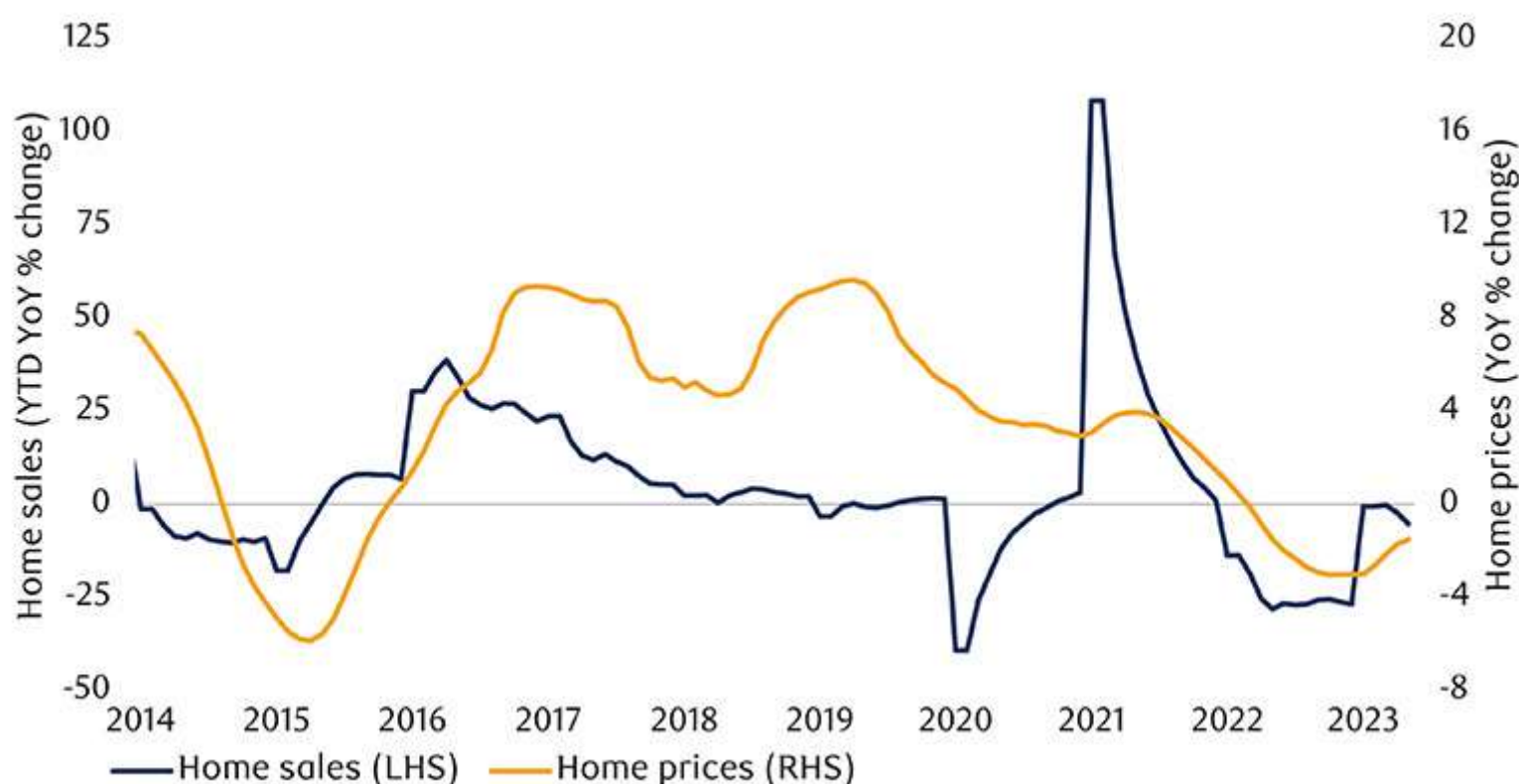
中国の輸出は縮小



2023年5月時点 出所：China Customs Statistics Information Center (CCS)、マクロポンド、RBC GAM

しかしながら、最大の問題は中国の住宅市場が依然として軟調であることです。住宅販売と住宅価格の両方が過去1年間で減少しており、しばらくの間下がり続けています（下図）。

