

ストラテジーブレティン（409 号）

米国経済の本当のリスクと市場観

～AI バブル崩壊は、余りにも性急な議論～

(1) 薄氷の米国経済、K 字型経済の進行

表面的には米国経済は G7 で突出した強さを見せつけている。IMF の 10 月の GDP 見通しでは 2026 年(米 2.3%、ユーロ圏 1.1%、日本 0.7%)、2027 年(米 2.3%、ユーロ圏 1.2%、日本 0.7%)と、ユーロ圏、日本を大きく引き離している。AI 投資が最大のブライトスポットとなっている。民間設備投資は 2025 年 5.4%の後、2026 年 1Q9.9%、2Q9.0%、2026 年 3Q のアトランタ連銀 GDP ナウキャストでは、GDP3.6%、民間設備投資 11.1%増と、投資牽引の成長に弾みがついている。アマゾン、アルファベット、マイクロソフト、メタなどの主要ハイパースケーラーによる 2026 年間投資額は、会社見通し 7300 億ドル(前年比倍増)に続き GS は 2027 年も前年比 6 割増の 1 兆 2,000 億ドルと予想している。これにリースファイナンスなどを含めた総投資額は、1.4 兆～1.5 兆ドルに達するとの試算もある。図表 1 に示す IMF によるテクノロジー投資の GDP に対する割合は、2000 年に 4.4%でピークを打ちその後 3～4%で推移していたが、2026 年には 5%と急伸する見込みである。

しかし市場は必ずしも安心していない。寄せては返す波のように、確信犯的 AI バブル論が現れて、人々を不安に陥れている。尤も不安の根源は AI バブル論ではなく、K 字型と言われる経済実態に存在している。米国経済の底流で進行する矛盾、高まるリスクのマグマを見過ごすことはできなくなっているのである。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

