

ストラテジーブレティン (387 号)

AI 革命、株式資本主義とトランプの経済政策

～米株高はバブルでないことの証明～

トランプ政権が革命的(?) 政策を連発している。アカデミズムへの介入、暴動の州兵の投入、乱暴な行政制度への介入、執拗な FRB 攻撃など引き続き政策の不透明性は高い。しかしそれに対する批判が今一つ高まらず、むしろ野党の民主党への支持は更に低迷している。コアトランプ支持者を除けば、無気力、様子見の様相である。その中で米国経済は好調でリセッションには陥る気配はなく、米国株価は史上最高値を更新し続けている。悲観論者からの、米国株はバブルだ、との評論は絶えないが、人々が警戒感を強めている時にバブルは起きにくい。

武者リサーチは、米国株式の好調さを理解するには 3 つのキーワードに対する認識が欠かせないと思う。第一は AI 革命、第二は株式資本主義、第三はトランプ政権の政策である。以下で分析するように 3 つのキーワードは今後も株高を支え続けると予想されるので、米国主導の世界株高は続くと思う。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

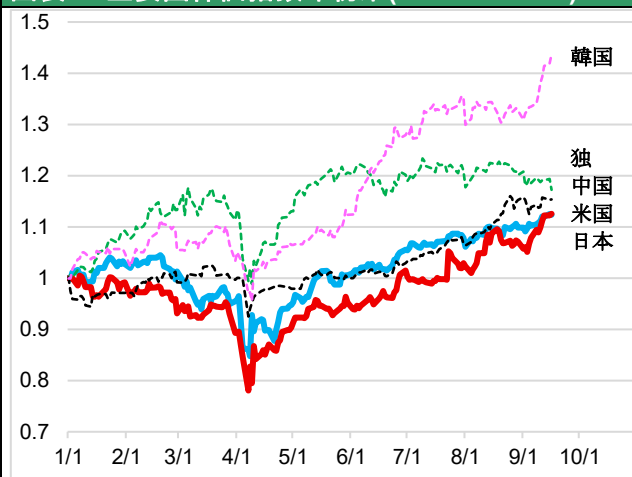
E-mail: musha@musha.co.jp

www.musha.co.jp

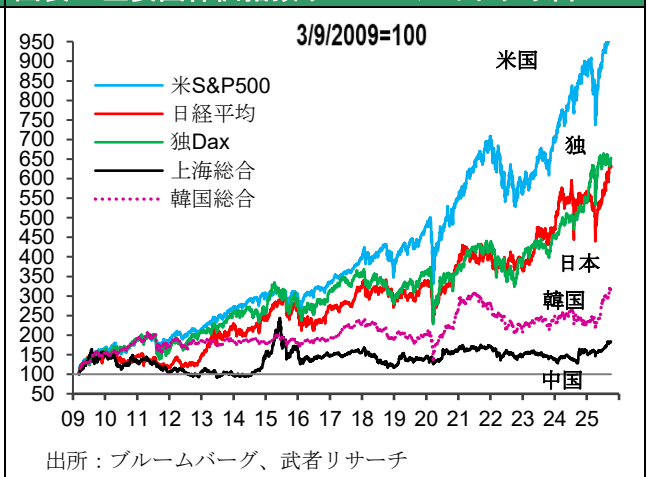
〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

図表 1: 主要国株価指数年初来(2025.1.1=100)

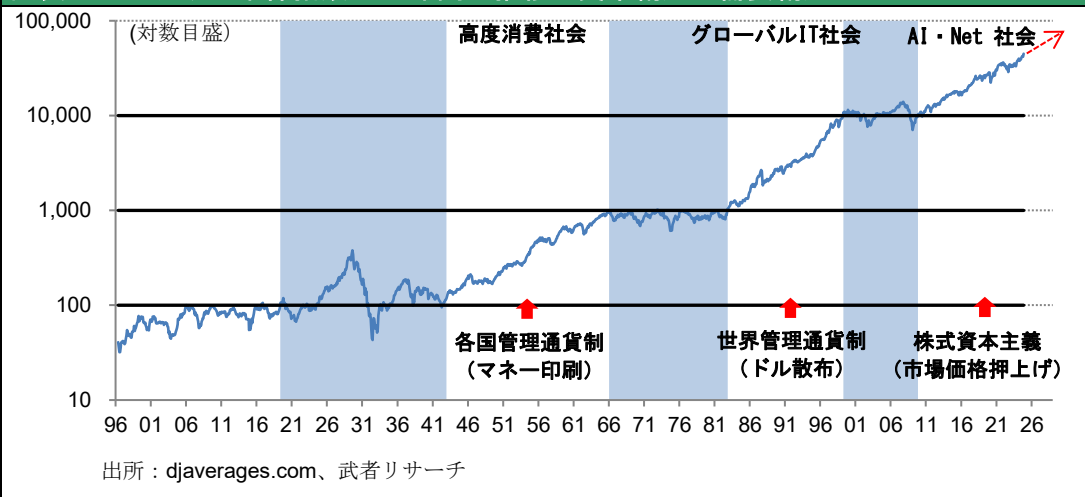


図表 2: 主要国株価指数リーマンショック以降



出所：ブルームバーグ、武者リサーチ

図表 3: NY ダウ工業株指数 130 年間の推移・貨幣創造・需要創造



出所：djaverages.com、武者リサーチ

(1) GAFAM が牽引する AI 革命、加速する投資

AI 革命、真の姿はまだ見えていない

チャット GPT の発表が停滞局面にあった経済環境を一変させ、2024 年から米国経済は AI 牽引の新たな成長フェーズに入ったとみられる。2022 年から 2023 年にかけて、スマートフォンの世界需要が 13 億個前後で頭打ちになり、GAFAM にけん引されたハイテクブームはいったん踊り場を迎えた。ハイテク企業各社は揃って大規模なリストラを打ち出し GAFAM は成熟期に入ったとする見方が現れていた。