住宅販売と住宅価格が共に低調



2023年5月時点 出所：SouFun-CREIS (China Real Estate Index System)、China National Bureau of Statistics (NBS)、マクロポンド、RBC GAM

中国では住宅は非常に大きな問題です。以前のバブルのような状況は薄れつつありますが、依然として経済の大きな部分を占めています。建設業者は過剰なレバレッジに悩まされています。

また、不動産は中国の家計にとっても主要な投資であり、その度合いは他国を大きく上回っています。そのため、住宅市場の低迷は消費の冷え込みとともに彼らの投資に対する不安を喚起し、その結果人々は貯蓄性向を高めるでしょう。また、不動産を担保に融資を受けることが一般的であるため、不動産業以外の企業も影響を受けています。

日本のかつての不動産バブルとその後の崩壊を比較しようとするのは行き過ぎかもしれませんが、人口動態が同様に悪化していることなど、類似点はいくつかあります。

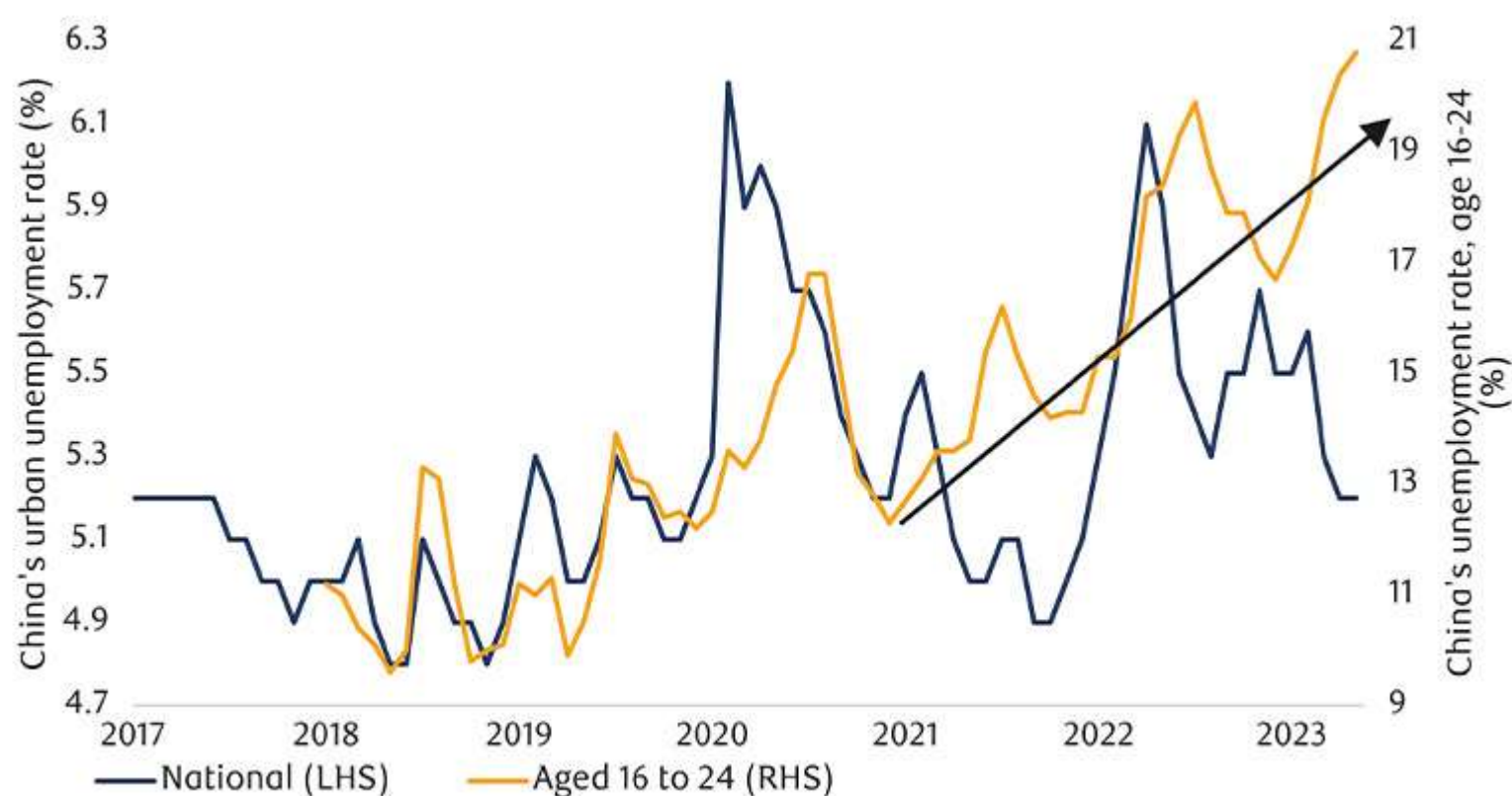
中国政府はこの弱さを認識し始めており、当社の予想通り景気刺激策に転じようとしています。中国政府は現在、経済活性化のために3つの政策金利を引き下げました。

