

RBC GAM マクロメモ 2023年8月下旬

中国経済低迷の長期化懸念 / 利回りの上昇 / インフレの一時的減速 / 米国債格下げの正当性 /

トピック:

1. 中国経済低迷の長期化懸念
2. 中国の景気刺激策
3. 利回りの上昇
4. 経済トレンド
5. インフレの不調
6. 米国債格下げの正当性
7. 製造業の建設ブーム



エリック・ラッセルズ
チーフ・エコノミスト

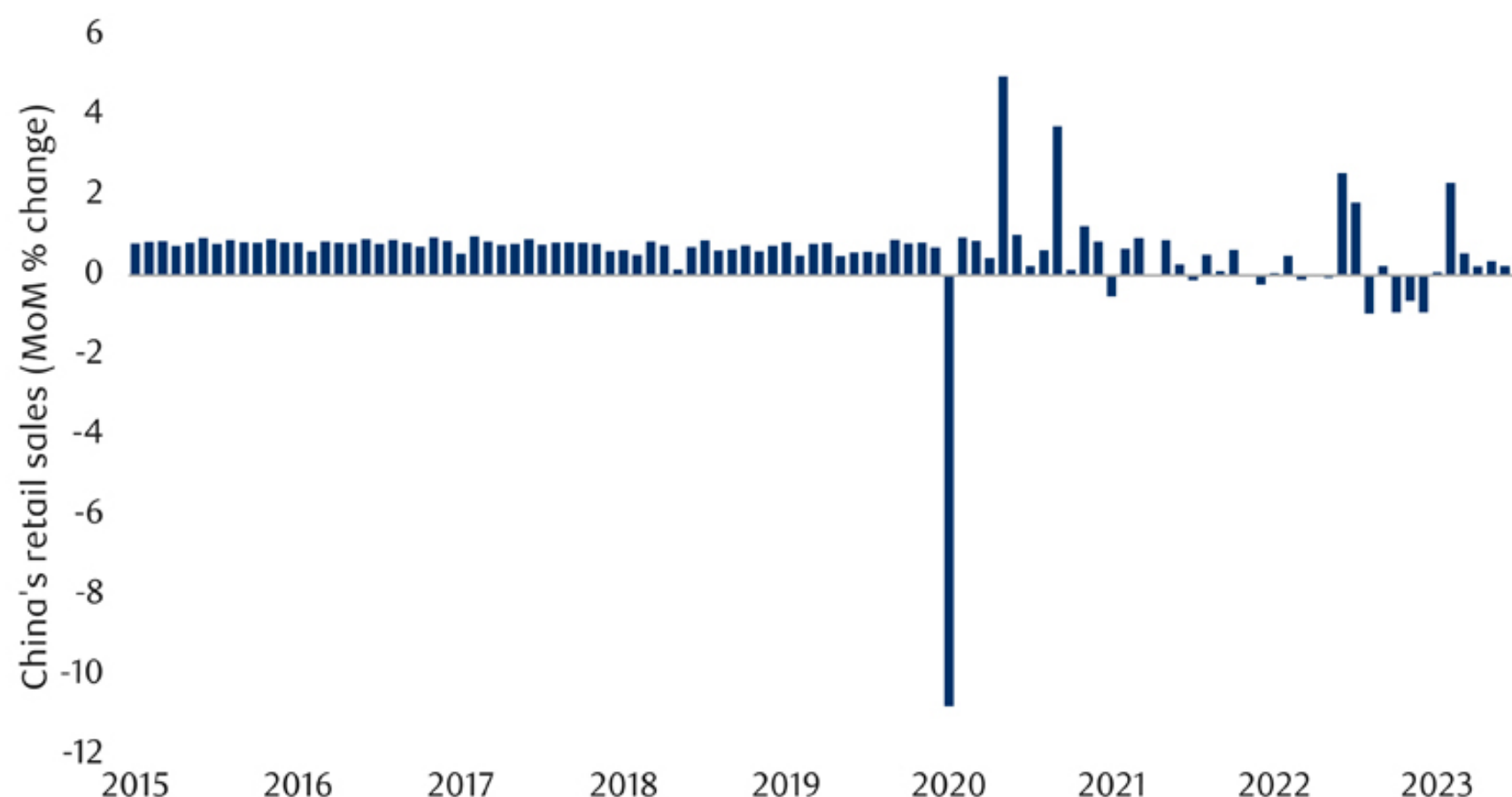
RBC Global Asset Management Inc.

1. 中国経済低迷の長期化懸念

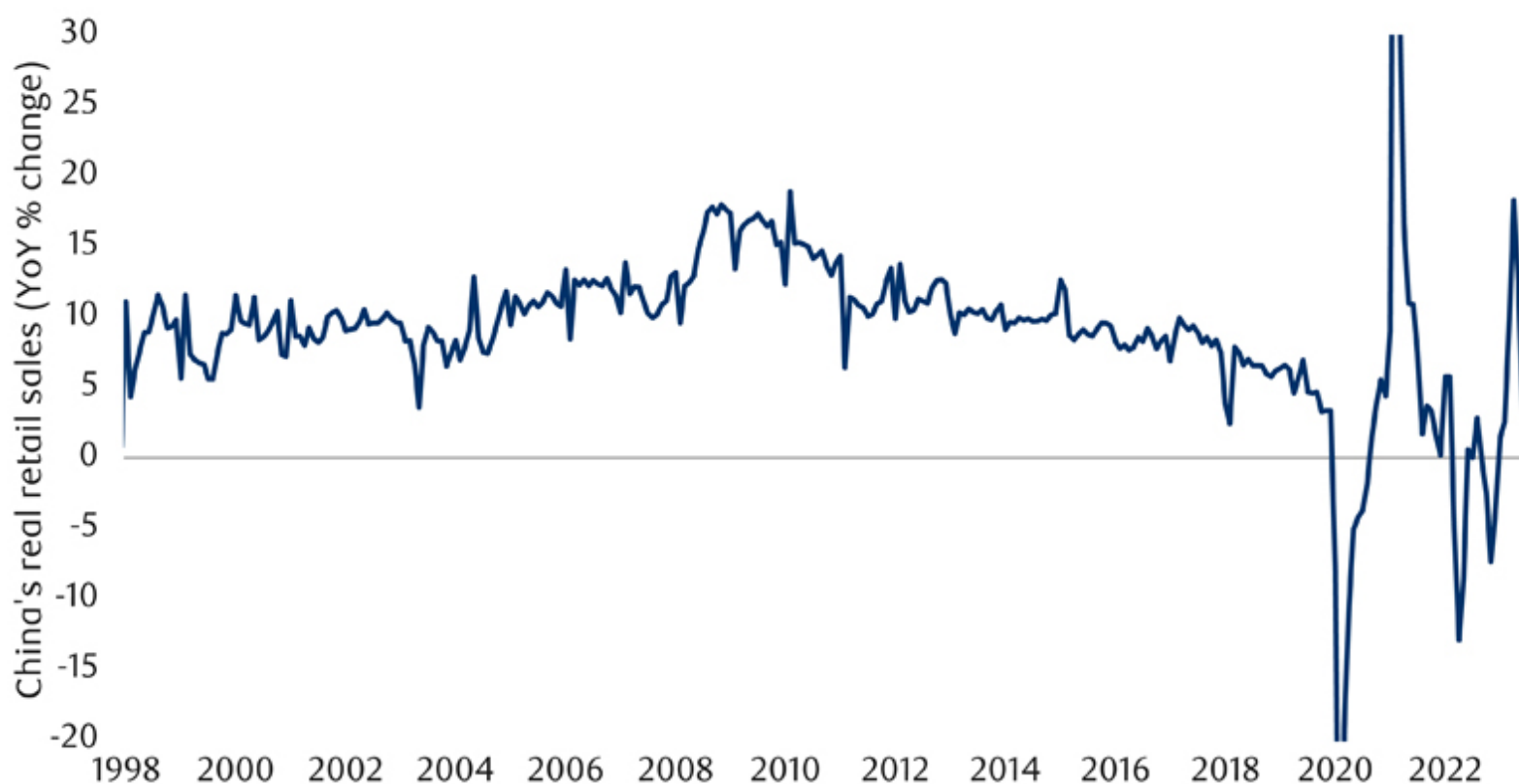
中国経済に対する懸念が燻っています。パンデミック下の行動規制が緩和され、一瞬楽観的なムードが広がったものの、その後の景気回復は力強さに欠け、今や存在しないに等しい状態です。

中国小売売上高の伸び率は7月に再び鈍化し、減速基調を辿っています（下図参照）。インフレ調整後の成長率は前年比で+2.8%の伸びに留まりました。パンデミックのロックダウンを除けば、ここ数十年で最も低調な結果です。消費主導の成長への構造的な移行を望む同国にとって、シクリカルな観点で2023年の5%という成長目標を達成するのは容易ではないと考えています。

中国小売売上高の伸び率は鈍化基調



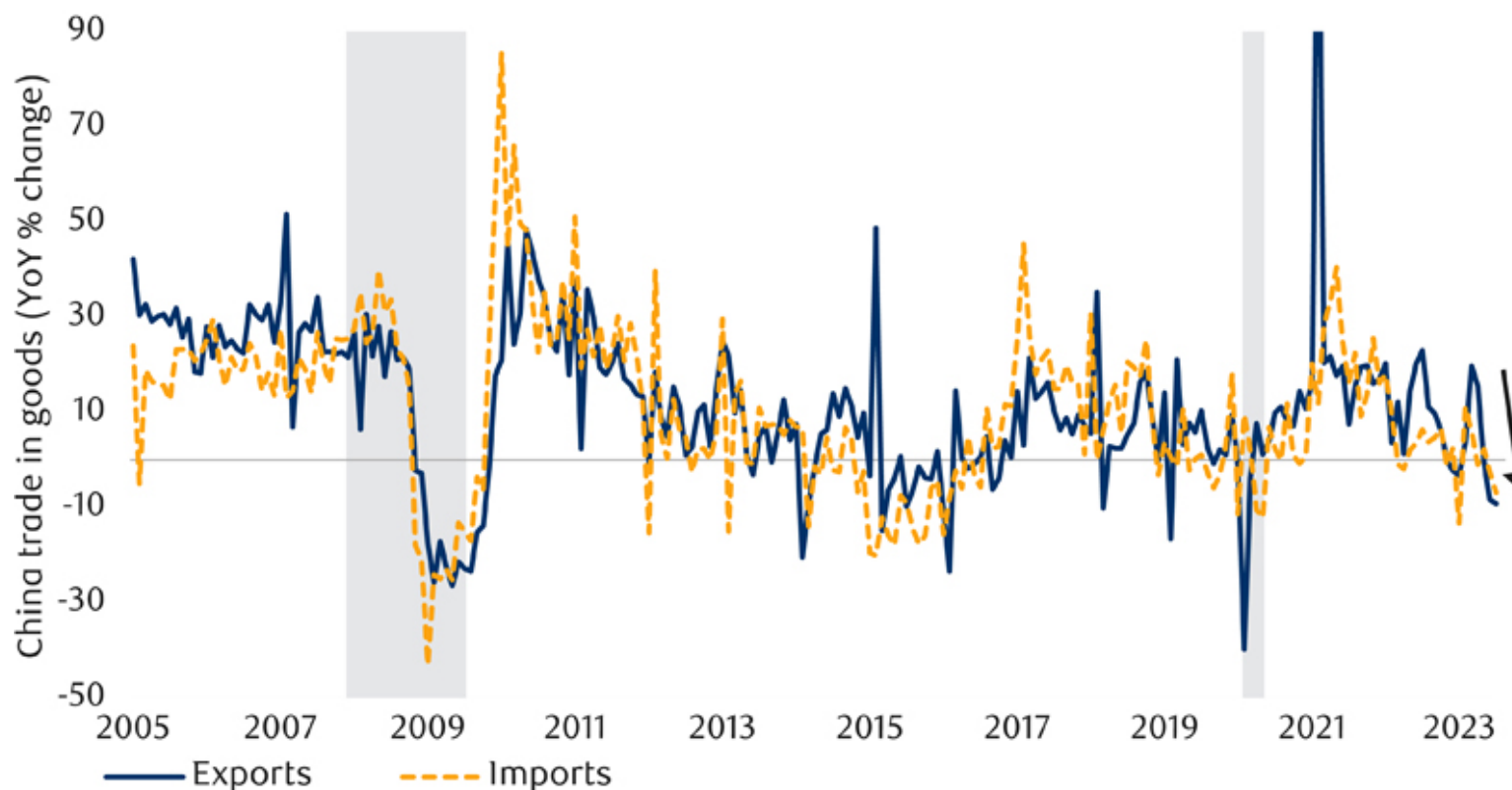
中国実質小売売上高の伸び率は低調



2023年7月時点 出所：中国国家统计局（NBS），Haver Analytics, RBC GAM

中国の貿易統計も急速に悪化しています（下図）。公正な立場で言うならば、コモディティ価格の下落やグローバル需要の低迷、地政学的緊張などの要因が背景にあることから、中国に限定された話ではありません。しかし、これは中国経済の現状を表しています。

中国貿易の伸び率は減速



2023年7月時点 ミドルベースの貿易額であり、網掛け部分はリセッションを示す。出所：Macrobond, RBC GAM

それに関連して、中国の二種類の製造業購買担当者景気指数（PMI）はともに景気拡大か減速を示す重要な節目となる50を6月に下回りました。

同国の失業率は堅調に推移しているものの、若年失業率が上昇傾向にあることが悩みの種となっており、6月には21.3%に上昇しました。[6月のマクロXV](#)で考えられる理由を検証しました。中国の若者は激しい出世競争を回避し、「躺平族（賢明に働かなくてはいけないという社会的圧力を回避する人）」と呼ばれ、習主席の「吃苦（苦しみに耐え忍ぶ）」というアドバイスを嫌っています。

