

◎注意事項をよくお読み下さい

りそな 経済フラッシュ

(日米Market View : 米国のAIブームはITバブルと同じ末路を辿るのか?)



○要約

1. 導入 : AIブームは90年代末の再現か

現在の米国の経済状況は90年代後半と類似点が見られる。当時、FRBは95年2月までの1年間に計3%利上げした後、7月に利下げに転じたが、その間、経済が深刻な景気後退に陥ることはなく、株式市場では、インターネットの普及等、新技術への期待で、SP500は94年の2%安から95年に34%高と急反発した。その後も、98年のLTCM破綻を懸念した予防的利下げも相まって、99年まで毎年2~3割上昇する相場が続いた。もっとも、この強気相場は過熱し過ぎた結果、FRBが抑制の為の利上げに動くとともに崩壊することとなった(ITバブルの崩壊)。

現在FEDは年内の利下げを検討している状況だが、その要因のひとつとして商業用不動産価格下落を背景とした地銀危機懸念に対する予防的処置があげられる。実現した場合、ITバブル当時のFEDの金融政策や株式市場の動きを辿る可能性があるようにもみえる。そこで本稿では、今後の利下げサイクルが最終的にはAIバブルを醸成し、90年代末のITバブルの再現となるのか、検証した。

2. ファundamentalズと比較ー金融環境&労働市場 : 指標の水準は近似も内容には差異

まず金融環境について、名目中立金利と政策金利との乖離度合いから、金融引き締め度合の違いを算出した。その結果、現在の政策金利の水準は名目中立金利よりも引締め的であるのに対し、98年当時は総じて緩和的な金融環境が継続していたことがわかった。既に緩和的な環境であったにもかかわらず利下げを行ったことが、金融危機回避に成功した一方で投資を過熱させITバブルを引き起こした側面があるといえる。

続いて労働市場について失業率変動要因の分解を試みたところ、労働参加率の寄与に違いがみられた。現在は労働参加率が上昇しているにもかかわらず失業率が低水準に保たれており労働環境の好転が示唆される一方で、ITバブル当時は労働参加率の上昇が頭打ちとなり、労働環境悪化の兆候がみられていた。

3. 米国株式市場分析 : ハイバリュエーションだが当時ほどの過熱感はない

新技術への期待について、確かにAI技術への相場の期待は高く、それが年初来相場を牽引してきたことは否めないが、情報技術セクターへ選好が過度に集中しているわけではない。SP500の業種構成比をみると、確かに現在の情報技術セクターの構成比は、IT相場並みであるが、これはITバブル崩壊後に、ITセクターの成長に伴って上昇した結果であり、AI技術への過度な期待を反映しているとは言い難いだろう。

次にバリュエーションだが、SP500のPERはIT相場程ではないとは言え、ヒストリカルには高水準である。但し、10年金利との利回り差を表すイールド・スプレッドは、90年代はプラス圏であった一方で現在は0近傍である。尚、イールド・スプレッドはリーマンショック以降縮小傾向だが、同時にFEDはバランスシートを拡大させている。水準自体の低さと金融環境の違いを考慮すると当時程の過熱感は見受けられない。

4. 今後の展望 : 適温相場入りを見込む

インフレ鈍化が進展すれば年内利下げ開始の可能性は依然として高いが、金利パスは比較的緩やかなものが想定される。現在は比較的金融引締め的な状態であるとみられることから、緩やかな利下げによって急激に経済が過熱することは避けられよう。労働市場について、労働参加率はコロナ禍以前のそれに達しておらず、しばらくは労働参加率の上昇傾向が続くだろう。また、縦軸にインフレ率、横軸に失業率をとったフィリップス曲線は、ITバブル当時は失業率低下に伴ってインフレ率が上昇していたが、現在はインフレ率の急激な低下に失業率がほとんど反応していない。これは曲線自体の下方移動、即ち労働市場の好転を示しており、失業率が高まりにくくなっているといえる。今後のインフレ率は緩やかに2%付近に向かうことが予想される他、緩やかな利下げ局面に移行することも鑑みれば、失業率の急激な上昇は考えにくい。

株式市場については、市場がIT相場での失敗を学んでいることから、現在の相場はIT相場を繰り返すことにはならないと考えている。確かにAI技術への市場の期待は高いが、優良銘柄が選別されている様子が窺える。例えば、エヌビディアやマイクロンはAI向けの需要が旺盛で堅調な株価推移だが、同じくAI期待で上昇していたマーベルテクノロジーは決算が振るわず下落へ転じている。市場の選別が機能し、FRBが市場と密なコミュニケーションを取る中においては、ITバブルの二の舞は避けられよう。

