

2026 年 9 月 18 日
 半導体, 米国株, 日本株

 りそなホールディングス 市場企画部
 ストラテジスト 武居 大暉

日米欧 Market View: 2026 年 9 月半導体市場及びハイテク株動向

半導体市場は AI 向けが牽引し拡大。ファブレス、ハイパースケーラーに投資妙味があらう

要約

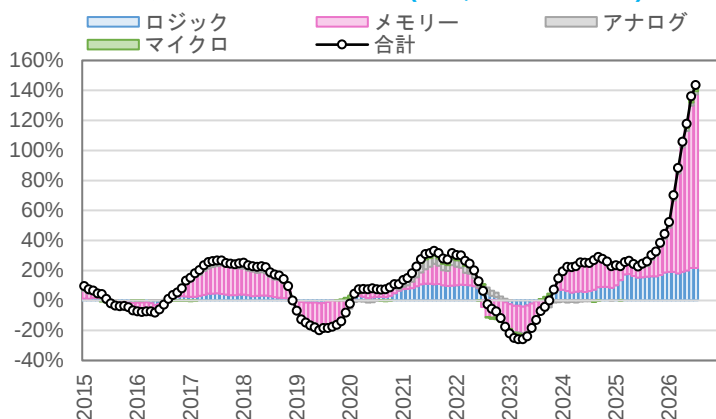
- WSTS(世界半導体市場統計)によると、26 年 7 月の世界半導体出荷額(振れが大きいので 3 ヶ月移動平均値)は、前年比+143.6%(前月: +135.9%)と前月から加速し、引き続き高水準。AI ブームの恩恵を受けやすいロジックやメモリが成長をけん引
- ハイテク株は幅広い業種で上昇が見込まれるが、ファブレスとハイパースケーラーは、業績、バリュエーションの両面から上昇余地があらう

26 年 7 月の半導体市場動向: 引き続き AI 向け需要が旺盛

WSTS(世界半導体市場統計)によると、26 年 7 月の世界半導体出荷額(振れが大きいので 3 ヶ月移動平均値)は、前年比+143.6%(前月: +135.9%)と前月から加速し、引き続き高水準(図表 1)。ベースラインが高くなる中、成長率が加速していることは、AI ブームが持続していることを示唆している。計算処理に用いられ、生成 AI のトレーニングに必須のロジックは前年比+49.7%(前月+49.6%)、データの保存に用いられ、計算スピードの効率性を決定づけるメモリは前年比+349.2%(前月+313.2%)であった。

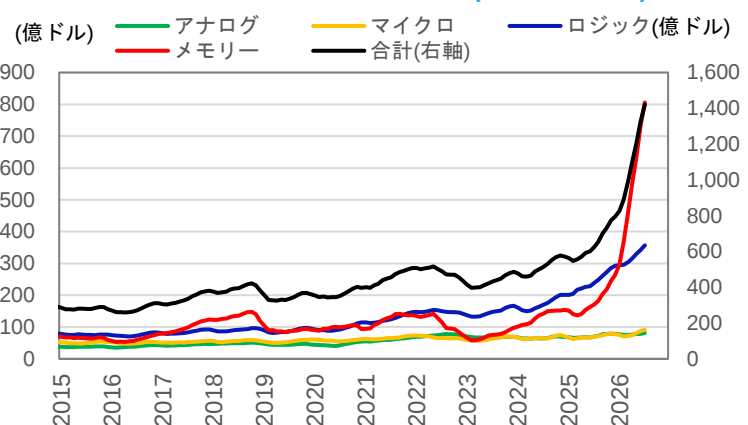
今後のハイテク株を展望すると、将来のフリーキャッシュフローについて、供給側は需要側に比べて相対的に近い将来に見込めることから、パフォーマンスは供給側>需要側となりやすい構図が継続しよう。実際、需要側の筆頭である米ハイパースケーラー各社の直近決算では、AI 投資への積極姿勢が引き続き確認されたが、**直後の株価反応は、投資回収可能性によって明暗が分かれる構図となった。投資の回収期間が延びるほど複利効果でトータルの割引率は増大する上に、下落した銘柄については割引率の水準も上昇したと推察される**(詳細は次頁以降を参照)。

図表1: 世界半導体出荷額 (YoY, 3ヵ月移動平均)



出所: WSTS

図表2: 世界半導体出荷額の推移 (3ヵ月移動平均)



出所: WSTS

◎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。

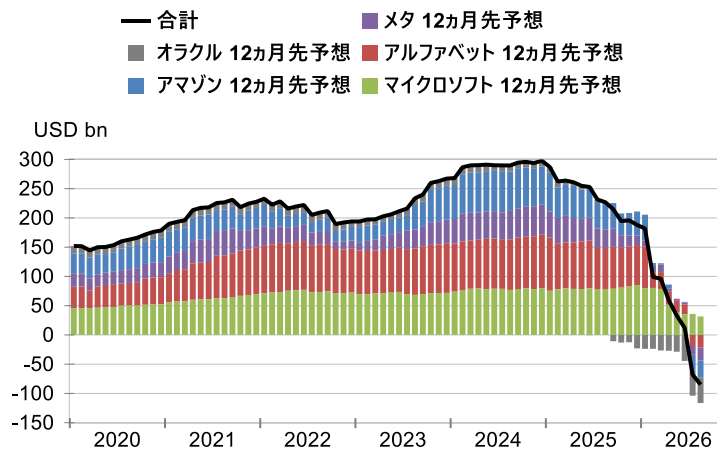
主要企業の動向：供給側は堅調。需要側では信用リスクが高止まりも改善の兆し

■需要側の動向(ハイパースケーラー等)

米ハイパースケーラー(アマゾン、メタ、アルファベット、マイクロソフト、オラクル)は、巨額の営業 CF の大半を投資に回している。近年は、それに加えて社債を発行しており、直近は利益成長よりも CAPEX 成長が上回る見込みのため、12 カ月先予想フリーキャッシュフローも減少傾向である(図表 3~4)。こうした動きが過剰投資懸念へと繋がり、要求される利回りの水準も上昇傾向となっている。(図表 5)。