経済へのネガティブな影響に加え、若者の数が減少しているにも関わらず、若者の雇用に苦勞しているという驚くべき事実は、政治的な観点からも好ましくありません。中国における過去の政治的的反乱は学生主導であったことから、これは共産党にとって脅威となるかもしれません。

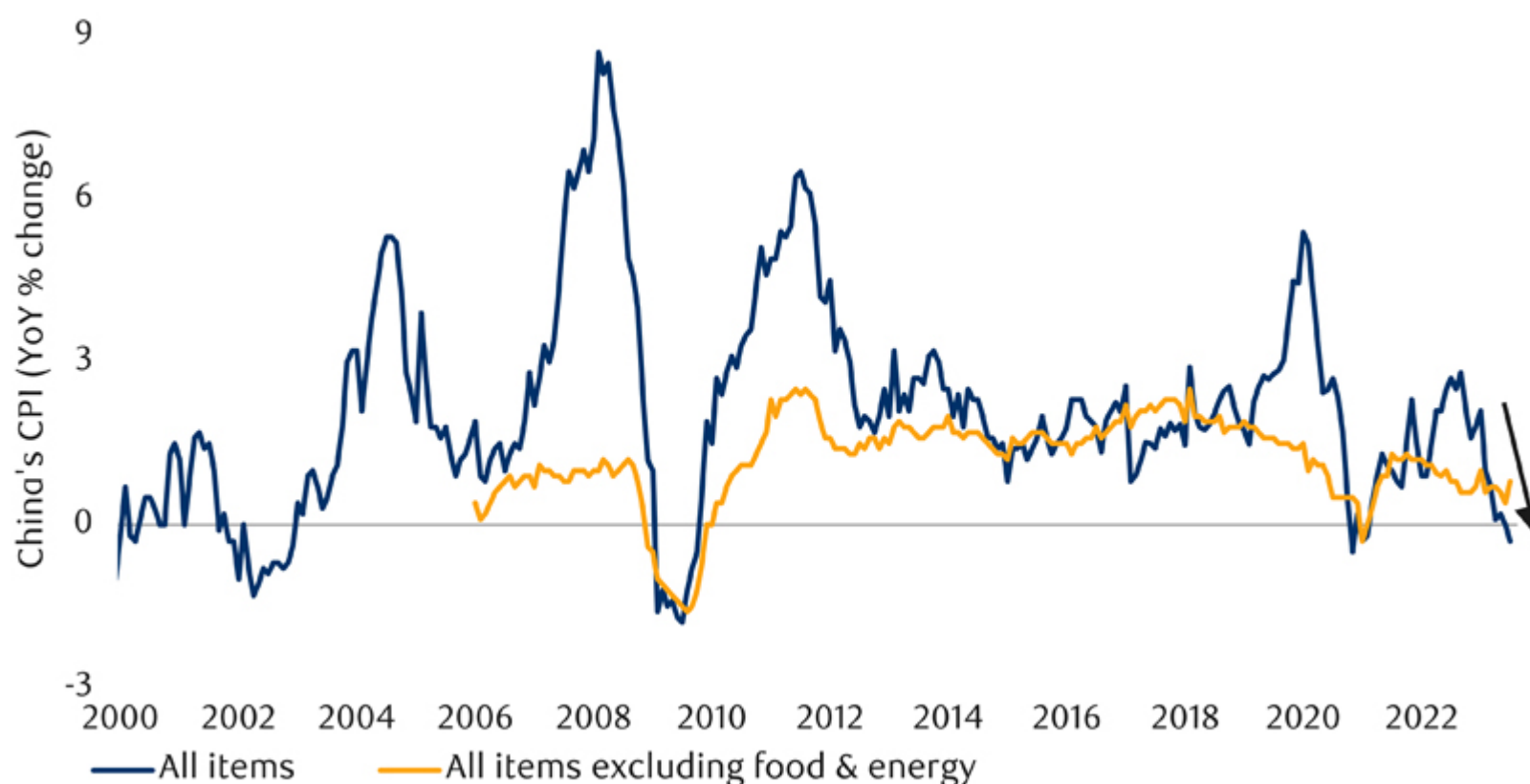
また衝撃的だったのは、中国政府が若年失業率の公表を一時停止することを発表したことです。問題解決にはほど遠いようにみえます。

7月中国消費者物価指数（CPI）においてもデフレ圧力が強まっていることが見られました。ヘッドラインCPIは生産者物価指数（PPI）と並び、過去12カ月に亘り下落基調にあります（下図参照）。

このデフレがこの先も続くか、あるいはさらに深刻な危機に陥るかどうか確証が持てません。しかし、中国の状況は他の国とはまったく異なった見方をされています。過去2年間の行き過ぎた物価上昇を落ち着かせるために一時的なデフレを歓迎する国が多い一方、中国は同じような過度なインフレを経験したことがないため、結果として、このデフレはより伝統的な経済分析を通じてモニターされるべきと考えています。物価の低下は、人々が将来物価が下がるという予想に合理的に対応する、つまり支出の先送りから経済を弱体化させ、物価のさらなる下落を招くといった悪循環を生み出しかねません。

ここで話を切り上げようと思いますが、中国のデフレは経済問題になる可能性があります。

中国ヘッドラインCPIはマイナス圏に下落



2023年7月時点 出所：中国国家统计局（NBS），Macrobond, RBC GAM

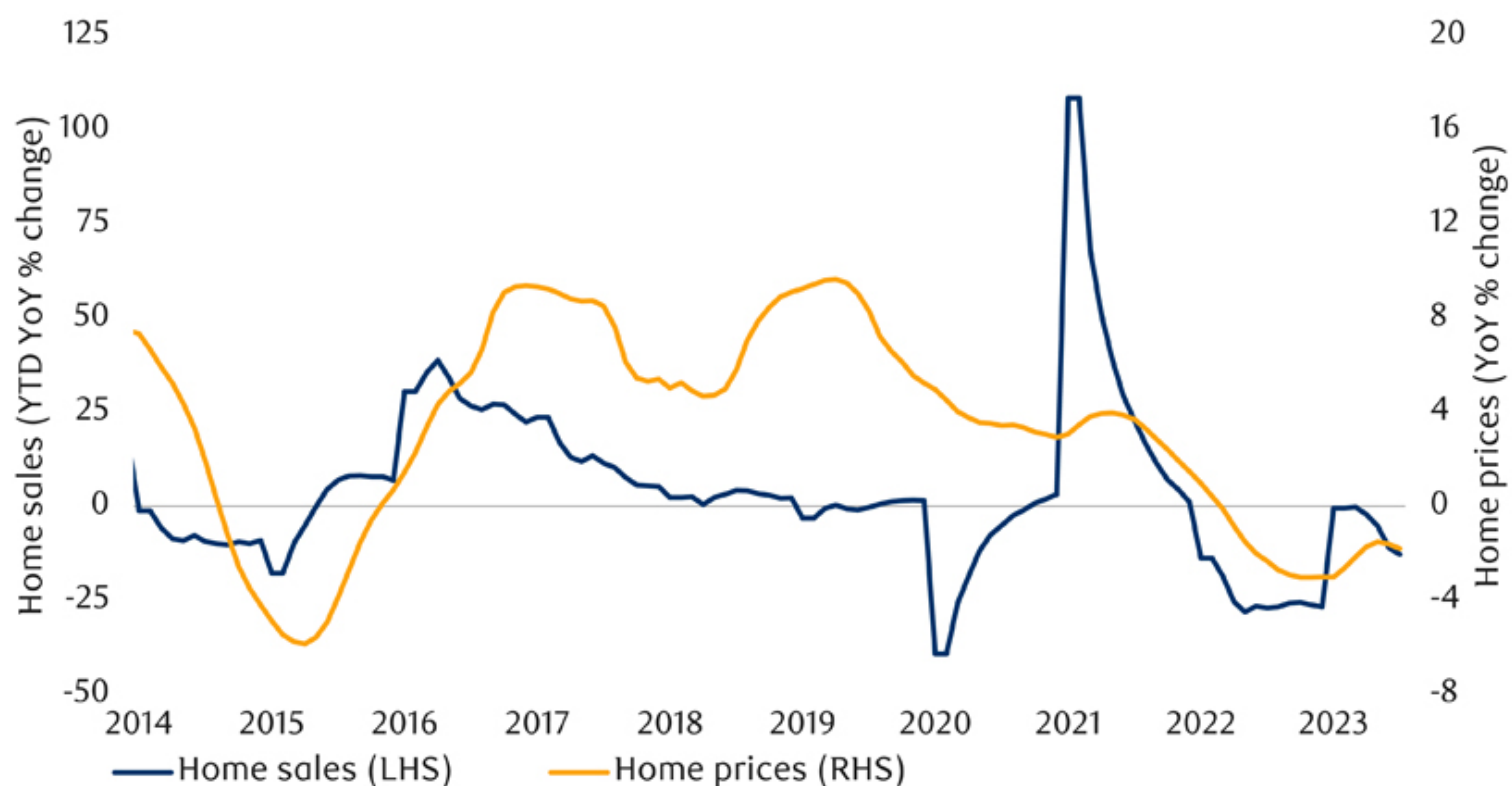
中国不動産問題

数年前に中国不動産ブーム沈静化のために導入された政策はとて論理的で、長期的成長という観点からも、その必要性が高まっていました。不動産ブームはバブルとなり、住宅価格の高騰や資本の誤った配分（家計が貯蓄の大半を不動産につぎ込む傾向が強まった）、過剰な建設、過剰なレバレッジを抱えた建設業者を生み出すこととなりました。しかし、その間もずっと地方政府は構造的な財政赤字を隠していました。

しかし、善意の政策がもたらした中国経済の失速は、短期間ではコントロールが難しくなっています。不動産と建設支出は、過去数十年にわたる中国経済の急成長を支えてきましたが、それに依拠できなくなったことで、経済は低迷しています。債務超過問題はより深刻さが増しており、この影響は個人消費にも及んでいます。中国の家計はこれまでの主要な投資先であった不動産の価格上昇が見込めなくなったことで、消費に消極的になっているほか、何より購入したマイホームが建設業者によって建設中止となっていれば、大きな悩みの種となっているはずです。

中国の不動産市場は引き続き弱含んでいます。中国不動産情報公社（CRIC）によれば、国内大手デベロッパー100社の7月の住宅販売額は6月から3分の1減少し、ここ3年で最も低調な結果となりました。住宅価格は既に下落基調にあります、下落ペースが再び加速しています。住宅販売額も同様に低迷しています（下図参照）。

中国不動産の下落スパイラル



2023年7月時点 住宅価格の変化率（右軸）はプライマリー及びセカンダリー市場の価格変化率の平均値から算出しています。
出所：中国国家统计局（NBS），Macrobond, RBC GAM

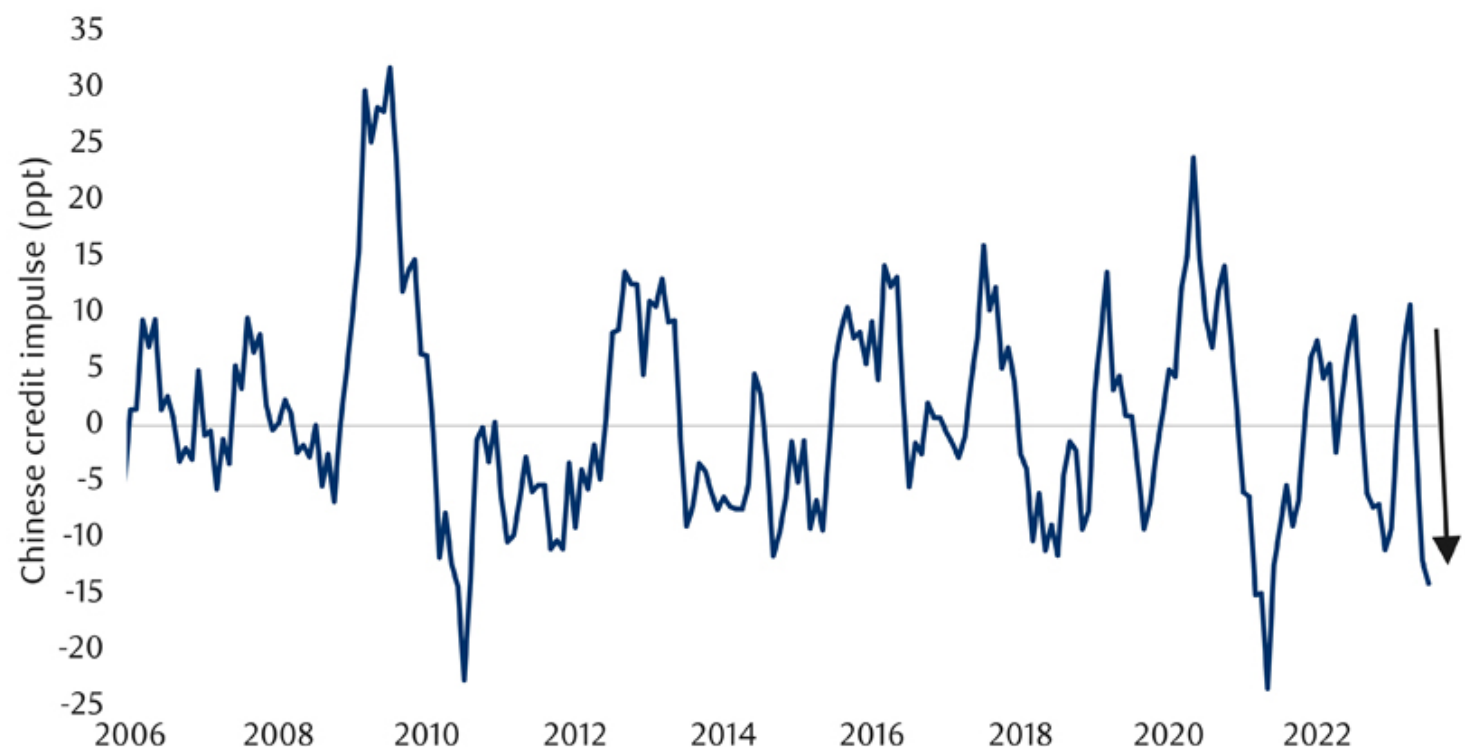
住宅市場の弱さやよりタイトな信用環境により、中国の民間企業向け融資額の伸び率は前年比で減速しており、過去数十年の最も弱い水準に達しました（下図参照）。中国のGDPに占める新規融資額の比率も大幅に低下していることを示しています。

