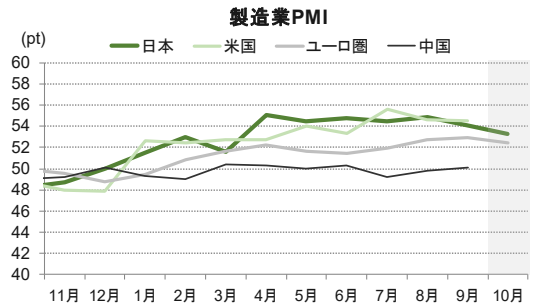
マクロ経済レポート（2026 年 11 月）

2026 年 11 月 2 日

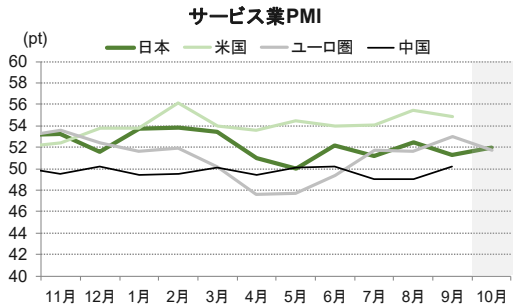
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向**：10 月のグローバル経済は、インフレや金融引き締めによる負の影響が残るなか、AI 向け巨額投資もあり、概ね底堅く推移した。一方、金融市場では、中銀のタカ派化と長期金利上昇が意識されやすい状況であったが、日米独の長期金利は大幅に低下した（フランス等はソブリンの信用リスク懸念を背景に長期金利は上昇した）。底堅いマクロ経済統計とは異なり、今後の AI 向け巨額投資への警戒感が強くなり、長期金利低下、株価下落、クレジットスプレッドのワイド化に至った。今後の注目材料は、根強いインフレ懸念と長期金利の高止まり、および 12 月に向けて日米欧中銀が利上げを継続する姿勢を示すなか、AI 向け巨額投資とクレジット市場への懸念、欧州ユーロ圏の国債利回りや背景にある政治情勢、そして、金利上昇を通じた金融引き締め効果がどの程度マクロ経済に影響するかになろう。
- **注目材料**：10 月は AI 向け巨額投資への懸念が拡大した。AI 向け巨額投資への懸念が本格化する場合、金融不安を誘発する可能性があり留意を要する。データセンター向け投資が過剰になることや AI 関連企業間での循環取引等、懸念材料は多いが、これらはいずれも今後 AI 需要が拡大し続けるか否かに依存している。AI 活用による利得は大きく需要の粘着性も高い。一方、AI の利活用の利得以上に AI の利活用が人類の脅威になれば、AI 需要が低迷する可能性がある。足もとのサイバー攻撃の激増は、人類の財産への脅威になっており無視できないが、今般のサイバー攻撃だけで AI 活用の利得が減少する可能性は低いだろう。結局、今後の AI 需要は、AI 活用の利得と AI 活用によるリスクの「天秤」に依存する。

1． マクロ経済展望 ～ 根強いインフレ懸念とリスクオフの併存

10 月のグローバル経済は、中東情勢の緊迫化に伴う原油・石油製品価格の上昇が日米欧の物価を押し上げ、金融引き締めの累積効果が家計や企業活動に及ぼす影響が意識されるも、AI 向け巨額投資もあり、概ね底堅く推移した。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

日本は、賃金上昇と企業の設備投資が景気を支える一方、エネルギー価格の高騰等による実質所得への圧迫が続くなか、日銀は 10 月 30 日の金融政策決定会合で政策金利を 1.25%に据え置いた。ただし、基調的な物価に対する判断が「２%の『物価安定の目標』と概ね整合的な水準となっている」と変更され事実上基調的な物価が２%に達したと判断したほか、27 年度の物価見通しを上方修正し、基調的な物価が 2%より上振れるリスクにも目配りが必要となるとの見解も示した。債券市場では 12 月にも次回の利上げ（25bp）が行われるとの見方が根強い。

