

「我々は AI バブルの中にいるのだろうか？」

双日総合研究所 チーフアナリスト 大矢 伸

米国も日本も、若干の調整を伴いつつも、株式市場は上昇を続けている。特に米国では AI が相場を牽引している。我々は今、「AI バブル」のただ中にいるのだろうか。あるいは、人類の歴史の中でも特筆すべき「革命」を経験しているのであろうか。代表的 AI である ChatGPT に聞いたところ、「米国には“AI バブル”のリスクを示す強い徴候があるが、「完全なバブル」に至っているかは専門家の間でも意見が割れており、日本については部分的な過熱感はあるものの、まだバブルとは言い切れないという見方が多いです。」というものだった。実際どうなのだろう。

株式の時価総額を名目 GDP で割って算出した「バフェット指標」という数値がある。100%が目安とされてきたが、現在米国では 200%を超える高水準、日本でも 170%前後だ。また、良く知られた指標として PER（株価収益率）がある。株価が純利益の何倍かを示す数値だが、純利益が景気変動で上下するために PER も大きく振れる点が欠点だ。これを過去 10 年の平均利益に置き換えたのが「CAPE レシオ」であり、ノーベル経済学賞受賞者のロバート・シラー教授が考案したことからシラー PER とも呼ばれる。現在、米国の CAPE レシオは 40 を超え、2000 年のドットコム・バブル以来の高水準だ。日本は 25 にとどまっている。

バブルを完全に予想することが難しいことは歴史が教えてくれる。マエストロと呼ばれたアラン・グリーンスパン FRB 議長は、株式相場が急上昇した 1996 年に、これを「根拠なき熱狂」（Irrational Exuberance）と評して警鐘を鳴らした。しかし、その後、ニューエコノミー論が強くなる中で、新たな情報通信技術が発達して生産性が大幅に上昇し、株価はそれを反映している可能性がある、と発言するようになった。ドットコム・バブルは 2000 年 3 月にピークを打った後に崩壊するが、グリーンスパン議長は 2002 年に、バブルは崩壊してはじめてバブルと分かるとコメントした。

バブルを事前に予想できるか否かは、中央銀行の対応の在り方にも影響を与えるところ、ドットコム・バブル崩壊のあとに FRB と国際決済銀行（BIS）のエコノミスト達の間で激しい議論が行われた。FRB のエコノミストの多くは、バブルを事前に予測するのは困難であり、加えて、バブルを想定した予防的な金融引き締めはコストが高く、さらに、バブルが崩壊しても事後的に金融緩和を行えばソフトランディングは可能という立場をとった（FED ビュー）。これに対して、BIS のエコノミストは、資産バブルの状況を把握した上で早めに金融引き締めを行うことの重要性を強調すると共に、バブルが大きくなり、その後崩壊することによる金融システムへの甚大な悪影響を懸念した（BIS ビュー）。

現在、マグニフィセント 7（アルファベット、アマゾン、アップル、グーグル、マイクロソフト、メタ、エヌビディア）の時価総額は米国 S&P500 の 35%を占めるまでになり、これらが米国株全体の上昇を支える。まさに AI による株高である。「バブルではない」論者は、ドットコム・バブルの時は、実

体はなくても社名にドットコムがついていれば株価があがるというバブルの要素があったが、今回の AI ブームは実体を伴っており、マグニフィセント 7 も着実に利益を拡大している、と主張する。FRB のジェファークソン副議長は、11 月 21 日の講演で、AI 企業は安定した基盤と収益を持っておりドットコム・バブルの時とは異なると主張した。これに対して、「バブルである」論者は、AI は実態がないとは言わないが、バリュエーションが高すぎると感じている。米国投資家のレイ・ダリオ氏は 11 月 20 日、現在「バブルの真ただ中にあるのは明らかだ」とし、ドットコム・バブルを 100% とすると、現在は 80% の地点にいるとコメントした。

AI は、情報検索、会議録作成、自動翻訳、自動運転など身近なところで仕事・生活を変えており、生産性を向上させるもののように思われる。ただ、莫大な投資、先行するバリュエーションを正当化する形でいかにマネタイズしていけるかは重要な課題だ。AI 自身がどう考えるのか、無料の ChatGPT に

「ChatGPT さん、あなたは実体のないバブルですか」と聞いてみた。回答は「私は市場で取引される資産ではないので、経済的な意味でのバブルではありません。ただし、社会的・心理的な期待が過度に膨らむという意味では、バブル的現象の対象になりやすい技術ではあります。」「AI が万能になるという過大な期待、実装コストや現実的制限の過小評価、が起きている時、世の中では AI バブルと言われがちです。」「結論としては、ChatGPT は実体のないバブルではありません。ただし、人々の期待が先行すれば、バブル的に扱われることはある、というのが正解です。」というものだった。AI が牽引する株式相場に「バブル」の要素はあるだろう。それは AI も認識している。しかし、AI は我々の仕事や生活に「リアル」な影響を与えている。仮に AI バブルに大きな調整が訪れたとしても、AI の進化がもたらす「リアル」な変化は続いていくだろう。

(2025 年 11 月 24 日・記)