

RBC GAM マクロメモ 2023年8月上旬

リセッション再考 / インフレのアップサイド・ダウンサイド / 財政 / 中国・インド / 衰退する社会 2

トピック:

1. 米国・カナダ経済のもたつき
2. 米消費者の行動はまちまち
3. リセッションリスク・再考
4. インフレのアップサイド・ダウンサイドリスク整理
5. 中央銀行はゴール間近か？
6. 財政に関する考察
7. 中国政治の建設的なシグナル
8. インドの将来性
9. 衰退する社会？パート2

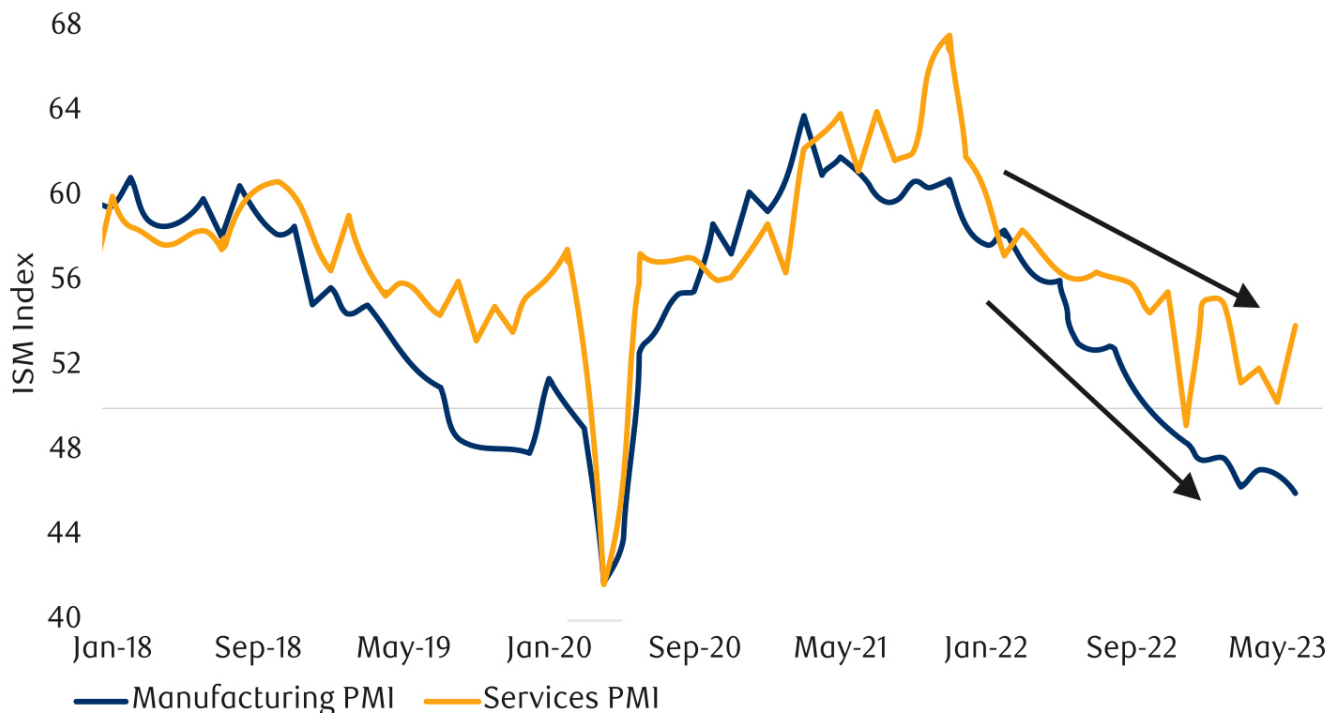


1. 米国・カナダ経済のもたつき

米国の経済指標はそこまで悪くはありませんが、足元で主要指標は若干ネガティブな方向に傾いています。ISMサービス業指数は、横ばい圏ながら不安定な動きを見せており、ISM製造業指数は依然として弱く下落トレンドにあります。これはすでに製造業の実体経済が縮小していることと一致しており、より幅広いセクターがこの流れに加わるのはそう遠くないかもしれません。

雇用統計も同様に6月・7月共にやや弱さを見せました。単月の新規雇用者数である約20万人という数字自体は、何の問題もなく景気を十分に維持できると考えていますが、よりネガティブな面も出てきます。この雇用者数は5月の約30万人という数字から10万人近く減少しており、この2年半でも最も弱い数字となっています。さらに過去分の下方修正があったこともネガティブでしょう。

米製造業とサービス業はモメンタム鈍化



また、6月の雇用統計で増加が見られたセクターは、政府やヘルスケアなどに偏っており、増加自体は素晴らしいことではありますが、幅広い産業で雇用が拡大することを示すような兆候ではありません。そしてその他のセクターでは、新規失業保険申請件数と求人件数が徐々に悪化しています。

一方カナダでは、6月に6万人の雇用増が確認されました（フルタイム雇用が+11万人増、パートタイム雇用が▲5万人減）。しかし、前月の▲1.7万人の雇用減と、年間約100万人がカナダに移住しているため、理論的には毎月5万人以上の新規雇用が増えてもおかしくないという点を考慮すれば、この数字を楽観的に解釈することはできません。失業率は5.2%から5.4%に上昇し、4月の5.0%からさらに上昇しました。米国と同様、雇用創出は医療、教育、行政など、景況感を大きく反映しない部門が中心となっています。

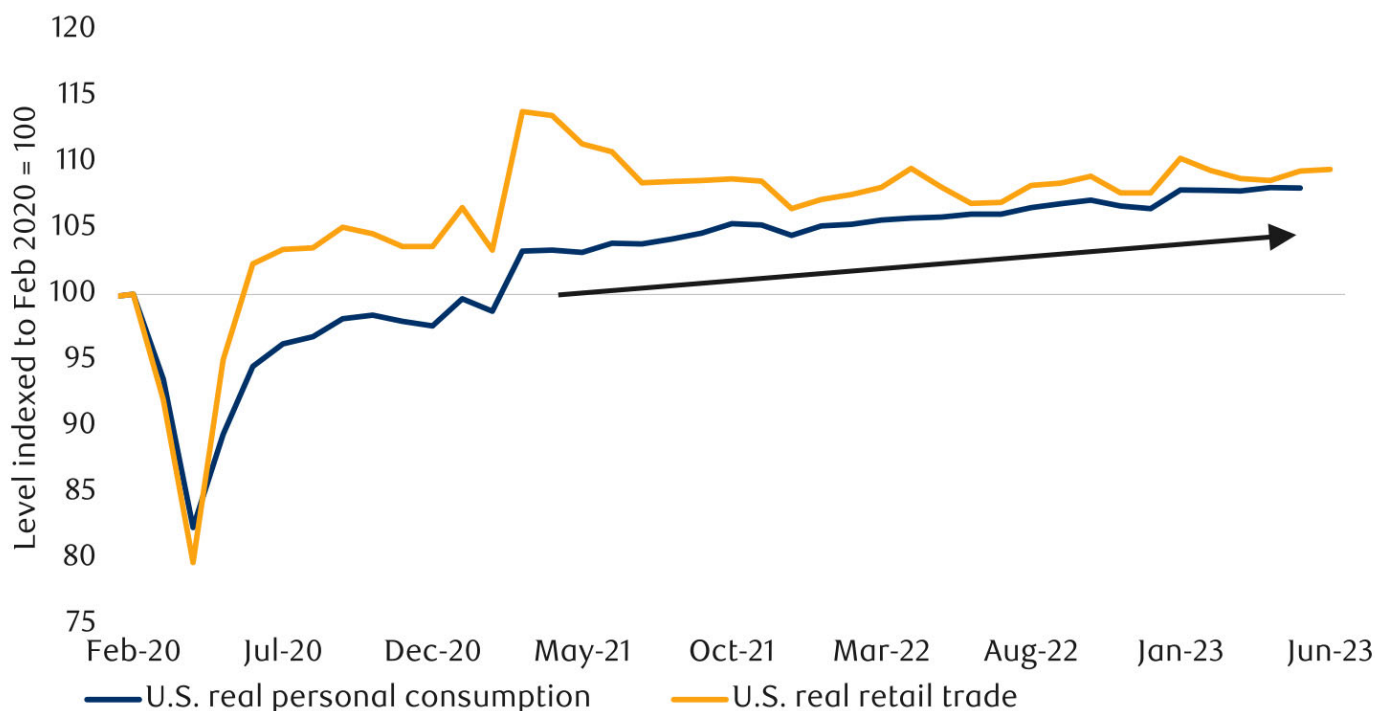
その他では、カナダの4月のGDP成長率は+0.1%に留まりましたが、5月は+0.3%となりました。一方でカナダ中銀のビジネス・アウトLOOK・サーベイは厳しいものとなりました。例えば...

- 経済は再び悪化、事業環境は軟調、売上期待は依然控えめ、投資意欲は弱い
- 労働力不足やサプライチェーンに対する懸念が低下したと同時に、顧客需要に対する懸念が高まっている

2. 米消費者の行動はまちまち

インフレ調整後の個人消費は依然として底堅い状況です。

個人消費は回復基調



個人消費は2023年4月時点、小売売上高は2023年5月時点 出所： U.S. Bureau of Economic Statistics, 米労働統計局, 米センサス局, Macrobond, RBC GAM

率直に言って、経済のセオリーから考えればかなり違和感のある動きとなっています。消費者は財布の紐を締めるはずで、景気刺激策はほとんど終了しています。インフレは消費者の購買力を低下させ、金利の上昇もここ数年の堅調な雇用環境を凌駕して可処分所得を蝕んでいるはずで、現在、米国の個人の貯蓄率は極めて低く、クレジットカードによる借入れは年率15%以上で急増しています。

しかし、ようやく消費意欲の減退を指摘する企業の声が聞かれるようになってきました。真新しい話ではないものもありますが、低価格帯の小売企業は、1年以上前から中価格帯の小売企業から市場シェアを奪ってきました。また、最近のアマゾン・プライムデーでは、通常よりも大幅な割引が実施されました。これは消費者にとっては喜ばしいことですが、消費がより減速しているというシグナルでもあります。

以下のような兆候が見られています：

- 今年の夏のディズニー遊園地の来場者数は例年に比べて著しく少ない。
- 高級レストランでの支出が減少している。
- 一部の空港の利用客数はピークに達しているとの報道。
- 住宅のリノベーション関連支出は、小規模プロジェクトに傾いている。

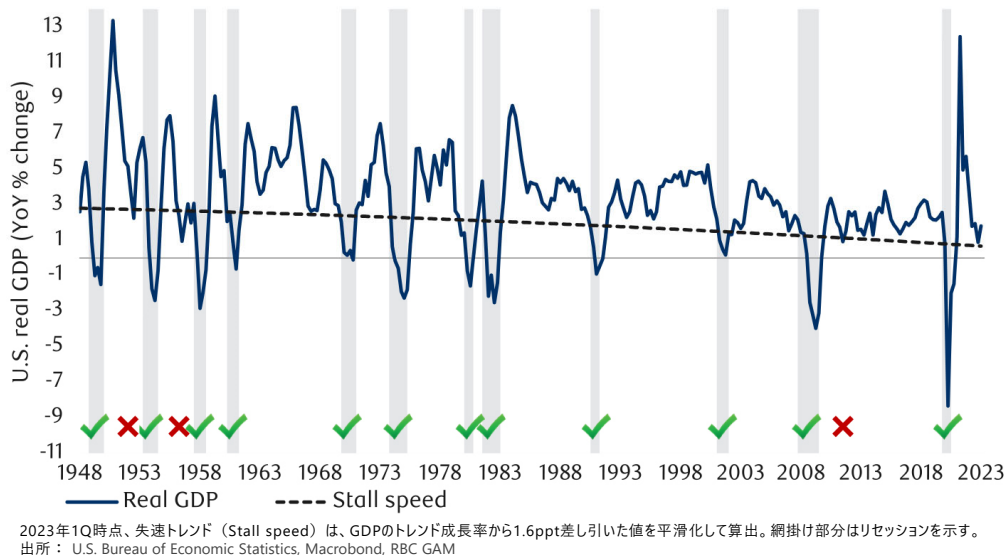
また、パンデミックの長いモラトリアム期間を経て、学生ローンの支払いが再開されると、近い将来4,500万人のアメリカ人が突然に（平均で）月額400ドルの出費増加を経験することになります。これは、年間で700億ドルの支払いが再開され、個人所得から約0.6%、個人支出から約0.2%が削減されることを意味します。一部の学生ローンを完全に免除しようとするバイデン政権の取り組みは、最高裁判所によって無効にされました。

