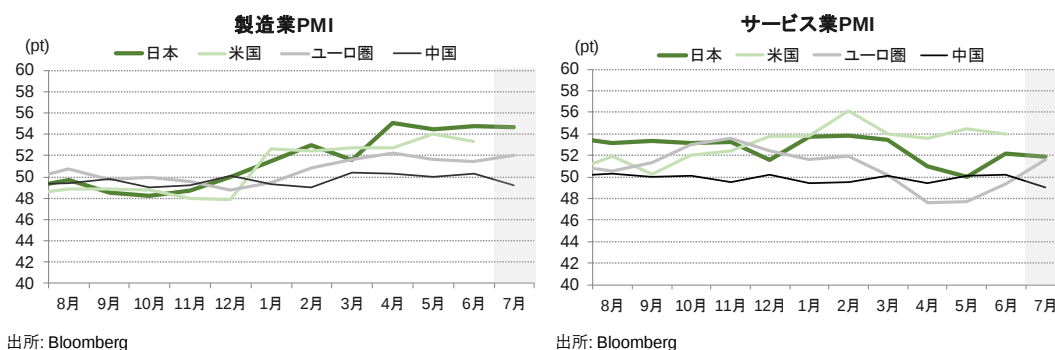




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル経済は、中東情勢が不安定ななかで資源価格変動とインフレ、主要中銀の利上げ有無、および AI 向け投資に影響される状況にある。資源価格が不安定ななかでインフレ懸念が根強く残り、世界的に長期金利上昇と主要中銀の利上げ期待が高まっている。一方、7 月は世界的に株式市場が不安定になったが、中国製 AI や DRAM の台頭が意識されるようになった。半導体株を中心に株価が急落したほか、巨額の AI 向け投資を続けるハイパースケーラーの株価下落や社債のクレジットスプレッドのワイド化も見られた。7 月末には米ドル円の急落等非連続な変化も見られた。8 月以降も、当面はインフレ、中銀の利上げ有無、長期金利上昇の余地があるものの、AI に対する市場センチメントは一旦安定化するとみている。
- **注目材料:** 中国製 AI (オープンウェイトモデル) の台頭が米国製 AI (クローズドモデル) への脅威になるのか。オープンウェイトモデルやクローズドモデルの解説や特徴を踏まえつつ、AI 需要は推論 (AI エージェント) にシフトしつつあることを想定し、複数の視点から考察した。中国製 AI と米国製 AI はそれぞれ優位性とリスクが存在し、AI エージェントの実装においてどちらが優位になるかは現時点では判然としない。しかし、より重要なのは、オープンウェイトモデルの登場により、社会全体で AI 実装が本格的に進む可能性である。このため、双方が共存しつつ、AI インフラ (クラウド事業者、半導体、その他データセンター関連サプライチェーン) にポジティブな影響を与える可能性がある。

1. マクロ経済展望 ～ 中東情勢とインフレ・中銀の利上げが争点に

グローバル経済は、中東情勢が不安定ななかで資源価格高騰とインフレ、主要中銀の利上げ有無、AI 向け投資に影響される状況にある。



日本は、コア CPI (全国、6 月) は前年比+1.6%となり 5 か月連続で 2%を下回った。生鮮食品・エネルギーを除くコアコア (日銀版コア) 指数も+1.7%で、サービス価格の上昇も限定的だった。一方、先行指標とされる東京都区部コア CPI (7 月) は+1.9%へ加速し、エネルギーを除く指数も+2.0%となった。日銀は 7 月 31 日に政策金利を 1.0%に据え置いたが、展望レポートでは、26 年度のコア CPI を+2.5%と 4 月公表値から下方修正しつつ、27 年度は上方修正し、基調インフレが 2%を上回る可能性に含みを持たせた。

