



## 社会はGDPに『ゴースト』されている？

AI主導の終末は近いのでしょうか？！

2026年2月27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

- **関税と政治**：中間選挙が迫る中、トランプ米大統領の支持率は40%まで低下しており、最高裁の判決を受けて新たな関税の実施に取り組んでいるものの、関税収入が計画を下回るリスクがあります。
- **AIによる破壊への懸念**：「ゴースト（幽霊）GDP」が懸念を増幅させています。新たなリサーチがAI投資は成長を押し上げる一方で、その結果が国民の利益にならない可能性を示唆しました。
- **AIの勝者と敗者、インドと韓国**：アウトソースされてきた仕事がAIに置き換えられるリスクがある中でインドが敗者となり、韓国はAIによる恩恵を受ける国となる可能性があります。その意味では、韓国ウォンをロングし、インド・ルピーをショートするといった通貨取引は、このような枝分かれを投資機会とする1つの方法と言えます。
- **英国における政治的圧力**：労働党はゴートン・アンド・デントン選挙区の補欠選挙で3位に終わり、ほぼ1世紀にわたり維持してきた基盤を緑の党に奪われる形となりました。緑の党とリフォームUKは共に有権者の不満につけ込み、この伝統的な基盤において、労働党は左派と右派のポピュリスト勢力からの挑戦を受けています。
- **マクロ見通し**：市場は概ねレンジ内で取引されているように見られる中、リスクを適度な水準に保つことに満足しています。クレジット市場において乖離が大きくなっている一方で、抑制されたボラティリティや安定した経済状況はキャリア通貨のロングを継続するという投資テーマを支え続けています。

米国債利回りは過去1週間ほぼ変わらず、引き続き狭いレンジで推移しています。前週の連邦最高裁によるトランプ政権の国際緊急経済権限法（IEEPA）関税に対する判決は、概ね想定内の結果であったことから、市場に特段大きな影響はもたらませんでした。さらに、米政権は失効した関税に代わる、新たな関税の実施に迅速に取り組んでいます。

この観点からすると、より広範な経済環境に実質的な影響を与えるような大きな変化はないかも知れません。しかし、実際の関税収入が幾らか計画を下回るリスクもあり、国レベルでも今回の変化による勝者と敗者が生まれる可能性があると考えています。

一方で、これは昨年の大統領就任以来最低水準となる40%まで低下しているトランプ米大統領の支持率には影響しておらず、中間選挙が迫る中、政権は形勢を反転させるための勝利を求めています。

この点で言えば、経済指標は概ね堅調です。しかし、経済活動が巨額の人工知能（AI）投資によって促進されているため、「ゴースト（幽霊）GDP」という表現が一般化しています。つまり、成長関連指標は良好に見えるものの、その「GDP」は国民の実感を伴っていない、ということです。さらに、このようなAI投資が将来の雇用や所得に対する真のリスクになり得るという点では、より広範な社会において、AIの利益は祝福されるのと同様に、懸念されるべきものであるかも知れないということです。

そんな中、外交政策における前向きな成果の可能性は限定的です。イランとの紛争は、原油価格を通じて米国消費者にさらなる負担をもたらす可能性があります。

一方、悲しいことに5年目に突入してしまったロシア・ウクライナ紛争では、若き兵士たちが第一次世界大戦のソムを思わせる悲劇的な戦場で自らの命を捧げ続け、打開の兆候はほぼ見られていません。

また先週は、シトリニ・リサーチの発表が、AIによる破壊的な見通しへの市場の懸念を増幅させるきっかけとなりました。2026年は、データセンターの構築とこれらに対応するインフラ需要という観点で、我々は依然としてAIの「構築」段階にあり、AIテーマは引き続き成長をもたらす要因となっています。

しかし、「採用」段階に移行していく中で、その後のAIによる破壊で労働市場が急速に悪化し、消費が落ち込む可能性についての懸念が高まっています。市場シェアを失う企業は、テクノロジー投資を強化せざるを得なくなり、さらなる雇用喪失が生じるでしょう。

経済が10年程度の期間を掛けて段階的に労働者を調整・再配置出来るのであれば、その影響は限定的かも知れません。しかし、最近のAIツールの進歩の速度を考えると、その変化はより迅速に訪れるリスクが高まっているように見え、その過程で大きな破壊がもたらされる可能性があります。

過去の技術進歩のタイミングを振り返ることも興味深く、そのような進歩によって消費者は、より高品質の商品を、より多く購入することが可能となってきました。しかし、法律や保険、資産管理などの専門サービスでは、テクノロジーへの投資がこれらの分野における需要増加につながるかどうかは明確ではありません。もし影響があるとするれば、価格の低下圧力となる可能性が高いでしょう。

この結果、他の消費に向かう所得を増やす可能性はあるものの、専門サービス業界内においては、需要にそれ程変化が生じないかもしれません。こうした場合、現在のテクノロジー投資のほとんどがゼロサムゲームになる可能性があり、この投資のリターンを根拠付ける唯一の手段は、他の事業者のパイを奪うこととなります。

