

経済金融研究会

「世界情勢からみる今後のマクロ及び金融市場環境」

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 チーフエコノミスト 大島 一宏氏

令和8年9月9日

皆さん、こんにちは。こんばんはと言ったほうがいいのかなとも思いますが、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の大島と申します。今日は、マクロ経済の話をさせていただこうかと思っています。よろしくお願いします。

私の話、最初に申し上げると、かなりアカデミックなアプローチを結構使ったりしますので、途中で眠くなる方もいらっしゃるかもしれないですけど、頑張らせて頂きたいと思っています。今日、私から60分ぐらい話をさせていただいて、質疑応答が15分ということですので、もし分かりにくいということがあれば、御遠慮なく質疑応答のセクションで御質問いただければと思っています。

早速、内容に入りたいと思っているんですけども、お手元の資料にもあるんですけど、スライド1の話をしたいと思っています。

1つ目は、マクロ経済全般の話ですね。結論から言ってしまうと、今年も来年もリセッションはないでしょうということです。ただ、細かいことを言うと、そうはいつでも今年と来年で何が違うのというのは把握しておいたほうがいいと思うので、その話をさせてください。

2つ目ですけども、株価についてです。これは理屈っぽいんですけど、株価って、何で今年の6月中旬まですごく上がって、足元なかなか上がらないんだらうという話をさせてほしいのです。株価を考えると違っていろんな理論があるんですけど、私が今、推している理論の話をさせてください。マネーフローアプローチというものです。これについて話したいです。

それから、3つ目ですね。御案内のとおり、国債金利、長期金利が物凄く上がっています。上がっている要因は何なんだろうというところを皆さんと一緒に考えたいというのが3つ目。

それから、4つ目ですけども、ドル円が下に行っていますね。円高になっていますけれども、実は、ちょうどよかったなと思ったんですけど、円高になるためには何が必要かというところを、スライドを用意してまして、恐らく今の局面がそれにはまりつつあるのかなというふうに思っています。

最後に、日本経済論です。持続的な成長に向けて、何が必要かという話をさせてください。

では、早速中身に入ろうと思います。スライド2です。今の景気をグローバルで見たときに、どういうふうに理解するかということですけど、これ、私の理解ですので、これが正しいかということは別として、ここにあるチャートというのは、グローバルPMI、すなわちグローバルに見た企業の景況感指数なんですけど、製造業は結構高いんですよ。一方で非製造業、サービス業というのは、一度米国とイラン紛争開始の直後は下がったんですけど、何とか持ちこたえているという状況です。なので、実は、上振れ要因と下振れ要因両方が、ブレーキとアクセル

両方あるというのが現状ですよ。なので、非常に混乱して分かりづらいという状況です。

今の話はマクロの話なんですけど、でも、いろんなことが起きています。例えば、スライド3ですけれども、先週ぐらいからどんなことが話題になっているかという、アメリカのベッセント財務長官が、日本の政策はもうリフレ政策を採らないほうがいいんじゃないかというような御意見を表明されているというところですよ。こういったことが何で起きているかということです。

恐らく4つの軸を持っていると整理しやすいかなということで、これをお示したんですが、まず、ベッセント財務長官がそういった動きになった背景というのは、アメリカの長期金利がすごく上がったからですよ。アメリカの長期金利がすごく上がると何が問題になるかというと、アメリカの景気が悪くなるかもしれない、それから財政のリスクが高まるかもしれない、というところがあると思います。

何でアメリカの長期金利が上がったかですけれども、まず1つ目として、やっぱりAIの資金需要が強いということです。資金需要が強ければ、それは金利が上がりやすいですよというのが1つ目の柱です。2つ目、もう書くまでもないと思いますけど、地政学です。中東の状況がこんな状況だと、どうしてもインフレのバイアス、エネルギー価格が上がりますし、インフレのバイアスが高まって、金利が上がりやすい。それから、3つ目ですね。政策とありますけど、これは何かということですけれども、トランプ大統領は実はものすごい巨大な財政政策を打っているんですよ。去年の「ワン・ビッグ・ビューティフル・ビル」というものがありますけど、あれがものすごく効いていて、それも実は金利をブーストさせている効果がありますということです。こういうのを見ながら金融市場が反応して、長期金利が上がっていますということです。アメリカの長期金利が上がったので、いやいや、これ、何とかして抑えなきゃいけないから、やっぱり日本にもある程度注文をつけなきゃいけないよねということで、日本の政策に戻ってくると。こういう4つの柱で考えると、かなり整理しやすいということでお示したスライドです。

では、一つ一つ見たいんですけれども、今の経済を見るときについて、このスライド4ですね。4ページですが、世界経済のグロースのエンジンというのは、恐らく、明らかにあるのはこの2つだと思うんですよ。1つが、AI投資ブームというところですね。左のチャートは、ブルーの線がハイパースケーラーの設備投資の前年比を示しています。左軸で見ていただきたいんですが、足元で、前年比80%ぐらいの伸びです。非常に強力ですね。それをなぞるかのように、これ、グレーの線は、日本から世界に向けた半導体製品及び半導体製造装置の輸出額ですね。これも結構、このブルーの線をトラックしているというところで、日本も恩恵を受けていますと、これが1つですね。

もう一つは、これは地味でなかなか出てこないんですけど、これ、財政収支なんですけど、下に行くと財政赤字なんです。財政赤字ということは、どういうことかということですけど、減税をしたり、政府がたくさんお金を使うと財政赤字になる。これというのは、経済を刺激する効果があるので、下に行けば行くほど景気を刺激するわけです。実は、コロナの後、巨額の財政を出して、その後も世界経済は全般的に右下の方向に財政赤字が

動いているんですね。ということはどういうことかということですが、コロナの後に、やっぱり財政というのは世界的に弛緩してしまっているというのが1つです。

もう一つは、安全保障、今、ここ数年なかなか厳しい問題ですね。それに対して、ヨーロッパもそうですけれども、日本もそうです、アメリカもそうですけど、やっぱり軍事関係の支出が増えるわけですよ。そうすると景気を刺激するという効果があるわけで、この2つが大きなエンジンになっているかなというのが今の状況です。