米国は、4～6 月期実質 GDP は前期比年率+1.5%と市場予想の+2.1%を下回ったが、個人消費は年率+3.2%、企業の機械・設備投資は+15.2%と強く、減速の主因は純輸出の低迷だった。AI 関連設備投資と富裕層を中心とする消費は、金利上昇下でも底堅さを維持している。一方、PCE デフレーター (6 月) は前年比+3.7%と 5 月の+4.1%から減速し、コア PCE デフレーターも+3.3%へ小幅鈍化した。FRB は 7 月 29 日、政策金利を 3.50～3.75%に据え置いたが、12 人中 3 人が 25bp の利上げを主張するなど FOMC 内で意見が分かれている。当面は、インフレ率とインフレ期待の趨勢をみつつ、再利上げの要否を検

討する局面が続く見通しである。

以上に加え、7月はAI・半導体に関するヘッドラインが相次ぎ、株式市場でAI・半導体関連銘柄の急落が見られた。特に中国製 DRAM の台頭が、DRAM 価格の下落を招くとの見方が根強くなるなか、メモリー製造企業の株価下落が著しかった。一方、AI 関連企業の業績はクラウド事業（AI エージェント）を中心に絶好調で、AI 向け投資もさらに拡大している。AI 向け投資が急失速しない限り、主に米国のマクロ経済に与える影響は大きくないと考えられており、株式市場の変動の中でもマクロ経済に対する見方は底堅かった。

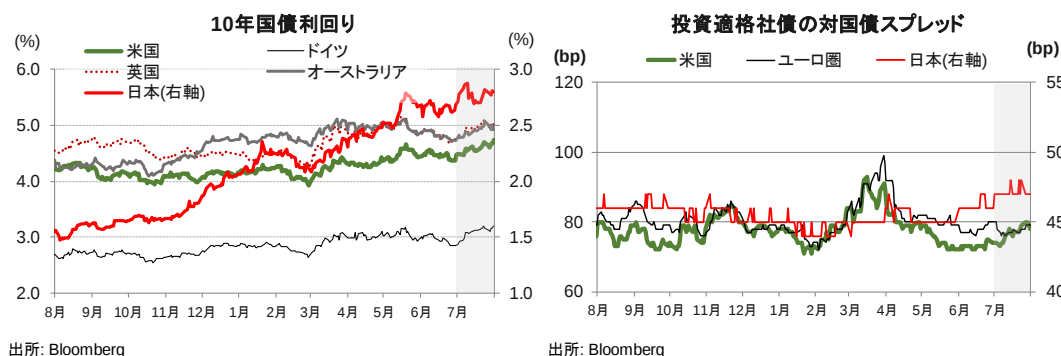
今後の注目材料は、引き続き、中東情勢とインフレ率、およびそれに影響を受ける中銀の金融政策、長期金利動向である。中東情勢に対する金融市場の見方は依然として楽観的で、ホルムズ海峡に加え紅海側の航行の安全性に疑義が生じる局面でも、資源価格の上昇は一時的かつ限定的である。インフレ懸念は依然として根強いが、企業が小売価格にどのタイミングでどの程度転嫁できるかは、予断を許さない。このため、日米欧中銀の政策判断も難しい局面が続く可能性が高く、債券市場の不透明性も高い状況が続くだろう。

また、中長期的な視点からは、AI 投資サイクルが最も重要とみている。世界的に AI・半導体・データセンター投資が設備投資を支えており、株式・クレジット市場にも大きな影響を与えている。AI 投資をけん引しているのが AI エージェントであり、米国のクラウド事業を手掛けるハイパースケーラーの足もとの決算をみても、AI 向け投資は足もとでも一層拡大している。ただし、7月は中国製 AI や DRAM が株式市場を大きく揺さぶることになった。AI 向け投資が巨額ゆえ、その投資のトレンドが変化すれば、マクロ経済や金融システムに与える影響も考慮に入れる必要があるため、今後も細心の注意を払って動向に注目したい。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ～ 根強いインフレ懸念と中銀の利上げ期待

