

RBC GAM マクロメモ 2023年9月上旬

米経済アップデート / 延滞・学生ローン問題 / 全米自動車労組のストライキ / 債券vs株式

トピック:

1. ウクライナ戦争のアップデート
2. テクノロジーブーム
3. 不安定なカナダ経済
4. 強弱入り交じる米国経済
5. 消費者の苦悩
6. 米学生ローンの支払い
7. 製造業は必ずしも底打ちしていない
8. ドイツのリセッション
9. ストライキの警告
10. インフレにまつわるあれこれ
11. 中央銀行
12. 債券VS株式
13. 米国の財政状況の改善
14. 住宅市場は再び軟化？
15. 中国の小さな反発



エリック・ラッセルズ
チーフ・エコノミスト

RBC Global Asset Management Inc.

1. ウクライナ戦争のアップデート

前回ウクライナ戦争について記載して以降、多くの変化がありました。

軍事的な観点から見ると、ウクライナ軍はロシアの防衛線の一部を突破し、今後数週間でさらなる前進に繋がる可能性があるとの期待が高まっています。しかし、ロシアの強固な防衛により、その前進は漸進的なものになりそうです。

また、ロシアの民間軍事会社ワグネル・グループの前トップであるエフゲニー・プリゴジン氏は、ロシア政府に対する反乱の中断から間もなくして不審な飛行機事故で死亡しました。これら2つの出来事により、ロシアの攻撃を遂行してきたワグネル・グループの戦闘力は著しく低下しています。

原油価格は上昇基調にあり、ブレント原油価格・WTI（ウェスト・テキサス・インターメディアート）原油価格ともに1バレル90米ドルを超えて推移しています（次図参照）。夏の間に1バレルあたり70米ドルを下回っていた価格が急上昇しました。もっともその背景としてはロシアというよりも、石油輸出国機構（OPEC）の減産が延長されるとの観測が高まっていることにあり、サウジアラビアが90米ドル以上を望んでいることや経済の底堅さから需要が高止まりしていることもその見方を強めています。これにより、世界的なインフレの進行、石油輸入国の景気低迷、石油輸出国の景気拡大などの影響が想定されます。もちろんロシアにも恩恵があり、戦争の今後の展望にも影響がみられるかもしれません。

OPEC+の減産合意により原油価格は足元で上昇



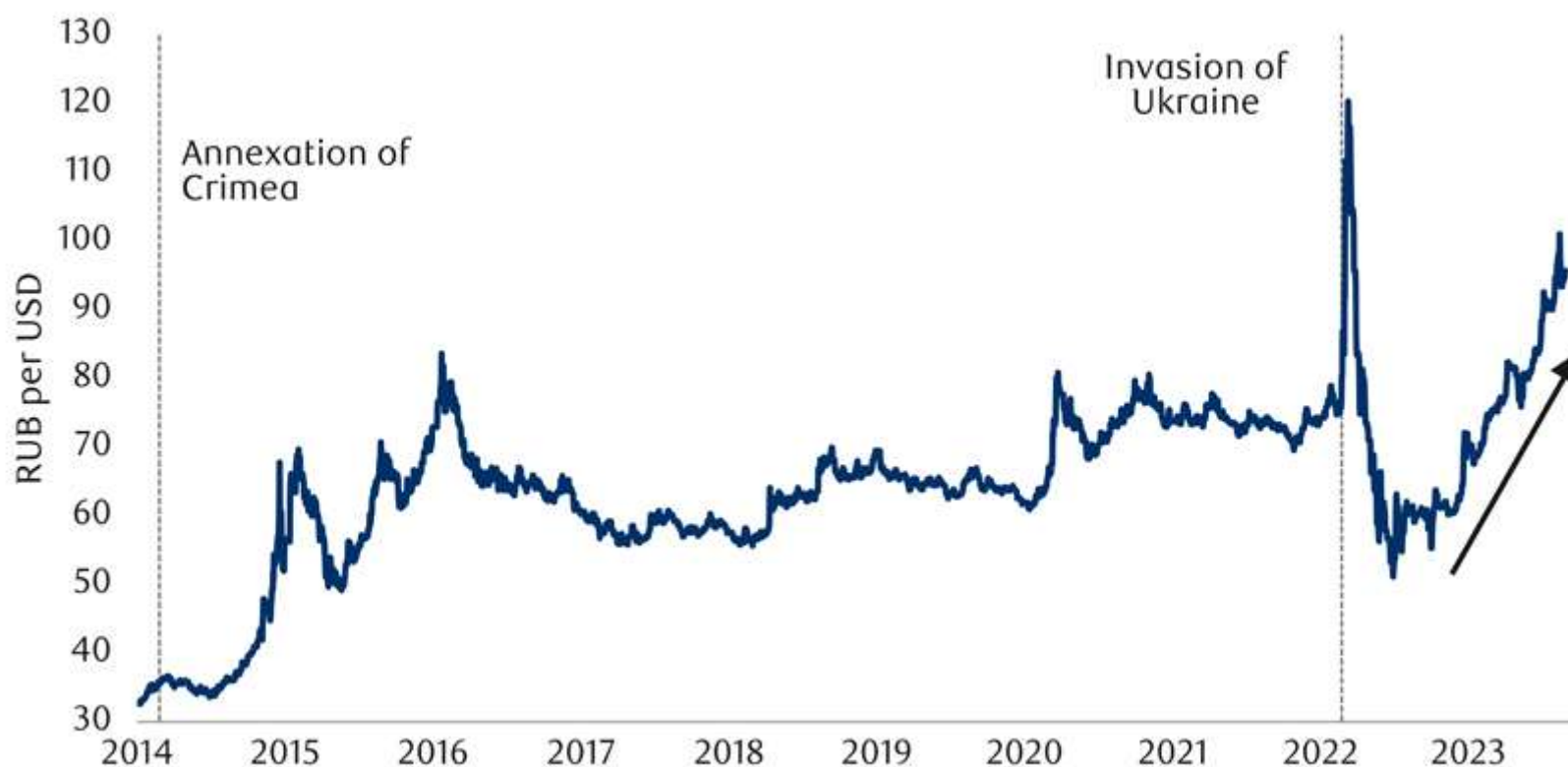
2023年9月8日時点 出所：Bloomberg, Haver Analytics, RBC GAM

ロシアがウクライナ産穀物の輸出に関する合意から離脱した状況は、黒海を通じた食料輸出を非常に複雑にしています。ロシアは合意の延長のために、西側諸国からの譲歩を求めていると考えています。具体的には、ロシアは西側諸国が、ロシア産食料の輸出制限の解除を図るような別の協定を尊重していないと主張しています（にもかかわらず、ロシアは昨年、記録的な量の小麦を輸出することができました）。現在ウクライナ政府は、ウクライナ産穀物を輸送する船舶が損害を被った際、同国が最初の保険金を支払う計画を進めています。これにより、黒海航路の保険料はより手頃なものになるでしょう。

最後に、ロシア・ルーブルは2023年の大半と同様に下落基調が続いています（次図参照）。ウクライナ戦争初期に急落した後、一度下落分を取り戻しました。最近の通貨安は、戦争初期を除く期間で経験したことのない水準にまで達しており、このトレンドはまだ終わっていないようにみえます。

最も考えられる理由として、ロシアは広範囲に及ぶ制裁による経済的痛みを被ることを何とか先延ばしにしてきたものの、その影響がついに見られ始めた可能性があります。例えば、ロシアのエネルギーインフラの多くは外国の技術や部品に依存していますが、通常の使用により損耗した部品を交換することが非常に難しくなっています。実際、2024年及び2025年のロシアのGDP成長率のコンセンサス予測は2023年より悪化しています。

EUのロシア産原油に対する制裁導入後にロシア・ルーブルは対米ドルで下落基調



2023年8月26日時点 出所：ロシア中央銀行（CBRT）Macrobond Financial AB, Macrobond, RBC GAM

2. テクノロジーブーム

人工知能（AI）技術がどの程度世界に革命をもたらすかについては、まだ判断がつかない状態にあります。今後数十年にわたって生産性はさらに向上すると予想しているものの、その程度や1年ごとの効果については何とも言えません。