◎注意事項

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

◎注意事項をよくお読み下さい

りそな 経済フラッシュ

2024/5/7

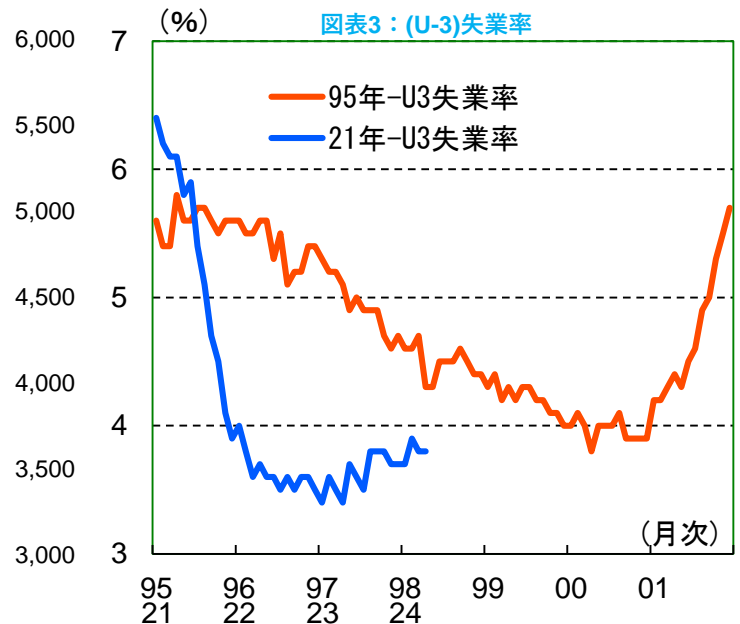
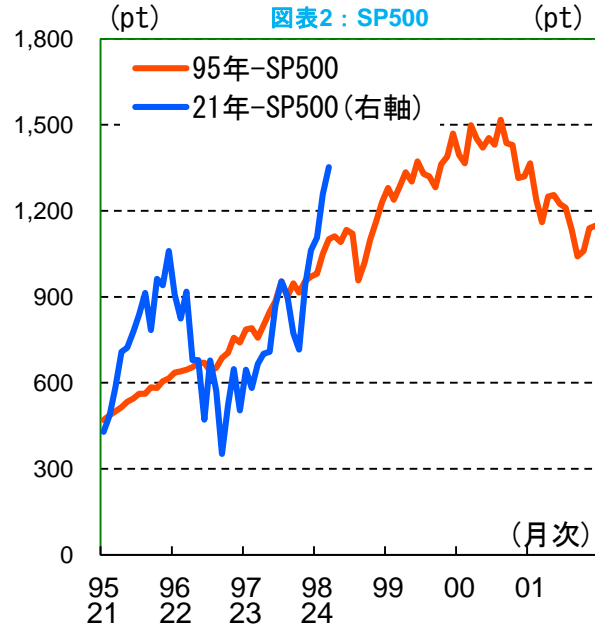
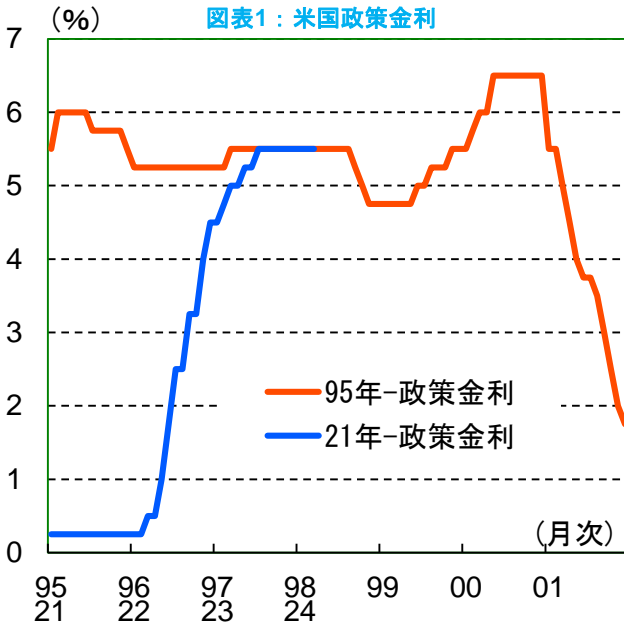


(日米Market View : 米国のAIブームはITバブルと同じ末路を辿るのか?)

