

# RBC GAM マクロメモ 2023年11月

米金利とリセッション/ 2024年に控える米国大統領選挙/ 米経済指標の弱含み/ 中国経済の反発

## トピック:

1. 利回りはさらに上昇
2. 利回り曲線の逆イールドは縮小
3. 2024年に控える米国大統領選挙
4. リセッションリスクは上昇
5. 金融市場も経済の弱含みを示唆
6. ハマスとイスラエルの紛争
7. インフレは減速?
8. 米経済指標の弱含み
9. カナダ経済の揺れ
10. 中国経済の反発



エリック・ラッセルズ  
チーフ・エコノミスト

RBC Global Asset Management Inc.

## 1. 利回りはさらに上昇

主要中央銀行は政策金利を一時的に据え置いたにも関わらず、10月の債券市場は金利上昇が続きました。米国10年債利回りは今年の春に3.28%の低水準をつけた後、10月半ばには5%を突破しました（下図参照）。これは16年ぶりの高水準となります。

米国債利回りは底堅い経済指標やFRBの政策金利を高く・長く留めるという姿勢、国債供給の増加を背景に上昇



2023年10月26日時点 網掛け部分はリセッションを示す。 出所：米国財務省, Macrobond, RBC GAM

利回りの上昇は中央銀行のよりタカ派な姿勢を反映しているわけでも、インフレ期待の高まりを示しているわけでもないようです。むしろ、タームプレミアムの上昇による影響と言えるでしょう（下図参照）。本質的に言えば、現水準の発行額の消化に向けて債券の買い手を引きつけるためにより高い金利が必要になるなど、さまざまな要因によって国債の需給ダイナミクスが変化しています。

## タームプレミアムは急激に上昇



2023年10月25日時点 出所：ニューヨーク連邦準備銀行, Macrobond, RBC GAM

米国債でみられるタームプレミアムの上昇要因には、以下のものがあります。

- 米財政赤字拡大を賄うための国債発行が増加している
- 米連邦準備制度理事会（FRB）の量的引き締めは続いている
- 直近の米国債の格下げ（タームプレミアムの組み込まれたリスクプレミアムの上昇につながると考えられる）
- 欧州ではマイナス金利が解除となり、日本もそれに続くと思われるなか、投資資金の獲得競争が激化している
- 中国が通貨防衛策として保有する海外債券を売却している

タームプレミアムが大幅に上昇しているにも関わらず、その水準は不合理に高いわけではありません。しかし、タームプレミアムは過去10年間の多くの期間においてマイナスとなるなど、不自然なほどに圧縮され、通常の状態ではありませんでした。この背景には、量的緩和や他国のマイナス金利、世界的な貯蓄過剰によって歪められたことがあります。

経済的観点からみると、金利上昇は経済活動を抑制すると言われてしています。またリセッションの引き金になります。

1年後には債券利回りは低下すると考えています。その主な理由は中央銀行が最終的に政策金利を中立水準にまで引き下げる立場にあるからです。そうなれば、復活したタームプレミアムを剥落させることなく、長期債利回りは低下に向かうと考えられます。

経済的観点からみると、金利上昇は経済活動を抑制すると言われてしています。またリセッションの引き金になります（後述します）。

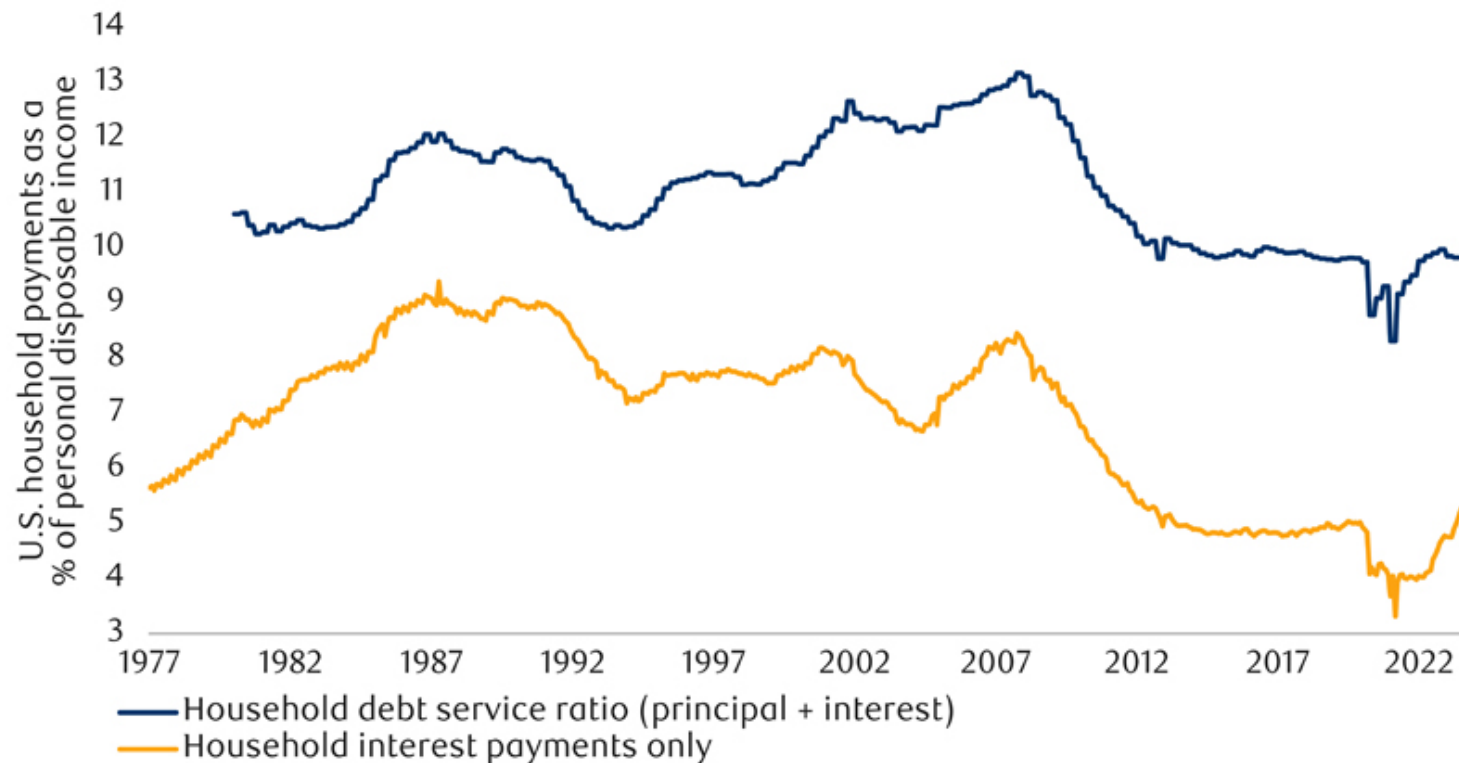
実際、米国経済は以前より金利感応度が低下しています。グローバル金融危機以降、家計のレバレッジ解消が進み、30年物住宅ローンが一般的になっています。ムーディーズの試算によれば、家計債務の僅か11%しか金利変動の影響を受けないとされています。グローバル金融危機時にはその2倍以上、1980年代後半から1990年代前半にかけての金融引き締め主導のリセッション時には4倍近い水準となっていました。

より大きな理由として、金利上昇の影響が景気に完全に波及するまでに長い時間が必要ということが考えられるなか、楽観的な立場の人々は、金利感応度の低下が経済の底堅さに寄与していると誤解している可能性があります。

しかし、米国の金利感応度はゼロではありません。家計において金利が可処分所得に占める割合は、過去10年間のどの時点よりもすでに高くなっており、その調整は始まったばかりです（次図参照）。さらに、金利感応度は、変動金利のローンがどの程度の割合を占めるかだけでなく、経済がどれほどその状況に備えているかということが重要になります。

2010年代の大半の期間に貸出金利がかなり低い水準にあったことで、結果的に過去2年間の金利上昇は著しいものになりました。対照的に、1980年代後半にみられた金融引き締めサイクルにおいても、金利は上昇したものの、その前の10年間の正常の水準を大きく下回っていました。しかし、当時もリセッションは起きたことから、今日もそのリスクは少なからずあると考えています。

## 米家計の債務コストは上昇している



2023年7月時点 出所：米連邦準備制度理事会（FRB）、米商務省経済分析局統計（BEA）、Macrobond, RBC GAM

より大きな理由として、金利上昇の影響が景気に完全に波及するまでに長い時間が必要ということが考えられるなか、楽観的な立場の人々は、金利感応度の低下が経済の底堅さに寄与していると誤解している可能性があります。米国の最初の利上げからリセッションが始まるまでの平均的なタイムラグは27ヵ月となっています。既にリセッションが起きているのであれば、それは通常よりかなり早い可能性があります。金融政策主導のリセッションへの道はまだ大きく開かれたままです。

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
<b>Average</b>	<b>-27</b>	<b>Average</b>	<b>-10</b>	<b>Average</b>	<b>-3</b>	
<b>Median</b>	<b>-27</b>	<b>Median</b>	<b>-9</b>	<b>Median</b>	<b>-3</b>	
<b>Standard Deviation</b>	<b>12</b>	<b>Standard Deviation</b>	<b>7</b>	<b>Standard Deviation</b>	<b>5</b>	

米国ビジネスサイクルと金融引き締めサイクル 出所：米連邦準備制度理事会（FRB）、全米経済研究所, Macrobond, RBC GAM

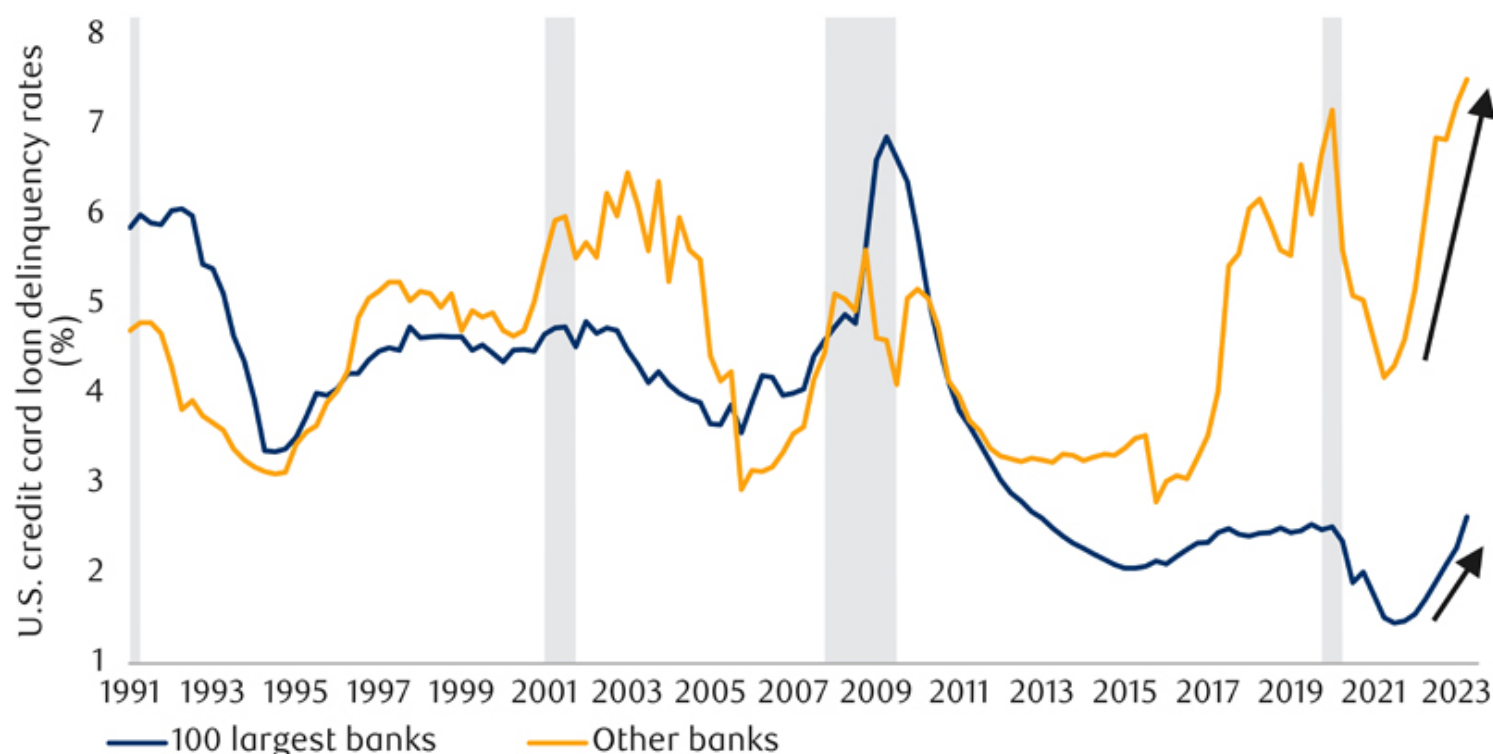
より国際的な観点からみると、多くの中央銀行が、今回のサイクルでは、経済が金利上昇の影響を受ける際に伴うラグが通常より長いことを述べており、カナダ企業を対象とした最近の調査では、金利上昇の影響は「広がり始めたばかり」と考えている企業が最も多いことがわかりました。