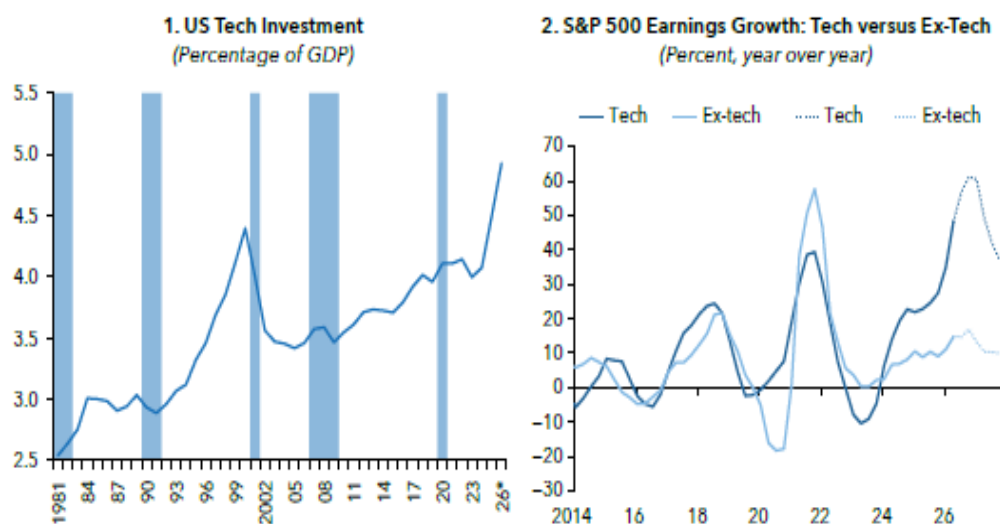
E-mail: musha@musha.co.jp

www.musha.co.jp

〒108-0075

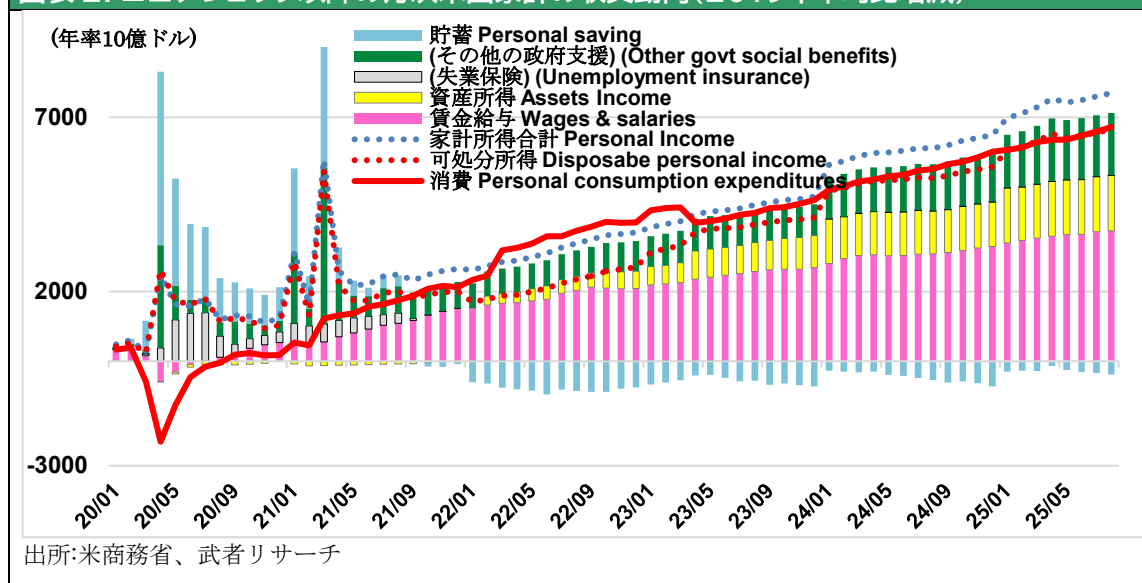
東京都港区港南 2-16-7

図表 1: Tech 主導の米国経済拡大・企業利益成長(IMF)



出所:IMF、武者リサーチ

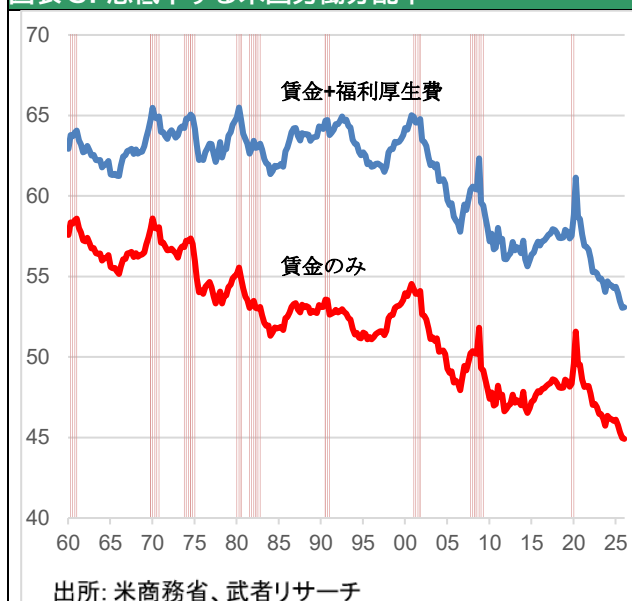
図表 2: コロナショック以降の月次米国家計の収支動向(2019年平均比増減)