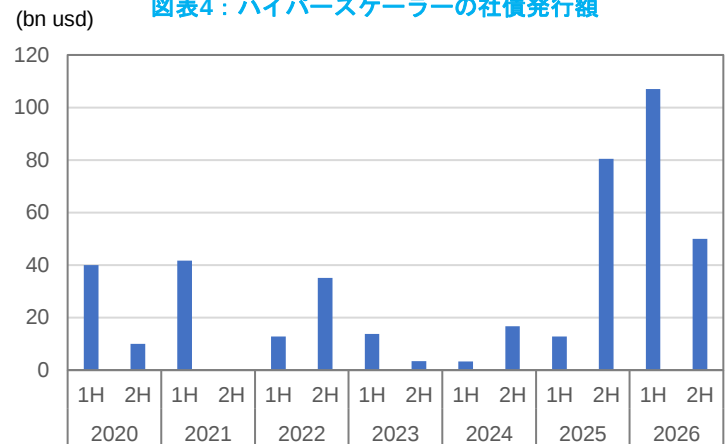
もっとも、直近は、明るい兆しも見えてくる。マイクロソフトを中心に底堅い決算が発表され、フリーキャッシュフローの悪化傾向に一服感が出始めた他、企業の信用リスクを示す CDS も全体として低下基調へと転じた(図表 6)ハイパースケーラー全体の過剰投資懸念が一服しつつあることを示唆していよう。今後の焦点は、過剰投資問題から投資の収益化速度へと移っていくことが予想される。

図表 3：ハイパースケーラーの 12 カ月先予想フリーキャッシュフロー



出所：Bloomberg

図表 4：ハイパースケーラーの社債発行額

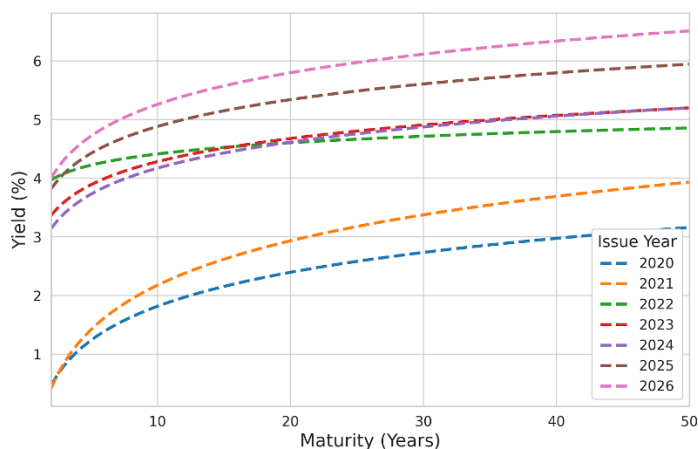


注：USD で発行したものに限る

出所：Bloomberg

図表 5：ハイパースケーラーの社債カーブ

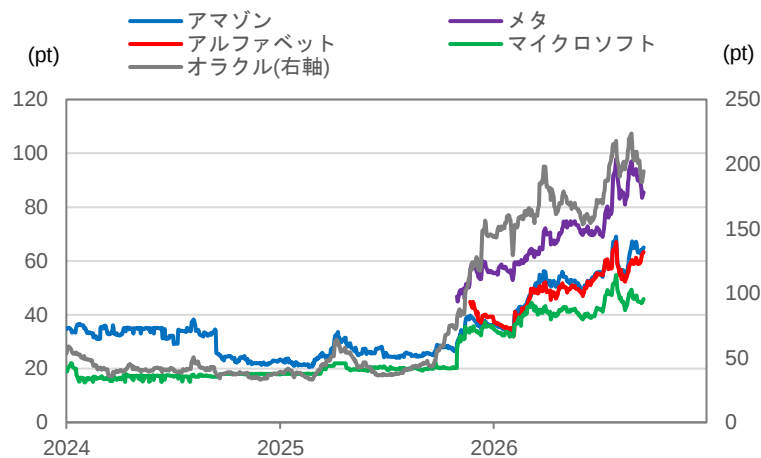
Historical USD Yield Curves by Year (2020-2026)



注：USD で発行したものに限る。対数近似し、各年のイールドカーブを描画

出所：Bloomberg

図表 6：米ハイパースケーラーのCDS



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。

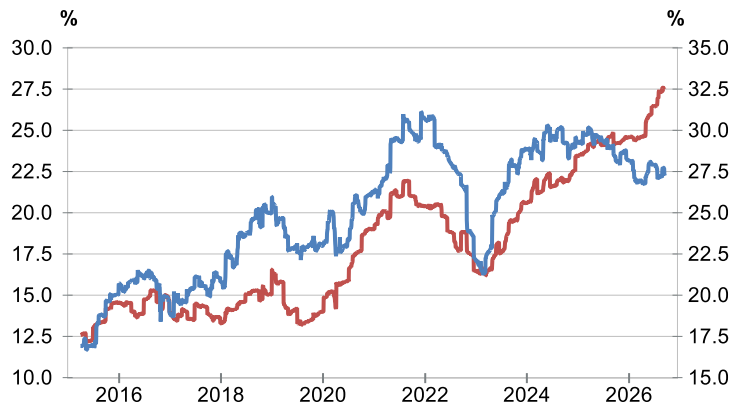
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

この意味で、直近のマイクロソフトの決算は象徴的であった。ハイパースケーラー各社の予想フリーキャッシュフローは、決算の度に、AI 投資の拡大を背景に下方修正を繰り返してきたが、マイクロソフトは設備投資計画を据え置き、かつクラウド部門の収益でコンセンサス予想を上回った。AI 投資の収益化が市場の想定より早く進むこと可能性を示したと解釈でき、これを市場は評価した。

この点は、ROE のデュポン分解を見ると理解しやすい。ハイパースケーラーを含むマグニフィセント7 の ROE は、売上高利益率が改善基調を示す中、巨額投資による総資産回転率の低下が響いて足踏みしていた(図表 7~8)。しかし、総資産回転率の低下が一服する場合、売上高利益率の改善に伴って ROE が改善していくことが期待される。

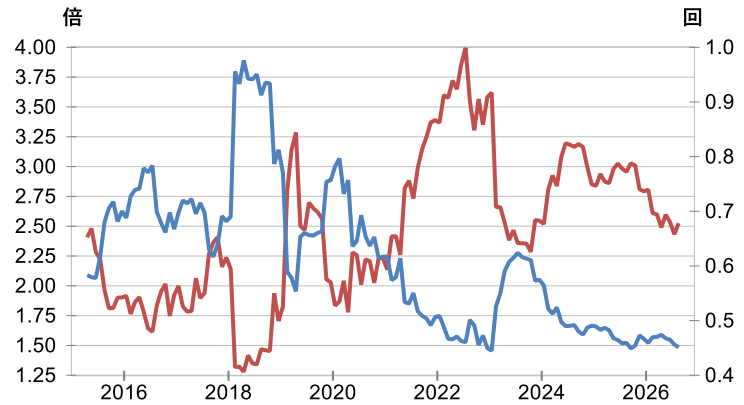
図表 7 : マグニフィセント7 の ROE、売上高利益率

— 12ヵ月先予想ROE — 売上高純利益率(右軸)



図表 8 : マグニフィセント7 の財務レバレッジ、総資産回転率

— 財務レバレッジ — 総資産回転率(右軸)