固定金利への借り換えを検討する人が増えているものの、借り手は想像以上に早い段階で金利上昇の影響を受けています。

- 米国では30年物固定住宅ローンが最も一般的である一方で、住宅の所有期間の中央値はわずか13年となっています。つまり、毎年既存の住宅所有者の約8%は、理論的にはより長期間影響がないとされているにもかかわらず、住宅ローン金利の上昇の影響を受けている可能性が高いのです。
- 平均的な自動車ローンの期間は72ヶ月となっています。これは、毎年自動車ローンの約6分の1が金利上昇の影響を受けていることを意味します。足元で新車のローン金利は年率10%となっています。
- 企業向け銀行融資の平均期間は5-7年ですが、毎年全体の約15-20%の契約で金利が上昇しています。
- クレジットカードは金利上昇の影響を直ちに受けることから、事実上の変動金利商品と言えます。米国のクレジットカードにおける30日以上延滞率はすでに上昇しています（次図参照）。



## クレジットカード延滞率は急上昇

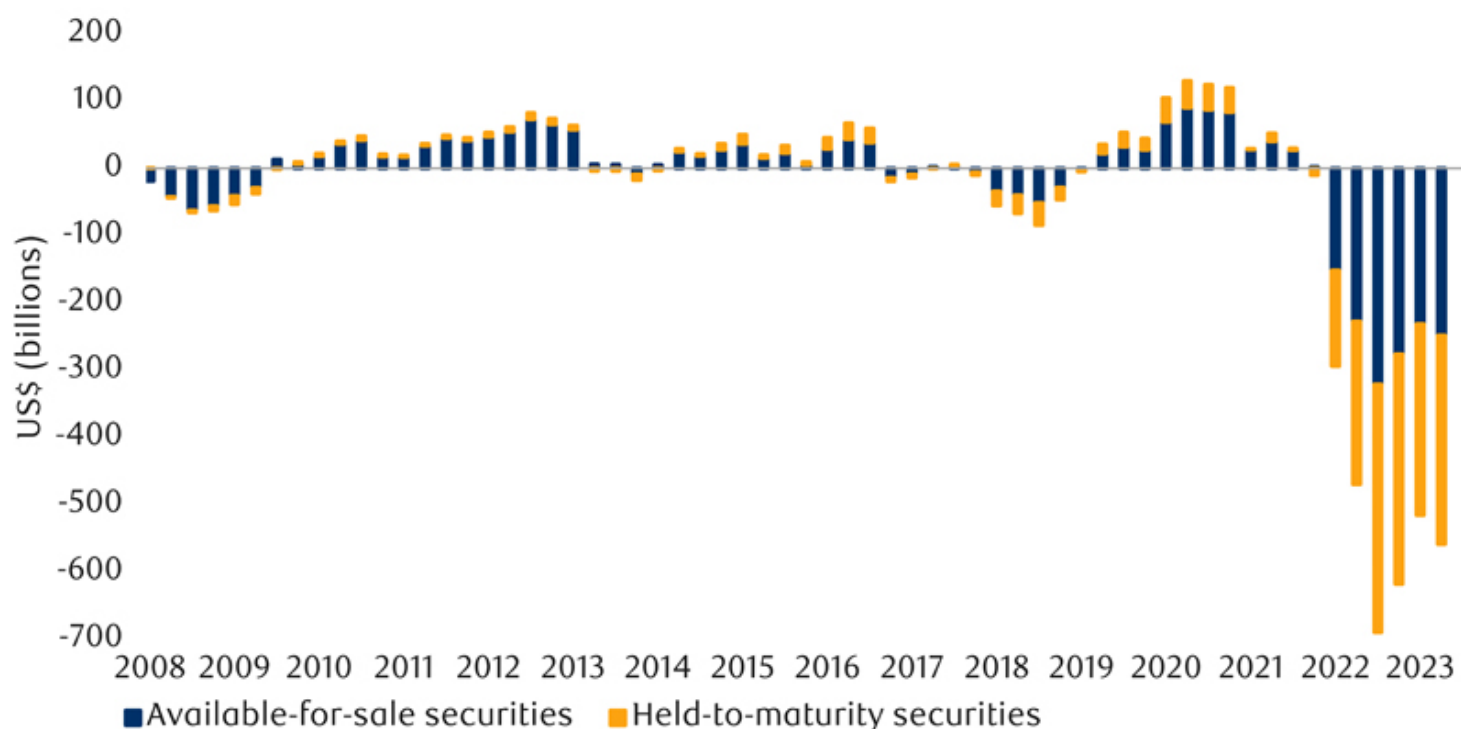


2023年4-6月期時点 網掛け部分はリセッションを示す。出所：米連邦準備制度理事会（FRB）、Macrobond、RBC GAM

重要なのは、借り手は低金利で固定されたローンの恩恵を受ける一方、貸し手の条件は低金利で固定され、負担が増えていることを理解する必要があります。固定金利ローンと長期債の両方に直面している米国の金融機関が最も大きな問題を抱えたことは偶然だとは思えません。金融機関は債券による多額の損失（下図が示すように、その多くは未実現損失）を抱えており、言うまでもなくローンも同様に損失を被っているからです。

その対応として、米国銀行は他国と比較してより厳格な貸出基準を設け、貸出を減らしました。結果的に、米国が受ける金利上昇の影響は抑えられると考えられているものの、その規模から大きな影響を受けるかもしれません。

## 付保対象金融機関（FDIC-insured institutions）が抱える証券の未実現損失は拡大



2023年4-6月期時点 出所：Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)、Macrobond、RBC GAM

最後に、金利上昇の経済的影響を議論する上で経済におけるアウトプットが新築住宅や新車、新しい工場など新しい物の生産量で決まることを認識することが重要だと考えています。我々は新築住宅や車、工場を購入する際には金利の動向を踏まえて、実際に行動に移すかを決定する必要があります。この点において、米国経済への影響が他国より守られているということはないと考えています。このような活動縮小の決定が米国経済にもたらす損失は小さくないと考えています。

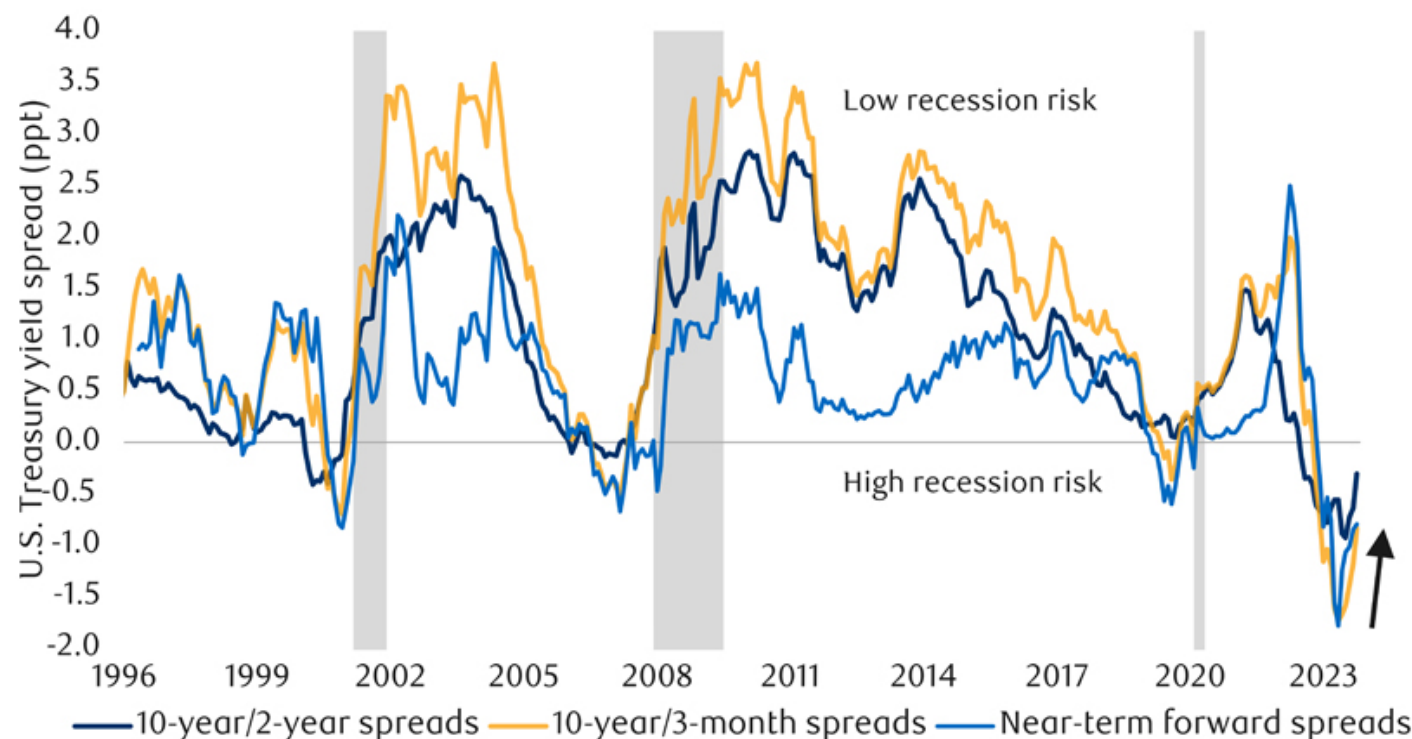
この議論の要点は、金利上昇は米国にとっても経済的に痛みとなる可能性が高いということです。

## 2. 利回り曲線の逆イールドの縮小

長期債利回りの水準が短期債利回りを下回ることを逆イールドと言います。逆イールドが続くと、それは歴史的にリセッションの到来を示唆し、迫り来るリセッションを議論する際の重要な要素となってきました。