しかし 2022 年 11 月のオープン AI によるチャット GPT の発表により局面は急変した。チャット GPT は公開から 2 か月後に 1 億人が定期的なユーザーとなり、2025 年 8 月にはユーザー数は 7 億人に達した。またオープン AI は 6 月にサブスクリプション(定額課金)型サービスの年換算売上高が 100 億ドルに到達したと報道されている。マイクロソフトは 7 月末、チームズやエクセルなどの業務ソフト向け AI 支援機能「コパイロット」の月間利用者が 1 億人に達したと明らかにした。グーグルは 7 月下旬、生成 AI「Gemini(ジェミニ)」の月間利用者が 4 億 5000 万人に達したと説明した。メタは 5 月に月間 10 億人が同社の生成 AI を使っていると発表した(日経8月5日)。

AI により GAFAM は再飛躍期に入った

AI 革命の経済的特徴はごく少数のプレーヤーに富と資源が集中することであろう。牽引車はインターネットプラットフォームフォーマー GAFAM である。直近の 5 社時価総額合計は 14.78 兆ドル、米国 GDP の 5 割規模にまで増大した。たった 5 社の巨大企業の塊が、まるでスタートアップのベンチャー企業並みの目覚ましい勢いで成長を続けていることは驚愕に値する。図表 4、5 は 5 社の過去 10 年間の財務、キャッシュフローを合計したものであるが、合計売上高は 2015 年度の 5248 億ドルから 2025 年(E)の 2 兆 950 億ドルへと年率 15%の高成長を続けている。2022~2023 年度にかけて 1 桁成長に戻ったものの再度成長力を取り戻している。AI 革命の新たな波に入ったためである。5 社の 10 年間の年平均成長率を示すと、売上高 14.8%、営業利益 16.6%、税引き利益 17.9%、総合的収益力を示すフリーキャッシュフロー(税引き利益+減価償却)は 18.1%と、売り上げ以上に利益成長が大きいことが分かる。

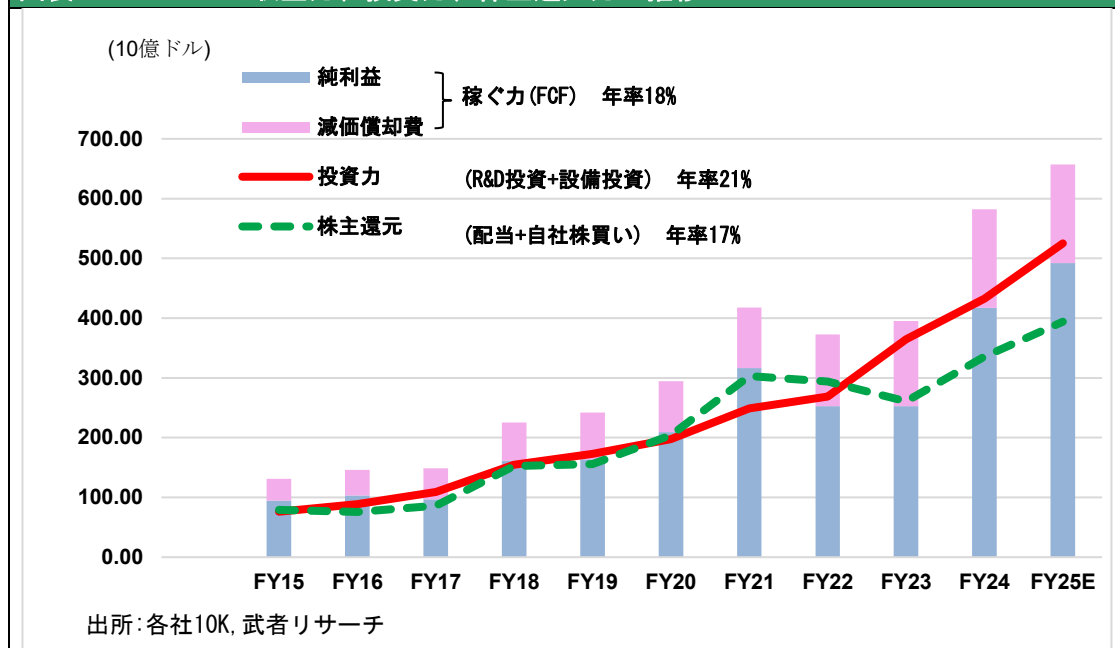
図表 4: GAFAM のキャッシュフロー(2015-2025E)

(10 億ドル)

	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E
FCF	131.1	146.2	148.7	225.6	241.8	294.7	417.5	373.0	395.2	582.2	687.0
(純利益)	94.57	103.24	96.55	161.69	163.95	209.43	316.19	252.61	252.61	417.29	491.99
(減価償却費)	36.50	42.98	52.17	63.90	77.87	85.25	101.32	120.34	142.55	164.95	194.97
投資力	76.09	89.00	109.20	154.51	173.07	197.33	248.74	268.97	364.89	432.89	525.09
(設備投資)	38.34	43.68	55.48	81.63	86.38	90.51	112.73	143.41	163.40	216.58	262.50
(研究開発費)	37.75	45.32	53.72	72.88	86.69	106.82	136.01	125.56	201.50	216.31	262.59
株主還元	79.31	75.70	85.96	152.73	155.65	203.84	302.89	293.77	260.84	335.64	394.00
(配当)	27.48	32.00	37.64	41.24	46.46	71.09	94.07	98.72	90.05	135.35	161.4
(自社株買い)	51.83	43.70	48.32	111.49	109.18	132.75	208.82	195.05	170.79	200.30	232.6

