



## 成長するロボット、衰退する政治家

これはAIの新たな波なのでしょうか？

2024年6月7日

著者  
マーク・ダウディング  
ブルーベイ債券部門  
最高投資責任者(CIO)



### コメント要約

- 先週の前半は、軟調な米ISM製造業景況指数やJOLTSが消費関連を中心に経済活動の軟化を示す内容となりました。
- しかし、政策緩和への道筋はどんなものであれ、インフレ動向次第でしょう。
- 欧州中央銀行（ECB）は25bpsの利下げを実施し、ユーロ圏の預金金利を3.75%に引き下げました。
- 英国に関しては、ユーロ圏に続いて早期に利下げを実施するかどうかは懐疑的にみえています。
- エマージング市場では、南アフリカやメキシコにおける選挙結果がサプライズをもたらす中、ボラティリティの上昇が見られました。

先週の金融市場では、週の前半には軟調な米ISM製造業景況指数や米労働省雇用動態調査（JOLTS）などを受けて、米国債利回りが低下しました。ただしその後週末には、力強い米雇用統計を背景に利回りが上昇しました。

明確にデータとして表われていないものの、消費関連を中心に経済活動の軟化を示唆する複数の証拠は見られているようです。その意味では、アトランタ連銀GDPナウで見た4-6月期の成長率は、過去数週間で3.5%から一時1.8%まで低下しました。しかし、その他の指標は堅調さを維持しており、先週金曜日に発表された米雇用統計も雇用の健全な伸びが示されました。また、ISM非製

造業景況感指数は良好な内容で、S&P500 種指数も、エヌビディアの株価急騰を受け、過去最高値圏で推移しています。

さらに、利下げへの道筋はどんなものであれ、インフレ動向次第でしょう。政策を緩和するのであれば、1回の消費者物価指数（CPI）の改善のみでなく、今後数ヶ月に亘って価格の低下基調が改めて確認される必要があり、そのことを当然のこととみなすには時期尚早であるように思います。そのような点を踏まえれば、金利低下がさらに進むためには、今週半ばに発表される5月のCPIが穏やかな内容となる必要があるでしょう。

したがって、それ以前に利回りのさらなる低下があれば、全体のデュレーションを削減する方向にリスク・バランスを傾ける可能性があります。とは言いながらも、何らかの追加情報がない限り、4.75%から5.0%のレンジ近辺にある米2年国債利回りは概ねフェア・バリューに近いとみています。

ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）のラガルド総裁が大方の予想通りに25bpsの利下げを実施し、ユーロ圏の預金金利を3.75%に引き下げました。これは2019年以降の利下げであり、今年後半にさらに利下げが実施される余地があります。しかし、ECBにとっての利下げへの熱狂は、今後発表される経済指標次第であるとともに、大西洋の反対側でのFRBによる行動に影響されることになるでしょう。

財政政策の方向性もECBの決定にとって重石となる可能性があります。その意味では、9月のECB会合までの間に、新たな欧州議会の方向性がより明確に見えてくるでしょう。現時点において、ドイツ国債は概ねフェア・バリューの水準にあるとみており、ユーロ圏の債券資産について強い確信度を持つことがやや難しくなっています。

英国に関しては、ユーロ圏に続いて早期に利下げを実施するかどうかは懐疑的にみています。次のイングランド銀行（英中央銀行、BoE）会合はまだ数週間先であり、それまでには5月のCPIの発表もあります。しかし、英国のインフレ軌道は他の市場と比較してより困難を孕んでいるとみています。

例えば、10月以降の英ガス電力市場監督局（Ofgem）によるエネルギー価格上限は、前年同月比で4%の低下になるとみられますが、現状のBoEの想定では20%近い低下が織り込まれています。原油価格はここ最近概ね落ち着いた動きとなっていますが、今年の夏場及び今年後半に掛けて、英国のインフレ率は再び上昇に転じる可能性があるかとみています。