しかし、利回り曲線の逆イールドはここ数月にわたって急速に縮小しました（下図参照）。米国2年及び10年債利回りの差は-100bpsであったのに対して、足元は-36bpsに縮小しています。利回り曲線の他期間の比較ではさらに大きなリバーサルがみられています。

### 政策金利が長期にわたって高水準に留まるとの見方から足元で利回り曲線の逆イールドは縮小中



2023年10月24日時点 短期フォワードスプレッドは、6四半期後の3カ月国債利回りから現在の3カ月物国債のスポットレートを差し引いたものである。網掛け部分はリセッションを示す。  
出所：Engstrom and Sharpe (2018), FEDS Notes, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, Bloomberg, Haver Analytics: RBC GAM

### リセッションリスクはどのように解釈すればよいのでしょうか。

まず、利回り曲線は一般的にリセッションの直前にスティーピング化するように見受けられます。利回り曲線の逆イールドは大体1年後にリセッションが近づいていることを示す指標であるものの、中央銀行が利下げに転じ、短期利回りを引き下げることで、急激なスティーピング（つまり逆イールドの縮小）はリセッションの直前に多く起きています。

この観測によれば、現状には赤信号が点灯しているかもしれません。しかし、直近のスティーピングは、通例のブル・スティーピングではなく、ベア・スティーピングが主導していました。言い換えれば、短期金利の低下というよりは長期金利の上昇が寄与したということです。これは、通常のリセッション前にはみられない現象です。

### つまり、リセッションリスクが単に後退しているのでしょうか？結論付けるのは困難です。

今回の長期金利上昇は、中央銀行がタカ派姿勢を強めるという予想や景気見通しの改善、インフレ期待の上昇が寄与したものではありません。これらはリセッションの可能性を後退させる要因であるかもしれませんが、今回は、テクニカルな需給要因がタームプレミアムを押し上げたと考えています。

リセッション入りの明確なサインがなければ、長期金利の上昇は景気の足かせとなり、理論的には二次的な影響としてリセッションのリスクを高めていることになるでしょう。

ちなみに、我々は利回り曲線の逆転が見られ始めた時に、マイナスのターム・プレミアムが解消されれば、暗示されているリセッション懸念は行き過ぎであることを指摘してきました。タームプレミアムが復活した現在、利回り曲線の逆イールドは緩やかな程度に留まっています。しかし、現状はこれまで以上に過去のリセッション前の状況と類似しています。

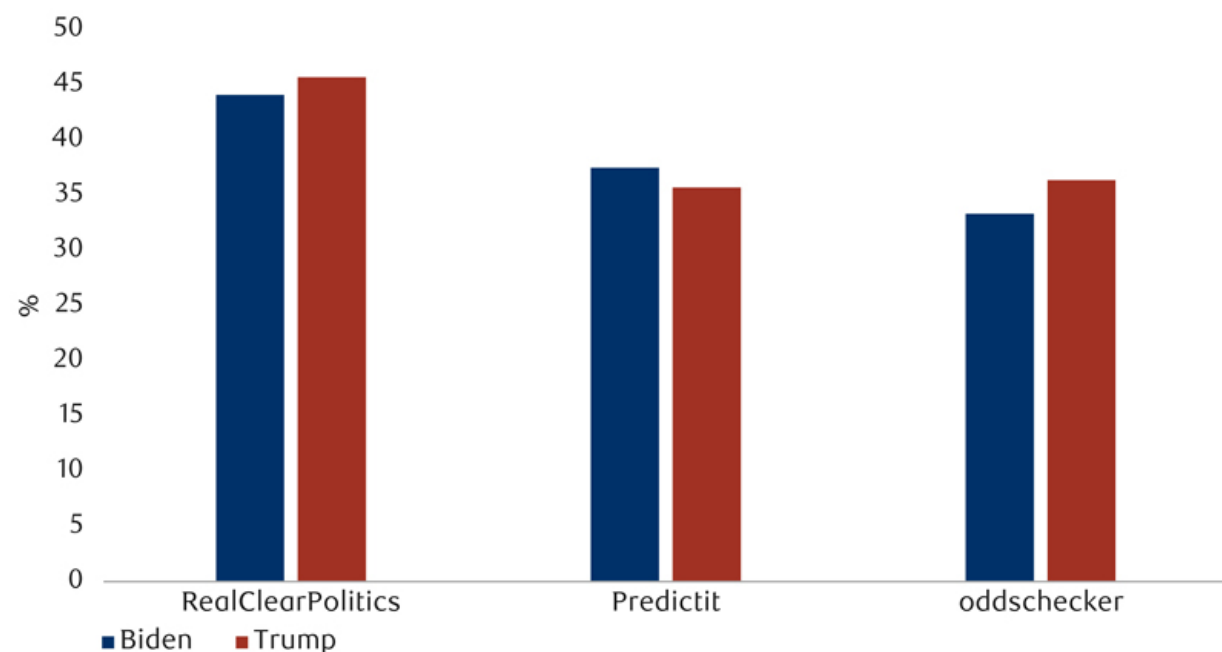
## 3. 2024年に控える米国大統領選挙

2024年のアメリカ大統領選挙について、簡単にコメントしたいと思います。まだかなり先の話であり、焦点が絞れないままであるものの、重要性は増えています。起こりうることはたくさんありますが、現時点では2020年の選挙の再現になる可能性が最も高いと考えられています。つまり、民主党のバイデン大統領対共和党のトランプ前大統領の再戦です。

政策の違いについて議論するのは時期尚早と考えていますが、グリーン・イニシアチブ（バイデン）や減税（トランプ）、ウクライナ政策（トランプはウクライナへの支援を減らすと考えられている）に対する意欲については意見が大きく異なると考えられています。その一方で、両者とも多額の財政赤字の垂れ流しにはあまり抵抗がないとみえるほか、反中姿勢は共通しています。

また、バイデン氏とトランプ氏の対決が約束されているわけではないことにも触れる必要があります。バイデン大統領は1期目就任時にすでに過去最年長の大統領でした。彼の年齢（80歳）に対する懸念は十分な頻度で指摘されており、他の民主党候補の挑戦を受けるか、健康上の理由で出馬を見送る可能性もあると考えられています。トランプ氏についてもかなりの高齢（77歳）であり、共和党の指名を積極的に狙っている候補者は他にも多数います。トランプ氏はかなりの差をつけてリードしており、2023年はフロリダ州知事のデサンティス氏に対してもその差を大きく広げています。しかし、他の候補者の誰かが熱烈に歓迎されたり、トランプ氏が様々な法的問題により不人気となったり、あるいは不適格になったりする可能性もないわけではないでしょう。

#### 2024年米国大統領選挙は接戦が予想される：バイデン対トランプ



2023年9月25日時点 RealClearPoliticsの世論調査はバイデン対トランプ対決のみにおける両者支持率の平均値を示しています。他の世論調査は、他の候補者の出馬可能性を考慮しています。Predictitの当選確率は予想市場のデータから算出、oddscheckerの当選確率は日々のベッティングのオッズの中央値から算出しています。

出所：oddschecker, Predictit, RealClearPolitics (RCP), Macrobond, RBC GAM

## 4. リセッションリスクは上昇

様々なファクターが景気後退リスクの周りを渦巻いています。米国をベンチマークとして今後12ヶ月間の予測を行った結果、当社は景気後退確率を65%から70%に引き上げました。

この引き上げの論拠は以下です。

- 金利の大幅上昇は、理論的には景気に悪影響を及ぼす
- インフレ率が従来の予想よりやや上昇しており、利下げの可能性が低下している（そして利上げ再開のリスクが高まっている）
- 地政学リスクはより複雑になっている。最も可能性の高いシナリオは景気後退リスクに大きな影響を与えるものではないが、下振れシナリオもある
- 米国以外の経済が弱含んでいることは、金利上昇の悪影響をさらに浮き彫りにしている。世界経済が相互に繋がっていることから、ある国が躓いた場合、他の国もその影響から完全に免れることはできない
- 失業率は明らかにもう下がらず、一時的に（散発的ではあるが）上昇し始めている。歴史的に見て、これは強い景気後退のシグナルである
- 金利上昇が景気に十分な影響を与えるには、驚くほど長い時間がかかるという根拠が集まりつつある

もちろん、これは一方通行の話ではありません。同じく景気後退を否定する論拠も複数あります。

- 米新規失業保険申請件数は、一時、景気後退シグナルを発していたころの増加を完全に解消
- 今のところ米経済は堅調
- イールドカーブのインバートは以前よりは緩やかになっている（ただしこれが本当に景気後退のリスク低下を意味するかは疑わしい）

バランス的には、プラス要因よりもマイナス要因の方が多いため、景気後退の可能性が高まったと考えています。ただし、結論を出すには時期尚早で、引き続き注視していきます。

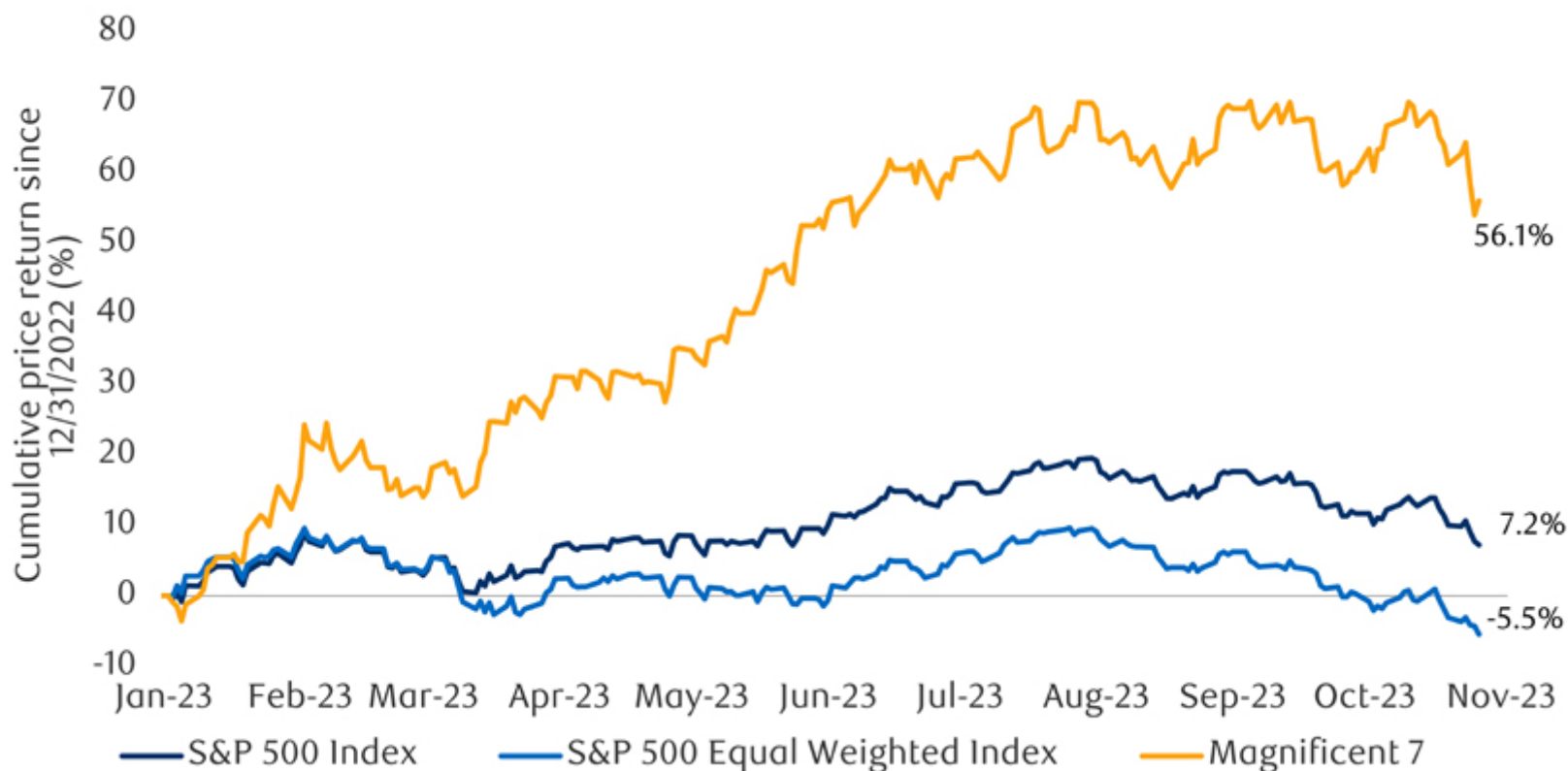


## 5. 金融市場も経済の弱含みを示唆

我々は通常、経済のシグナルを用いて金融市場を予測するのが仕事です。しかし、時として金融市場は経済の先行指標としても利用できます。我々は金融市場を、自分たちの経済予想のクロスチェックとしてよく用いています。