5ページですが、こうした中で、やっぱり地政学による摩擦というのは続いているわけですね。左のチャートはタンカーの通航量ですけれども、まさに2月の末からどうなっているかということで、ホルムズ海峡はなかなか開かないというのは御案内のとおりですが、代わりに喜望峰ルートを確認するということですが、これ全部足しても、なかなか過去の状況には戻ってないですよということです。これを見ながら、右のチャートですが、10年の国債金利、日本もそうですし、それからユーロ圏、それからアメリカ、足元で非常に上がってきているというような状況でございます。

この辺りのお話というのは、もう釈迦に説法だと思います。今、何が起きているかということ整理したんですが、ここからちょっと皆さんとディスカスしたいのは、これなんですね。スライド6ですね。来年、変化はありますかということですね。私、これ、話をちょっと大げさにしていますけれども、景気の拡大というのは続くけれども、やっぱりどういうところが変わっていくかによって、結局、株にしても、金利にしても、為替にしても、そこが動くので、やっぱり何が変わるかというのをちょっとディスカスさせていただきたいということです。

まず1つ目ですけど、次の7ページを御覧ください。今、私が言っていたのは、財政が弛緩的で非常に拡大していますよという話ですが、実は2025年から26年にかけて、去年から今年にかけては、財政は明らかに拡張的なんだけど、今年から来年にかけては拡張の度合いがちょっと弱まるんですね。これ、本当にそんなことが言えるかということですけど、これ、左のチャートを御覧いただきたいと思います。アメリカの、先ほど申し上げたOBDD法とありますけど、ワン・ビッグ・ビューティフル・ビルに基づく減税、あるいは歳出削減ですが、これ、見ていただきたいのが左のチャートの点線のところなんですね。点線が上に行くと景気を刺激するということを、これ、意味しています。赤いところが減税です。減税でブーストされるわけです。オレンジのところは歳出削減でちょっとマイナスになっているんですが、このネットした分というのが、経済をどのぐらい刺激するかという意味で大事です。

水色のところ、ちょっと分かりにくいんですが、これはトランプ大統領が第1期政権で行っていた減税の延長分なので、ここは関係ないです。この点線のところだけ御覧いただきたいんですが、2025年から26年、点線が上に上がっていますね。これ、景気の刺激効果が強いんですよ。去年から今年にかけてはブーストしているんですよ。でも、今年から来年にかけてはこの点線が横ばいになっているんですね。ということは、ブーストは事実上起きないんです。そういった意味で、財政の拡張度合いというのは弱まるだろうと。あと、もう一つですけど、足元、長期金利上昇していますので、そうすると、これ、ベッセント財務長官もおっしゃっていますけれども、ちょ

っと経済は緊縮の方向にしなければいけないよねという話が出ているということですね。これが来年起きるだろう変化の1つですね。

8ページは、実は、IMFによる経済予測でも、こういった面というのはある程度反映されていて、2026年度までは右下の方向に、財政赤字拡張の方向に行っているんだけど、そこからは横ばいぐらいになっているところですので、そういった意味で、財政政策の出動度合いというのは、ここから少し弱まるだろうというのが1つですね。

それから、9ページです。9ページのこの図は、これ、地味なんですよ。エコノミストは好きなんですけれども、結構地味な図で、皆さん御興味ないかもしれないけれども、製造業にいらっしゃる方は結構これが大事なんです。在庫循環というものです。在庫循環って今どうなっているかということですね。実は今、足元で、これはアメリカの在庫、私はいろんなデータを見る中で一番いいと思うんですけど、在庫がたまると上にいって、在庫がはけると下に行くという、これは在庫の指数なんですけど、在庫が結構、今はけているんですよ。在庫が今はけているということは、この後、何が起きるかということなんですけど、在庫の積み増しが起きるんですよ。在庫を積み増すということは、皆さん、たくさん生産しなければいけないから、そういった意味では景気は上に振れるんですね。

でも、在庫の積み増して、いつまで続くと思われます？ 永遠には続かないですね。在庫って、積み増していったら、もう過剰ですという話になるわけですよ。ここがいつまで上に行くかということなんですけど、恐らく、もって1年から1年半なんですよ。ということは、どういうことかということなんですけど、来年の半ばぐらいまでは、製造業というのはこの在庫循環で上振れると思うんですけど、来年の半ば以降、2027年の半ば以降は、これも下の方向に向く可能性があるということですね。これ、ちょっとお話ししたいところです。なので、例えば製造業、今すごく状況いいよねと。一方で非製造業はもう一つだよねと言われている背景には、こういった在庫循環が実はあるというのは1つお伝えしたいということですね。

あと、10ページですね。ここからは、純粋なマクロ経済の話から、ちょっとリスクを取って脱線するんですが、AIって今ブームになっていますけれども、AIのまさに重心が変わってくるんじゃないかという話をちょっとさせてほしいです。これ、外れるかもしれませんが、ちょっとお話しさせてください。

AIのバリューチェーンは、皆さん、どういうふうに整理されていますかね。AIといったものをどういうふうに全体像を整理されているかということですね。これ、完全にこれも私の理解なんですけど、私は3つに整理しているんですよ、AIに関する領域というのを。

1つは何かということなんですけれども、この①、②、③とあって、②からお話ししますが、まず②のところですね。これ、AI基盤モデルをつくり上げている、例えば、OpenAI、あるいはアンソロピックとか、そういったまさにAIの基盤技術をつくっている、そういう会社ですよ。日本もここにもっともっと参入してほしいなというふうに思うんですけど、これが中心です。そこに対して、基盤モデルだけでAIは計算できないわけですね。AIの計算をするためには、生成AIをつくるためには半導体が必要です。データセンターが必要です。データセンターを動かすた

めには、電力が必要です。電線も必要ですね。そういったもの、いろんなものが必要なわけです。これが、①の領域ですね。AIの計算を行うためのインフラを提供する領域で、ここが今、物すごく盛り上がっているわけですね。日本経済はこの恩恵を受けているわけです。来年以降、何か変化が起きるとしたらどこかということですけど、ちらほら、もうここ1か月ぐらいメディアにも出ていますけれども、恐らく③の実装領域というところに、徐々に徐々に世の中の重心はシフトしていくのかなというふうに私は思っています。個人への実装もそうですし、企業への実装、あとは社会インフラですよ。もっとパブリックなところとかにもどんどん実装されていくと思いますので、この辺りがAIのバリューチェーンの変化になっていくんだらうというふうに思います。こうした中で新しい領域というのも徐々に出てきているというところで、全体像を整理させていただいたということですね。

