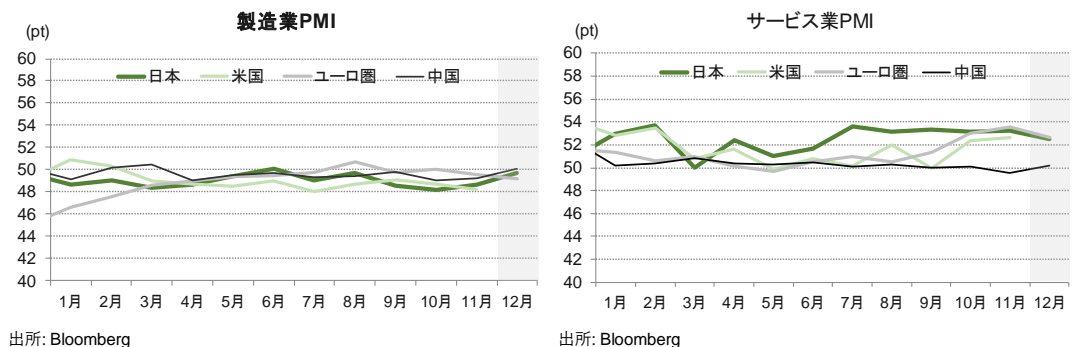




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル経済は、総じて底堅く推移しているが根強い警戒感も残っている。一方、米国や欧州では 26 年のマクロ経済に対する楽観論が台頭しつつある。米国は、雇用情勢が弱いなかでも比較的堅調な個人消費や設備投資がマクロ経済を支えているほか、26 年に向けて楽観論が台頭している。足もとの実質 GDP 成長率が堅調なことに加え、26 年 11 月の予備選挙に向けたトランプ政権による財政拡張策や金融緩和継続期待が強い。ただし、AI 実装化によるホワイトカラーの失業が増加など、雇用を中心に不安材料もある。日本は米国による関税率引き上げの影響が限定的なほか、高市政権の財政政策もマクロ経済の安定化に寄与しよう。今後の注目材料は、米国の雇用情勢、日本の財政・金融政策、および中国のデフレ脱却策の有無になるが、特に米国や中国の変化に注目すべきである。
- **注目材料:** 25 年は株式市場を中心に AI が重要テーマになった。一方、AI に対する懸念は払しょくされていない。今後 AI が金融市場に与える影響を理解するうえで、AI の現状と今後の注目材料を理解することは重要である。25 年に注目された AI 関連の材料の一つに DRAM 価格の急騰があるが、急騰の主因は AI データセンター需要の急拡大で、AI データセンター需要の急拡大は Agentic AI 需要の拡大に因ると思われる。Agentic AI 需要は 26 年も拡大基調を続ける可能性が高い。金融市場における AI 懸念は、Agentic AI 需要の急拡大やそれがもたらすインパクトへの認識不足に因ると思われる。Agentic AI 需要が減退することがなければ、AI をテーマにした大相場は今後も続く可能性が高い。

1. マクロ経済展望 ～ 期待先行

グローバル経済は、総じて底堅く推移しているが警戒感も残っている。一方、米国や欧州では、26 年のマクロ経済に対する楽観論が台頭しつつある。



米国は、雇用情勢が弱いなかでも個人消費や設備投資がマクロ経済を支えており、26 年に向けて楽観論も台頭している。25 年 7-9 月期実質 GDP 成長率（通常の 1 次推計と 2 次推計を合わせたもの）は前期比年率+4.3%（4-6 月期同+3.8%）と市場予想中央値（同+3.3%）を大幅に上回った（前年同期比は同+2.3%（同+2.1%））。個人消費が所得増や値上げ警戒による駆け込み等により同+3.5%（同+2.5%）に加速した。これに加え、26 年 11 月の中間選挙に向けたトランプ政権による財政拡張策や、FRB 議長交代による利下げ継続期待もあり、米国経済に対する楽観的な見方が台頭している。一方、AI 実装化に伴う若年層（16 歳～24 歳）失業率の上昇など、雇用環境の悪化懸念などの不透明性が残っている。11 月の雇用統計は、非農業部門雇用者数（前月比）が+6.4 万人（10 月: ▲10.5 万人）と前月の反動もあり増加したが、3 か月移動平均では+2.2 万人と緩やかな減速が続いている。完全失業率は 4.6%（前月は 4.4%）に上昇した。