このような結果は、より大きなディスインフレ的な帰結をもたらす可能性があり、このテーマは過去1週間、比較的年限の長い米国債を支える要因となりました。また、この考えは、国レベルおよびセクターレベルでのAIの勝者と敗者探しを引き起こしています。

当社の見方として、国レベルでの相対的な敗者はインドである可能性があるとみています。多くの点から、AIによってまず最初に置き換えられる可能性があるのは、これまでアウトソースされてきた仕事であり、これはインド経済にとって実質的な下振れリスクを示す可能性があるでしょう。対照的に、韓国はAIによる恩恵を受ける国となる可能性が高く、その意味では、韓国ウォンをロングし、インド・ルピーをショートするといった通貨取引は、このような枝分かれを投資機会とする1つの方法と言えます。

セクター別に見ると、AIによる破壊に耐性を持っているのは欧州銀行セクターであるとみています。マルチプルは大きくなく、イーロードカーブがスティーブであること、さらに規制面での保護がその背景にあります。一方で、ソフトウェア市場の大部分については引き続き警戒感を抱いており、プライベート市場の痛みが蓄積し続ける中、BDC（事業開発会社）に対する問題が今後さらに発生する可能性があるかとみています。

英国では、労働党がゴトンの補欠選挙で屈辱的な敗北を喫しました。この結果は概ね予想されてはいたものの、その敗北の度合いはスターマー首相にさらなる圧力を加えています。とは言いながらも、インフレ指標の改善に支えられ、英国債はここ最近良好なパフォーマンスを維持しており、英政府の財政の見直しにも利益をもたらす可能性があります。

英国の債務の中で物価連動型債務は大きな比率となっており、英国の借入コストはインフレの動きに特に神経質です。さらに、1月には堅調な申告税の納付が記録されたことから、英国の財政見通しが改善に向かい、財政赤字緩和にも役立っています。ある意味でこれらの税収は、この先も労働党政権下で税率が上昇し続ける可能性を予期した、資産売却に伴うキャピタルゲイン税に起因する部分が大きく、一時的なものかも知れません。

しかし、最近の英国ではいかなる朗報であっても歓迎されるべきもので、英国債利回りが他の欧州市場の水準をはるかに上回ったままであることを踏まえれば、依然としてバリュエーションは魅力的であるように思えます。

日本では、最新の東京CPIが前年同月比1.6%と発表され、今後数ヶ月間はインフレ率が日銀の2%目標を下回る可能性があります。日本ではデysinフレーションの追い風が継続しているとみています。米価に関連したベース効果の反転がその要因になるとみており、豊作による米価の正常化や、過去の円安による影響の低下によるものです。しかし、今年の春闘では賃金が堅調さを維持すると予想しており、日銀は政策金利を漸進的に正常化させ、2027年には政策金利が1.5%の中立的な水準に達すると予想しています。

また先週は、政策バイアスという観点から「リフレーション主義者」とみなされている2人の新たな日銀審議委員候補が提示されました。概して言えば、高市氏が審議委員として誰を選ぶかについては、トランプ氏が米連邦準備制度理事会（FRB）に与える影響力への市場の過度な懸念と同様に、深読みすべきではないと考えています。高市氏は成長を最大化したいと考えており、このことは金融政策に関してはハト派的な姿勢と捉えられます。

しかし、日銀は経済指標と日々のニュースフローに反応することでしょう。日本経済に対しては当社は建設的な見方を維持しており、これが高い政策金利を想定する根拠となっています。また、米ドルに対して1米ドル＝160円を超える円安に対しては抵抗感があるとみています。足元では、円に対しては中立的なスタンスとし、長期日本国債に対しては強気、また日本株に対しても引き続き前向きにみています。

社債市場では、AIの影響を見極めようとする動きが続き、ソフトウェアやビジネスサービス、プライベート・クレジット、プライベート・クレジットにエクスポージャーを有する保険会社など、AIによる破壊に脆弱と見られる市場で差異が大きくなり、スプレッドの拡大につながりました。

いくつかの市場では、市場参加者の間で「口より先に手が出る」といった動向が見られ、興味深いミスマグニフィケーションも生じ始めています。全体として、市場スプレッドは依然として過去最もタイトな水準近辺にあり、大幅なベータ・リスクを取ることは依然として慎重さが求められます。しかし、差異は今後も拡大し続けるという感覚は日増しに強まっています。

## 今後の見通し

この先を見据え、当面の間は、リスクを適度な水準に保つことに満足しています。ハイレベルで見ると、市場は概ねレンジ内で取引されているように見受けられます。主要国において大幅な景気減速の証拠がなく、インフレも抑制されていることが、リスク資産の支えになるとみています。為替市場のボラティリティは抑制されており、これはキャリー通貨のロングを継続するという投資テーマを支え続けています。しかし、これは表面下におけるより極端なボラティリティの高まりの幾つかを覆い隠しているとみています。このような点を踏まえれば、株式に幾らか大幅なリスクオフの動きが発生して、その後足場を固めて、上向きのモメンタムを再構築するという動きとなっても不思議ではありません。したがって、今は「ゴースト」であるリターンを追い求めるプレッシャーを感じておらず、下落局面での押し目買いのタイミングを待ちたいと考えています。

## 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