2025 予想は武者リサーチ 出所: 各社 10K、武者リサーチ

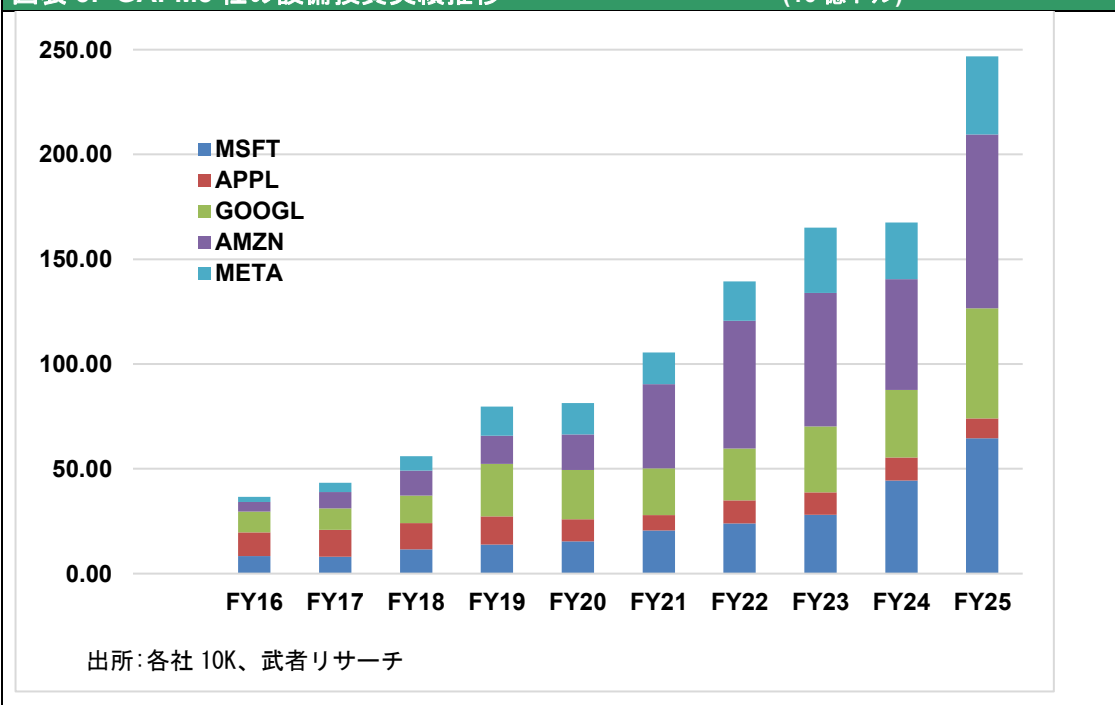
図表 5: GAFAM の収益力、投資力、株主還元力の推移



更にこの収益力以上のスケールで、投資力が増加している。研究開発費と設備投資を合計した投資力の規模は2015年の761億ドルから2025年Eの5251億ドルへと、年率21.3%の高成長を続けており、AI革命が本格化した2024年以降成長は加速している。図表6は2025年6月決算のマイクロソフトまでを合計した投資実績(直近までの1年間の実績を2025年度として計算)であるが、9月決算のアップル、12月決算のグーグル、メタ、アマゾンが加わると2025年の投資実績はさらに大きく上方修正されるだろう。

図表 6: GAFM5 社の設備投資実績推移

(10 億ドル)



AI 投資に新参入するオープン AI、NVIDIA、オラクル、ソフトバンク

今市場で最も注目を集めている NVIDIA は先端 AI チップの唯一の供給者として爆発的急成長を遂げ、今や時価総額は 4.2 兆ドル(ほぼ日本の GDP に匹敵)と世界最大企業になっている。たが有り余るキャッシュの投資先として、オープン AI やオラクルと組んで自らデータセンター事業に乗り出した。その流れに日本のソフトバンクグループが加わっている。関税交渉に随伴して合意された日本政府による対米投資 5500 億ドル(80 兆円)の中心は、外為特別会計の巨額の余剰(為替益)等を国際協力銀行(JBIC)を通して米国のデータセンター等 AI に融資するスキームが想定されている気配がある。

対米投資合意直後に国際協力銀行(JBIC)の政令が改正され、融資対象をこれまでの途上国向け主体から、先進国向けへと支援分野を広げた。JBIC 内に(多分ソフトバンクなどを念頭に)日本企業の海外展開を支援する新制度「日本戦略投資ファシリティ」を立ち上げたが、それは日本政府と企業連合が米 AI 投資に参画することを示唆している。

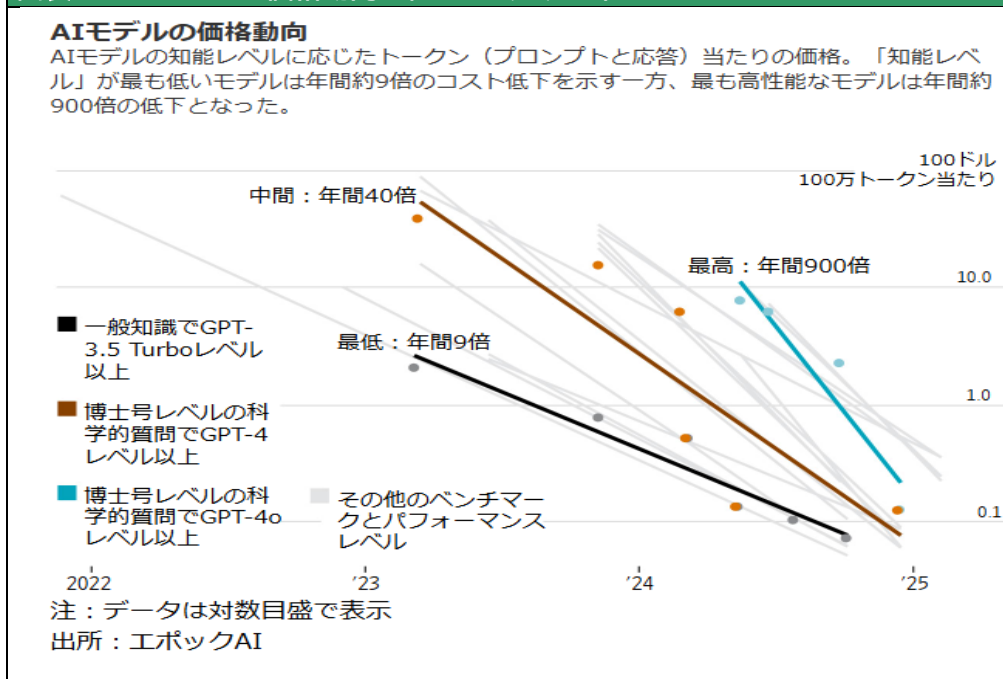
このように GAFAM 以外の新たなプレーヤーも AI 投資に参加するとなると投資の風景は更に苛烈化するかもしれない。巨額の投資とは言え GAFAM の投資はこれまで手持ち資金(FCF)の範囲内であったが、ここに新たな融資による投資主体が加わるのである。革命的投資ブームが相当期間続くかもしれない。

AI のけた外れの生産性上昇(=コスト低下)