疑問のひとつは、近年の個人消費ブームが単に景気刺激策やキャッチアップ消費によるものではなく、パンデミックというトラウマの後、人々が自分たちの生活を振り返り、十分に楽しんでいなかったと考え始めたことに拠るものなのか、という点です。もしそうだとすれば、今後趣味趣向に関する商品やサービスに対する消費は構造的に増加する可能性があります。一方でその代償として退職後の支出は減るかもしれません。

3. リセッションリスク・再考

長らく予想されていた景気後退の到来は、いまだほとんどの国に訪れていません。1年前であれば、この12か月間に多くの逆風が吹き荒れることを考えれば、この状況は驚きだったと思います。米国経済は、理論上の失速トレンドをわずかに上回る水準で推移しています（下図）。

米国経済はまだ「失速トレンド」を下回っていない



もっとも、我々は依然としてリセッションの可能性が高いという見方は維持しています。ただし確率は80%から65%に引き下げました。この引き下げは、景気がこれほど長く持ちこたえていることに加え、インフレやエネルギー・ショックなどの逆風がここ数四半期でかなり和らいでいることを反映したものです。

また、在庫サイクルの拡大も見られ、景気後退リスクが通常より高くなることも指摘できます。

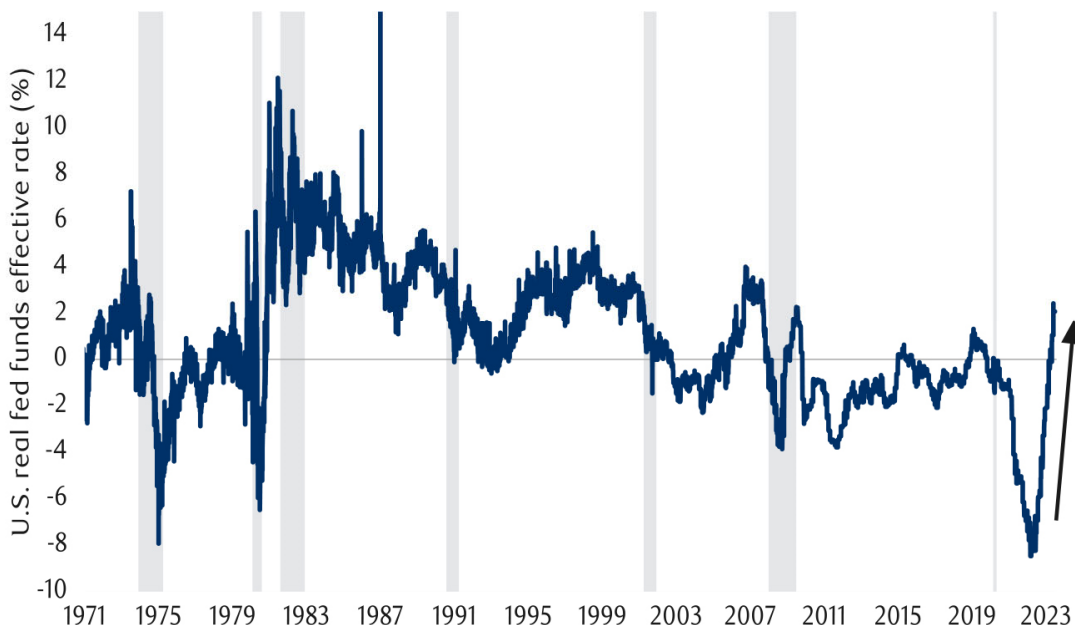
米国企業は在庫投資を拡大してきた



2023年3月時点 全製造業および貿易産業の実質在庫売上比率。網掛け部分はリセッションを示す。出所： U.S. Bureau of Economic Statistics, Haver Analytics, RBC GAM

インフレ率が低下するにつれ、インフレ調整後の実質FF金利は上昇し続けています。これはすなわち、中央銀行が利上げを行おうと行わないと、金融引き締めは続いているということを意味します（下図）

FRBのアグレッシブな利上げにより実質FF金利は急上昇



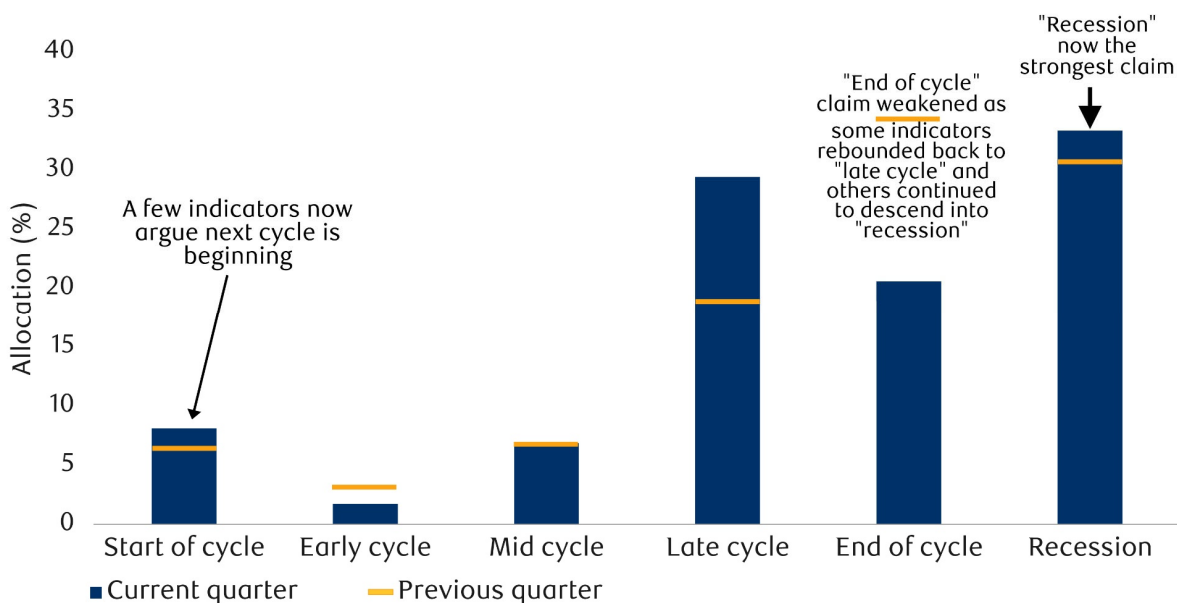
2023年7月17日時点、網掛け部分はリセッションを示す。 出所：FRB, Macrobond, RBC GAM

➤ ドイツ、ユーロ圏、ニュージーランドなど、いくつかの地域はすでに景気後退と見てよい状況に陥っています。もっとも、それぞれの国において他地域に直接は波及しない個別要因が重なった側面もありました。例えばエネルギーショックはドイツとユーロ圏に打撃を与え、悪天候とストライキはニュージーランドにダメージを与えました。中国もまた、リセッションに近い状況に苦しんでいると言えるでしょう。新興国においては、年率3%未満の成長はリセッションに相当すると言われるますが、中国は昨年、そして今年の4-6月期にもそのような基準を下回っています。

景気循環モデルはリセッションを示唆？

当社では米国の景気循環サイクルのモデルを四半期ごとに更新していますが、足元で非常に興味深い変化が見られました。ポイントは当社の景気スコアカードが「景気サイクルの終盤」から「景気後退（リセッション）」へとついに転じたことです。（下図）

米国の景気循環、「景気サイクルの終盤（End of cycle）」が低下



2023年7月28日時点 スコア計算はRBCGAM独自のものです。 出所：RBC GAM

ただ、この結果については、解釈は単純ではなくより踏み込んだ議論が必要です。興味深いのは、数四半期前まで優勢だった「景気サイクルの終盤」のスコアが大幅に急落したことです。その下落分のうち、予想通り「景気後退（リセッション）」に移行したポイントもありますが、それ以上に大きなシェアが「景気サイクルの後期」に後退しています。つまり、かなりの数の経済変数がリセッションに向けて進んだ一方で、それ以上に多くの変数が後退したことを意味しています。つまりスコア上は「景気後退（リセッション）」が最多数となりましたが、分布は分かれており、別の解釈では、景気後退までにはまだ数四半期あるという見方もできるということです。

私たちの中の最も論理的な解釈は、スコアカードのシグナルが混在しており、不確実性が高いとはいえ、景気後退が目前に迫っているというものです

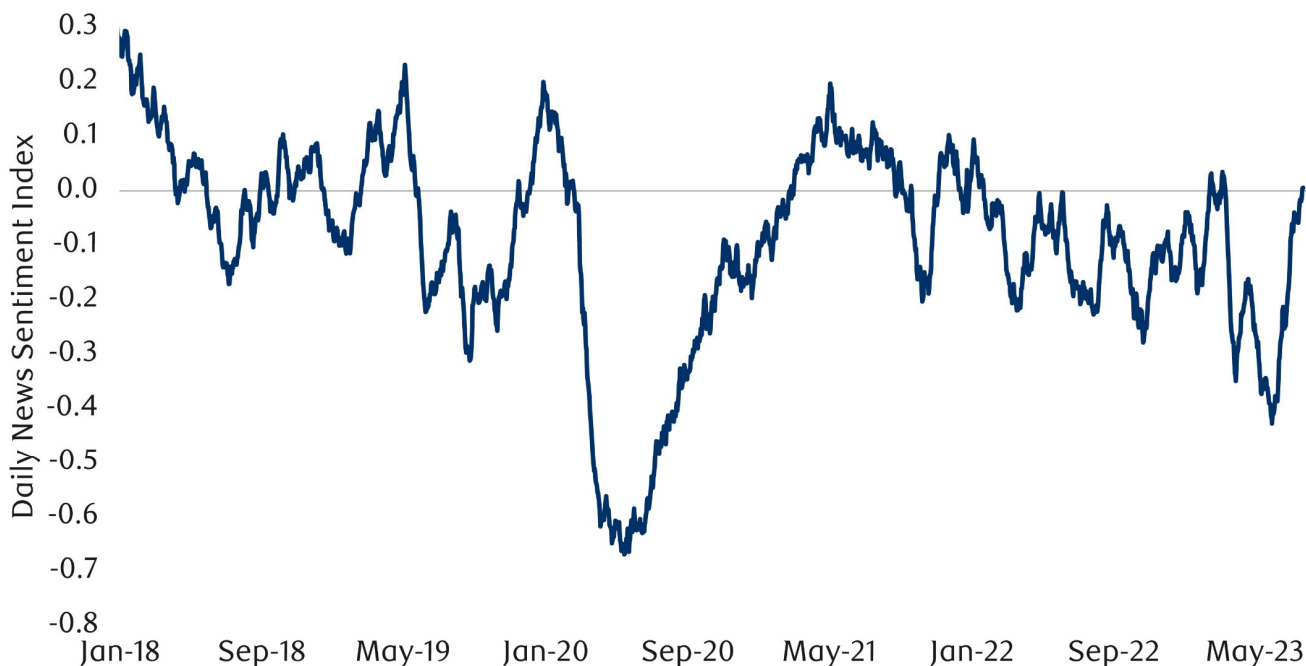
さらに、「景気後退（リセッション）」シグナルの意味についても議論があります。すなわち、これは景気後退がすでに進行しているという意味でしょうか？ 足元の経済指標を読み解く限り、その可能性は低いと思われます。よって「景気後退」シグナルは、景気後退が始まりかけていることを意味すると解釈するのが最も論理的であると思われます。