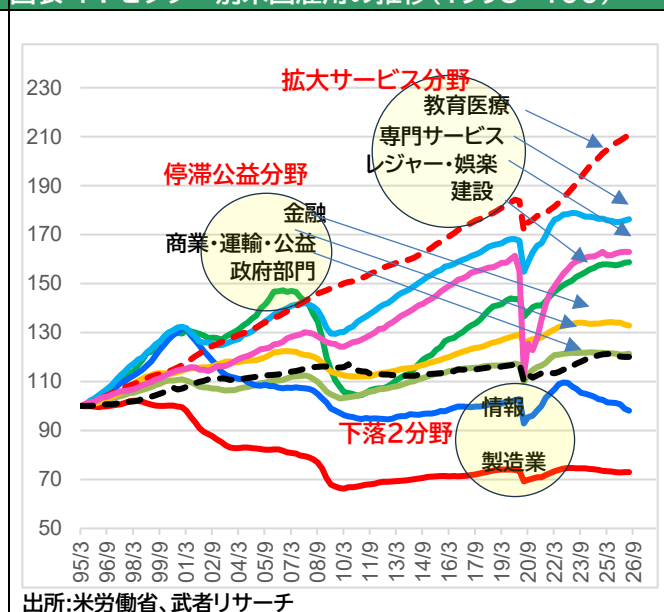
図表 2 はコロナ禍直前の 2019 年(平均)以降の月次の家計消費と項目別収入の推移である。コロナショック後の着実な米国消費拡大を支える収入の構成を見ると、賃金は 47%と半分に満たず、利子・配当・賃貸等の資産所得が 24%、政府補助が 23%、貯蓄取り崩し 5%(資産値上がりによるキャピタルゲインが中心)となっている。賃金だけでは消費は全く支えられないのである。それは図表 3 の労働分配率の息をのむ程の急速な低下とも連動している。更に雇用情勢でもトレンドの大転換が起きている。コロナ禍前までは、セクター別雇用は、サービス分野が拡大し、公益公共部門が安定、製造業だけが不振と言う形であった。しかし 2022 年以降好調かつ高給であった弁護士、税務会計、コンサルティング等プロフェッショナルサービスで雇用が減り始めた。SaaS 業務の AI 化により、GAFAM などインターネットプラットフォーマーですら雇用削減を恒常化させ、情報産業の雇用減少が顕著になっている。このように雇用創造にブレーキがかかっているが、ベビーブーマーの退職や移民の減少による労働参加率の低下により、辛うじて完全雇用状態が維持されている。

他方で、図表 5 に見るように米国企業(非金融)部門の所得と FCF はすこぶる好調であり、2000 年頃から米国企業は FCF 大余剰時代に入った。IT・インターネット革命の進行によるものである。この企業余剰が FRB が利上げをしても長期金利が上昇しないという「グリーSPANが謎」と言った現象に結び付き、余剰は

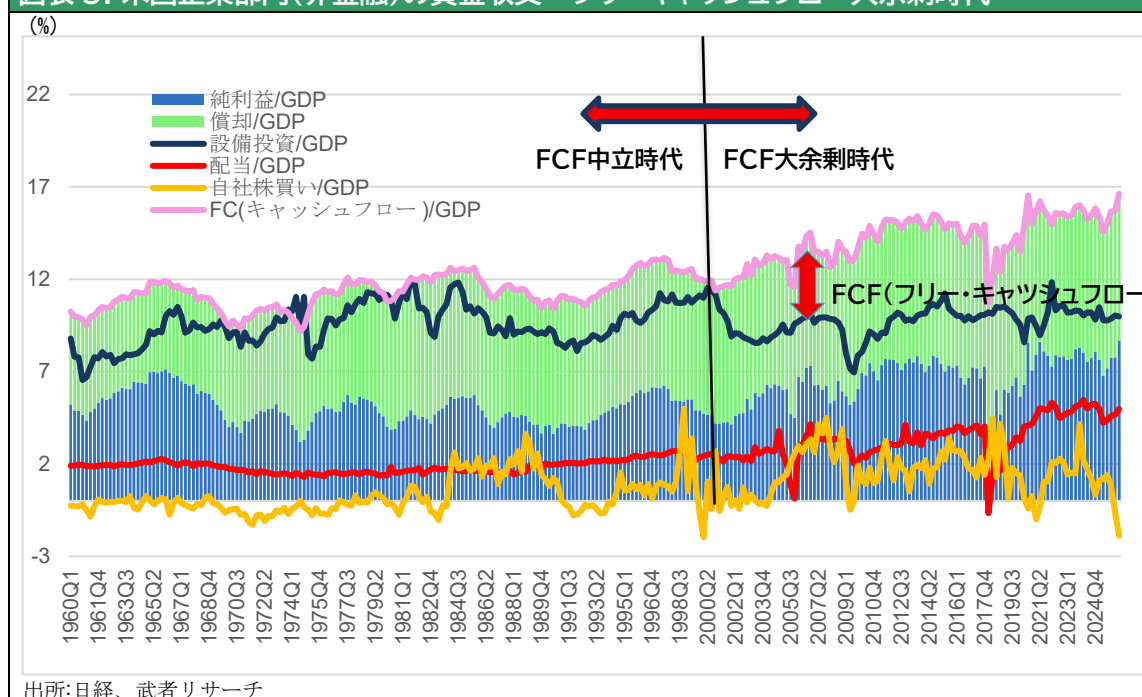
図表 3: 急低下する米国労働分配率



図表 4: セクター別米国雇用の推移(1995=100)



