



すべては賃金（と、もちろんサッカー！）

イングランドのサッカー試合を見ているとき以外、市場の注目は経済指標に集まっています。

金曜日発表の米国雇用統計待ちとなるなか、市場はほぼ様子見姿勢となりましたが、米国の株式インデックスは四半期末を迎えるなかで最高値を更新しました。

英国での新型コロナウイルス感染者数の増加を受けて、デルタ変異株に対する懸念は高まったものの、ワクチン接種によって重症化や入院は概ね防げていると見られます。その観点からすれば、経済再開に向けた動きは進んでおり、市場はほとんど左右されていないようです。

しかし、感染者数のデータは注視する必要があり、ワクチン接種が遅れている国においてはデルタ株の感染スピードは脅威となる可能性があります。

賃金と労働市場

政策当局の発言は、この数ヶ月間の労働市場における停滞は、雇用が再開していないわけではなく、供給が不足していることを反映したものであるといった見方を強調する方向にありました。パンデミック禍における寛大な給付金によって労働への意欲が削がれてしまったようですが、数ヶ月でこの支援は徐々になくなることから、正常化に向けた動きが見られると考えられます。

しかし、短期的には企業が労働力を惹きつけようと賃金上昇圧力が広範に高まっていると考えられ、特にホスピタリティ関連事業が再開する中で、賃金の低いサービス・セクターでこの傾向はとりわけ強まっていると見られます。米国のGDPはパンデミックで失ったアウトプットをすでに取り戻していますが、雇用の回復は遅れています。

2021年7月2日



マーク・ダウディング
パートナー
最高投資責任者（CIO）

一つの例ですが、ダラスなどのハブ空港でケータリングが手配出来ないことから、米国の航空会社はサービスの提供に苦戦しているようです。メキシコ料理のチェーン店であるChipotleに至っては、新規雇用者に対して福利厚生の一環としてペット保険を提供しており、米国の多くのホテルではルーム・サービスが頼めなかったり、毎朝のベッド・メイキングがされないといった状況になっているようです。そのため、少なくともひとつのホテル・チェーンではチップをチェックイン時の前払い金として請求しているようですが、感謝の気持ちが任意ではなくなっているという意味で、本来のチップの意味からすると不可解なことです。

賃金インフレは英国でも明らかです。ロンドンの地元のレストランでは、パンデミック前のアルバイトの時給は9ポンド程度でしたが、今ではその2倍の時給となるなかで従業員確保が難しくなっています。これによって起きているのが経験のないスタッフの採用で、犬の散歩やベビーシッターといった職種についても、要望に合致した人を見付け出すのが難しくなっているようです。

英国では、パンデミックだけではなくブレグジットによって、海外からの若年層労働者が流出してしまったことで、こうした状況がますます加速しています。農家の人は農作物の収穫を誰がしてくれるのかを心配しており、消費者に追加コストを負担してもらう必要があるという議論が中小企業の中では多く聞かれています。

資本に比較して労働が占めるGDPの割合が低下したことによって、中間所得が実質ベースで低下するという数十年を経て、先進国経済が賃金インフレを経験するのは久方ぶりです。

テクノロジーの進化は止まっておらず、仕事の自動化も進んでいます。しかし、消費、投資、政府支出の見通しはいずれも堅調と見られる中で、とりわけ拡張的な財政政策とマイナスの実質金利が強い経済成長をもたらし続けるのであれば、過去と比べると労働者の交渉力は高まる可能性があると言えそうです。

そうしたことから、非農業部門雇用者数の数字だけではなく、平均時給のトレンドも同じくらい注目しています。平均時給は昨年の一時的な急上昇を除けば、2006年のデータ公表以来最も高い水準にあり、さらなる上昇トレンドを辿るとみています。

労働コストは最大の投入コストであることから、サービス価格インフレを押し上げる主因となる傾向があるため、賃金の状況に目を向けることは重要であると考えています。そのため、月中に発表される米国消費者物価指数（CPI）にも注目が集まり、6月のコア物価もさらに上昇するとの見方をしています。住宅価格の上昇はやがて賃貸価格の上昇につながり、商品セクターにおいては、継続的な供給不足と運賃コストの上昇が商品価格の上昇に至ると考えられ、このことは最近の購買担当者サーベイや投入コストに関するレポートが示す内容と合致しています。