しかし、あまりオーソドックスでない第3の解釈は、今がこの景気サイクルの最悪期である、というものです。つまり、景気循環の谷にはいるものの、大幅な景気縮小を引き起こすほど悪くなかった、ということになります。これは「サイクルの始まり」が現在8%程度のシェアを獲得しているという事実が、このような見方を暫定的に支持するものと言えます。

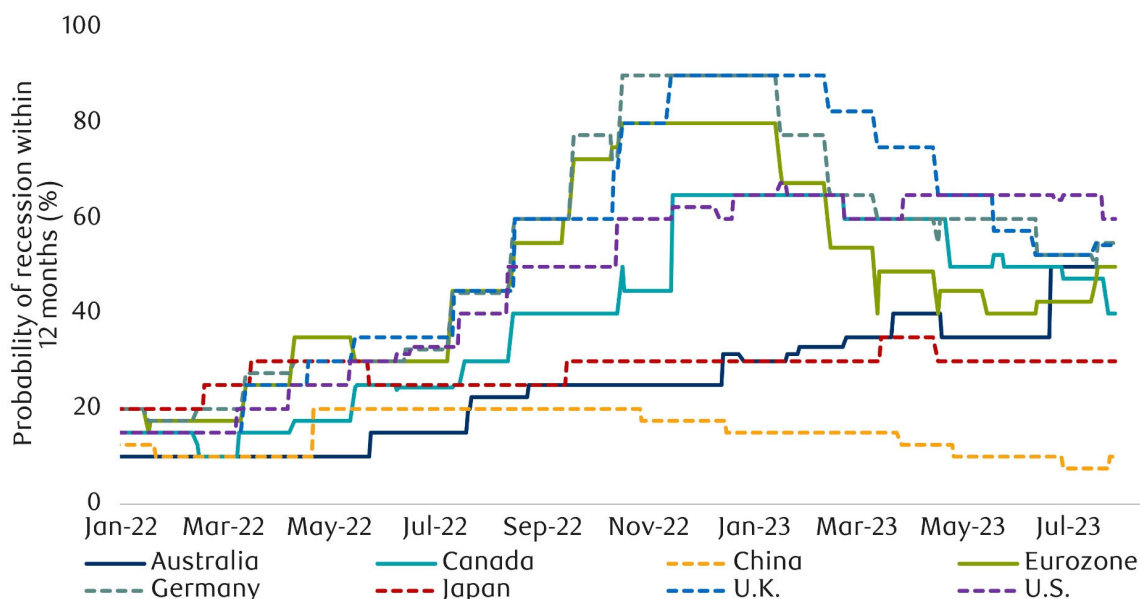
市場が織り込む景気後退リスクは低下

当社景気循環モデルの示す不吉な警告にもかかわらず、経済関連の各種報道はここ数ヶ月で改善が見られています（下図）。インフレ率の低下と相まって、景気後退リスクはいくつかの国において大幅に低下したことがコンセンサスとなっています（次頁）。当社が独自に算出した米国の今後1年間の景気後退リスクは、前四半期の80%から、現在はより緩やかな65%に低下しています。

日々のニュースセンチメントは改善



市場のリセッション予想は低下



2023年7月28日時点 Bloombergのサーベイ調査による景気後退確率の中央値 出所：Gqtr gjw, RBC GAM

しかしながら、実際の経済指標は、これらのニュースとは対照的に遥かに少ない改善しか見えておらず、依然として多くの指標は軟調です（下図）

米国の景況感は依然として低水準



2023年6月時点 全米自営業者連盟（NFIB）の企業楽観度指数を用いて主成分分析を行ったもの。ISM製造業/サービス業の新規受注やカンファレンスボードCEO信頼感など
出所：Ymj Htskjsjshj Gt fwi 1XR 1SKNG1R fhwtgsi1WGH LFR

当社は今もっとも重要な問いである「景気後退の窓はすでに閉じられてしまったのか、あるいは今まさに開きつつあるのか」という点に答えを出すべく、様々な経済モデルや歴史的な動きを研究してきました。

公開されている中央銀行の計量経済モデルの大半が、利上げ効果は1年以内に経済に完全に吸収されると推定していることを知り、（少なくとも景気後退を想定する我々にとっては）当初は気落ちするような思いでした。額面通りに捉えれば、最も集中的な利上げから1年を迎えようとしている今、金融政策による足かせが緩和されようとしていることを意味しています。

しかし、これは非常に狭い範囲の状況においてのみ当てはまるのだと思っています。これらのモデルは、突然の金利ショックを経験した場合、ショックがすぐに和らぐ、つまり政策金利が急速に中立的な水準に戻ることを想定しています。しかし、実際にはそのようなことは通常起こりませんし、今回も起こっていません。政策金利は反転しなかっただけでなく、むしろ上昇を続けています。

過去の引き締めサイクルを独自に分析した結果、最初の利上げから景気後退までの期間は平均27カ月であることが判明しました。これはすなわち、2024年半ばに景気後退が起こることを意味します。

より現実的な前提に立てば、こうしたモデル（当社独自のモデルも含め）は、利上げのたびに向かい風が吹き続けるといった状況が約2年半続くということです。これまでの利上げの効果が累積していることに鑑みれば、今後1年間は過去数四半期よりも金融面での足かせは徐々に大きくなるはずで、景気後退の窓はまだ大きく開いているものと考えています。

もっとも、金融面の足かせが徐々に大きくなったとしても、必ずしも景気後退が確実に発生するわけではありません。足元の景気低迷にもかかわらず、景気はこれまでリセッション入りを免れてきました。そのため、景気後退の可能性は100%にはほど遠いと言えるでしょう。

しかし、『International Journal of Central Banking』誌に掲載された大規模な過去文献のレビューによれば、利上げがインフレ率にマイナスの影響を与えるまでの平均的なタイムラグは、なんと2～4年とのことでした。これによれば、景気後退は前倒しで起きることになります。

同様に、過去の引き締めサイクルを独自に分析した結果、最初の利上げから景気後退までの期間は平均27カ月であることが判明しました（下図）。これはすなわち、2024年半ばに景気後退が起こることを意味します。

最後に、広く想定できる点で言えば、多くの住宅ローン保有者やその他の借り手が高金利の借り換えに直面していないことを考えれば、利上げの影響がまだ経済に十分に及んでいないことは明らかであると言えます。

歴史的に見れば、リセッション入りは引き締めから相応にラグを伴って発生

First rate hike	Recession start to first rate hike	Last rate hike	Recession start to last rate hike	First rate cut	Recession start to first rate cut	Recession start
Apr 1955	-29	Aug 1957	0	Nov 1957	3	Aug 1957
Sep 1958	-20	Sep 1959	-8	Jun 1960	1	Apr 1960
Nov 1967	-25	May 1968	-20	Aug 1969	-5	Dec 1969
Jan 1973	-11	Aug 1973	-3	Sep 1973	-3	Nov 1973
Aug 1977	-30	Mar 1980	1	Apr 1980	2	Jan 1980
Aug 1980	-12	Dec 1980	-8	Jun 1981	-2	Jul 1981
Mar 1988	-28	Feb 1989	-17	Jun 1989	-14	Jul 1990
Jun 1999	-21	May 2000	-10	Jan 2001	-3	Mar 2001
Jun 2004	-42	Jun 2006	-18	Sep 2007	-3	Dec 2007
Dec 2015	-50	Dec 2018	-14	Jul 2019	-7	Feb 2020
Average	-27	Average	-10	Average	-3	
Median	-27	Median	-9	Median	-3	
Standard Deviation	12	Standard Deviation	7	Standard Deviation	5	

米国の利上げサイクル・景気循環を表します 出所：Federal Reserve, National Bureau of Economic Research, Macrobond, RBC GAM

悔しいことに、経済学では何事もあまり正確ではありません。不正確な科学とも言えます。景気が後退を拒み続け、インフレ率が低下し、利上げが終了に近づいているとなれば、リセッション入りストーリーを断念したくなるのも無理はありません。しかし、すでに実施された引き締めの規模は、理論的には景気後退を引き起こすのに十分なものであり、そのラグにはまだ景気後退の余地が十分に残されています。同様に、前述の景気循環に関する研究結果や景気後退に関するヒューリスティック・データ（最新版については次の図表を参照）も、景気後退の可能性はまだ高いと主張し続けています。こうしたインプットを、曖昧にしてはならないと考えています。

景気後退シグナルはほぼ「イエス」または「可能性が高い」：今後1年間のリセッション入り可能性を65%と予想

Signal	Indicating U.S. recession?
2yr-10yr curve inverts	Yes
3m-10yr curve inverts	Yes
Fed short-term curve inverts	Yes
Inflation spike	Yes
Duncan leading indicator falls	Yes
Financial conditions tighten	Yes
Monetary tightening cycle	Likely
Google "recession" news trend	Maybe
RBC GAM recession model	Maybe
Oil price spike	Maybe
Jobless claims jump	Maybe
Unemployment increase	No, but trending sideways

2023年7月24日時点 米國経済に関して 出所：RBC GAM

最新の成長見通し

景気後退が発生する時期の見通しを、2023年下半年から、2023年10-12月期～2024年1-3月期へと変更しました。米国に関してはピークからの成長下落率がこれまでの▲1.4%から▲1.1%に変更させました。その他の先進国についても同様の調整を行っています。定性的には、予想される景気後退の度合いは「軽～中程度」の落ち込みから、より「軽度」な落ち込みになります。

全体として、景気後退の遅れは2023年の成長率予測を押し上げ、2024年の成長率予測を押し下げると見ています。

当社の景気見通しは引き続きコンセンサスを下回っており、弱気ビューに伴ってインフレ率はここ数四半期で見られたのと同様、市場の想定よりも急速に低下すると見えています

景気後退の勢いが弱まったとはいえ、影響力の大きい経済的な材料を改めて整理すると、ポジティブとネガティブはほぼ均等に分かれています。

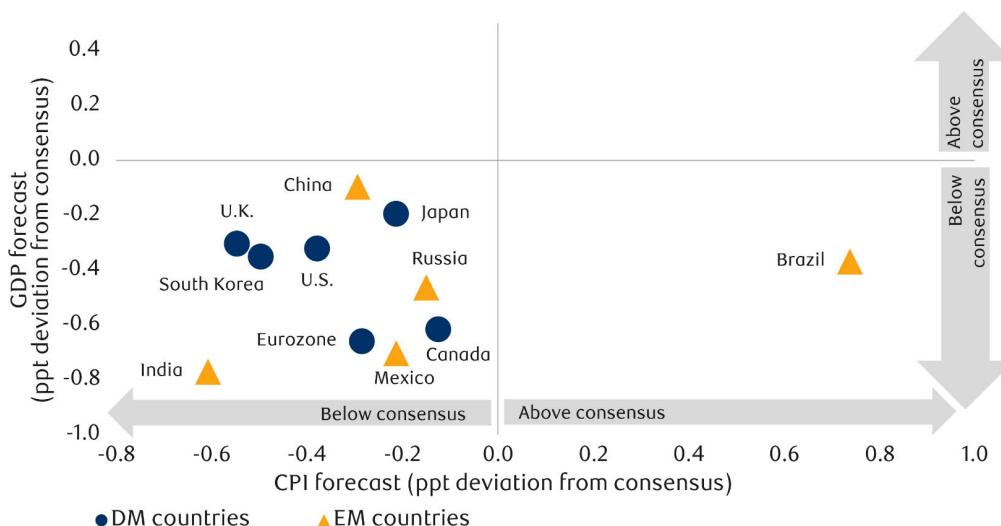
ポジティブ材料は以下の通り：

- 経済は成長を続け、この四半期も景気後退を克服しました。これは2023年のGDP成長にとって数字的にプラスであり、また経済が回復力を保持しているというシグナルでもあります。
- インフレ率は見事に低下し、成長を蝕むリスクを軽減させました。
- 住宅は依然として活気を取り戻しています。
- 生成AIへの期待は短期的には生産性の伸びを押し上げないかもしれませんが、研究開発費と設備投資を緩やかに向上させる可能性があります。
- 株式市場は上昇しており、わずかながら正の資産効果を生み出しています。