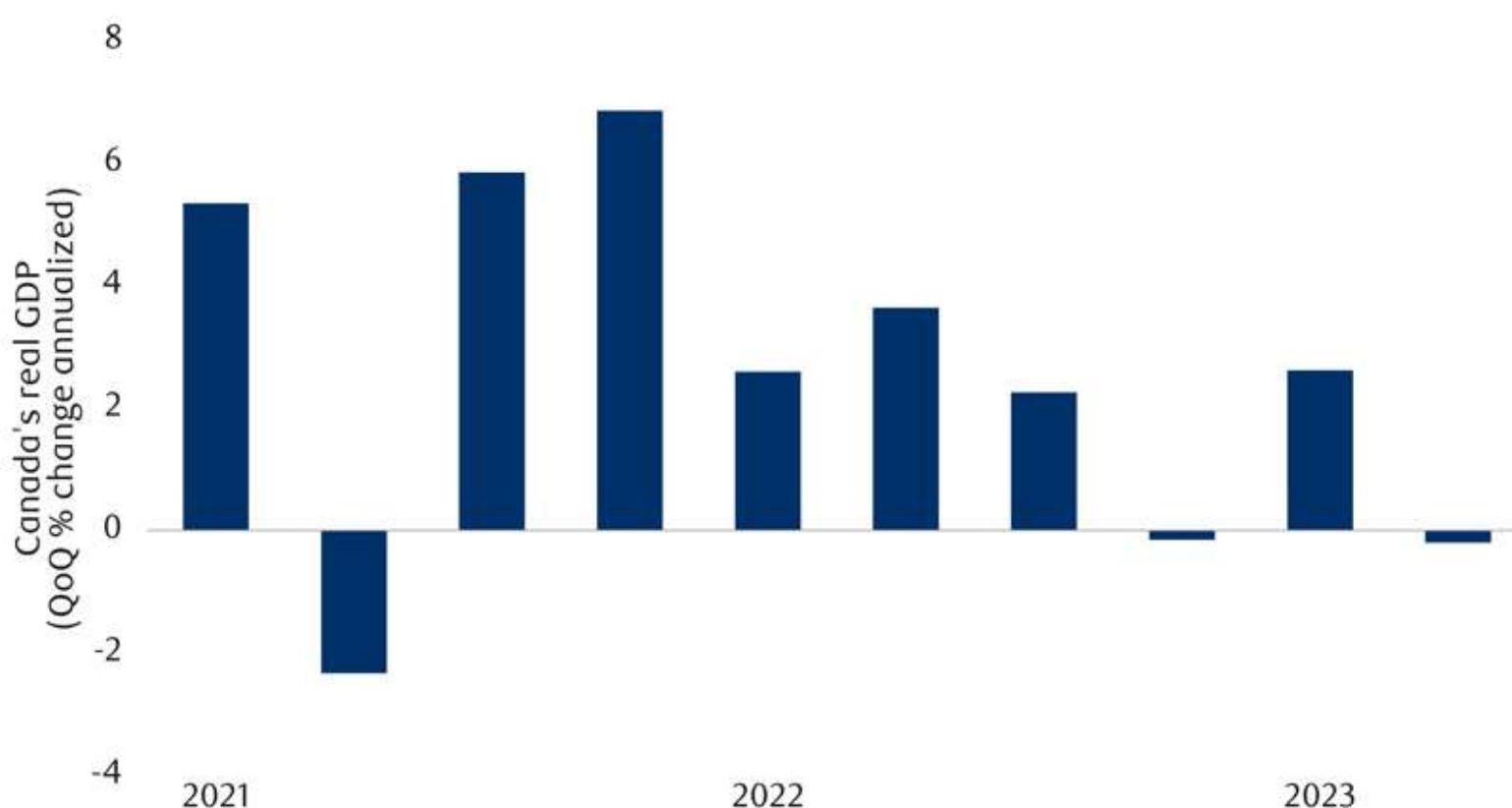
短期的に、新たなテクノロジーによる恩恵は主に追加設備投資などやや異なるベクトルを通じてもたらされると考えています。一国の経済規模に比べれば、その額は莫大ではないと考えています。しかし、これら新しいAIシステムのためのコンピュータチップを製造しているエヌビディアは大きな恩恵を受けています。同社の直近の四半期決算によると、売上高は135億米ドルと、3ヶ月前に発表された予測の110億米ドルを大幅に上回り、当時は金融市場に大きな衝撃を与えました。

エヌビディアのデータセンター向けの売り上げは直近で103億米ドルと、半年前から2.5倍以上増加しています。テクノロジー投資ブームは現実起きており、それが続く限り、米国のGDP水準は0.5%ポイント上乘せされる可能性があります。しかし、他の大半の国では、その額はかなり小さいとみえています。エヌビディアのCEOは、同社が需要を満たすには程遠い状況であることを示していますが、この額は今後も拡大すると考えられています。しかし、チップ業界は一夜にして生産能力を増やすことはできません。繰り返しになりますが、設備投資ブームが重要であると同様に、本当の問題は、これらの投資が社会を根本的に変えるような技術革新にどの程度寄与するかということです。

3. 不安定なカナダ経済

カナダ経済に目を向けると、4-6月期実質GDPは前期比で減少し、過去3四半期中2四半期目の減少となりました（次図参照）。しかし、GDPがプラスに転じた1-3月期は好調な伸びを示したため、懸念は緩和されと考えています。

カナダ経済は4-6月期に縮小



2023年7-9月期時点 出所：カナダ統計局, Macrobond, RBC GAM

当社は最近、自分たちの景気後退予測が現実になるかもしれないと考えたりもしましたが、それは往々にして後から振り返ってみて気づくものです。すなわち「ああ、あの時に経験した経済活動の鈍さが、数四半期に亘り連続したGDPの減少という形で明らかになったのか」といった具合です。しかしこのシナリオについてはまだ不透明性の高い状況が続いています。

歴史的に景気後退とは、広範な経済的苦難、大規模な雇用喪失、金融市場に対する深刻な不信が混在するものです。少なくとも直近四半期ではそのようなことは起きていません。しかし、これらのことは全てリアルタイムで気づくものではないでしょう。リセッションが始まる日は正確に把握できないかもしれませんが、数ヶ月後にそうだったと気づくのではなく、その時点で何かおかしいことが起きているというクリアな感覚を持つべきなのです。

カナダ経済は相当数の雇用が増えてきたにもかかわらず、その増員分による追加生産がほとんどないのは、引き続き悪い兆候であり、率直に言って不可解です。4-6月期の労働生産性は再び大幅に低下しました。

カナダの雇用状況をみると、8月の雇用者は前月比で4万人増加しました。これを素晴らしい結果というのはやや躊躇いがありますが、以前はそうに表現されていたかもしれません。カナダの人口は急速に増加しており、1か月に4万人の新たな雇用があったとしても、増加する求人数を吸収するには十分ではありません。同指標は、良い結果（労働時間は前月比0.5%増）と悪い結果（民間部門の雇用数は増加せず）が混在しています。

GDPと同様、カナダの雇用統計では過去4ヶ月のうち2ヶ月間雇用減少が見られるなど景気減速の兆候が見られていますが、増加分は減少分を上回っています。

4. 強弱入り混じる米国経済

米国経済は明暗が分かれています。

8月の全米供給管理協会（ISM）サービス業景況指数は52.7から54.5に上昇し、ISM製造業景況指数は46.4から47.6に上昇しました。

アトランタ連銀のナウキャストによると、米7-9月期GDP伸び率は年率5.6%と大幅に伸びる見通しとなっています。この数字は、2023年通年のGDP見通しを大きく引き上げるでしょう。ここ最近では、7月の個人消費が前月比0.8%と大幅に伸びたことが寄与したものの、個人所得の伸びが同0.2%増に留まったことを受けて、米消費者の支出が限界に近づいているとの見方も広がっています。

興味深いことにブルームバーグ・エコノミクスによると、7-9月期のGDP成長率を0.5%も押し上げたのは、一連のポップカルチャー現象である、テイラー・スウィフトとビヨンセのコンサート、そして映画『オッペンハイマー』のダブル大ヒットが寄与したそうです！

私たちは「好調」から「好調だが、減速している」というフェーズへとシフトしています。8月の米雇用統計の非農業部門雇用者数は前月比18.7万人増加と申し分のない数字で、市場予想を小幅に上回りました。しかし、その他の部分は、より弱い内容と受け止められました。また6、7月分が11万人下方修正されたことにより、過去3カ月は29カ月連続で一度も下回ることはなかった、節目である20万件を下回る結果となりました（次図参照）。