そんな中、英国では先週、ナイジェル・ファラージ氏が右派政党「リフォームUK」を率いて総選挙に出馬するとの報道が注目を集めました。これまでのところ、キア・スターマー氏率いる労働党にとって、ある意味では戴冠式の行列のような、勝利が確実視された状況であったためです。

仮にリフォームUKが勢いづけば、支持率で保守党に並ぶ、もしくはそれを上回ることもあり得ない話ではなく、そのことは国民の間でのエスタブリッシュメントに対する幻滅感を浮き彫りにしています。また仮にそうなった場合、実際の総選挙前であっても、与党保守党が自ら内部崩壊に向けた勢いを加速させる可能性もあるとみています。そのようなシナリオ下では、総選挙後に政治的な景観が再構築される可能性が現実味を帯びてきます。

その場合、保守党の党首候補として有力な政治家がどれだけ議会に残れるか定かではない中、ファラージ氏が保守党党首の座を奪う可能性すら浮上するかもしれません。

今週は日銀の会合が予定されており、市場の注目を集めそうです。過去数週間では、円安圧力を緩和させるために、同会合において植田総裁が国債買入れ額の大幅な減額を発表するとの観測が高まっていました。しかし、過去数日間の当局者からのややハト派な発言がそのような観測に疑問符を付けています。

引き続き、他の中央銀行が反対方向への政策転換を見据える中、日銀が積極的にバランスシートを拡大させることは適切ではないとの見方を持っていますが、日銀内には、米国経済が冷え込み、米政策金利が低下に向かうことで、日銀にとって政策進展を急ぐ必要がなくなることを期待する向きもあるようです。ただし、国内の経済指標は引き続きインフレ圧力の高まりを示唆し、期待インフレも上昇に向かっていきます。

先週の米国債利回りの低下は円に対する圧力をやや弱めましたが、再びその流れが反転すれば、今週の会合で植田総裁が過度にハト派な姿勢を見せた場合に再び円は脆弱となるでしょう。長期の30年債利回りが先週一時2.25%近辺まで上昇していたことと比較すれば、仮に日銀が10年国債の買い入れを停止した場合、10年国債利回りは1.25%をやや上回る水準にあっても不思議ではないと考えています。

エマージング市場（EM）では先週、南アフリカやメキシコにおける選挙結果がサプライズをもたらす中、ボラティリティの上昇が見られました。南アフリカでは、与党「アフリカ民族会議」（ANC）が事前予想を大幅に下回る議席数に留まり、連立政権樹立に向けた駆け引きに入りました。「民主同盟」（DA）との連立は投資家に好感されるとみられる一方、より過激な急進左派「経済的解放の闘士」（EFF）との連立は極めてネガティブな結果となります。

ANC内でも選択肢を巡って混乱が続いており、相反する意見が乱立している状態で、見通しは依然不透明です。ただし最終的には、前向きな結果がもたらされるとみて期待しており、その場合、インフレ率が4%近辺にある一方で、長期債で11.5%の利回りとなっている南アフリカ国債についてはかなりの投資妙味があるとみています。ただし短期的には、より見通しが明確になるまでの間、債券を保有する一方で、その一部リスクを通貨ランドのショート・ポジションを通じてヘッジする姿勢が賢明であると判断しています。

一方、メキシコでは、大統領選でクラウディア・シェインバウム氏が大差で勝利し、メキシコにおける、より財政拡張的なりディストリビューショニスト（富の再分配）のアジェンダへの道を開きました。シェインバウム氏の勝利は広範に予想されていましたが、議会選において与党・国家再生運動（MORENA）が憲法改正に必要とされる議席数に近い過半数を確保したことは、投資家にとって予想外の展開でした。結果として、通貨ペソは週明けに4%下落し、その後、いかなる改革であっても財政赤字や広範なメキシコのマクロ経済環境への影響は限定的であるとの安心感が広がる中でも、下落幅の一部を回復するに留まりました。

その他、インドにおいても総選挙の開票が行われ、モディ首相率いる与党が最多議席を獲得しましたが、議会で過半数を確保するためには小政党との連立が必要な状況となりました。