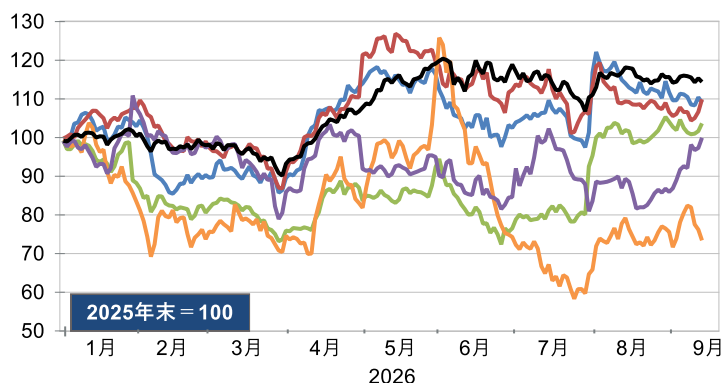
出所 : Bloomberg

出所 : Bloomberg

最後に、マイクロソフトの AI 投資の規模は、2026 年暦年ベースでは、アマゾン、アルファベットに次いで 3 位であり、決して抑制的とは言えない点は付言しておく。各社のキャッシュフローの明暗を分けているのは非 AI 部門の収益力であり、この意味で AI 投資の回収可能性において、マイクロソフトのみが突出しているわけではないとみている。

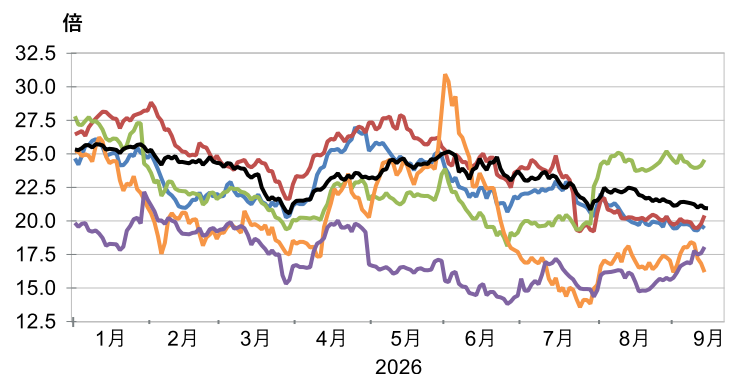
各社の AI 部門の収益の成長性が同程度なのであれば、フリーキャッシュフローの符号は、資金の調達先が内部か外部かを示しているに過ぎず、投資回収可能性とは独立に考えるべきであろう。マイクロソフト以外のハイパースケーラーは、設備投資に対する過剰反応からバリュエーションが低位に据え置かれており、投資妙味があらう(図表 9~10)。

図表 9 : ハイパースケーラーの株価パフォーマンス

 — ナスダック100 — オラクル — アルファベット
 — メタ — マイクロソフト — アマゾン


出所 : Bloomberg

図表 10 : ハイパースケーラーの予想 PER

 — ナスダック100 — オラクル — アルファベット
 — メタ — マイクロソフト — アマゾン


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。

■供給側の動向(ファブレス、ファウンドリ、製造装置等)

従来は計算処理を担うロジックがボトルネックとみられてきたが、足元でメモリの重要性が増している。AIトレーニングにおけるモデルサイズの巨大化によって、GPU あたりのメモリ消費量が著しく増加していることが背景にある。例えばエヌビディアの会社資料によれば、旧製品に比べて最新の製品ではメモリ消費量が3.6倍にまで増加していることが示されている(図表11)。

図表12は、台湾のメモリ輸入状況であるが、26年7月の輸入額は前年比+186.2%(前月:+168.8%)と前月から加速。かつて、メモリの出荷額は、その需給によって大きく増減する傾向にあったが(図表1)、今後はAIブームによって従来の周期を逸脱し底堅く推移することが見込まれる。少なくとも、メモリ各社の投資やそれに伴う増産が軌道に乗るのは、27年以降とみられ(図表13)、引き続き需給の逼迫とメモリ価格の高止まりが見込まれる。

一方で、メモリ各社の12ヵ月先予想PERは、低位に据え置かれている(図表14)。過去、メモリ企業の業績が市況に大きく依存していたため、依然としてその高い成長性に反して高いプレミアムが要求されているものと推察されるが、メモリ市場の安定的成長ストーリーが織り込まれるにつれて、大きく改善していく余地があるだろう。

図表11: エヌビディアの製品別メモリ半導体使用量

High bandwidth memory features

- Max capacity: 288 GB, 3.6x increase over H100
- HBM configuration: 12 stacks, 16 × 512-bit controllers (8,192-bit total width)
- Bandwidth: 8 TB/s per GPU, 2.4x improvement over H100 (3.35 TB/s)

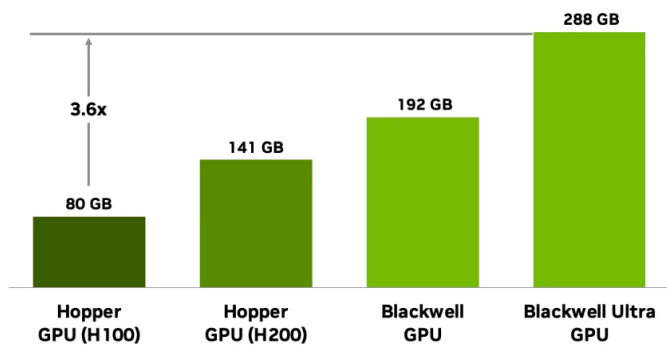


Figure 5. HBM capacity scaling across GPU generations

出所：エヌビディアの会社資料

図表13: メモリ各社の投資計画

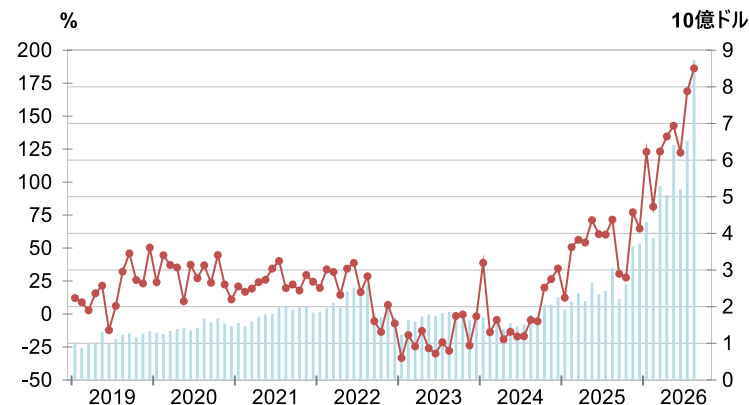
(単位: K wafer/M)

	2026	2027	2028
Samsung	P4	P4	P5
SKHynix	M15X/ 大連第2	M15X/ 大連第2	Y1
Micron	Fab15/Fab16 微細化	ID1/PSMC P5	ID1/Fab10B
KIOXIA	Y7/K2	Y7/K2	K2
CXMT	北京第3	上海	上海
YMTC	Fab3	Fab3	未定
導入量トータル			
DRAM	90	160	220
NAND	40	60	65