日本は、懸念されていた米国の関税率引き上げによる輸出減は限定的で、25 年通年の実質

GDP 成長率が緩やかながらプラスを維持する見通しである。11 月の消費者物価指数（全国、前年比）は総合が+2.9%、生鮮食品を除く総合（コア）が+3.0%と依然として日銀の物価安定目標（前年比+2%）を大きく上回っているが、12 月以降は食料品およびエネルギーの年次効果剥落等を主因に総合・コア共に減速する見通し。ただし、年次効果剥落後は引き続き+1.5~2.0%程度のレンジで推移する可能性が高いとみている。26 年も雇用ひっ迫等を背景に賃上げ率は比較的高いとみられ、インフレと賃上げの好循環が続く可能性も高く、日銀は引き続き利上げ姿勢を続けるだろう。高市政権の財政政策も、一定程度財政規律に配慮しつつ、積極財政姿勢を堅持し、マクロ経済の下支えになるとみている。

欧州は、サービスが下支えしつつ製造業（特にドイツ）が弱い。一方、インフレ率（ユーロ圏 HICP）は 2.1-2.2%近辺で推移するなか、ECB は今後の景気・インフレ見通しを若干上方修正した。安定的なインフレ率と金利低下、資源価格の安定化に加え、財政拡張期待も強く、26 年のマクロ経済に対して楽観的な見方が台頭している。

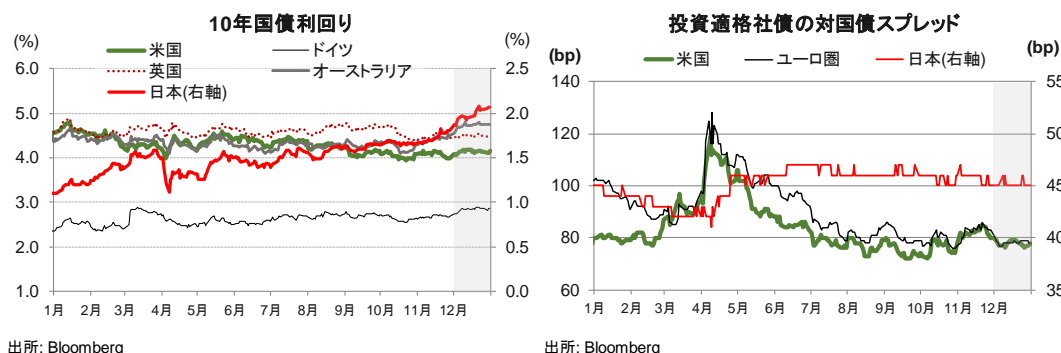
中国は、依然として供給過剰や不動産不況を主因にしたデフレ基調が続く、マクロ経済の持ち直しにも勢いが欠けている。供給過剰解消のための企業の合従連衡や不動産価格の大幅下落の容認が見られない限り、中国のマクロ経済が反転する可能性は低いとみている。

世界経済における今後の注目材料は、米国の雇用情勢、日本の財政・金融政策、および中国のデフレ脱却策の有無になろう。米国は民間企業による AI 実装化の先頭に立っており、今後もホワイトカラーの失業が予想されている。一方、農業、宿泊、工場等の現場労働者の需給はひっ迫しており、これらがバランスして米国の雇用関連統計は総じて安定的に推移している。ホワイトカラーが現場労働者に転じることができれば、米国経済はインフレ鎮静化、底堅いマクロ経済、金利低下や株価上昇等を経て、最良の状態が実現する可能性はある。中国経済の問題点は、低成長にシフトするなかで供給過剰が残っていること、および不動産価格を適正価格まで下落させていないことに尽きるが、現時点で修正に向けた兆候は見られない。日本は、高市政権の財政・金融政策に注目が集まっているが、日本の財政・金融政策よりも米国や中国を中心にした「外需」が重要とみている。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ 円金利が更に上昇