11ページに今の図をもう少し詳しく書いているんですが、今、日本が非常に頑張っている領域というのは、まさに①の、AI計算のインフラのところですね。ここからどういうふうに価格決定力をより持つか、あるいは、材料とかそうですけれども、希少性をどう保つかとか、付加価値をどう出していくかというところですが、恐らくここから2つのところ、矢印の方向、まず下ですけれども、今から主戦場になるのは、AIをどういうふうに個人、企業、社会に実装していくかですよ。AIの実装ビジネスをどの企業が取るかですね。外資系企業が取らんでしょうか、日本の企業が取らんでしょうか。一度、実装ビジネスをもし外資系企業が取ったとすると、その富はどこに行くかということですね。

私の希望ですけれども、できれば日本企業がこの実装ビジネスのところに入ってほしい。今、フィジカルAIの話が結構ありますけど、フィジカルAIは実装の一部ですよ。あれは世界をどう取るかという話ですけど、忘れちゃいけないのは、日本の実装ビジネスを日本でやるということですね。ノンフィジカルAIのところですけど、そこを忘れちゃいけないということですね。そういったところで、もし、海外の企業がそのビジネスを押さえるとすると、所得がどんどん国外に出るわけですね。まさにデジタル赤字、今もうなっていて、さらにそれが増幅するわけですよ。でも皆さん、AIを使わないと、国際社会、あるいは国内でも勝負に勝てないので、皆さんAIを使わざるを得ない。使えば使うほど外に逃げて行って、どんどん円安になるという、そういうシナリオになりますので、ここを忘れちゃいけないというのは……、ちょっと時間を使い過ぎていますがけれども、この話をさせていただきました。

じゃあ、新しい分野はどこですかということですね。これは私の思いつきで、ちょっとふわっと書いて抽象的過ぎるんですが、さらに社会を効率化するようなもっと深い実装というのが出てくるかもしれない。それから、今、AIを使って皆さん何を考えていらっしゃるかということですけども、例えば今の雇用を代替するところを考えているというのが一番分かりやすいところですけども、そうではなくて、AIが伸びるとともに補完的に伸びるような分野というのが、やっぱりここから新たな分野として拡大していくでしょうということだと思います。それから、AIのエンジニアリングとかメンテナンスというところですね。これは言うまでもないかなというふうに思います。

あと、恐らく、AIが社会への実装が進めば進むほど、エネルギーが要りますと、計算しなきゃいけない。そうす

ると、新しいエネルギーをつくってほしいよねというところになるので、こちらもアクセルの、車輪の両輪で踏み込まなきゃいけない要因になってくるのかなと思います。最近よく話されていますけど、あと、コンピューティング技術も変わってくるかもしれないですね。コンピューティング技術が、光によるコンピューティングとか、ここに書いてあるようなコンピューティング技術が出てくると、もしかすると今のような半導体需要に変化が出てくるかもしれません。そのためにエネルギー需要も変わるかもしれない。だから、両方にちゃんとベットして、張っておかないといかんですよということを、ちょっとお伝えしたいということですね。これ、マクロ経済のエコノミストの領域から大分出てしまっていて、皆様のほうがお詳しいかと思うんですが、日本経済の持続的な成長という観点から、お話しさせていただいたということです。

14ページ、すみません、お願いします。今、言ったお話と繰り返すような話になるんですが、マクロ経済学で考えるとき、アウトプット、あるいはGDPはどういうふうにつくられるかということですけど、資本ストックと労働力を使って、このFというのは関数、functionのFですけれども、それに生産性がかかりますと。この3つの要素でアウトプットが出てきますよというふうに考えることが多いですね。

このときに、AIの使い方なんですけど、労働力を下げて資本ストックを上げると。だから、労働力を代替するところ、フォーカスし過ぎると何が起きるかですよ。これは恐らく、この①ばかり入れ過ぎると、日本の雇用が下振れて、その分AIの資本ストックが積み上がると。AIの資本ストックは最終的に誰がそこから利益を得るかということですけども、例えば、海外の企業だったらどうなるかということですけども、どんどんAIを使えば使うほど、ミクロベースでは正しいんですよ、①は。ミクロの経営の判断としては、恐らく雇用をAIで代替するというのは正しいんですよ。でも、マクロで考えると、それが正しくないというお話をさせていただきたいんですよ。

なぜなら、AIを使えば使うほど賃金は下振れますね。せっかくつくっても、その所得が国外に流れますよね。AIサービスを、もし海外のサービスを使ったとすると。そうすると、賃金が下振れてどうなるかですけど、消費が下振れるわけですよ、日本に所得が残らないので。消費が下振れるとどうなるかということですけども、今、まさに、政府は設備投資主導でイノベーションを起こすと言っていますが、後でもお話しするんですけど、消費が安定しない経済で、経営者は何を見て設備投資するんですかという話なんですよ。そういった世の中に陥ると、さらにイノベーションは難しくなるので、実は、この代替するかという判断だけじゃなくて、賃金をどういうふうにするか、AIを使って、そういった発想に動いていけば、恐らく日本というのは未来は明るいかなと思うんですが、①だけだとちょっと厳しいかなというふうに思います。ですので、何が言いたいということなんですが、やっぱりミクロでは正しい最適化というのが、マクロの最適化と矛盾するという、ちょっと理屈っぽくて恐縮ですけども、そういった論点もお話しさせていただいたということです。

すみません。ちょっとAIの理屈の話ばかりだったんですけど、でも、市場でよく聞かれるのは19ページですね。とにかく質問を受けるのは中間選挙です、アメリカの。これも恐らく来年に向けて状況が変わってくる要素の1つになるかと思います。大体、今日時点の報道を見ると、オッズを見ると、中間選挙でアメリカの上院も