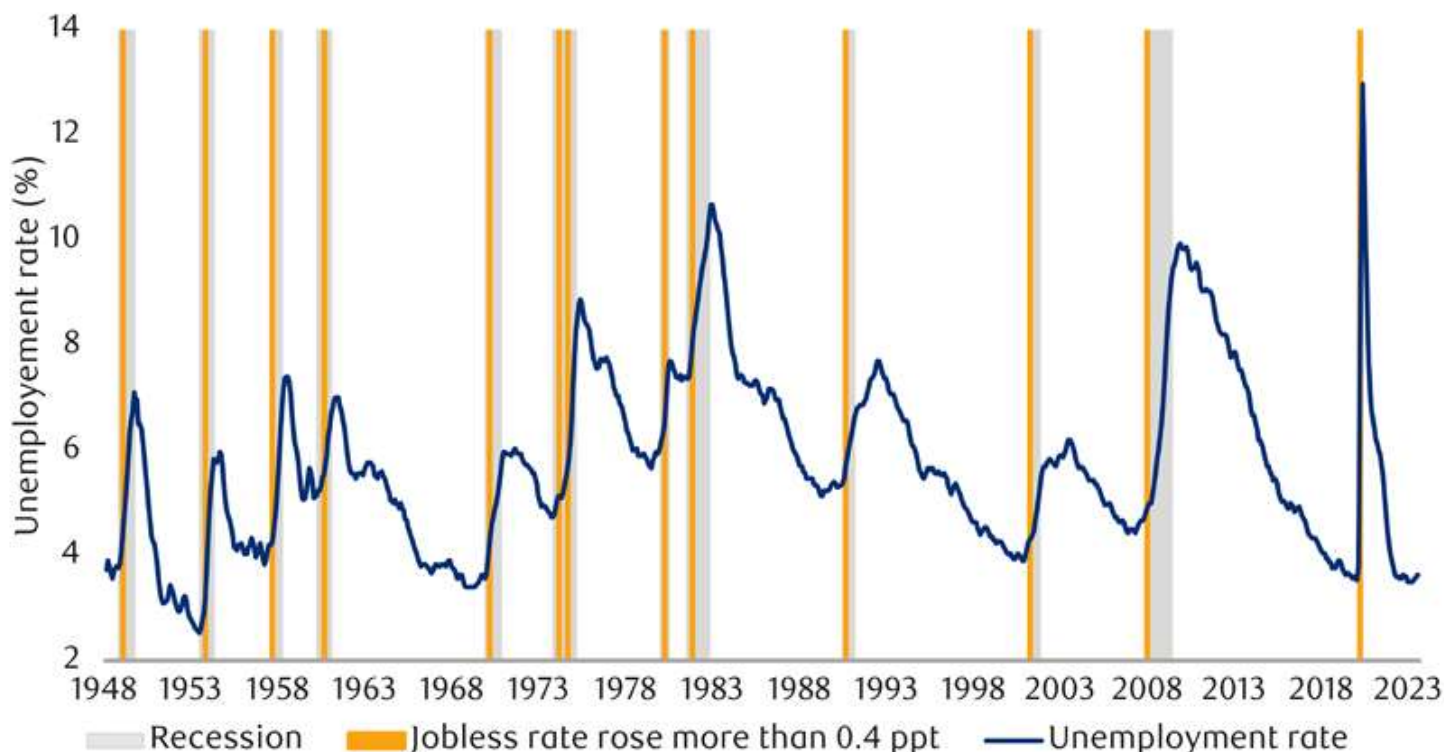
米雇用者数は依然増加するも減速感がみられる



2023年8月時点 出所：米労働省, Macrobond, RBC GAM

失業率は7月の3.5%、その前の最低水準である3.4%から、8月は3.8%に上昇しました。サムの法則によると、失業率の3カ月移動平均が過去12カ月の最小値と比較して0.5ポイント上昇すれば、それは景気後退の兆候だといわれています。失業率の3カ月移動平均がこの数値に達するまでにまだ余地はあるものの（この数値に近づいている月次の数値と対照的な動き）、失業率の上昇傾向は続く可能性があります（次図参照）。

リセッションを起こさずに経済が冷え込む可能性は低い



2023年8月時点 失業率の3カ月移動平均。 出所：米労働省, 全米経済研究所, Macrobond, RBC GAM

その他の労働市場に関するシグナルはネガティブなものが多くみられます。

- ▶ 当社も重視し歴史的にも有力な先行指標とされる「臨時雇用者数」は減少を続けています（次図参照）。もっとも、臨時雇用者がこの低失業率な労働市場の恩恵を受け、解雇ではなく正社員に転換したのだとすれば、この減少は必ずしもネガティブな理由によるものではないとの見方もあります。

米国の臨時雇用者数の減少はリセッションを導いてきた



- ▶ 雇用統計の年次ベンチマーク（基準）改定に基づき、2023年3月分までの一年間の雇用者数は従来の推定から30万6千人下方修正されました。
- ▶ ADP雇用統計によれば、8月の新規雇用者数はわずか17万7,000人増となり、過去5カ月で最も弱い結果となりました。
- ▶ 求人数は依然として高い水準にあるものの、減少基調にあります（次図参照）。

米国有効求人倍率は依然高水準も急速に低下



- ▶ 賃金の伸びは依然高水準にあるものの、こちらも減速基調にあります。

賃金の伸びは依然強いが鈍化している



- ▶ レイオフの件数も増加しています（次図参照）。

米国で雇用削減の発表が増えている



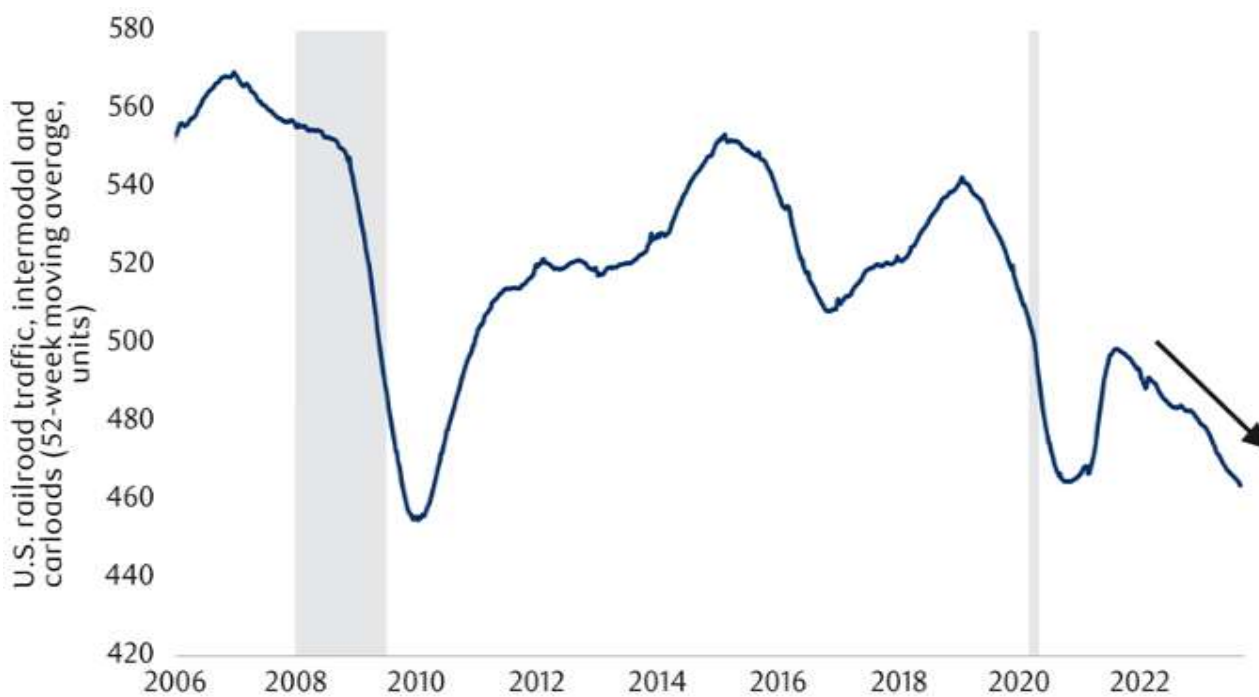
2023年8月時点 出所：Challenger, Gray & Christmas, Inc., Macrobond, RBC GAM

- 例外として、週次新規失業保険申請件数では労働市場の軟化が見られておらず、しばらく増加基調にあったものの、足元では減少がみられています。

最後に、米国経済に関するネガティブなニュースに焦点を当てていきます。

第一に、米国経済の生命線である流通の規模が縮小し、スピードも低下しています。米国の鉄道車両積載量は大幅に減少しており、世界金融危機直後以来の低水準を記録しています（次図参照）。

米国の鉄道車両積載量は減少傾向が続いている



2023年9月2日時点 網掛け部分はリセッションを示す。出所：アメリカ鉄道協会, Haver Analytics, RBC GAM

第二に、最新の米地区連銀経済報告（バージュブック）は「サイクル終了」の可能性を強く示唆しています。バージュブックは、米国にある12の地区連銀が各地域の経済状況を定性的にまとめたものです。注目点は以下の通りです。