中国社会融資総量の伸びは再び減速



2023年7月時点 出所：中国人民銀行, Haver Analytics, RBC GAM

GDPに占める新規融資の比率は経済再開後の短期的な反発を経て急落



2023年7月時点 3カ月ローリングベースの社会融資総量（株式除く）及びGDPに占める地方政府債務発行額の平均合計の前年比の変化。
出所：Haver Analytics, RBC GAM

中国では、建設会社に関するネガティブなヘッドラインが増え始めています。拡大競争の中で過度な借入れをしてきた企業は、不動産ブームが終わりを迎え、経営状況が悪化しています。エバーグランデは米国裁判所に正式な破産法適用を申請し、再びヘッドラインを賑わせています。

一方で、同様のデベロッパー大手のカントリー・ガーデンも同じような下降スパイラルに陥っているようです。同社は最近、債務利払いを延期したことで、同社株価は現在1株9ポイントまで下落し、破産に近い状態となりました。カントリー・ガーデンは、今年の上半期だけで76億米ドルの損失を見込んでいます。カントリーガーデンの負債額は、エバーグランデより40%ほど少ない（それでも1,990億米ドル）ものの、これは現在中国で進行中の住宅プロジェクトの4倍近くに相当します。同社は2023年の建設戸数目標を70万戸（カナダで1年間に建設される全戸数の約3倍）としていますが、その目標達成に苦戦しています。

これは株式及び債券保有者のみが直面している問題ではなく、中国の初回住宅購入者にも影響が及んでいます。彼らは、建設工事が始まる前に、物件価格に対して異常に高い割合の前金を支払っているため、これらの建設業者が生き残れるかどうかに関心を寄せています。

2. 中国の景気刺激策

中国の政策当局者はこの状況においてどのように行動しているのでしょうか。各国が直面する状況とは対照的に、デフレと弱い成長により追加政策支援を求める声が広がっています。

とはいえ、中国の政策当局者は相当程度以上の措置を実施していますが、一度の大規模な政策ではなく、小規模な政策を段階的に打ち出しています。中国はよくあることですが、制度変化に重点を置いたもので、大規模な刺激策とは呼べません。

利下げ

8月15日に中国は3カ月ぶりの2回目の利下げを実施しました。繰り返しになりますが、利下げ幅は僅か15bpsに留まりました。これは世界の中央銀行が採用する最小利下げ幅である25bpsを下回っています。中国人民銀行は一斉利下げを見送り、一部の最優遇貸出金利（ローンプライマリーレート）は据え置かれました。

通貨安への対応

何が中央銀行の制約となっているのでしょうか。人民元安がその主因のようです。人民元は2023年初の1米ドル6.3元からコメント執筆時には7.2元へと下落しました。極めて短期間で12%も下落したのは、国際市場での人民元に対する不信任投票なのだと考えています。また、このボラティリティは貿易に依存している国にとっては望ましくない状況で、自国通貨を国際的地位のパロメーターと見なしている国にとっては屈辱的かもしれません。各国の中央銀行が依然利上げを検討していることから、人民銀行が追加利下げを行えば、人民元安はさらに進むと考えています。

当然、通貨安は好ましくないものの、完全な悪ではないと考えています。実際に、通貨安は輸入コストを上昇させ、インフレを助長します。また、競争力を向上させ、輸出低迷からの脱却にも寄与するでしょう。このように、通貨安は一般的に追加の金融刺激策が目標とするような課題の一部を担うこともできます。

しかし、一国に対する懸念を深めることを考慮すると、許容できる通貨の下落幅には限界があります。中国指導部は1米ドル7.35元を変動許容幅の限界としているように見られますが、現在の水準からそう離れてはいません。政府は国有銀行に対し介入を強化するよう指示し、中央銀行もさらなる変動は回避させたいとの意向を示しています。中国の外貨準備高の規模を考えると、通貨安基調はこの先穏やかに減速、あるいは止まると予想しています。

地方政府債務の解決策

中国の地方債務問題についてはこれまでも何度か取り上げてきました。当局は地方政府債務の問題解決に努めています。

問題となっているオフバランスシートの債務返済のために、省レベルの政府は1兆人民元（1500億米ドル）までの債務発行が可能になるとの報道も見られます。これは問題の完全解決には到底不十分であり、中国地方政府の債務負担の増加は避けられないとみています。しかし、これは最も緊急性の高い問題の解決に役立つと考えています。さらなる資金調達や債務再編などの借り換えも予想されています。

不動産セクターへの支援策

住宅バブルの再燃が懸念されているにもかかわらず、中国の政策当局は現在、景気の下支えのために不動産市場を活性化させようと躍起になっています。商業銀行は最近、既存住宅ローン金利を引き下げ、初回住宅購入者が用意すべき頭金の比率を引き下げるように指示を受けました。いずれも重要な措置です。

中央銀行の「不動産政策を適切な時期に調整・最適化する」方針に基づき、追加措置への期待が高まっています。政府はまた、住宅は投機のためのものではなく、住むためのものであるという以前の風潮を事実上放棄しました。

企業への支援策

政府はここ最近、小規模事業者に向けた減税策を2027年末まで維持することを発表しました。

最高経済計画機関である中国国家発展改革委員会は企業に向けた一連の支援策を発表しました。企業向け政策は、2年前の政策転換により弱体化し、これまで軽視されてきました。その内容は以下の通りです。

- 市場参入障壁の撤廃や公正な競争の確保、信用へのアクセス強化を通じて、「安定した、公正な、透明性のある、予測可能な」民間ビジネス環境を形成する
- 法の支配と知的財産権の強化
- コーポレート・ガバナンスと革新能力を強化し、現在および将来の起業家を奨励する

上場企業に関連するものとして、中国証券監督管理委員会も幾つかの政策を発表しました。

- 証券取引時間の延長
- 中国株取引コストの引き下げ
- 自社株買いやマーケットメイクの奨励

戸籍（戸口；Hukou）制度改革

多くの国と異なり、中国人は国籍より生まれた土地で与えられる戸籍による影響を大きく受けています。公共の教育や医療サービスを受ける権利を放棄しなければ、別の地域へ移住することはできません。大抵の場合、新しい土地で不動産を買うことは不可能です。およそ2.9億人の農村移民が都市部で働いていますが、都市部生まれの人と変わらない平等な待遇は確保されていないのです。

これらの制限が解除されれば、同国経済はよりスムーズに機能すると考えられています。戸籍制度改革は注目度の高い話題であり、これまでも段階的な措置がとられてきました。

8月上旬に中国は都市部の戸籍取得のハードルを下げる計画を発表しました。人口300万人未満の都市では、制限を完全に撤廃し、300-500万人の都市でも制限が緩和されると想定されています。これにより、より大きい都市でも、一部制限の緩和期待が高まっています。

このような噂は聞かれるのは今回が初めてではなく、原案は2019年に初めて発表されました。しかし、公安部はこの新計画を間もなく実現させたいと強調していたものの、状況を複雑にさせているのは、戸籍政策が地方分権化され、現在は市町村が個別に定めていることです。そのため、全面的な見直しには時間がかかると考えられています。

その他の政策

その他の経済支援策には以下のものもあります。

- 多くの地域で自動車の保有台数に制限があるため、購入制限を調整し自動車市場を支援
- 電気自動車インフラへの投資
- 飲食店の営業時間延長や観光地の入場券価格の引き下げ
- 地方政府に家電製品や住宅リフォーム資材など高額商品の購入に対する補助金制度を整えることを奨励
- 消費財メーカーの生産能力向上を支援

刺激策のポイント

中国の景気刺激策をよく精査すると、非常に重要なものとなっています。

- 戸籍制度改革を通じて、長期的成長を可能にする構造変化が起きています。
- 住宅需要を喚起するために住宅支援策が実施されています。
- 通貨安が伴う段階的な利下げを行っています。
- 地方政府債務の問題解決への道のりは依然遠いものの、真剣に取り組まれています。
- 民間企業に対する規制強化を経て、政策は緩和されつつあります。

当然、政策支援は歓迎され、この先さらなる措置が導入される可能性が高いと考えています。足元で懸念が広がっているものの、中国は今年の5%成長目標の達成に向けてチャンスがあるように感じます。

3. 利回りの上昇

債券利回りの上昇が続いており、10年債利回りは8月後半に4.34%に達しました。このサイクルにおいては最高水準であり、春は現在より1%近く低い水準にありました。米連邦公開市場委員会（FOMC）議事録はややタカ派の内容となりましたが、利回り上昇の背景には、市場がより大幅な金融引き締め期待しているからという理由以外にもありそうです。数カ月前から市場では50bpsの追加利上げの期待が高まっていますが、このテーマに関する見方はほとんど変化していません。

その代わりに、ここ数週間の10年債利回りの上昇には以下の理由があると考えられています。

- 米國小売売上高などの直近の経済指標が強い結果となり、インフレ抑制がより困難になったとの見方につながりました。
- 米国債の格下げ（当コメントで後述）により国債のリスクプレミアムは上昇しました。
- 国債発行が大幅に増加しました。これは、巨額の財政赤字が続いているほか、春の債務上限問題で底をつきかけた手元資金を補充するための財務省による資金管理上の理由もあります。
- 日本が国債利回りの上昇を容認しているため、米国から資金が流出しています。
- ここ数カ月は米国債から中国マネーが大幅に流出していますが、中国が自国通貨を防衛するためだと考えられています。

4. 経済トレンド

米小売売上高について詳しくみると、7月は0.7%増と市場予想を上回りました。やや注意しなければならないのは、自動車や家具、電化製品といった高額商品の売れ行きが弱かったことです。借入コストがこれらの商品の重石になり始めているのだと考えています。

今後を見通すと、9月1日に米国の学生ローン返済猶予期間が終了する影響により、9月もしくはそれ以降の支出は抑制される可能性があり、これにより、毎月4,300万人が平均数百ドルの追加支払いをすることになると考えられています。

7月米雇用統計—7月の非農業部門雇用者数は18.7万件の増加に留まりました（訳注：9/1に15.7万人に下方修正されました。以下修正前。）。これ自体は良い結果であったものの、市場予想を下回りました。また、このタイミングで過去二ヶ月分が合計で4.9万人下方修正されたこともあり、総労働時間は前月比0.2%減という予想外の結果となりました。

言い換えれば、労働者数は増えた一方で、労働者全体の労働時間はわずかに減少したということです。直近5ヶ月間で4度目の減少となりました。

製造業及び情報セクターにおける雇用数はともに減少しました。主要な先行指標である臨時雇用も6ヶ月連続で減少しました。例外的な業種は、民間教育とヘルスケアで、合計で10万人の新規雇用がありました。これらの雇用増は素晴らしいことですが、ビジネス信頼感に与える影響は限定的だとみえています。

7月カナダ雇用者は前月から6,400人減少しました。これは過去3カ月のうち2度目の減少で、6月は5.9万人の雇用増となりました。先進国の労働市場は徐々に軟化しているようにみえます。