出所：電子デバイス産業新聞

図表12: 台湾のメモリ輸入状況

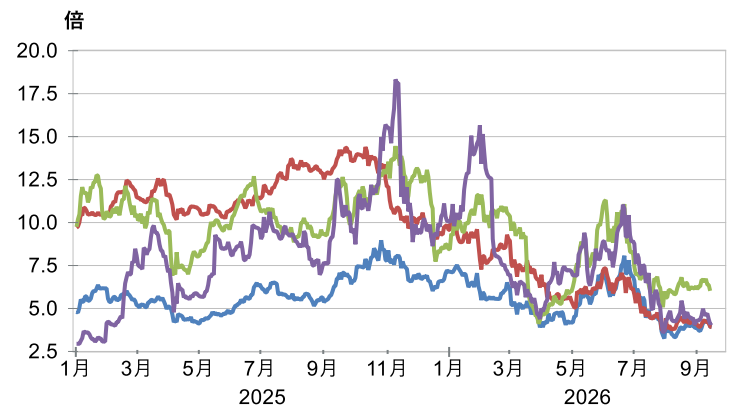
— 前年比 — メモリ輸入額(右軸)



出所：マクロポンド

図表14: 大手メモリ企業の12ヵ月先予想PER推移

— SKハイニックス — サムスン — マイクロン — キオクシア



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。

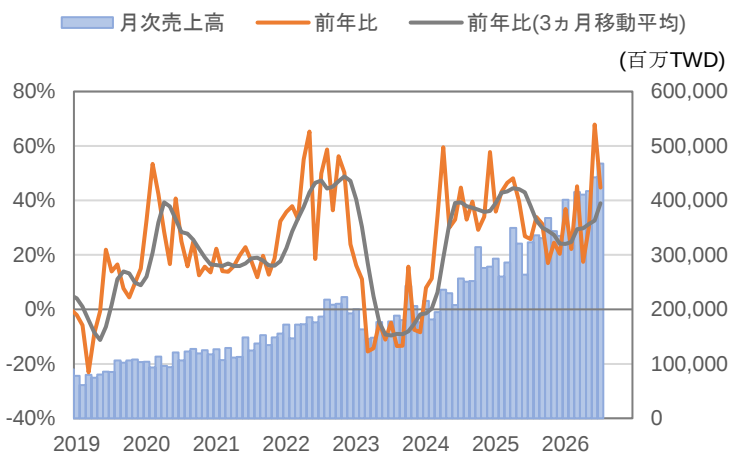
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

エヌビディアら大手ファブレスからチップの製造を委託されている台湾 IT 大手 TSMC の 7 月月次売上高の前年比は、+53.3%(前月: +44.7%)であった(図表 15)。伸び率は前月から減速も高水準を維持し、月次売上高の水準は過去最大となった。堅調な AI チップ需要が持続していることを示唆している。

なお、AI チップの需給はひっ迫しており、ファブレス企業の要請でファウンドリ企業は設備の増強を急いでいる。ファウンドリ大手各社の 12 ヶ月先予想 CAPEX は足元で上昇基調を強めており(図表 16)、今後もファウンドリ、ファブレス両企業群の業績改善が続こう。背景には依然として衰えぬ米ハイパースケーラー各社の設備投資がある(図表 3)。

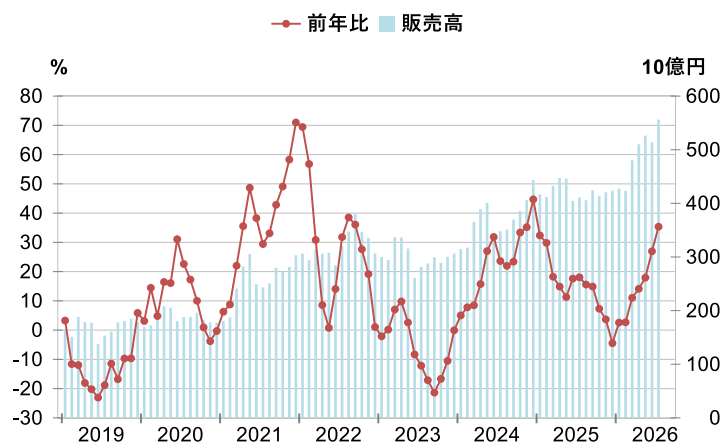
また、半導体製造装置企業に目を転じると、日本の半導体製造装置の 6 月販売高(3 ヶ月平均)の前年比は、+35.4%(前月: +26.9%)と回復基調を維持(図表 17)。SEMI は、世界半導体製造装置の 2026 年売上高は、前年比 +23.2%成長となるとの見通しを発表しており、底堅い推移が続くことが見込まれる。12 ヶ月先予想 EPS についても足元で上昇基調を強めているが、一層の改善が期待される(図表 18)。

図表 15: TSMC の月次売上高



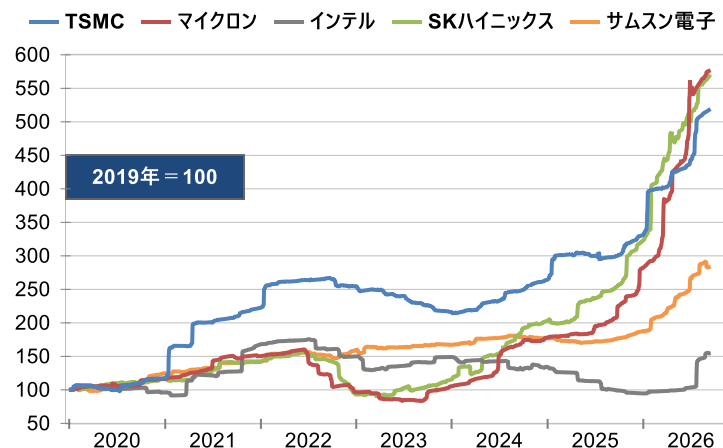
出所: 各社の会社資料

図表 17: 日本製半導体製造装置販売高(3 ヶ月平均)