7月の債券市場は、長期金利は上昇基調、クレジットスプレッドも緩やかながらワイド化基調になった。



日本は、中東情勢の不安定化、インフレ懸念、円安、日銀の利上げ観測、米国債利回り上昇に加え、高市政権の財政政策が市場の関心事になるなか、長期金利は月末に向けて上昇し再び 2.8%台に達した（一時 2.9%台まで上昇）。国債市場の需給不安が根強く残るなかで、金利上昇を想起させるような材料が重なったことが影響したと言えよう。特に、円安の原因が日銀にある（ビハインド・ザ・カーブに陥っているとの主張や、実質金利がプラス圏になるまで利上げを急ぐべきとの論調など）との見方もあり、日銀の利上げペース加速や 2%を超えるまで政策金利を引き上げるとの見方も残っている。また、高市政権による「骨太の方針」で示された財政政策が財政懸念に繋がり、円安や金利上昇を誘発しているとの見方も根強く残っている。政府債務 GDP 比率は足もとで顕著に低下しており、日銀が為替水準に責任を持っているわけでもないが、足もとの債券市場は、いわばブレーキの壊れた車の様相を呈している。一方、金利低下を示唆するような材料も当面出る可能性は

低く、当面は非常に不安定な状態が続く可能性がある。

米国も、長期金利が月末に 4.7%台まで上昇し、イールドカーブもベア・スティープ化した。主因は、①原油価格上昇によるインフレ懸念の台頭（ガソリン・電気代から、輸送費や期待インフレへの二次波及を懸念）、②FOMC（7月のFOMCでは政策金利は据え置かれたが3人の利上げ票により9月利上げ確率が大幅に上昇した）、および③AI関連投資（潜在成長率の上昇、巨額の資金需要による債券需給の軟化など）等である。10年金利が5%に近づく局面では、金融市場全体のセンチメントが悪化することも想定され、相場の不安材料の一つになりつつある。

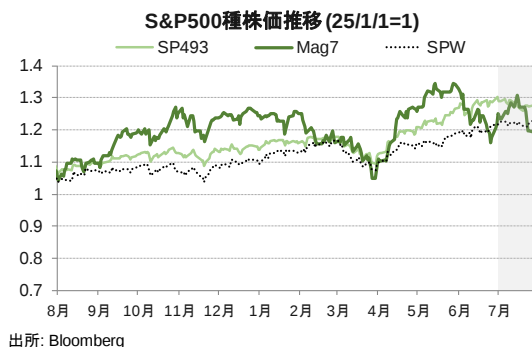
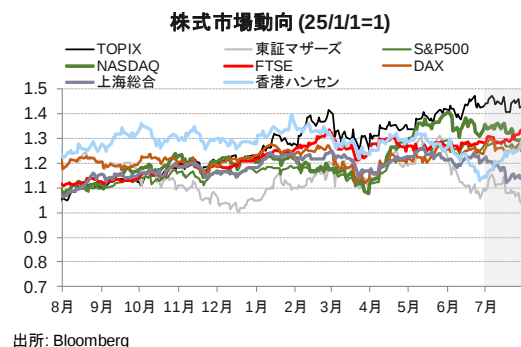
クレジット市場では、クラウド事業の急拡大を続けるハイパースケーラーによる巨額投資と社債発行が注目された。例えば、7月25日に26年第2四半期決算を発表した Alphabet は、収益は1,198億米ドル（前年同期比+24%）、営業利益は408億米ドル（同+30%）、うち Google Cloud 事業（AI エージェントを含む）は収益が 248 億米ドル（同+82%）、営業利益は 88 億米ドル（同+212%）と好調な内容だった。一方、設備投資（連結）は2Qに449億米ドルに拡大し、26年通期では2,050億米ドルまで増加する可能性を示唆し、2Qのフリーキャッシュフローは▲88億米ドルと赤字に転落したことが嫌気され、決算発表後株価は急落し、同社債のクレジットスプレッドはワイド化した。設備投資の急増は、受注残高（backlog）（Google Cloud 事業のみ）が2Q末で5,138億米ドルまで積みあがっていることに鑑みれば過度な水準ではなく、主要格付け会社が同社債を格下げする可能性も低いとみている。なお、クラウド事業を含むAI関連投資の今後について、中国製AIやDRAMの台頭のなかでどのように考えるべきかを後段にて解説した。

