

## ショックに驚かない



マイク・ベル  
マーケット・ストラテジー ヘッド

RBCブルーベイの運用チームおよびアナリストの全面的なサポートを受け、顧客やメディアに対してグローバルな経済・市場分析を提供する責任を担っています。マーケット・ストラテジー、経済学、アセット・アロケーション、ポートフォリオ運用において豊富な経験を有しています。以下のQRコードをスキャンすると、変化する経済データや市場への影響に関する最新の見解を日々のLinkedIn投稿でフォローできるほか、より詳細な戦略リサーチもご覧いただけます。



2026年5月

### ポイント:

何が変わったのか?構造的な要因により、政治的および経済的ショックがより頻繁に発生するようになっています。

**原因:** グローバリゼーションや自動化から、格差や気候変動に至るまで、いくつかの断層のような事象がショックを頻発させています。

**投資への影響:** 柔軟な絶対リターン戦略や、従来のバランス型ポートフォリオにおける相対的な株式およびデフレーションのアクティブ運用は、ポートフォリオのバッファとして役に立つ可能性があります。このアプローチは、債券市場と株式市場双方のボラティリティに対する一定のプロテクションを目指しながら、潜在的な高いリスク調整後リターンを提供します。

もうショックにショックを受けるのはやめましょう。ショックが相次ぐ時代に入って10年が経過しています。ブレグジット、トランプ大統領、関税1.0、ロシアのウクライナ侵攻、トラス政権下の英国債危機、食品価格の高騰、トランプ大統領（再選）、解放の日、ソフトウェア株の暴落、そして今やイラン情勢と英国のさらなる政治的混乱。これらのショックは、数多くのブラックスワンというよりも、より構造的なものを表しています。

### 原因

#### 国内

1. グローバリゼーションと移民
2. イノベーションと自動化
3. 格差と住宅価格
4. 債務と人口動態

#### 国際

5. 終わりのなき戦争とただ乗りへの疲弊
6. ナショナリズムと国家安全保障

#### 環境

7. 気候変動

## 1. グローバリゼーションと移民

中国の製造セクターの目覚ましい台頭と、それに伴う西側消費者向けの安価な製品の流入の反対側には、西側諸国における製造業の雇用減少がありました。もちろん、多くの西側企業とその従業員の一部もグローバル化から大きな恩恵を受けてきました。しかし、一部の労働者は、西側諸国の雇用の製造業からサービス業へのシフトに適応することに苦労しています。

新しいサービス業の仕事の中には高給の専門職もありますが、これらは無限にあるわけではなく、誰もが容易にアクセスできるものでもありません。小売、接客業、ヘルスケアの一部においてその他のサービス業の仕事は、過去の多くの製造業の仕事と比較して実質賃金が低いことが多いです。また、米国株式市場におけるテクノロジーセクターのシェアは拡大しているものの、このことにテクノロジーセクターの雇用の大幅な増加は伴っていません。

**「新しい仕事が創出されるよりも早く仕事が自動化されるリスクは、一部の人々にとって現実的かつ差し迫った懸念となっています。」**

また、一部の仕事は、特にインドのような生活費の低い国の労働者にリモートでアウトソーシングされました。リモートでできない仕事については、自国生まれの労働者が移民と競争しなければならないことが多くありました。移民はソーシャルサービスへの負担についての懸念にもつながっています。

明らかに、グローバル化と移民に対する反発は、ブレグジット、トランプ大統領の当選、関税、最近の英国地方選挙でのリフォームUK党の躍進、フランスにおける右派の台頭の背景にある重要な要因と考えられるでしょう。

## 2. イノベーションと自動化

技術進歩は目新しいものではなく、長い間成長の主たる原動力となってきました。

しかし、自動化のペースが加速し、特にAIが進歩するにつれて、新しい仕事が創出されるよりも早く仕事が自動化されるリスクは、一部の人々にとって現実的な懸念となっています。例えば、生成AIがグラフィックデザイナーや特定のテクノロジーセクターの仕事の見通しに既に与えている影響について考えてみてください。