りそなホールディングス 市場企画部
担当: 武居、渋谷

○AIブームは90年代末の再現か

- 米国経済はコロナ禍から景気が回復するに伴いインフレ率が上昇。FRBは22年央以降インフレ鎮静化のため急速に利上げを行い、高金利を維持してきた(図表1)。当初、多くのエコノミストが、引き締め的な金融政策を背景に米国経済の景気後退を予想していたが、米国経済は予想外に堅調な状態を維持し、景気後退を回避できるとの楽観的な見方が広がりつつある。また、株式市場に目を転じてみると、AI技術への期待が高まり、ハイテク銘柄が相場の上昇をけん引している。
- 高インフレの高止まりで、足元でややFRBの利下げに対する期待は後退しているものの、現在の米国経済の状況は、経済が比較的堅調な中で予防的利下げを行った90年代後半と類似点が見られる。当時、FRBは95年2月までの1年間に計3%利上げした後、7月に利下げに転じたが、その間、経済が深刻な景気後退に陥ることはなく、株式市場では、インターネットの普及等、新技術への期待で、SP500は94年の2%安から95年に34%高と急反発した。その後も、98年のLTCM破綻を懸念した予防的利下げも相まって、99年まで毎年2~3割上昇する相場が続いた。もっとも、この強気相場は過熱し過ぎた結果、FRBが抑制の為に利上げに動くとともに崩壊することとなった(ITバブルの崩壊)。
- 足元で利下げ時期を巡って不透明感も台頭してきているが、仮に利下げが行われた場合、それは新技術への期待を背景とした株高や低位な失業率が示す様に米国経済が底堅い中で行われることとなる(図表3)。今次の利下げサイクルが最終的にはAIバブルを醸成し、90年代末のITバブルの再現となるのか、検証した。



注 : 最新の実績は24年3月。 出所 : Bloomberg

◎注意事項
 本資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

りそな 経済フラッシュ

(日米Market View：米国のAIブームはITバブルと同じ末路を辿るのか?)