今後の注目材料は、①インフレと②主要中銀の次のアクションになろう。中東情勢は依然として不透明で、ホルムズ海峡の事実上の封鎖も続いている。市場は当該ヘッドラインに一喜一憂する状況にあるが、仮にホルムズ海峡封鎖が更に長期化する場合、日本を含む東南アジア諸国や欧州（特にドイツ）を中心に、原油・天然ガス由来の原材料（特にナフサ、ヘリウム、尿素など）の供給制約により、製造業を中心に生産活動が制限される可能性がある。この場合、金利低下、株価下落、クレジットスプレッドのワイド化に至る可能性がある。

主要中銀の金融政策は、中東情勢緊迫化によりインフレ率が上昇することが確実視されるなか、鍵を握るのは中長期のインフレ期待になろう。インフレが一時的と評価される限り極端な金融引き締めには至らず長期金利上昇も一時的になるが、中長期のインフレ期待が上振れする場合、中銀がインフレ撲滅に向けて利上げを加速する可能性がある。7月末時点で期待インフレ率の上昇は限定的だが、今後の動きに注目したい。

② 株式市場 ～ AI・半導体の新たなヘッドラインで混乱

7月の株式市場は、AI・半導体に関する複数のヘッドラインに影響され、上下双方に大きく振れる不安定な状況になった。



米 SOX 指数に代表される半導体関連銘柄やハイパースケーラーを中心にした AI 関連銘柄

の株価は6月下旬以降大幅な調整に見舞われた。その背景には、①中国製 DRAM の台頭、②中国製 AI の進化がある。①は中国を代表する DRAM メーカーである CXMT を傘下に置く長鑫科技集団（CXMT Corp.）が7月27日に上海証券取引所に上場することを受け市場の注目を集めた。市場では、中国製 DRAM の台頭により、DRAM 大手の Samsung や SK Hynix 等（中国向け DRAM 輸出をしている）の業績悪化や DRAM 価格下落懸念が台頭し、DRAM のみならず日本ではキオクシア HD の株価も下落に見舞われた。②は、中国 Moonshot AI の Kimi K3 がオープンウェイトモデル（オープンソースではない）、アンソロピック社の Claude Fable 5 等の最新版 AI とほぼ同等の性能でかつ Fable 5 比で廉価で使用可能であること等により、AI 関連株の急落を招いた。

一方、①については、CXMT は DRAM 需給が極端にひっ迫している主因である HBM や DDR5 といった最先端 DRAM の量産には至っておらず、いわゆる汎用 DRAM の供給が主体であるため、最先端 DRAM を供給する韓国や米国の DRAM メーカーの業績に与える影響は軽微と考えるべきである。また、汎用 DRAM 価格が過去1年間で10倍以上になっていることに鑑みれば、仮に中国製 DRAM が米国を中心とした世界に供給されることになっても、DRAM 需給が悪化する可能性は低いとみている。Apple が中国製 DRAM を購入するとのヘッドラインもこれと同じストーリーに属しているが、Apple は中国で販売するデバイス（iPhone や iPad など）に中国製 DRAM を使用する可能性を検討しているとのことであり、経済安全保障の観点から、中国以外で販売されるデバイスに中国製 DRAM を使用することを米国政府は認めないだろう。つまり、中国製 DRAM の台頭をヘッドラインにしたメモリー銘柄の株価下落は違和感が残る。

②は、Kimi K3 がオープンウェイトモデルで（パラメーター数が2.8兆で推奨メモリーが600GB等巨大なインフラが必要ではあるが）誰でも自らの AI を進化させることが出来ることに鑑みれば、言わば「AI のコモディティ化」と捉えることも可能であり、OpenAI や Anthropic 等の AI 開発会社にとって脅威になるとの見方が根強い。一方、AI は推論、すなわち AI エージェントの時代にシフトしつつあり、AI エージェントという非常にローカルなデータを扱うプロセスを人に代わって自動化するという動作をオープンソースモデルで実現するか否かは定かではない。大企業で大規模に AI エージェントを動かす会社にとっては、自社内でオープンウェイトモデルを使って AI エージェントを開発することは正当化されるかもしれないが、それでも、GPU 購入からサーバー管理、サイバーセキュリティ、モデル更新や品質評価等の煩わしい作業も自らが手掛ける必要がある。米国の AI 開発会社の将来収益に対する影響を現時点で見積もることは、意外に難しいのではとみている。