最高峰のテクノロジー賢者たちがこれほどまでに熱中するのは、AI が引き起こす劇的生産性の向上にある。図表 7 は WSJ が紹介した単位機能(=トークンつまり質問と応答)あたりの価格であるが、最高レベルの AI で年率 900 分の 1、最低の一般レベル AI でも 9 分の 1 の低下となっているとの報告である。2 年で 2 倍の集積度の上昇(=2 年で 2 分の 1 の価格低下)という半導体のムーアの法則とは桁が違う指数関数的(exponential)変化である。かつて電気やインターネットの普及が人々の生活とビジネスを一変させたがそれ以上の変化が起きることは間違いないだろう。

これだけコストが下がる(=生産性が上昇する)のに AI 関連企業の販売価格はあまり下がらない、それどころか希少性がある NVIDIA などは価格が上昇するのだから、採算は上昇し利益成長が加速するのは当然であろう。

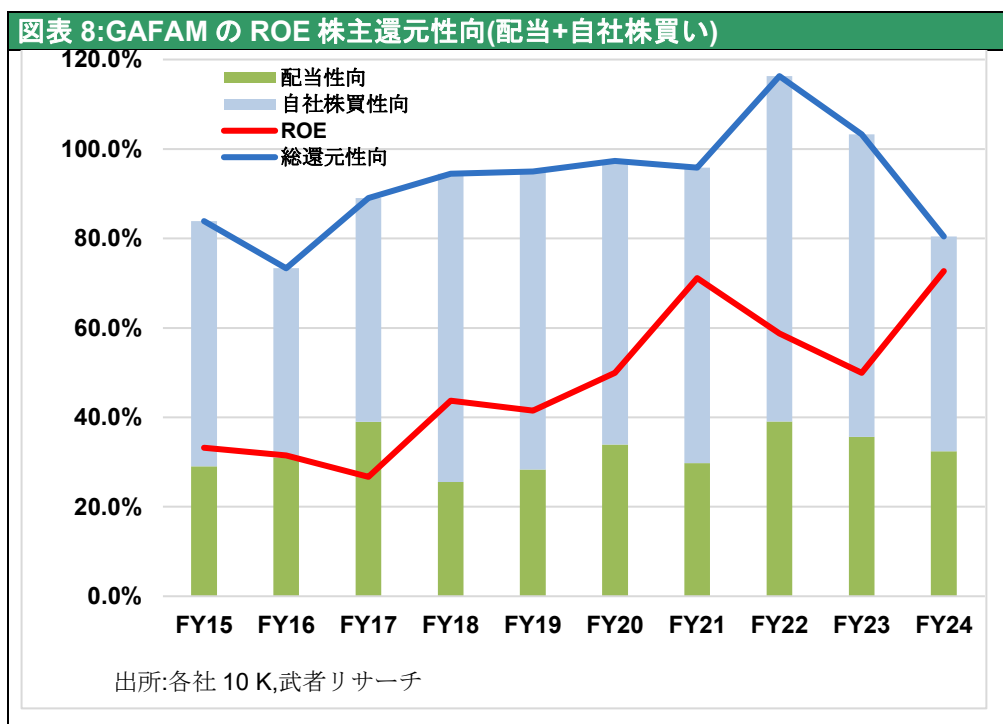
図表 7: AI モデルの価格動向 (WSJ9/8/25)



(2) 株式資本主義が AI 革命を支えている

高収益→高還元・高株価→高投資の好循環

この GAFAM や NVIDIA、オラクル、オープン AI、ソフトバンクなどのプレーヤーは経済金融のプラットフォームとしての株式資本主義に立脚していることを理解する必要がある。まず図表 8 により GAFAM5 社を見ると、これまで利益の 9 割を自社株買いと配当によって株主に還元してきた。無駄な資本を貯めこまないため ROE はおおむね 60%前後の高水準で推移している。それにもかかわらず投資は自己資金(FCF)の範囲内であり、借入金のごく少なく自己資本比率は 6~7 割と高い。GAFAM が実現しているモデルは、利益の全てを株主に還元し、高株価により高い資金力を獲得し、高投資を続けることで高い成長を実現するという好循環である。



オラクル、ソフトバンクは GAFAM とは対極の高レバレッジ経営を遂行している。資本を 200~400%上回る債務(債券主体)発行で多額の利払いをものともせず、バランスシート拡大により成長を続けている。オラクルは企業買収、ソフトバンクは SVF(ソフトバンクビジョンファンド)を通して公開・未公開企業株式に投資しその果実を追求する、ハイリスクハイリターンビジネスモデルである。しかしオラクルやソフトバンクも株式市場における高株価を前提にファイナンスし、高株価によって超過リターンを得ており、株式資本主義の申し子と言える。

米国で確立した株式資本主義

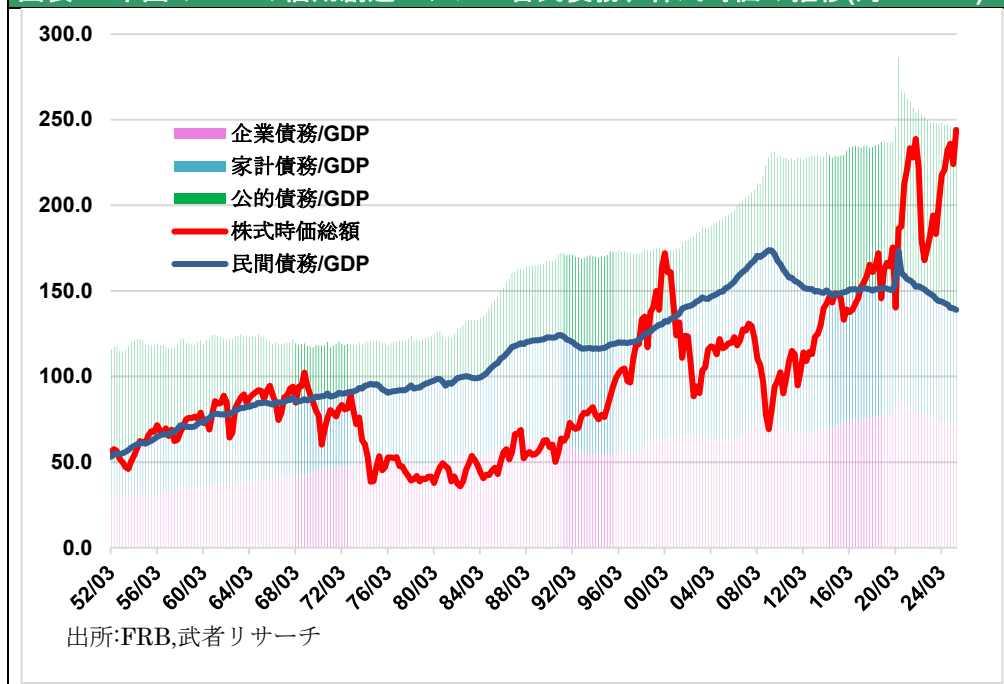
このように米国の株式資本主義が AI 革命を育んできた。米国では銀行金融の時代が遠く過去に去り、株式が金融システムの中核に座る時代になった。武者リサーチは米国金融の中心に株式が座る株式資本主義の段階に進化していると 10 年来主張し続けてきたが、その仮説は正しかったことが証明されていると考える。今や金融の 3 つの機能、全てで株式が中心となっている。