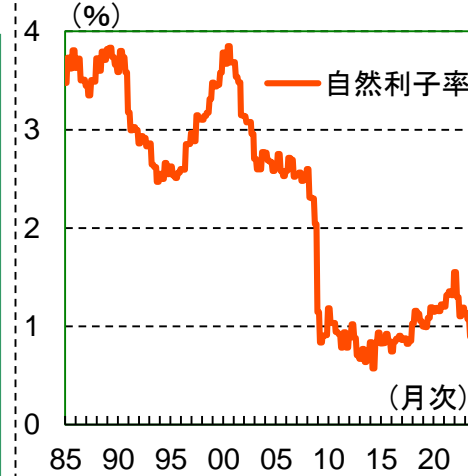
◎注意事項をよくお読み下さい



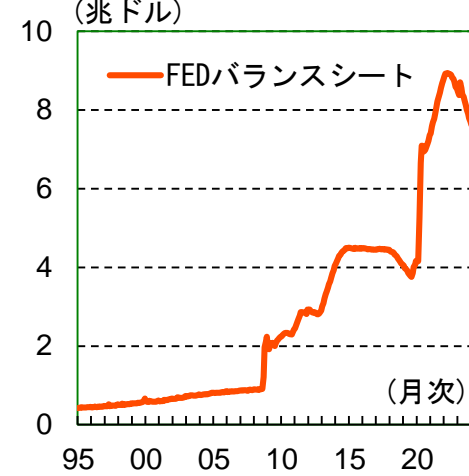
○ファンダメンタルズの比較－金融環境

- まず、政策金利について現在の状況を確認する。22年にコロナ禍からの回復に伴うインフレへの処置として、FEDは大幅な利上げを実施した。現在のFF金利レート上限は5.5%と、98年当時の水準に等しくなっている。また、現在FEDは年内の利下げを検討している状況だが、その要因のひとつとして商業用不動産価格下落を背景とした地銀危機懸念に対する予防的処置があげられる。これは、LTCM破綻から金融危機が顕在化しないよう予防的利下げを行ったITバブル当時の展開と酷似しているとも考えることもできる。これらを勘案すると、現在とITバブル当時のFEDの金融政策は似通っているようにみえる。
- 政策金利の水準が等しいことは、金融引締め度合いが同水準であることを意味するのだろうか。本論では、現在と当時の金融引締め度合いを簡便に検証した。経済を刺激も抑制もしない実質利率の水準である自然利率(図表4)と期待インフレ率の合計を、インフレ率を変化させない名目中立金利とし、名目中立金利と政策金利との乖離度合いを算出した。ただし、08年の金融危機以降、FEDは政策金利の引き下げのみならず金融資産を大規模に買い入れる量的緩和政策を繰り返し実行してきたため、ITバブル当時と現在とではFEDのバランスシートの水準が大きく異なる(図表5)。そのため、金融引き締め度合いを示すうえでは量的緩和政策の効果を考慮する必要があるが、FED(2022)によれば中央銀行バランスシートの2.5兆ドル縮小は政策金利の50bp引き上げと同等の効果を持つという。本論ではこの結果を利用し、量的緩和政策の効果を織り込んだ名目中立金利と現実の政策金利との差を示した(図表6)。
- その結果、現在の政策金利の水準は名目中立金利よりも引締めのめであるのに対し、98年当時は総じて緩和的な金融環境が継続していたことがわかった。すでに緩和的な環境であったにもかかわらず利下げを行ったことが、金融危機回避に成功した一方で投資を過熱させITバブルを引き起こした側面があるといえる。

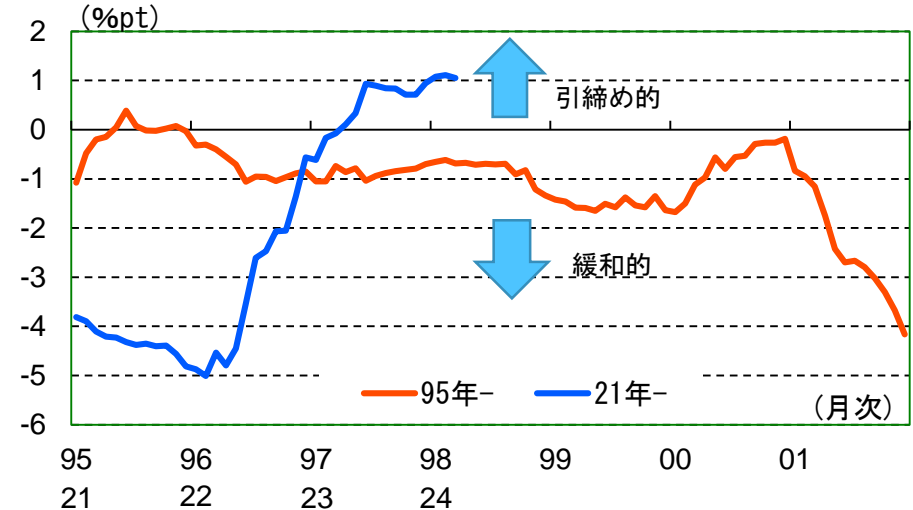
図表4：米国の自然利率



図表5：FEDバランスシート



図表6：政策金利の名目中立金利との乖離度



注：最新の実績は24年3月。自然利率はNY連銀の推計値、期待インフレ率はクリーブランド連銀推計の10年期待インフレ率を使用した。

出所：Bloomberg, FED(2022) "Substitutability between Balance Sheet Reductions and Policy Rate Hikes: Some Illustrations and a Discussion"

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

$$:= \text{自然利率} + \text{期待インフレ率} + \text{FEDバランスシート} \times \frac{0.5}{2.5 \text{兆ドル}}$$

りそな 経済フラッシュ

(日米Market View：米国のAIブームはITバブルと同じ末路を辿るのか?)