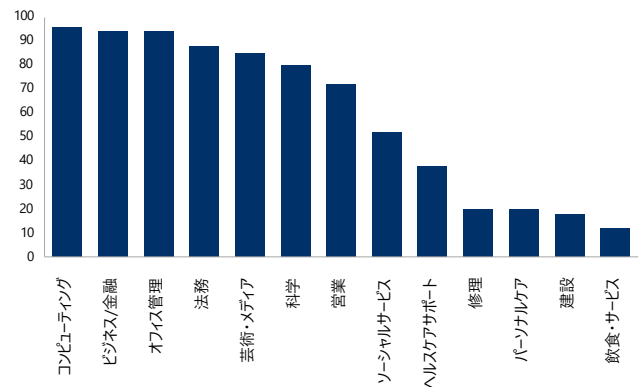
エクセルの登場後に会計士の数が増加したように、テクノロジーが生産性向上につながっても雇用喪失にはつながらなかった歴史的な事例は数多くあります。しかし、最近の銀行幹部との対話では、5年以内に最大30%の雇用削減を見込んでいると聞きました。それが半分で正しければ、影響は重大です。

もちろん、AIが雇用の純減をもたらさずに力強い生産性向上につながる可能性はありますが、見通しは不確実です。

AIは多くの既存のビジネスモデルを破壊する可能性もあり、これはソフトウェア分野で敗者となる可能性のある企業の一部の株価に、少なくとも部分的には既に反映されています。

### AIは多くの仕事を代替する可能性があります

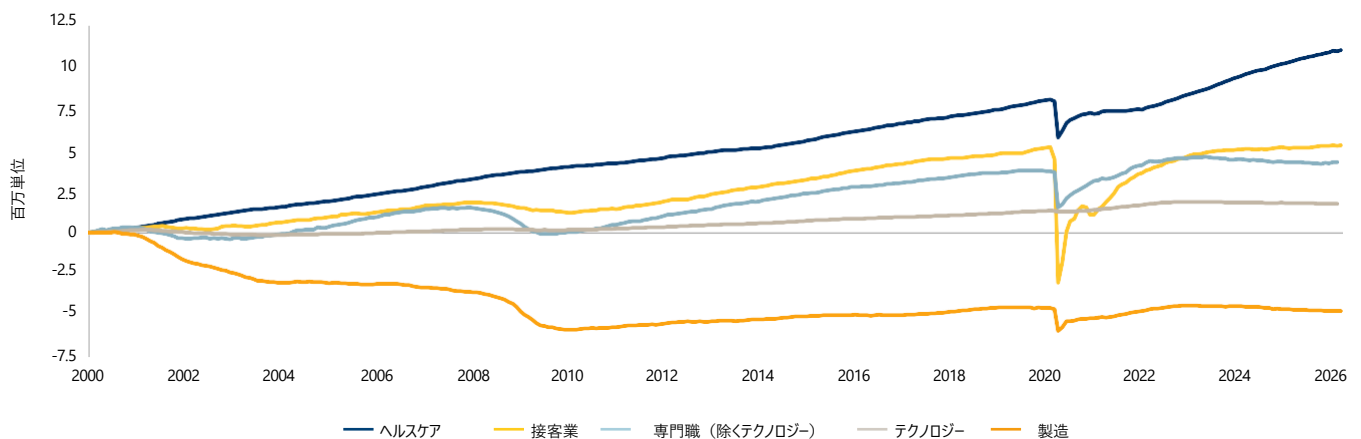
LLM（大規模言語モデル）が理論上実行可能な仕事のタスクの割合：（%）



出所: Anthropic research, データは2026年3月時点

### 米国は2000年以降、500万近くの製造業の仕事を失いました

2000年以降の米国主要セクターの雇用変化



出所: 米国労働統計局, Macrobond, 2026年3月

### しかし、勝者についてはどうでしょうか？

いくつかの企業は、非上場・上場を問わず、互いに存亡をかけた競争をしているかのように投資しています。しかし、最終的な勝者が誰になり、そしてどれほど収益性があるかは依然として不確定です。