より一般的に言えば、中国の家計も自国に対する信頼感の危機に瀕しているのかもしれませんが。積極的なロックダウン政策と突然の反転により、一部の上流階級や中流階級は自国政府の統治能力に疑問を抱いています。このような不確実性は、将来への不安や消費への消極性に繋がります。経済的な懸念を反映し、またそれを助長するように、2022年に中国で結婚したカップルはわずか683万組でした。これは1986年の記録開始以来最低の数字です。

中国政府はこの弱さを認識し始めており、当社の予想通り景気刺激策に転じようとしています。中国政府は現在、経済活性化のために3つの政策金利を引き下げました。しかし、その幅はわずか0.1%ポイントに過ぎず、圧倒的とは言い難い状況です。国債発行により1,400億米ドルの新規インフラ支出を検討しているとの報道もあります。また、住宅規制もさらに緩和される可能性もあるでしょう（長いブームの後では若干危険な可能性もありますが）。

また、家計をターゲットにした景気刺激策も考えられます。これは世界の多くの国で一般的に行われていることですが、これまで中国ではあまり見られませんでした。貯蓄好きな中国の家計部門はお金を貯め込むだけで、公的債務は増えるが景気は上向かないという懸念があるためです。

中国の若者の失業率が急上昇



2023年5月時点 出所：China National Bureau of Statistics (NBS)、マクロポンド、RBC GAM

上図は何が問題なのでしょう？まず、若者の失業率がかなり高いのは普通のことだという点から見てみましょう。スペインでは、若者の失業率は28%と非常に高く、イタリアでも20%あります。アメリカでは7.4%とかなり低いですが、それでも全体の失業率の2倍以上あります。カナダも同様で、若者の失業率は10.7%で、全体の失業率5.2%の2倍以上です。

したがって、中国の若年失業率問題の一部は自然なものであり、最初の仕事に就くこと、キャリアを積み上げていくことの難しさを反映しています。しかし、若者の失業率は中国全体の4倍であり、2倍ではありません。つまり、中国の若年失業率の3分の1は正常であると言えるかもしれないが、すべてではないということです。

残りの3分の2はどうでしょうか？全国の失業率が低下しているのと同時に若年失業率が上昇しているのは確かに奇妙です。求人広告のデータを見ると、新卒者向けの求人数が他の職種よりも急減していることが確認できます。

明らかなことは、中国は経済的機会を逃しているだけでなく、最も若く教育を受けた人々が社会の中で自分の居場所を見つけられなければ、政治的不満を抱える危険性があるということです。