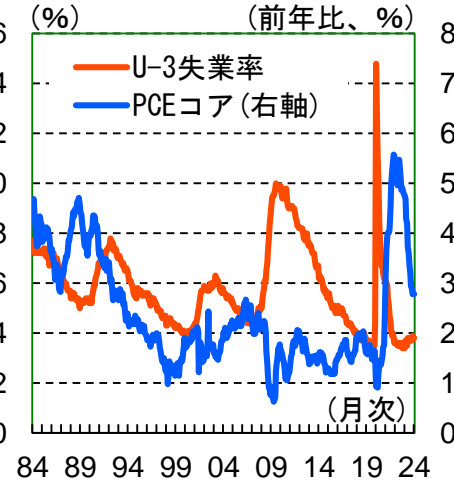
◎注意事項をよくお読み下さい



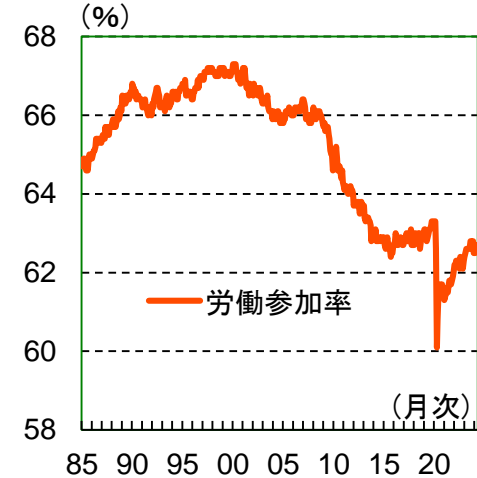
○ファンダメンタルズの比較－労働市場

- 次に、労働市場について確認する。現在とITバブル当時とで労働市場の環境を比較すると、失業率が4%前後と歴史的な低水準である点が類似している。また、インフレ率低下と失業率低下の両立が図られているという点でも一致しているように見える(図表7)。そこで、失業率の低下要因に違いがみられるかを検証すべく、失業率変動について労働参加率・人口・就業者数により要因分解を行った。
- その結果、ITバブル当時は労働参加率要因が失業率を押し下げる方向に寄与していたことがわかった(図表9左)。実際、米国の労働参加率を確認すると、98年頃をピークに頭打ちとなりその後は徐々に低下している(図表8)。失業率を計算する式は(労働力人口-就業人口)÷労働力人口であることから、労働参加率が低下するということは、分母と分子の労働力人口が減少する方向に作用することから、就業人口が一定のもとでは失業率の低下要因となる。この場合、労働参加率の低下は労働力人口の減少、すなわち職探しを諦めた人の増加を意味し、労働参加率要因での失業率低下は労働環境の悪化に起因する好ましくない失業率の低下とみなすことができる。
- 一方で、現在は労働参加率要因が失業率を押し上げる方向に寄与している(図表9右)。米国の労働参加率はコロナ禍で急激に低下したのち元の水準に向けて上昇してきている(図表8)。労働参加率の上昇は、先ほどとは逆に、失業率を計算する式の分母と分子の労働力人口が増加する方向に作用することから、就業人口が一定のもとでは失業率の上昇要因となる。これはこれまで職探しをしていなかった人が労働市場に戻ってきた、あるいは新たに参入することを意味することから労働環境の好転とみなすことができ、現在の労働市場が依然として堅調に推移している背景を示しているといえる。
- 以上から、現在は労働参加率が上昇しているにもかかわらず失業率が低い水準に抑えられているような、労働市場が好転してきている環境であるといえる。一方でITバブル当時は、それまでの好景気により失業率は低い水準に保たれていたものの、労働参加率の上昇は頭打ちとなり労働市場は悪化の兆候がみられていた。

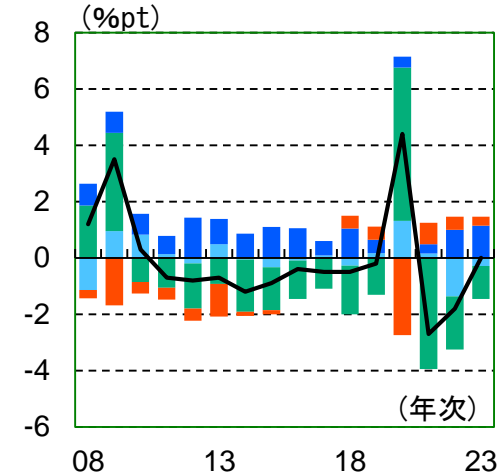
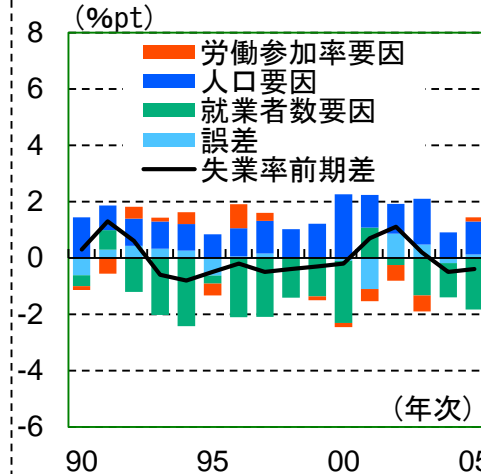
図表7：失業率とインフレ率