以上を踏まえ、①や②を背景にした相場変動は若干時間がかかるものの、いずれ終焉し、その後は AI 投資動向、DRAM 価格等の現実的なストーリーに沿った株価形成に落ち着くのではないかとみている。

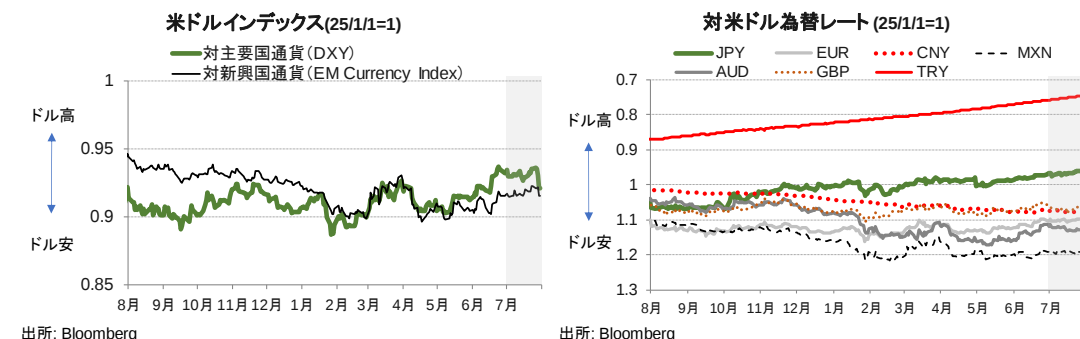
また、株式市場にとって長期金利が極端に上昇することも懸念材料になり得ることも認識しておくべきであろう。

③ 為替市場～日本政府・日銀が再び為替介入か

7月の為替市場は、引き続き米ドルが底堅く推移したが、7月末に米ドル円が急落したことにより、米ドルは対主要国通貨で下落した。

米ドル円は、月前半から日米金利差、原油高、日本の財政懸念等を背景に上昇し、一時163.99円と約40年ぶりの円安水準をつけた。そのようななか、7月30日に米ドル円は164円近辺から一時157円台後半まで3%以上急落した。日本当局が円買い・米ドル売りの為替介入をした。日銀の資金需給データから最大約8.2兆円、約590億ドル規模だった可能性がある。8月1日未明にも日本当局が再度介入したとの報道もあり（日経新聞、共同通信等）、月末には158円付近で引けた。

8月3日、片山財務大臣は談話を発表し、7月31日に日米協調の為替介入を実施したことを明らかにした。「更なる協調介入を実施することも躊躇（ちゅうちょ）しない」とも言及し、追加的な介入の可能性を示唆した。日米の協調介入は危機時や災害時などを除くと協調介入は極めて異例である（今回は2011年の東日本大震災直後以来15年ぶり）。



日米当局による協調介入が持つ意味は大きい。行き過ぎた円安は、米国製造業の交易条件を悪化させることに加え、行き過ぎた円安による日本の財政の持続可能性の低下により、日本のマクロ経済への悪影響が米国や他国経済に与える影響、さらには、多額の外貨準備と米国債を保有する日本政府が米国債を売却することへの不安につながり得る。為替介入への米国の参戦は、市場心理に一定程度影響するだろう。

ただし、為替市場では介入の効果に懐疑的な見方は根強いとみている。背景には、足もとの米ドル円の上昇基調が投機的というよりもファンダメンタルズに沿ったものとの見方がある。日本当局による介入前までは米ドル指数は底堅く、背景には①根強いインフレ懸念、②FRBの利上げ観測、③それに伴う米金利上昇に加え、④地政学情勢緊迫化の下での米ドル買い、など複合的な要因があるとみられる。これらに大きな変化が生じなければ、米ドル円が本格的に反転・下落する可能性は低いとの見立てである。

