

グローバル経済・金利ウォッチ

ソニーフィナンシャルグループ(株)
金融市場調査部 シニアエコノミスト

宮嶋 貴之

生成AIブームによる半導体・テック株価のバブル化はまだこれから

KEY
POINT

- 生成AI需要の拡大を背景に、半導体・テック株価は上昇を続けている。PERの水準は依然として高いが、昨年夏と比べて過熱感はやや抑えられ、トランプ関税による一時的な冷却を経て再び上昇基調に
- 現状はITバブル期ほどの急騰ではなく当面株価に上昇余地あり。ただ来年以降を見据えて警戒は必要。FRBの利下げや米国政府のAI支援策が重なって、株価上昇テンポが一段と速まればバブル化のリスク
- AI関連代表企業以上に、ネオクラウドなど一部新興企業の株価に過熱の兆しは既に出始めている。生成AI事業の収益化が進まなければ投資回収が困難となり、減価償却負担が株価の重石となる懸念は残る

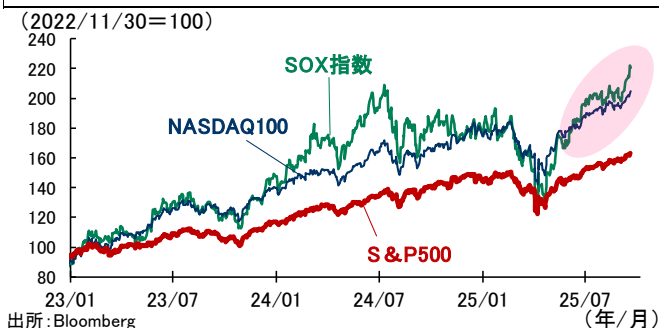
1. 半導体・テック株価は沸騰

拙著(生成AIブームが再燃する中で好況期が続く半導体市場、ソブリンリスクが左右)では、半導体サイクルの見通しについて簡単に整理した。本稿では、それを踏まえて、半導体・テック株価の見通しについて考察を行う。

SOX指数(フィラデルフィア半導体株価指数)は、今年5月以降に上昇を辿り6000点を突破、9月末時点で年初比+27%も上昇した。ナスダック100もSOX指数に次いで上昇が続く。図表1の通り、2022年11月末のChatGPTリリース以降で比較すると、両者はS&P500を大きくアウトパフォームしている。この要因は、言うまでもなく生成AI関連銘柄の高騰である。

図表1: SOX指数、ナスダック100、S&P500

半導体・テック株は一時調整も足下再び上昇



もっとも金融市場では生成AIバブル(株価が実体経済や企業収益から大きく乖離して過度な期待や投資マネーによって急騰している状態)懸念が高まっている。ITバブル崩壊後、SOX指数が当時の水準を取り戻すまで約17年を要したことは、トラウマと言える。しかし、現段階ではSOX指数はまだバブルの初期段階の可能性が高いと筆者はみている。

2. 市況期待を表す予想PERはまだ昨年夏程度

まず株価の過熱感を測る代表的な指標がPER(株価指数/一株当たり利益)だ。この12カ月先の予想PERから株価の割高・割安感を考察するのが定石だ。SOX指数のPERは今年4月に相互関税の影響で大きく低下した後、9月(月平均)時点では、昨年夏(34倍強)よりも実はまだ低く、31倍程度だ。10月初めでも33倍と、過熱感が戻りつつある段階だ。

もちろん予想PERはデータソースによって水準も異なる(上記の出所はBloomberg)ため、一定の幅を持つ必要がある

ある。それでも、今のところは昨年を明らかに上回るほどの過熱感とは言い切れない。

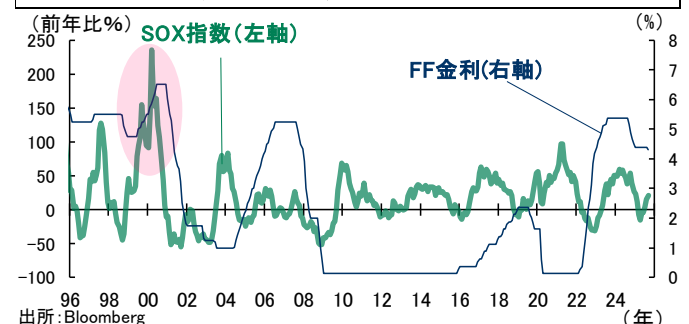
PERは理論上、実質長期金利と市場期待の2変数に左右される。周知の通り、現状のSOX指数のPERは金利に見合わない水準のため、一見バブルだ。ただ、この状態は数年にわたり続いており、今の水準が行き過ぎた期待と断定するのは早計だ。大手テック企業は、生成AI関連投資を今後の競争を勝ち抜くための必要投資と捉えている。この背景には、少子高齢化などの社会環境が、こうした技術を求めている面も当然大きく、潜在的実需は大きいと期待するのが自然だろう。加えて、GAFAMなど大手テック企業は生成AI関連投資に対して自己資金を多く使い、外部資金調達に大きく依存していないとされる。そのため、金利とは無相関に投資は進み、市場の期待が下支えられてPERを押し上げる。