中国の大卒者数は過去2年間で急増し、2021年から2023年にかけて29%増加しました。この中には、繁栄した発展途上国の通常レベルの上昇に過ぎないものもあります。しかし、この2年間の飛躍的な伸びは、それ以前の伸び率をはるかに上回っています。中国の若者の多くが、パンデミックとその経済的機会の減少に対応するため、より多くの教育を受けることを選択し、その結果、労働市場に同時期に参入するといった事態が生じたのでしょう。この過剰状態を解消するには時間がかかると見えています。

あるいは、大学教育の増加が、現在の経済が厳密に必要としている以上に早く起こっただけであり、需要に対して高学歴の人々が多すぎるだけという可能性もあります。しかし、我々はこのような見解から距離を置いています。なぜなら、より多くの教育を受けた人々は、現在の役割の中でそのポテンシャルを最大限に発揮しているかどうかにかかわらず、どのような場所でも活躍できるからです。

私たちは、中国が南欧諸国のような2層の労働市場を持ち、現職の労働者が有利で新規参入者が不利になるとは考えていません。少なくともこれまでではそうではなかったと思います。

より合理的な説明は、卒業生が誤った業界に集中してしまったか、あるいは中国の政策変更の煽りを受けた業界を選好してしまったという不運に見舞われた可能性があるということです。教育分野とIT分野はどちらも新卒者や若い労働者に人気のある分野ですが、どちらも数年前に始まった政府の民間企業への締め付けの矢面に立たされています。特に高収益だった学習塾業界はほとんど消滅してしまいました。

結論として、中国の若者の失業率の急上昇は、3つの主な原因にその一部を起因しています：

- 大学卒業者の人為的な増加
- 業界のミスマッチ
- 労働需要に対する熟練労働者の多さ

おそらく、この答えが完全に満足できるものでないと思いますので、まだ明らかになっていない別のファクターがあると見られます。しかし明らかなことは、中国は経済的機会を逃しているだけでなく、最も若く教育を受けた人々が社会の中で自分の居場所を見つけられなければ、政治的不満を抱える危険性があるということです。

14. 中国の地方政府債務が増加

中国の地方政府は、歳入と歳出の構造的なミスマッチに苦しんでいます。地方政府は市民に幅広いサービスを提供することが期待されていますが、そのような歳費を賄うための十分な歳入手段がありません。中央政府は、地方政府を独立した立場に置くために必要な歳入手段を移譲することに消極的です。それは中央による地方の支配力を損なう恐れがあるためです。

地方政府は長い間、土地売却や借入の積み増しによってこのギャップを埋めてきました。しかし、住宅市場が弱体化するにつれて、土地売却による調達力も弱体化し、昨年はこのルートからの収入が▲23%も減少しました。最も地方政府が自らの資金調達手段に土地を売却しているという望ましくない疑惑から、これは誇張された数字かもしれません。しかし、もしこれが事実なら、今以上に借入が重要なパイプになる可能性があります。しかし、債務の返済コストも増加しており、キャパシティはさらに低下しています。

中国の地方政府は現在、膨大な量の債務を積み上げています。様々な資金調達戦略があり、その中には透明性の低いものもあるため、正確を期するのは難しいですが、多いところでは、10兆米ドルから15兆米ドルもの負債がある可能性があります。これは極めて膨大です。

最も可能性の高いシナリオは、政府と金融セクター・投資家の負担が混在する形で、主に支払い繰り延べ、償還期日の延長、金利の引き下げといったような解決策が取られることになるでしょう

地方政府への主な貸し手には、中国の銀行や保険会社、また個人投資家も含まれます。その債務の一部は、国際的にも販売されています。そのため大規模な債務不履行が発生した場合、金融機関は不安定化し、経済全体に影響を及ぼす可能性があります。一方、個人投資家は、往々にして自分たちが負ったリスクの大きさを理解していないことがあります。