このような観点で見ると、現在の株式市場は今後の景気減速を示唆しています。S&P500種株価指数は10月27日時点で年初来約7%上昇していますが、これは平均的な企業の姿を市場が誇張していると言えるでしょう。いわゆる「マグニフィセント・セブン」と呼ばれる米大手ハイテク株は、2023年にかけて56%も上昇しており、この状況をよく表しています。

### 米国株指数、景気減速の兆候



2023年10月27日時点 マグニフィセント・セブンは、Apple、Microsoft、Alphabet、Amazon、Nvidia、Meta、Teslaの時価加重平均インデックス  
出所：Bloomberg、RBC GAM

株式市場の状況は、単に一部銘柄だけの上昇に留まっているというだけでなく、この3か月間の純粋な弱さを示しています。S&P500種は8月初めの高値から10月末時点で10%近く調整しており、MSCIワールド指数に関しても同様です。

一方で、クレジット市場はそこまで懸念を見せているわけではないようですが、クレジット・スプレッドはここ数週間で若干拡大しています。（下図）

### 米国のクレジット・スプレッドは縮小しているが、最近では拡大傾向にある



2023年10月26日時点 ICE BofA U.S. Corporateインデックスのスプレッド。網掛け部分はリセッションを示す。  
出所：International Currency Exchange (ICE), Bloomberg

金融市場は2022年秋以来、マクロ環境に対してより神経質になっています。公正を期して言えば、その時は経済が予想以上に持ち堪えたため、今回も同じ展開になる可能性は十分にあります。しかしながら、上振れに何度も賭けるのは賢明ではないと考えており、当社としては、今後1年間は景気後退の可能性の方が高いと考えています。

## 6. ハマスとイスラエルの紛争

本稿は2023年10月7日にハマスとイスラエルの間で戦争が始まって以来、初めて掲載された「マクロメモ」ですが、現時点で、足元までの紛争の悲劇的な詳細については十分に報道されておりますので、ここで改めての言及は行いません。

代わりに経済的な観点に目を向けますと、少なくとも直接の被害を受けている地域以外では、短期的には影響はかなり小さいように見受けられます。戦争が始まったとき、米ドル高と債券利回りの低下が示すように、世界的なリスク回避の動きが一時的に高まりました。しかし、こうした反応はすぐに消えてしまいました。

この紛争が予想外に拡大した場合、原油価格の上昇リスクがあることは否定できません。

原油関連株は紛争が始まる前と比べて約8%上昇しており、リスクがゼロではないことを物語っています。

原油価格に関しては中東で地政学的緊張が高まるたびに起こる典型的な反応を示しています。もちろん、イスラエルもガザも特筆すべき原油の生産は行っていません。中東の地政学的動向は通常、原油価格への影響を通じて金融市場に反映されます。原油市場が当初の上昇から反転して下落したのは、イランなどの石油大国が最終的に関与することはないだろうという期待を表していると考えられます。実際、OPEC加盟国は概ね、1970年代に原油価格とインフレに火をつけたような禁輸措置をとる気はないようです。

ちなみに、世界経済の石油集約度は1973年当時と比べ56%も低下しており、理論上、禁輸措置はそれほど壊滅的なものにはなりません。それでも、この対立が予想外に拡大した場合、原油価格の上昇リスクがあることは否定できないでしょう。原油関連株は紛争が始まる前に比べて約8%上昇しており、このリスクがゼロではないことを物語っています。

現実的には、この出来事の数年前から中東は徐々に安定化しつつあり、2020年にはイスラエルとアラブ首長国連邦の正式な国交正常化もありました。経済的な利益と、この地域の安定が拡大すれば誰にとってもメリットがあるという理解がその動きを後押ししてきました。今回の紛争が始まった直前も、イスラエルはこの地域の雄であるサウジアラビアと同様の協定を結ぼうとしていました。それが今、少なくとも遅れています。

最後に、2024年のアメリカ大統領選挙がこの新たな紛争の影響を受ける可能性があります（まだ完全に推測の域を出ません）。アメリカの歴代大統領の支持率は戦争中に高まってきたことは有名であり、これは厳密にはアメリカの戦争ではありませんが、バイデン氏とトランプ氏の再戦の可能性が世論調査で拮抗している今、バイデン大統領の2期目の可能性が高まるかもしれません。



## 7. インフレは減速？

インフレ率は、8月と9月に相次いで再加速しました。主な要因となったのは原油価格の上昇で、実際、米国の代表的な原油価格で見ると、今年6月の時点の1バレル67米ドルから9月末には同94米ドルまで、40%も上昇しました。ただし、原油価格はその後1バレル84米ドル近辺まで再び落ち着いており、10月の（さらに願わくばその後の）インフレ率は沈静化する可能性があるでしょう。

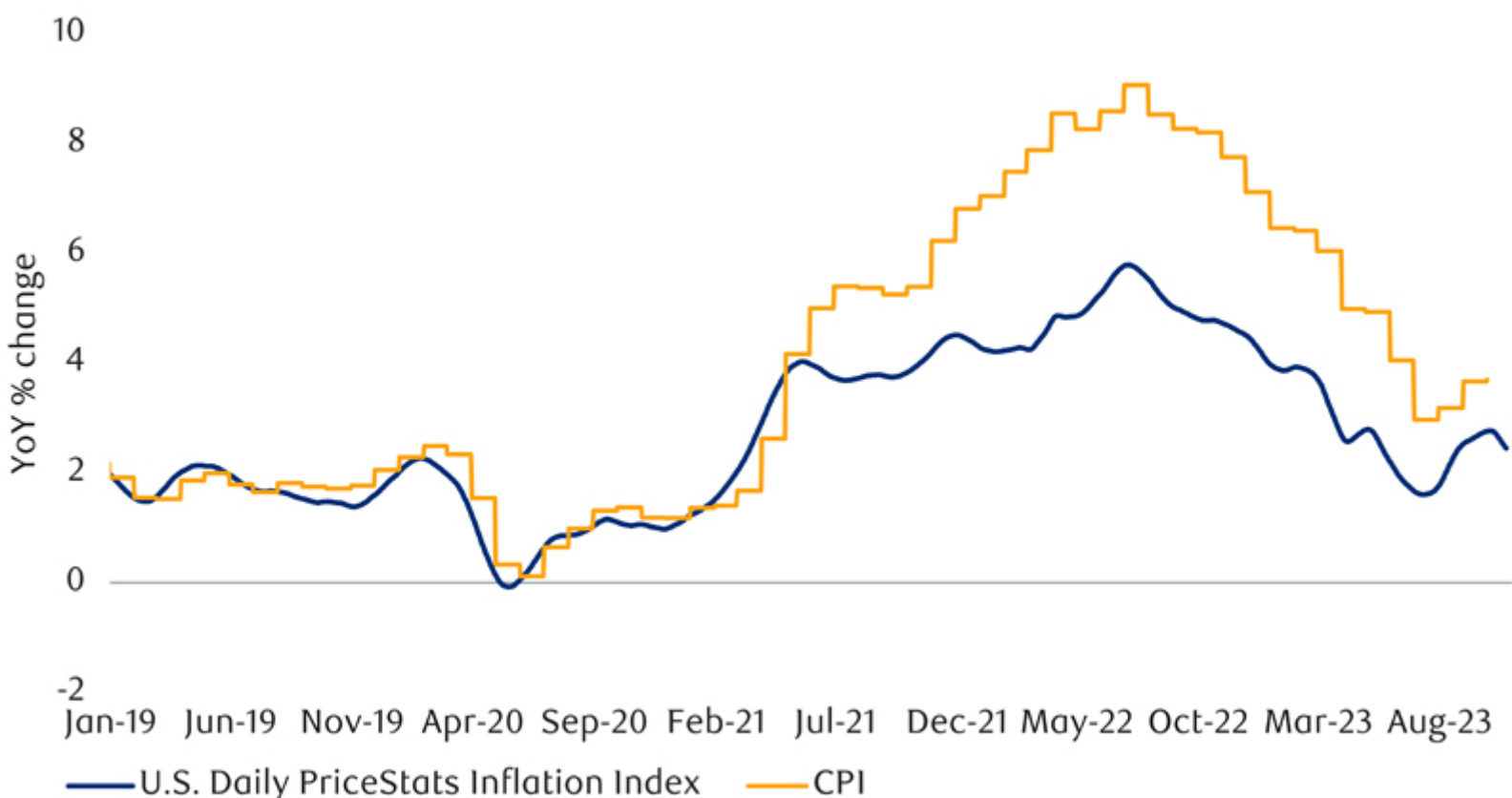
### 原油価格は上昇したものの、足元では再び下落



2023年10月26日時点  
出所：Macrobond, RBC GAM

リアルタイムのインフレ指標が、このような目先のインフレ低下基調を反映しつつあることにも勇気づけられます（次の図参照）。クリーブランド連銀が公表しているCPIナウキャストにおいても、10月のインフレ率が前月比+0.15%の伸びに留まり、コアCPIで見ても前月比+0.34%増に留まることを示唆しており、ともに前月からの低下を示しています。