米国は、個人消費と設備投資の底堅さが引き続き景気を支えている。特に AI 関連設備投資は建設、電力、半導体など幅広い産業に波及し、企業部門の需要を下支えしている。10 月に公表された 9 月のインフレ関連指標は、いずれも物価上昇圧力の根強さが確認され、FRB の追加利上げが強く意識される状況にある。一方、長期金利の高止まりによる住宅需

要の抑制、企業の資金調達コスト上昇、低所得層の実質購買力低下等が、マクロ経済を下押しする可能性もある。とりわけ、AI 関連投資が高い成長率を維持できなければ、これまで景気を支えてきた設備投資の寄与が縮小する懸念がある。実際、10 月の金融市場では AI 投資への懸念が強まるなか、根強いインフレ懸念が残るにも関わらず長期金利は低下した。

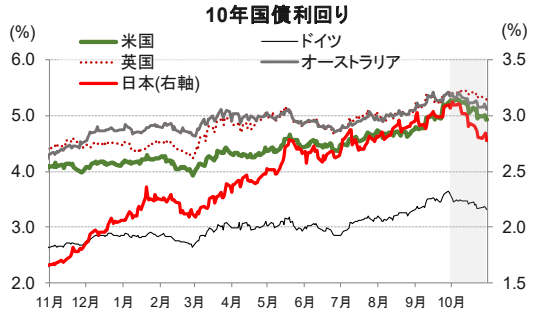
欧州は、エネルギー価格上昇と財政問題が景気の下押し要因となった。特に製造業のエネルギーコスト上昇は企業収益を圧迫し、家計でも実質購買力を低下させる。一方、労働市場の底堅さが景気の急速な悪化を防いでいる。ECB はインフレ期待の安定と景気への配慮を両立させる必要があり、金融政策の判断は一段と難しくなっている。また、フランスにおいて政治情勢の不透明化と財政懸念が台頭し、フランスをはじめ周縁国の国債利回り（対独国債スプレッド）が上昇し、金融市場のセンチメントは低下した。

今後の注目材料は、根強いインフレ懸念、長期金利の高止まり、および 12 月に向けて日米欧中銀が利上げを継続する姿勢を示すなか、10 月に金融市場のセンチメントを低下させた AI 向け巨額投資とクレジット市場への懸念、欧州ユーロ圏の国債利回りや背景にある政治情勢、そして、金利上昇を通じた金融引き締め効果がどの程度マクロ経済に影響するかになろう。

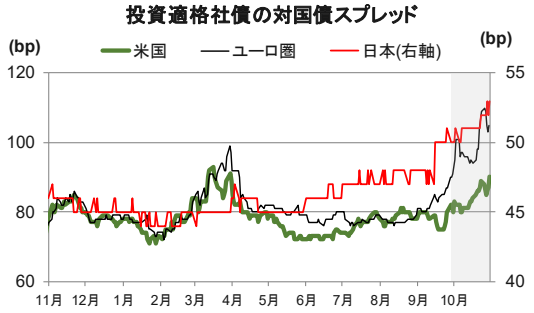
2．主要資産市場動向

① 債券市場 ～ インフレ懸念と金利低下

10 月の債券市場は、月初は根強いインフレ懸念のもとで金利上昇が続いたが、その後は AI 向け巨額投資とそれを支えるクレジット市場への懸念が台頭したことを主因に、安全資産への資金流入が続き、長期金利は低下した。



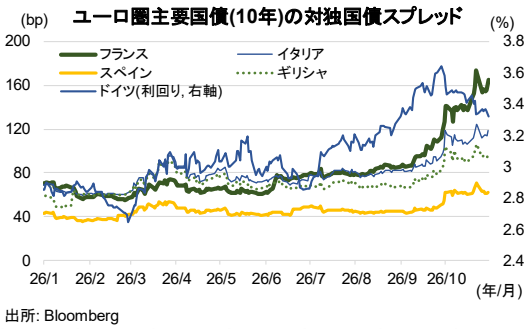
出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