3. SOX指数の上昇テンポはITバブルほどではない

予想PERのみをみて安心するのは禁物だ。そこで、過去のITバブル期のSOX指数の上昇率を図表2でみてみよう。

図表2: SOX指数(月平均)とFF金利中央値

ITバブル期のSOX指数は前年比200%を超える



2000年前後のSOX指数の伸び率は一時+200%を超えるほどの急上昇で、まさに典型的なバブル相場だった。一方、足下25年の伸び率は、実は当時よりもまだ低くとどまる。

この要因は、昨年24年の株価水準が高く、ベース効果によって今年の伸び率が抑えられるからだ。そして、より重要なのは、今年4月のトランプ関税でいったん株価が下がったことだ。生成AI市場の動向とは直接的に関係のない外的ショックにより、生成AI関連株価の過熱感がいったんタイミングよく冷やされた。これにより、生成AIブームのバブル化が結果的に先送りされる格好になった。

4月以降、トランプ関税による悲観的な見方は後退し、生成AI関連株価も再び上昇気流にある。バブルの様相が強まるとすればむしろこれから、今はその入り口段階の可能性との認識が妥当ではないか。今年というよりも、来年以降に生成AIブームがバブル化し、弾ければ大きな後遺症を残すリスクが高まっていくことを警戒すべきだ。

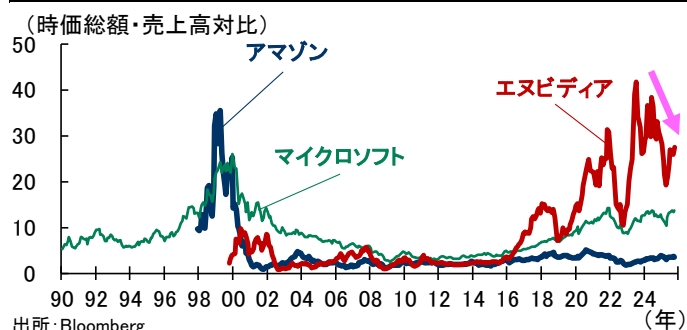
こうしたバブル化を助長しうるのがFRBの利下げ転換だ。ITバブル期では、FRBの利上げ進展により金融環境がタイト化したことがITバブル崩壊の一因になった。しかし、今回はむしろFRBは今後利下げを進めていく局面のため真逆だ。前述したように、現状の生成AI関連投資は金利との相関は薄いため、金利低下による直接的なプラスの影響はそこまで大きくないだろう。もし、FRBの利下げ転換を根拠に株式市場で生成AI関連銘柄への楽観的期待がさらに高まれば、まさに根拠なき熱狂に近い。年末にかけて、長期金利の低下に伴ってSOX指数の予想PERが一段と高まっていくかどうか注目だ。無論、FRBが市場期待通り利下げを進めていくかどうかも論点だ。

4. 現状の過熱感はITバブル期ほどではない可能性

ここでもう少し現在の株価のバリュエーションをITバブル期と比較してみよう。残念ながらSOX指数の時価総額による検証はデータ欠如のため難しい。そこで、ITバブル期と比較可能な個別銘柄の時価総額を見て検証しよう。図表3ではITバブル期に大きく時価総額(売上高対比)が膨らんだマイクロソフトとアマゾン、そして生成AIブームの最大の受益者エヌビディアの3社を比較した。なお、半導体製造企業の中でITバブルの最大の受益者はインテルだが、その後競争力を失い、現在の株価は当時より低迷しているため比較対象から外した。

