



RBC BlueBay
Asset Management

光速で旅をする

AIブーム…あるいは崩壊?!

2025年10月31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、米連邦公開市場委員会（FOMC）は0.25%の利下げを行ったものの、米経済成長が堅調さを維持し、今後数か月でインフレが上昇すると予想される中、2026年に追加で金融緩和が行われる可能性は低いと考えています。
- 先週は、欧州中央銀行（ECB）会合で目新しい情報がほとんど提示されない中、欧州の国債利回りは概ね米国の動きに追随する格好となりました。フランスのGDPが市場予想を上回る結果となったものの、投資家はドイツ主導の財政拡大が経済指標全般に現れるのを待ち続けているような状況となっています。
- 英国の経済見通しは依然低迷しており、英予算責任局（OBR）による生産性予測の下方修正が予想される中、英労働党はより大幅な増税の可能性を強調しています。
- アルゼンチンの中間選挙でハビエル・ミレイ氏が決定的な勝利を収め、アルゼンチン資産の価格が大幅に上昇しました。2026年は南米大陸全体で予定されている選挙や左派から右派へのシフトが見られるかに注目が集まるでしょう。
- 米国経済が底堅く推移し、IT関連の投資が続く中、マクロ経済環境は社債市場に支援的であると考えています。しかし、バリュエーションの割高感やデフォルト率の上昇トレンドがみられる中、慎重な発行体の選別がますます重要になっています。

先週の金融市場では、米連邦公開市場委員会（FOMC）において利下げが決定されたものの、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が12月の追加利下げの可能性は不確実である

ことを示唆し、米国債利回りが上昇しました。米経済成長が堅調さを維持し、今後数か月でインフレが上昇すると予想される中、2026年に追加で金融緩和を行う必要性は低い、ともともと考えていました。

しかし、FRBが再び様子見モードの姿勢に回帰するまでに、今年末にもう一度利下げが行われる可能性はあると考えています。FRBによる追加利下げを予想する市場参加者が挙げる主な理由は、米労働市場に関連した懸念でしょう。これに関して言えば、先週Amazonが人工知能（AI）の導入により14,000人の雇用を削減する計画を発表したことは、労働市場全体が大きな変革の局面に差し掛かっていると主張する声を強めました。

しかし、経済全体でのAI革命は、より長期的なスパンで進行すると考えています。短期的には、雇用の減少はむしろ、移民流入の逆転による人口増加の急停止が主な要因であり、雇用増加数が抑制されている中でも失業率は比較的安定したまま推移するとみています。

AI分野でのリードを確立しようとする企業の競争が続く中、2026年に掛けて、IT関連の投資がGDPを押し上げ続けると見られます。最終的に残る勝者は少数になるとの認識が広がる中、企業は出遅れを避けるために資金を積極的に投入しており、これは米国経済全体にとってマクロ面での強力な追い風となっています。さらに、この先利下げや減税、規制緩和による恩恵も予想される中、少なくとも現時点では、ブル（強気）市場を支えるマクロ的なストーリーが続くように見受けられます。

一方、バリュエーションに割高感が見られる中、市場全体ではデフォルト率に上昇トレンドも見られ、社債市場において過度に楽観的になることは難しそうです。リターン分布の右端の上昇余地に着目する株式投資家とは異なり、社債投資家はリターン分布の左端のテール・リスクに気を配る必要があります。ここ最近では、信用面での懸念が指摘された企業の債券価格が急落するケースが目立っており、投資家の、何かあればまず売却し、その後質問を投げ掛けるという一般的な行動が如実に表われています。

このような状況を踏まえれば、マクロ経済環境は社債市場に支援的であるものの、クレジット・リスクについては控えめなロング・ポジションに留めることが賢明であると考えています。また、発行体の選別がますます重要になっています。これはグローバルに当てはまることであり、実際、エマージング市場（EM）の企業では、2026年にデフォルト率が約5%に倍増するとの見方が、当社のアナリストから示されています。このことは、保有する銘柄の選定に慎重を期す必要があることを物語っています。あるデータによれば、社債投資においては失敗した1銘柄による損失を補うために、パフォーマンスの良い銘柄を15近く保有する必要があるとされています。

米国に話題を戻せば、政府機関の閉鎖が続いており、経済指標の発表が滞っています。しかし、今週から始まったADPの新たな週次雇用統計によると、過去1か月間の民間セクターの雇用増加は約56,000人となり、おそらく多くが予想していた数字をやや上回ったと見られます。

一方、政府閉鎖そのものについては、米民主党内部の意見が分裂しつつあるように見受けられ、争いから離脱し、妥協点を模索する時期が近づいているようです。月末には、（議会で継続の合意が得られない限り）補助的栄養支援プログラム（SNAP）の給付金が停止される可能性があり、また低所得者向けの保険料補助が終了することで、保険料も急騰する見込みです。このような状況を受け、民主党がそれらの非難の対象となることを避けるために、つなぎ予算案である継続予算決議（CR）に合意する可能性が高まると考えられます。