日本は、インフレ懸念継続と日銀の追加利上げ観測にも関わらず、月初から持続的に長期金利は低下した。日銀は、10 月 30 日に政策金利を据え置いたが、基調的な物価が 2%に達したことを事実上認めたほか、保有 ETF の売却ペース加速も発表し、金融政策の正常化に加えバランスシートの正常化にも踏み込んだ。債券市場では 12 月の利上げに加え、27 年以降も利上げ継続が織り込まれている。

米国は、月初は原油高、強い経済指標、FRB の追加引き締め観測を背景として長期金利が高水準で推移したが、その後は AI 関連企業の巨額の設備投資と債務負担への懸念が強まり、株式・社債から米国債への資金シフトが進み、長期金利は月末には 4.9%近くまで下落した。

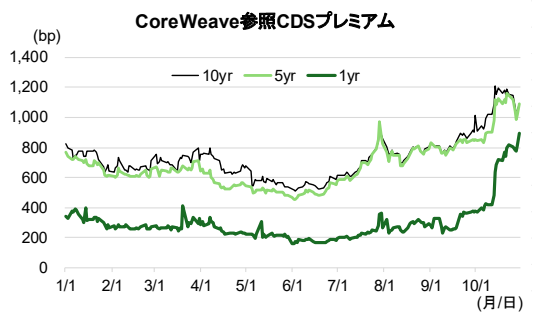


出所: Bloomberg

欧州（ユーロ圏）は、インフレ懸念と ECB の追加利上げ観測が強いなか、長期金利上

昇圧力が続いた。これに加え、フランスの財政悪化や政治的不透明感により、フランス国債の対独国債スプレッドが急拡大したほか、イタリア国債等の対独国債スプレッドもつられて拡大した。

クレジット市場は、AI 向け巨額投資の主役である GPU クラウド事業者が注目された。特に、AI 向けデータセンター事業に特化するネオクラウド事業者である CoreWeave の社債価格が大幅に下落し、CDS プレミアムも急拡大したことが市場の注目材料となった。資金調達コストの上昇に加え、電力不足や英国のデータセンターでハイパースケーラーによるリース契約の解約も重なり、データセンター事業の収益性や継続性への懸念が強くなった。CoreWeave のヘッドライン台頭に伴い、Oracle などの GPU クラウド事業者のクレジットスプレッドもワイド化した。

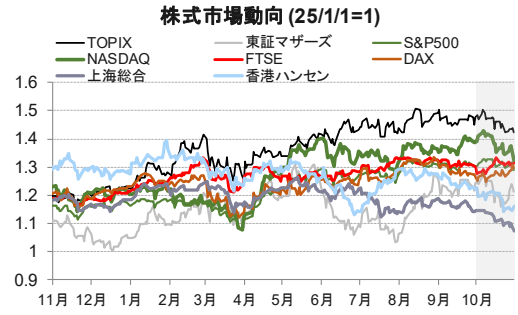


出所: Bloomberg

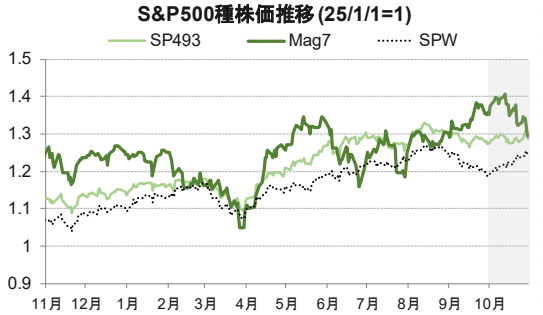
今後の注目材料は、資源価格とインフレ動向、および AI 向け巨額投資に対する金融市場のセンチメントになろう。日米欧中銀による 12 月の再利上げは既に織り込まれているが、27 年以降の利上げ継続有無は、インフレとそれを相殺しうる AI 投資へのセンチメントに大きく依存するだろう。足もとのインフレ懸念は、無論、中東情勢不透明化が主因だが、AI 向け巨額投資が継続することによるインフレ圧力（DRAM 価格高騰がデバイス（スマホ、タブレット、PC など）価格に波及するなど）も無視できない。