他資産と同様に、為替市場も当面は中東情勢の不安定化とインフレ、そして中銀の利上げ有無が焦点になるとみている。

3. オープンウェイトモデルは米 AI 開発会社にとって脅威になるのか

前述のとおり、7月は中国製 AI が注目され、株式市場を中心に大きく変動する要因となった。オープンウェイトモデルである Kimi K3 を使えば、理論的には、自社のクローズドな環境下で AI エージェントの開発までもが可能になり、AI のコモディティ化と評価されるのも頷ける。当然、クローズドモデルの AI ベンダーである OpenAI や Anthropic にとって脅威になるとの見方が台頭するのやむを得ないだろう。

一方、(これも前述の通り) AI は推論、すなわち AI エージェントの時代にシフトしつつあり、AI エージェントというクローズド（社内の）データを扱うプロセスを人に代わって自動化するという動作を、オープンソースモデルで実現するか否かは定かではない、と主張した。現時点では不透明な面も多いが、AI エージェント時代において中国のオープンウェイトモデルが世界を席巻するのか、そして OpenAI や Anthropic 等の米 AI 開発企業にとって脅威になるのかを、複数の視点から考察した。

オープンウェイトモデルとは、AI モデルの学習済みパラメータ（これを「ウェイト」と呼ぶ）を外部に公開し、利用者が自分のサーバーやクラウド環境に移して動かせるモデルを指す。AI の頭脳そのものを入手して、自社環境で実行できるモデルと言える。

一方、OpenAI、Anthropic、Google などの米国の AI モデルの多くはクローズドモデルである。クローズドモデルでは、利用者は質問を API (Application Programming Interface: あるソフトウェアの機能を別のソフトウェアから呼び出すための出入口のよう

なもの) に送り回答を受け取る。モデル内部のウェイトを見ることも、自社サーバーにコピーを移すことも、ソースコードを確認することもできない。

25 年 1 月には中国 DeepSeek 社が開発した AI モデル「DeepSeek-R1」がリリースされたことをきっかけに、米国の AI 関連株の価格が急落し、「DeepSeek ショック」と呼ばれた。一方、その後 AI 関連株の株価は回復し、株式市場でも中国製 AI が脅威とみなされなくなったのは、中国製 AI を米国側（日本を含む）の企業が本格的に活用する可能性は低いと考えられてきたからであろう。

具体的には、AI に入力する情報やプロンプトには一定の機密情報が含まれる可能性がある。当該情報を、中国にあるサーバーで動作する API を経由して中国側に送ることは、中国政府の検閲対象になる可能性がある。AI エージェントの時代になればなおさら、企業機密データは顧客情報等が多く含まれているため、中国製 AI を使って AI エージェントを開発する企業は皆無であるし、米国政府がそれを認めることはないとの見方である。

一方、中国製 AI はオープンウェイトモデルにシフトしており、DeepSeek に加え、LlaMA や Qwen 等の Kimi K3 と比肩する能力を持つ AI もオープンウェイトモデルである。前述の通り、オープンウェイトモデルの場合、中国にあるサーバーで動作する API を経由せずに、自社サーバー内で AI モデルを動かすことが出来るため、上記の問題には触れないとの見方もある。しかし、現実的に自社サーバーで AI エージェントを動作させるためには、一定のリスクが存在する可能性など、多くのハードルが存在する。一般的には、