信用創造(=需要創造)は株式が主導

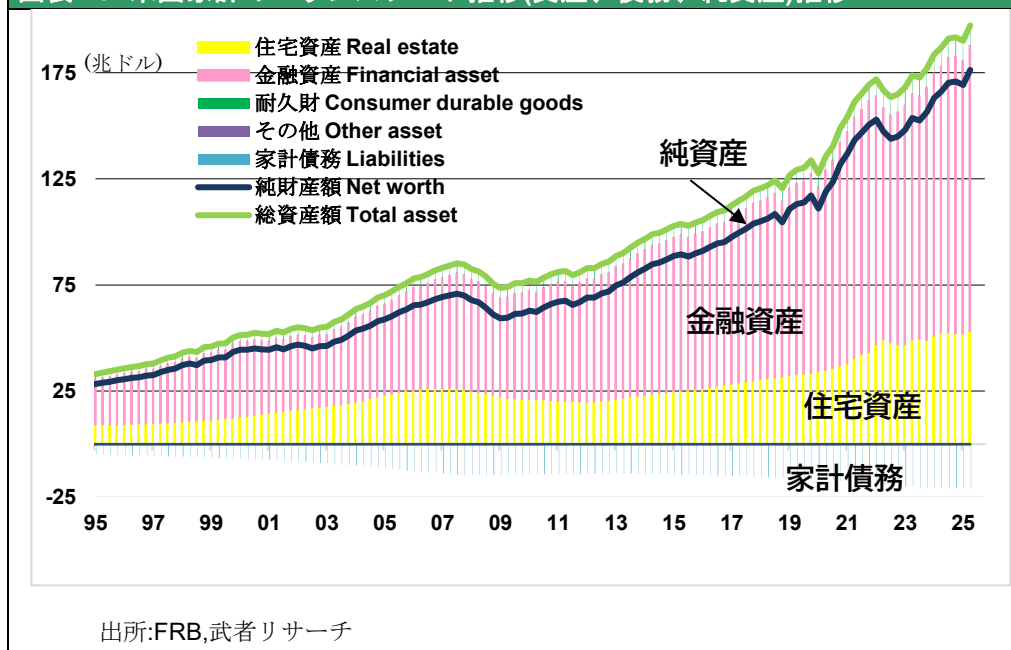
金融の第一の機能は信用創造である。現代資本主義は技術発展にけん引された生産性の上昇によって、絶え間ない供給力増加に直面している。経済社会は常に過剰生産と需要不足の危機(=デフレの危機)をはらんでいる。それに対応するためには恒常的需要創造が必須であり、金融は信用創造という需要を作り出す最強の仕組みであった。この信用創造がかつての金本位制や財政均衡主義のくびきから離れて拡大したことが、第二次世界大戦

後の世界経済、特に米国経済発展の推進力であった。長らく銀行貸し出しが信用創造の主役であったが、今では銀行の先に借り手はいない。図表 9 は米国における信用創造の 3 つの担い手、民間信用(銀行融資・債券発行)、公的信用(政府債務)、株式信用(株式時価)の GDP に対する比率の推移を見たものであるが、2009 年以降民間債務の比重が大きく低下しているのに対して政府債務と株式信用の役割が増している。特に株式時価はリーマンショック直後の 69%から 244%(2025 年 2Q)へと駆け上がっている。株式時価/GDP をバフェット指数と称しこの比率の増大がバブル化の現れとのコメントが散見されるが、そうした評価は一面的である。図表 10 に見るように株価など資産価格上昇が家計保有純資産を大きく増やした。米国家計純財産(総資産-債務)はリーマンショック直後の 2009 年 1Q の 59 兆ドルから直近 2025 年 2Q には 176 兆ドルと 3 倍に上昇し、純資産額対 GDP 比は 5.3 倍に達した。これが消費拡大の牽引車になってきたことは明らかである。

図表 9: 米国の 3 つの信用創造マシン…官民債務、株式時価の推移(対 GDP%)