図表 5: 米国企業部門(非金融)の資金収支～フリーキャッシュフロー大余剰時代



ついに住宅バブルの形成に至ったと考えられる。2008年のリーマンショック以降この企業余剰(FCF)は一段と増加したが、それは配当の増加、自社株買いの増加として株主(=家計)に還流し、米国家計は資産所得とキャピタルゲインにより旺盛な消費を続けることが出来たのである。この状況を武者リサーチは米国における株式資本主義の定着と説明してきた。

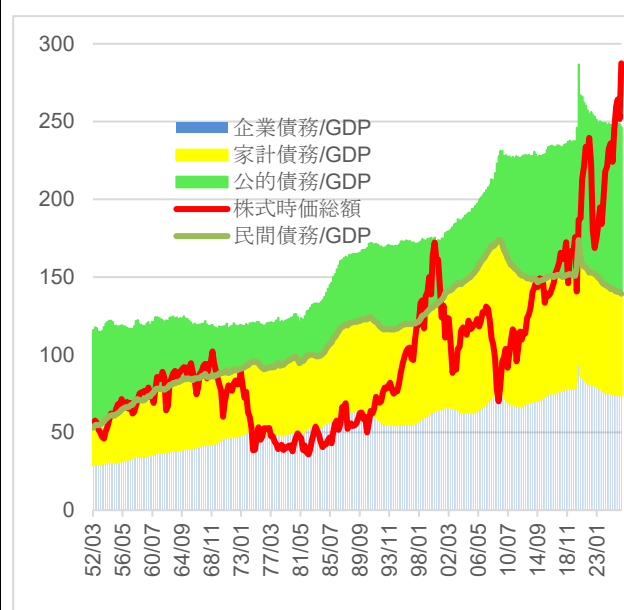
図表 6 は米国における需要創造経路としての信用創造を、民間信用(家計+企業)、政府信用、株式信用(株式時価総額)の対 GDP 比で見たものであるが、2009 年以降株式信用が鋭角的に拡大している。つまり株式時価総額の GDP に対する割合(バフェット指数と言われ株式のバブル度を示すと考えられてきたもの)は、2009 年 3 月に 70%まで低下した後、急上昇を遂げ、コロナ禍の下での一次的ディップを経て、2026 年 6 月末は 287%まで急伸している。この従来の基準で見れば「極端なバブル」としか言えない領域までの株価の上昇が、米国の企業所得の家計への還流を担ってきた事がわかる。

(2) 資金フローの大変化、鍵を握る長期金利

米国所得の二極化が進行する中で、家計所得のエンジンとして、賃金、資産所得に加えて財政支援が登場した。図表 7 は米国の失業率と財政赤字の推移を示したものであるが、2017 年のトランプ減税、2020 年のコロナショックに対する財政からの給付金以降、両者の関係が大きく変わったことが看守出来よう。かつて米国の財政赤字はもっぱら完全雇用を実現するための手段であったため、両者は完全に連動していた。しかしトランプ減税とコロナショックを経て、両者の関係が変わった。一時的なコロナ救済であったはずの財政が、家計の恒常的所得源となったのである。今や GDP の 70%を占める米国消費のエンジンは、3 頭立てになっている。消費を支えるためには、1)雇用と賃金を堅調に保つのみならず、2)資産所得とそれを支える株高と企業業績、及び 3)財政支出の増加が不可欠になっているのである。