- 専門的な知見の必要性：自社運用では、運営費用（GPU・賃借費、電力費、冷却費、サーバー管理等）、に加え深い知見（サイバーセキュリティ、モデル更新、品質評価、不適切出力への対策等）が必要になる。
- バックドア・悪意ある挙動の懸念：モデル自体に特定条件で異常な挙動をする仕組みが埋め込まれている可能性がある（オープンウェイトでは研究者や企業がモデルを解析できるためクローズドモデルのようなブラックボックスに近い API よりは検証可能性は高い）。
- 正確性（誤動作率を極小化すること）：AI エージェントでは人が行う業務を AI が代替することを想定し、例えば AI がメールを送受信、ファイル操作、コード実行、データベース操作、クラウド操作、認証情報へのアクセスや入力等を行う。このため、AI エージェントでは推論性能よりも正確性（誤作動率を極小化すること）が求められるが、米国のクローズドモデルに対して中国のオープンウェイトモデルの誤作動率は高いとの報告もある（米 NIST 傘下 CAISI による）。
- セキュリティ：また、仮に AI が乗っ取られれば、社内業務に与える影響は甚大になる。実際、米国内では DeepSeek を評価対象モデルにした AI エージェントは米国のクローズドモデルよりも悪意ある指示による Agent Hijacking に大幅に弱いとの結果も報告されている（米 NIST 傘下 CAISI による）。
- 米国政府による規制：更に、オープンウェイトモデルとはいえ、米国政府が中国製 AI を企業が利用することに制限をかける可能性は十分にある。例えば、前述のような Agent Hijacking への脆弱性（の可能性）を背景に、政治、軍事・防衛、電力ガス等のインフラ、金融、通信、医療等の領域では今後中国製 AI の利用規制が課せられる可能性がある。かつて Huawei の 5G 設備が世界を席巻した際、最終的に米国政府は Huawei を米国から撤退に追い込んだ。

等を挙げられる。このため、クローズドモデルの利用料が高額としても、特に後者の観点からクローズドモデルへの需要は相当量残ると考えることも可能である。

一方、中国製 AI が米国製 AI の脅威になる可能性も残る。

- 高額な AI 利用料: 既に問題になりつつあるが、AI の普及に伴いクローズドモデルに支払う利用料が高額になっている。米国企業による中国製 AI の利用が拡大しているのは、AI 利用コスト削減の意図が強く、中国製 AI の利用制限は米国企業の競争力低下につながる可能性がある。
- 寡占の回避: また、クローズドモデルは最終的に 2~3 社に集約されるとの見方が根強く、事実上寡占を容認することになる。中国製 AI を一定程度開放することで、極端な寡占を排除しつつ最先端モデルの利用料負担を低減することが出来るかもしれない。既に中国の AI 開発はオープンウェイトモデルを中心にしたエコシステムとして機能し、限られた資源 (GPU や DRAM など) の中で「出来ること」をブラッシュアップしており、開発競争の観点からもはや無視できない存在になっている。
- 非親米勢力圏: 中国に加えグローバルサウス、ロシア、北朝鮮、イラン、および多くの新興国市場では、中国製 AI が標準になる可能性が高い。

以上のように、中国製 AI と米国製 AI は、それぞれに優位性と弱点が存在しており、現時点でどちらが市場を席捲するかを判断することは難しい。

ただし、別の視点からの考察も可能である。具体的には、中国製 AI、米国製 AI 双方が共存することが出来る可能性も十分にある。

オープンウェイトモデルが「AI のコモディティ化」を実現するなら、AI 実装化が加速することになり、クローズドモデルもその恩恵を受ける可能性がある。事実、Deep-Seek-R1 が登場した 25 年 1 月以降も OpenAI や Anthropic の売上や顧客数は急増を続けている。また、「AI のコモディティ化」が実現すれば、AI を活用する経済主体が一層増えることを通じて、データセンター事業を手掛けるクラウド事業にとっても強い追い風になろう。換言すれば、中国製オープンウェイトモデルの台頭は、必ずしもクラウド事業も中国に席卷されることを意味せず、むしろ、NVIDIA に代表されるロジック半導体銘柄や AWS・Azure 等のクラウド事業、そしてデータセンター (DRAM 等のメモリーやデータセンター関連インフラのサプライチェーン全体) に至るまでの AI 推論インフラを増やす可能性も十分にある。

一般的には、中国製オープンウェイトモデルの台頭により、高い API 料金とクローズドモデルを収益源としている OpenAI、Anthropic 等の AI ベンダーが割を食うというシナリオに落ち着きがちである。しかし、実際は不透明かつ複雑な要素が絡み合っており、AI ベンダーへの影響も不透明である。むしろ、中国製 AI と米国製 AI の共存に加え、ロジック、メモリー等の半導体、クラウド事業を支えるデータセンター需要は、今後も堅調との見方を支援したいと考えている。

(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