多くの労働者がグローバル化と移民が自身の交渉力に与えた影響に既に不満を抱いているため、AIに対する政治的反発や勝者への課税の可能性もかなり高いと思われます。

AIのエネルギー需要から生じる潜在的なショックも考慮すべき重要な点です。

技術革新はまた、国際政治とも相互作用する可能性があります。AIは将来の軍事的優位性を決定する鍵となるでしょう。また、国際政治に影響を与え得るのはテクノロジーセクターのイノベーションだけではなく、米国をエネルギーの純輸出国にした米国のシェールエネルギー革命も、既に国際政治に重大な影響を及ぼしています。

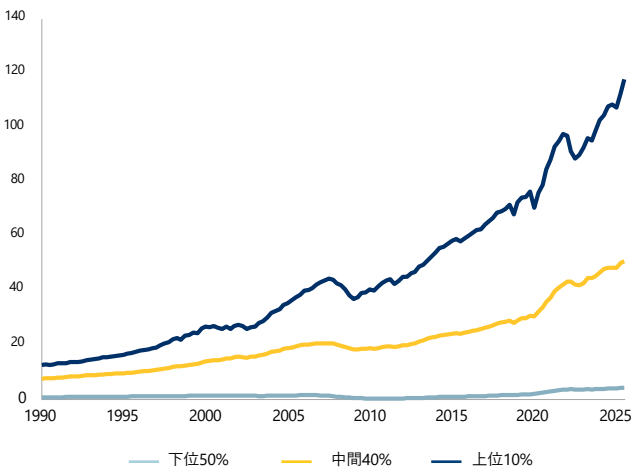
全体として、イノベーションと自動化は破壊的な影響を及ぼす可能性があり、プラスとマイナスの影響のバランスは現時点では不透明です。

### 3. 格差と住宅価格

1990年代以降、先進国市場の多くの人々において、格差が大幅に拡大しています。米国の下位50%の国民は1990年代以降、実質資産がほとんど増加していない一方、上位50%は資産価値の高騰を享受してきました。

90年代半ば以降の住宅価格所得比の大幅な上昇も、もう一つの対立を生む問題です。金利は過去の一時期ほど高くはありませんが、頭金の要件により、裕福な親族からの援助がない多くの人々にとって住宅所有は手の届かないものとなっています。

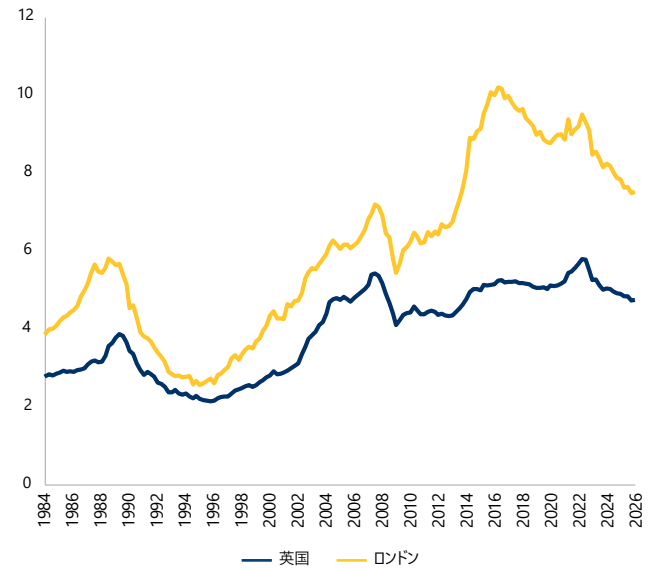
米国では1990年代以降、格差が大幅に拡大しています  
米国の純資産（兆米ドル）