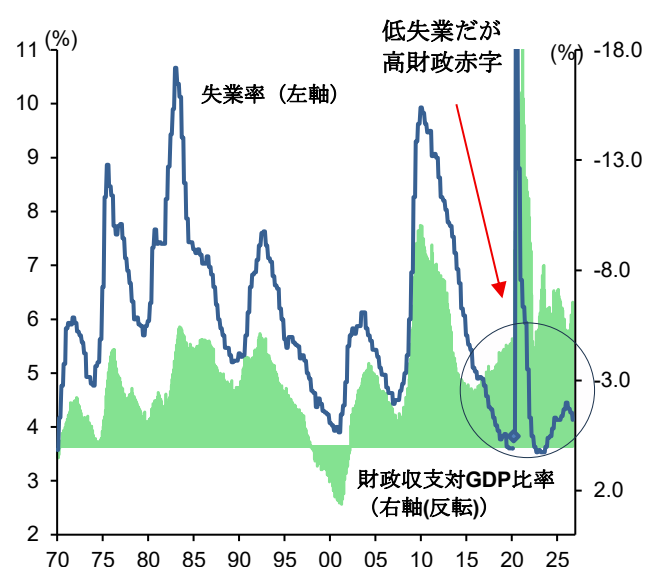
このように見てくると、米国経済の持続的拡大にとって、米国家計への所得再配分を支える二つの資金フロー、つまり株価の上昇と、財政赤字が必須であることが分かる。そして株価上昇と財政赤字持続を可能にする鍵が長期金利である。ベッセント財務長官がことさらに米国金利に敏感な理由はここにある。

図表 6: 米国の3つの信用創造推移(対 GDP)



出所:FRB、BEA、武者リサーチ

図表 7: 米国財政赤字対 GDP と失業率の推移

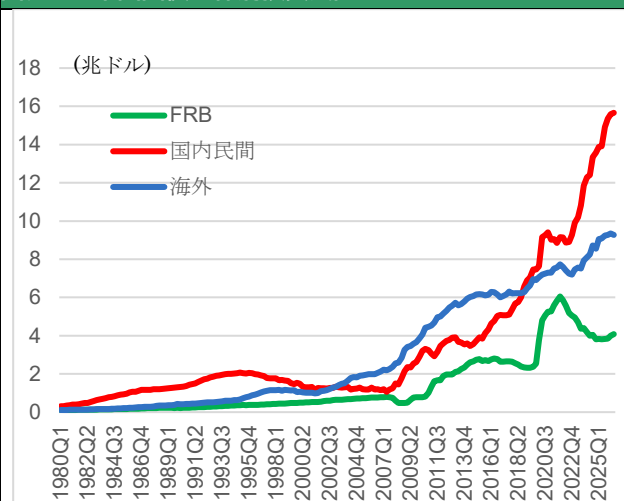


出所:米労働省、武者リサーチ

以上が、米国経済安定度を測る要として長期金利の分析が決定的に重要であることの理由である。

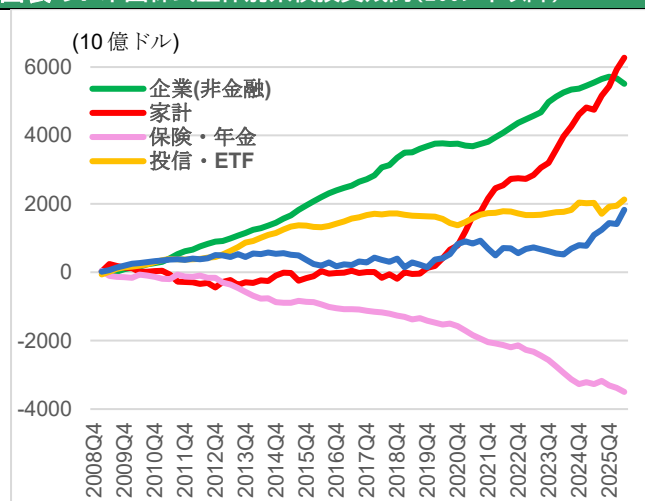
そして現状では、米国長期金利は 5%を 20 年ぶりに上回ったとはいえ、全く危機的ではないと結論付けられる。米国の巨大な外形的赤字の規模からすると米国長期金利の安定は驚くべきことである。IMF の推計による財政赤字対 GDP 比は 2025 年 6.8%、経常赤字対 GDP 比は 3.6%(いずれも 2025 年)と、G7 の中でも突出して高く、他国なら金融危機に陥っても全く不思議でない水準である。第一の理由は米国ドルが基軸通貨である事、第二は AI 革命が米国で燃え盛っており、米国への資金流入が継続している事である。世界の投資家は AI 革命の母国米国の魅力をやり過ごすことはできない。IMF によると、対米貿易黒字を積み上げている諸国（メキシコ、韓国、英国、ユーロ圏、日本、台湾等）の米国株式投資が大きく増加している。図表 8 の米国国債への主体別投資残高、図表 9 の米国株式への主体別累積投資額を見ると米国家計とともに海外からの資金流入が、米国国債と米国株式の継続的買い主体であることが明らかである。それが奇妙なドルの強さを支えている。薄氷に見える米国資金フローは、堅実に保たれている。再度強調するが、その原因は AI 革命に対する米国国民と海外投資家の絶大な信頼。AI バブルが崩壊し米国が大不況に陥るとは考えていないのである。