現在、中国の地方政府の3分の2が、中央政府が定めた非公式な債務基準である歳入の120%を突破するリスクを抱えています。最近のある調査によると、地方政府の3分の1は債務の利払いに苦しんでいるとのこと。一部の地方政府は歳出削減を余儀なくされており、職員への給与未払い、バスサービスの縮小、医療補助金の取り消し、COVID-19関連費用の未払いといった報道もなされています。財政ギャップを縮小するために資産売却に踏み切る地方自治体もあります。

債務の額は莫大ですが、しかしながら大惨事となる可能性は低いとも考えています。中国が債務超過に陥るのはこれが初めてではなく、これまではバッドバンクの設立、支払いの繰り延べ、償還期日の延長、金利の引き下げなどで対応してきました。遵義市は最近、これらの方針で債権者と合意に達しました。こういった動きはまだ続きそうです。

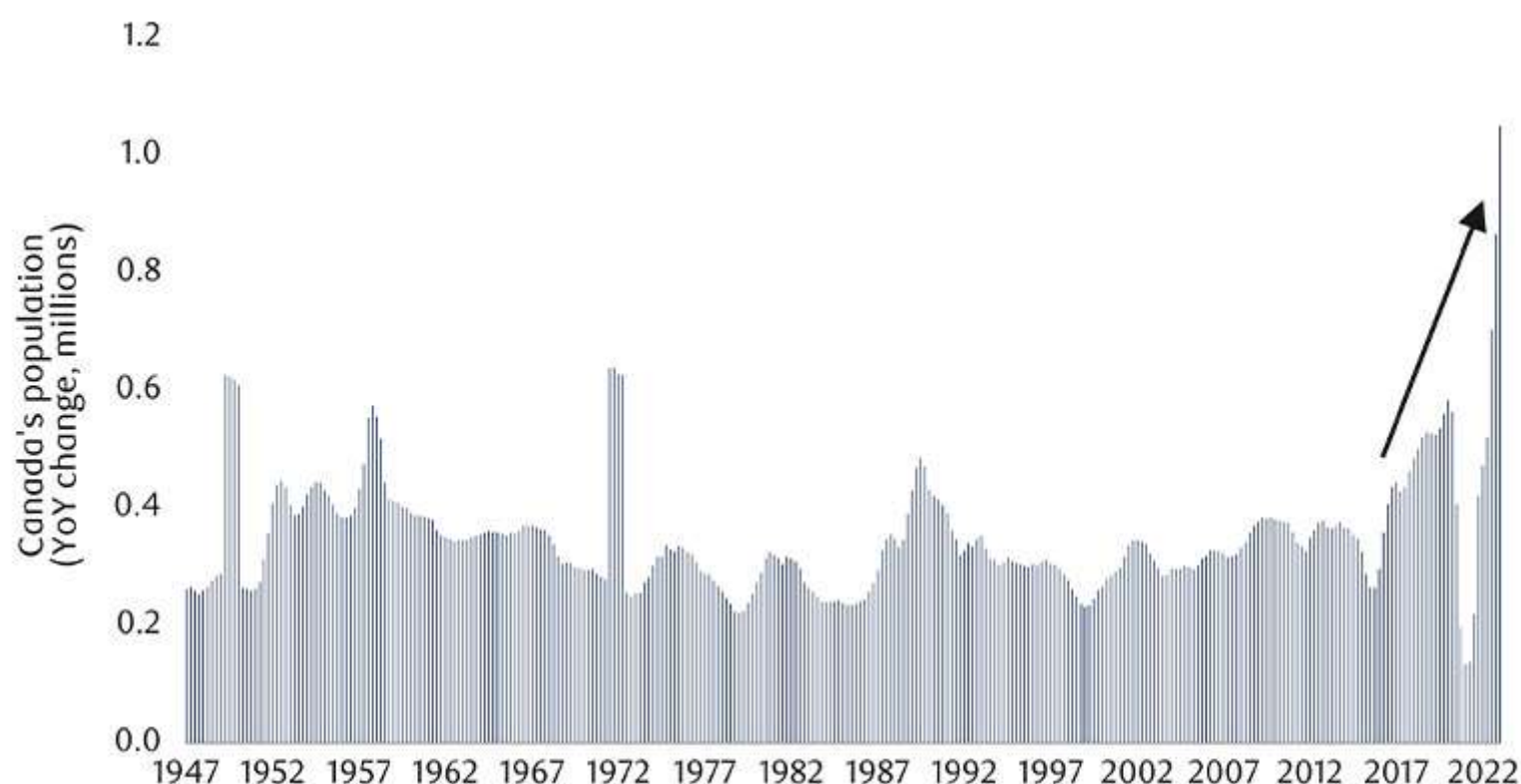
早すぎる救済が、政府ではなく銀行負担でアンフェアに行われているのではないかと懸念もあります。このような状況が続けば、銀行がより生産的な方向へ融資する能力が制限され、経済成長が阻害される可能性があります。しかし公平性という意味では、中国では政府と金融機関の境界線はかなり曖昧です。ある中国最大級の政府系資産運用会社は、現在、財政危機にある貴州省のニーズに対して前向きに評価しています。