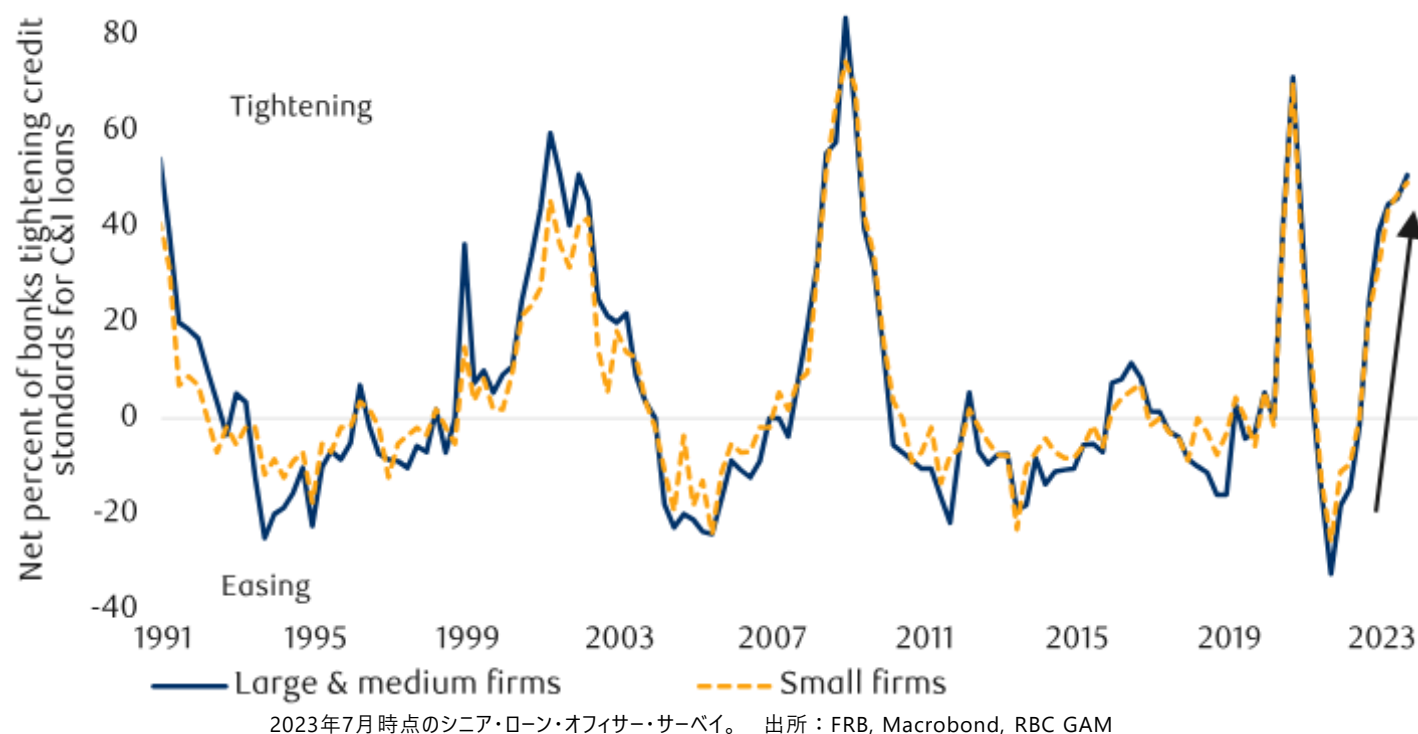
5月カナダ国内総生産（GDP）は前月比で0.3%増と堅調な結果となったものの、これにはいくつかの見落としがあるとみえています。一つ目は、財部門が山火事の影響により前月比0.3%減となったこと、二つ目は6月の速報値は-0.2%減であったことから、5月のプラスを打ち消すことになるということです。

今後数ヶ月間、**経済のゆがみが続く、見通しがさらに不透明になる**だろうと考えています。カナダでは7月に港湾ストがあり、8月にはノースウェスト準州の州都イエローナイフで起きた大規模な山火事により、全住民に避難命令が出たほか、カナダで最も急成長しているケロウナ市周辺でも火災が発生し、東海岸にも影響が拡大しました。

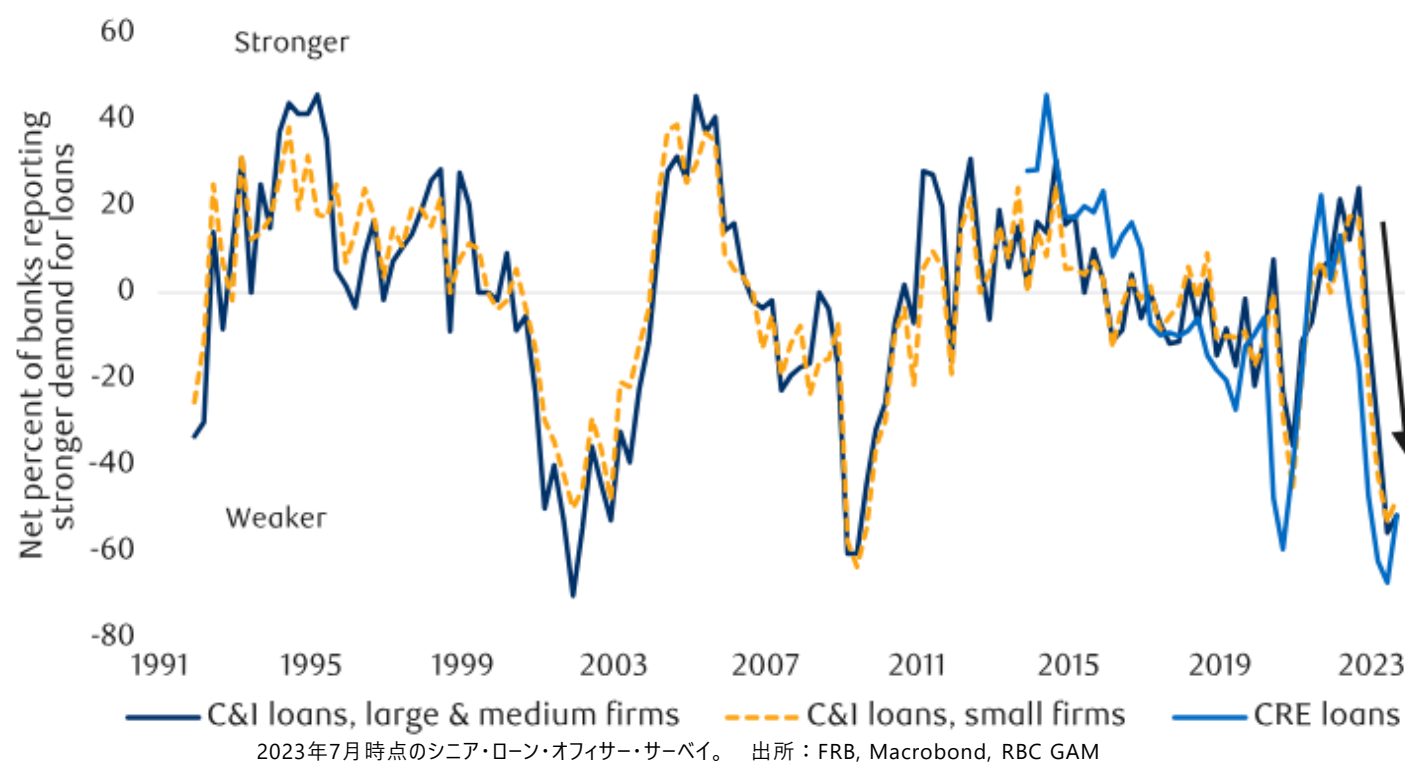
米国では、ハワイでの大規模火災や西海岸での異常な熱帯暴風雨により、小さなゆがみが生じるかもしれません。いずれもGDPの一時的な押し下げ要因になると考えられるものの、その後は回復に向かうとみています。

最後に、米国の融資基準は引き続き厳格化されています（下図参照）。そのマグニチュードは過去の不況時と完全に同程度です。企業の融資需要や消費者金融の需給環境については、弱いながらもそれほど厳しい状況にはありません（下図参照）。

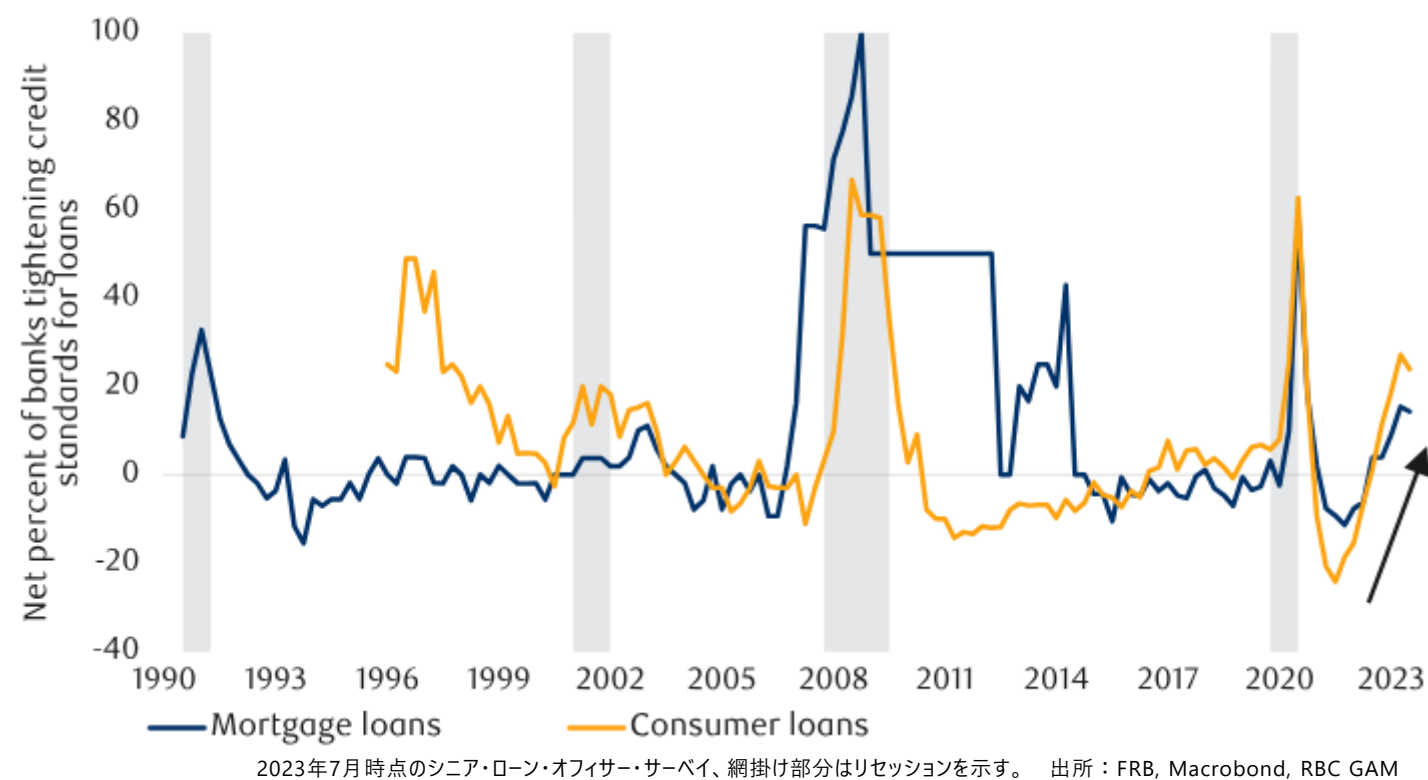
米国の融資基準は厳格化



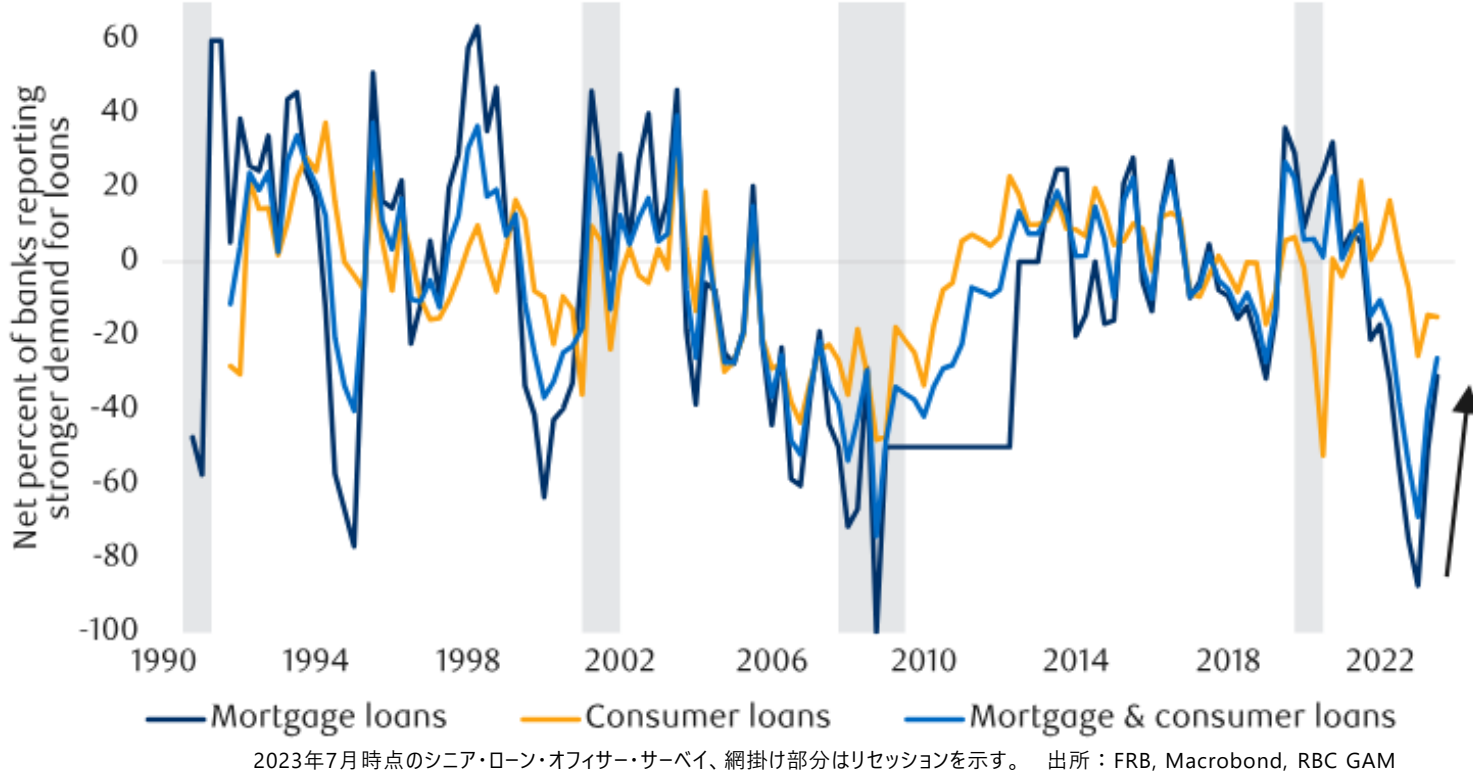
米国企業の融資需要は大幅な減少



米国銀行の消費者向け融資基準は引き続き厳格化



米国消費者のローン需要は反発



リセッションを示唆する有力な指標

以前のコメントで、足元で新興国中央銀行が先進国の金融政策のサイクルの立ち位置を示す有力な指標となっていることを述べました。新興国は利上げを先んじて開始し、一部の国は利下げに舵を切り始めています。