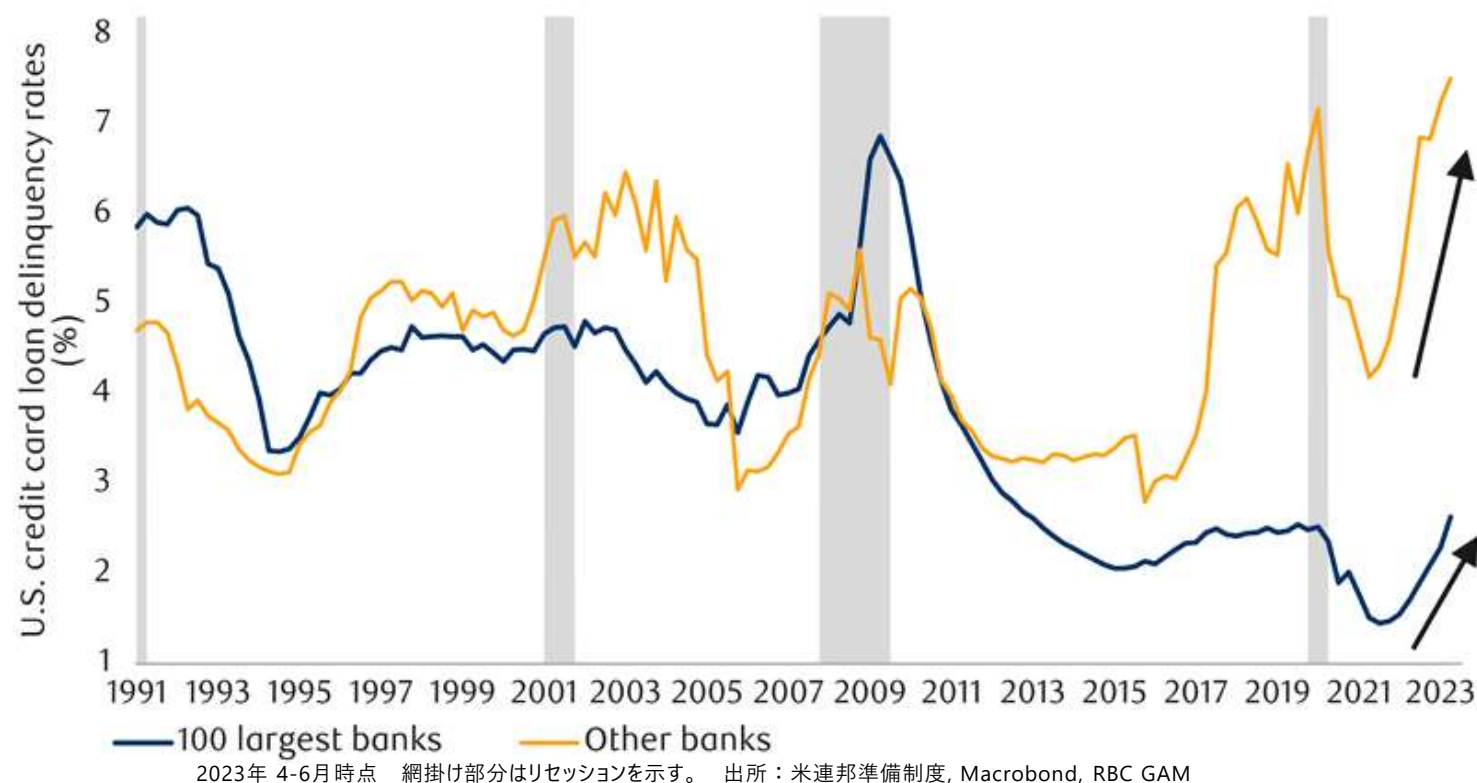
- 7月と8月の「経済は控えめに拡大しました」（7-9月期の強いGDPに対する期待とやや矛盾しています）。
- 観光客の急増は、コロナ禍後のレジャー旅行に対するペントアップ需要の最終段階であるとの見方が大半です。
- その他の消費支出をみると、必需品以外への支出は引き続き鈍化しています。
- 一部地域は消費者が貯蓄を使い果たした可能性を指摘しました。
- 製造業の商品の需要は低迷しました。
- 雇用者数は全国的に伸び悩みました。
- 2023年後半に賃金の伸びは鈍化するとの見方が大半でした。
- 多くの地域で物価上昇ペースの鈍化がみられました。
- いくつかの地域で企業の利益率の低下がみられました。

最後に、今後1ヶ月間の米国経済の不確実要素として、10月1日からの政府閉鎖の可能性が挙げられます。ホワイトハウスはこれを回避するため、つなぎ予算案を成立させることを試んでいます。しかし、現時点では両党は合意に達しておらず、政府閉鎖は容易に起こりうる状態にあると考えています。以前にも同様のことが起きた時は大惨事には至らなかったものの、理想的な展開とは言えません。これは短期的に米国経済に負の影響が及び、長期的にも米国の国際的信用にダメージを与えることになります。

5. 消費者の苦悩

米国のクレジットカードにおける30日以上の延滞率が急速に上昇しています（次図参照）。特に中小銀行の顧客が突出しており、不吉なことに30年来の高水準に達しています。また、米大手銀行100行での延滞率も10年ぶりの高水準に上昇しています。

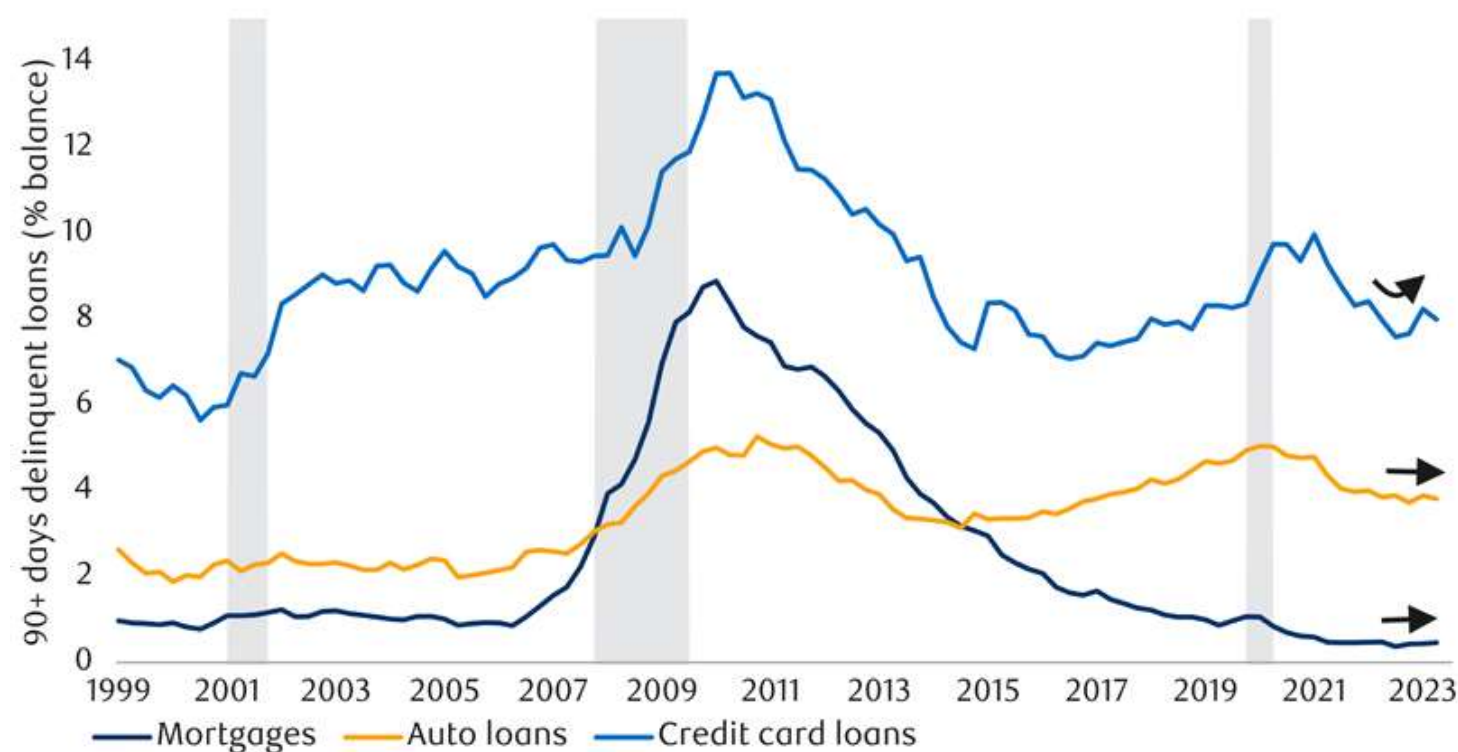
中小銀行でのクレジットカード延滞率は歴史的な高水準に達している



一方で、クレジットカード・自動車ローン・住宅ローンにおける90日以上の延滞率において、同様の債務返済問題が見られていないことに、少々当惑しています（次図参照）。データの出所はいずれも同じです。支払いを30日間延滞した人は、次の60日間もそれを継続することで90日間延滞者になります。30日以上の延滞率はここ数四半期に大幅に上昇しているため、この動きは不可解です。

もう少し筋の通った説明としては、支払いが少し遅れているというものです。給料の入金が遅れ支払期限に間に合わないものの、次の給与日には間に合うことから、2-3カ月の延滞が回避されている可能性があります。

米国消費者ローンの延滞が増加し始めている



しかし、30日以上の延滞率は引き続き上昇しています。それに加えて、クレジットカードローンや住宅ローンにおける90日以上の延滞率は、少なくとも数四半期前の水準を小幅に上回っています。これは金融不安の種であるとは言えそうです。

6. 米学生ローンの支払い

米国の学生ローンに関して、新型コロナのパンデミック後に設けられていた猶予措置が終了し、9月分から返済が再開されます。9回の延長によって3年以上続いてきた猶予措置が終わることとなり、10月から実際の支払いが再開します。米国では、4,400万人の学生で合計1.8兆米ドルの学生ローンがあるとされています。パンデミック前の平均の支払額は、月額503米ドルにのぼるとされていました。

返済再開は、明らかに消費に影響をもたらすでしょう。全体の影響としては、実質的な可処分所得の0.2%程度とそれほど大きくないかもしれませんが、この間における生活費の高騰を踏まえれば、十分な金銭的バッファを有していない多くの家庭にとっては、その影響はかなり大きくなることも予想されます。Morgan Stanleyが実施した調査によれば、現在の消費行動を調整することなく、学生ローンの支払いを再開出来るとした回答者は全体の29%に留まりました。