下院も大体拮抗していると、共和党が勝つか、それから民主党が勝つかはよく分からないというふうに、ほぼ拮抗しているということですね。

1つ、私がご指摘したい注目点というのは、上院として、共和党が過半数のケースと民主党が過半数のケース、それから、下院で共和党が勝つケースと民主党が勝つケースで4つのパターンに分けているんですけども、一番分かりやすいのは、今と真逆を行いますということですね。

今の状況というのは両方とも共和党が持っているわけですけども、ここからここに動いたらどうなりますかという話をちょっとさせてほしいんですよ。民主党が両方取ったら何が起こるかですね。恐らく民主党が両方取るうちの下院を取ったら、少し今の状況が変わってくるんじゃないかなというふうに思います。どう変わるかですけども、下院を取るということは、ある意味アメリカの財政をつかさどるわけですから、下院というのは。ということは、今トランプ大統領がやっているような軍事的な支出について、財政面で合意を得ることが難しくなると思います。民主党は反対するわけですよ。そうすると、ミサイルをたくさん使うということではできないので、事実上、今のような、このイランとアメリカの戦争というのは、幕引きを迎える確率が高まるんじゃないかなというふうに思っています。幕引きが高まるとどうなるかということですけども、うまく着地してくれる可能性が高まるというふうに考えれば、今のエネルギー高とか、インフレリスクというのはある程度収まる可能性があるというので、私は、実はそういった観点から中間選挙に関しては注目していますということですね。

あと、もう一つ、マーケットの観点からは、民主党が上院を取ると何が起きるかですね。下院は財政を持っているんですよ。上院は何を持っていますかということですが、上院は人事を持っているんですよ。どんな人事かということですけど、一番マーケットが注目しているのは、FRBの理事とか議長とかにプレッシャーを与えられるかどうかということで、今、共和党が上院を持っているので、トランプ大統領は、この辺り積極的ですけども、上院を民主党が持つと何が起きるかということで、トランプ大統領は中央銀行、FRBに強くプレッシャーをかけづらくなるわけですね。そうするとどうなるかということですけども、今とにかくトランプ大統領がFRBの政策にたくさん口を出している状況が変わってきますので、恐らく今のようなマーケットの不安定さというのは少し収まってくるかとは思っています。これが全体的な流れです。一番、でも何が言いたいかというと、一番見ていただきたいのは、民主党が勝ったらイラン戦争の幕引きの可能性が高まりますよというのは、これがやっぱり重要なというのを、来年に向けた変化としてはお伝えしたいということですね。

16ページです。今、これが変わるというふうにずっと言っていましたけど、変わらないこと。すみません、変わると言っておきながら、このページは変わらないことですね。やっぱり今インフレがグローバルに進んでいて、ただ、2%に落ち着くまでって、何だかんだ言ってあと2年程度必要なんじゃないでしょうかというのが、このページの言いたいことです。仮に先ほど申し上げたような民主党勝利であったとしても、アメリカとロシアの関係とか中国の関係、こういった関係はなかなか、民主党が勝ったからといって大きく変化するかというとなかなか難しいわけですから、そうすると、やっぱり地政学のこういったリスクに伴って、いや、あの国にはレアアースを供給し

ないとか、あの国には供給するとか、関税をあの国はかける、かけないという話になりますので、そうすると、こういった状況が続くと、供給制約がかなり苦しくて、インフレというのはなかなか続きやすいんだろうというふうに思います。それから、インフレはコスト要因だけじゃなくて需要要因でも決まるわけですね。AIで物すごく皆さんが、データセンターが欲しい、半導体が欲しいという投資ブームが続いていれば、需要面からもインフレというのはやっぱり続くと思います。

あと、もう一つは、地政学というのは実は景気をよくする側面というのも今日お話ししたいのですが、これ、そんなことあるのかということですが、やっぱり地政学、こういった戦争が起きる前というのは、とにかくグローバルのサプライチェーンをどう組むかとなったら、とにかく安く安くサプライチェーンを組む。なぜなら、地政学のリスクがないから一番安いサプライチェーンを組めたんだけど、ホルムズ海峡が止まっちゃいましたと。一番安かったのに、あのルートが使えないとどうなるかというと、それを前提にサプライチェーンを組み替えなきゃいけないわけですね。すると、その組替えを実現するための新しい設備投資とかが必要になるんで、そういった意味では、それも、実は、ちょっと逆説的ですけど、地政学リスクが実は景気をブーストする効果もあるというところ、これをここに書かせていただいています。財政も急激に緊縮するわけじゃなくて、ある程度、横ばいぐらいですので、そういった意味でもグローバルインフレというのは続くんだろうと思います。あとは、これも大事ですね。金融政策に各方面からたくさんプレッシャーをかけると、中央銀行がインフレを制御しにくくなるということで、これも1つのインフレが持続する根拠になるかなというふうに思っているということです。

今までのところは結構、ここに来てちょっと暗い話をしたんですが、でも私、冒頭に申し上げたんですが、アメリカ経済を中心に考えたときに、2027年も景気拡大が続きますと。何で景気拡大が続くかということですが、アメリカ経済、さすがなだというチャートです。どうしづといかということですが、2027年の後半からアメリカは労働生産性上がるんじゃないかという、そういう予測なんですね。自信度合いは、大体65%から70%ぐらいですけれども、上がるんじゃないかと思っています。

何でそんなことが言えるかですね。このチャートのオレンジのラインは何を示しているかというと、アメリカの労働生産性の前年比を示しています。伸び率です。このグレーの線、謎の線が1つありますけれども、この線が何かですけど、2.5年前に行われたアメリカにおける効率化投資及びAI投資の合計値の前年比ですね。情報関連とか、ソフトウェアへの投資はこれなんですけど。グレーのライン、ちょっと分かりにくくてごめんなさい、もともと左にあったものを2.5年分、私が右にずらしているんですよ。もともと左側にあったのを、右に2.5年分、私がシフトしてずらしています。そうすると、このオレンジの労働生産性は、このグレーのラインをトレースしているように見えないですかね。

もう少し直感的に言うと、今日、アメリカでいろんな効率化のための投資、例えばAIを導入するとか、ソフトウェアを新しいものを導入するとか、システムを組み替えるとか、今日やったとしますよね、投資を。そうするとアメリカの経済って、2.5年後には生産性が上がるんですよ。何でそんなことが起きるのかですけど、システムを導