中央政府が地方政府により多くの資金を直接移転する余地もあるでしょう。中央政府はすでにこの方法で地方政府の財政ギャップの一部を埋めており、2020年から2022年の間だけでも4兆2,000億米ドル以上を拠出しています。年間総額は、2022年ほどではないにせよ、2023年は再び増加する予定です。北京にはさらなる支援を提供する資金的余裕はまだあると見られますが、おそらくすべての当事者を救済することはできないでしょう。従って、最も可能性の高いシナリオは、政府資金と金融セクター・投資家の負担が混在することで、主に前述の支払い繰り延べ、償還期日の延長、金利の引き下げという形の解決策が取られることになるでしょう。最終的には元本は確り返済されるでしょうが、これはテクニカル・デフォルトとみなされます。この場合も数年間は、より生産的な方面への融資拡大が鈍る可能性が高いと見ています。

15. カナダは成長の優位性を享受

カナダは他の先進国と同じように高齢化と出生率の低下に苦しんでいます。しかし、莫大な数の移民のおかげで、全体的な人口動態は著しく優れています。実際、主に移民によって、2023年3月までの1年間にカナダの人口は105万人増加し、記録的な伸びを見せました（下図）。パンデミック後の反動減が一時的に数字を押し上げたとはいえ、これは過去の記録を吹き飛ばすもので、今日の人口増加を考慮すれば、増加率ベースでは1957年以来最速の人口増加となっています。