12 月の債券市場（長期金利）は、国・地域によってまちまちの動きとなった。投資適格社債の対国債利回り格差（スプレッド）は、日米欧共に安定的に推移した。



12 月に世界の債券市場の注目を集めたのは日本である。高市政権による財政政策に加え、日銀の利上げも注目材料となるなか、長期金利は節目とされた 2%をあっさり上回った（25 年 12 月末は 2.06%台）。12 月 26 日に政府は 26 年度予算案を閣議決定し、予算規模は 122.3 兆円と過去最大となったが、税収増等もあり一般会計のプライマリーバランス（当初予算ベース）は 28 年ぶりに黒字化する計画である。最大規模の予算の主因は国債費や地方交付税交付金の増加であり、金利上昇や円安基調のなかで財政規律に目配せした内容に着地したとみている。日銀は 12 月 18-19 日の金融政策決定会合で政策金利を

0.25%引き上げ 0.75%とし、政策金利は約 30 年ぶりの高水準となった。債券市場では 12 月の利上げが確実視されておりサプライズはなかったが、利上げ発表後も長期金利は上昇を続いた。日銀が今後の利上げについても意欲的でありタカ派姿勢を堅持していることに加え、円安が加速する場合日銀の次の利上げタイミングが前倒しされる可能性も意識された可能性があるが、極端な需給軟化による一時的な金利上昇になるとの見方も根強い。ファンダメンタルズの観点から注目されるのが消費者物価指数（CPI）だが、25 年 12 月以降はエネルギーおよび食料品の年次効果剥落を主因に CPI 総合・コアともに大幅鈍化になる可能性が高いため、今後円金利は安定化するとみている。

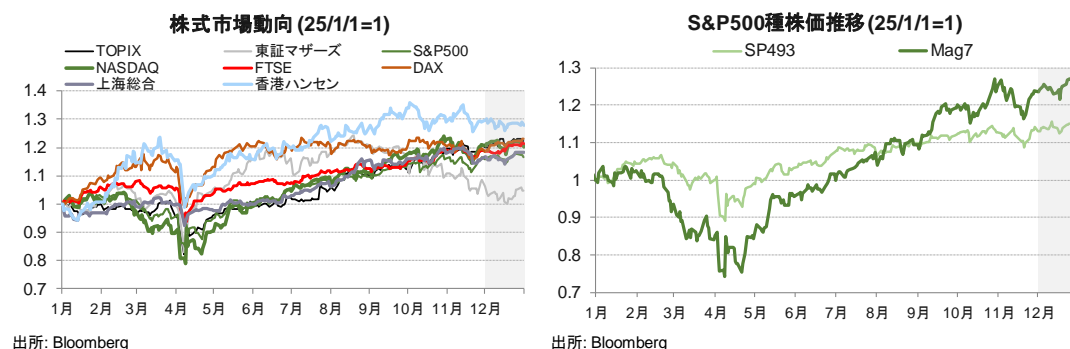
米国は、長期金利は 4.1%前後の狭いレンジでの推移となった。雇用情勢への懸念が払しょくされず、11 月の CPI も市場予想よりも弱めになったが、政府閉鎖期間の経済統計の正確性に疑義があるほか、26 年に向けて米国経済に楽観的な見方も根強い。12 月の FOMC では追加利下げが実施されたが、26 年の政策金利に対する債券市場の見方は分かれている。

クレジット市場は、日米欧市場でクレジットスプレッドは安定的に推移した。AI 投資への懸念は残っておりオラクルのクレジットスプレッド（社債の対米国債スプレッドや CDS プレミアム）は高止まりしているが、株式市場の回復につれクレジット市場のセンチメントも安定化した。26 年に向けて米国経済に対する楽観論が台頭していることもクレジット市場の支援材料になっている。