こうしたことから、インフレは単に一時的なものであると捉えていると、今後苦戦を強いられることになると考えています。

デフレーション

経済成長及びインフレに関する見通しから、米国金利のショート・バイアスについて高い確信度を維持しています。リスクのほとんどはイールドカーブ上の10年債部分にシフトし、タカ派となった先月の米連邦公開市場委員会（FOMC）を受けて、短期部分のショートについては利益を実現しました。10年債金利は2021年前半に55bps上昇しましたが、年末までに2%に達する可能性があると見ており、今年後半も同水準の上昇が見られると考えています。

9月に米連邦準備制度理事会（FRB）はテーパリングを議論し、2022年末に最初の利上げを実施するとの見方を続けています。今後数週間の経済指標が強かった場合、FRBがよりタカ派なコメントをしても不思議ではないと考えています。

しかし、より広範に見れば、金融環境は非常に緩和的となっています。実際、インフレが上昇する中で、ここ数ヶ月で実質金利のマイナス幅は拡大しており、不動産といった金利感応度の高いセクターでの活動をさらに押し上げることになるのではないかと考えてしまいます。

そのため、若干の金融緩和策の引き揚げが経済鈍化につながるのか、もしくは強いGDPで企業業績が上向く中でもリスク資産の見通しが悪化するのか、といった点には議論の余地がありそうです。

欧州

欧州では経済指標から、ここ数週間で経済成長見通しが上向いていることが読み取れます。ワクチン・プログラムのスピードから、大陸欧州の経済再開については前向きに考えており、次世代EU基金による給付が景気を刺激し、経済活動の維持につながると見えています。

欧州中央銀行（ECB）はパンデミック緊急買入プログラム（PEPP）の縮小を9月会合で決定するとみっていますが、出来る限り、買入額の減額によって市場が損なわれることがないようにすると考えています。FRBとECBが同時期に似たような行動を取り、夏休み明けでクレジット債の供給が増加する時期であることから、9月の市場はやや苦戦を強いられることになるかもしれません。しかし、強い経済指標が懸念を払拭すると見えており、調整は緩やかなものに終わって、後から振り返れば投資機会であったという状況になるのではないかと考えています。

通貨

押し目買いの精神は、今のところ仮想通貨市場の下支えとなっているようで、機関投資家からの関心が高まっていることは興味深いと言えます。一方で、個人投資家がすぐにお金持ちになる手法としてビットコインを利用する流れは、規制のない市場で規制当局がこうした動きを沈静化しようとする中で、落ち着きが見られています。

通貨市場では米ドルがここ数日で上昇していますが、先月のFOMC直後の水準は下回った水準にあります。相対的な米経済の強さから米ドルに対してはやや強気な見方を続けていますが、通貨市場全体に対してあまり高い確信度は持っておらず、今のところマクロの投資機会としては米金利市場に最も着目しています。

社債市場

社債市場では、エクスポージャーを減らす機会を探っていますが、夏の間はロング・ポジションを維持する方針です。9月を前にエクスポージャーを減らすことは理にかなっていると考えており、バリュエーションはとても魅力的と言える水準ではないでしょう。しかし、ボラティリティが低下し、株価が最高値を更新する中で、反落を招くほどの強い要因は見当たらないと考えています。そしてこのことはソブリン債についても言えるのではないかと思います。

欧州では、フランスの地方選挙に関しては無関心なようで、ほとんど新しい材料がない中で、EU内の安定と連帯が今のところスプレッドの下支えとなっているようです。とはいうものの、これがどれだけ続くか、そして純発行額を上回る買入をしているECBが今年後半にその姿勢を緩めることで、スプレッドに少し圧力がかかるのか、注目したいところです。

今後の見通し

今後の見通しのすべては経済指標にある、ということ再度強調したいと思います。米国の毎月の非農業部門雇用者数とCPIが2つの大きな指標となっていますが、4週間ごとにある2つのハードルを乗り越えながら、その間の道は概ね平坦であるかのようです。

そのため、雇用統計が落ち着いた内容であればリスク資産は上昇を続け、ボラティリティは引き続き低下すると考えられます。しかし、アップサイドのサプライズがあれば、これまでと状況は変わるリスクがあることから、これらの経済指標というイベントに際しては、クレジットのロング・ポジションに対して金利のショート・ポジションでヘッジをすることが魅力的な戦略であると考えています。

しかし、すべては経済指標にある、というのは嘘かもしれません。なぜなら私の心は本当は、すべてサッカーにあるからです。欧州選手権の決勝トーナメントで、1966年以来で初めてイングランドがドイツを下しました。そのため、今週の言葉はこれしか思いつきません。がんばれイングランド！！勝利は目前です。

ディスクレームー

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	マーキング債	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詳しくは、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あり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