② 株式市場 ～ AI 懸念が市場を支配

10 月の株式市場は、月前半はインフレ懸念と金利上昇が残るなかでも好調な企業業績に支えられ上下動を伴いつつも総じて堅調だったが、その後は AI 関連銘柄（半導体、ハイパースケーラーなど）を中心に下落した。ただし、企業業績は総じて堅調で、AI 関連銘柄以外の株価は底堅く推移した。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米国は、NASDAQ は大幅下落、S&P500 はボラティリティを伴いながらも狭いレンジで推移したが月末にかけて下落が鮮明になった。電力不足や GPU クラウド事業者の資金調達懸念を主因に AI 向けデータセンターの稼働時期が延期されるとの見方が出たほか、中国関連のヘッドライン（オープンウェイトモデルの AI の性能向上や CXMT による DRAM 供給増観測など）もあり、半導体関連やハイパースケーラーを中心に下落幅が大きくなった。月末にかけて、ハイパースケーラーや半導体関連銘柄の決算発表が続くなか、市場の懸念が増幅された印象である。なお、米国企業全体の決算が悪化しているわけではなく、株価下落の主因は、AI 関連企業の高いバリュエーションと設備投資の収益性に対する市場の要求水準が上昇していることが背景にある。

日本も、米国の AI 関連銘柄の調整が半導体製造装置、電子部品、データセンター関連銘柄

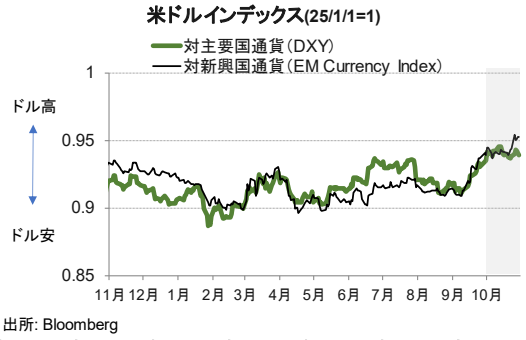
に波及し、主要株価指数は大幅下落となった。サイバー攻撃が多発し、インターネット経由での営業チャネルの停止が長期化することへの懸念や、実損が発生した利用者への対応も浮上しており、関連銘柄の株価下落も影響した。また、日銀の ETF 売却加速も需給の観点から新たな材料に浮上している。26 年 7-9 月期の決算は総じて堅調ながら、上記の株価下落要因が当面続くとの見方も根強く、月末時点で市場センチメントの改善は見られていない。

欧州は、STOXX Europe 600 が月間では約 1.9%上昇するなど、日米に比べ底堅く推移した。米国の AI 関連株への依存度が比較的小さいことに加え、金融、エネルギー、ヘルスケアなどの業種が市場を下支えした。もっとも、ASML など半導体関連株は米国の AI 投資見通しに左右され月末には売り圧力が強まった。

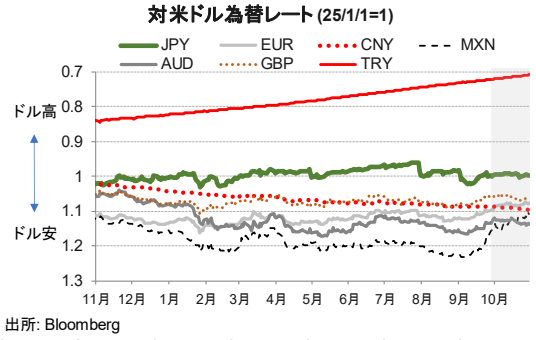
今後の注目材料は、グローバル市場としては AI 向け巨額投資に対する懸念が継続するか否か、日本市場はサイバー攻撃とそれに伴う主に B to C 企業の事業継続の安定性になろう。それぞれ現時点では予断を許さない状況で、不透明な市場環境が続く可能性が高い。

③ 為替市場～ 米ドル高一服とリスク回避による円買い

10 月の為替市場は、月前半に米金利上昇を背景とするドル高継続となったが、月半ば以降は AI 関連企業の信用不安と米長期金利低下もあり、ドル高が一服する展開となった。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