入して、皆さんすぐに慣れるかという、慣れないわけです。すごく速い人はすぐに使いこなして慣れるかもしれないですけど、組織として生産性を上げるには、やっぱり2年ぐらいかかるということなんですね。ということは、アメリカの今日の労働生産性をつくり出したのは何かということですけど、2.5年前に行われた効率化投資なんですよ。ということは、今日の効率化投資を見ておけば、2.5年後のアメリカの労働生産性が分かるということですよ。これを見ると、このグレーの線とともにオレンジのラインが上がっていくとすると、2027年の後半ぐらいから、実はこの労働生産性が上がって、アメリカの経済というのは強さを持続する可能性が結構高いなというふうに思っているということですね。これが1つです。

あと、もう一つですね。18ページです。インフレが高止まるという話をしたんですけれども、今、アメリカが、まさに今週から来週にかけて、利上げするのかもしれないというのが議論の真っ最中になっていますけれども、私は個人的には、アメリカは利上げする必要ないと思っているんですよ。何でかということですけど、1つのエビデンスですけど、これ、アメリカの、ブルーの線が輸入物価の前年比ですけど、これって実は、このオレンジの線と同じように動くんですね。オレンジの線は何かということですけども、ドルの価値です。ドルインデックスですね。上に行けばドル安で、下に行けばドル高ということなんですけど、このオレンジの線も、もともと左にあったのを右に9か月分ずらしているんですよ。

それはどういうことかということですけど、日本もそうですね。円安になると、輸入物価が上がりますよね。アメリカもそうなんですけど、ドル安になると輸入物価が上がるんですよ。でも、上がるまでに9か月ぐらいかかります。ということは、どういうことかですけども、この輸入物価の青い線は、恐らくこのオレンジの線をトレースするので、今年の冬ぐらいから下がって、実際アメリカってそんなにインフレ圧力ないよねという話になるんじゃないかなと私は思っているんですね。外れるかもしれませんが。

でも、今、9月の利上げをするかどうか、アメリカの話しというのは、結構、賛成と反対が拮抗していて、利上げしなきゃいけないと言う人は、結局、足元でインフレ率が2を超えてるんだから、そりゃ利上げするんでしょうというような話なんですけど、そうじゃないと言う人は、いやいや、このまま待っていればインフレ率は下がるんで、無理に利上げしなくてもいいという、そういう考え方で、今、恐らくワシントンDCでいろんな知のバトルが起きるのかなというふうに期待しているところですね。

以上が、ざっくり来年に向けたベースラインのシナリオと、何が変化が起きるのかというものを整理させていただきました。

ここからなんですけど、21ページ、お願いします。恐らく皆さん、ここまでの話を聞かれて、本当に来年に向けて、こんなにうまくいくのかねというところをちょっと疑問に思われていると思うんですよ。皆さん、来年、あるいは再来年でもいいんですけど、どんなリスクが一番気になりますかね。これ、いろいろ、人それぞれだと思うんですけど、私が一番気になるのは、AIの今の投資ブームが失速するかどうかということなんですよ。失速するかどうかと考えるときに、いろんな見方があると思うんですけど、これ、マクロ経済の観点からちょっと占ってみようとい

う、そういうスライドなんですね。AI投資の臨界点がどこにあるのかという意味で、どこまで行けば臨界に達して、どこに行けばブームが終わってバブルの破裂になるのかという話を、ちょっとさせてください。

皆さん、AIブームがバブルかバブルじゃないか、どういうふうに判断されますか。難しいですよ。私も分からないですけど、分からないながら、ちょっともがいたという、その分析のスライドです。

現状だけ確認すると、この青いところですけども、世界的なAIの投資額って2025年で大体1.75兆ドルというふうにいわれていますね。今年が大体2.5兆ドルといわれています。感覚的に言うと、AI投資は大体、日本経済の半分ぐらいのサイズの経済が生まれているという状況ですね。それは景気よくなりますよねということですから、じゃあ、この2.5兆ドルの投資がこのままずっと続くんですか、どうかということです。

それを考えるために、ちょっと理屈っぽいんですけども、この式を使いましょう。皆さん、いろんなプロジェクトを御判断されるために、そのプロジェクトがメイクセンスするかしないかってどういうふうに判断しますかということです、あるプロジェクトを判断するときに。AIにそれを当てはめてしまえばいいということですね。この式のここからいきますけど、AIという世界のプロジェクト、この資本ストックですね。この資本ストックがもたらす粗リターンですね。大事なことは何かってことです。AIって毎年陳腐化していくわけですよ。データセンターも古くなるし、半導体も古くなるし、AIの基盤モデルも古くなるわけですよ。この古くなる部分って減価償却みたいなことですけど、資本がどんどん陳腐化するので、資本減耗を引かなきゃいけないですね。

今、資本減耗はどのくらいかということですけど、AIの投資の資本減耗って、加重平均で毎年18%という、非常に大きな資本減耗率といわれています。半導体とかは、もう7年とか10年とかもたないわけですよ。そういったところが反映されているわけですね。じゃあ、この粗リターンから資本減耗率を引いたネットのリターン、これが本来的なリターンですけど、AIのプロジェクトの。これがもしアメリカの国債を買ったこのリターンよりも低かったら、皆さんどうしますかね。もう、リスクを取って必死でAIに投資しているんですよ。でも、気がついてみたらアメリカの国債を買っていたほうがよかったという状況に皆さん気づくんですよ、2、3年たったら。そうしたらどうなりますか、AIブームって終わらないですかね。だって国債を買ったほうがよかったからということになるわけですね。

そうすると、この関係を使いましょうということですね。この左辺がアメリカの利回りよりも高ければ、AIのバブルははじけないです。逆にアメリカの国債が勝っちゃえば、AIって幻想だったよねということになって、バブルがはじけるかもしれない。じゃあ、この関係を使いましょうということですけども、AIの粗リターン、これは資本減耗率を引いているので、これを右辺に移行すると、アメリカの国債利回りは大体今5%ぐらいなので、18足す5で23と。この23%の粗リターンが必要なんですよ、AIのプロジェクト、AIの資本ストックというのは。すごいリターンが必要なわけですね。