当面の債券市場の注目材料は、日本は高市政権の財政・金融政策、米国は雇用情勢になる。日本は、高市政権の財政拡張策に注目が集まるなか長期金利は 2%超えとなるなど不安定な状況にある。今後も米ドル円相場には留意する必要があるが、財政拡張が長期金利上昇を招くとの見方は徐々に後退するとみており、円金利は一旦安定化するとみている。米国は、26 年の FRB の金融政策を左右する雇用情勢への注目度が高い。雇用情勢は AI 実装に伴うホワイトカラーの失業が継続し当面は軟調に推移する可能性が高いとみており、FRB の利下げ継続期待は根強く残り、長期金利は安定～低下基調になるとみている。

② 株式市場 ～ 25 年の振り返りと 26 年の注目材料

12 月の株式市場は、総じて底堅く推移した。AI 関連銘柄への一喜一憂が続くなか、特に好調な半導体市況を背景に半導体関連銘柄の上昇に加え、貴金属や材料関連銘柄の上昇が目立った。



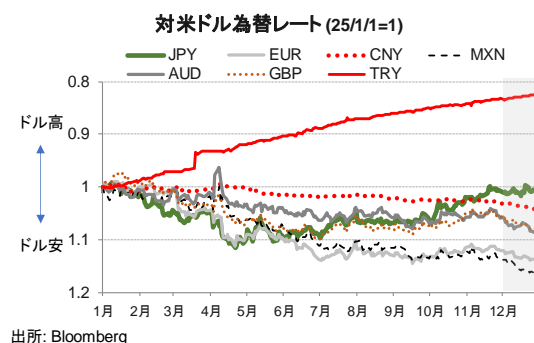
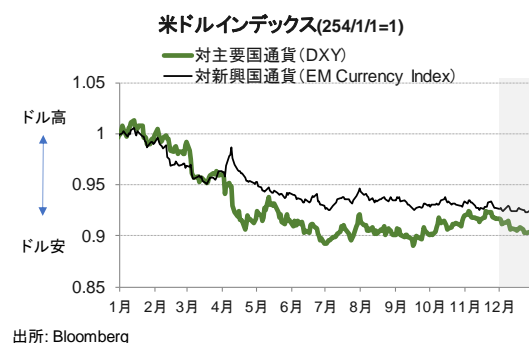
25 年の株式市場を振り返ると、4 月初旬は米国による相互関税発動をきっかけに一時急落したものの、その後は持続的な回復に転じた。相場をけん引したのが半導体・IT 関連企業であり、背景には AI への期待がある。AI は過去の投資規模の大きさに対して収益化までに時間を要するため、市場には常に懐疑論が付きまとう。25 年前半には中国製 AI・DeepSeek の台頭が話題になり、米国の関連銘柄（主に Mag7）の株価下落が続く場面もあったが、4 月中旬以降はそのようなヘッドラインも見られなくなった。11 月初旬以降の AI 関連銘柄への懐疑論も、基本的には数か月程度で終息するとみている（詳細は当レポート後半で解説）。

日本も、米国同様に AI 関連銘柄に対するセンチメントに左右された。特に日経平均株価は、AI 関連銘柄とされるソフトバンクグループ、アドバンテスト、および東京エレクトロンの 3 社の同指数に対する寄与度が高いため、米国の AI・半導体株価に左右される展開が続いた。これに加え、日銀の利上げ継続期待と長期金利の上昇に伴い金融セクターのパフォーマンスが大幅に改善したほか、非鉄・素材系銘柄に注目が集まった。

今後の注目材料は、米国における半導体・IT 関連企業の業績（背景にある半導体価格動向）、米国マクロ経済、および日本では日銀の利上げタイミングや長期金利動向等になる。また、米トランプ政権による「規制緩和」が株式市場に与える影響も注視したい。12 月末までの汎用半導体相場は引き続き底堅く、AI データセンターの需要が急増しているため半導体・IT 関連銘柄の業績は底堅く推移する可能性が高い。一方、26 年は AI が雇用に影響を与える年になるとの見方もあり、米国マクロ経済に対する過度な楽観には一定の留意を要しよう。26 年前半は 25 年の株式市場のテーマが続くことや、米国では 11 月に中間選挙を控えるなかで財政拡張や金融緩和期待が根強いなか、株式市場は底堅く推移するとみている。