出所: 米連邦準備制度理事会、2025年6月

### 住宅所有は多くの人、特にロンドンのような大都市では手が届かないものになっています

英国の初回購入者の住宅価格対所得比



出所: Nationwide, Macrobond、2026年1月

これは、ロンドン、ニューヨーク、シドニーなどの高給な仕事の多くが集中している大都市で特に顕著です。

食料、輸送、エネルギーコストなどの生活必需品に影響を与える度重なる生活費ショックも、生活に苦しむ人々の不満を悪化させています。富の格差を強調するソーシャルメディアも助けになっていません。

格差と住宅取得の困難さは、左派政治家や政党の人気上昇の一部を説明するのに役立ちますが、右派と最もよく関連付けられる反移民感情を煽る役割も果たしている可能性が高いです。格差はしばしばポピュリズムの台頭に先行します。

### 4. 債務と人口動態

現在、ほとんどの先進国において政府債務対GDP比率は高い水準にあります。これは主に世界金融危機（GFC）とコロナ禍の支援策によるものですが、多くの政府が持続的な財政赤字を計上していることも原因です。

これは債券市場ショックの可能性を高めており、英国でリズ・トラス元首相が経験したとおりです。これはまた、少なくとも中央銀行による支援とそれによる自国通貨へのリスクがない限りは、有権者の懸念を緩和したり、追加借入による外的ショックを和らげたりする政府の能力を低下させます。

家計の債務対所得水準はGFC以降低下していますが、これは大きな格差を覆い隠しています。住宅ローンを完済した高齢の住宅所有者は、消費を増やすために大幅に借り入れる可能性は低いと考えられます。

一方、若い世代は所得に対して既に大きな住宅ローンを抱えているか、住宅の頭金を払う余裕がありません。さらに、今日の多くの若者は多額の学生ローンの負担を抱えています。

そして、ほとんどの国で人口が高齢化していることを考慮してください。英国では1948年、男性の定年退職年齢は65歳でしたが、平均寿命はわずか61歳でした。今日、定年退職年齢は66歳ですが、平均寿命は81歳です。

英国の国民保健サービスの一人当たり支出も、就業者と比較して年金受給者の方がはるかに高くなっています。人口の高齢化に伴い、医療費支出は2075年までに年間GDPの8%から15%に上昇すると予測されています。しかし、医療や年金給付を削減することは政情不安を招く原因となるでしょう。

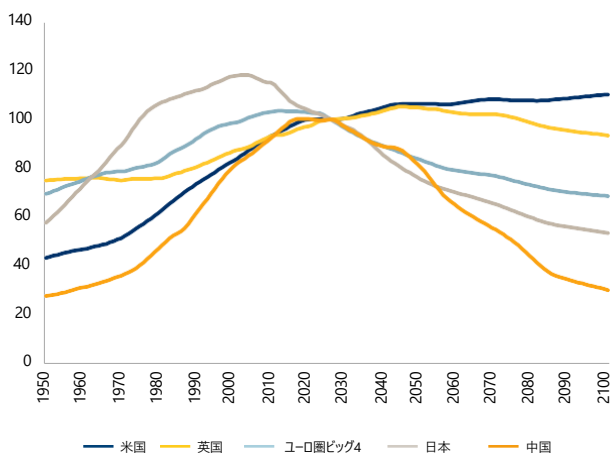
高齢化する人口による消費支出の規模と種類の両方への影響も考慮すべき重要事項です。

高い債務水準とこの人口動態プロファイルの組み合わせは、世代間の公平性に関する懸念と、望ましいインフレ水準や金融抑圧の是非に関する将来の政治的議論の可能性を含め、政府債務対GDP比率を削減する最善の方法についての疑問を生じさせます。

最後に、一部の国では人口が高齢化しているだけでなく、完全に減少が決まっていることを考えないといけません。これは中国、日本、そして欧州の大部分に当てはまります。住宅需要への影響、ならびにより広範な実質成長見通しへの影響は大きいでしょう。

人口動態と自動化が労働需給に与える影響のバランスは、今後数年間、投資家が直面する重要な問題です。成長、インフレ、および金利への最終的な影響は今日予測することは困難ですが、時間の経過とともに明らかになるでしょう。