図表 10: 米国家計のバランスシート推移(資産、債務、純資産)推移

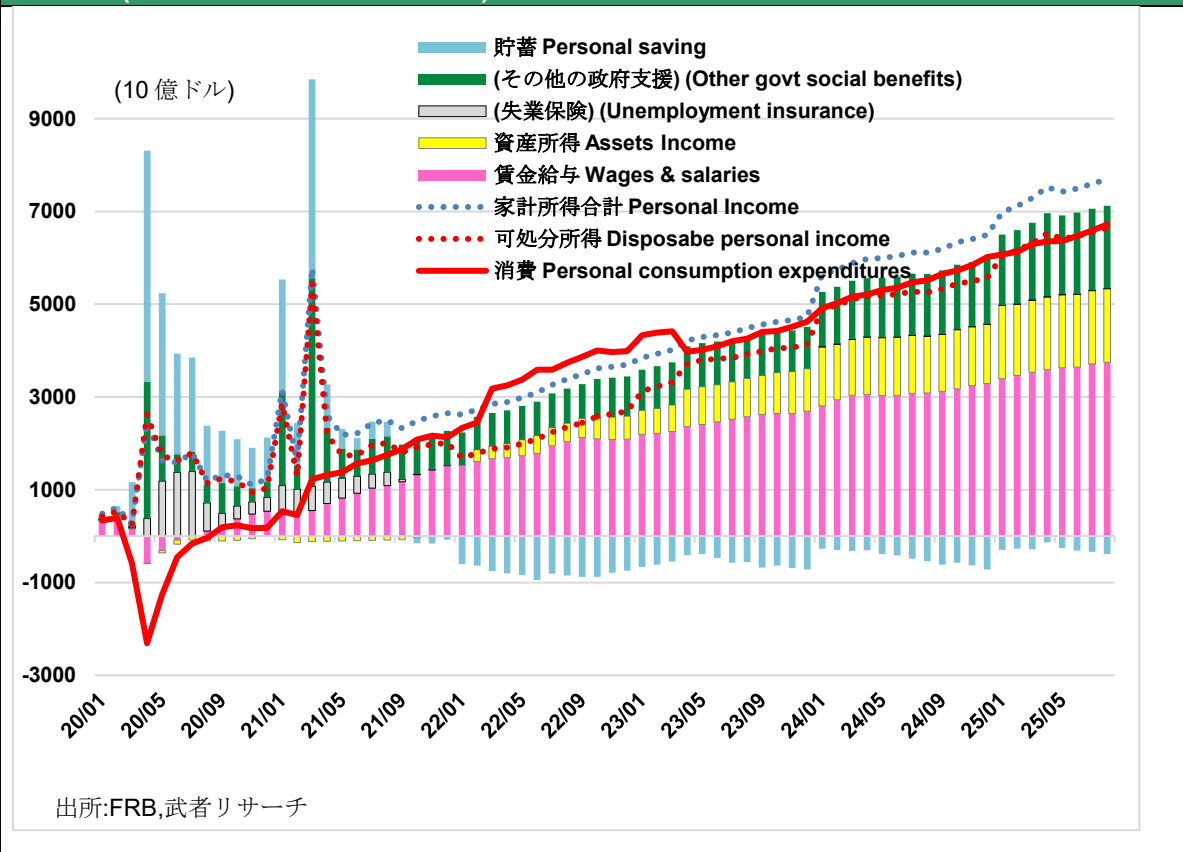


剰余価値循環は株式市場が主経路

第二の金融の機能は企業で創造された価値の経済循環へのフローである。かつて企業の余剰と家計貯蓄は銀行が預金として受け入れ、融資として貸し出すことでマネーフローが形成されていた。しかし今や企業の余剰は直接株主還元として市場に返される。また米国では家計も貯蓄（年金・保険積立金を除く金融資産）の 73.7% を株式や投資信託への投資として運用している。先に見た GAFAM だけでなく米国企業全体でも、配当と自社株買いによる株主還元性向は 8 割を超えている。その還元が株価上昇を通して、家計消費を支えている。

図表 11 はコロナショック後の月次家計収入と消費の増加趨勢（年率換算）を見たものだが、賃金は家計所得増加の半分に過ぎず、残りが配当・金利等の資産所得と財政支援によって賄われていることが分かる。この家計所得には資産売却益は含まれていないが、それを考慮すれば家計所得の株式関連所得依存度は 2~3 割を超えるだろう。家計が貯蓄を取り崩して消費を続けてきたのは膨大な資産価格上昇の評価益があったからこそである。このように余剰フローの主経路として株式市場が決定的な役割を果たしている。

図表 11: コロナショック後の米国家計収入と消費(月次)の推移
(2019 年比の各指標の増加額)



投資ポートフォリオ形成は銀行家から株式市場へ

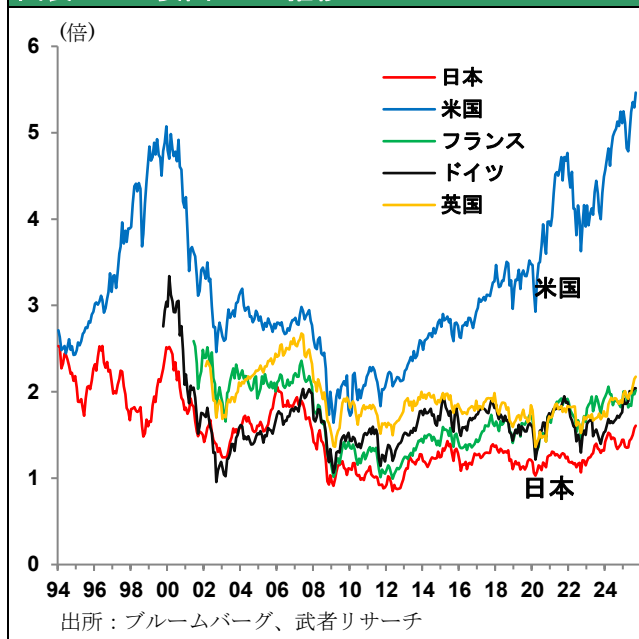
第三の金融の役割として将来の設計図を描き、そこに投資資金を配分することで成長をけん引するということがある。かつては銀行家の判断（融資ポートフォリオ）を通して将来の投資が決められていた。しかし今は株式市場で形成された株式時価が投資資金を誘導し、将来を作る。GAFAM が次々に周辺ビジネスを買収してコングロマリット化し AI 投資に邁進できるのも、高株価による資金力が可能にしている。

(3) トランプ政権は AI 革命と株式資本主義を支援

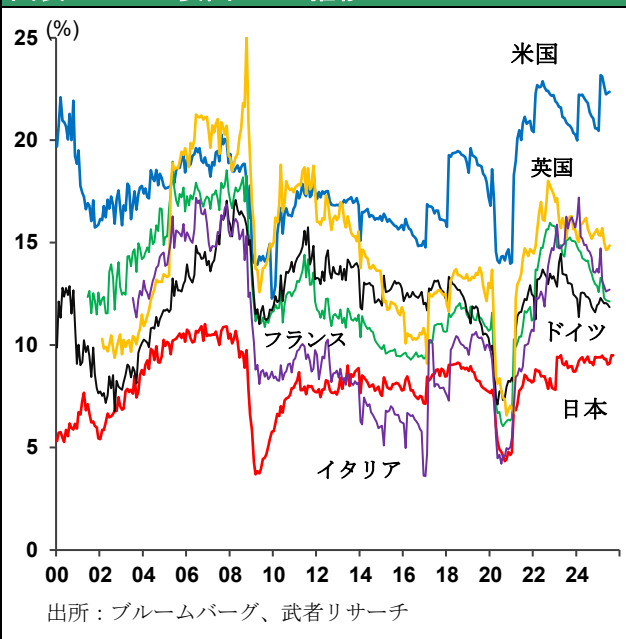
際立つ米国型株式資本主義の優位性

以上のように米国で AI 革命が進行し経済成長が続いているのは、株式資本主義のプラットフォームが確固として確立しているからである。欧州や日本、韓国などの先進国でも米国のような株式資本主義の金融システムは未成熟であり、金融の効率は悪い。それは米国株式市場の ROE や PBR の突出した高さに現れている(図表 12,13)。まして新興国や統制型の金融を色濃く残す中国等は、経済台頭が華々しく見えても金融の脆弱性がアキレス腱になっていく可能性がある。