金利上昇による影響はそれほど大きくないかもしれませんが、新たな学生ローンの金利は5.5%に上昇していますが、現状の無リスク翌日物金利も5.5%であることを踏まえればむしろ寛大な水準とも言えるかも知れないためです。

より重要なことに、93%の学生ローンが、組成時点において政府によって固定金利が適用され、ローン満期まで同水準が維持されます。つまり、10年前に組まれた学生ローンには、いまだに3.83%の金利が適用されているということになります。したがって、負債支払いコストの急激な上昇に直面する人はほとんどいないと言えるでしょう。その代わりに、月々の支払いが再開されるということが、家計にもたらす影響が大きいとみられます。

7. 製造業は必ずしも底打ちしていない

弱い内容ではあるものの、ISM製造業指数はここ最近概ねレンジ内で行ったり来たりしており、8月の指標はむしろやや上振れました（下図参照）。

米製造業の活動は縮小基調にある



2023年8月時点 網掛け部分はリセッションを示す。 出所：Institute for Supply Management, Macrobond, RBC GAM

このことはどのように捉えたら良いでしょうか。

水準から言えば、同指数は依然50を下回っており、製造業セクター自体は縮小傾向にあることを示しています。しかし、広範な経済がリセッション入りしていることを示すものではありません。1980年以降、同指数が50未満となった期間は26回ありました。そのうち6回は、結果として経済全体のリセッションにつながりました。50未満の同指数は、リセッション時には必ず見られる事象でしたが、必ずしもリセッションをもたらすものではありませんでした。

1980年以降で見ると、リセッションにつながる場合には同指数が45を下回る傾向にありました。今サイクルにおいて、これまでの最低値は46.0です。近い水準ですが、少なくともまだその水準には達していません。

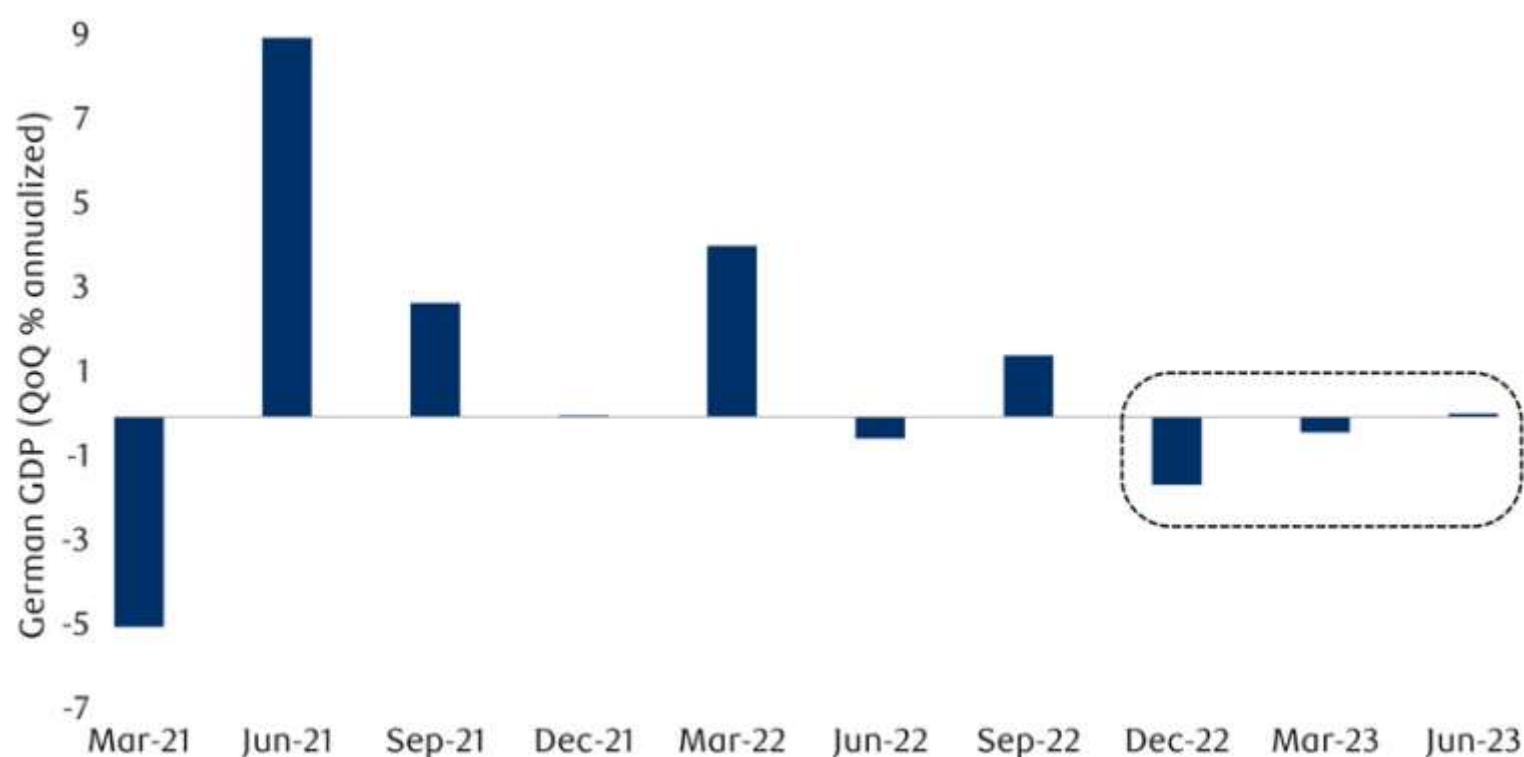
変化という目線と言えば、ISM製造業指数はここ最近2ヶ月連続で上昇しています。これは、もはやリセッションの可能性はないということを意味しているでしょうか？ 必ずしもそうではないようです。

実際、過去5回のリセッション期のうち4回において、同指数が50をやや下回る水準に落ち込み、その後50を上回って回復したのち、再び45未満に落ち込んだ末にリセッションを経験していました。ここ最近の動きは、まさにそのパターンに近いと言えるでしょう（しかし、リセッション期に限らずに見てみれば、過去20回に亘って指数はその後上昇を続けたという記録もありますが）。

8. ドイツのリセッション

2四半期連続での縮小ののち、4-6月期には生産が実質的にほぼ横ばいとなったことで、ドイツ経済は本格的なリセッションに陥ったと結論付けて問題ないでしょう（下図参照）。この間、小幅ではあるものの、失業率も上昇しています。7-9月期は成長を取り戻すことが出来るかも知れませんが、同国の購買担当者景気指数（PMI）は依然として40を下回るという悲惨な状況です。年末、そして2024年の初めに掛けて、ドイツ経済に関してはさらに弱含む可能性があるかとみています。

ドイツ経済は事実上リセッション入りしたのち低迷



2023年6月時点 出所：Statlishes Bundesamt, Macrobond, RBC GAM

リセッションの原因は、多方面に存在します。ドイツ経済が、軟調な中国経済に対して大きなエクスポージャーを有するという点は1つの有力な要因でしょう。また、ドイツが製造業に強みを持つことから、同セクターの世界的な落ち込みが影響していることもあると見られます。さらに、ロシアに対する経済制裁やそれに伴う天然ガス価格の上昇、目に見えにくいブレグジットの影響、非効率な政府、インフラへの投資不足、ECBの利上げなども、ドイツ経済に影を落とす要因となっています。

9. ストライキの警告

全米自動車労働組合（UAW）は今週後半にもストライキに入る見込みです（訳注：9/15にストライキを開始）。それまでの4年間の契約期限が今週木曜に迫っています。これまでは、ビッグスリーと呼ばれる米自動車大手3社のうち1社に対するストライキが実施され、妥結された条件が3社全てに適用されるということがありました。しかし、UAW代表者は、今回のストライキが3社全てに対して実施される可能性があることを示唆しています。

その場合、14万6,000人のアメリカ人、1万8,000人のカナダ人労働者がストライキに入る可能性があります。過去の例では米ゼネラル・モーターズに対して行われたストライキで40日間続きました。ストライキは経済の生産に一時的なダメージをもたらす、消費者物価指数（CPI）にも関連する一部自動車の価格の一時的な上昇にも繋がるとされています。

組合側と企業側には大きな隔たりがあります。組合側は、今後4年間で46%もの賃上げ（複利年率10%）に加え、将来の生活費調整や労働時間の削減、2007年以降に就業した労働者向けの確定給付年金プランの拡張などを求めています。一方企業側は、9%から14.5%の賃上げ、一度きりの合計額での支払い、有給休暇の拡大などを提示しています。

近年、米国経済においてはこれまでよりも頻繁にストライキが実施されています。低水準の失業率によって、通常よりも労働者の影響力が強いためとみられます。また、高インフレが労働者の実質所得を侵食し始めていることも、モチベーションになっているとみられます。自動車セクターに関して言えば、パンデミック期の自動車不足によって、自動車メーカーの売上が大きく伸びていることもあるでしょう。