先週の米国債の動きを見ると、利回りの上昇によって、利回り水準は当社が考えるフェアなレンジの中間付近に達する結果となりました。これまでは、ここ最近の利回り低下が続き、ショート・ポジションを追加する機会を得られることを期待していましたが、ポジション構築のトリガーとなる水準には到達しませんでした。利回りが上昇に転じている中、2年債で見て3.75%、長期債で見て4.80%の水準に達した場合、デュレーションのロング・ポジション構築を検討する可能性があるかとみています。

先週は、欧州中央銀行（ECB）会合でラガルド総裁から目新しい情報がほとんど提示されない中、欧州の国債利回りは概ね米国の動きに追随する格好となりました。欧州の経済成長は引き続き低調ですが、フランスのGDPが市場予想を上回る結果となりました。それでも、ドイツ主導の財政拡大が経済指標全般に現れるのを待ち続けているような状況であり、その意味では、2026年の前半よりもむしろ後半に、期待を寄せています。

そんな中英国では、目先の政府予算発表に注目が集まっています。英予算責任局（OBR）による生産性予測の下方修正が予想される中、英労働党はより大幅な増税の可能性を強調しています。これは成長を阻害する一方で、利下げへの道を開く可能性もあります。さらに、先週発表された店頭価格指数が予想外に低かったことも、利下げには追い風となるでしょう。

この観点からすれば、厳しい増税策は、低い住宅ローン金利という見返りとともに、提示されることになるかも知れません。しかし、英国経済の見通しは依然として低迷しており、英政権は誤った政策選択をしていると考えています。実際、増税が経済成長を妨げた場合、期待される税収が得られないという真のリスクがあります。このような点から、英労働党とキア・スターマー氏の政治的見通しはますます厳しいものとなるでしょう。

同時に、英国の成長動向の悪化とイングランド銀行（英中央銀行、BoE）の追加利下げの見通しが、過去1週間の為替市場において英ポンドを圧迫しています。その他の通貨では、先週の会合で日銀が政策金利を0.5%に据え置いたことを受け、円も下落圧力にさらされる展開となりました。この結果、円は対ユーロで過去最安値を更新しました。

同時に、円をファンディング通貨として利用する投資家の意欲が再燃したことで、円に対して米ドルは上昇を続けています。しかし、財務省が介入を検討する可能性があると思われる1米ドル＝160円を超える水準までにはまだ距離があります。

さらに、日本の政策当局が円安を防ぎたいのであれば、必要なのは金融政策の正常化であることは明白です。この点から、12月または1月にそのような調整が行われることを期待しています。さもなくば、高市早苗首相が、インフレを抑制して実質所得への圧迫を終わらせることを宣言した直後であるにも拘わらず、日本円のさらなる下落が再びインフレを押し上げる要因となり兼ねません。

その他では、前週末にはアルゼンチンの中間選挙でハビエル・ミレイ氏が決定的な勝利を収めました。米国の支援の背景に、アルゼンチンは「too MAGA to fail」、あまりにもMAGA（Make America/Argentina Great Again）過ぎて潰せない、というような議論があるかもしれませんが、実際に過去数日間ではアルゼンチン資産の価格が大幅に上昇しました。今後数か月の間に南米大陸全体で予定されている選挙において、近年の世界的なトレンドを反映して、左派から右派へのシフトが見られるかどうかは興味深いと言えるでしょう。

今後の見通し

今後を見据えると、次期FRB議長の人選に関する議論が引き続き注目を集めています。先週、その候補者は5人に絞られ、ケビン・ウォーシュ氏、ケビン・ハセツ氏、クリス・ウォーラー氏の3人が有力候補とされています。

しかし、最終的にはベッセント氏が同ポジションに就任する可能性も高いとの見方を維持しています。現在の政権が来年後半にレームダック期間に入るまでに、財務省での彼の仕事がほぼ完了していることを考えると、その可能性は十分にあるでしょう。いずれにせよ、FRBの伝統的な姿勢は、新たな議長がトランプ氏の意向に盲目的に従うという予測を退ける理由になるとみえています。トランプ氏は低金利を望んでいるものの、インフレが過度に高騰することは絶対に避けなければなりません。

金融市場に関しては、米国株式市場の歪みの増大が、伝統的な、ファンダメンタルズに基づく株式投資家の頭痛の種となっています。エヌビディアの時価総額のみで、既に日本のGDPを優に上回り、ナスダック総合指数の13%を占めています。60倍のPERで、5兆ドルの時価総額は非常に大きな数字です！

実際、5兆という数字はマイルで見ると、1光年で移動する距離にほぼ相当する数字です。同社の継続的な成長は、まさにこの世のものとは思えないものです。しかし、光速で移動している場合、物理学的に言えばそれ以上に速くなることは不可能であり、いずれかの時点で、もしAIブームが崩壊した場合には、恐れるべき事態がたくさん起こり得るでしょう。それでも、少なくとも現時点では、そのような事態はまだ起こりそうにありません……少なくとも強気派はそう望むことでしょう。

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になります。

(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	フライヘート戦略	
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