図表 12: 主要国 PBR 推移



図表 13: 主要国 ROE 推移



トランプは株式資本主義の守り手

トランプ政権が果たして株式資本主義を推進してくれるかどうか、一抹の不安はあった。仮にトランプ氏が株式資本主義を否定する政策を打ち出したら株式は暴落し、米国株式はバブルであったということになる。トランプ氏は三つの異なるグループの意見を取捨選択しながら政権運営をしている。三つのグループとは、①ナショナル・コンサバティブ、保守的国家主義者、②テクノリバタリアン、③ウォール街保守派である。この3グループは出自も支持母体も、アジェンダも全く異なり、主張が相互に対立するケースは多い。心配されたのはナショナル・コンサバティズムが反グローバル、反ウォール街と主張し、株式資本主義に敵対する姿勢が見られたことである。彼らの教条的主張が経済合理性を超えて実施に移されれば、経済破綻と株価暴落を引き起こす可能性が高まる。トランプ政権の政策はこの3つの異なる意見を持つグループからピックアップしたポリシーミックスとなるが、今回の関税騒動、国際通商、国際金融といった一連の動きを見ていると、トランプ氏が最も信頼して裁量を任せているのはスコット・ベッセント財務長官など、ウォール街保守派であることがはっきりした。トランプ氏が株式資本主義の守り手の立場を明らかにしたことは、株式市場にとってはウェルカムとなる。

民間主導の仮想通貨金融システムに先手

加えて7月成立のGENIUS法により、テクノリバタリアンのアドバイスの下で仮想通貨を、金融のプラットフォームに組み込むことが決まった。ECBや日銀等他の中銀が考えていたCBDC(中銀発行の仮想通貨)ではなく、仮想通貨(Stable coin)の発行をライセンスが与えられた民間企業に委ねる。通貨発行企業は担保として主として米国国債保有を義務づけられる。ステーブルコインの発行を海外企業に認めれば、ドルの信用創造、米国債保有のプレーヤーが一気に拡大し、ドル需要を強めることに繋がるかもしれない。これがドル覇権の強化に繋がる可能性は大きい。

このように見てくると、結局トランプ氏は米国株式資本主義の守護神と言うことになるのかもしれない。トランプ変革の理念とは、「資本主義が正義、資本主義なき民主主義は虚構」であると、武者リサーチは推測している。

AI 投資では中国は米国に追いつけない

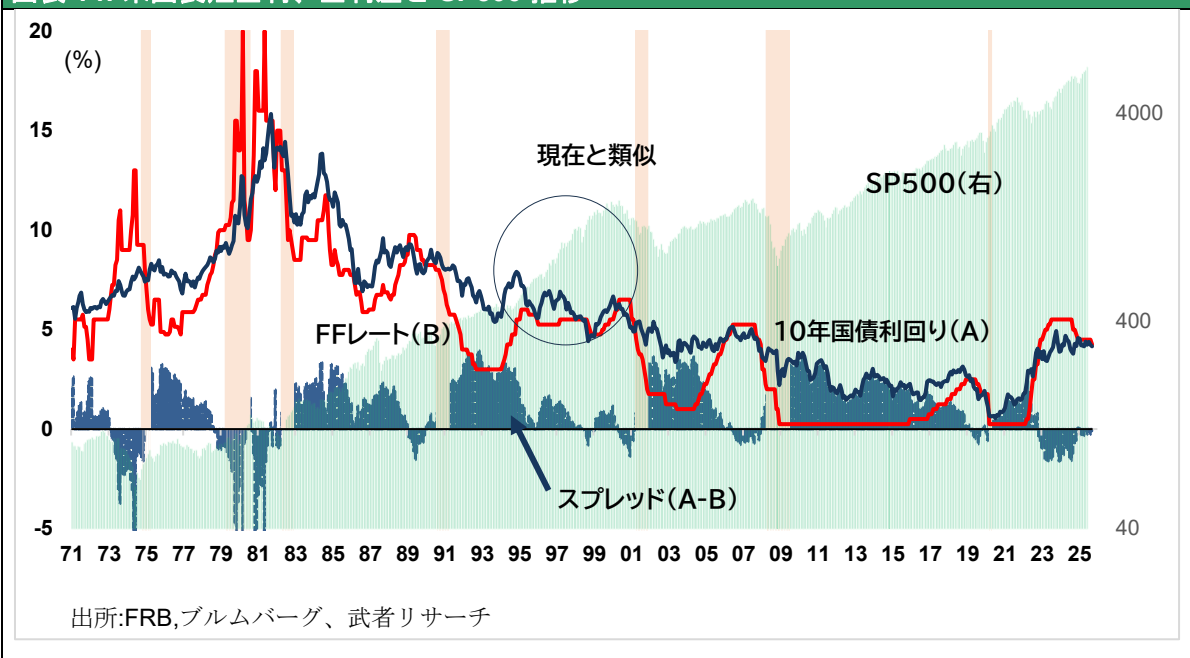
この米国の株式資本主義の擁護と発展は、対中国と言う点でも決定的に重要である。中国は鉄鋼・造船・自動車・エレクトロニクス等既存産業はもとより、太陽光パネルや EV、バッテリーなどのグリーン産業でも圧倒的な競争力を確保した上に、政府支援により AI 分野で米国を追撃している。しかし AI 投資力に関しては、米中の差は歴然としている。アリババ、テンセント、バイドウ、バイトダンスは時価総額、収益力、投資力で大きく劣後しており、政府資金でのキャッチアップには限界がある。