一方、自動車メーカー及び組合員である労働者は、足元でこれまで以上に脆弱な状態にあるとみています。その背景は以下の通りです。

- 2022年時点において、組合に属する自動車セクターの労働者が米国全体の労働者に占める割合は16%に留まります。つまり、急激な賃上げは、組合に属さない他の工場に仕事を奪われるリスクをもたらします。
- 米自動車メーカーは、欧州及びアジアの自動車メーカーに試されています。特に中国メーカーは、初めて本格的に進出してきています。
- 電気自動車へのシフトは、企業レベルで明確な勝者と敗者をもたらす可能性があるとともに、電気自動車は比較的シンプルな部品で構成されることから、必要な労働者の数は大幅に少なくなる可能性があります。

これまでも述べた通り、広範な労働市場は依然として逼迫した状態にあります。その度合いは弱まってきています。例えば、ページブックにおける賃金の伸びの予想も、ここからの減速を示唆していました。ZipRecruiterのデータによると、9セクターのうち5セクターの企業が、2022年よりも少ない年収を2023年の新入社員に提示しているほか、5分の1の企業が昨年と同水準の賃金を提示しているようです。

10. インフレにまつわるあれこれ

ここ最近の原油・ガス価格の高騰を踏まえれば、今後数ヶ月間はインフレが大きく鈍化することはなさそうです。ブレント原油価格は1バレル90米ドルを超えています。欧州の天然ガス価格も幾らか上昇しており、オーストラリアの液化天然ガス施設におけるストライキもその一因となっているようです。

今週後半には8月の米消費者物価指数（CPI）の発表が控えていますが、前年比で見て総合指数は、前月の3.2%から3.6%、もしくは3.7%に伸びる可能性があると考えられています（訳注：実際は3.7%増となりました）。これは主にエネルギー価格の上昇によるものです。6月には前年比3.0%であった総合指数は、これで2ヶ月連続で伸びを記録したことになります。

ただし、広範なインフレ・トレンドは概ね穏やかであることは強調しておきたいと思います。コアCPIは前年比4.7%から4.3%近辺に低下するとみられています（訳注：実際は4.3%増となりました）。エネルギー価格の上昇が落ち着けば、広範なインフレ概況は再び改善に向かうでしょう。

より長期的なインフレに関連したところで言うと、医療費削減の取り組みの一環として、米政府は、価格引き下げ交渉の対象となる処方箋医薬品10種類を発表しました。業界関係者の一部では、今回の動きを医薬品業界における数十年来の大改革と指摘する声もあります。他の多くの国では、既にこのような費用削減の取り組みが行われていますが、米国においては新しい概念と言えます。

ただし、製薬会社が将来の新薬の研究・開発への投資を削減する危険性もあります。短期的なキャッシュフローが失われ、長期的にも投資への見返りが少ないと予想されるためです。価格引き下げは、もちろんインフレを押し下げる要因となり得ますが、短期間では影響は軽微でしょう。

11. 中央銀行

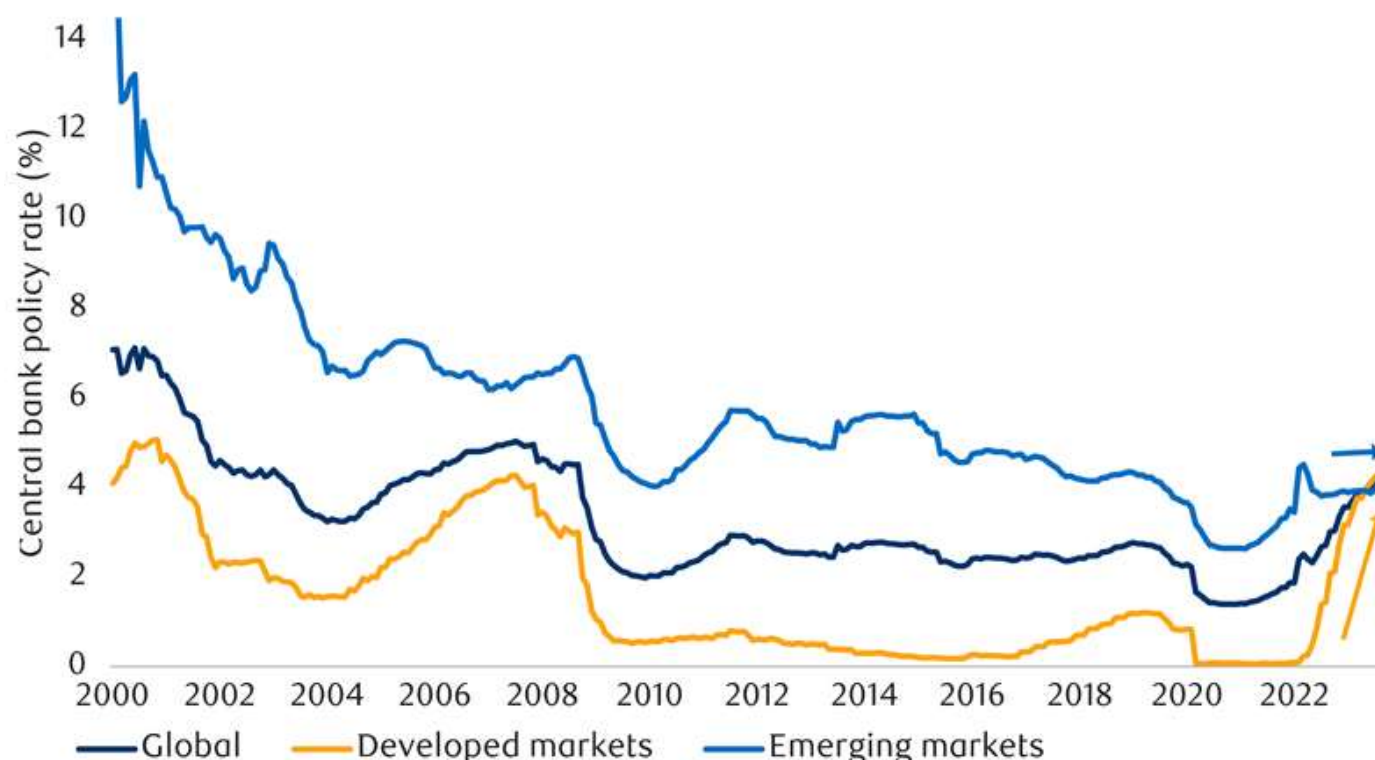
カナダ；9月6日の政策会合で政策金利は5.00%に据え置かれ、タカ派姿勢に休止が見られました。政策理事会は引き続きインフレについて懸念を示しており、もし必要であればさらに金利を引き上げる準備は出来ている、としています。カナダ経済の弱含みなどを踏まえれば、現状ではこれは必要なさそうですが、最終的な決断を下すには時期尚早かもしれません。

米国；6月FOMCにて示されたドットチャートでは2023年中にあと一回の利上げが実施されることを示していますが、9月のFOMCにおいて、市場では利上げが実施される可能性は低いことが織り込まれています（訳注：9月20日のFOMCにて9月利上げは見送られました）。市場では11月1日の利上げ可能性の方が高いとみられているものの、それでも織り込まれている可能性は50：50となっています。市場が予想するよりもやや厳しい引き締めを行う、もしくはジャクソン・ホールでのパウエル議長のコメントを踏まえれば、金利は想定されているよりも長きに亘ってピーク水準を維持するという、金利上昇リスクに警戒感を持っています。

欧州；ECBは14日の理事会で0.25%の利上げを実施し、預金金利を4.00%に引き上げました。

エマージング諸国（ポーランド）；25bpsの利下げ予想に対して75bpsの利下げを実施しました。しかし、チリといったすでに利下げサイクルにある国とは違い、ポーランドの金融緩和は選挙戦をにらんだものであり、インフレは二桁の水準を維持していることから経済的観点からのものではありません。この側面は別のものとして捉えたとしても、エマージング市場の中央銀行は先進国中央銀行が次に進む道しるべになっていると考えています（下図参照）。

グローバルな中央銀行の政策は収斂してきている；先進国中央銀行の引き締めは終わりが見え始めているかもしれない



2023年7月28日時点 米国、カナダ、英国、欧州圏、スイス、スウェーデン、ノルウェー、日本、オーストラリア、中国、インド、韓国、ロシア、ブラジル、メキシコの政策金利を、GDPに基づく購買力平価（PPP）で調整したもの 出所：Bloomberg、Haver Analytics、RBC GAM

