



AI 半導体株は大幅調整。今後は、ハイパースケーラー決算に注目

▣ AI 半導体株が急落、日経平均は一時 3,500 円超の下げ

10月15日の国内の株式市場では、AI半導体株が急落し、日経平均株価も一時3,500円を超える下げを記録しました(図表1)。主なきっかけは、米新興クラウド企業コアウィーブの社債価格の急落です(利回りは急上昇)。また、14日発表の米消費者物価指数(CPI)が上振れし、米利上げ観測が強まったことも相場の重しとなりました。



▣ 社債利回りの急上昇を受けて、投資持続性に対する懸念が強まり、半導体株下落に波及

コアウィーブは、AI半導体を搭載したデータセンターを整備し、オープンAIなどのAIサービスを手掛ける企業に貸し出して収益を得ています。データセンターの取得資金は主に銀行借入や社債発行で賄っています。このため、調達金利が上昇すると収益が直接圧迫されます。

14日の米国市場では、同社が約9.6%の利回りで発行した2032年7月満期の社債の利回りが、15%台まで上昇しました(図表2)。発行時の利率を大きく上回る利回りを市場から求められると、追加の借入や借り換えのコストは大幅に高まります。「これまでのように借入でデータセンターを増やし続けることは難しくなる」との見方から、ビジネスモデルの継続性に警戒感が強まり、同社株は大きく下落しました。

売りは、同社と事業が近いオラクルにも広がりました。両社はAIインフラに資金を投じる「資金の出し手」です。出し手がこれまでのような巨額投資を続けられなくなれば、「資金の受け手」である半導体企業の業績拡大も鈍化しかねません。この連想から、14日の米国市場ではエヌビディアをはじめ半導体株が幅広く下落しました。15日の東京市場でも、半導体試験装置大手のアドバンテストや半導体メモリ大手のキオクシアホールディングスを中心に、半導体株が急落しました。

コアウィーブの社債価格急落に加えて、14日に発表された米CPIでインフレ率が上振れたことなどから米利上げ観測が強まったことも重しとなり、15日の国内の株式市場は大きく下げる展開となりました。