図表3: 生成AI関連銘柄の株式時価総額・売上高対比

ITバブル時ほどの過熱感はまだなし、エヌビディアもやや和らぐ



まず、アマゾンやマイクロソフトはITバブル期に売上高を大きく上回る時価総額を記録した。一方、足下の両社の時価総額(売上高対比)は、ITバブル期と比べれば過熱感はまだ限定的だ。また、足下の時価総額の拡大スピードもITバブル期には及ばない。図示は省略するが、ITバブル期のハイプ銘柄の代表格であるシスコシステムズや、SOX構成銘柄の中で当時の値が確認できるマイクロロンも、類似した結果だ。

他方、エヌビディアについては、ITバブル期当時よりも過熱感は高まっている。実際、一時はITバブル時のアマゾンやマイクロソフトを上回るほど時価総額(売上高対比)は膨らんだ。しかし、24年夏場以降、時価総額比率は低下し、足下の過熱感はやや後退している。株式市場の期待先行の評価に業績改善が追い付いてきている印象だ。

総じてみれば、代表銘柄はまだITバブル期のような極端なバブルには至っていないと評価されよう。

5. 生成AIブームのバブル化の兆しは一部出ている

こうして株価に関わるデータをみていくと、SOX指数(およびナスダック100)は、ITバブル期のような過熱感をこれから帯びていく可能性があると言える。裏を返せば、両者の株価には当面上昇の余地があると筆者は予想する。

しかし、生成AIブームの株価が今よりも急ピッチで上昇していけばいくほど、バブル化リスクもまた大きくなる。先述したFRBの利下げサイクルに加え、前著で指摘した米国政府の生成AI関連支援策の強化は、生成AIブームへの楽観視を助長している。ここ最近、生成AI関連企業同士での提携や出資、巨額投資が相次いでおり、「相互出資のようだ」との批判的報道もある。生成AI市場の自己増殖的拡大への警鐘は既に鳴っている。こうした動きが、政府支援策の強化方針と完全に無関係と考えるのは不自然だからだ。

当然ながら確証はないが、生成AIブームのバブル化の兆しとして、GAFAMやエヌビディアのような代表銘柄以外の企業で株価が沸騰している例は散見される。例えば、生成AI開発向けデータセンターの提供に特化したネオクラウドと呼ばれる新興企業(コアウィーブやネビウスなど)だ。もちろん株価のパフォーマンスに優れない新興企業もあるため、一部銘柄の沸騰は選別化の結果のため心配無用との声はある。しかし、今後こうした生成AI事業特化型企業の株価高騰が多発するならば、それはITバブル期のネット企業のデジャブにもみえる。

ITバブルは、インターネットによる社会変革への期待から投資ブームが起こり、収益よりも先行して株価が沸騰するネット関連企業が続出した。しかし、収益化には至らず、バブルは崩壊した。結局のところ、今回の生成AIブームが行き過ぎたバブルとなって崩壊するかどうかは、シンプルに言えば生成AI関連企業の収益が拡大するかどうかにかかっている。

この点で言えば、エヌビディアなど生成AI向け半導体企業のトップランナーの収益は大きく拡大している。しかし、生成AIの開発・運用を自社クラウドで提供するGAFAMについては、生成AI関連事業の収益化が進んでいるとは言えない点は不安だ。多角的な事業展開により、GAFAMにはフリーキャッシュフローの厚みがある点は、ITバブル期の新興企業とは異なる安心材料だ。しかし、今後は電力などのコストもさらに増加する公算だ。早期収益化が実現しない中では、投資の持続性への懐疑的な見方が何らかの契機で沸騰するリスクはある。

また、ITバブル期に多く投資された有線通信網などとは異なり、生成AIデータセンター設備の償却年数は短いと想定される。要するに、現在使われている半導体やサーバーの技術陳腐化は速く、償却期間は短く想定される。そのため、投資回収期間が短く、資本コストは重い。減価償却費負担が膨らめば収益を圧迫し、株価下落要因として意識されよう。

残念ながら、生成AIビジネスがどこまで収益を生むのか、現段階で予想するのは困難だ。AIを産業革命以上のインパクトがあるとの見方がある一方、その影響は軽微で人間の仕事の一部しか代替できないとの評価もある。一つ確かなのは、生成AI関連投資は28年までに3兆ドル超えとの予想もあるほど巨額化する見込みのため、投資コスト回収のハードルは高まっていく公算が大きいことだ。投資コストを上回る早期の収益化の実現に期待したい。

