



AI 革命と低金利時代終焉で投資におけるカントリーアロケーションの重要性が復活する

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

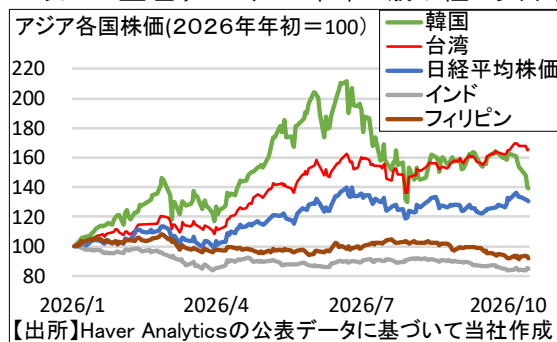
1990 年以降のグローバル化の時代には、実質的な国境の壁は相当に低く、世界経済はイランや北朝鮮のような例外的な国家を除けば、あたかも 1 つの国民経済のように一体で動いた。米国経済が先導役となり、その景気が好転すれば一斉に世界中が追随した。金融市場も同様で、金利も株価も米国に連動して追随した。

しかし、この世界経済と世界の金融市場の連動性が崩れ始めている。原因は 2 つの構造変化だ。1 つは AI 革命であり、産業面で IT 革命を超えるインパクトを持つ可能性がある。さらに AI 革命は、旺盛な AI 開発競争とデータセンター投資を誘発する。これがもう 1 つの構造変化であり、世界的な IS バランスが貯蓄超過から投資超過になる。これにより低金利時代は終焉を迎え、高金利かはまだ分からないが、少なくとも低金利ではない時代に入りつつある。この 2 つの構造変化は、不公平で非対称な影響を世界各国の経済にもたらす。

AI 革命については、今の IT を想像すると分かりやすい。IT 産業の発展する国は、サービス貿易の分野でデジタル黒字となった。逆に IT 産業が発展せず、海外からの輸入に頼る国は、デジタル赤字で苦しむこととなる。デジタル黒字は米国が世界一強で、デジタル赤字は IT 産業の基盤の脆弱な日本が代表例だ。日本人の払う YouTube、Windows、Netflix などの利用料金が累計すると年間で約 7 兆円ものデジタル赤字だ。この IT が AI 産業の発展に合わせて入れ替わりつつ増加すると想定される。AI が稼働するには、NVIDIA のジェイスン・ファン CEO が今年のダボス会議で披露した 5 層構造のインフラがある。第一層に発電と送配電網、第二層に AI・半導体、第三層にデータセンター、第四層に大規模言語モデル(LLM)、第五層でやっと多くの人の目に触れるアプリだ。この巨大な 5 層構造のインフラに因する企業を多く抱える国家が勝ち組となるが、勝ち組は米国、中国、台湾、韓国、日本、ドイツぐらいしかいないだろう。その他多くの国は AI の使用量を払う側になる可能性が高い。しかも、既に企業が AI に依存せざるを得なくなると、AI の利用料が跳ね上がる例が出始めている。まだ経常収支のサービス貿易において AI 赤字や AI 黒字という概念はないが、デジタルと同様にいずれは人口に膾炙することになる可能性が高い。

低金利時代の終焉は、債権国と債務国に不公平で非対称な影響を与える。金利が上がるのだから、債務国は利息負担が増加し、債権国は利息収入が増加する。しかも、2000 年代以降の低金利の時代に債務国の債務は総じて大幅に増加し、その裏側で債権国の債権も大幅に増加した。

以上を整理すると、AI 革命で勝ち組か負け組か、金利面で債権国か債務国か、の 4 パターンに分類できる。この



ような中、投資における含意は両方で負け組を回避し、勝ち組に投資するのが得策だ。既にこの優劣は顕在化している。左図の通り、インドとフィリピンは両面で負け組だ。AI 革命によってコールセンター業務や BPO 業務が駆逐されることに加え、元々は債務国であるため海外への利息の支払い負担が重くなるなど、両面で負け組となる。台湾、韓国、日本は、AI 革命で勝ち組なことに加え、債権国であるため海外から得る利息収入の増加が見込まれる。

これは、投資においてカントリーアロケーション(国別資産配分)の重要性が復活することを意味する。整理すると、オーバーウエイト

は AI 革命の勝ち組で債権国、アンダーウエイトは AI 革命の負け組で債務国だ。昨今の金融市場では、金利上昇が株価を押し下げることが懸念されている。鎖は弱い輪が真っ先に切れる。金利だけでなく、AI 革命も勘案し、弱い輪に入る国へのアロケーションを調整するのが得策だろう。(脱稿 10 月 15 日)

以上

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。