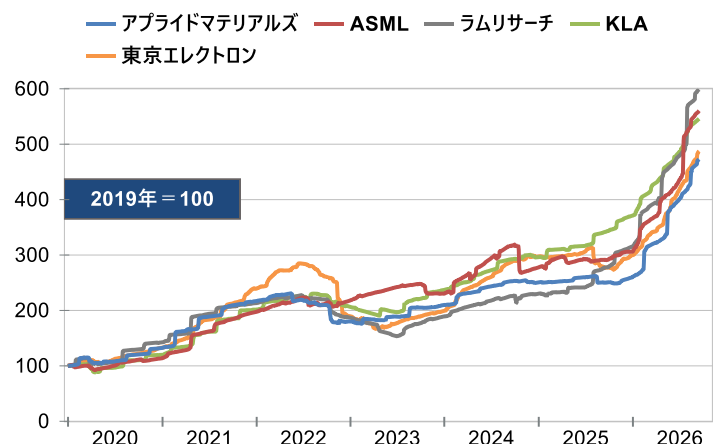
出所: マクロボンド

図表 16: ファウンドリ企業の 12 ヶ月先予想 CAPEX



出所: Bloomberg

図表 18: 半導体製造装置企業の 12 ヶ月先予想 EPS



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。

ハイテク株指数の見通し:過度な AI 悲観論の後退で上昇基調を維持しよう

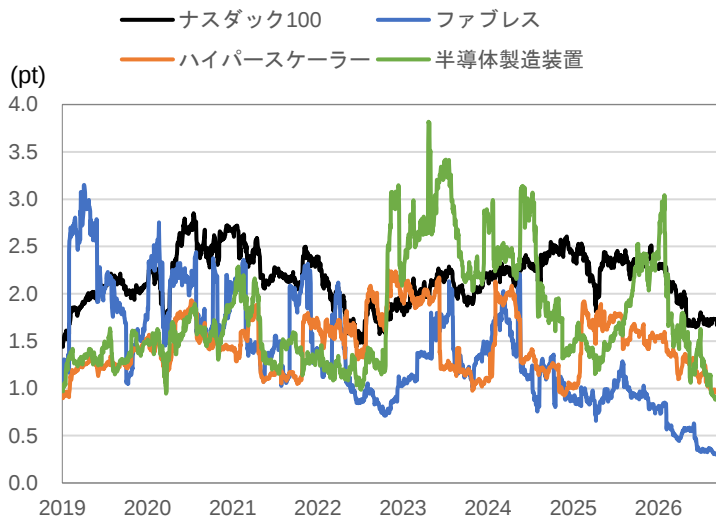
これまでの議論を整理すると、半導体市場では、米ハイパースケーラーの巨額設備投資⇒AIチップ需給ひっ迫⇒ファウンドリ企業の設備投資⇒ファブレス、半導体製造装置企業の業績改善という、半導体関連企業にとって望ましいサイクルが継続していることが確認できたと言えるだろう。

図表 19 は、ナスダック 100 及び、ナスダック 100 構成銘柄のうち、半導体サプライチェーン上の主要な企業を抜き出して、PEG レシオ(中央値)を計算したものである。まず、ナスダック 100 全体としては、2025 年 4 月の関税ショックの水準を割り込む等、割安感が極めて大きい。業種別にみると、いずれもヒストリカルには割安感が見受けられるが、ハイパースケーラーとファブレスに注目している。この 2 つの業種群に共通して言えることは、そもそも PER がハイテク企業の中では低いことであり、PEG レシオの低さとあわせて考えると、市場は同企業群の高い成長率が維持できるのか懐疑的だということだろう。しかし、前頁でみたように、ハイパースケーラーは AI 投資の収益化に動き出している。そして、そうであれば巨額の AI 投資は正当化され、ファブレス企業の(健全な)成長も続くことが見込まれる。

図表 20 は、主なハイテク指数及び主要国指数の推移である。下段の主要国指数は、大手のハイテク企業が存在する国の指数程パフォーマンスが良好な傾向にあることが分かる。日本は半導体製造装置、米国はファブレスとハイパースケーラーと半導体製造装置、新興国はファウンドリに大手企業を有するが、欧州や中国はグローバルに競争力を持つハイテク企業の数が相対的に少ない。

また、ハイテク指数では、日経半導体指数、アジア半導体指数、SOX 指数のパフォーマンスが突出している。半導体製造装置、ファウンドリ、ファブレスの業績改善が著しいことが背景であろう。ただし、半導体製造装置の投資妙味が相対的に小さいことを踏まえると、今後上昇余地があるのは、アジア半導体指数、SOX 指数等であろう。日本株は、これまで半導体関連企業が上昇を牽引してきたが、今後のパフォーマンスは米国に劣後していく可能性がある。

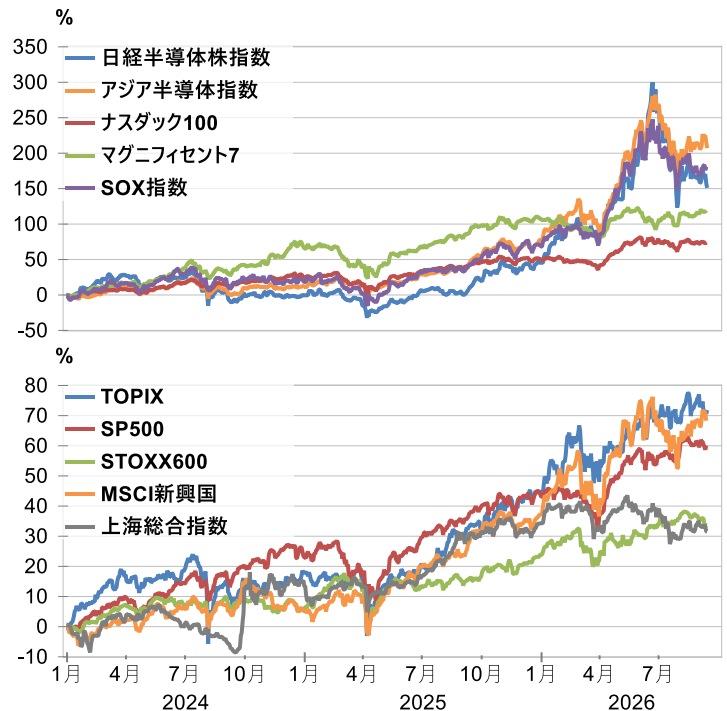
図表19：ハイテク企業のPEGレシオ(中央値)



$$\text{株価} = \text{EPS} \times \text{PER} = \text{EPS} \times \frac{\text{PER}}{\text{長期利益成長率}} (= \text{PEGレシオ})$$

左 2 つで説明できない部分

図表 20：主要ハイテク指数の株価パフォーマンス(2023 年末～)