じゃあ、このリターンの関係を使って、これはパーセントとパーセントの関係なので、額と額の関係にしたいんですね。そのためには、まず右辺ですけど、右辺の23%に、今まで積み上げてきたAIの資本ストック額。これ

が、右辺が、事実上、米国債に投資していたとしても得られたはずのハードルリターン額なんですよ。少なくともこのリターンは、AIのプロジェクトは出さなきゃいけないです。でも左のところ、じゃあAIのリターンはどこから生まれるのということですけど、AIのリターンってどこから生まれるのかということですね。恐らく私が思っているし、皆さんも思っているのは、AIがどんどん社会に浸透すると、人件費を置き換えることができるよねというふうに思われています。つまり、労働力を置き換えることができるので、今まで自分たちの社員に払っていたお給料の、例えば10分の1がAIの収入になるという、そういった考え方ですね。なので、これは収入として何を考えているかということですが、アメリカとか欧州とか日本とか中国とか、こういった主要国の雇用者報酬の10%がAIの収入として置き換えられると、こういう関係を考えたいというふうに思います。単純ですよ。じゃあ、このオレンジの額とブルーの額のどっちが多いかでバブルが崩壊するかしらないか決まるという、そういった単純な発想です。

どうなるかということですけど、22ページにちょっとシミュレーションしてみましたので、ちょっとお付き合いいただければと思います。まず一番上のパネルから御覧いただきたいんですけども、今年の投AI資額は2.5兆ドルなんですよ。来年以降1.5兆ドルでずっと走った場合どうなるのかということですけども、このAIで得られる収入とハードルリターン、このオレンジのほうを青を上回り続けるので、この場合に関しては、バブル崩壊には恐らくならないと思うんですよ。この右下ですけども、来年以降もっと加速して、3兆ドルの投資がどんどん進んだ場合どうなるかということですけども、そうすると残念ながらオレンジのラインよりも青のラインのほうを超えてしまって、バブル崩壊になる可能性が高いというふうに思いますね。

なので、何が言いたいということですけど、恐らく2兆ドルぐらい、2兆ドルであれば、このクロスするポイントは結構先になるので、ここからは、恐らく来年のAI投資額って3兆ドルとか3.5兆ドルになると思うんですけども、あるいは4兆ドルになるかもしれないですけど、4兆ドルになったら、恐らく、そこからうまく2兆ドルのところに着地していかないと、急激な調整になると思いますね。だから、来年4兆ドルで、再来年3兆ドルとなったら、恐らく、多分、世界経済は一気に下に振れるというふうに私は思っています。ですので、来年3兆ドル、再来年3兆ドル、さらに、その次2兆ドルというのがソフトランディングのシナリオになるかなと思っていますので、ここから一、二年の投資額の伸び方というのは結構重要になるかなというのが今日の私からのメッセージですね。

23ページですけども、タイトルに「2兆ドルがカギ」とありますけれども、現状のペースで、すなわち3兆ドルを超えるようなケースで、あと数年ですね、3年維持されちゃうと結構厳しいかと思います。だから3兆ドルケースというのは来年、再来年として、その次に関しては落ち着いていかないと結構厳しくなるかなというのが、こういったマクロの分析から言えることかと思っていますということですね。

それで、私は何でこんな分析をしたか、ちょっとお話しさせていただきたいんですけど、よくある話は、AIは大丈夫ですと。なぜならばAI関連の企業は利益が立っているでしょう、キャッシュフローが出ているでしょう、だから大丈夫なんですよという話が結構多いと思うんですよ。皆さん、そう思いましたか。何でAI関連の企業のキャッ

シュフローが立っているかというのを考えるということですね。何でAI関連のキャッシュフローが立っているかという、AIの投資を、皆さんしているからなんです。最後のマネタイズのところはまだ十分にはできてないんですよ。AI投資してデータセンターは造るけれども、その後、データセンターってどこでペイするのとなったら、最終的に皆さんがAIを使い込んで社会に実装されていかないと、恐らくペイしないということになるわけですよ。そういった意味で、利益が出ているのは、今、投資ブームだからなんです。

でも、投資ブームってどういうふうに着地するかという、その先のマネタイズがちゃんとできないといけないわけですよ。じゃあ、マネタイズってできるの、できないのというところですけども、実は、マネタイズをマクロで見るとこういふことだということですね、今申し上げたような。最終的に人件費の何%を取れるんですかと、それが最後のマネタイズでしょうということですね。私の今日の御説明だと、人件費の全体の10%を取れば今の投資ブームというのは続くけれども、10%を主要国で取れないと、恐らくマネタイズは失敗ということになるということですね。というのが、私の今日の言いたいことでございます。

私の分析、間違っているかもしれないです。なぜならば、もしかすると、今日は10%取れるか取れないかという話をしましたけど、5%かもしれないです。5%しか置き換えられないかもしれない、15%置き換えるかもしれない。その10%という仮定によって、私の分析の結果って全く異なります。

あと、もう一つ忘れちゃいけない。皆さんも思っているんじゃないかと思いますが、10人に1人失業が起きるんですよ、AIがマネタイズされるためには。ということは、10人に1人失業が起きる世界というのは、景気が下振れている可能性もあるんですよ。そうなる何が起きるかということですけども、景気全体が下振れるということですよ。なので、そういった意味で私の分析というのは、実はいろんなところに突っ込まれる要素満載なんですけれども、今日は、こうしたロジックで考えると最後のマネタイズのところまで含めてAIが大丈夫かどうかという話をしたかったと、そういうことでございます。ざっくりと以上ですね。

ちょっとAIの話がまた続きますけど、24ページ、すみません、お願いします。ここからお話したいのは、株の話をしたいんですね。ちょっと冒頭お話ししましたけど、株って何で6月の中盤まで上がって、その後一気に崩れたかということです。皆さん、株価を考えると企業収益が大事ですとか、あるいは企業収益の割引現在価値を考える、割引配当モデルを考えることがやっぱり多いと思うんですけど、全く違ったアプローチを御紹介したいというのが24ページです。これは、マネーフローアプローチというものです。これは私が思いついたというよりは、いろんな海外の先端的な研究から、こういった話と言えるんじゃないかというものを図にまとめたものです。