ほとんどの主要国で人口が高齢化しています  
(25～64歳、2026年を100として指数化)



出所：国連、中位出生率予測、Macrobond、ユーロ圏ビッグ4はドイツ、フランス、イタリア、スペインです。データは2026年4月時点で入手可能なものです。

## 5. 終わりなき戦争とただ乗りの疲弊

米国政府は欧州（および英国）を、米国の防衛費や医療費支出にただ乗りしていると批判してきました。欧州と英国は確かに、米国よりも医薬品にはるかに少ない金額を支払い、応分の負担をすることなく軍事支援を米国に頼ることができる状態に慣れてきました。

しかし、当然のことながら、ベトナム、アフガニスタン、イラクでの戦争の後、米国の有権者は、本国の米国人に明らかな恩恵がない遠く離れた土地での外国の「終わりなき戦争」に疲弊していると見られます。しかし問題は、米国が国際安全保障を保証しなければ、問題が生じやすくなり、相当数の地上部隊を投入する覚悟がなければ戦争に勝つことは難しいということです。

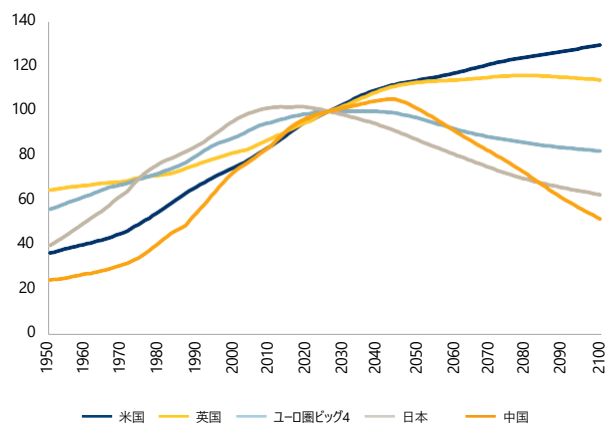
「米国の有権者は、本国の米国人に明らかな恩恵がない遠く離れた土地での外国の『終わりなき戦争』に疲弊していると見られます。」

## 6. 国家安全保障とナショナリズム

正しいか否かにかかわらず、米国政府は中国の台頭がもたらす国家安全保障と経済安全保障への潜在的リスクを懸念しています。米国の関税の根拠の一部は国家安全保障上の理由であり、国家安全保障に不可欠なすべてのものの生産を米国に、あるいは少なくともその勢力圏に取り戻そうとするものです。その目的は、中国やその他の潜在的な敵対国からの混乱の可能性を心配する必要がないようにすることにあると考えられます。

ここで誰もが議論を避けるような明白な重大問題は、米国が高性能半導体の大部分の生産を台湾に依存していることです。レアアース鉱物の生産における中国の支配的地位も、米国の国家安全保障に対するもう一つの重要なリスクです。

人口減少は住宅需要にとって重要な影響となる可能性があります  
25歳以上の人口（2026年を100として指数化）



出所：国連、Macrobond、ユーロ圏ビッグ4はドイツ、フランス、イタリア、スペインです。データは2026年4月時点で入手可能な最新のものです。

ナショナリズムのテーマについては、歴史的にナショナリズムが台頭した原因とその潜在的な危険性に関する膨大な文献を詳しく蒸し返す必要はありません。しかし、ナショナリズムは多くの国で再び明らかに台頭しており、さらなる国際紛争の可能性を高めています。

## 「ナショナリズムは多くの国で再び明らかに台頭しており、さらなる国際紛争の可能性を高めています。」

ユーロ圏のような不完全な政治的かつ通貨同盟の文脈では、ナショナリズムはおそらく軍事的なショックよりも潜在的な政治的・金融的ショックのリスクを高めます。

### 7. 気候変動

最後ではあるものの、重要なこととして、気候変動は経済的・政治的ショックをより頻繁に引き起こす可能性があります。気候変動が食品価格にどのような影響を与えるかについては、すでに目にしてきました。例えば、最近のさまざまな供給ショックが特にチョコレート、コーヒー、畜牛などに影響を与えています。