③ 為替市場～ 円安の背景要因は何か

12 月の為替市場は、主要国通貨・新興国通貨共に米ドル安基調となった。ただし、日本円やトルコリラは、対米ドルで下落した。



米ドル円は若干の上昇（円安）となった。12 月は FRB が再利上げ、日銀は利上げを実施したことで日米金利差が更に縮小するなか、米ドル円は底堅く推移した。金融市場では高市政権による財政拡張策への警戒感が主因（財政懸念が持続的な金利上昇を経て日本の財政の持続可能性に疑義が生じるとの見方）との見方が根強いが、日本の構造的な問題（少子高齢化・人口減少、国際競争力低下による日本衰退論など）を背景にした日本国民による根強い円安バイアスが意識されていること、および投機筋の円ポジション（IMM 通貨先物による）がネットで購入となりポジション手じまい（米ドル円の買い）による需給が影響したとの見方もある（なお 25 年 12 月末時点ではネットで円売りに転じている）。日本の財務省による為替介入（米ドル円の売り介入）の可能性も指摘されているが、前回の為替介入水準（24 年 7 月で 161 円台）よりも大幅な円安水準にならないと為替介入は困難との見方が優勢であり、為替介入警戒感だけで米ドル円相場が大きく変化する可能性は低い。筆者は、米ドル円相場にとって重要なのは「米国経済」であり、円安の主因の一つは 26 年の米国経済に対する楽観論とみている（中間選挙の年で、財政拡張、金融緩和に加え規制緩和も合わせてさほど落ち込むことはないとの見方）。



今後の為替市場の注目材料は、高市政権の財政・金融政策に加え、米国のマクロ経済にな

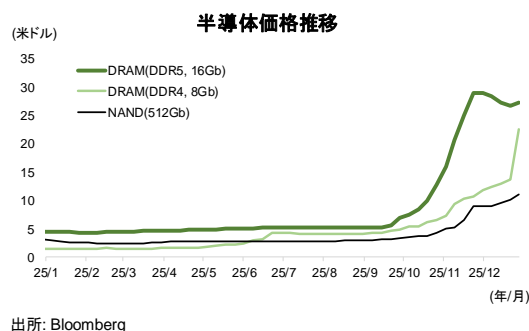
ろう。前述のとおり、高市政権は 26 年度予算案を閣議決定し予算規模は 122.3 兆円と過去最大となるも、税収増等を主因に一般会計のプライマリー・バランスは黒字化する計画となっており、財政規律に一定程度目配せした内容で着地する可能性が高い。また、予算規模は過去最大ながら、国債費や地方交付税交付金の増加が主因であり、財政拡張によるインフレ懸念という見方も今後終息するとみている。結局のところ、為替市場は今後も米国マクロ経済次第になろう。米国のマクロ経済環境は、AI 実装化を背景に雇用環境が悪化し続ける可能性が残る。仮に雇用情勢軟化を主因に米国経済が減速する場合、米ドル下落・円高・ユーロ高に転じる可能性が高くなるだろう。

3. 注目材料: AI 相場の理解と注目材料

25 年は、株式市場を中心に AI が金融市場の重要なテーマになった。ChatGPT が 22 年 11 月 30 日にリリースされてからまだ 3 年しか経過していないにも関わらず、AI の推論制度は抜群に上昇し、推論を応用した Agentic AI（エージェント AI）が台頭するなど目まぐるしい発展を遂げている。Agentic AI とは、従来の AI とは異なり単に指示されたタスクを実行するのではなく、自ら状況を判断し、目標達成のために必要な手段を考え実行するプログラムの総称である。今後、企業を含む様々なオペレーションに導入され、人間の業務に対する劇的な効率化に加え、人に代わって業務をこなすことも期待されている。換言すれば、AI の価値は業務効率化による人件費削減効果と付加価値改善効果の 2 つに依存する。