注：PEG レシオはグロース株の割安感を測る代表的指標。EPS×長期利益成長率に 出所：Bloomberg
どれくらいのレバレッジがかかっているのかを意味する

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。

図表 20：主要ハイテク企業のバリュエーション

区分	企業名	前月比	前年比	PBR	PER	ROE	主な事業・特徴
① 製造装置（前工程）	ASMLホールディングス	12.6%	62.7%	15.8	28.4	55.7%	EUV露光装置で独占的地位
	アプライド・マテリアルズ	11.5%	107.2%	10.5	23.6	44.3%	成膜・エッチング装置世界最大手
	ラムリサーチ	16.6%	104.2%	15.8	27.4	57.7%	エッチング・成膜装置
	東京エレクトロン	10.2%	92.1%	8.9	25.7	34.5%	前工程装置国内最大手
	KLA	13.2%	56.8%	19.9	29.4	67.6%	検査・計測装置世界首位
	SCREENホールディングス	11.4%	80.4%	3.8	17.2	22.3%	洗浄装置などで高シェア
	レーザーテック	19.9%	75.3%	9.3	28.9	32.1%	EUVマスク検査で独占的地位
② 製造装置（後工程・パッケージング・テスト）	アドバンテスト	18.9%	105.9%	14.3	29.7	48.0%	SoCテスター世界首位
	テラダイン	18.6%	39.2%	11.9	30.8	38.5%	メモリ/SoCテスト装置大手
	ディスコ	16.6%	10.5%	7.2	27.0	26.8%	ダイシングソーで世界トップ
	TOWA	12.3%	-0.2%	1.9	16.4	11.8%	モールド装置・後工程の自動化
③ 材料・部材	信越化学工業	18.8%	17.3%	2.3	18.2	12.5%	シリコンウェーハ・レジスト
	レゾナック	19.2%	73.1%	2.9	18.4	15.6%	後工程用封止材等で世界トップ
	HOYA	18.1%	9.1%	7.0	25.9	27.2%	EUVマスクブランクス・光学部材
	東京応化工業	13.0%	65.3%	3.4	19.6	17.2%	フォトレジスト
④ ファウンドリ	台湾積体回路製造(TSMC)	11.1%	49.7%	7.2	20.3	35.3%	世界最大の受託生産
	グローバルファウンドリーズ	12.7%	21.5%	1.9	18.1	10.4%	米国中心のファウンドリ
	サムスン電子	17.7%	96.2%	1.7	3.9	42.6%	メモリ+ロジック両輪
⑤ IDM（垂直統合）	インテル	0.5%	189.7%	4.2	50.4	8.3%	CPU+ファウンドリ化転換中
	キオクシア	14.4%	961.5%	3.1	4.1	76.1%	NAND
	マイクロン・テクノロジー	18.8%	452.3%	3.5	6.0	58.1%	DRAM・NAND
	SKハイニックス	4.5%	386.3%	2.1	3.9	52.8%	DRAM・NAND
⑥ ファブレス	エヌビディア	10.0%	13.1%	10.9	15.7	69.4%	GPU・AIチップの中核
	ブロードコム	13.3%	4.5%	9.4	18.9	49.9%	通信・ネットワーク半導体
	アドバンスト・マイクロ・デバイセズ	1.9%	205.0%	9.1	37.7	24.1%	CPU・GPU両輪
	クアルコム	12.5%	8.3%	7.5	17.8	42.0%	モバイルSoC・通信モデム
	マーベル・テクノロジー	1.8%	60.3%	9.3	37.8	24.4%	データセンター・通信向け
⑦ EDA/IP	シノプシス	17.7%	22.7%	2.1	22.0	9.5%	設計支援ソフトEDA首位
	ケイデンス・デザイン・システムズ	11.8%	20.6%	9.8	30.6	31.9%	EDA2位・IPライセンス
	アーム・ホールディングス	16.6%	68.9%	21.6	90.9	23.7%	CPUアーキテクチャ設計
⑧ クラウド/ AIプラットフォーム	マイクロソフト	4.9%	-2.4%	6.4	24.6	26.1%	Azure、AIサーバー需要
	アルファベット	1.8%	41.9%	4.9	20.4	24.1%	TPUなど自社AIチップ開発
	アマゾン・ドット・コム	2.3%	15.5%	4.0	19.4	20.7%	AWS用チップ設計・AI投資
	オラクル	1.1%	-48.5%	4.8	16.2	29.4%	自社SoC(Mシリーズ)開発
	メタ・プラットフォームズ	22.4%	-9.4%	4.6	18.1	25.7%	自社AIチップ開発・HPC投資

注1：PBR、PER、ROEは12ヵ月先予想

注2：各種数値は、9/15日時点

出所：Bloomberg

補論 A: ハイテク株(ナスダック 100)の中期見通し: AI 関連企業を中心に底堅く推移しよう

図表 A-1 は、WSTS が公表した 2027 年までの世界半導体出荷額見通しである。半年前と比べて、2026 年、2027 年の見通しは、それぞれ+61.5%、+79.9% 上方修正されている。けん引役は、AI 半導体に関連する Logic 及び Memory である。WSTS は見通しをやや保守的に打ち出す傾向があり、今後も一層の上昇余地があるとみられる。

もっとも、この保守的な予想を使用してもハイテク株は上昇余地が大きい。図表 A-3 に示した様に、半導体出荷額の前年比とナスダック 100 の EPS の前年比には正の相関関係がある。両者の関係からナスダック 100 の 2026 年の EPS を予想すると、ナスダック 100 は PER が変わらずとも、EPS(=ファンダメンタルズ)の改善のみで 35,000pt 程度に到達する可能性がある。留意点としては、成長の大半がメモリによるものであることである。従来との関係から導き出した数値を、メモリブームの状況に適用するのは、ナスダック 100 の上昇余地を過剰に評価する恐れがある。

リスクは、AI バブル懸念である。筆者は現状を AI バブルではないと考えているが、投資家が懐疑的となれば、AI 投資のための社債発行等がネガティブと評され、利回りが上昇するなどして、企業は AI 投資に消極的となる可能性がある。

図表 A-1 : WSTS による世界半導体出荷額見通し

■WSTSによる半導体市場見通し

単位: 10億ドル

⇒予想

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
合計	463,001	474,401	428,442	539,505	700,975	1,412,326	1,808,533
Analog	74,105	88,983	81,225	79,588	86,519	95,358	101,662
Micro	80,221	79,073	76,340	78,633	84,867	101,655	121,966
Logic	154,837	176,578	178,589	215,768	299,547	411,371	522,820
Memory	153,838	129,767	92,288	165,516	230,042	803,941	1,062,085
前年比							
合計	28.2%	2.5%	-9.7%	25.9%	29.9%	101.5%	28.1%
Analog	33.1%	20.1%	-8.7%	-2.0%	8.7%	10.2%	6.6%
Micro	15.1%	-1.4%	-3.5%	3.0%	7.9%	19.8%	20.0%
Logic	30.8%	14.0%	1.1%	20.8%	38.8%	37.3%	27.1%
Memory	30.9%	-15.6%	-28.9%	79.3%	39.0%	249.5%	32.1%
前回予想からの修正率							
合計						61.5%	79.9%
Analog						3.7%	6.2%
Micro						5.2%	15.3%
Logic						5.2%	8.3%
Memory						172.7%	230.9%
ナスダック100							
株価	14,547	12,631	14,430	19,161	22,531	35,000	40,000
前年比	40.1%	-13.2%	14.2%	32.8%	17.6%	39.5%	14.3%

