

2026 年 10 月 16 日

利上げで悪化する一部 AI 関連企業の資金調達環境 ～半導体市場に影響も、中長期的な市場拡大は変わらず～

経済調査部 シニア・フェロー 鳶峰 義清

(Tel : 050-5474-7489)

(要旨)

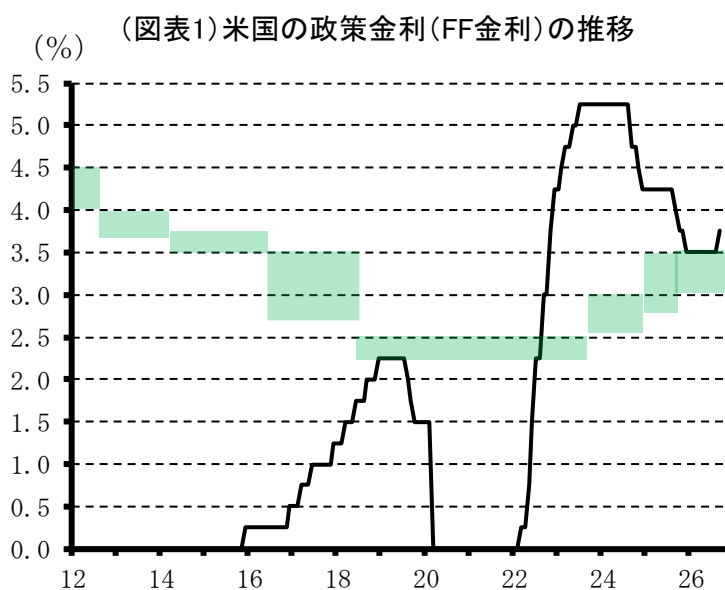
- FRB が 9 月に 3 年 2 カ月ぶりの利上げに踏み切り、政策金利が中立金利の水準に近づくなか、AI 関連企業の資金調達環境に変化が出てきた。データセンターを借入で建設するネオクラウド企業の社債利回りは 15% 近くまで上昇し、市場では信用不安の様相も見られる。
- 韓国の出荷・在庫バランスは、半導体、電子部品ともに悪化した。台湾でも電子・光学産業の受注の勢いが鈍り、顧客在庫が「過剰」に転じるなど、需給が変調する兆しが出ている。
- それでも、ハイパースケーラーの設備投資やメモリーの供給不足をみる限り、AI 関連需要の拡大は中長期的に続く可能性が高い。今後は「AI ならば何でも買われる」局面から、財務の健全性と需給をもとに銘柄が選別される局面に移ると考えられる。

1. 利上げが中立水準に届き、市場の前提が変わる

FRB は 9 月の FOMC で、政策金利の誘導目標を 0.25% 引き上げ、3.75～4.00% とした (図表 1)。

利上げの背景にあるのは、根強いインフレだ。9 月の消費者物価指数は前年比 +3.7% と市場予想を上回った。市場では 10 月 27～28 日の FOMC で追加利上げがあるとの見方が再び強まりつつある。金利の上昇は国債市場でも顕著で、2 年債利回りは 5% に迫り、10 年債利回りも 5.3% 台まで上昇している。

FRB は、長期的に望ましい政策金利 (景気を刺激も抑制もしない中立金利) を 3.25～3.50% とみている。足元の政策金利はすでにその水準を超えており、金融政策は景気を抑制す



注: 色つき部分は FRB による中立金利水準域
出所: FRB

る領域に入っている。金融引き締めが実体経済に効いてくるまでには通常 1～2 年かかる。それでも、景気の先行きを読む金融市場は、早い段階で影響を受けやすい。

なかでも金利上昇の影響を受けやすいのが、高い成長期待を背景に株価が形成されてきたAI・半導体関連株だ。将来の利益への期待が大きい企業ほど、割引率が上がると理論的な株価の下落幅が大きくなる。加えて今回は、金利上昇が株価評価の調整にとどまらず、AI投資そのものを支える資金調達の経路にまで影響し始めた点に注意が必要だ。

2. データセンター投資企業の社債利回りが急騰

その象徴となったのが、AI向けクラウド事業者であるCoreWeaveの社債だ。10月14日、同社が発行した2032年満期債は14.8%程度まで上昇し、株価は1日で15%超下落した。同日にはOracleの株価も9%近く下落した。これを受けて、10月15日の日経平均株価は前日比▲3318.34円（▲4.9%）と、過去3番目となる下落幅を記録した。指数への寄与が大きい半導体関連株の下げが主導したもので、日経半導体株指数は同▲10.1%と7月28日以来の下落率を記録している。