### 米国の日次インフレ指標(PriceStatsインフレ指数)はインフレ減速トレンドを示唆

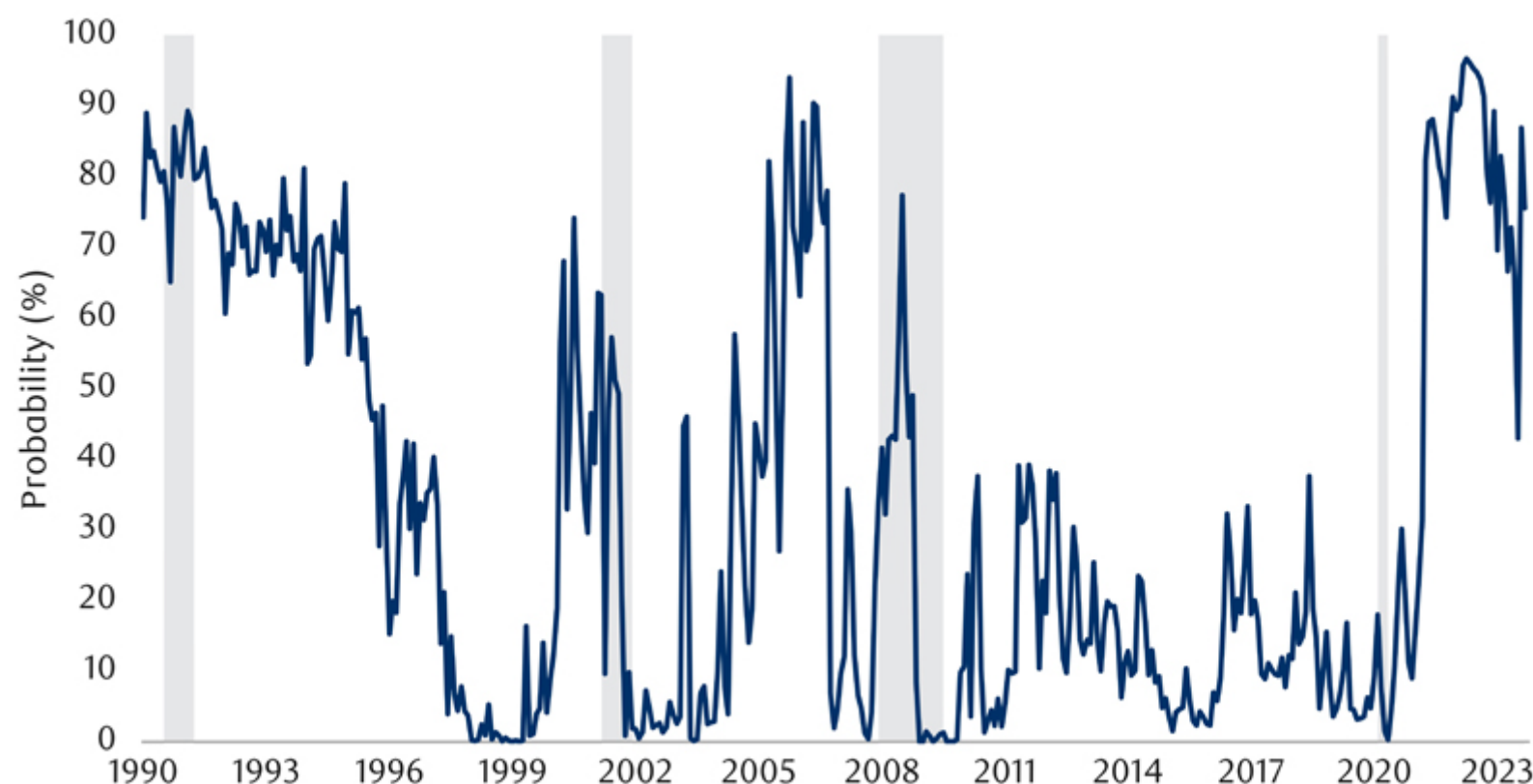


PriceStatsインフレ指数は2023年10月24日時点、CPIは2023年9月時点  
出所：State Street Global Market Research, RBC GAM

ただし、晩夏のインフレ加速は単に原油価格の上昇のみに起因するものではないという事実も認識する必要があります。実際この間、コアインフレ率も上昇しています。コアインフレ率は、8月まで2か月連続で前月比0.2%増（実際小数点以下2桁まで見ると0.2%未満も含む）をつけたのち、9月に前月比0.3%増に上昇しました。

このような傾向を踏まえ、インフレが高水準で高止まりしかねないとの警戒感をやや強めています。セントルイス連銀によるモデルでは、インフレ率が来年を通して2.5%を上回る水準に留まる確率が高まっていることが確認されています（下図）。

### 米国の価格圧力指標は、粘着性のあるインフレを示唆



2023年9月時点 価格圧力指標は、今後12か月間で予想されるインフレ率（前年比）が2.5%を上回る確率を示す。網掛け部分はリセッションを示す。  
出所：セントルイス連銀, Macrobond, RBC GAM

また、3か月間の前年比インフレ率に着目することも有効であるとされます。（前年比データで起こりがちな）遠い昔の情報を過度に重視することなく、また単月の指標のブレにも過度な影響を受けずに見ることが出来るためです（下表）。これによれば、コアCPIは3%超に留まっています（より正確には前年比3.1%）。CPI中央値はより高く、4.0%となっています。そしてサービスインフレ（除く住居費）は依然として4.7%と高水準です。

インフレ率が9%台にあった当時と比較すればかなりの前進ですが、正常化までの道はまだ続きそうです。

Inflation measures	% change annualized			
	1-month	3-month	6-month	12-month
CPI	4.9	4.9	3.8	3.7
Core CPI	3.9	3.1	3.6	4.1
CPI excluding gas	4.9	3.3	3.2	3.6
Median CPI	5.6	4.0	4.3	5.5
Trimmed-mean CPI	4.9	3.7	3.4	4.3
PCE deflator	4.4	3.8	3.1	3.4
Core PCE	3.6	2.5	2.8	3.7
Median PCE	4.1	3.4	3.3	4.4
Trimmed-mean PCE	4.0	3.1	3.2	3.9
PPI	6.3	7.7	3.5	2.2
CPI components				
Goods	1.2	4.2	3.1	1.4
Services ex shelter	5.8	4.7	2.6	2.7
Shelter	8.0	5.6	5.6	7.2
Food	2.8	2.9	2.1	3.7
Gasoline	28.0	63.4	23.4	3.0
Motor vehicles	8.8	-5.6	1.7	-1.8

2023年9月時点 出所：U.S. Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of Cleveland, Federal Reserve Bank of Dallas, Macrobond, RBC GAM

幸いなことに、CPIにおける住居部分（そのみで9月の価格上昇の半分超に値します）については、この先減速すると予想されます。金利敏感な住宅市場が再び冷え込みつつあるとの兆しが、ラグを伴って少しずつ確認されているためです。

まとめると、ベースケース・シナリオとしてはインフレが低下軌道に回帰すること、さらに市場コンセンサス予想を下回ることにすらあるとみています。しかし、来年にかけて完全に正常化に向かうと予想することは現実的ではなく、リセッション自体が無ければ、インフレがかなり高止まりするリスクもあるとみています。

## 8. 米経済指標の弱含み

米自動車大手3社（ビッグ3）は、労働組合によるストライキを受け、4年間で25%の大幅な賃上げ実施することを認めました。ただし、6週間に及ぶストライキがもたらした経済的ダメージは決して小さくないとみられます。

幸いなことに、ストライキに入るにあたり、米国経済には力強いモメンタムが存在していました。7-9月期のGDPは前期比年率+4.9%と目を見張る成長を見せました。これに関しては堅調な数字が予想されていたものの、実際に達成されたことは少なからず素晴らしいと言えるでしょう。とりわけ消費が追い風となりました。

一方で、雇用統計に関しては、直近発表された10月の非農業部門雇用者数は市場予想を下回る前月比15万人増に留まり、速報値（33万6千人）で市場予想を大きく上回った9月分についても下方修正されました。

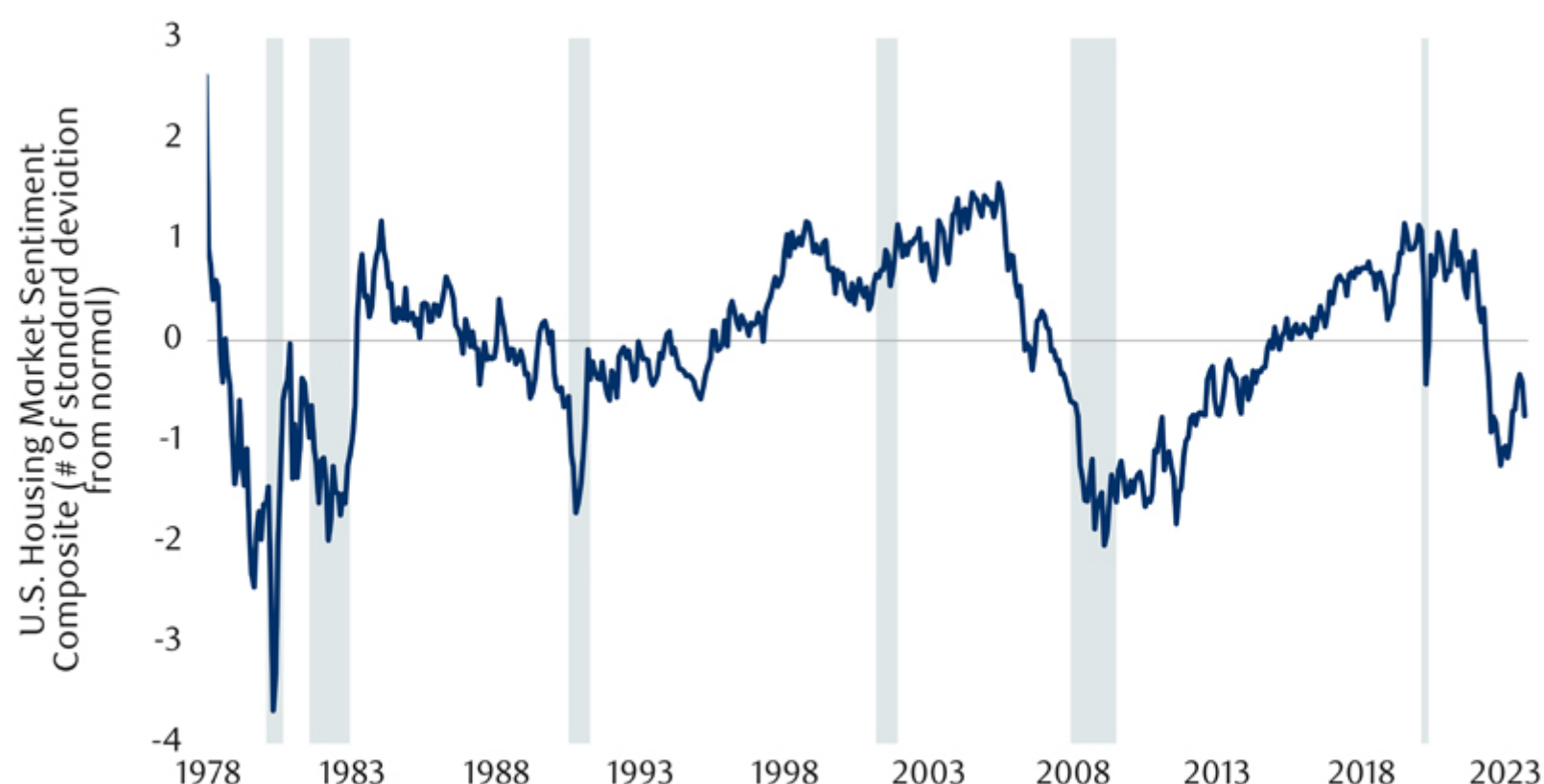
その他にも、脆弱性を示唆する断片的なデータが確認され始めています。

- 求人数及び離職率はともにピークから大きく低下
- 派遣（一時期間）雇用者数も減少傾向 – 過去の例では、良くない兆し
- 失業率は低位からやや上振れ。新規失業保険申請件数とは対照的に、失業保険継続受給者数は安定的に増加傾向。9月の名目上の雇用者数は力強かったものの、それほど材料視はされていないながらも同様の指標は大幅に弱含み（ADP雇用統計による民間雇用者数は8万9千人のみ、家計調査では8万6千人のみ）