図表 8: 米国国債主体別投資残高



出所:FRB、武者リサーチ

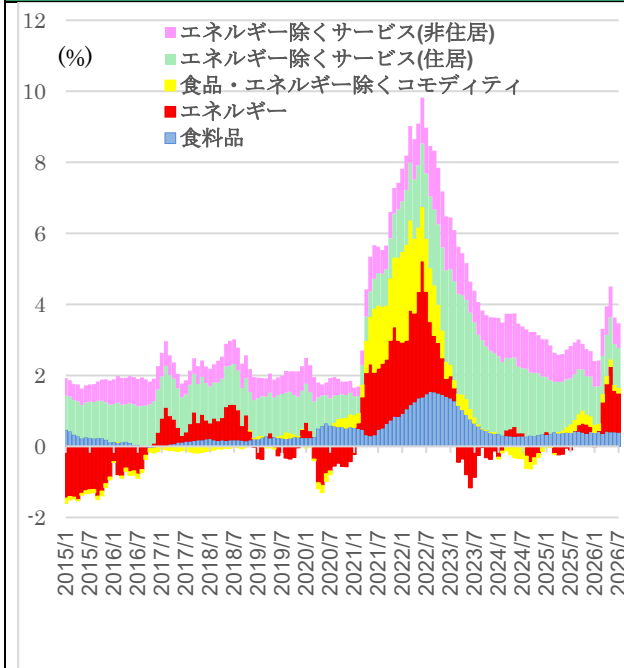
図表 9: 米国株式主体別累積投資残高(2009 年以降)



出所:米労働省、武者リサーチ

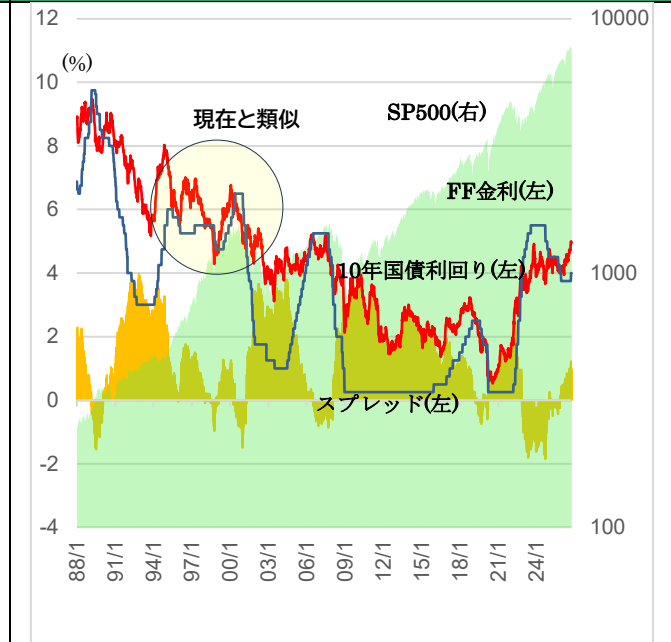
インフレは依然アンダーコントロール。物価連動債金利から逆算される米国の期待インフレ率はここ 2 年間 2.3~2.4%で全く上昇していない。米国物価はホルムズ海峡由来のエネルギー価格上昇が一巡すれば、沈静化していく。コアコア CPI 上昇率は 2.4%と FRB のターゲットの上限に収まっている。これ以上の大幅な利上げは考えにくい。とは言えほぼ完全雇用が維持され、財政赤字が伸びきっている現状で大きな利下げも考えにくい。かねてから主張しているように 1995 年から 2000 年にかけての株価上昇時に起きた、長短金利がフラットで長期化するのと同様の金融環境が続くのではないだろうか。