逆にネガティブな材料は以下の通り：

- 中央銀行の利上げ回数が従来の想定を上回っています。
- これまでの利上げのラグ効果がまだかなり大きく残っていると見られます。
- 米国の債務上限に関する合意は、アメリカの若干の財政負担増に繋がりました。
- 米国の学生ローンの支払いは8月に再開され、数千万人の米国人が毎月数百ドルの負担を強いられることになります。
- 中国経済は期待に反して低迷を続けています。
- 5月にさかのぼりますが、この4-6月期にも銀行にストレスがかかる危機がありました。

RBC GAMの2024年経済予想（GDP及びCPIについて、市場コンセンサスとの差異）



差異はRBC GAM予想（2023年7月24日）とコンセンサス予想（2023年7月）の差で測定。 出所：Consensus Economics, RBC GAM

4. インフレのアップサイド・ダウンサイドリスク整理

インフレ率は順調に低下し続けています。米国の6月のCPIは前年比+3.0%、カナダは同+2.8%でした。ユーロ圏はやや遅れていますが、7月のインフレ率は前年比+5.3%まで低下してきています。中小企業のインフレに対する警戒感は若干後退しました（下図）。

そうはいつでもインフレは依然として中小企業にとって最大の脅威



2023年6月時点、網掛け部分はリセッションを示す。 出所： NFIB Small Business Economic Survey, Macrobond, RBC GAM

アップサイドリスク（インフレ加速）

-エネルギー

しかしながら、ここからのインフレ改善のペースが鈍化するリスクを指摘したいと思います。米WTI原油価格は、この1カ月に1バレル70米ドル未満だったのが、82米ドル近くまで急騰し、ガソリン価格を通じて物価上昇圧力になっています。

また、ベース効果（前年比効果）も好ましくありません。というのも、足元のインフレ率低下のトレンドは、ちょうど1年前から始まりました。よって、ここからは前月比ベースで依然として大幅に増加しているという現実に向き合わなければなりません。また、企業の価格改定の動きも再び現れ始めています。

値上げを計画している企業の割合が再び増加



2023年6月時点、網掛け部分はリセッションを示す。 出所： NFIB Small Business Economic Survey, Macrobond, RBC GAM

-食品インフレリスク

食品価格にも注意が必要です。トレンドとしては鈍化しているものの（下図）、この喜ばしいトレンドが失速するリスクがあります。ロシアはウクライナ産穀物の黒海通過を認めなくなり、世界の穀物価格は一時的に上昇しました。ここで問題なのは、この価格上昇そのものというよりも、供給問題がさらに悪化するリスクです。また、このような措置は小麦以外の食料品にも影響を及ぼすほか、最近の世界的な猛暑で、少なくとも3つの主要な産地で不作が危ぶまれています。

米国の食品インフレは下落



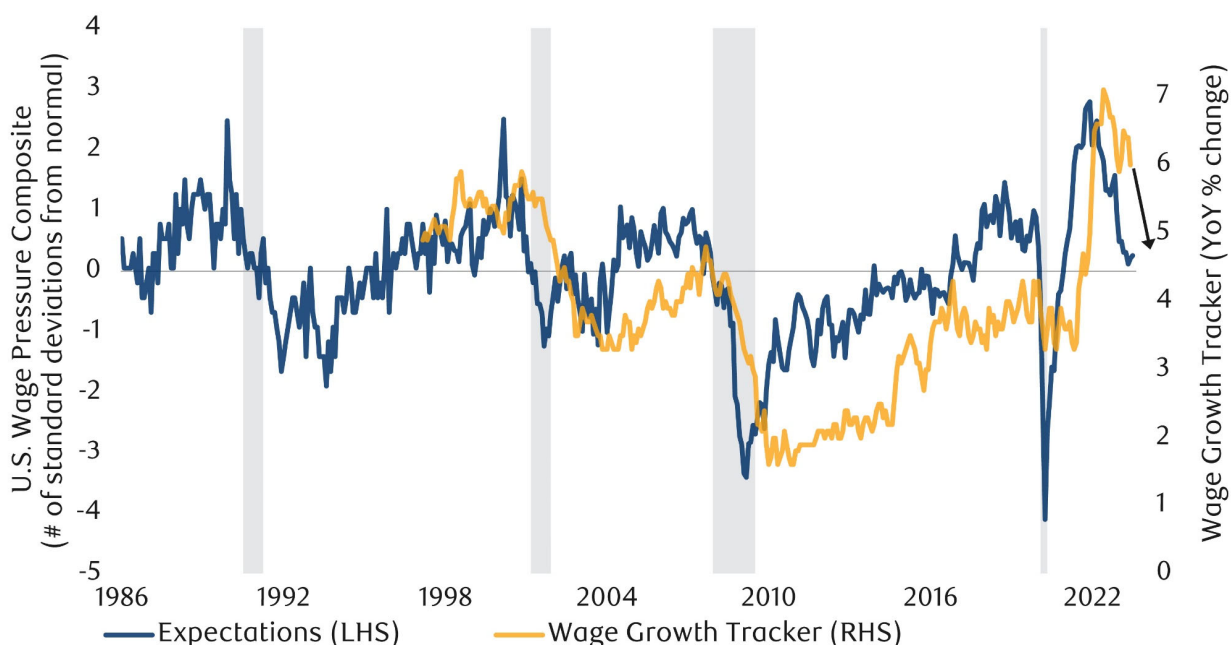
2023年6月時点、網掛け部分はリセッションを示す。 出所：米労働統計局, Macrobond, RBC GAM

-賃金インフレリスク

賃金価格のスパイラルは、依然としてもうひとつの重要なインフレ上昇リスクです。米国のオフィシャルな時間当たり賃金上昇率は、一時の5.9%の高水準から4.3%程度まで低下しましたが、これはやや誇張されているかもしれません。低技能労働者がいったん離職し、その後再就職したという構造要因によって数字が歪められている可能性があります。すなわち、平均賃金は最初に高くなり、現在は低くなっているということです。

アトランタ連銀の賃金上昇率トラッカーは、こうした問題に対応しています。この指標によると、実際の賃金上昇率は公式の統計よりもかなり高いままであり、ピーク時の7.1%から現在は6.0%へと、より緩やかな軌道を描いています（下図）。我々の賃金予想では、足元の賃金上昇はやや強いですが、ここから大きく鈍化するはずと想定しています。

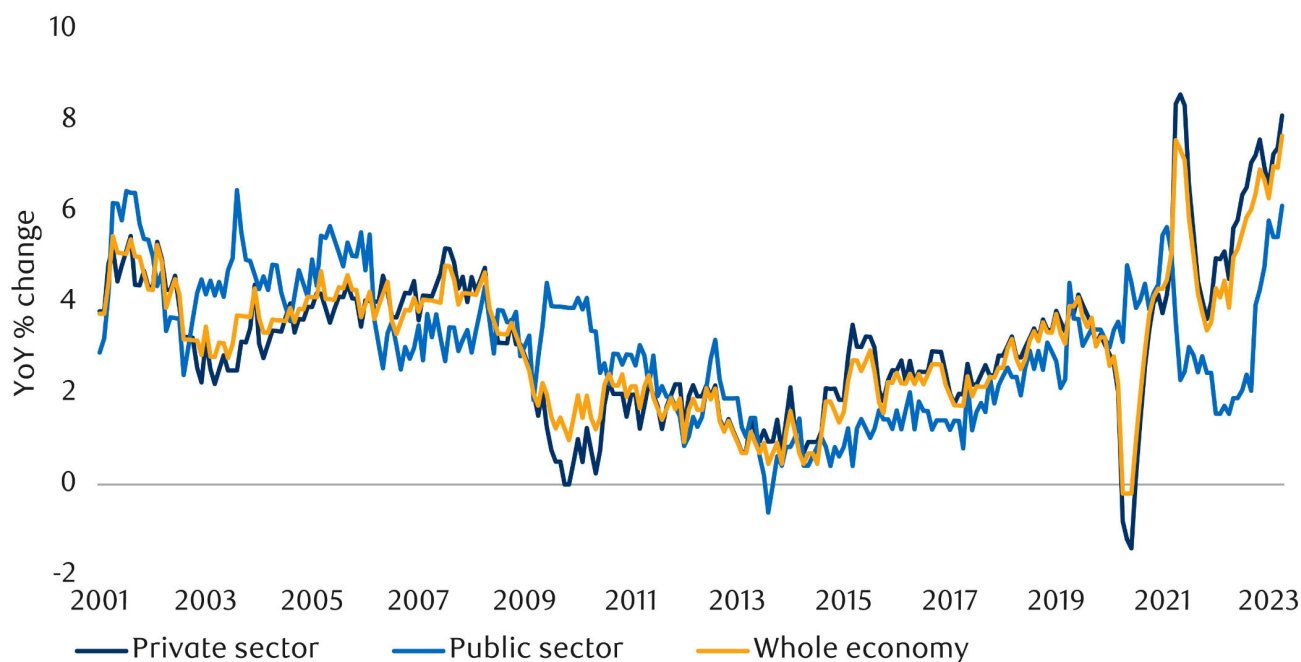
米国の賃金圧力は緩和



アトランタ連銀賃金上昇率トラッカーは2023年6月時点、賃上げ期待は同7月時点。同指数は企業の賃上げ意向を踏まえて算出される。網掛け部分はリセッションを示す。 出所： Macrobond, RBC GAM

これまでも述べてきたように、英国の賃金上昇は憂慮すべき形で加速し続けています（下図）。このことは、イングランド銀行が先進国の主要中央銀行の中で大幅な金融引き締めを続けている理由を説明するのに役立ちます。