これは経済状況にも当てはめることができます。中央銀行が政策金利を最も早期に、積極的に引き上げた国の経済は、現在アンダーパフォームしています。『エコノミスト』誌がそのような8つの国を調査したところ、それら国の経済はその他の国をアンダーパフォームしていることが明らかになりました。チリの失業率は1ポイント上昇し、ブラジルなど他の市場でも上昇しています。

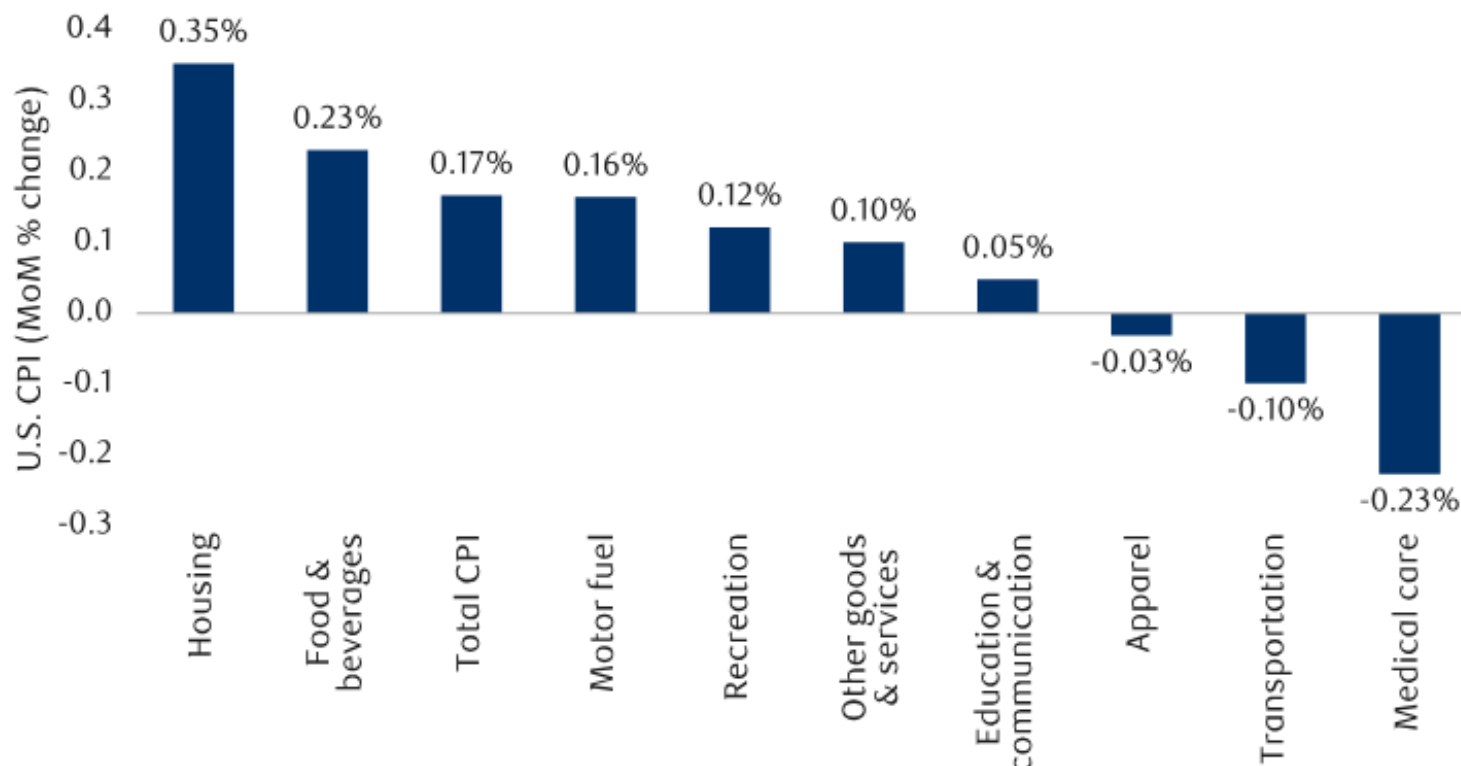
経済が減速すればインフレは抑制されることから、これを前向きなニュースとして捉えています。また、純粋な需給の観点からは、金融政策が経済と完全に切り離されているわけではないことも安心感につながっています。政策実施から経済への効果がみられるまで長い時間的ラグが生じることから、タイミングが重要であるようにみえます。

5. インフレの不調

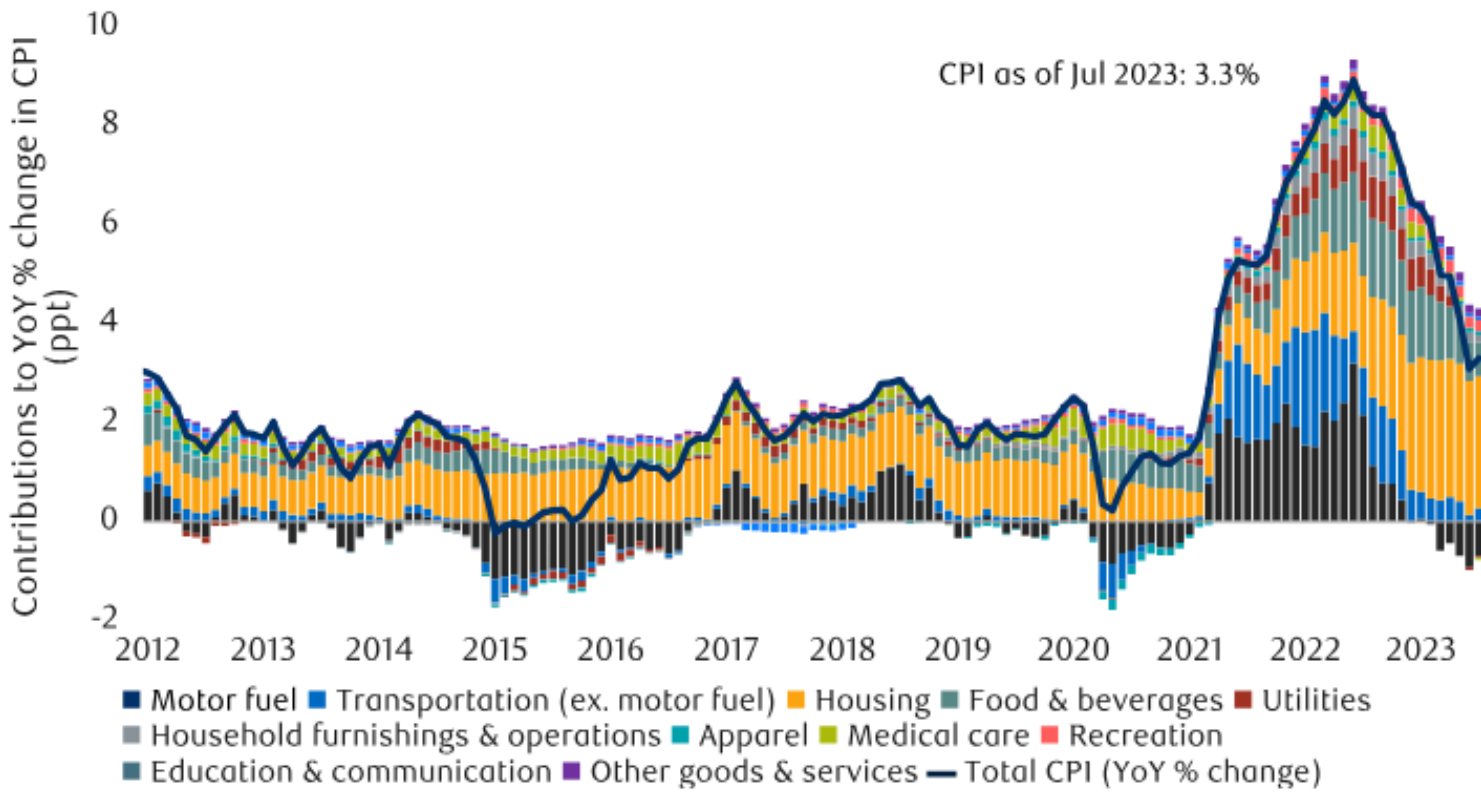
7月分のインフレは前年比ベースで減速せず、米CPIは3.0%から3.2%に上昇したものの、これは完全に想定内でした。なぜなら、昨年7月のCPIはそれまでの強い数字とは対照的に低下して発射台が低かったからです。昨年6月までのCPIは高止まりしていたことから、今年に関しては、これまでは前年比ベースで大幅な低下基調になることがある種保証されているような状況でした。ちなみに、カナダの7月CPIも同様に、2.9%から3.3%に上昇しました。

実際のところ、7月分の米インフレ指標は良い結果となりました。コアインフレは前年比で4.8%から4.7%上昇とやや減速が見られました。ヘッドライン及びコアCPIはともに前月比0.2%の小幅な上昇に留まりました。インフレ沈静化に遅れが見られている住宅セクターは例外となるものの、それ以外で粘り強さが目立ったセクターはありませんでした。食料インフレは状況が大きく改善しています（下図参照）。