図表 10: 米国 CPI 上昇率寄与度



出所:米労働省、武者リサーチ

図表 11: SP500,米国長短金利と金利差の推移



出所:ブルームバーグ、武者リサーチ

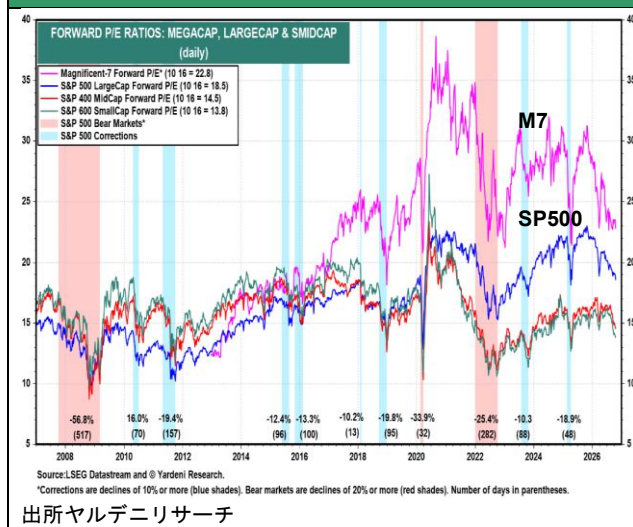
(3) 金融市場の変調は、前のめりの AI 投資へのブレーキに過ぎない

以上のように米国金融市場の資金フローと所得再配分は、AI 革命を軸に組み立てられている。AI 革命の夢が消えれば、株も債券投資も米国への資金流入も全てが消える。そのような可能性は将来に起きないとは断言できないが、今そのようなリスクが醸成されているとは到底考えられない。それでは先週の米国 Tech がらみの金利急上昇をどう考えるべきか。

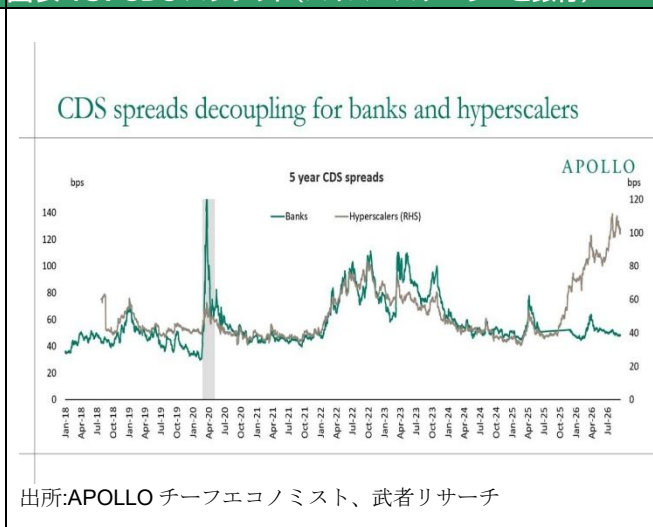
年央以降、図表 15 に示すハイパースケーラーの CDS スプレッド拡大、ソフトバンクの調達金利上昇など市場不安が高まっていた。ネオクラウドと言われるデータセンター専門の最大手であるコアウィーブの社債価格と株価急落が、AI バブル崩壊の悪夢を呼び起こし、連鎖的ハイテク株急落を世界的に引き起こした。しかし未だキャッシュフローが伴っていない先行投資企業がインタレストカバレッジや DE レシオで脆弱性を持っているのは当然、これらの企業のビジネスモデルが機能しないかどうかの見極めが鍵である。