株って結局、マネーフローが株式市場に流れ込んだら、それは株価上がるよねと、ただそれだけなんですけど、じゃあ、どういうマネーフローが今あるのかというのをお話ししたいですね。この青いところの左上のところですけども、AI関連の借入れと貸出しというのが、今、非常に増えているわけです。そうすると、借入れ、貸出しが増えたら何が起きるかですけども、銀行が信用創造するということだから、グローバルでマネーが増えるんで

すよ。これが1つですね。

あと、もう一つは、地政学の状態というのも、私は株式市場の上振れに実は一役買っていると……、上振れですよ、一役買っていると思っていて、地政学がリスク高まると、全体的にマクロってインフレになりやすいですね。インフレになったときに債券を持っていると何が起きるかということですけど、どんどん債券の実質価値が下がっていくわけですよ。そうするとマネーフローとしては、債券から株へどんどんシフトしていくわけです。この2つのマネーフローが株式市場に流入していくわけですが、その流入の橋渡しをする機関投資家の質の変化、これが恐らく今の株式市場にとってすごく重要かと思っています。これはどういうことか。

2010年代、10年前、20年前、皆さんは、機関投資家といえば、イメージですけども、アクティブファンドとかをイメージされていませんか。とにかくアクティブ投資家だと。アクティブ投資家とはどんな投資家ですかということで、アクティブ投資家は、皆さん考えていることは、安く買って高く売るんですよ。安く買って高く売るということは、この左下のチャートでちょっと御説明したいんですけど、株価が安いとたくさん買うんですね。これは需要と供給なんですけど、この需要のほう、ブルーのラインを見てほしいんですけど、株価が高いときというのは買いたくないからあまり量を買わないんですよ。株価が下がると、皆さんいっぱい買い出すわけです。需要曲線は右下がりになるんですね。この経済学の需要と供給曲線ですけど、右下がりになると。これはアクティブ投資家が世の中で多い場合ですね。

でも、パッシブな人が多くなると、どうなりますかね。パッシブファンドって、お客さんからお金が入ってきたら、とにかく価格に関係なく買わなきゃいけないんですよ。価格に関係なく買わなきゃいけないということはどういうことかということですけど、株が高くて安くても買わなきゃいけないから、需要曲線が垂直に立つんですよ。垂直に立った、こっち側がパッシブの機関投資家が多いケースですね。

今ってどんな状況かというと、アクティブな話を聞かずに、皆さんどっちかというと、ETFとかいろいろはやっていますから、そうするとパッシブ投資家の比率が非常に増えているんですよ。そうした中で、こういうAIの話とか、地政学リスクでマネーフローがどんどん株式市場、機関投資家に入ってくると、この青いラインが右も左もシフトするわけですね、この右側に、需要が増えて。今の状況というのは需要曲線が垂直に立っているんで、少し右に需要曲線がずれただけで一気に価格が上がるんですよ。かつ、アクティブなときというのはこれしか上がらないんですよ。ここ、もともとの価格がこれしか上がらないんですけど、今というのはここが一気に上がりやすいんですよ。ということで、マネーフローというものが非常に重要な役割を果たしているんじゃないかというのは、これ、私の仮説です。私がもともと参照している論文って、この図をつけてくれているわけじゃなくて、物すごく難しい数学を使っているんですけど、でも、要はこういうことだろうというのを今日お話ししたかったということでございます。

じゃあ、皆さん、逆に、上がった理由は分かるけど、下がった理由は何でということですね。6月の下旬から一気に下がっていますよね、株価が。下がってなかなか戻ってこないですよ。

ちょっとページ飛びますけど、26ページ、お願いします。6月の下旬に何が起きたかをちょっと思い出していただきたいんですけども、6月の下旬に起きたことは何かということですけど、スペースXがIPOしたんですよ。つまり、株を市場にたくさん、自分たちの株を市場に供給したんですよ。それから今月、あるいは来月、先ほどのAI基盤モデルをつくっている企業が、非常に大きな、巨大なIPO、あるいは株式の供給をするかもしれない。年内はもう、まさに株式供給オンパレードなんですよ。

じゃあ、IPOすると何が起きるかですね。さっきの図をちょっと使わせてほしいんですけど、左のパッシブが多い状況とアクティブが多い状況でIPOすると、この縦の株の供給ラインが右にちょっとシフトするわけですよ、株が増えるので、供給が。そうすると、今までだったらIPOして株の供給が増えても、価格ってこれしか下がらなかったんですね。でも今って需要曲線が垂直に立っているんで、少し供給しただけで株価が一気に下がるんですよ。アクティブの場合はこれしか下がらないんですね。この今のチャートで、4倍ぐらい一気に下がるんですよ。ということは、何が言いたいかということですけども、機関投資家の質が変わることによって、これだけ株価のボラティリティーが出てくるということですね。

今、私、企業収益の話をはほとんどしなかったですけど、企業収益という考え方で株価を決めていくという考え方も大事だけれども、今の状況というのは、実はマネーフローというのも大事だし、今の考え方をもし使うと、IPOをたくさんやっている、恐らく年内にたくさんやと思うんですけど、その間はなかなか株価が上がらないと。逆に言うとIPOのブームが去ったらまた上がり出すということなのかなというふうに、私は整理させていただいていますということですね。以上が株の話です。

27ページですけど、一旦ここでまとめると、来年に向けたマクロの変化としては、27年の景気はおおむね強いけれども、2027年後半に、財政のこととかを考えると、少し、減速している感覚が出てくるかどうかということころだと思います。理由としては、財政の話に加えて、在庫循環のピークアウト、それから、景気に直接関係がどう出るかはちょっとまだ分からないですが、AIのバリューチェーンのフォーカスが変わってくると。そうした中で、中間選挙で民主党が、特に下院を取った場合はインフレバイアスが後退するんじゃないかということですね。最後のポイントとしてAIの投資ブームが恐らく失速、マクロの失速の最大のリスクだけれども、2兆ドルというのが1つの鍵になるかと思っているということですね。