明確なデータの裏付けはないものの、米国においては職探し徐徐に難しくなっています。また、新規採用に提示する金額が、これまでと比べて少なくなっていることを報告する企業が増えています。米労働市場は、かつてのようにかなり熱を帯びた状態ではなくなっているようです。

さらに、米住宅市場が再び冷え込み始めていることを示すデータも増えています。住宅センチメントを示す当社の指標（下図）から、より広範な不動産指標がその一例です（そのさらに下図）。

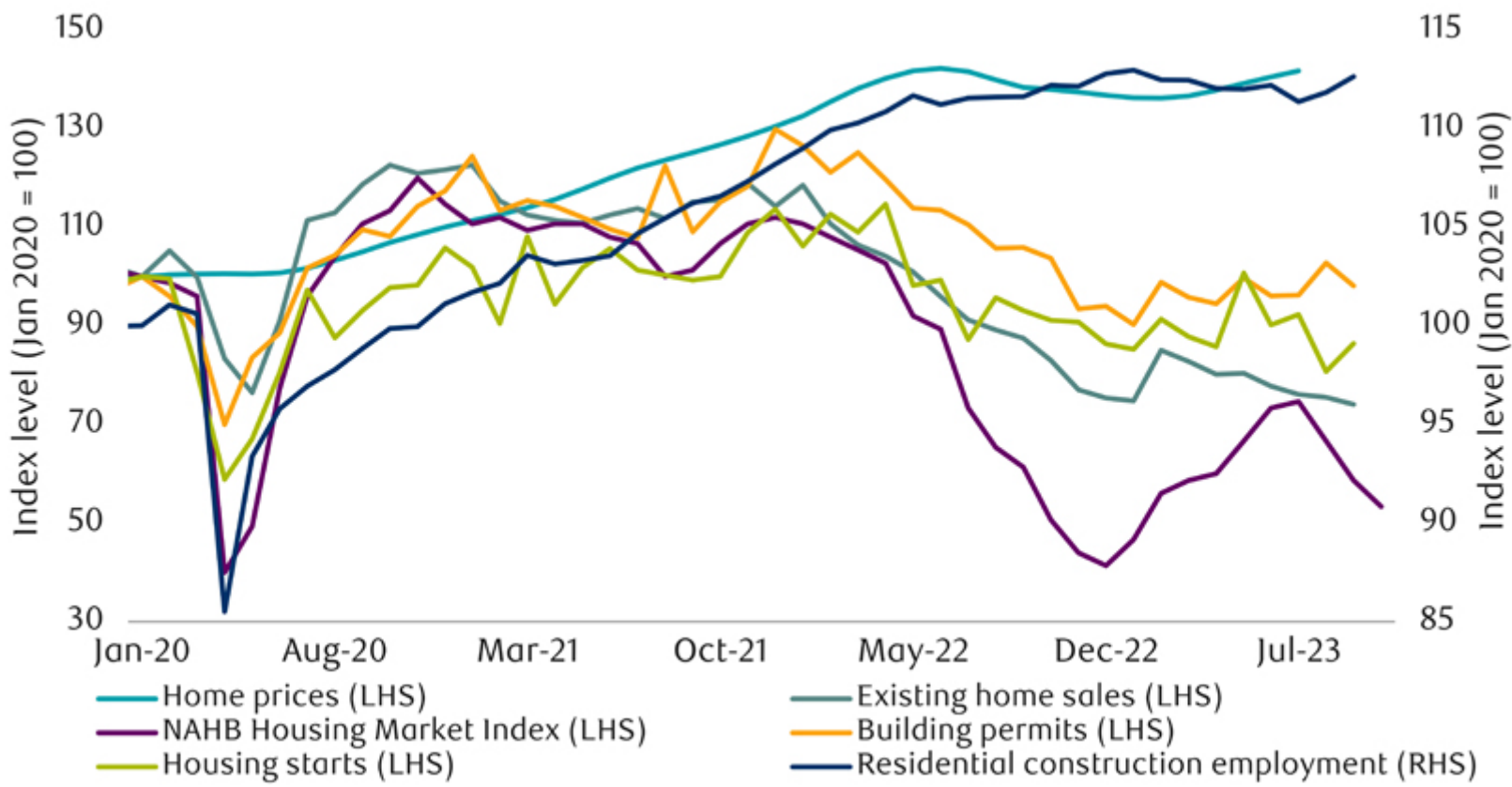
### 米国の住宅市場センチメントは低位に留まる



2023年9月時点 住宅市場センチメント総合指数は、足元及びこの先の住宅市場活動及び関連要因に関連した調査への返答に基づき算出される。網掛け部分はリセッションを示す。  
出所：National Association of Home Builders, Federal National Mortgage Association, The Conference Board, University of Michigan, Federal Reserve Board of Dallas, Mortgage Bankers Association, Macrobond, RBC GAM



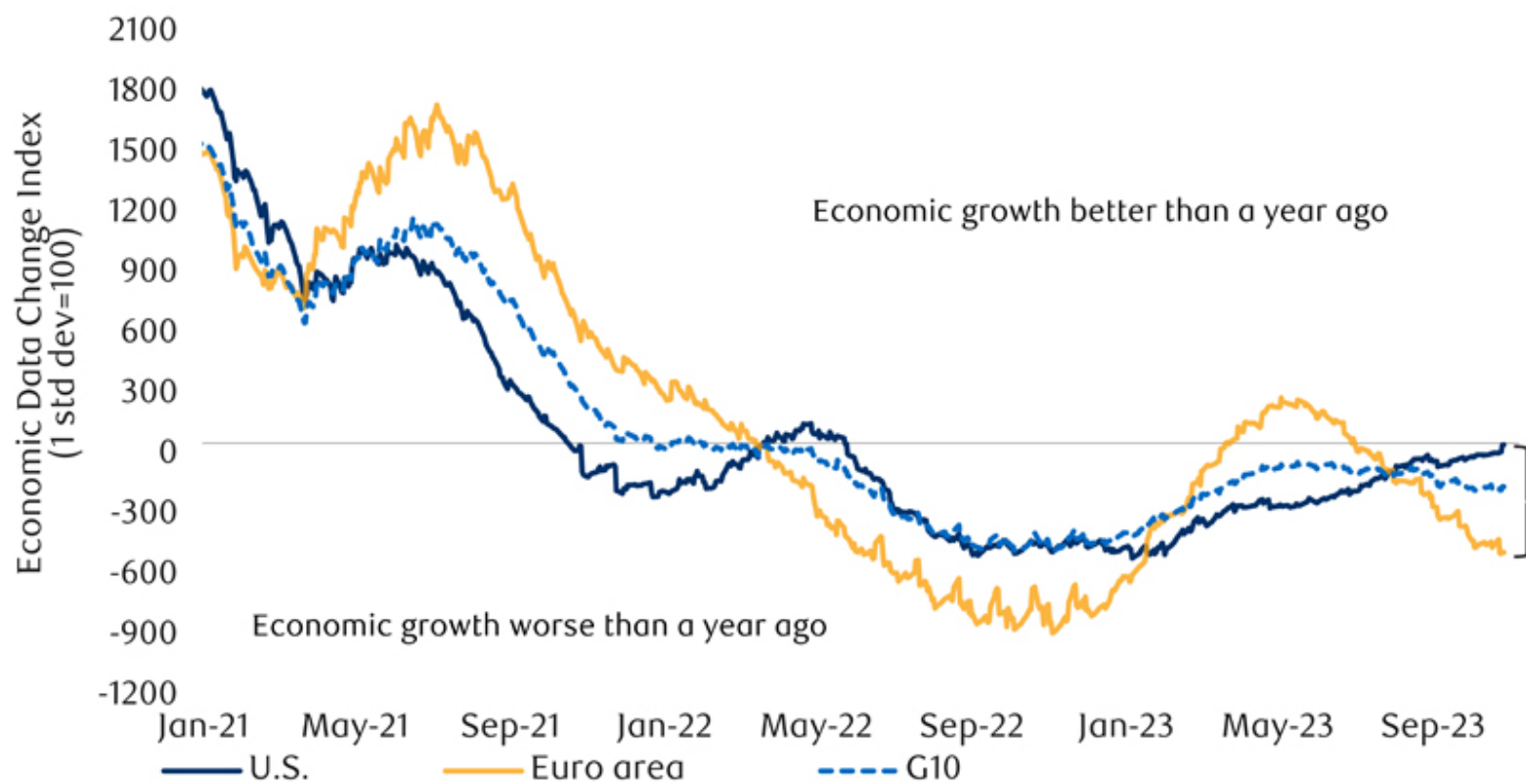
### 米国の住宅関連統計は減速の兆候を示す



S&P CoreLogic Case-Shiller Home Price Indexは2023年7月時点; building permits, housing starts and existing home sales は2023年9月時点; employment and National Association of Home Builders (NAHB) Housing Market Indexは2023年10月時点  
 出所: U.S. Bureau of Labor Statistics, Census Bureau, NAHB, National Association of Realtors, S&P, Macrobond, RBC GAM

その他の国を見渡せば、経済指標は米国より弱い国がほとんどです（下図）。カナダの揺れる経済状況については次に議論しますが、欧州の購買担当者景気指数（PMI）も足元で再び弱含んでいます。

### ユーロ圏と米国の経済成長は異なる軌道へ



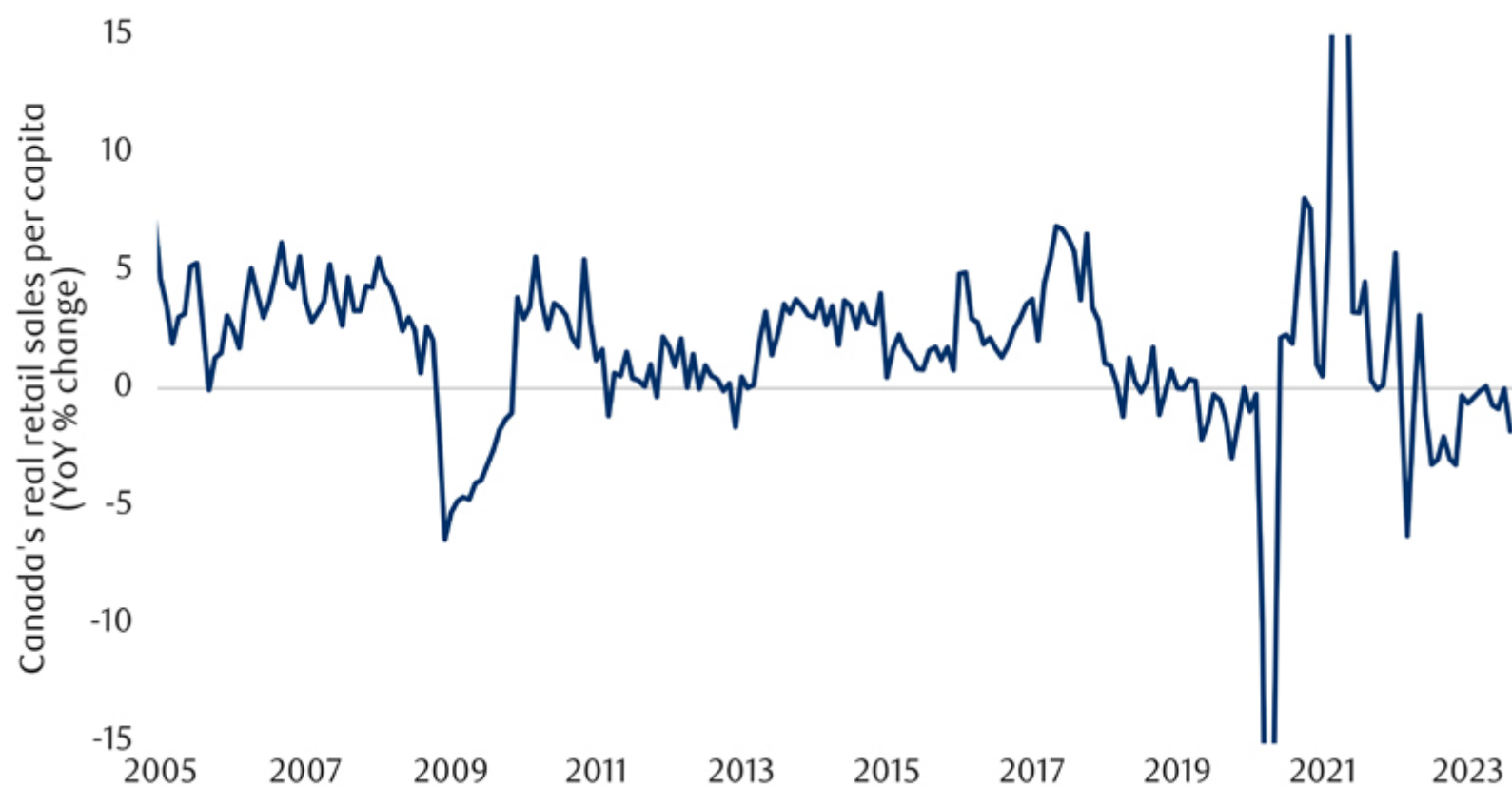
2023年10月27日時点  
 出所: Citigroup, Bloomberg, RBC GAM