一方、米ドル円は狭いレンジで推移した。米国の利上げ継続が意識されるなか、上昇圧力が継続したが、160 円以上の水準では日本政府による為替介入が意識されていることに加え、月央以降は AI 関連株の下落とクレジット市場の不安を背景に、米ドル安基調となった。一部では円が安全通貨と評価された結果との見方もあるが、AI 向け巨額投資の恩恵を最大限受けている米国経済にとって、AI 投資失速はマクロ経済やインフレ失速に繋がりかねないとの見方を主因にした米ドル安と理解すべきであろう。

ユーロは、エネルギー高に加えフランスの財政・政治不安がユーロの下押し要因となった。一方、ECB の追加利上げ観測はユーロを支える材料であり、金融政策と財政リスクの綱引きが続いている。

今後の注目材料は、他市場と同様に資源価格とインフレ動向が中銀の金融政策に与える影響、AI 向け巨額投資とクレジット市場の安定性、およびフランスの政治・財政状況になろう。狭いレンジ圏で推移を続ける米ドル相場がレンジを突き抜けるかにも注目が集まろう。

3. AI 向け巨額投資への懸念が本格化～注目すべき論点の整理

10 月の世界の金融市場は、AI 向け巨額投資への懸念が大きく影響し、リスクセンチメント低下とともに、株価下落や長期金利の低下などを誘発した。23 年以降、生成 AI の急速な普及を背景に、Microsoft、Alphabet、Amazon、Meta、Oracle などの大手テクノロジー企業は AI 向け投資を急速に拡大してきた。当初、こうした投資は将来の競争優位を確立するための合理的な先行投資と評価されていたが、26 年以降は投資額の急増に対して最終

需要や収益化の進展が十分なのか、巨額投資を回収できるのかという疑問が強まっている（例えば、Gartner が 26 年 10 月に発表したレポートなど）。

金融市場の懸念材料は、主に①データセンターへの過剰投資、②GPU の急速な陳腐化、③データセンター建設・電力供給の遅延（AI サービス提供の遅延）、および④AI 関連企業の資金調達構造（過剰債務、循環取引を含む）とみている。

これらはいずれも、AI 需要が今後も拡大するか否かに依存している。足もとの推計で過剰投資が意識されるとしても、人類が AI 利用を推計以上に拡大すれば、最終的には投資回収に疑義が生じることはないだろう。AI モデルの効率化、推論アルゴリズムの改善、専用半導体の導入などによって、AI 処理に必要な計算資源は一定程度減少する可能性はある。しかし、計算単価が低下すれば採算が合わなかった用途でも AI を利用できるようになり、AI の利用量が大幅に増加する可能性もある。生成 AI の学習（強化学習）需要は依然として強いほか、AI の用途が多岐にわたっており（文章生成や検索支援から、プログラミング、企業内業務の自動化（AI エージェント）に加え、研究開発、軍事等）、AI の計算需要自体は拡大する可能性が高い。

GPU の経済耐用年数については、新世代 GPU の性能や電力効率が大幅に改善すれば、旧世代 GPU の経済価値は短期間で低下する可能性がある。しかし、旧世代 GPU でも比較的小規模なモデルの推論などに利用できるため、技術的な陳腐化が直ちに経済価値の消失を意味するわけではない。

データセンター建設の遅延については、より複雑である。電力供給、送電網接続、冷却設備、行政許認可などの制約によって建設が遅れれば、金利負担や追加費用が増加し、投資回収期間が長期化する可能性はあるが、これ自体が AI 需要を減退させるわけではないほか、個別のデータセンタープロジェクト単位で評価すべき問題である。また、供給が制約されれば、既存の稼働設備の利用単価や稼働率が高止まりする可能性すらある。