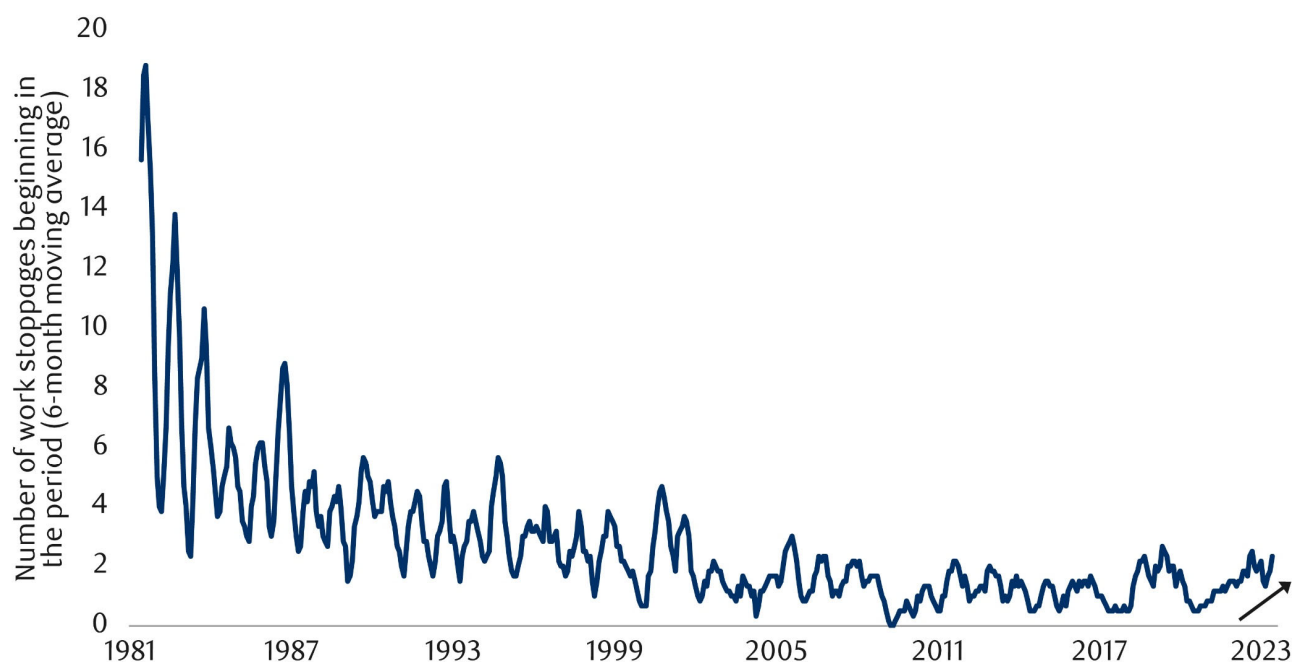
英国の週平均賃金は加速



高インフレと極めて低い失業率の今、多くの労働市場で労働者の不満が高まっています。

- 先日の米チームスターズ労組のストライキはかろうじて回避されましたが、9月14日にはある米大手自動車メーカーに対してストライキが起こるとの見方が広がっています。
- 米国のストライキは増えています。（下図）
- 英国もこの1年、驚くべき数のストライキに見舞われています。（次頁）

2020年以降、米国でのストライキが増加



英国はコロナ前から驚くべき数のストライキに見舞われている



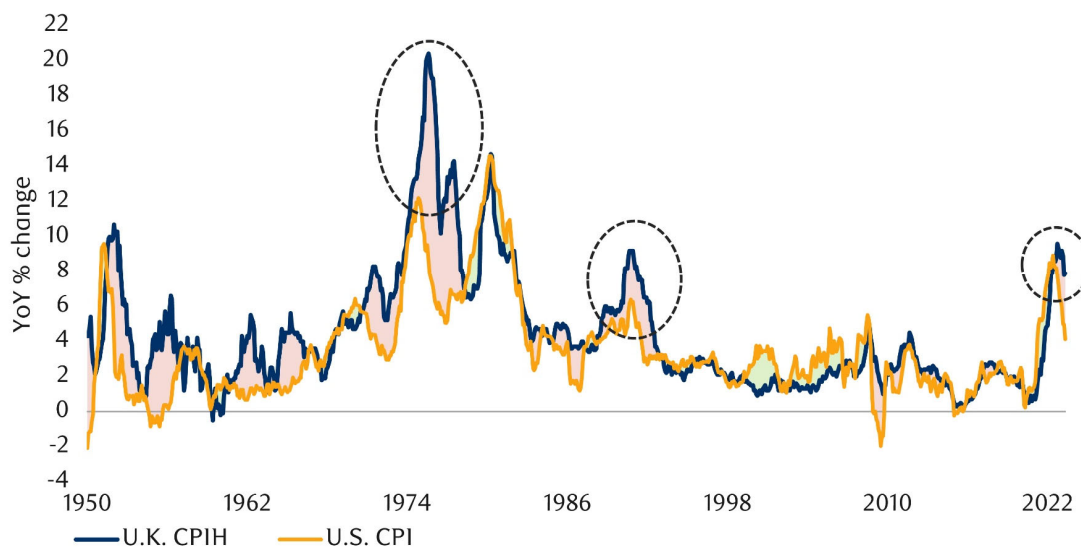
2023年5月時点 データには、雇用条件に関連する使用者と労働者間、または労働者間の争議によって引き起こされたものも含む。
出所：U.K. Office of National Statistics, Macrobond, RBC GAM

-英国、インフレ悪化の兆し

英国のインフレが他の先進国よりも悪化していることを踏まえ、過去の高インフレ期を調査し、これが単なる不運が重なった結果なのか、それともよりなんらかのパターンの一部なのかを調べました。

暫定的な結論としては、英国は高インフレに対して構造的により脆弱であるようだ、ということです（下図）。英国のインフレ率が米国を上回ったのは足元（2022年）だけでなく、1990年代前半や1970年代、1980年代前半などの過去のインフレスパイクのほとんどの時期で見られました。

英国のインフレはヒストリカルに米国より悪化



2023年5月時点 出所：米労働統計局, U.K. Office of National Statistics, Macrobond, RBC GAM

ただ、より公平に言えば英国のインフレ率は1990年代の残りや2000年代、2010年代の大部分を通じて比較的おとなしかったとも言えます。

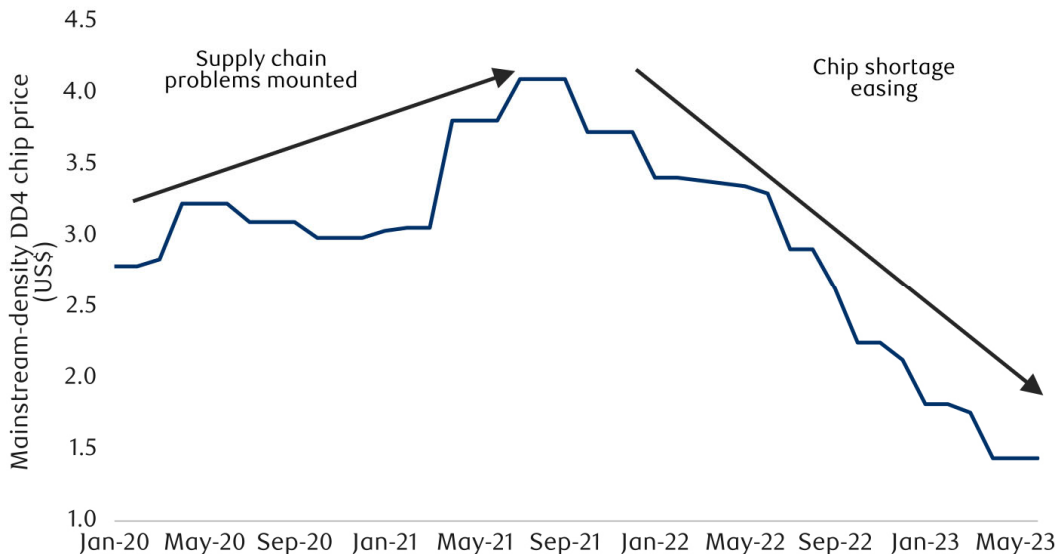
これに関するよりオールラウンダーな説明は、英国が小さく開放的な島国であるため、不安定な輸入品に依存しているということです。Brexitは今回のインフレを説明する有力な要因ですが、それ以外にも強力な労働組合の存在というのも1970年代のインフレを説明するのに役立ってきました。当時、英国の労働組合加入率は50%を超えていました。現在では大幅に低下していますが、それでも依然として影響力は持っています。といっても、他に特別な要因が働かなければ、この先のグローバル・インフレは英国にとって米国より若干悪い影響程度に留まるはずだろうとも思っています。いずれにせよ、まずは目先のインフレへの対処でしょう。

ダウンサイド・リスク（インフレ低下）

この局面においては、デフレが深刻なリスクであるというのはいささか無理があるかと思いますが、一方でインフレ率がコンセンサスを大幅に下回る現実的なシナリオがありうるということには注目すべきと考えています。金融政策は大幅な緩和から大幅な引き締めに転換し、商品価格は大幅に下落、サプライチェーンの問題はほぼ解決し、景気後退も近づいているかもしれません。

原材料が一時的に値上がりした、供給不足に陥った、市場環境が企業の利益率拡大を可能にした、など理由はさまざまですが、一部の製品では価格が上昇すぎたように思います。これらの要因のいくつかは、単に止まるだけでなく、逆回転する可能性があります。企業レベルでは、ホールフーズやウォルマートなどの一部の企業が供給業者に対して価格引き下げの圧力をかけていると報じられています。また、自動車価格は以前の大幅上昇の後、再び下落しており、半導体価格も同様です。

半導体不足は緩和



2023年6月時点 R fmsxywjr ijsxxy- I IW9 hmu zxcji ts ymj I IW9 =LG 6L)= 795547;; ; R M i hmu3出所 : InSpectrum Tech, Bloomberg

そのほかの国では、2カ国でインフレの下振れが確認されました。ひとつはスペインで、総合インフレ率は、6月には前年比は+1.9%と、ECBの目標値下回る水準を記録しました。驚くべきことに、これはドイツのインフレ率の3分の1以下です。

この差異は一体どこから来るのでしょうか？

おそらく、経済状況・構造的要因・政策が混在しているのだと思われます。スペインはEU加盟国の中でも最も高い失業率を誇り、供給制約要因による物価上昇を制限しているものと見られます。また、構造的要因としては、スペインの天然ガスのネットワークは他のEU諸国と比べて統合が進んでいないことも挙げられます。すなわち、ロシアが供給を遮断しても、スペインのエネルギーコストはそれほど高騰しませんでした。そして政策面では、ガス料金の上限設定や、果物・野菜関連への減税、家賃の値上げ上限年3%制約などがあります。（なお、これらの政策は短期的にはインフレ抑制に役立っていますが、長期的には必ずしも経済的に最適ではないことには留意すべきと考えています）

もうひとつ、インフレの下振れが確認できた国が中国です。6月分のCPIは前年比+0%、PPI（生産者物価指数）は同▲5.4%となりました。中国は他の国と異なり、大幅な景気刺激策を導入してこなかったこともあり、初期のインフレ率はそこまで上昇しませんでした。また、多くのサプライチェーンの大本であることから、サプライチェーン問題によるインフレは他の国よりマイルドなものとなりました。また、パンデミック期間を通じて、経済自体は比較的オープンであったこともあって、リオープン後に消費が急拡大しインフレが起こることもありませんでした。

逆に言えば、中国は他国に比べて単にタイムラグがあるだけというリスクはあります。中国が再開したのはわずか7ヶ月前であり、他国と同じように再開後1年の遅れでインフレ率が急上昇する可能性は否定できません。仮にこの説が正しいとすれば、中国は来年に高インフレに見舞われる可能性があります。もっとも、複数国が同時に経済再開するようなわけでもなく、中国経済自体も比較的弱いことから、中国のインフレは抑制されたまま推移する展開をベースケースとして想定しています。

スペインと中国の状況は異なるため、インフレからの脱却を目指す他の国々にとって特に参考にはならないかもしれませんが、ただ他国にとっても、現在の環境下でもインフレの正常化は十分に可能であるといえます。その意味で、スペインと中国に続く国が出てきて、インフレ率が予想を下回る可能性もあると考えられます。