宮嶋貴之

ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 真樹（おがわ まき）
執行役員（金融市場調査部担当）
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部に於て為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行（現SMBC信託銀行）で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より当社執行役員。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『為替ってこんなに面白い！（2024年幻冬舎新書）』、『〈最新版〉本当にわかる為替相場（2023年日本実業出版社）』などがある。ソニー銀行株式会社取締役、ウェルスナビ株式会社顧問。人生投資アカデミー® 学長。



菅野 雅明（かんの まさあき）
金融市場調査部
シニアフェロー エグゼクティブエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社（チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター）。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



石川 久美子（いしかわ くみこ）
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のメディアに出演し、金融市場の解説を行う。資源国・新興国通貨に強い。著書に『円安はいつまで続くのか 為替で世界を読む（2025年マイナビ新書）』がある。Xでの情報発信（@KumiIshikawa_FX）も行っている。



渡辺 浩志（わたなべ ひろし）
金融市場調査部長 チーフエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部に於てエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室（経済財政分析・総括担当）へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部に於て機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より当社。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎（もりもと じゅんたろう）
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、特にユーロやポンド、スイスフランなどの欧州通貨を専門に担当。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、TOKYO MX「Stock Voice 東京マーケットワイド」、日経CNBC「朝エクスプレス」「GINZA CROSSING Talk マーケットニュース」などにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。2013年東京大学経済学部卒。



宮嶋 貴之（みやじま たかゆき）
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所（当時）入社以来、一貫してエコノミストとしてマクロ経済調査を担当。2011年～2013年は内閣府（経済財政分析担当）へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。2025年から景気循環学会・理事。主な著書（全て共著）は、『TPP-日台加盟の影響と展望』（国立台湾大学出版中心）、『激震 原油安経済』（日経BP）。日本経済・債券市場、中国などのアジア情勢が専門、セクターは不動産、観光、半導体等を分析。

本レポートについてのご注意

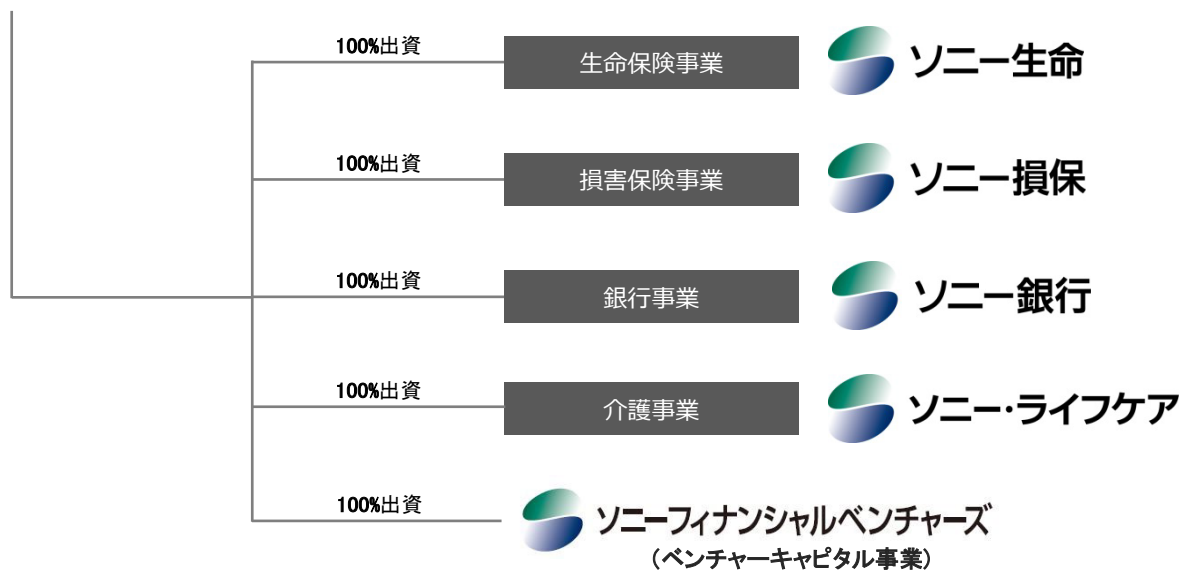
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社（以下「当社」といいます）が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社（以下、「グループ会社」といいます）に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと（お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます）による結果のいかなるもの（直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ

ソニーフィナンシャルグループ（株）



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。

<https://www.sonyfg.co.jp>