図表8：【米国の労働参加率】



図表9：失業率前年差の要因分解 (左：90年～05年、右：08年～23年)



注：最新の実績は月次は24年3月、年次は23年。
出所：Bloomberg

$$\text{失業率} = \frac{\text{労働力人口} - \text{就業人口}}{\text{労働力人口}} = \frac{15\text{歳以上人口} \times \text{労働参加率} - (\text{就業者数} + \text{休業者数})}{15\text{歳以上人口} \times \text{労働参加率}}$$

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

りそな 経済フラッシュ

(日米Market View：米国のAIブームはITバブルと同じ末路を辿るのか?)

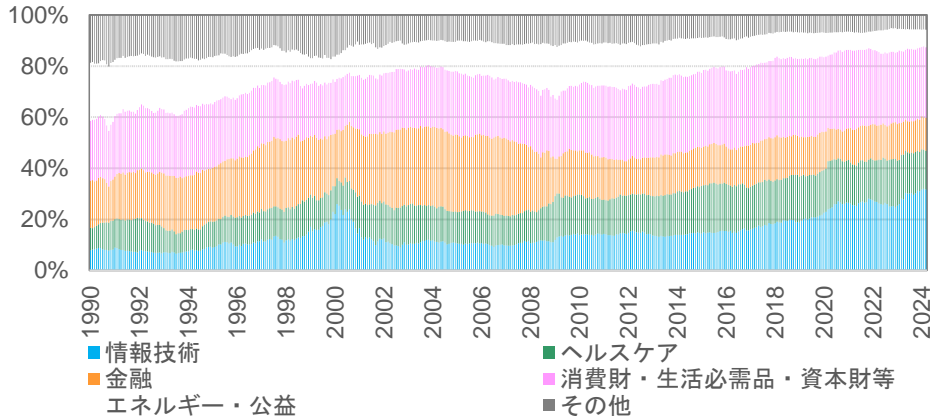
◎注意事項をよくお読み下さい



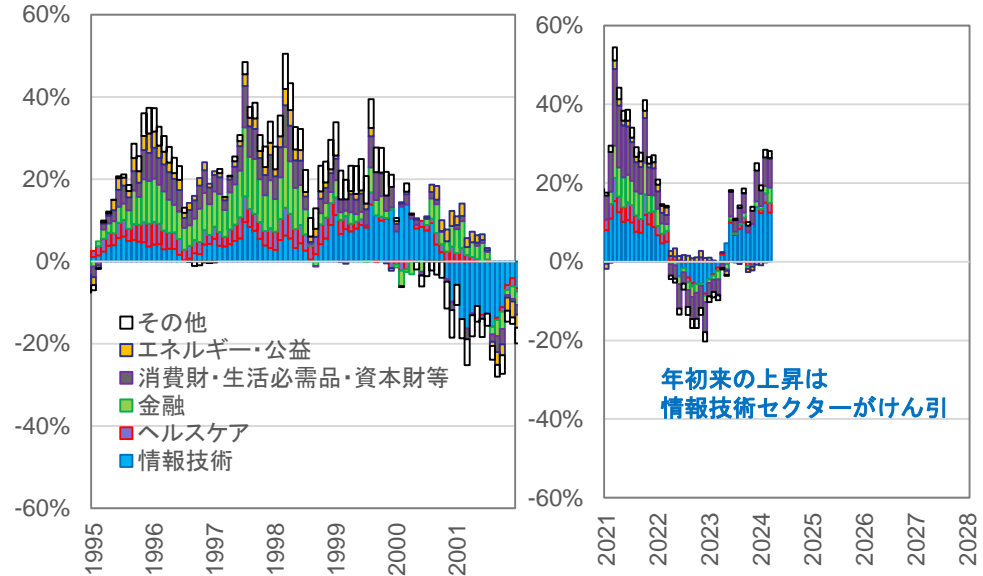
○米国株式市場分析

- 90年代～00年にかけてのIT相場を一言で言えば、新技術への期待から過度にITセクターへ選好が集中し、バリュエーションが膨張した相場であったと言えるだろう。また、経済が堅調な中でFRBが利下げに転じたことも、バブルの醸成を促した一因であろう。