以上がマクロの話で……、私も、お客様の前で話し続ける時間が大体45分ぐらいなので、ちょっとここからは未知の領域になるんですが、ちょっとお付き合いください。

今、為替が円高になっているので、せっかくなので、ちょっと為替の話をさせていただければと思います。40ページをお願いします。何で円高になっているかということですね。このスライドは、ここ数日の円高の動きが出たので慌てて入れたスライドではなくて、もう実は1年近く、私がずっと使っているスライドなんですけど、どうやったら円高になるんですかというときに、私は、極論、日銀が利上げなんかしなくても円高になる可能性はあると思っているんです。

何でということですね。1つのエビデンスですけれども、このページの左のチャートを御覧いただきたいんですが、このグレーのラインがユーロドルですね。上に行けばユーロ高、下に行けばユーロ安なんですけど、これ、2025年を過ぎてしばらくした頃、2025年のファーストハーフに、このグレーのラインが一気に上がっているわけですよ。つまり、ユーロはめちゃくちゃ強くなっているんですよ。そのときにECB、ヨーロッパ中央銀行が何していたかですけど、このブルーのラインです。実は利下げしていたんですね。利下げしているのに、ユーロが強くなっていたんですよ。おかしいですよ。金利差が大事ですという話になると、利上げしないとその通貨は強くないのに、利下げしているのに強くなっていますよ。何でこんなことが起きたかということですね。

このとき振り返ってみると、ECBは利下げして、あることを達成したんですよ。ここで。何を達成したかですね。何を達成したと思いますか。ECBは中立金利をどこの主要国の中銀よりも早く達成したんですよ。日本はまだ中立金利はどこか分からないですよ。でも、ECBはもう2025年に達成しているんですよ。FRBも今、中立金利、どうか分からないですよ。でもECBはもう1年ぐらい前に、もう達成しているんですよ。

中立金利を達成しているということはどういうことかということですけど、中立金利を達成すると何がいいかですね。普通の中央銀行になるということですよ。中立金利を達成している。中立金利というのは中長期の本来あるべき政策金利ということなんですけれども、そこを達成しているということはどういうことかということですけど、ちょっと違う例を使いますが、日銀って、中立金利を達成していないのは何でかということですけど、よくある説明としては、足元の消費者物価指数は結構上がっているんだけど、基調インフレ率というのが2%に到達していないと。基調インフレ率が2%に到達していないので、金利を一気に中立金利まで上げたら景気が冷えるかもしれないということですよ。だから結局、日銀というのはゆっくり利上げしているということなんですよ。

でも、日銀、もし日本で中立金利が1.75か、2か、2.25か分からないですけど、仮に、2%だとして、それに到達したとなったら何が変わるかですよ。日銀が普通の中央銀行になるということですよ。普通の中央銀行になるということはどういうことかということですけど、インフレが上振れれば、それに対してしっかり利上げで反応するし、インフレが下振れたら、しっかり利下げで反応するということですよ。

これは何を意味しているかということですけど、何か将来的に経済にショックがあったときに、普通の中央銀行は、インフレの動きに対して政策金利で強く反応できるということですよ。つまり、インフレが線路の右にずれようが、左にずれようが、すぐに戻すことができるんですよ。ということは、中央銀行がちゃんとアクティブに動いてくれるということなので、アクティブに動いてくれるということは物価が安定しやすいですよ。ショックがあっても、すぐ戻せるわけですよ。ショックがあってもすぐ戻せるということはどういうことかということですけど、中央銀行として仕事をしっかりしてくれるということなので、マーケットの信認が高まるんですよ。じゃあ、マーケットの信認が高まると何が起きるかですよ。中央銀行の信認が高まるということは、その通貨の信認が高まるということですよ。じゃあ、信認が高まるということは、その通貨が高くなるんですよ。だから、ECBは利下げしている

のに中立金利にいち早くどこの中銀よりも早く達成して、基調インフレ率2%達成しましたといったわけです。ラガルドECB総裁は「We are well positioned」と言ったんですよ。ということは、どういうことかということ、ここから普通の中銀になって、よりしっかりとインフレの安定にいい仕事をすることができるという、そういう発言をされたわけです。なので、やっぱりユーロがぐっと上がっていくわけです。

じゃあ、円の話をしてしまおう。もし日本銀行が利上げをなかなか思ったとおりにできない、永遠に、中立金利を達成したと言えないとしますよね。そうしたら何が起こりますか。永遠に日銀が中立金利に達成しましたというふうに宣言できないということは、ECBみたいになれないんですよ。つまり日銀の信認は高まらないし、円の信認も高まらないし、そうすると円は安いままなんです。

この1週間、2週間、何が起きたかということです。これ、冒頭の話が関連してくるんですけど、ベッセント財務長官が、日本のリフレ政策というのは、今の状況を見ると、必ずしも適切ではないという趣旨の御発言をされたわけですね。ということは、どういうことかということですけど、リフレ政策というのは何かということですけれども、インフレ率が1%上がっていたとしても、金利は上げちゃいけないですよ。本当はインフレ率が1%上がっていたら何しなきゃいけないかということ、金利は1%よりも上げないといけないんですよ。

なぜならば、インフレが1%上がっていて金利を0.7%しか上げなかったら何が起こるかということですね。実質金利が0.3%下がるんですよ。インフレが上がっているのに実質金利を下げていることになるので、インフレが1%上がったら、政策金利を1%よりも高く上げなきゃいけないんですよ。それが普通の中央銀行なんですよ。そこに入ったかどうかという宣言をすることは非常に重要なんですよ。

今、私は、そこに行くための過渡期だと思っていて、普通の中央銀行に近づけば、恐らく、それがマーケットで意識されて、つまり、日銀のレジームチェンジの可能性が高まってきたので、それが為替マーケットに反映されているということだと思います。最終的に、もしかすると、日銀がここがほぼ中立金利に近いですよというような宣言をしたら、私は、ドル円はもっと下に行ってもおかしくないというふうに思っているということですね。

ですので、本当は長期金利の話もしたかったんですけども、すみません、ちょっと私の時間配分がよくなくて、株の話と為替の話をさせていただいて、もしよろしければ、長期金利の話はQ&Aのセッションでさせていただければと思っています。

—— 了 ——