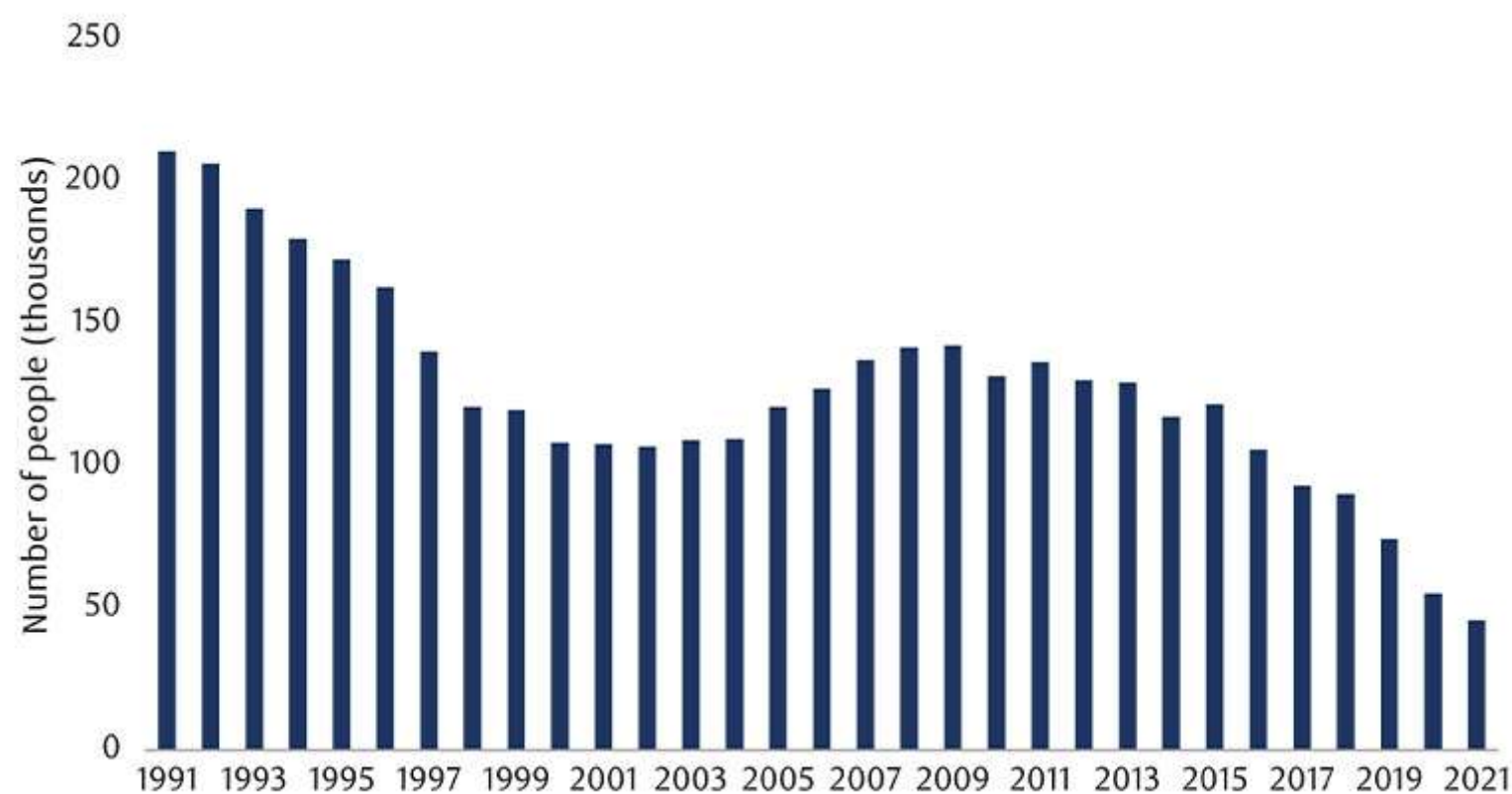
移民によってカナダの人口は急増中



偶然にもこの成長によってカナダは人口4,000万人という新たな大きなマイルストーンを達成しました。これは今年の6月16日に達成されましたが、カナダが3,000万人を達成したのは1997年のことでした。

しかし、人口増加のうち国内生まれはごくわずかに留まっていることは認めなければなりません（下図）。人口から移民と移住を差し引くと、カナダ国内の人口増加は、出生数が死亡数を辛うじて上回っていることがわかります。移民がいなければ、カナダはもっと早く人口減少に陥っていたでしょう。

移民を除くとカナダの人口増加は鈍化



2021年時点 各年とも7/1から6/30まで 出所： Statistics Canada、マクロボンド、RBC GAM

国連は2050年までにカナダの人口がさらに19%増加すると予測しています。これは決して勇ましい数字ではありませんが、他のどの国よりもよいペースです。遅々としている日本、ロシア、中国、あるいはイギリスやアメリカよりも早く、またブラジル、メキシコ、さらにはインドなど、長い間成長を認められてきた国々よりも速いのです！（下図）

国連の予測は、連邦政府の最新の移民受け入れ目標のアップグレードよりも前のものであるため、カナダの実際の人口増加はこれよりもいくぶん速くなると考えられます。

カナダの人口増加率は他国を上回る



出所： United Nations World Population Prospects 2022, マクロボンド, RBC GAM

ディスクレーム

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
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによってされたものです。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。RBC Global Asset Management (UK) Limited、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