一方、AI に対する懸念は払しょくされていない。25 年前半は中国製 AI の代表的存在である DeepSeek の台頭により、また、25 年 11 月には AI 間の競争激化（特に ChatGPT と Gemini 間）により、AI 開発に対する巨額投資の回収に関する懸念が生じた。前例を見ない規模の巨額開発投資が続くなか、実際に AI がコストを回収するには年単位の時間を要するため、開発投資が進むにつれ当該懸念が生じるのは仕方ないのかもしれない。このため、今後 AI が金融市場に与える影響を理解するうえで、AI の現状と今後の注目材料を理解することは重要である。

25 年に、AI の現状を語るうえで注目されたのが、DRAM を中心に半導体市況が急激に上昇したことである。DRAM 価格上昇は、当初は DRAM の世代交代（DDR4→DDR5）による DDR4 の供給懸念と需給ひっ迫が要因とされていたが、新世代である DDR5 の DRAM 価格が急上昇するにつれ、価格上昇の背景には AI 実装化に伴い急激な需要拡大を見せる AI データセンターの建設ラッシュにあるとされている。



Open AI 社（ChatGPT）や Google 社（Gemini）などのハイパースケーラーが開発する AI は「生成 AI」と呼ばれ、指示された命令に基づきコンテンツを作成する「受動的な」ものであり、コンテンツを作成するための「学習」に力点が置かれている。このプロセスに必要な不可欠なものが GPU（Graphics Processing Unit）等の AI 半導体である。生成 AI 学習の領域は、AGI（汎用人工知能）や ASI（人工超知能）の開発に向けて、依然として熾烈な競争と巨額投資がされる状況にある。一方、この 1 年で AI 需要は生成 AI の利活用から「Agentic AI」にシフトしている。ハイパースケーラーは、生成 AI への課金によって巨額の開発コストの回収を目指しているのではなく、Agentic AI の利用料により巨額投資の回収の大半を確保しようとしている。そして、Agentic AI の主要顧客は、世界に幅広く存在する「企業」等の組織になる。

Agentic AI を稼働させるために必要不可欠なのが AI データセンターであり、当該施設には大量のデータサーバーが必要になる。DRAM やフラッシュメモリー価格が急上昇したの

は、当該データサーバー需要が急拡大したからと推察される。すなわち、Agentic AI 導入に向けた AI データセンター開発が加速し、それに伴い DRAM 需要が急増した可能性が高い。事実、ソフトバンクグループ・Open AI・オラクルの3社による Stargate プロジェクト（4 年間で 5,000 億米ドルを要して米国内にデータセンターや発電所を建設するプロジェクト）は、25 年 9 月時点で 5,000 億米ドル・10GW のコミットメントを既に達成したと発表した。この背景には爆発的な Agentic AI 需要があると考えられる（Agentic AI は生成 AI に比して推論回数、実行時間、GPU 使用等の面で圧倒的に多い）。

米国を中心に Agentic AI 導入を計画する企業が増えているようだが（PwC's AI Agent Survey（25 年 5 月）など）、多くの企業は Agentic AI 導入を公式発表していない。この背景には、①現時点では Agentic AI がどこまで使えるか不明であること、②解決すべき課題が多いこと（セキュリティ、ハルシネーションや暴走のリスクなど）、および③最終的には人員削減を目指していること、などがある。このため、Agentic AI 需要が爆発的に増えているにも関わらず、当該需要に関する情報が不足しており、結果として金融市場参加者の認識不足に繋がっている可能性がある。