5. 中央銀行はゴール間近か？

ここ数カ月、予想を上回る金融引き締めを続けてきた主要中央銀行ですが、ついにゴールに近づいた可能性があります。

米国に関しては、FRBは先月末、予想通り25bpsの利上げを実施し、FF金利の目標レンジの上限を5.50%まで引き上げました。声明文では経済に対しやや前向きな姿勢が見られたものの、その後の記者会見ではハト派的な発言が目立ちました。金融政策がこれまで歩んできた長い道のり、しかし緩和するには程遠いという、データ次第的アプローチを強調するコメントでした。

中央銀行が引き締めサイクル中に一時停止し、その後（最近FRBが行ったように）再開した場合、歴史的には80%の確率で1回以上の利上げが行われています。

市場はFRBの利上げが終了した可能性が高いと見ており、今秋の利上げ幅はあと25bpsの5分の1程度予想されています。これは、特にインフレが低下基調であることを考慮すれば、信頼できる見解でしょう。しかし、6月に発表されたFRBのドットチャートでは、年内にさらに25bpの利上げが実施されると予想されていたことを忘れてはいけません。

さらに、中央銀行が引き締めサイクル中に一時停止し、その後（最近FRBが行ったように）再開した場合、歴史的には80%の確率で1回以上の利上げが行われています。特に、経済が好調を維持し、インフレ率が今後数ヶ月の間に著しく改善しなくなった場合、再利上げはあり得ない話ではないと見えています。

また、**カナダ**の中銀の議事要旨では、データ次第のアプローチが明らかになり、次回の会合では何もしない方向に傾いている模様です。「インフレ圧力が予想通り緩和されなければ、政策金利をさらに引き上げる用意があることで合意した。・・・しかし必要以上の引き締めは望んでいない」(カナダ中銀、7/26/2023)

欧州では、ECBは預金ファシリティー金利を25bps引き上げて3.75%とし、データ次第というスタンスをとりました。

英国の中央銀行は例外であり、市場は8月の利上げ後の5.25%から2回以上の25bps利上げが織り込まれています。

一方**日本**では、日銀はまったく異なるペースでマーチを続けているようです。他国が経験したような初期のインフレ高進は経験しておらず、最近になってようやくインフレの熱を感じ始めました。さらに、数十年にわたりインフレ目標を下回り続けてきたため、長期的なインフレ期待を復活させる手段として、インフレの上昇には他の国よりもはるかに寛容です。

しかし、日本のインフレ容認は無限ではありません。日本はお金を刷り続け、長いマイナス金利の歴史から歪みが生じています。日銀は昨年12月に初めてイールドカーブ・コントロールを緩和し、10年債利回りの目標レンジをそれまでの0.25%から0.50%まで上昇させました。そして7月末、日銀はこの制限を事実上さらに引き上げ、指値オペで10年国債を1.0%で買い入れることを示唆しました。紛らわしいことに、0.50%という目標レンジは依然として目途とされていますが、もはや「厳格な制限」ではないでしょう。その結果、日本の10年物国債利回りは0.50%の上限を上回り、過去9年間で最も高い水準で取引されています。

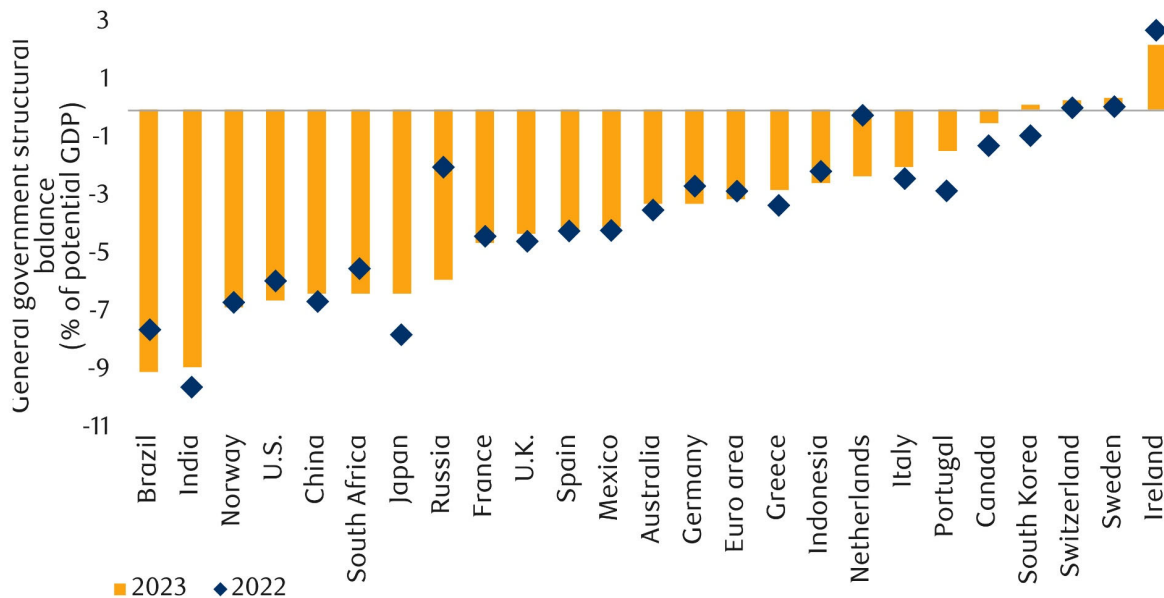
世界的な金利上昇を受け、日銀はイールド・カーブ・コントロールを慎重に調整



6. 財政に関する考察

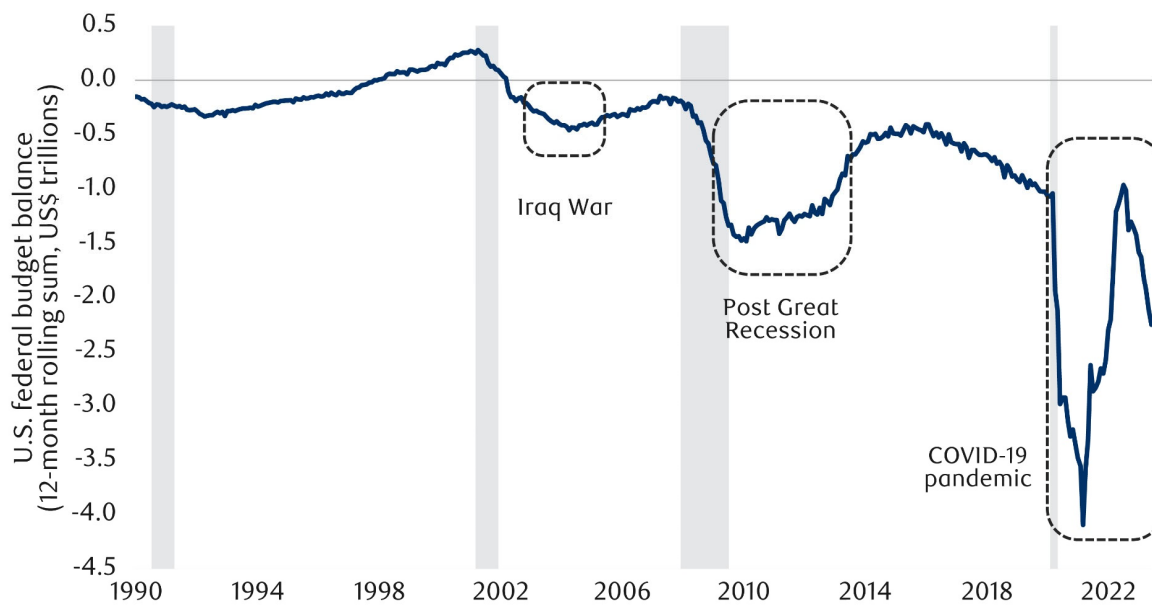
多くの国において、財政赤字が景気サイクルのこの後期としては不慣れほど大きいままであることは以前にも述べました（下図）。米国は建設的な方向に転じ始めていましたが（債務上限規制の恩恵も受ける予定）、再び財政赤字が拡大しました。

大幅な構造的財政赤字が続く



2023年はIMF予想。 出所：IMF World Economic Outlook, April 2023, Macrobond, RBC GAM

米国の財政赤字は再び拡大



2023年6月時点 出所：Macrobond, RBC GAM

政府には多くの理由から財政支出拡大の圧力が高まっています：

- 既存債務の返済
- 軍事費増大
- 高齢化社会のサポート
- 環境に配慮した取り組みへの資金提供
- 新たに注目される産業政策への取り組み

同時に、市場を長くコントロールしてきた中央銀行の量的緩和が終了し、債券市場はより敏感になりつつあります。

多額の財政赤字と多額の債務負担を解決する方法はいくつかあります。

最も楽観的な戦略は、単に経済成長を促すということです。しかし、GDP成長率を加速させることは言うは易く行うは難しです。現在の状況では、短期的なリスクは景気後退が現れた場合の経済悪化の方に広がっていると言えるでしょう。

もちろん、新技術が長期的に生産性を加速させる可能性が高いことは指摘できます。しかし、それは確実ではなく、その規模はまだ明らかではありません。さらに、現在GDPの4~7%の範囲にある赤字に対処するには、持続的かつ抜本的なGDP成長要因が必要です。

スタンダードな財政赤字削減戦略は、単に政府の歳入と歳出の不均衡を減らすことです。増税も歳出削減も有権者には不人気であることを考えれば、これは決して容易なことではありません。穏便なのは、通常より慎重に歳出の伸びを抑えることです。これはあらゆる解決策の一部でなければなりません。

どのような解決策も、財政規律を守ることからもたらされなければならないと思いますが、より早いペースかつ長期的な成長、金利の抑制、追加的なインフレといった助けも少しは必要になるでしょう。

金利の抑制はさらなるインフレを許容することになります。当社はこれまでも、引き続き低金利時代が続くだろうと主張してきました。というのも負債が多いからです。債務が多いことがそのまま低金利に結びつくわけではありません。そうではなく、債務返済の負担が重くならないよう、低金利を維持するインセンティブが働くのです。

同様に、長期のインフレ率も、債務とは無関係の要因によって、目標を上回る方向に傾く可能性があると考えています。脱グローバリズムや気候変動がその筆頭要因です。しかしながら、高水準の公的債務の負担を軽減するのに役立つのであれば、この追加的なインフレについてはもう少し寛容になれるかもしれません。ちなみにそれは2つの波及経路があります：

- 名目GDP成長率を押し上げ（これは債務残高対GDP比といった指標を改善します）。
- 実質金利の引き下げ

要するに、どのような解決策も、財政規律を守ることからもたらされなければならないと思いますが、より早いペースかつ長期的な成長、金利の抑制、追加的なインフレといった助けも少しは必要になるということです。これまでのところ、ほとんどの国はそのような最初の選択肢を実行しようとしていませんが、債券市場の懸念が高まれば、その態度も変わるかもしれません。財政赤字国の国債には大きなリスクプレミアムを支払うことを余儀なくされ、最悪の事態も起こりうるからです。

7. 中国政治の建設的なシグナル

7月下旬に開催された中国共産党中央政治局は、経済再生のための抜本的な財政政策を発表することはできませんでした。しかし、後にさらなる支援を行うための土台を築いたことは間違いないでしょう。少なくとも、当局は前四半期よりも懸念を強めており、経済問題、特に不十分な内需と厳しい事業環境を認識しています。