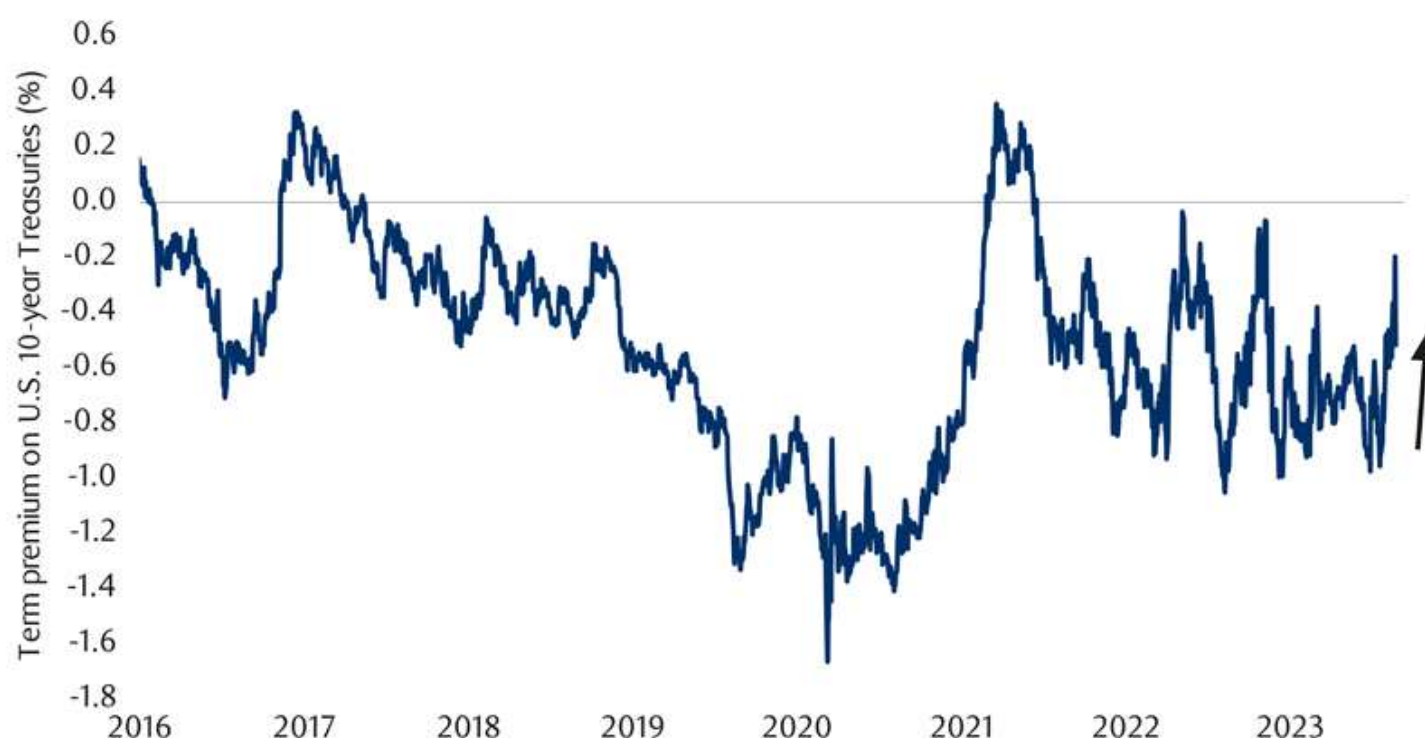
利上げのラグとリセッション；先進国のほとんどの国でのリセッションを予想しています。多くの中央銀行の引き締めが終わりに近づいているなかでも、引き上げられた金利が経済を押し下げる余地は依然として残されています。パウエルFRB議長がジャクソン・ホールにて「ラグについての幅広い予想を踏まえれば、さらに経済が下押し圧力を受ける要因が多く残されているかもしれない」と言及したことや、バイリー・イングランド銀行総裁が「ラグは長期化するという、より長きに亘る波及期間が見られているようである」といった発言をしたことには、注意を払っています。

12. 債券VS株式

米国10年債利回りは、4.3%まで上昇しました。この上昇圧力は利上げ織り込みの変化というよりも、ターム・プレミアムの織り込みが進んだことによるものであると考えられます（次図参照）。ターム・プレミアムは直接観測することは出来ないため、このデータはNY連銀のデータを元にしたものです。ターム・プレミアムは上昇していることが伺えるものの、尚ややマイナスの水準にあります。

グローバル金融危機（GFC）以前のターム・プレミアムの標準値は、大きくプラスでした。これはつまり、「通常」債券利回りは最終的に今の水準よりもいくらか低くなると考えたいところではありますが、もし政策金利がより心地良い2~3%のレンジに引き下げられたとしても、ターム・プレミアムがここから正常化することで、債券利回りはまったく逆の結果となる可能性は排除出来ないということです。

最近上昇が見られるターム・プレミアム



2023年8月23日 出所：Federal Reserve Bank of New York、Macrobond、RBC GAM

利回り及び株価が同時に上昇したことで、株式のリスク・プレミアムは通常の債券を1-2ポイント上回る水準から大きくマイナスとなりました（下図参照）。単純に言えば、GFC以降、株式の利回りは債券の利回りを上回っており、このことが長期的に株式が債券を上回るリターンとなることを見込む大きな要因となってきました。しかし、現在のバリュエーションにおいては反対のことが言えます。投資適格債のポートフォリオは、S&P500よりも高い利回りを提供しています。

米国株のリスク・プレミアムは最近の市場の反発のなかで、マイナスに転じる



2023年9月7日 出所：ICE Data Services、Bloomberg、Haver Analytics、RBC GAM

確かに株式のリターンは時間と共に上昇する一方で、債券のリターンはクーポンが概ね固定されています。また、投資家はより高いリスクとボラティリティに対して、より高いリターンを求めるものです。

結論として、株式は債券比で本来のリスク・プレミアムを払っていないと考えています。これは短期的な見通しの話ではなく、今後数年のなかで、債券市場が株式市場と同じペースで、あるいは上回って上昇する可能性が高いのではないかと考えています。こうしたことから、通常よりも株式のアロケーション比率を引き下げ、債券のアロケーション比率を引き上げることが賢明であるという考えに至っています。

13. 米国の財政状況の改善

米国の財政状況を起点とする想定された経済的なインパルスは改善しています。政府が新たに財政拡大を実施したわけではありませんが、現行プログラムが当初想定されていたよりも寛大なものになったためです。

以前お伝えしたとおり、インフレ抑制法は期待されていた予想よりも実際は大きな効果をもたらしました。支出が、様々な投資イニシアティブにおける民間セクターのギア・レベルによって変化する税額控除の形であった場合、こうした予想は推測に過ぎません。

いまは、期限切れとなったあとの、よりはっきりとしない資金が経済に投入されています。雇用継続による税金還付（Employee Retention Credit）は、パンデミックが最悪期にあった2020年から2021年にかけて、就労していない従業員に対して給与を支払う事業主に報酬を与えるために設計されたものでした。当時、このプログラムの利用はほとんどありませんでしたが、積極的なマーケティングによって、その後、利用は大きく伸びました。この還付は2020年から2021年に支払われた給与に対するものでありますが、還付期限は2025年までとなっています。一部の予想では、ここから毎月200億米ドル程度が企業に支払われることになると試算されています。

こうした政策やその他のイニシアティブによって、米国議会予算局（CBO）は、米国のGDPに対する財政赤字予想を2023年は0.4ポイント、2024年は0.7ポイント引き上げました。OECD（経済開発協力機構）は米国の2023年の財政赤字予想を1.3ポイント引き上げました。この変化を経済インパルスに置き換えたとき、（流動性はすぐに使われることなくラグを伴うことから）財政的な歯止めの規模は短期的に縮小したのち、2024年半ば頃には経済を押し上げる効果を持つと考えられます。