天候に関連した食料供給ショックは歴史そのものと同じくらい古くからありますが、その頻度は、気候変動が加速するにつれて増加する可能性が高いです。また、残念ながら非常に頻繁に、気候関連ショックが人道的・政治的危機や移民の波につながる様子も目にしてきました。

イランとの戦争は、この地域が淡水化施設に依存していることを鮮明に浮き彫りにした一方で、戦争が始まる前から、テヘランに影響を与える水不足についてはすでに話題になっていました。水へのアクセスはインドとパキスタンの間でも火種となっており、他の多くの国々にとっても今後のショックの原因となり続ける可能性があります。

一方、米国やオーストラリアなどの一部地域では、気候関連の被害により住宅保険コストがすでに大幅に上昇しています。

過渡期におけるコモディティ需要による潜在的なインフレへの影響もすでに多く議論されています。

したがって、気候変動はインフレショック、成長ショック、そして潜在的な政治的ショックの増加の原因となる可能性が高いと言えるかもしれません。

気候ショック：食品価格の急騰がニューノーマルになる可能性があります  
コーヒー、カカオ、畜牛の供給ショック（2020年1月を100として指数化）



出所: Macrobond、2026年4月

## 投資への影響

これらすべてを考慮すると、過去10年間に見られたような政治的、経済的、気候関連のショックが今後も起こり続けても驚くべきではありません。

これまでのところ、冒頭で述べたショックのうち、2022年のロシアによるウクライナ侵攻に関連したショックだけが、バランスの取れた国際分散型の株式・債券ポートフォリオに大きな影響を与えました。コロナ禍でさえ、分散型ポートフォリオに与えたショックはごく短期間に終わりました。

しかし、ほとんどの地震が単なる揺れに過ぎないからといって、すべてがそうだとは限りません。

日本人はもはや地震に驚きません。地面が揺れる際にショックを吸収するよう、建物がしなるように建設しているからです。

では、投資家はどのようにポートフォリオを構築すれば、将来の潜在的なショックを吸収するよう柔軟に対応できるのでしょうか。

1. リスクを無視しないでください。ショックやその正確なタイミングは必ずしも予測できるわけではありませんが、全く突然やってくるわけでもありません。軍隊は戦争が始まる前に配置につく傾向があり、選挙の「ショック」の前には世論調査が接戦になることが多くあります。このような潜在的なリスクイベント前後でアクティブリスクを低減することは、「ショック」が長期的な相対パフォーマンス目標を狂わせる可能性を引き下げることに役立つかもしれません。
2. 潜在的なショックのリスクが高まった際に市場へのエクスポージャーを調整する柔軟性を持つ絶対リターン戦略は、ポートフォリオのバッファーとして役に立つ可能性があります。2022年のように株式と債券が同時に下落するショック時には、特に役に立つ可能性があります。
3. 高格付けの債券（デュレーション）は、多くのショック時に株式エクスポージャーを分散させる可能性が高いですが、必ずしもすべてのショック時にそうなるわけではありません。相関関係は常に安定しているわけではありません。したがって、アクティブなデュレーション管理は、伝統的なバランス型ポートフォリオのドロダウンを軽減するのに役立つ可能性があります。



RBC BlueBay  
Asset Management

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 資産運用業協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではありません。またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（Royal Bank of Canada（RBC））の資産運用部門であり、RBC Global Asset Management（U.S.） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc.（RBC GAM Inc.）、RBC Global Asset Management（UK） Limited（RBC GAM – UK）、RBC Global Asset Management（Asia） Limited（RBC GAM – Asia）、および RBC Indigo Asset Management Inc.を含みます。これらは、別会社ですがRBCの関連法人です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、英国金融行動監視機構（FCA）によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



■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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘッジ戦略	トータルリターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
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れるようお願いいたします。

以上