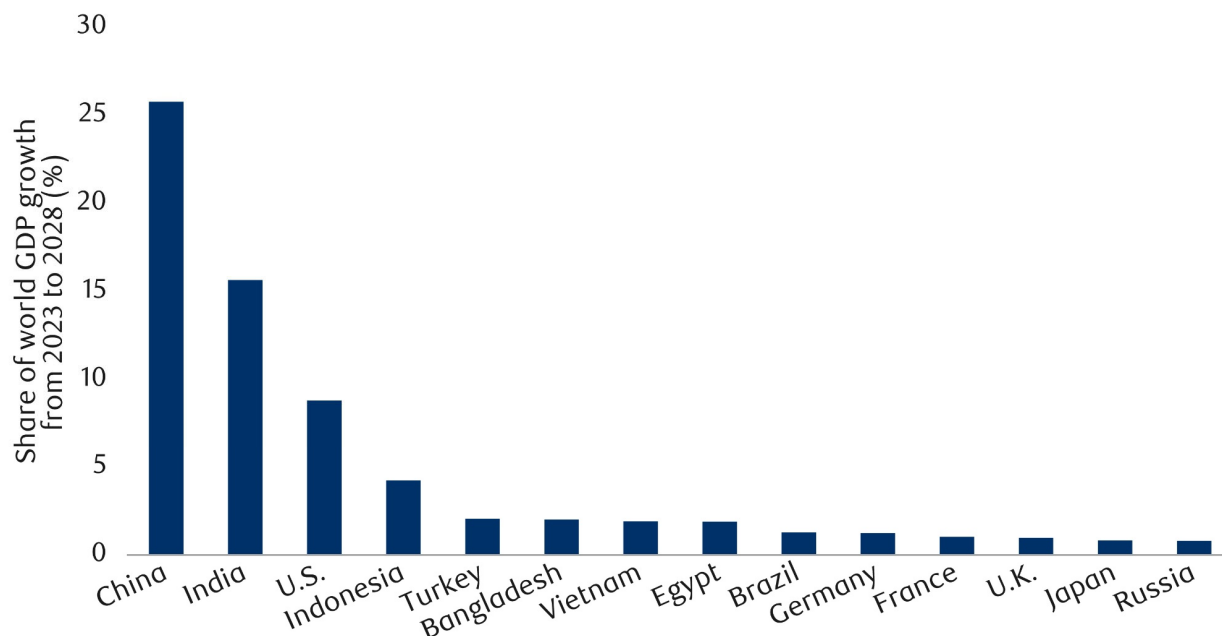
同会議では、景気刺激策の強化を示唆し、特に自動車産業とエレクトロニクス産業について言及しました。また、住宅市場に関しては「住宅は住むためのものであり、投機のためのものではない」というこれまでのコメントが省かれたことから、何らかの追加支援がある可能性もあります。

最後に、政府は前回の当マクロメモでも指摘した地方政府の債務問題解決を約束しました。住宅市場の低迷で苦境に立たされている中国の地方政府債務は10兆米ドル以上に上る可能性もある中で、これは非常にポジティブな兆候です。もちろん、地方政府の債務を補填する政府資金は、経済全体において生産的なことには結びつかないものであるということは留意する必要があります。

8. インドの将来性

インドは、長期的な投資や経済の観点から見ても魅力的な国です。驚くべきことに、国際通貨基金（IMF）は、2028年までにインドが米国を抜いて世界第2位の経済成長ドライバーになると予測しています。（下図）

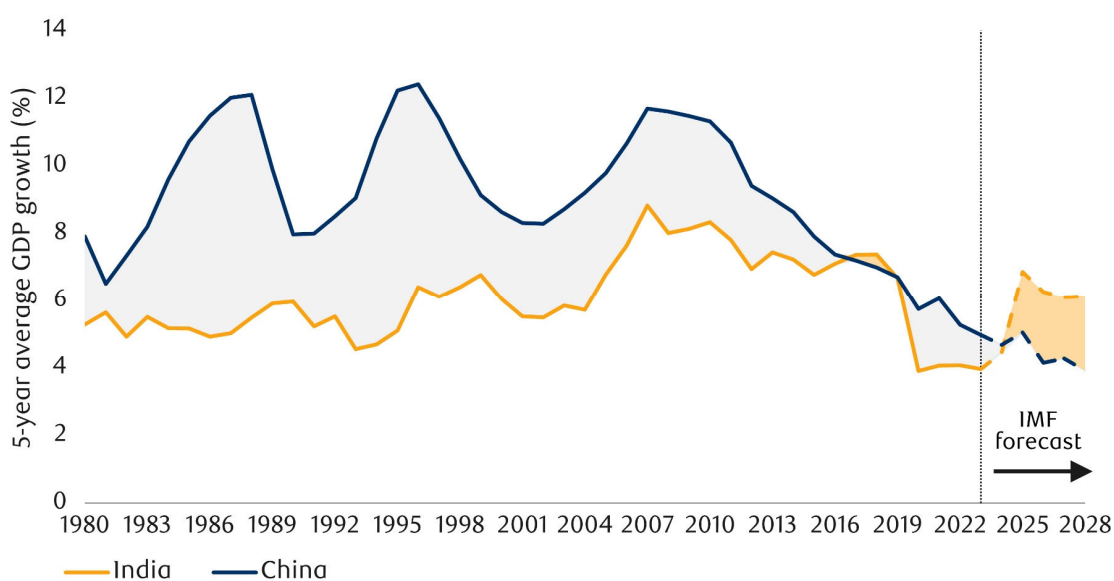
中国は依然としてトップに残る



IMFの2023年から2028年予測より 出所：IMF World Economic Outlook, April 2023, Macrobond, RBC GAM

成長ペースの観点からは、IMFはさらに、インドが今後この期間に中国を大きく上回り、世界で最も急速に成長する大規模経済国になると予測しています。誤解のないよう補足しますと、中国の経済規模自体はインドよりはるかに大きいため、成長率は相対的に劣ったとしても毎年の生産高は大きくなります。しかしインドはその膨大な人口は大きな可能性を秘めています。

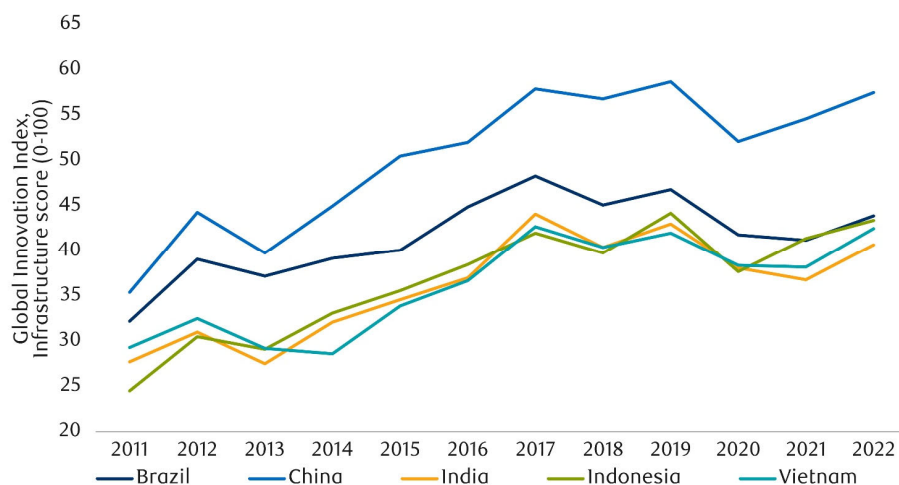
経済成長：インドは中国より早くなりそうだ



出所：IMF World Economic Outlook, April 2023, Macrobond, RBC GAM

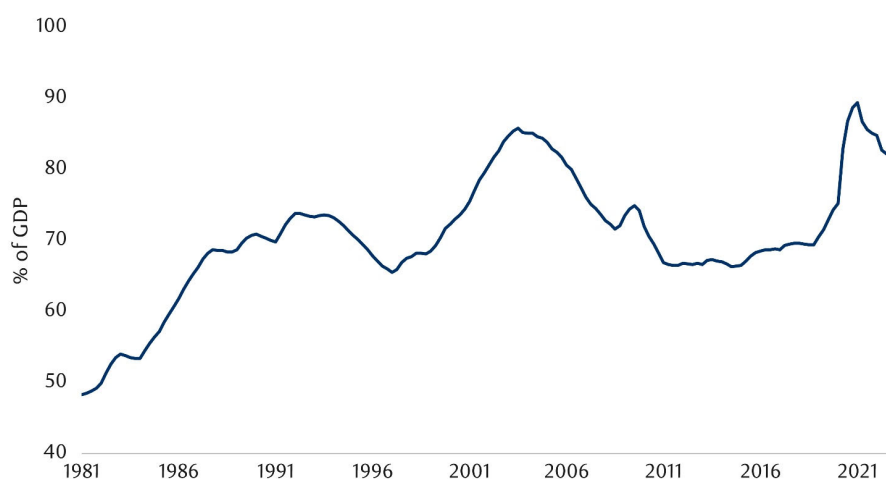
確かに、インドにはまだ取り組まなければならないことがたくさんあります。インフラ整備の面では中国だけでなく、多くの発展途上国に遅れをとっています。さらに、発展途上国としてはかなり高水準の公的債務を抱えています。（次頁）

国別のインフラ整備ランキングに拠れば、インドは中国や他の新興国にも遅れを取っている



2022年時点 出所：Global Innovation Index, Macrobond, RBC GAM

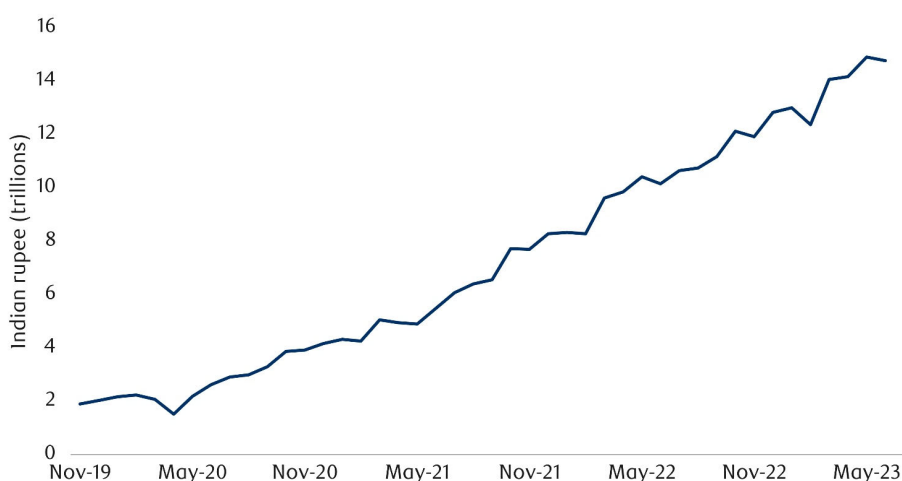
インドの債務対GDP比率は高い



2022年4Q時点 出所：The Bank for International Settlements, Macrobond, RBC GAM

しかし、グローバル企業が「チャイナ・プラス・ワン」を追求する中、インドは製造業の分散化の素晴らしい分け前を受け取ることが出来ます。こうした初期的な企業の進出はインフラ整備に役立ち、拡大の好循環を生み出す可能性があります。インド政府は、先進的な電子取引の新システム含め、いくつかの点で好成長期の基盤を築いています。（下図）

インドの統合決済インターフェース（Unified Payment Interface, UPI）の取引額は上昇



2023年5月時点 出所：Reserve Bank of India, Macrobond, RBC GAM

9. 衰退する社会？パート2

社会が衰退しているという印象は、長期的な経済成長の持続可能性にも影響してくると見られます。当社では昨年末、「[衰退する社会？](#)」（英語）というセクションでこのテーマに初めて取り組みました。