## 9. カナダ経済の揺れ

カナダ経済は、明らかに揺れています。四半期GDPは、過去3四半期のうち2四半期で減少しています（さらに当社がモニタリングしている数字では、次四半期も小幅な成長に留まります）。減少が見られた2四半期の間の1四半期に記録した比較的堅調な成長によって、依然として「リセッション入り」はしていないとされています（また継続的な雇用減もみられていません）。しかし、そのリスクは日増しに高まっていると言えるでしょう。

カナダの小売売上高は8月に0.1%減となり、9月もほぼ横ばいとなっています。インフレ調整後では、実質的に大幅な減少を意味し、これがGDP指標の基となります。また、カナダの消費は一見した見た目よりもさらに弱い状態であると言えるでしょう。同国の目まぐるしい人口増加を踏まえれば、平均的なカナダ人が前月とほぼ同等の財を購入したとして、名目消費が0.4%から0.6%成長しても不思議ではありませんが、足元では全くそのような数字には届いておらず、平均的なカナダ人の消費額が縮小していることを示唆しています（下図）。

### カナダの人口当たり実質小売売上高は減少傾向



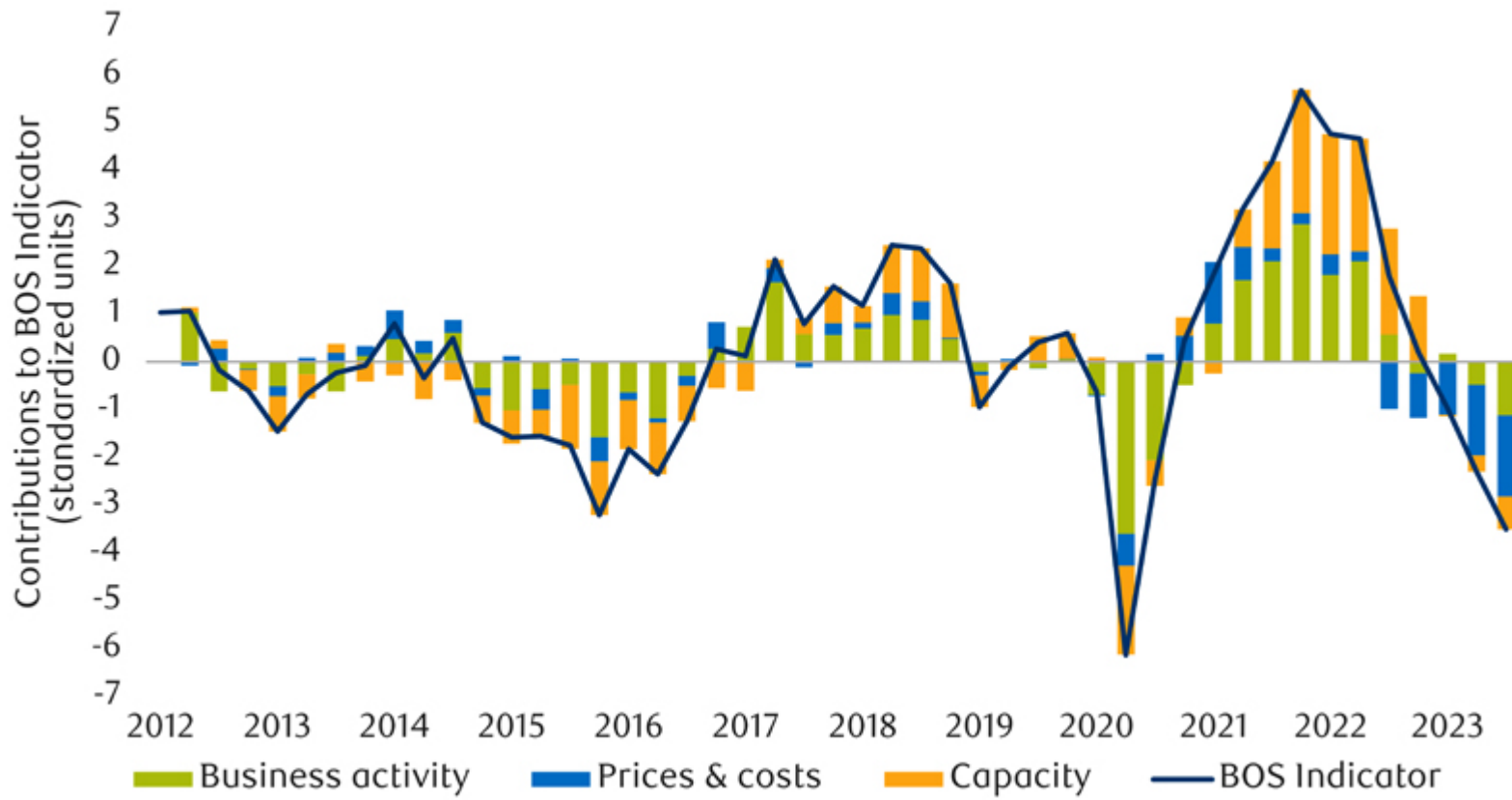
2023年8月時点  
出所：Statistics Canada, Haver Analytics, RBC GAM

カナダの企業の期待感も極めて弱いものとなっています。

- カナダ独立事業連盟が公表しているバロメーターは、既に弱含んでいた48.8から、足元では47.2まで落ち込んでいます。これは2020年4月以来の低水準です。
- カナダ銀行（中央銀行）の事業見通し調査は悪化の一途を辿っており、過去のリセッション時の水準に近づいています（下図）。
- 将来の売上見通しに関しても同様の傾向が見られます（さらに下図）。
- 雇用及び設備投資計画も縮小傾向にあります（3番目の図）。
- インフレに対する懸念は、需要不足に対する懸念に取って代われ始めています。