(4)1995 年以降の「根拠なき熱狂」時代に類似する経済環境

1995 年に類似した経済環境

株式市場に目を転ずると、現在は 1995 年に多くの点で類似している。1995 年は 1996 年 12 月の根拠なき熱狂(グリーンスパン議長発言)を経て、2000 年の IT バブルに向かう上昇相場の起点であった。類似点とは、①利上げ終了後に高い実質金利が維持されたこと、②長期金利も抑制されイールドカーブフラット化が長期化したこと、③ドル高が続いたこと、④技術革新(当時はインターネット革命、今は AI 革命)の進行が旺盛な投資をけん引したこと、などである。図表 15 はエコノミスト誌が掲載したハイテク投資(対 GDP)の盛り上がりであるが、インターネット投資前夜であった 1995 年と AI 投資前夜である今日と相似していることが注目される。

図表 14: 米国長短金利、金利差と SP500 推移



図表 15: 米国のハイテク投資 GDP 比 1995 年と今日の類似性(日経ビジネス掲載)

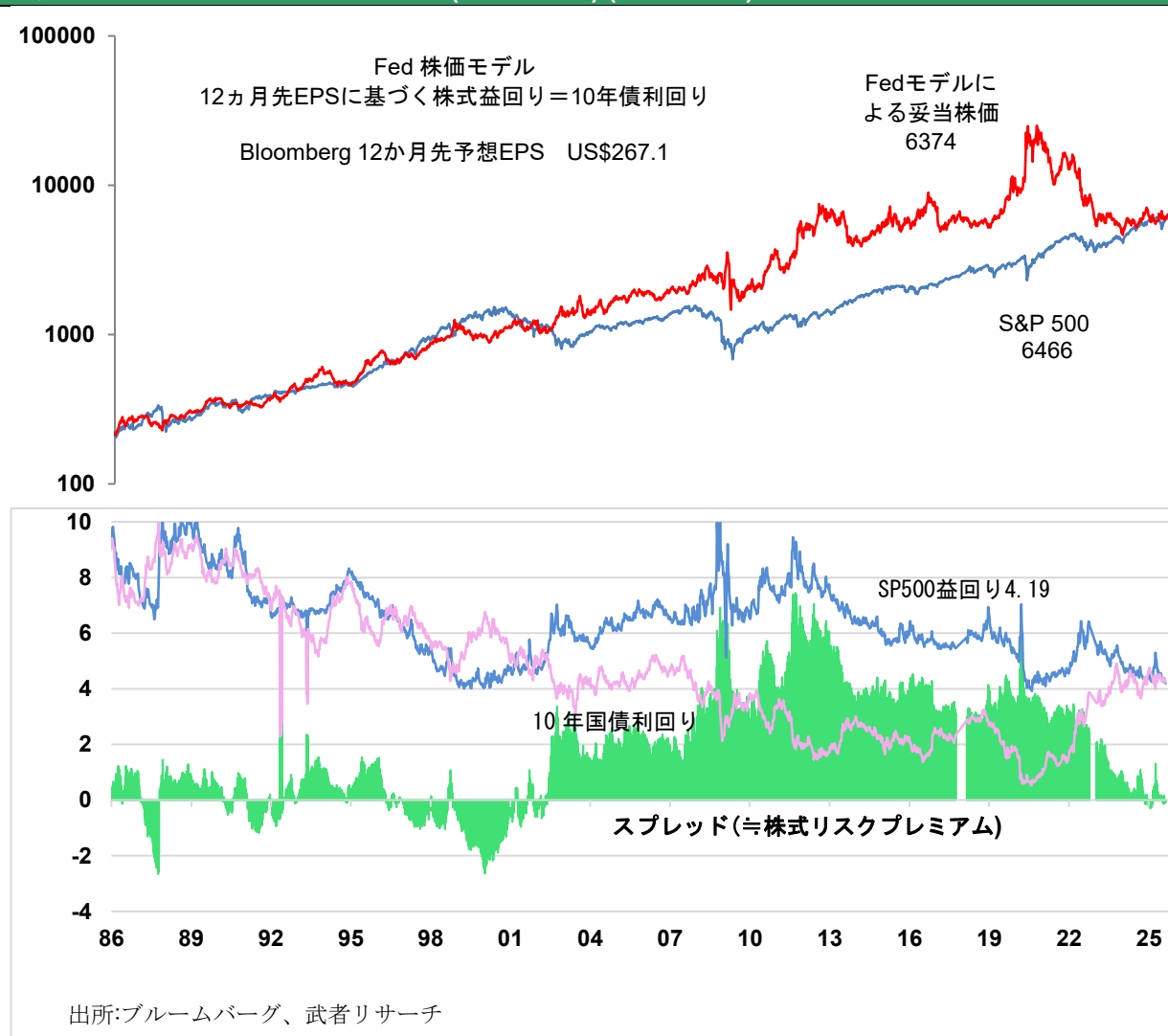


GAFAM はバブルではない

GAFAM+NVIDIA の突出した株高をバブルと切り捨てる悲観論があるが、それは正しくないだろう。確かに SP500 時価総額に占める Mag7 のシェアは 10 年前の 8% から 32% まで上昇し、オーバープレゼンスに見える。また高 PER で割高にも見える。マグニフィセント 7 (GAFAM+NVIDIA、テスラ) の PER は 30 倍と、SP500 社 22 倍、Mag7 社を除く SP493 社 16 倍を大きく凌駕している。しかし、この Mag7 社の利益成長率は前述のとおり年率 20%、SP500 平均の利益成長は 7% なので、Mag7 の突出した成長 3、4 年も続けばむしろ割安に見えるバリュエーションであり、決して割高とは言えない。

図表 16 は益回り=10 年国債利回りをフェアバリューと見たバリュエーションモデル(FED モデル)であるが、現状は割安局面が終わりフェアバリューに戻った局面、1995 年から 1996 年当時と同レベルのバリュエーションである。バブル崩壊を懸念するのではなく、むしろ積極的にリスクをとる場面であると考える。

図表 16: SP500 フェアバリューモデル(Fed Model) (8 月末現在)



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