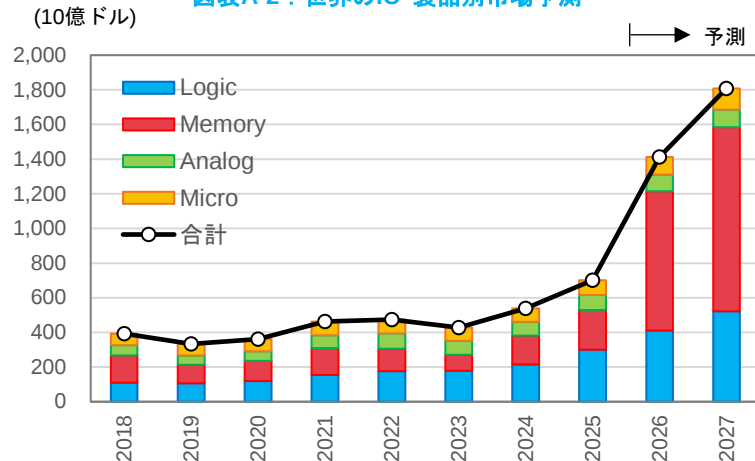
出所: WSTS

◎注意事項

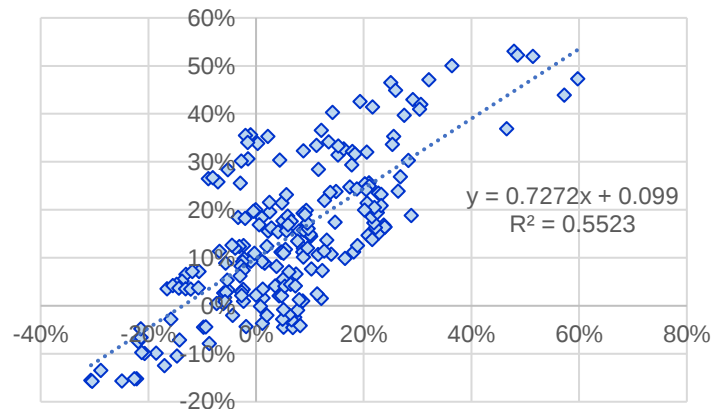
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表A-2：世界のIC 製品別市場予測



図表A-3：世界半導体出荷額(前年比)とナスダック100EPS(前年比)



補足 B: AI バブル懸念に対する考え方の整理

AI ブームには懐疑的な声も多く、循環取引や過剰投資懸念が指摘されており、ハイテク企業の株価はボラティルな値動きをしている。しかし、過去の技術革新が生じた際にブームが持続した期間を考えると AI ブームはまだ持続する公算が大きい。また、バブルを指摘する意見は生成 AI 領域に終始している印象だが、フィジカル AI を始めとして、AI の応用可能性は多岐に渡り、新たな需要も創出されているため、現時点でバブルと判断することは時期尚早であると考えている。

図表 B-1 は、19 世紀以降の主要インフラ産業について、どのような末路を辿ったか整理したものである。各産業に共通するのは、①技術革新による需要創出、②投資ラッシュ、③供給過剰局面、④淘汰と寡占化、⑤長期安定期への移行というサイクルである。ただし、このサイクルが現れる速度や揺り戻しの大きさは、産業が依拠する基盤の性質(物理インフラか、ソフトウェア中心か、規制産業か等)によって大きく異なる。

鉄道や鉄鋼などの物理インフラは、資本集約度が高く、供給調整に時間がかかるため、投資過剰が顕在化するまでの期間が長い。一方、通信機器やインターネット企業は、技術陳腐化が早く、期待が先行しやすいため、投資拡大期から調整局面までのサイクルが短期化する。この点は、2000 年の通信バブル崩壊や Web1.0 バブルで顕著である。

これに対し、AI 関連産業は、従来型の IT 投資と同列には扱えない。AI 市場は、LLM、ロボティクス、自動運転、産業 AI、動画生成 AI など複数の需要源が存在し、計算需要の拡大メカニズムも、従来のソフトウェア産業より非連続性が高い。GPU・データセンター投資がハイパースケーラーに集中するという構造自体はクラウド産業に似るが、需要の多極化によって単一用途の飽和が即座に全体の縮小につながる構造ではない点が特徴的である。

AI については、現時点では依然として投資拡大期に位置し、産業構造が定常状態に収束するまでの時間軸は読みづらい。特にロボティクスや自動運転などの領域は、実装フェーズが 2020 年代後半まで続くと思われるため、現行の GPU 投資拡大を単純にクラウド投資サイクルと同一視することには無理がある。

◎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。



以上の比較により、AI 産業に対する「バブル論」の一部は、需要源を LLM のみに限定し、その多層構造を適切に評価できていないことが確認できる。一方で、ハードウェア投資が短期的に過熱している可能性は否定できず、今後は「過剰投資の顕在化」と「新規需要の開拓」のどちらが上回るかが、企業収益および産業全体の成長速度を規定すると考えられる。加えて、生成領域に限っても、バブルであるか否かを短期的に判定することは難しく、2026 年の相場見通しを語る上での重要性は低いと考えている。