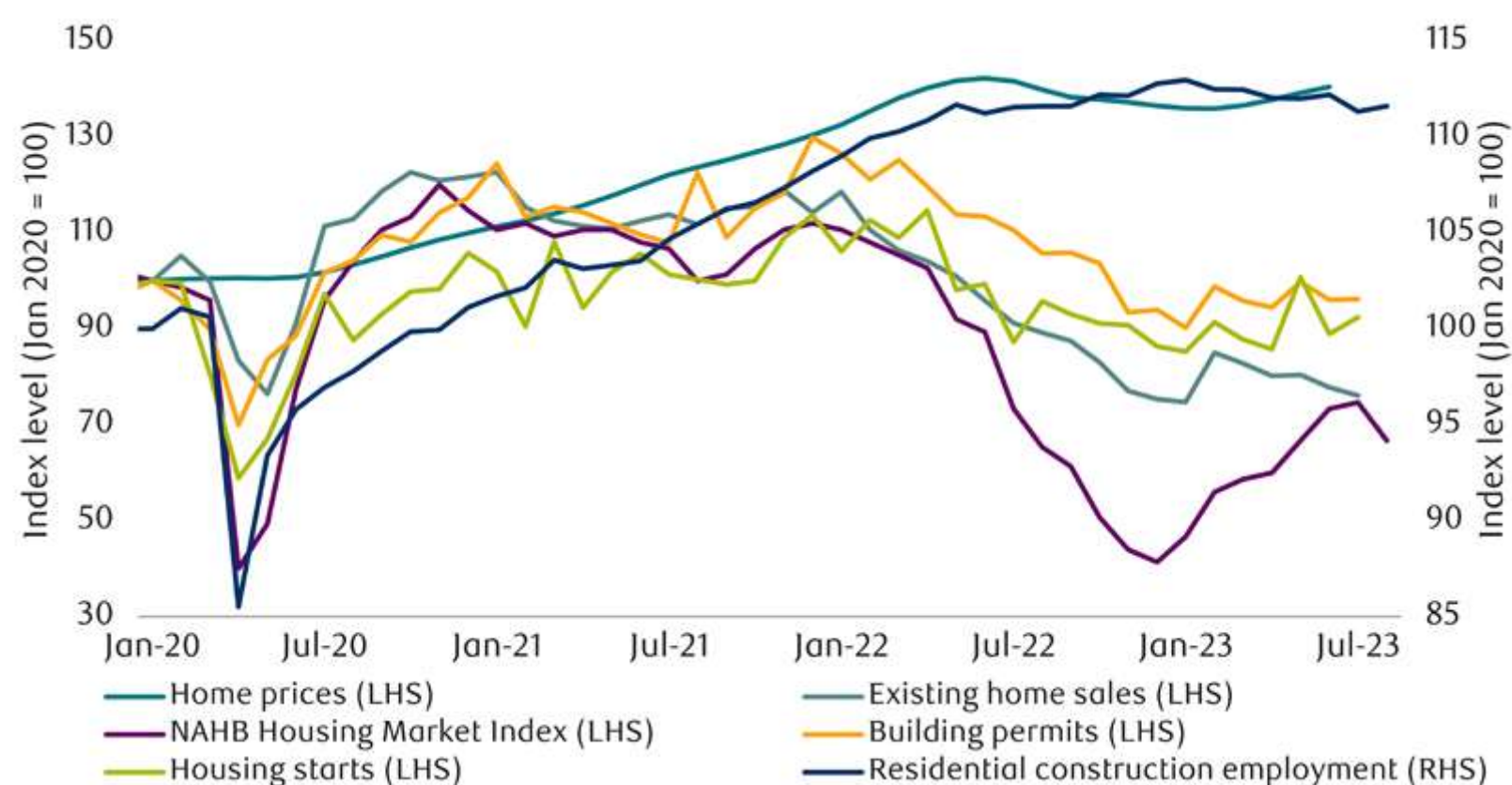
混乱を招くだけかもしれませんが、これら全てを踏まえて、実際の経済押し上げ効果は、従来想定されているよりも小さいものになるかもしれません。なぜなら、財政赤字拡大の一片は債務支払い負担が増える事によるものであり、インフラ支出のような経済押し上げと同様の効果をもたらすものではな

いためです。また、米国人のほとんどのキャピタル・ゲインに伴う納税額は昨年対比で減少することが見込まれます。税負担の軽減はそれ自体が刺激となって作用するかもしれませんが、キャピタル・ゲインを実現することが減るという事実は逆に作用します。

14. 住宅市場は再び軟化？

米国の30年住宅ローン金利が7.5%を超えるなか、米国の住宅市場は春の回復を後に再び冷え込んできていることが示されています（下図参照）。全米住宅建設業者協会（NAHB）住宅市場指数はすでに低い水準から再び下落しました。住宅建設のための雇用も一時的に減少しており、中古住宅販売も減少しています。もっともその他の指標は評価がより難しく、住宅取得能力の低下や景気鈍化を示すような、深刻な住宅市場の低迷というのは現時点では見られないという結論に至っています。

米国の住宅関連指標は軟化の兆し



Standard & Poor's (S&P) CoreLogic Case-Shiller Home Price Index as of June 2023. Building permits, housing starts, employment and existing home sales as of July 2023. National Association of Home Builders Housing Market Index (NAHB HMI) as of August 2023.
出所：U.S. Bureau of Labor Statistics, Census Bureau, NAHB, National Association of Realtors (NAR), S&P, Macrobond, RBC GAM

カナダも似たような状況にあるものの、住宅取得能力の軟化や住宅ローン金利の引き上げがより早かったことから、理論的には弱含む余地はより大きくなっています。いまのところ、カナダ人の住宅ローン負担者の三分の一程度が金利上昇による影響を受けるに留まっていますが、三分の二についても今後その道を辿ることとなります。カナダの相対的に大きな市場における中古住宅価格は下落に転じ、販売も減少しています。

15. 中国の小さな反発

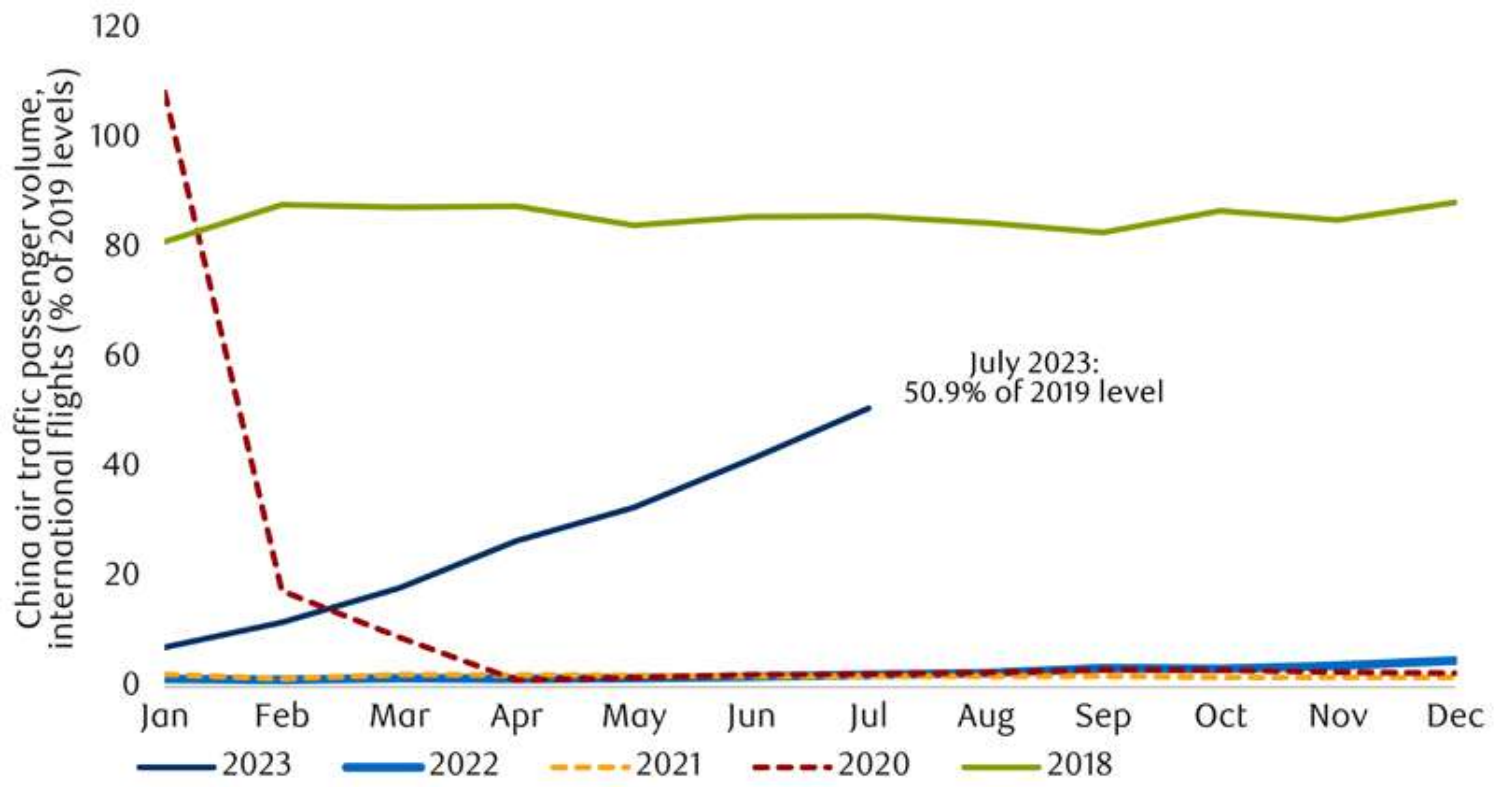
中国経済は全体としてかなり弱含んでいます。しかし、ここしばらくお伝えしているとおり、市場における過度な悲観論は行き過ぎかもしれません。政策当局はここ数ヶ月で多くの刺激策を投じており、規模は大きくないものの、いくらかの効果はもたらすものと考えられます。

実際、少なくともひとつの政策が奏功し始めていそうです。住宅購入者のレバレッジ比率引き上げを認める方針によって、住宅ローンに関するルールが緩和されたことで、その数日後には北京と上海の中古住宅販売は倍増したようです。また、インターネット検索エンジンであるバイドゥにおける住宅ローン関連の検索は、ここ最近で60%増加しました。住宅購入が非常に活況な状態が続くことは考えにくいものの、ここでのポイントは住宅市場は底を打ったかもしれない、ということです。

それに関連して、中国の住宅デベロッパーであるカントリー・ガーデンの香港株は8月23日のHKD0.70から9月8日にはHKD1.03まで上昇しました。これは2020年終わりには株価はその10倍であったことを踏まえると、かなり下落水準にあるものの大きな反発であったと言えます。

その他、購買担当者景気指数（PMI）は、8月に51.1から51.3にわずかながら上昇しました。また航空旅客数は増加を続けています。

中国の国際線利用者数は回復しているものの、まだ低い水準



2023年7月 出所 : China Civil Aviation Administration、Macrobond、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