- 新技術への期待について、確かにAI技術への相場の期待は高く、エヌビディアを筆頭に、それが年初来相場をけん引してきたことは否めないが、情報技術セクターへ選好が過度に集中しているとは言えないだろう。SP500の業種構成比をみると、確かに現在の情報技術セクターの構成比は、IT相場並みであるが、これはITバブル崩壊後に、ITセクターの成長に伴って上昇した結果であり、AI技術への過度な期待を反映しているとは言い難いだろう。
- 次にバリュエーションだが、SP500のPERはIT相場程ではないとは言え、FRBの利下げを期待する中でヒストリカルには高水準である。ただし、10年金利との利回り差を表すイールド・スプレッドは、大幅なプラス圏(株式が債券に比べて割高)であった90年代と比べると現在は0近傍に位置している。なお、イールド・スプレッドはリーマンショック以降縮小傾向だが、時を同じくしてFEDはリーマン・ショック以降バランスシートを拡大させている。前頁で指摘した様に、それは金利押し下げ効果を持つことと整合的だろう。水準自体の低さに加え、金融環境の違いを考慮すると当時程の過熱感は見受けられない。

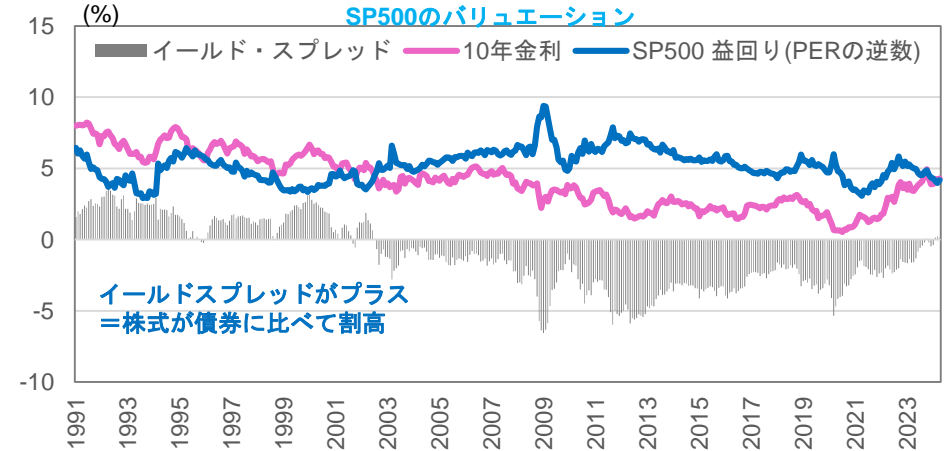
SP500業種構成比(推計値)



SP500の前年比要因分解(左図：95～01, 右図：21～)



SP500のバリュエーション



出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

りそな 経済フラッシュ

(日米Market View：米国のAIブームはITバブルと同じ末路を辿るのか?)