10月14日のCoreWeave社の2032年満期債（利率6.25%）の利回りは7.24%まで上昇した。ハイパースケーラー（大手クラウド事業者）の大量の社債発行が続くなか、9月下旬時点で、AI関連の発行体の社債スプレッドは約115bp（Goldman Sachs集計）に広がった。一方、投資適格社債全体は83bp（ICE BofA）と、年初からほぼ横ばいにとどまっている。つまり、社債市場全体の信用環境は比較的安定しているが、AI関連の発行体だけが選別され、より高い上乗せ金利を求められている。

背景にあるのは、社債の供給量の多さだ。Alphabet、Amazon、Meta、Oracleの4社による社債発行額は、10月13日時点で2,280億ドルを超えた。これは2025年の年間発行額の2倍以上にあたる。2027年にはハイパースケーラー全体の発行額が4,200億ドルと、2026年を6割上回るとの予想もある。投資対象が同業種の社債に偏ることを回避するため「AI以外の社債を求める」動きも目立ち始めた。実際、9月のAI関連の社債発行額は8月の半分以下に落ち込んだ。

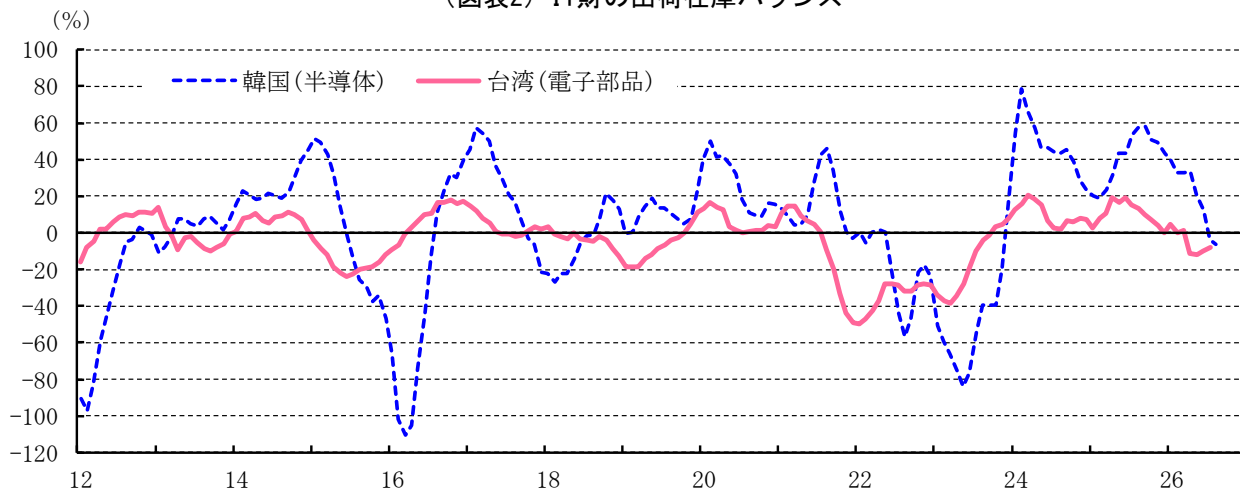
こうした変化は、AI投資の資金調達に「量」と「価格」の両面から制約が生じ始めたことを示している。巨額の手元資金を持つ大手ハイパースケーラーにとって、利回りの上昇は直ちに投資を抑える要因にはならないだろう。一方、借入に頼ってデータセンターを建設するネオクラウド企業は事情が異なる。資金調達コストの上昇は、事業計画の見直しにつながりやすい。AI投資の「周辺部」から設備投資のペースが鈍れば、それは半導体需要の伸びの鈍化として波及していくことになる。

3. 韓国・台湾で出荷・在庫バランスに変調

実際、半導体の需給にも変化の兆しが出ている。韓国の8月の鉱工業生産統計で前年比をみると、半導体は出荷の伸びが+2.5%にとどまる一方、在庫は+8.8%増加した。出荷の伸びから在庫の伸びを差し引いた出荷・在庫バランスは▲6.3ポイントと、在庫の積み上がりが出荷を上回っている。電子部品はさらに悪化が鮮明だ。出荷が前年比▲5.1%減少する一方、在庫は+16.2%増

加し、出荷・在庫バランスは▲21.3ポイントまで落ち込んだ。台湾の電子部品の出荷・在庫バランスも▲13.0ポイント（7月）とマイナス圏に沈んでいる（図表2）。

（図表2）IT財の出荷在庫バランス



※出荷在庫バランスは〔出荷（前年比）－在庫（前年比）〕

出所：Datastream

韓国の8月の半導体輸出額は前年比3倍を超え、過去最高を更新した。それにもかかわらず出荷の伸びが2%台にとどまっていることは、輸出額の急増の多くが、メモリーをはじめとする価格の上昇によってもたらされていることを示唆している。数量の面では、需要の勢いはすでに鈍り始めている可能性がある。