項目別のインフレの前月比変化率

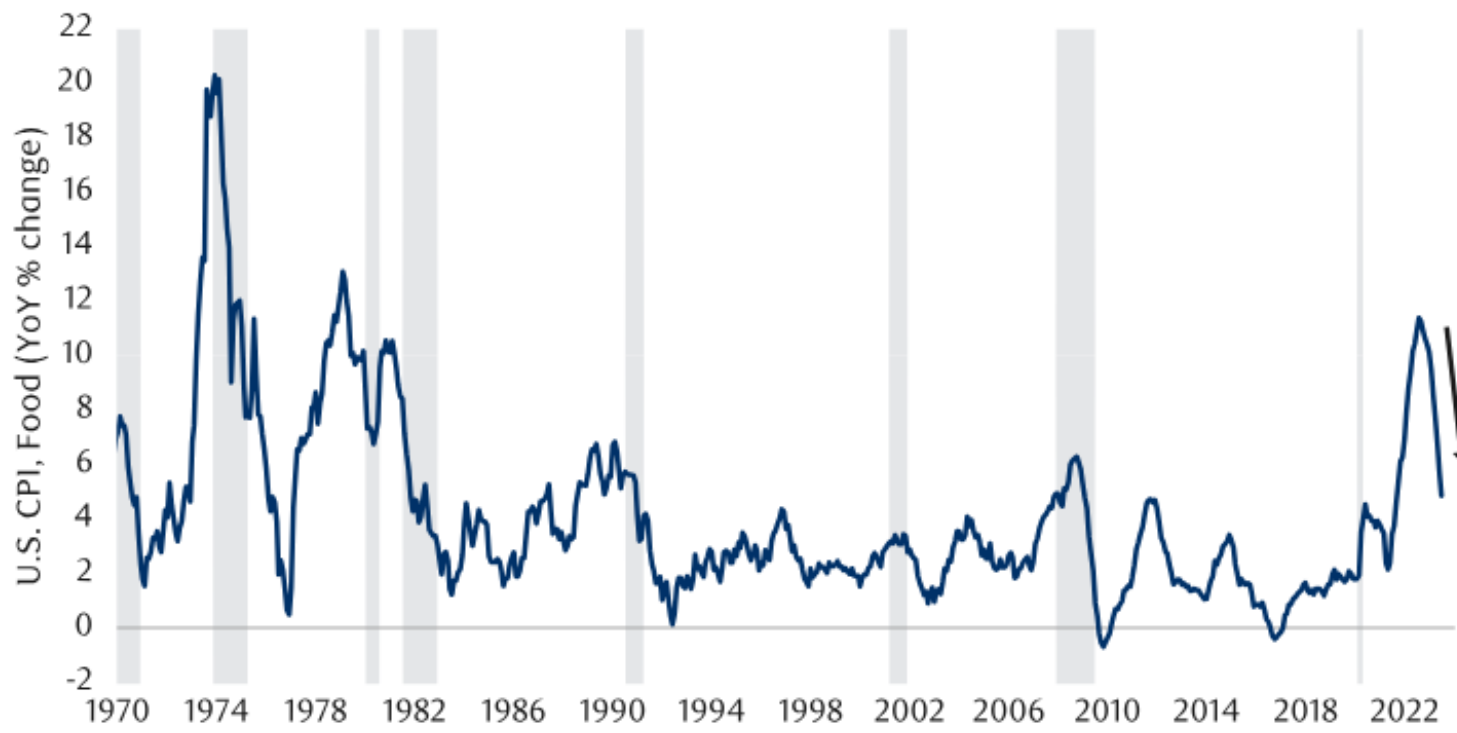


住宅及び食料が米インフレ上昇に寄与している



2023年7月時点 出所：米労働省（BLS）, Macrobond, RBC GAM

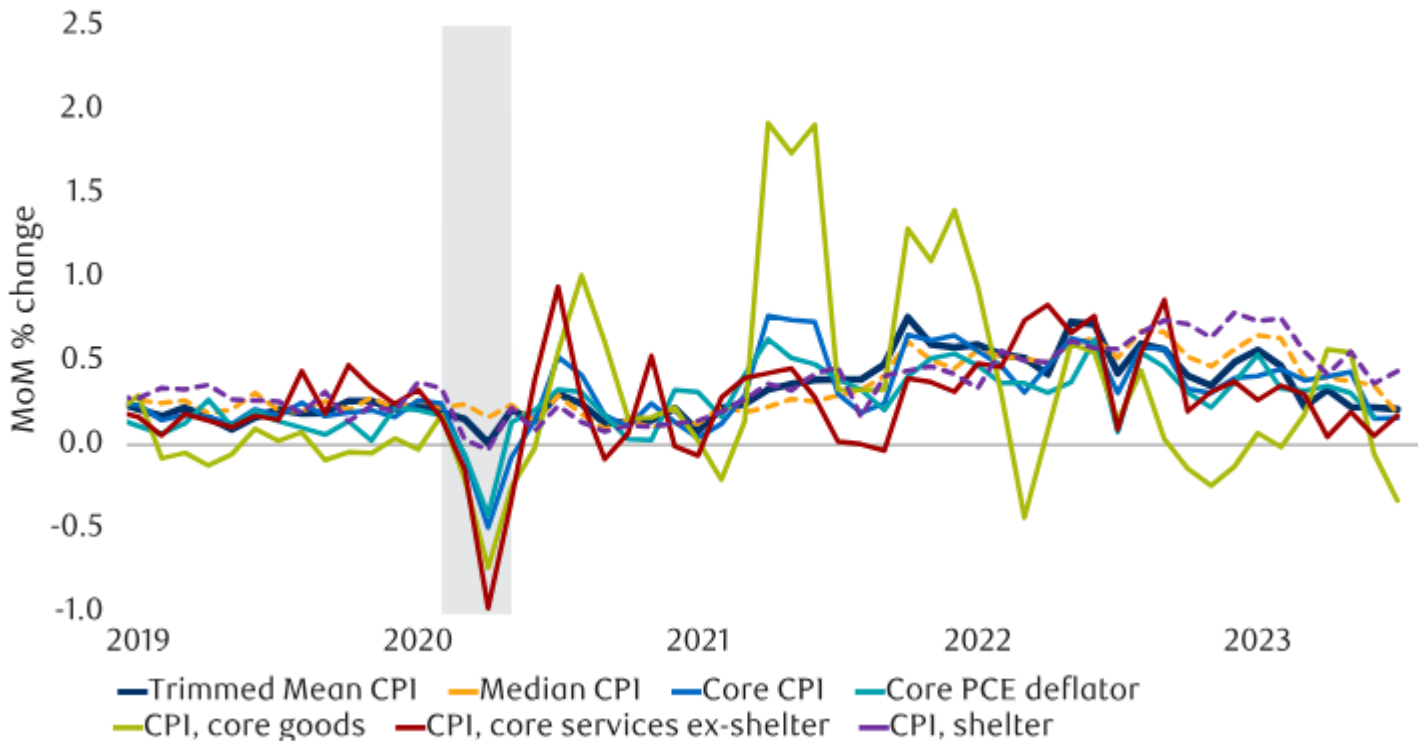
米国の食料インフレ率は低下



2023年7月時点、網がけ部分はリセッションを示す。 出所：米労働省（BLS）, Macrobond, RBC GAM

ここ数ヶ月でコアインフレの状況は改善しています（下図参照）。

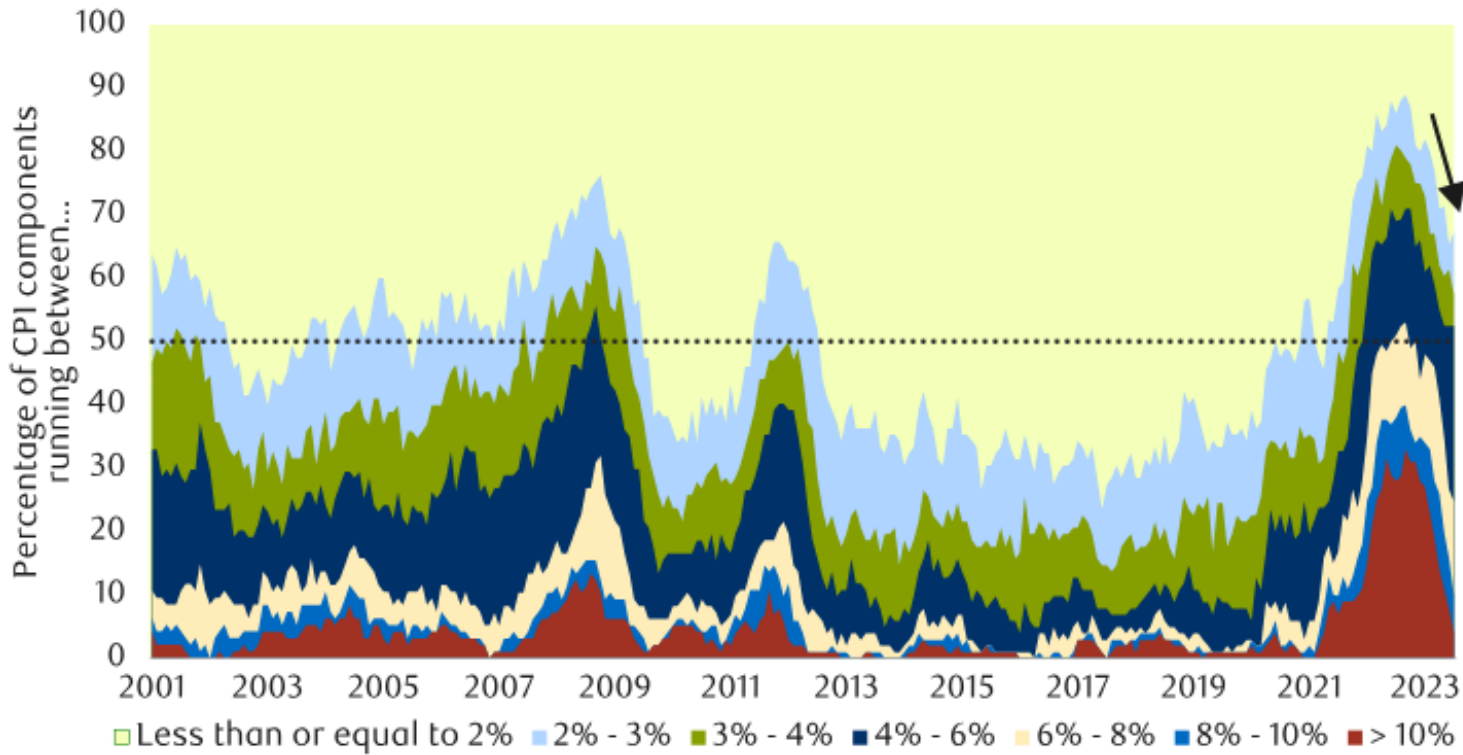
米国のコアインフレ率は落ちつきをみせている



2023年6月時点のPCEデフレーターと2023年7月時点のCPI、網掛け部分はリセッションを示す。 出所：Macrobond, RBC GAM

重要なのは、多くの項目で前月比ベースのインフレ上昇幅が縮小傾向にあることです。一時は、米CPIバスケットにおける三分の一の項目で10%あるいはそれを超えるインフレ率を記録していました。現在は4%前後に落ち着いています（下図の赤の網掛け部分をご参照ください）。

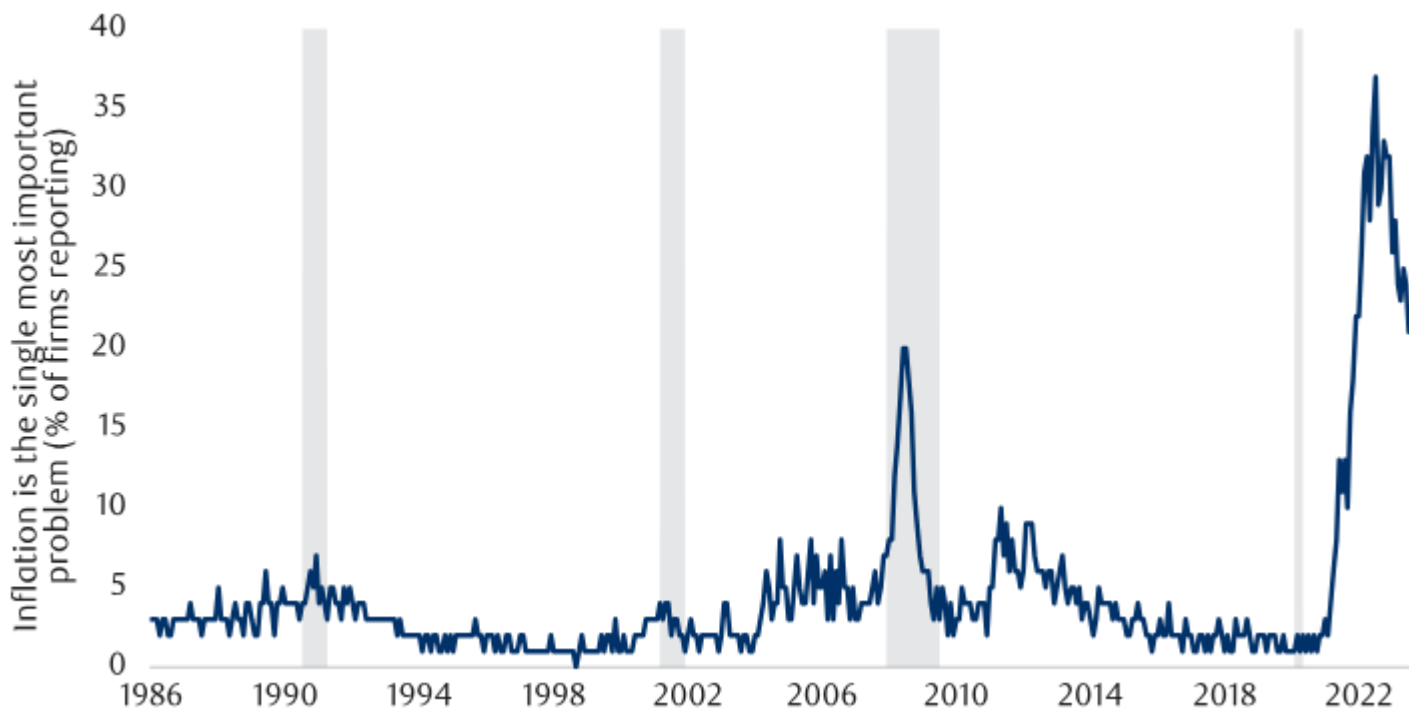
米国のインフレの広がりは落ちつきをみせている



2023年7月時点 消費者物価指数（CPI）構成品目のうち、前年比変動率が指定された範囲内にあるものの割合。出所：Haver Analytics, RBC GAM

引き続き懸念要因ではあるものの、企業のインフレに対する懸念も和らいできています（下図参照）。

小規模企業にとっての最大の問題：インフレ

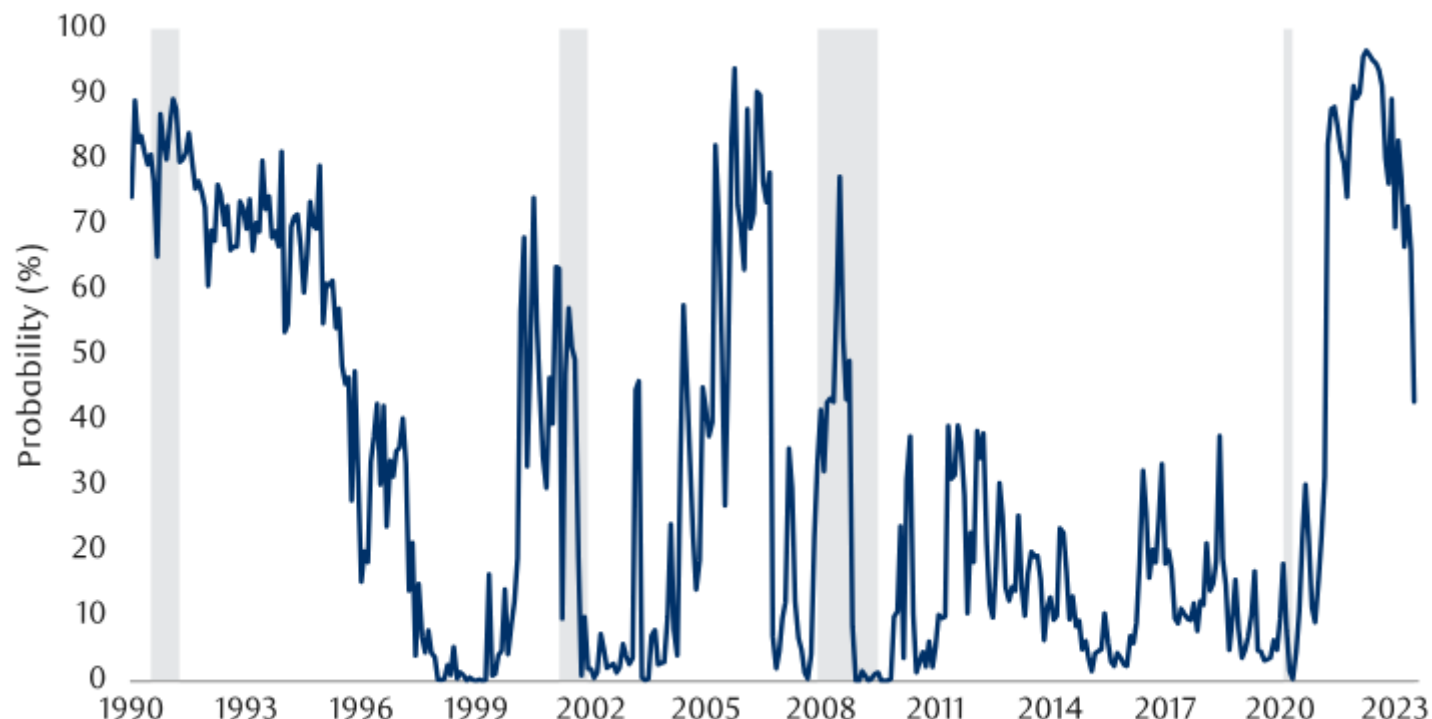


2023年7月時点 網掛け部分はリセッションを示す。

出所：National Federation of Independent Business Small Business Economic Survey, Maceobond, RBC GAM