図表 B-1：過去の技術革新と主要企業

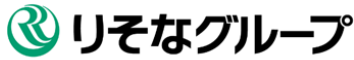
期間	産業カテゴリ	注目の契機	代表企業	株価推移
1840-1870	鉄道	大陸横断鉄道完成(1869年) 蒸気機関の進化と投資ラッシュ	UnionPacific、CentralPacific	初期投資ブームで急騰→過剰供給とパニックで大暴落(1873年恐慌)→統合後、長期安定成長(インフラ化)
1950-1990	鉄鋼(高炉技術進化)	戦後復興・ベビーブーム需要 連続製造法普及(1960s) グローバル輸出拡大	USSteel、NipponSteel、POSCO、Baosteel	戦後高度成長期に急騰(USSteel株価数倍)→1970sオイルショックで調整→1980s再上昇も競争激化で周期的下振れ(戦略的保護政策で安定、2025年USSteel買収合意で国家安全保障強調)
1980-2000	半導体(汎用→PC→モバイル)	ムーアの法則の加速 PC普及(1980s)	Intel、TSMC、NVIDIA、AMD	複数サイクルで急成長(1990s急騰)→ドットコム調整で一時暴落(2000年)→モバイル需要で再上昇、勝者(NVIDIA等)が長期支配(2025年AIエッジ需要でNVIDIA+150%)
1990-2002	通信インフラ(光ファイバー・ネットワーク)	インターネット普及 ISP拡大 光ファイバー投資ブーム	Cisco、Nortel、Lucent	1990s後半に急騰(Cisco株価数百倍)→バブル崩壊で大暴落(2000-2002年)、多く破綻→生存者(Cisco)は安定回復
1995-2005	インターネット(Web1.0)	eコマース・検索エンジンの出現 ブラウザ戦争(Netscape上場1995年)	Amazon、Google、eBay、Yahoo	期待先行で高騰(1990s後半)→ドットコムバブル崩壊で淘汰(2000年)→勝者(Amazon、Google)は爆発的成長継続、時価総額世界トップへ
2005-2015	モバイル/アプリエコノミー	iPhone発売(2007年) アプリストアの普及 4Gネットワーク展開	Apple、Google、Qualcomm	初期急騰(Apple株価10倍超)→競争激化で調整→プラットフォーム勝者(Apple、Google)が長期支配、関連ハード(Qualcomm)も安定成長
2010-2024	クラウドコンピューティング(IaaS/PaaS)	AWS商用成功(2006年、黒字化2015年頃) 企業DX加速	Amazon、Microsoft、Google	巨額投資期の緩やか上昇→スケールメリットで急加速(2010s後半)→安定高収益化、親会社株(MSFT、AMZN)が長期急騰(2025年AI需要で継続)
2020-	AI(生成AI/LLMブーム)	GPT-3公開(2020年) ChatGPT爆発的普及(2022年) Transformer/マルチモーダル進化	OpenAI、NVIDIA、Meta、Google	PoC投資ラッシュからGPU/クラウド需要で急騰(NVIDIA株価数倍、2023-2025)→マネタイズ不透明のボラ高も、AgenticAIシフトで継続上昇→勝者総取りの可能性高(BigTech支配)
2023-	AI(ロボティクス/自動運転：物理AI)	TeslaOptimusデモ(2023年) Waymo商用無人運転拡大 FSD進展 NVIDIARobotBrain(2025年)	Tesla、Alphabet、BostonDynamics、NVIDIA	期待先行で変動大(Tesla株価ボラ高、2025年+80%)→実証失敗リスクで調整も、市場規模\$5.23B(2025年)・CAGR32%で加速→成功シナリオで爆発成長(インフラ化、2030年\$50B超?)
2024-	AI (マルチモーダル/エージェント/ワールドモデル)	Sora動画生成(2024年) Copilot企業実装 RAG/エージェントツール普及 ワールドモデル商用化(2025年：NVIDIACosmos等)	Microsoft、Google、OpenAI、Adobe、Meta、NVIDIA	生成ツール需要でハード/クラウド株再上昇→企業定常化で安定(MSFT等)→過剰投資リスクで調整も、AgenticAI/Embodied統合で\$500B超市場化の可能性(模擬環境トレーニングで物理AI強化)

出所：各種報道より、リそなホールディングス作成

◎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さま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。



■バックナンバー(直近発行レポート 50 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
362	2026/5/1	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
363	2026/5/7	日本株	日本株需給(4月20日～4月24日)と Weekly データ集
364	2026/5/13	半導体, 米国株	2026年5月半導体市場及びハイテク株動向
365	2026/5/13	日本株	日本株需給(4月27日～5月1日)と Weekly データ集
366	2026/5/15	日本株	日本株需給(5月7日～5月8日)と Weekly データ集
367	2026/5/22	日本株	日本株需給(5月11日～5月15日)と Weekly データ集
368	2026/5/22	半導体, 米国株	エヌビディアの決算 FY2027 1Q
369	2026/5/25	欧州経済	26年第1四半期ユーロ圏賃金動向
370	2026/5/29	日本株	日本株需給(5月18日～5月22日)と Weekly データ集
371	2026/6/1	日本株	日本株 2026年5月レビューと6月見通し
372	2026/6/3	日本株	1-3月期決算集計と日本株ストラテジー～日経平均株価は26年末に69,000円へ
373	2026/6/3	欧州経済	26年5月ユーロ圏物価動向
374	2026/6/5	日本株	日本株需給(5月25日～5月29日)と Weekly データ集
375	2026/6/12	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
376	2026/6/12	日本株	日本株需給(6月1日～6月5日)と Weekly データ集
377	2026/6/15	世界経済, 世界株	マクロチャートブック 2026年6月号
378	2026/6/15	日本株, 日本経済, ドル円	米イラン合意とマーケットへの影響
379	2026/6/15	半導体, 米国株	2026年6月半導体市場及びハイテク株動向
380	2026/6/18	米国経済	2026年6月FOMCとマーケット環境の整理
381	2026/6/19	日本株	日本株需給(6月8日～6月12日)と Weekly データ集
382	2026/6/26	日本株	日本株需給(6月15日～19日)と Weekly データ集
383	2026/7/1	日本株	日本株 2026年6月レビューと7月見通し
384	2026/7/2	欧州経済	26年6月ユーロ圏物価動向
385	2026/7/3	日本株	日本株需給(6月22日～6月26日)と Weekly データ集
386	2026/7/10	日本株	日本株需給(6月29日～7月3日)と Weekly データ集
387	2026/7/10	世界経済, 世界株	マクロチャートブック 2026年7月号
388	2026/7/17	日本株	日本株需給(7月6日～7月10日)と Weekly データ集
389	2026/7/17	半導体, 米国株	2026年7月半導体市場及びハイテク株動向
390	2026/7/24	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
391	2026/7/27	日本株	日本株需給(7月13日～7月17日)と Weekly データ集
392	2026/7/30	米国経済	2026年7月FOMCとマーケット環境の整理
393	2026/7/31	欧州経済	26年第2四半期ユーロ圏 GDP 統計
394	2026/7/31	日本株	日本株需給(7月21日～7月24日)と Weekly データ集
395	2026/7/31	米国経済, 日本経済, 日本株, ドル円	米中間選挙とマーケットへの影響
396	2026/8/3	日本株	日本株 2026年7月レビューと8月見通し
397	2026/8/3	欧州経済	26年7月ユーロ圏物価動向
398	2026/8/3	ドル円	日米協調介入の実施
399	2026/8/7	日本株	日本株需給(7月27日～7月31日)と Weekly データ集
400	2026/8/14	世界経済, 世界株	マクロチャートブック 2026年8月号
401	2026/8/17	日本株	日本株需給(8月3日～8月7日)と Weekly データ集
402	2026/8/17	半導体, 米国株	2026年8月半導体市場及びハイテク株動向
403	2026/8/21	日本株	日本株需給(8月10日～8月14日)と Weekly データ集
404	2026/8/21	米国株, 日本株	TACO 指数でみる今後のマーケット展望
405	2026/8/24	欧州経済	26年第2四半期ユーロ圏賃金動向
406	2026/8/27	半導体, 米国株	エヌビディアの決算 FY2027 2Q First Impression
407	2026/8/31	日本株	日本株需給(8月17日～8月21日)と Weekly データ集
408	2026/9/1	日本株	4-6月期決算集計と日本株ストラテジー
409	2026/9/1	日本株	日本株 2026年8月レビューと9月見通し
410	2026/9/2	欧州経済	26年8月ユーロ圏物価動向
411	2026/9/4	日本株	日本株需給(8月24日～8月28日)と Weekly データ集

◎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。