ネオクラウド企業の競争力の源泉は NVIDIA の GPU の調達能力にある。データセンターの AI 計算能力は絶対的に不足した状態なのであるから、建設事業が継続できサービスが始まれば、財務状況は急速に改善していく。そして建設事業が持続できるかどうかは、大株主・資金提供者であり、GPU の供給者である NVIDIA が支援を続けるかどうかにかかっている。ジェンソン・ファン最高経営責任者 (CEO) は 15 日、「コアウィーブの状況は日々改善している」「実際に (コアウィーブの) 資本コストは低下している」などと語ったと伝わったが、それはウソではないだろう。ネオクラウド事業はファン CEO による AI エコシステム構築の肝であり、その破綻の引き金を引くとは考えにくい。この間の一連の動きは巨額の AI 投資が回収不能になるなどと言うナラティブ (AI バブル崩壊論) を正当化するものではない。

図表 12: SP500 と M7 の PER 推移(ヤルデニリサーチ)



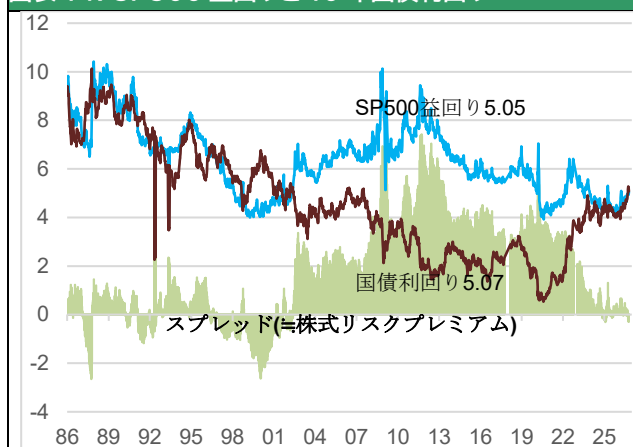
図表 13: CDS スプレッド(ハイパースケーラーと銀行)



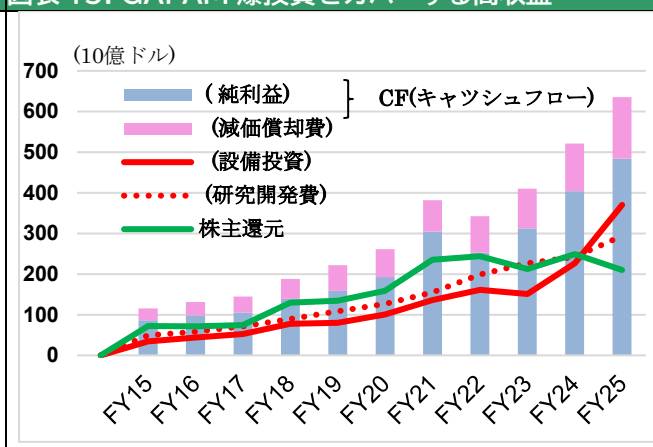
目を米国株式市場のバリュエーションに向けると、10月16日現在で米国 S&P500 指数は丁度フェアバリューにある、つまり益回りが 5.05%、国債利回りが 5.07%であり両者はバランスしている。この間の長期金利は 4%から 5%強へと上昇したにもかかわらずフェアバリューが維持されているのは、EPS の急上昇である。SP500EPS は直近 386 ドル、一年前比 35%、半年前比 18%上昇となっている。AI 革命による堅調な企業収益が、株価を正当化させているのである。図表 14 はメガテック M7 と SP500 の PER 推移を示したもののだが直近では M7 22.8 倍、SP50018.5 倍と、年率 20%の高成長を続けている M7 のバリュエーションが著しく割安になっている。

このように米国の株式債券市場は不安定化を強めているが、ファンダメンタルズからの根拠は乏しく、むしろ反初のエネルギーを蓄積していると考えられる。米国市場が健全なリスクチェック機能を果たしているとも言える。米国中間選挙がどのような結果をもたらすかは不明だが、株価下落や財政不安の高まりを引き起こす金利上昇には結びつかないだろう。

図表 14: SP500 益回りと 10 年国債利回り



図表 15: GAFAM 爆投資をカバーする高収益



本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。