セントルイス連邦準備銀行が公表するプライスプレッシャー指標は来年インフレ率が2.5%以上となるリスクを推定しています。この指標によれば、足元で確実だと言われた水準から50%を切る水準に下落しています（下図参照）。これは注視に値するかもしれません。

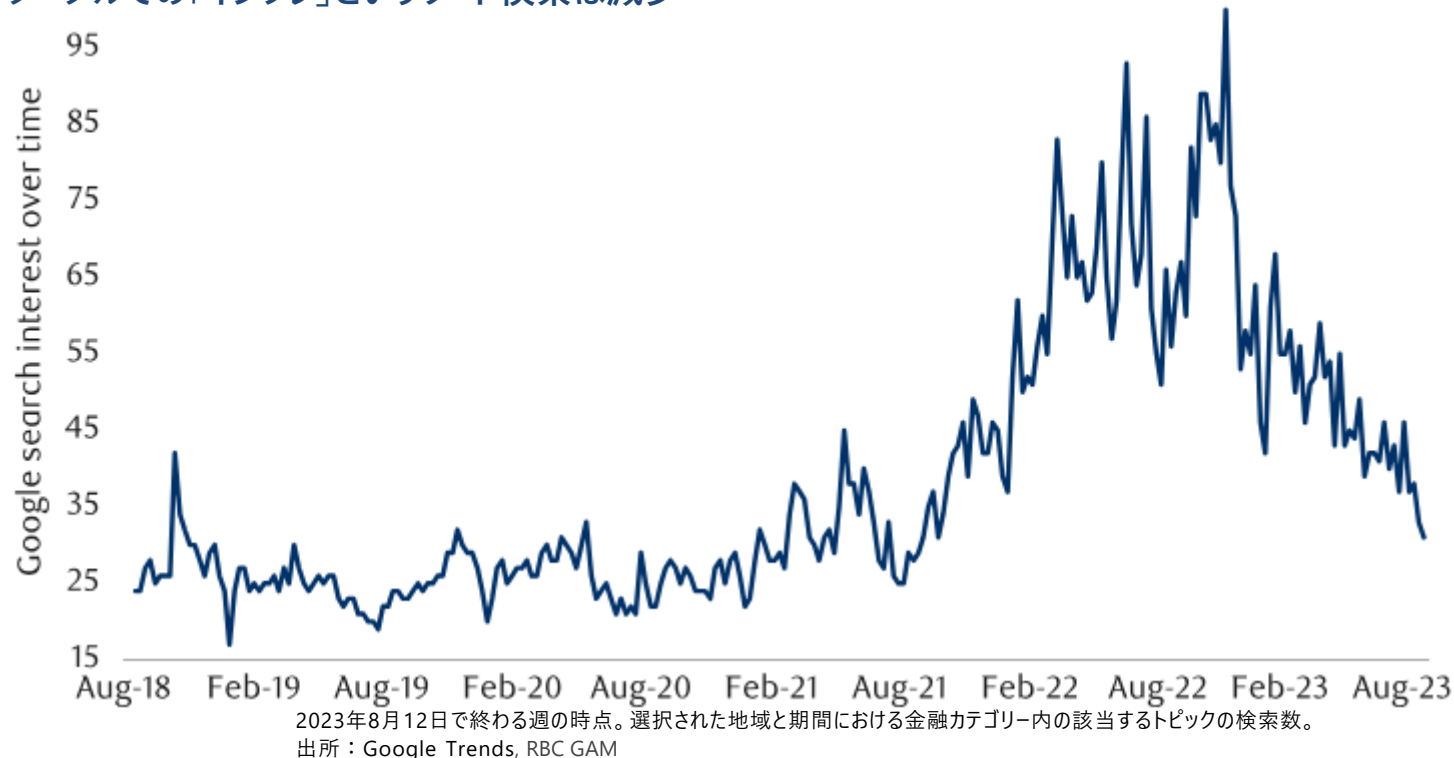
米国プライスプレッシャー指標は急速に低下



2023年7月時点、金融ストレス指標は12ヶ月後の期待インフレ率が前年比で2.5%を超える可能性を示し、網掛け部分はリセッションを示す。
出所：セントルイス連邦準備銀行, Macrobond, RBC GAM

グーグル検索エンジンでの「インフレ」の検索数も減少傾向を辿っています。依然通常の水準には戻っていないものの、その目前となっています。

グーグルでの「インフレ」というワード検索は減少



最後に、我々は過去数か月、公式発表の年率換算後のインフレ率は3%前後である一方で、年率換算後のコアインフレ率（ガス価格下落の寄与を除いたCPIあるいは中央値CPI）をみると、本当のインフレ率は4-6%程度であると主張してきました。

それは正しいと思っていますが、少し見逃しがあるかもしれません。年率4-6%という考えはやや陳腐化してきているようです。インフレの粘り強さを示してきた指標のトレンドは、ここ数ヶ月でかなり緩やかになっています（下表参照）。

- 3か月前比の年率換算後コアインフレ率は3.1%に留まっています。
- ガス除く同CPIは2.6%です。
- 同中央値CPIは3.8%です。

そのため、「本当の」インフレ率は目標より2-4%ポイント高いのではなく、目標より0.5-2%ポイント高いという主張の方が適当だと考えています。しかし目標からは依然遠く、ヘッドラインインフレ率の数字が示唆する以上にまだやるべき仕事があるようには思いますが、それは当初私たちが想定していたよりは少ないかもしれません。

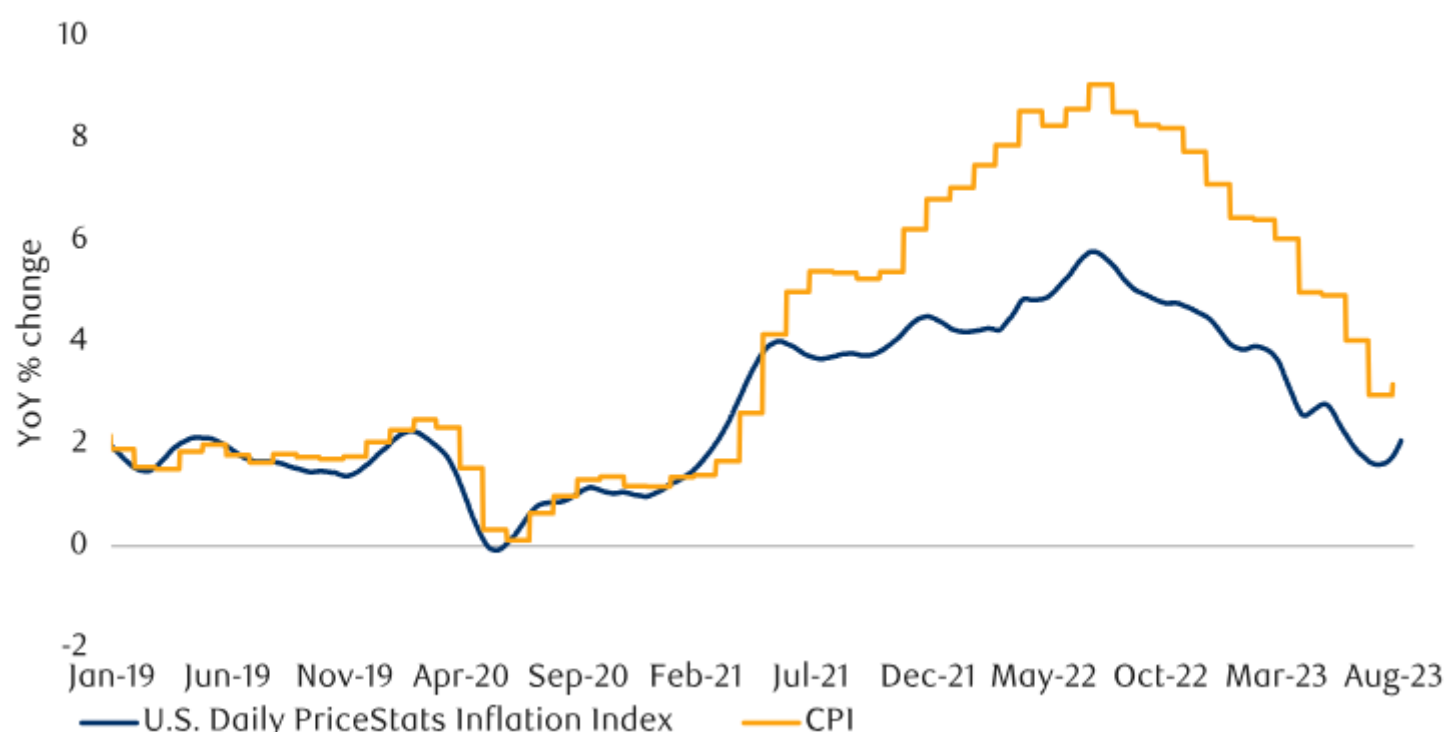
インフレ指標に落ちつきがみられる

Inflation measures	% change annualized			
	1-month	3-month	6-month	12-month
CPI	2.0	1.9	2.6	3.2
Core CPI	1.9	3.1	4.1	4.7
CPI excluding gas	2.0	2.6	3.0	4.1
Median CPI	2.3	3.8	4.8	6.1
Trimmed-mean CPI	2.6	2.7	3.4	4.8
PCE deflator	2.0	2.5	3.3	3.0
Core PCE	2.0	3.4	4.1	4.1
Median PCE	3.5	3.9	4.8	5.0
Trimmed-mean PCE	2.5	3.4	4.1	4.2
PPI	3.6	-0.2	-0.5	0.8
CPI components				
Goods	-0.9	-0.6	0.5	-0.6
Services ex shelter	2.2	1.1	0.8	3.3
Shelter	5.4	5.6	6.4	7.7
Food	2.9	2.2	2.0	4.9
Gasoline	2.1	-16.7	-10.0	-19.9
Motor vehicles	-5.9	2.3	2.7	-0.5

PCE指標は2023年6月時点、CPIやPPIは2023年7月時点。 出所：BEA, 米労働統計局, クリーブランド地区連銀, ダラス地区連銀, Macrobond, RBC GAM

ここで強調したいのは、この先のインフレ低下のハードルが高くなるということです。経済が力強く、リアルタイムのインフレ（次図参照）に回復の兆しが見られるほか、ガソリン価格上昇による7月インフレ率への影響は軽微だったものの、8月の指標にはより顕著に反映される可能性があるなど、ベース効果が不利な状況にあるからです。

この先の米インフレの一段の改善に暗雲



2023年8月7日時点のPriceStatsのインフレ指数、2023年7月時点のCPI。出所：State Street Global Markets Research, RBC GAM

6. 米国債格下げの正当性

8月上旬に、格付け機関フィッチは米国債の格付けをAAAからAA+に引き下げました。スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）はすでに2011年に米国債を格下げしており、3大格付け会社のうち2社が米国債の信頼性が低下したと判断していることから、事実上の格付けはAA+と言えます。十年前にS&Pが米国債の格下げを実施した時、他の2つの大手格付け会社がAAAを維持していたため、その影響は小さかったと言えます。

この決定に関して、格下げは正当化されるのか、そのインプリケーションは何かという二つの疑問が浮かんできます。

格下げは正当化される

米国債の格下げは正当化されないと主張できる理由には、米国があまりにも例外的で、債務格付けの概念に当てはまらないというのがあります。これは合理的な理由に基づいた見方です。

- 米ドルは世界で最も安全な逃避先とされています。
- 米国債市場は最も深く規模の大きい市場です。
- 経済の規模が大きく、多様化されていることから、理論的には十分な債務返済能力があると考えられています。
- 自国通貨と中央銀行を支配しているため、米国が継続的なデフォルトとなる可能性は極めて低いと考えられています。

しかし、各国と同じ評価基準で評価すれば、米国の格下げは政治及び財政問題、さらに債務上限協議の延期などが影響していることから、完全に正当化されると考えられています。

政治的な観点から見ると、米国債務上限を巡る衝突は何度となく起きており、テクニカル・デフォルトになりかねない状況に何度も陥っています。5月下旬に、政治指導者たちのチキンレースが繰り広げられ、テクニカル・デフォルトまであと数日というところまで追い込まれるなか、ソブリン・クレジット・デフォルト・スワップは一時的に急騰し、投資家は短期国債が返済されない場合に備えて緊急対応計画の策定を進めました。2011年にS&Pが行った格下げも、債務上限を巡る混乱の後に実施されました。