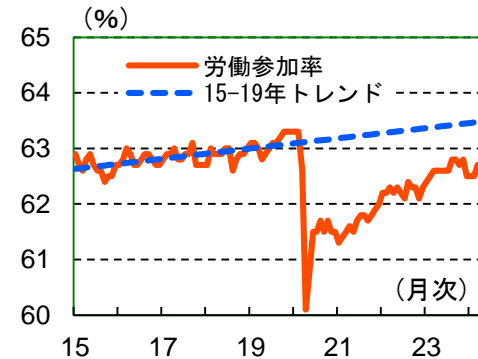
◎注意事項をよくお読み下さい



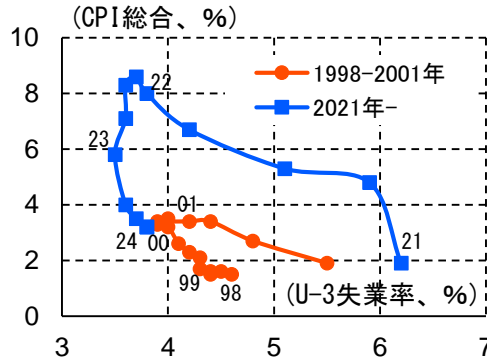
◎今後の展望－米国経済

- 米国経済については、前項で労働市場の堅調さを確認したことから、軟着陸を達成しその後緩やかに成長していくとみる。また、商業用不動産市況については、地銀も含め損失計上が進み今後の見通しは改善しつつあり金融市場発のショックは避けられよう。
- 政策金利は、上記を踏まえると利下げに急を要するような事態は回避されることとなる。インフレ鈍化が進展すれば年内利下げ開始の可能性は依然として高いものの、金利パスは比較的緩やかなものが想定される。中立金利との乖離度により確認した通り、現在は比較的金融引締め的な状態であることから、緩やかな利下げによって急激に経済が過熱するような事態とはならないであろう。
- 労働市場も引き続き堅調に推移しそうだ。金融資産増加を背景として55歳以上の層の労働市場への回帰が鈍いことが指摘されているものの、全体の水準はコロナ禍以前のそれに達していない。しばらくは労働参加率の上昇傾向が続くだろう。縦軸にインフレ率、横軸に失業率をとったフィリップス曲線を図示すると、ITバブル当時は失業率低下にともなってインフレ率が上昇する動きをしていたのに対し、現在はインフレ率の急激な低下に失業率がほとんど反応していないことがわかる。これは曲線自体の下方移動、すなわち労働市場の好転を示しており、失業率が高まりにくくなっているといえる。今後のインフレ率は緩やかに2%付近に向かうことが予想されるほか、緩やかな利下げ局面に移行することも鑑みれば、失業率の急激な上昇は考えにくい。

図表10：労働参加率



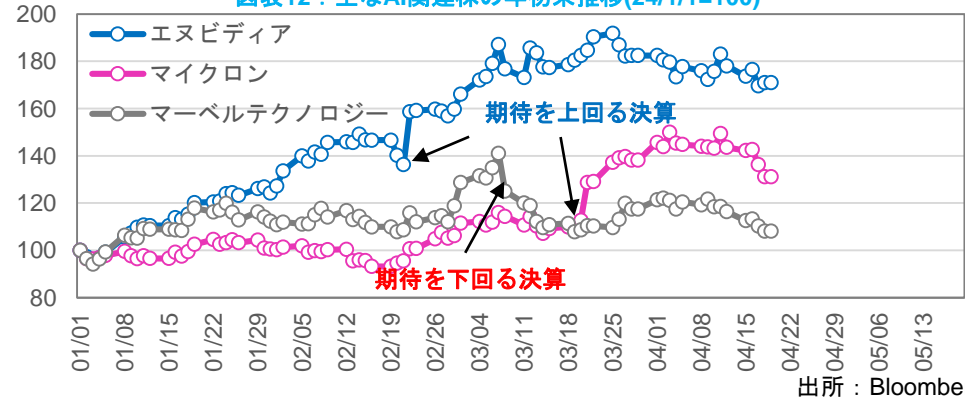
図表11：フィリップス曲線



◎今後の展望－米国株式市場

- 筆者は、市場がIT相場での失敗を学んでいることから、現在の相場がIT相場を繰り返す可能性は低いと考えている。確かにAI技術への市場の期待は高いものの、当時の様に見境なくハイテク銘柄が物色されるのではなく、優良銘柄が選別されている様子が窺える。図表12は、直近の決算で株価の明暗が分かれた銘柄の株価推移である。例えば、エヌビディアやマイクロンはAI向けの需要が旺盛で堅調な株価推移だが、同じくAI期待で上昇していたマーベルテクノロジー等は決算が振るわず売られる展開となっている。
- 足元でFRBの利下げ期待が剥落しつつある中では、当時の様に利下げをきっかけとしてリスクオンムードが優勢となる展開は当面の間想定しづらく、むしろ金利の高止まりがPERの調整を促すこととなるだろう。もっとも、米国株の調整は限定的なものとなる公算が大きい。株価を決定するもう一つの要因である予想EPSに先行するISM製造業景況感指数が足元で底入れの兆しを見せている(日米Market View：3月ISM製造業景況感指数 参照)からである。これまで相場をけん引してきたハイテク銘柄から、出遅れていた業種の業績改善を材料に物色が広がる可能性があるだろう。
- 結果として、利下げが開始するとみられている9月頃までは、米株は横ばい圏で推移する中でバリュエーションの調整を進めることになるだろう。FRBが利下げに踏み切った際は再びバリュエーションが拡張しようが、市場の選別が機能し、FRBが市場と密なコミュニケーションを取る中においては、IT相場の二の舞は避けられよう。

図表12：主なAI関連株の年初来推移(24/1/1=100)



出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。