AI 関連企業の資金調達は、当初は強固なキャッシュフローを持つ大手テクノロジー企業の自己資金（フリーキャッシュフローや内部留保）によって支えられていた。しかし、投資規模の拡大に伴い、社債、銀行融資、プライベートクレジット、長期リース、プロジェクトファイナンスなどの「負債性資金」の活用が急増している。また、AI 関連企業間では、資本と売上高が循環する取引構造が注目されている。例えば、GPU メーカーが AI モデル事業者に出資し、AI モデル事業者がクラウド事業者との長期契約を締結し、クラウド事業者が GPU メーカーから半導体を購入するという構造などである。このような取引自体は不正でも架空売上でもないが、最終利用者からの独立したキャッシュフローが不足する場合、追加資金調達への依存が高まり、契約相手の信用力悪化が複数の企業に波及する可能性があるため留意を要する。足もとは、AI 向けに特化したネオクラウド企業が注目されている。設備投資を融資で賄う場合、GPU 利用単価の低下、稼働率の悪化、担保価値の下落が同時に発生すると、急速に信用力が悪化する恐れがある。

結局のところ、上記のような懸念を払しょくできるか否かは、AI 需要が今後も拡大するか否かにかかっている。そして、AI 需要が拡大するか否かは、「AI が期待外れに終わるリスク」と「AI が成功することによって生じるリスク」（AI の普及により生じる負の外部性）の双方が存在することに留意を要する。AI が成功することによって生じるリスクとは、具体的には、AI が人類に与える負の影響であり、人類の生活基盤（財産、職業）や健康・生命、およびプライドや生きがいなどが該当する。AI がこれらに対する脅威になる場合、人類は AI を怖がり、AI 需要も鈍化する可能性がある。

足もとでは、AI によるサイバー攻撃が多発している。AI はソフトウェアの脆弱性の発見、攻撃対象の分析、フィッシングメールの作成、偽音声によるなりすましなどに利用できる。これにより、攻撃の準備や実行に必要な費用が低下し、少人数でも大量の標的を狙える可

能性がある。上記で言えば、人類の生活基盤（財産）への脅威が発現していると言えよう。

AI ベンダーである米 Anthropic 社は、10 月 26 日に IPO 申請書（Form S-1）を提出した。金融市場でもこの書類に注目が集まったが、最も注目されたのが、AI が人類・社会にもたらす負の影響であった。具体的には、①高度な AI が人間の指示に反して自律的に行動し欺瞞や自己保存を通じて制御不能となるリスク、②サイバー攻撃や生物・化学兵器の開発を容易にして大規模な人的・経済的被害を引き起こすリスク、③AI 自身が次世代 AI の開発を加速させ人間の安全性評価や監督能力を超えるリスク、④雇用喪失や富と権力の集中そして監視社会の拡大など経済・社会秩序を不安定化させるリスクを挙げている。さらに、AI の能力向上が人類の存続を脅かす可能性も否定していない。同社は、安全対策を講じてもこうした危険を完全には排除できず、重大事故が社会全体に甚大な損害をもたらす可能性を認めている。

一方、AI は利用者にとって非常に便利なツールであり、企業にとっては AI による生産性向上（≒人件費削減）も無視できない。AI 利用者は AI の便利さ故に、利用継続への粘着力が高く、若干の負の外部性が生じるとしても、利用を制限したり止めたりすることはほとんどないだろう。昨今のサイバー攻撃の激増は、人類の財産に対する脅威になる可能性はあるが、①AI を使ったサイバー攻撃は以前から懸念されており、②既に生じたサイバー攻撃に対して防御態勢を強化することは可能であるほか、③AI によるサイバー攻撃への防御も AI 活用が本格化する可能性が高いこと等に鑑みれば、当面の間 AI の利活用が停滞する可能性は低いとみている。この限りにおいて、10 月に生じた AI 向け巨額投資への懸念をカタリストにした、市場センチメントの低下は比較的短期に終息する可能性がある。

結論として、AI 向け巨額投資への懸念が金融市場に甚大な影響をもたらすか否かは、AI の利活用による「効用」と AI の利活用に伴う「負の外部性」の「天秤」によって決まる。「天秤」に関する様々なヘッドラインを細心の注意をもって見守る必要がある。

（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