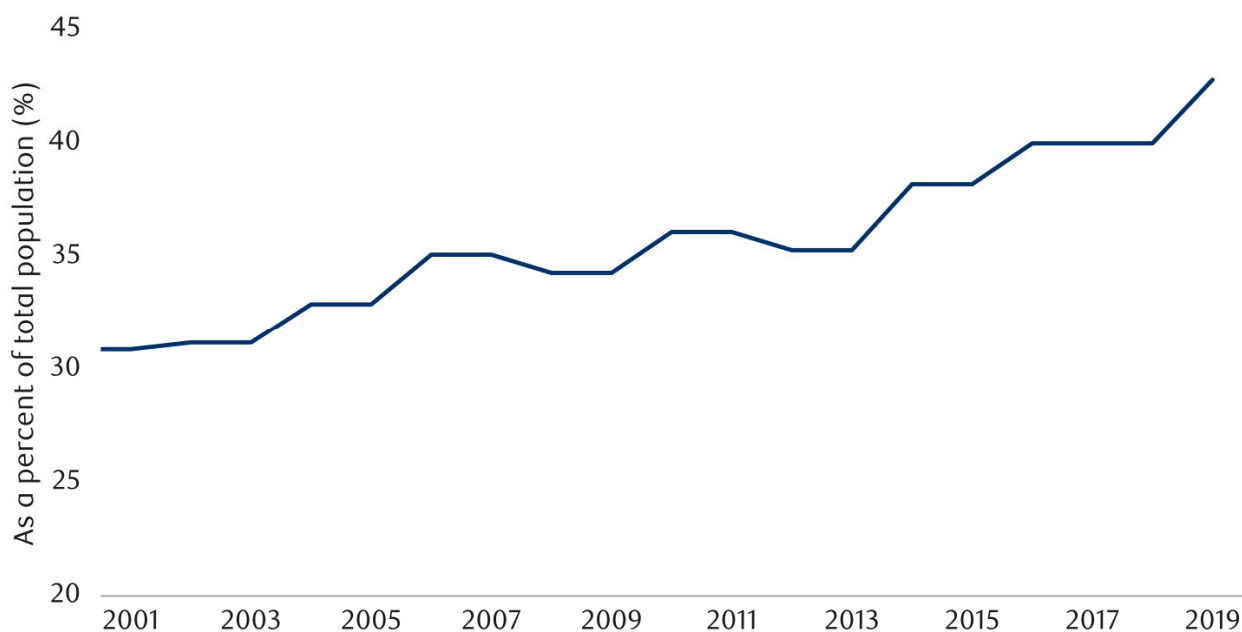
その際の結論としては、恐れられていたほど悲観的なものにはなりません。米国のデータを使ってみると、社会のいくつかの側面で問題が深刻化していることがわかります。例えば、薬物過剰摂取（オーバードーズ）による死亡者は顕著に増えています。しかし、他のソーシャル・トレンドはポジティブなものもあります：

- 深く懸念されてきたことではありますが、ホームレスの規模は一般に想像されているよりも多くありません。
- ひとり親世帯の数は相対的に安定しています。また、離婚率は著しく低下しています。
- 犯罪比率は、パンデミック以前より高いとはいえ、数十年前より大幅に低下しています。

一方でこの数ヶ月の間に、当社はさらなる洞察に役立つ新たなソーシャル・バロメーターを構築しました。それらは若干微妙な結論を示しています。

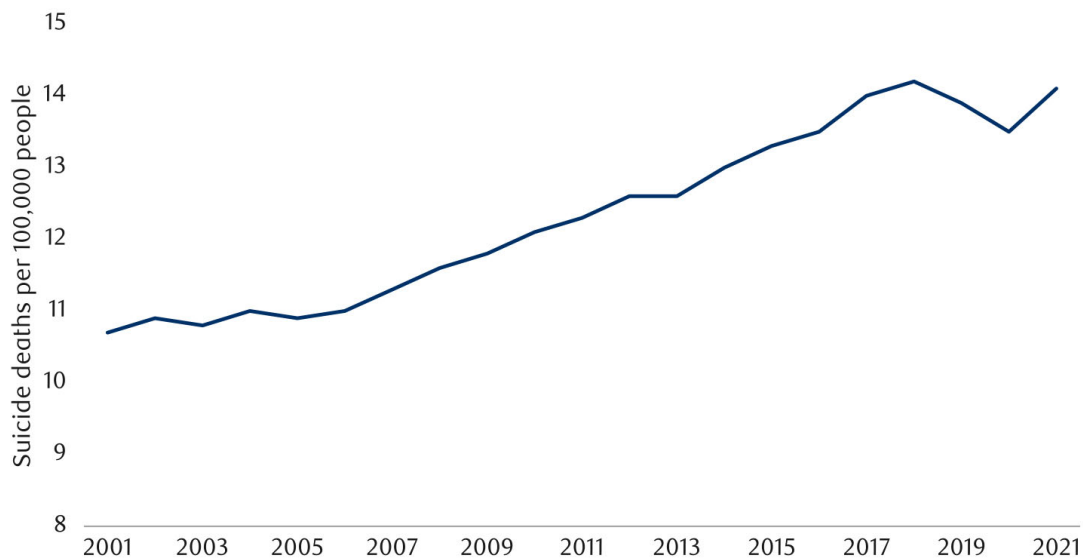
悪いニュースからお伝えすると、米国人口のうち肥満の割合は、少なくとも公開されている2019年のデータまでは上昇を続けています（下図）。これは、とりわけ生活の質や寿命に悪影響を及ぼします。

米国の肥満人口割合は上昇の一途



悲劇的なことに、自殺率は数十年にわたって上昇し続けています。ちなみに、この長期的な上昇傾向から逸脱するわけではありませんが、パンデミックの最もストレスの多かったであろう時期の2020年に、自殺率が異例の低水準まで低下したことは驚いています。直近の年（2021年）でも、パンデミック前の水準を上回りませんでした。

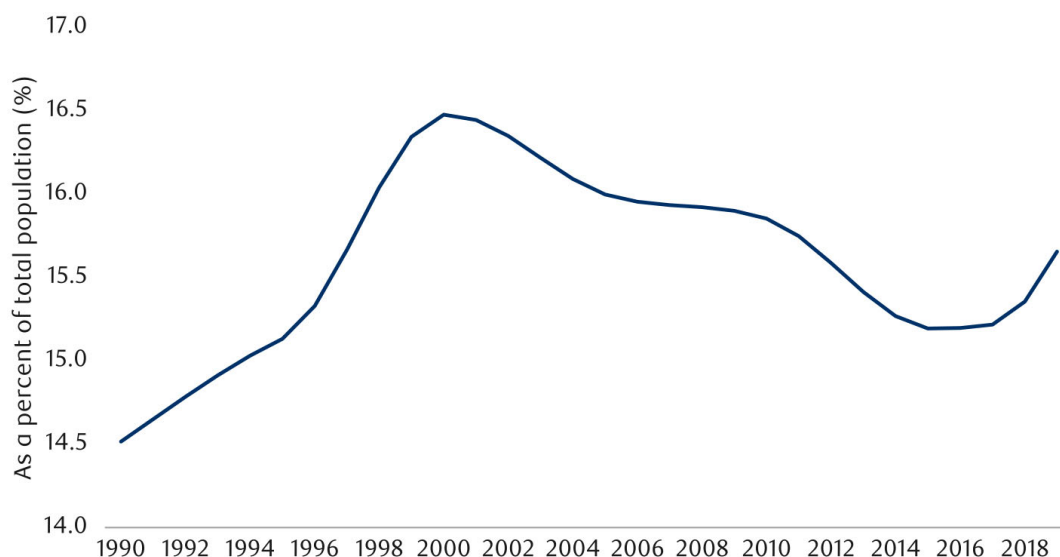
自殺者の増加



2021年時点 出所：Centers for Disease Control & Prevention, National Vital Statistics System (NVSS), RBC GAM

意外なことに、よりポジティブな方向を指し示しているのは、メンタルヘルスに苦しむ人のトレンドが2000年以降減少傾向にあることです（下図）。最新のデータ（2019年）において、増加が見られることはフェアに認めるべきですが、それでもそれ以前の減少幅を帳消しにするものではありませんでした。ただ、2010年代に自殺率が上昇する一方で、メンタルヘルスの患者が減少していたことは、やや不可解に見えます。

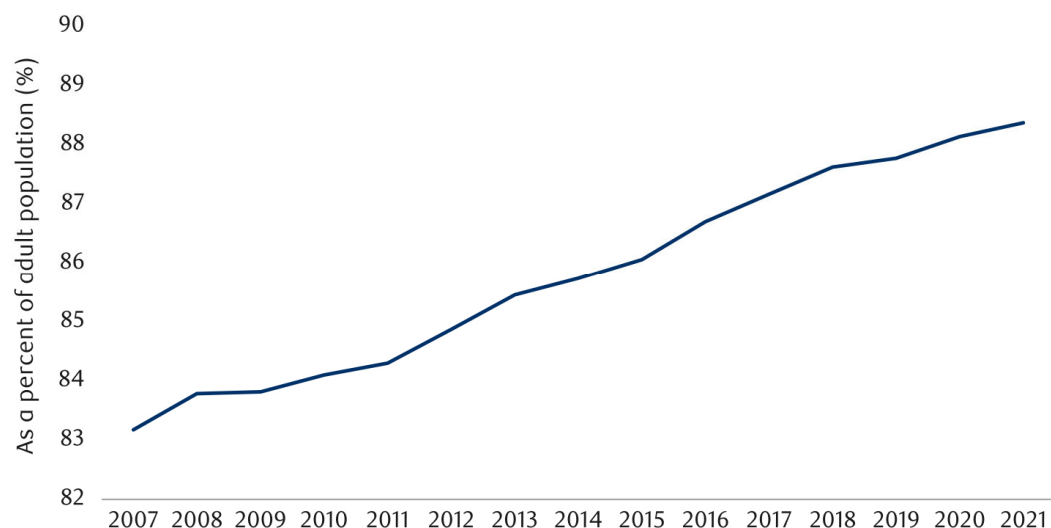
メンタルヘルス疾患に苦しむ人の割合は減少



2019年時点 メンタルヘルスの疾患には、うつ病、不安障害、双極性障害、摂食障害、統合失調症などが含まれます。
出所：Nexynzjy ktwM jfgm R jywhtx + J{fgfyrt sLqgfgzwi js tkInxjfxj1Tzw\ twqj rb I fyf1WGH LFR

最後に、教育水準は目覚ましい勢いで上昇を続けています（次頁図）。高等教育修了者の数は10年前よりもはるかに増えているほか、中等教育に関しても同様です。悲観的な見方の中には、教育の質が相対的に低下していることを指摘する向きもありますが、全体的に見れば人的資本は低下ではなく、上昇していると結論付けられると考えています。

米国の成人人口に占める高等教育修了者の割合は上昇



2021年時点 出所：米センサス局, Macrobond, RBC GAM

肥満と教育、自殺率と犯罪率の相対的な重要性を定量化する簡単な方法はありません。私たちにできることは、非経済的な社会的指標が悪化しているものがあるのは確かですが、良くなっているものもあるということを確認することだと思います。最新の指標はややマイナスのものもありますが、趨勢的にポジティブな方向のものが多く見られます。

確かに改善の余地はありますし、対処すべき点も多いのは事実ですが、一般的な印象とは裏腹に、西側社会は実際には多くの面で破綻しているというわけではないと考えています。

ディスクレーマー

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