台湾でも同様の兆しがある。8月の電子部品の生産指数は過去最高を更新したが、サーバー製品の仕様変更や生産計画の調整を受け、伸びは政府の予想を下回った。より先行的な指標である9月の製造業PMIを電子・光学産業についてみると、次のような変化が出ている。

- ✓ 新規受注指数が10ポイント以上低下
- ✓ 受注残指数も10ポイント以上下がり、54.3%と2025年12月以来の低い水準になった
- ✓ 在庫指数は64.8%へ上昇
- ✓ 顧客在庫指数は51.0%と、2022年12月以来の高い水準で「過剰」に転じた

一部の部品だけが不足し、ほかの部品が余るミスマッチも広がっている。そのため、受注と生産がともに急拡大していた局面から、高水準ながら受注の勢いが鈍り、在庫の負担が増す局面へと移りつつある。

この変調の背景には、AIの外側の需要が弱っていることもある。メモリー価格の急騰は、スマートフォンやパソコンなど消費者向け電子機器のコストを押し上げている。スマートフォンなどでは値上げも相次いでいる。値上げによって買い替えの周期が長くなれば、AI以外の用途の半導体や電子部品の需要が弱まり、在庫調整の動きが広がる可能性がある。

4. それでも中長期のAI需要拡大は続く

もっとも、こうした兆しをもって、AI関連需要の拡大が終わったと判断するのは早計だろう。

第一に、需要の中心であるハイパースケーラーの投資意欲は依然として強い。ハイパースケーラーの設備投資額は2026年に8,000億ドル規模に達し、2027年には1兆ドルを超えるとの見方が出ている。大手5社の設備投資の米国GDPに対する比率は、2026年の2.4%から2027年には3.2%に上昇すると見込まれる。ITバブル期（90年代後半から2000年頃）のインターネット網整備（ピーク時で1.2%）をはるかに上回る規模だ。

第二に、供給側の制約は依然として強い。サムスン電子とSKハイニックスのメモリー在庫は10日分を下回ったとの推計もあり、米マイクロンは2028年度まで需給の逼迫が続くとの見方を示している。台湾のTSMCの9月の売上高は前年比54.6%増と、9月として過去最高を記録した。エヌビディアも次の四半期に1,080億ドルの売上高を見込んでいる。韓国の半導体在庫の増加には、休暇シーズンや生産計画の調整に伴う一時的な面も含まれている。月次の統計の振れも大きいいため、1〜2カ月のデータだけで循環的な調整局面入りと結論づけることはできない。

一方で、投資の規模が大きくなるにつれ、それを支える資金面での余裕は薄くなっている。大手5社でさえ、2027年から2028年にかけてはAI投資の支出が営業キャッシュフローを上回ると見込まれている。営業キャッシュフローがプラスに転じるのは2029年と予想されている。つまりAI投資は、手元資金だけで賄える段階から、外部からの資金調達に頼る段階に入りつつある。金利上昇と社債市場での選別が強まれば、投資計画が「中止」されることはなくても、その「時期」や「ペース」が見直される可能性は否定できない。

以上を踏まえると、AI・半導体株を取り巻く環境は、成長期待だけで株価が上昇してきた局面から、次の三つの要素を同時に見極めなければならない局面に移りつつあるといえる。

- ① 金融政策が引き締め方向に転じたことによる株価評価の調整
- ② 資金調達コストの上昇による投資ペースの鈍化
- ③ 出荷・在庫バランスの悪化に表れる需給の変調

利上げを実施すれば2会合連続となる10月末のFOMCは、市場の方向感を左右する可能性がある。利上げを実施すれば、FRBは多少の景気減速を厭わない姿勢を見せることに繋がるため、市場の警戒感は一気に高まろう。社債市場においては、格付け感のスプレッドが更に拡大すると見込まれ、特にAI関連ではその格差が一層大きくなることが懸念される。

ただし、AIが中長期の成長分野であるという見方そのものが揺らいでいるわけではない。今後は、同じAI関連の企業の間でも差がつきやすくなるだろう。厚い手元資金を持つ大手ハイパースケーラーや、供給不足が続くメモリー・先端ロジック・先端パッケージは、相対的に底堅い動きが期待できる。一方で、借入に頼って投資を拡大してきた企業や、AI以外の用途への依存度が高い電子部品分野は、調整の圧力を受けやすい。

半導体関連の比重が高い日本株、とりわけ日経平均株価にとっても、こうした選別の動きは無縁ではない。中長期の拡大基調を前提としつつも、短期的には在庫調整と株価評価の調整が重なる可能性に留意する必要があるだろう。

以上