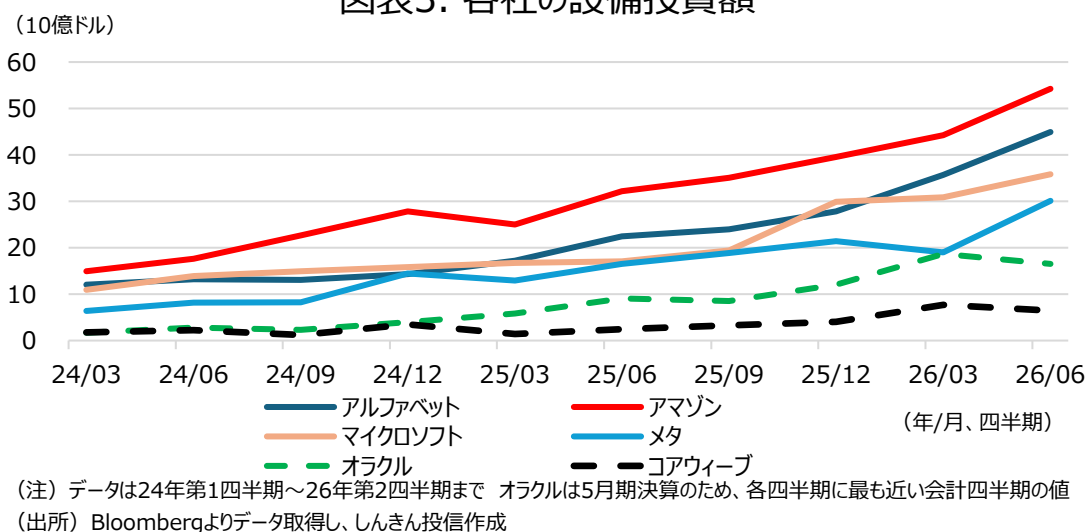
図表2. コアウィーブの社債利回り



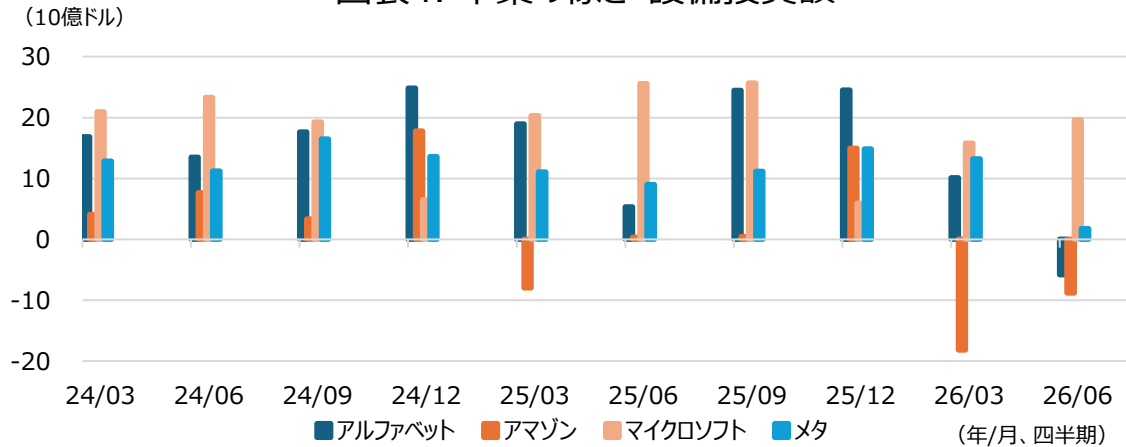
□ 今後のポイント：個社の問題か、業界全体の問題か

コアウィーブに加えてオラクルは、本業で稼ぐ資金だけでは投資を賄いきれていません。債務も膨らんでおり、以前から財務面への懸念がくすぶっていました。今回の動きは、社債利回りの上昇をきっかけに、その懸念に改めて焦点が当たったものと解釈できます。今後の焦点は、この懸念がマイクロソフト・アマゾン・アルファベット・メタといったハイパースケーラー（世界規模でデータセンターを運営し、AIの学習・稼働に必要な膨大な演算能力を必要に応じて提供できる巨大IT企業）にまで広がるかどうかです。ハイパースケーラーの投資規模は上記2社を大きく上回ります（図表3）。半導体企業の利益の急拡大を支えてきたのは、こうしたハイパースケーラーからの巨額の資金流入でした。各社の本業は極めて堅調で、コアウィーブのような債務不安が広がる可能性は低いとみられます。ただし、設備投資の急拡大により、アルファベットとアマゾンは直近の決算で投資額が本業で稼いだ資金を上回る状態に転じました。メタも、本業の稼ぎから投資を差し引いた手元に残る資金が大幅に縮小しています。大手デックでさえ、本業の稼ぎだけでは投資を賄いきれなくなりつつある点には警戒が必要です。

図表3. 各社の設備投資額



図表4. 本業の稼ぎ-設備投資額



(注) データは24年第1四半期～26年第2四半期まで 本業の稼ぎは営業キャッシュフロー
(出所) Bloombergよりデータ取得し、しんきん投信作成

AI 投資持続性に対する懸念が強まるなか、10月下旬に予定されているハイパースケーラー4社の決算は、株式市場を大きく動かす可能性があります。注目点は次の2つです。

A：設備投資が増額されるか

B：投資額を本業の稼ぎの範囲内に収められるか（アルファベットとアマゾンは赤字からの改善、メタは縮小に歯止めがかかるか）

この2点の組み合わせにより、半導体株の展開は4つのシナリオに分けられます（図表5）。

直近の4-6月期決算では、アルファベット、アマゾン、メタの3社が設備投資を増額しました。一方で、本業の稼ぎから設備投資を差し引いた資金は、アルファベットとアマゾンで赤字に転落し、メタでは大幅に縮小しました（シナリオ②）。マイクロソフトは、この資金のプラスを維持したものの、設備投資計画は据え置きました（シナリオ③）。

7-9月期決算でも、企業ごとに異なるシナリオとなる可能性があります。複数の企業が設備投資の増額を打ち出したうえで、赤字の縮小やプラスの維持を実現できれば（シナリオ①）、投資の持続性に対する懸念は後退し、半導体株は大きく反発する可能性があります。一方、前回決算と同様にシナリオ②や③にとどまる場合は、投資の持続性に対する懸念が残り、半導体株は不安定な値動きが続くと想定されます。

図表5. ハイパースケーラー決算のシナリオと半導体株への影響

	B 投資を本業の稼ぎで賄える (赤字の改善・プラス維持)	B 賄えない (赤字・プラス縮小が続く)
A 設備投資を増額	シナリオ① 懸念後退 財務を悪化させずに巨額投資を継続できる ▶ 半導体株：大幅反発も	② 財務懸念がくすぶる 投資は続くが、外部資金への依存が強まる ▶ 半導体株：不安定な値動き
A 増額なし	③ 投資減速への懸念 財務は健全だが、投資の伸びが鈍化する ▶ 半導体株：不安定な値動き	④ 最も警戒が必要 投資の減速と財務悪化が重なる ▶ 半導体株：一段の調整の恐れ

(出所) しんきん投信作成



＜本資料に関してご留意していただきたい事項＞

※本資料は、ご投資家の皆様に投資判断の参考となる情報の提供を目的として、しんきんアセットマネジメント投信株式会社が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。

※本資料は、信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。また、いかなるデータも過去のものであり、将来の投資成果を保証・示唆するものではありません。

※本資料の内容は、当社の見解を示しているに過ぎず、将来の投資成果を保証・示唆するものではありません。記載内容は作成時点のものであり、予告なく変更する場合があります。

※投資信託は、預金や保険契約とは異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の補償の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象ではありません。

※投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替リスクもあります)に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、預金と異なり投資元本が保証されているものではありません。運用による損益は全て投資者の皆様に帰属します。

※特定ファンドの取得のお申込みに当たっては、販売会社より当該ファンドの投資信託説明書(交付目論見書)をあらかじめ又は同時にお渡しいたしますので、必ず内容をご確認の上、ご自身でご判断ください。

【お申込みに際しての留意事項】

■ 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式や債券等の値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替リスクもあります)に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、預金と異なり投資元本が保証されているものではありません。運用による損益は全て投資者の皆様に帰属します。

また、投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

■ 投資信託に係る費用について

(お客様に直接ご負担いただく費用)

- ◆ ご購入時の費用・・・購入時手数料 上限 3.3%(税抜 3.0%)
- ◆ ご換金時の費用・・・信託財産留保額 上限 0.3%

(保有期間中に間接的にご負担いただく費用)

- ◆ 運用管理費用(信託報酬)・・・純資産総額に対して、上限年率 1.628%(税抜年率 1.48%)
- ◆ その他の費用・・・監査費用、信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、有価証券売買時の売買手数料等および外貨建資産の保管等に要する費用は、ファンドより実費として間接的にご負担いただきます。また、投資信託証券を組み入れる場合には、お客様が間接的に支払う費用として、当該ファンドの資産から支払われる運用管理費用、投資資産の取引費用等が発生します。これらの費用につきましては、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。

投資信託に係る上記費用(手数料等)の合計額については、ご投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、しんきんアセットマネジメント投信が運用する全ての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前に投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をよくお読みください。

※本資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。