先週は、政治及び政策がいかに市場の変動要因となるか、また世論調査の手法が改善したとは言え、選挙結果については事前に正確な予想を立てることがいかに難しいかを改めて思い起こさせる一週間でした。

対照的に、社債市場は比較的静かな動きとなり、スプレッドも安定的に推移しました。社債の新規発行については、価格設定におけるプレミアムに縮小傾向が見られながらも、引き続き旺盛な需要が見られています。とは言いながらも、バリュエーション面では幾らか壁に差し掛かる中で、スプレッドの縮小を促す力には減速感が見られています。ここ最近比較的堅調なパフォーマンスとなっていた金融セクターについても、先週は利益実現の動きが見られる中で減速しました。

## 今後の見通し

米国の大統領選まで6ヶ月を切る中、世論調査を見ると、依然として国全体としては支持率が拮抗した状態ですが、激戦州でのトランプ氏の勢いが増しているようです。

そんな中、ウォールストリート・ジャーナル紙がバイデン氏の認識能力に関して疑問を投げ掛けたことも、引き続き大統領の立ち位置を揺るがしており、有権者も今後4年間の任期を見据えた同氏の執行力を見極めようとしているようです。そのような雰囲気を感じたとみられる共和党のシェリー・ムーア・カピト上院議員は、バイデン氏が数年前までは「Sharp as a tack（画鋏のように鋭い、非常に頭が冴えている）」状態であったものの、そのようなことが依然として当てはまるかどうかを問われると、それにはかなり疑問の余地がある、と述べました。その他にも、より無礼で無作法な表現を用いる議員もいます。バイデン氏が今にも若返るようなところがない点を踏まえれば、同氏がそのような大勢の評価を大きく転換するために出来ることは限られているように思えます。

米雇用統計の後、今後数日間でCPIの発表や米連邦公開市場委員会（FOMC）が控える中、今週は金融市場にとって興味深い一週間になるでしょう。インフレが再び低下基調となって利下げがそれに続くか、もしくは現状の金融引き締めが今年末まで維持される必要があるのか、その見通しが明確になるまでは、市場の価格動向は当面は抑制されるものと考えてきました。

FOMCが9月より後、11月の大統領選を前に政策金利を動かす可能性は低いとみています。すなわち、9月のFOMCの結果が極めて重要になり得るということであり、その結果を左右するのは今後数ヶ月間の経済指標であると考えています。

先入観を持たず、市場がいずれかの方向に過度に先走り過ぎた場合に、見通しを反映させたポジションを取ることが出来るよう十分に備えておくことが、現時点で最も賢明であると考えています。年初来では米国債利回りが上昇しているにも拘わらず、株式及び社債市場が上昇していることで、金融環境指数は過去10年及び過去20年の数字で見た平均よりもやや緩和的な水準に留まっています。

その意味で、仮に株式や社債が夏場に掛けても堅調に推移すれば、FRBが行動を起こす必要性は緩和され続けることになりそうです。

もちろん、株式市場の上昇の大部分に寄与しているのは、エヌビディアの株価の動きです。人工知能（AI）ブームは隆盛を極めており、データ・センターが容量を拡大し続ける中、来年の末までにAIモデルがインターネット上の全ての情報を網羅してしまうことも想像出来ます。

その時点に至れば、容量を追加しようという需要は減退するとみられますが、そこに至るまでの間は、もくもくと煙を上げた機関車の前に立ちただかることは難しいように見受けられます。さらに、今やロボットが投資判断を行っている中、AI自身が自らの株を買うようにプログラムされていることを不思議にすら思えてしまいます。明らかに、このような発展による意図せぬ結果も、私たちの暮らしにのちのち影響をもたらすようになることでしょう。実際のところ、米国の有権者が、日増しに弱々しくなるバイデン氏と有罪評決を受けたトランプ氏との間で選択を迫られている状況下において、もはやロボットが大統領の座につくことも悪くないように思えてしまうくらいです。

## 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

### ■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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	アライバート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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、契約資産を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