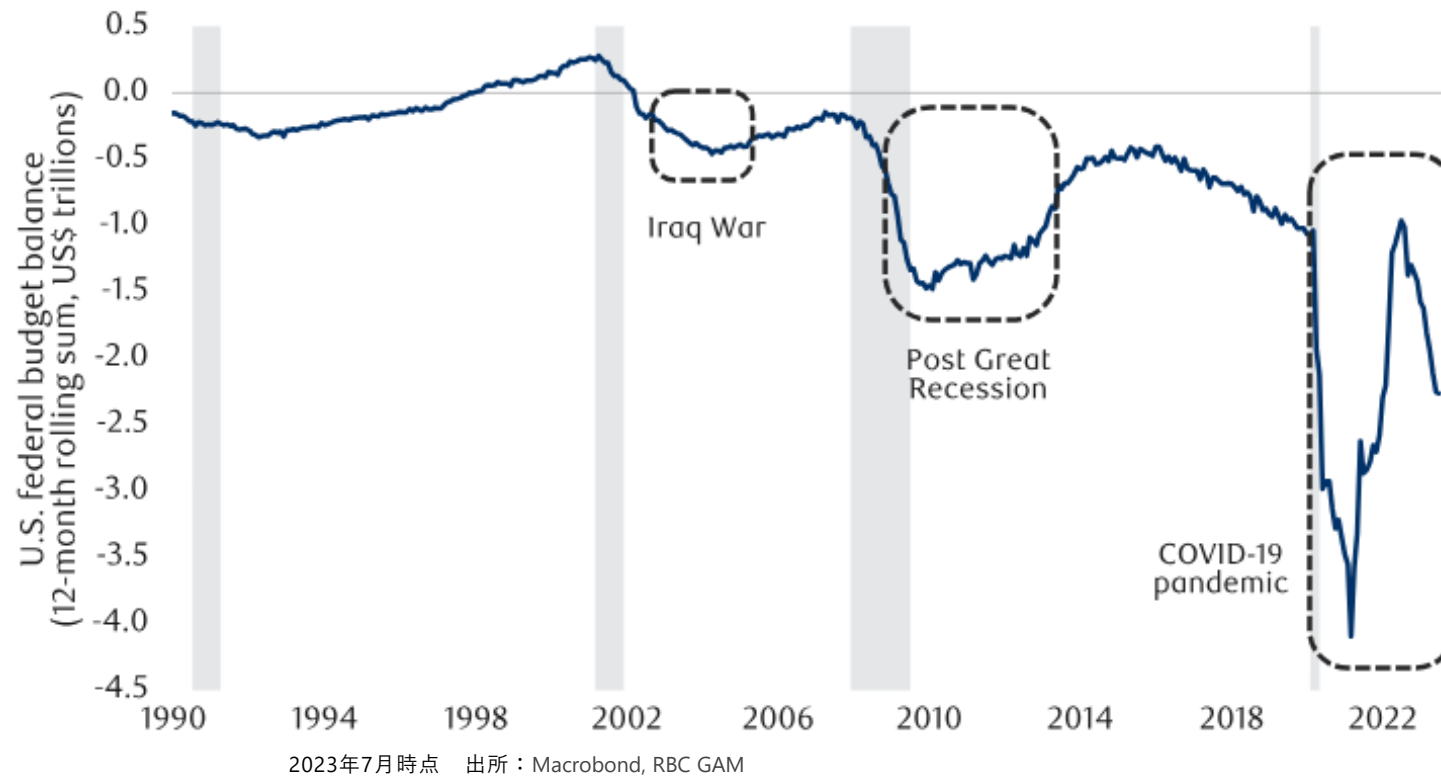
財政ガバナンス悪化の一般的な証拠としては、予算編成プロセスが複雑で、予算闘争が長期化しやすいことが挙げられます。こうした争いの中には、政府の完全な閉鎖につながるものもあります。二大政党の極端な二極化は、慢性的な懸念材料です。フィッチは2021年1月6日の連邦議会議事堂襲撃事件を引き合いに出して、米国の政治機構の安定性に対する懸念を正当化したとさえ報じられています。

また、米国政治家の間で財政の持続可能性はほとんど話題にのぼらなくなっています。米国には中期的な財政計画がないため、高齢化が進むにつれて社会保障やメディケアにかかる費用の増加が予想されるにもかかわらず、その対策は全く講じられていません。

米議会予算局は、今年の財政赤字の見通しを1兆7千億ドルに引き上げました。GDP比6.5%と巨額で、昨年の5.5%という莫大な数字から再び大幅に上昇しており、過去10年間に亘る減税や歳出の増加が反映されています（次図参照）。

赤字支出は、ケインズの枠組みにおけるカウンターシクリカル（反循環）な政策としての伝統的役割から、プロシクリカル（順循環）な景気刺激策としての役割へと拡大しているように見えます。つまり、リセッション期だけでなく、好況期にも赤字が残るということですが、現在の財政政策方針のもとでは、今後数年間この傾向が大きく改善する可能性は低いと考えています。

米国の財政赤字は再び拡大



米国政府の対GDP比で見た債務残高は112.9%に達しており、グローバル金融危機前の2倍近い規模となっています。米国の債務残高は、AAA格付けを維持している国の中央値の2倍以上です。

米国は、2025年まで連邦税収の約10分の1が連邦債務の返済に充てられる予定です。AAA格付け国の中央値である1%を大幅に上回り、AA格付け国の中央値である2.8%を大幅に上回っています。米国債の格付けがAA+格より低くないのは、米国例外主義の賜物でしょう。

格下げからのインプリケーション

米国債の格下げに債券市場がどう反応すべきかは、理論的に明確にはなっていませんでした。債券の強気派は、このネガティブなニュースはリスク回避の動きを強める出来事であり、米国の安全な避難場所としての地位が逆に米国債の需要を高めることから、その結果、債券利回りは低下すると考えています。

対照的に、債券弱気派は、格下げそのものが米国債がより危険なものになったことを意味し、より大きなリスク・プレミアムが求められるなかで、債券利回りは上昇すると主張しています。さらに、影響は限定的だが、機関投資家の中にはAAA格未満債券の保有が許されないマニフェストを持つ者もあり、少量のポジションを強制的に売却させられることとなります（一方で、低格付け債券の保有しか認められていない投資家にとっては、理論的に米国債の購入条件を満たしたことになるのです）。補足すると、銀行のバランスシート上の国債のリスクウェイトは変更されず、国債としての担保適格性も変更されません。

最後に考えられる解釈としては、直近まで公式格付けに反映されていなかったとしても、慢性的な政治及び財政問題はすでに誰の目にも明らかであったため、債券利回りは全く動く必要がなかったというものです。

実際に、債券利回りは上昇し、8月1日の発表後当コメント執筆時まで、米国10年債利回りは38bpsも大幅に上昇しました。少なくともリスクプレミアムはいくらか上乘せされているようです。中央銀行による国債買い入れが売却へと変化した今、世界の国債市場は自らの足で立つ必要に迫られています。北米債券市場も、低リスクでプラスの名目利回りを求める投資家にとって、もはや唯一の市場ではありません。

結局、米国債利回りは小幅に上昇したものの、格下げの影響はほとんど象徴的なものです。最良のシナリオとしては、米国の政治家がこの屈辱に奮起し、今後より慎重な財政路線を追求することでしょう。しかし、見渡す限り大幅な財政赤字が続く、従来通りとなる可能性の方が高いでしょう。

下図には、米国より債務格付けが低いものの、経済及び財政の観点から存続性が高いと考えられる国を示しています。同様に、AAA格が素晴らしい経済成果を保証するわけではありません。しかし、財政の健全さは長期的に良好な経済環境をもたらす要因として寄与すると考えています。

各国の国債格付け

Country	Sovereign rating		
	Moody's	S&P	Fitch
Germany	Aaa	AAA	AAA
Canada	Aaa	AAA	AA+
U.S.	Aaa	AA+	AA+
France	Aa2	AA	AA-
South Korea	Aa2	AA	AA-
U.K.	Aa3	AA	AA-
China	A1	A+	A+
Japan	A1	A+	A
Mexico	Baa2	BBB+	BBB-
Italy	Baa3	BBB	BBB
India	Baa3	BBB-	BBB-
Brazil	Ba2	BB-	BB

2023年8月17日時点 外貨建て及び自国通貨建て長期債務格付け。
出所：Fitch Ratings, Moody's Investors Services, S&P Global, Bloomberg, RBC GAM

7. 製造業の建設ブーム

現在米国で起きているインフラ・ブームの規模を見極めるのに苦労しています。バイデン政権で制定された「インフレ抑制法」、「CHIPS法」、「インフラ投資雇用法（IIJA）」、および関連政策は経済にプラスに寄与するものの、一部の想定ほど大きな恩恵は受けられないと以前記載したことがあります。

これと一致するように、米国全体の民間建設支出は過去1年間で2.0%減少しています。しかし、これには前年比14.0%減少した住宅建設も含まれています。

財政刺激策の効果を見極めるためには、より詳細に調査をする必要があります。米国の製造業による建設支出は、大幅に増加しており（下図参照）。このカテゴリーにおける実質支出は、過去数年間と比較しておよそ2倍になっています。

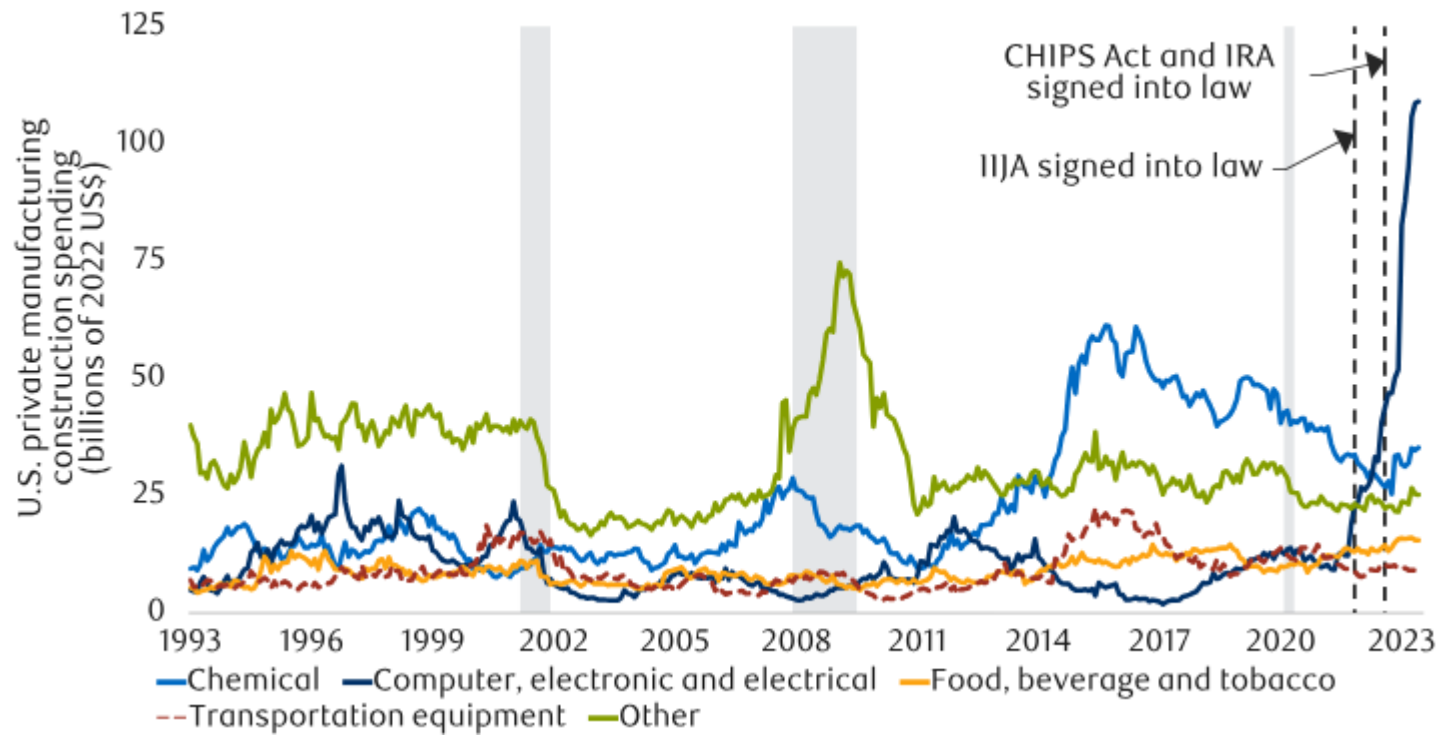
米国製造業の建設支出は国内のインフラ法案が制定された後に大幅に増加



2023年6月時点 民間製造業の建設支出合計を中間需要・素材・建設部品の生産者物価指数でデフレートし、網掛け部分はリセッションを示す。
出所：Census Bureau, U.S. Bureau of Labor Statistics, Macrobond, RBC GAM

これは、米国企業の中国への信頼感の低下が、国内への傾斜に繋がっていることを反映している可能性もあります。CHIPS法が特にターゲットとしているコンピューター関連の狭い分野以外では、製造業の建設支出が増加している証拠はほとんどみられていません（次図参照）。

米国製造業の建設支出の増加はコンピューター・電子・電機セクターがけん引



2023年6月時点 民間製造業の建設支出合計を中間需要・素材・建設部品の生産者物価指数でデフレートし、網掛け部分はリセッションを示す。
出所：Census Bureau, U.S. Bureau of Labor Statistics, Macrobond, RBC GAM

では、これはインフラ・ブームなのでしょうか？このような特定の事業を行う企業にとっては間違いなくそうだと思います。しかし、それは焦点を絞ったものであり、年間1,000億ドルの追加支出はGDPに約0.5%のプラス寄与になりますが、現状が大きく変わるという展開にはならないと考えています。

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