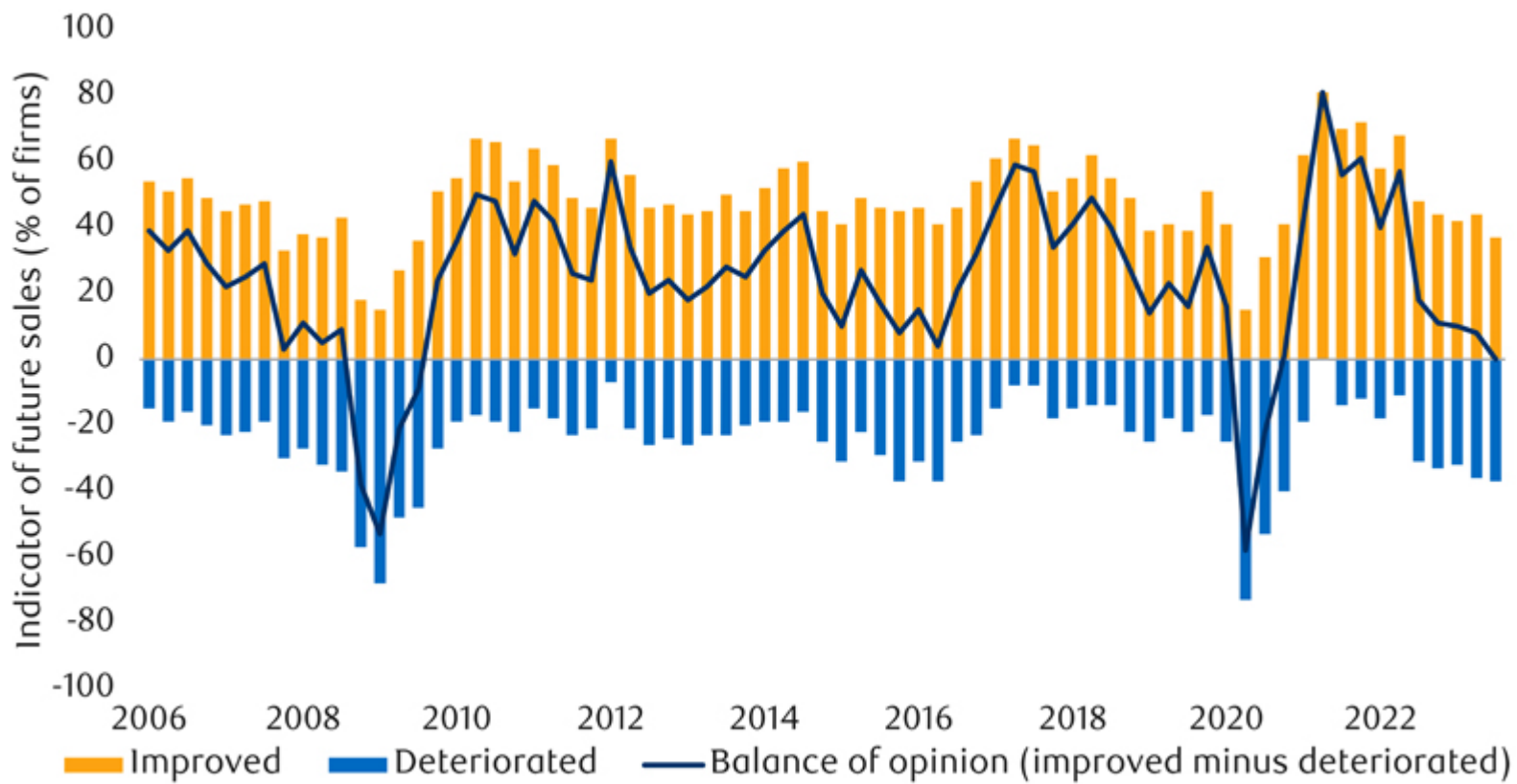
カナダの企業は、高金利による痛みは感じられ始めたばかりであると捉えています。

### 事業見通し調査指標はさらに悪化



2023年7-9月期時点  
出所：Bank of Canada Business Outlook Survey, Macrobond, RBC GAM

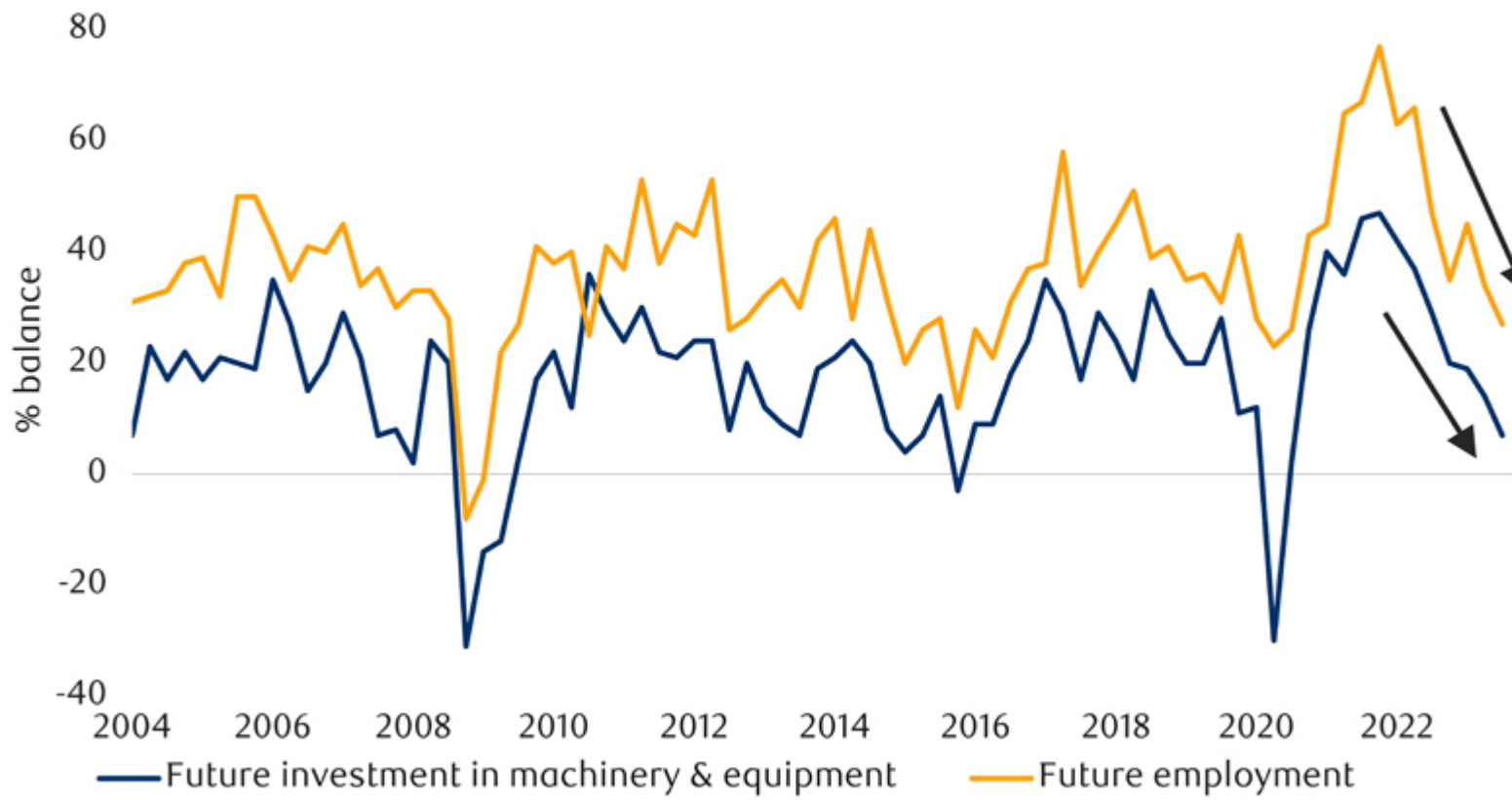
### 将来の売上見通しも悪化



2023年7-9月期時点  
出所：Bank of Canada Business Outlook Survey, Macrobond, RBC GAM



## カナダ企業は雇用及び設備投資計画を縮小



2023年7-9月期時点  
出所：Bank of Canada Business Outlook Survey, Macrobond, RBC GAM

さらに、カナダの労働市場では過去5ヶ月間のうち3ヶ月間で新規雇用が創出されているとは言え、間近に2ヶ月間の雇用減が見られている状態は異常です。継続的な生産性の低下を考慮すれば、追加的な雇用が経済成長の拡大に寄与しているようには思えませんし、直近の雇用統計においても、4万の雇用増のうち、民間セクターの新規雇用は1,000に留まりました。

これら全てから、経済環境の大幅な悪化の兆しを感じられ、カナダにおいて短期的にリセッションの確率が高まっているように思います。

## 10. 中国経済の反発

中国は、過去1年間に亘り、相次ぐ悪材料に苦戦してきました。まず、パンデミックのロックダウンを背景に、同経済は昨年秋にほぼ休止に追い込まれました。その後ロックダウンが突然終わりを迎えると、経済は再び前に歩み始めました。その後夏場には一時よろめきながらも、過去6週間の経済指標を見ると、再び経済は活発化し始めたようです。2023年の初めの時点で、中国経済に対しては過度な楽観があった一方、足元では過度な悲観が存在すると考えています。

中国経済の一時的な反発は、経済指標に如実に表われています。経済サプライズ指数は、大幅なマイナス圏からここ数カ月間ではプラス圏に上昇しています（下図）。

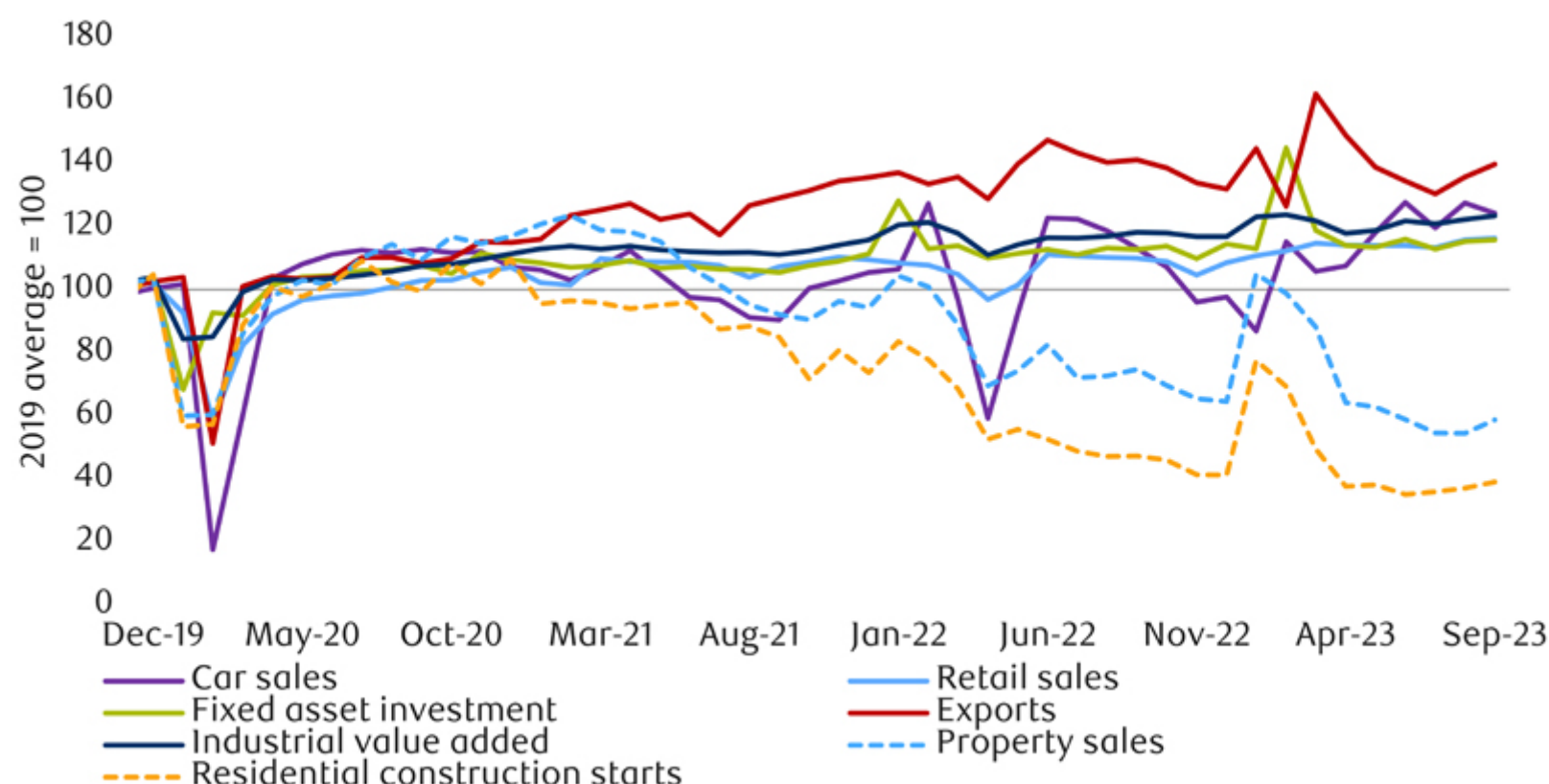
### 中国の支援策が経済活動の押し上げに寄与し始めた



2023年10月27日時点  
出所：Citigroup, Bloomberg, RBC GAM

中国の主要な経済指標をより包括的に見てみると、多くが一時的な弱含みの期間を経て、再び上昇基調にあることがわかります。特に、輸出や不動産売上、住宅建設着工件数などの指標は顕著に回復しています（下図）。

### 中国の月次経済指標は上昇基調



2023年9月時点 2019年の平均水準を100として指標化  
出所：Haver Analytics, RBC GAM

経済活動は回復しているにも拘わらず、中国株式市場が安値を更新しつづけている状態を不思議に思う方もいるかもしれません。同市場の株価収益率は、3年前の20近くから足元でわずか11.5に低下しています。

同国の反発の鍵となったのは、多岐に亘る刺激策の実施です。何らかの行動が圧倒的であったということではありませんが、刺激策の組み合わせが経済を安定させることに十分であったと捉えています。それらには以下が含まれます。

- 小幅な利下げ（9月の追加実施も含む）
- 人民元安による刺激効果
- 窮地に立たされた地方政府の一部救済（20の地方自治体による特別借り換え債券の発行など）
- 住宅刺激策
- 事業刺激策
- 胡口（はこう）システムの臨時改革

胡口は、中国本土で用いられている戸口登録システムです。同システムは、一個人が地方もしくは都市の住人であるかを登録し、それぞれの住人が住んだり、働いたり、教育や医療、その他社会保障サービスを受けられる場所を定めます。

政府支出の拡大を反映し、中国はこれまでよりも巨額の財政赤字を示しています。さらなる政策対応もあり得るとみられます。中国では5年に一度、その後5年間の経済や社会改革のロードマップを話し合う「3中全会」が開かれますが、次回会合が2023年11月後半に実施されると見られます。専門家は、中国が都市化へのさらなる後押し（結果として生産性を押し上げ、住宅市場を支えること）を発表するとともに、消費や事業センチメントを押し上げる政策を発表すると予想しています。また国営企業と民間セクターのよりよいバランスを探るともみられており、これらはいずれも成長にとっての緩やかな追い風になりうるとみえています。



## ディスクレマー

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

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等については、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management