金融市場参加者の典型的な認識不足は、AI 向け巨額投資の回収が困難になるのではないかとの懸念に表れている。具体的には、AI データセンター向けの巨額投資に対し巨額の社債で資金調達をしたオラクルに対する懸念がある。オラクルは、前述の Stargate プロジェクトにおいて、データセンターの建設・運営を担っているが、当然、受注の多くは Open AI に集中する。Open AI は、爆発的に拡大する Agentic AI 需要に応えるため、今後も大規模な設備投資を必要としている。この状況は、席数が 10 席の美味しいと評判のレストランに、200 人の行列が出来ている状況で例えることができる。レストランのオーナーからみれば、200 人の需要を満たすために、席数を増席する（設備投資）ことを選択するだろう。このような設備拡張に対して懸念があるとすれば、レストランの評判が落ちること（味が悪くなること、サービスの質が低下すること、競合店が近所に出来ることなど）等を通じて 200 人の行列が無くなることである。

AI の現状に換言するなら、オラクルの設備投資が回収懸念につながるのは、①Agentic AI が需要者の想定を下回るパフォーマンスしか出せないこと、②Agentic AI 導入に対する何らかの制限・制約（世論からの批判、政府による規制など）、および③Open AI の Agentic AI の競争力が低下すること等により、AI データセンターの利活用が低迷することであろう。①は、AI の劇的な進化や最先端領域における研究開発状況に鑑みれば、むしろ Agentic AI は需要者の期待以上の成果を出す可能性が高いとみるべきである。突然 AI の進化が止まる可能性は否定できないものの、現時点で合理的に Agentic AI のパフォーマンスの限界を語ることは難しい。②は今後企業による Agentic AI の実装が進み、ホワイトカラーを中心に失業が増える場合、人間の尊厳や生き方、そして職業の定義の見直し等を通じて、一時的ながら雇用環境を大幅に変化させる可能性があり、その過程において AI 批判が展開される可能性は残る。ただし、25 年 12 月末時点でそのような批判が生じる確度を論じることは難しい。また、③は最終的に生成 AI や Agentic AI の供給者は 2-3 社程度に絞られるとの見方もあるが、現時点でそれらの優劣を評価することは難しく、また今後の進化の可能性（AGI から ASI へ）に鑑みれば、それを議論するのは時期尚早である。

25 年 11 月は、Google の生成 AI である「Gemini3」のパフォーマンスが高く評価されたことで、Open AI の「ChatGPT5.1」の評価が下がり、関連する銘柄の株価が上昇したり下落したりした。一方、Open AI は「ChatGPT5.2」を素早くリリースし、両者の差は劇的に縮まったとの見方もある。思い出せば、25 年前半に最も高く評価されていた生成 AI の一つは、イーロン・マスク氏が率いる xAI 社の「Grok」であった。世間の評価が大きく変化することを象徴しており、現時点でハイパースクーラー間の優劣を論じることが如何に時期尚早かわかるだろう。

このように、AI に対する金融市場の懸念の多くは、根拠の薄い「感覚」に依存していると

みている。上記①～③等による Agentic AI 需要の減退につながらない限り、AI をテーマにした相場は続く可能性が高い。そして、足もとまで堅調な DRAM 相場に鑑みれば、依然として AI データセンター需要が強いことが示唆されており、AI をテーマにした相場は 26 年以降も続くともみている。

26 年は 25 年以上に AI データセンター建設とそれに関連する需要が増加する可能性が高く、巨額の設備投資や資金調達が金融市場の話題になるだろう。当該設備投資はマクロ経済に一定程度貢献すると共に、債券市場では金利やクレジットスプレッドの上昇要因になる可能性もある。一方、それらに対する懸念や批判も展開されるだろう。しかし、最終的には AI 関連銘柄の EPS 拡大を明確に否定する材料（≒Agentic AI 需要減退を通じて過去の巨額投資がマネタイズできなくなる）が出る可能性は低いとみている。AI というテーマは、ハイパースケーラー、AI データセンター建設に関連するテーマ（半導体、電線、半導体、セキュリティ、冷却装置・空調、建設など）に幅広く浸透し、株式市場を支える材料になろう。

（了）

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

本資料は金融専門業者に外部委託して作成しております。内容は執筆者の個人的見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

上田八木短資株式会社

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711
（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551
（代表）

加入協会 日本証券業協会