ＡＩ依存を強める米国経済の行方は？

客員研究員
古金　義洋

〇個人消費、設備投資の増加で７～９月の米国経済は３%超の高成長

７～９月の米国の実質ＧＤＰ成長率は前期比年率3.4%となり、１～３月の同2.5%、４～６月の同2.2%から伸びが加速した。

特に、個人消費、設備投資など国内需要の勢いは強い。実質個人消費は４～６月、７～９月ともに前期比年率3.8%増と高い伸びを続けている。個人消費のＧＤＰ成長率に対する寄与度は、４～６月、７～９月ともに2.5%と成長全体の大きな部分を占めている。

このように実質個人消費は年率４%近い勢いで力強く増加しているが、７～９月の名目雇用者報酬は雇用の伸び悩みにより前年比4.5%増で、消費デフレーター（同3.3%上昇）で実質化した実質雇用者報酬は同1.2%増と低い伸びにとどまる。

実質個人消費の伸びは、雇用者報酬によるものではなく、やはり株高の資産効果によるものと考えられる。

雇用者報酬の低迷により中低所得層の消費が冷え込む一方、株高の資産効果で高所得層の消費が好調を維持するといった形で、いわゆるＫ字型の消費が続いているようだ。

一方、実質設備投資については、データセンター建設需要などにより、４～６月の前期比年率9.0%増のあと７～９月は同12.7%増と伸びが一段と加速した。設備投資のＧＤＰ成長率に対する寄与度は、４～６月1.3%、７～９月1.8%となっている。

このうち、狭義のＡＩ関連投資に相当するとみられる「コンピューター及び周辺設備への投資」は、設備投資全体の10.2%、ＧＤＰの1.5%を占めるにすぎないが、これが７～９月に前期比年率66.7%増加し（前期比に換算すると14%程度の増加）、これだけで、実質ＧＤＰ成長率（3.4%）を0.7%押し上げる形になった。

〇米国経済はＡＩ依存を強めるが、ＡＩ投資の持続性には疑問も生じている

ＡＩ関連投資を中心とした設備投資の急増に加え、ＡＩブームが株価を押し上げ、株高の資産効果が個人消費を増加させていることを考えると、米国は実体経済、株式市場ともにＡＩ依存を強めているようにみえる。

ただ、それはＡＩ関連投資が頭打ちになるなど、ＡＩの問題が景気の下振れリスクにもなり、株価の下落を通して金融市場の混乱を引き起こすおそれがあることをも意味する。

好調を維持しているＡＩ関連投資の持続性については、以下の問題点が指摘される。

第１に、そもそも、急増しているＡＩ投資が本当に実需に基づくものなのかといった点が問題になっている。

ＡＩ企業間で行われている半導体購入、融資などの資金調達、クラウドサービスの提供といった取引が、ＡＩ関連企業同士の仲間うちのなかでの、いわゆる「循環取引」であり、一般顧客のニーズを背景とした実需に基づくものではないのではないか、との懸念がある。

社債の利回りが急上昇し、債務不履行の懸念があるとされ問題になったコアウィーブは、エヌビディアから出資を受ける一方で、エヌビディアから購入したＡＩ向け高性能チップ（ＧＰＵ）を担保に巨額の資金調達を行

って、データセンターを構築している。

ＡＩ関連企業の売上・利益の急増がＡＩ企業の高成長期待につながり株価高騰をもたらしているが、それが循環取引によるものであるとすれば、ＡＩ関連企業の株価高騰は正当化できなくなる。

第２に、ＡＩ投資が実需に基づくものだとしても、巨額な投資に見合う収益が確保できるかが疑問視されている。インフレと金利上昇により、こうした投資の収益化に対する懸念はより高まった。

ハイパースケーラーと呼ばれる大規模データセンター運営事業者の多くは、巨額な投資を自己資金だけで賄えなくなっており、外部資金調達に依存するようになっている。

事業者にとっては、半導体価格上昇などにみられる投資財価格の値上がりで名目の投資金額が膨らみ、加えて、金利上昇によって利払い負担が増えているため、収益性確保が一段と難しくなっている。

第３に、米中間選挙では、データセンターの建設規制や一時停止が大きな争点となったが、電力や水資源の大量消費によるライフラインへの悪影響、騒音、一般家庭の電気料金高騰などから、データセンター建設への住民の反対意見は強まっており、規制強化を訴えた候補者や住民投票における規制強化案が圧倒的な支持を集めた。

中間選挙に合わせて各地で行われたデータセンター関連の住民投票では、その大半が建設禁止や規制強化が賛成多数となった。

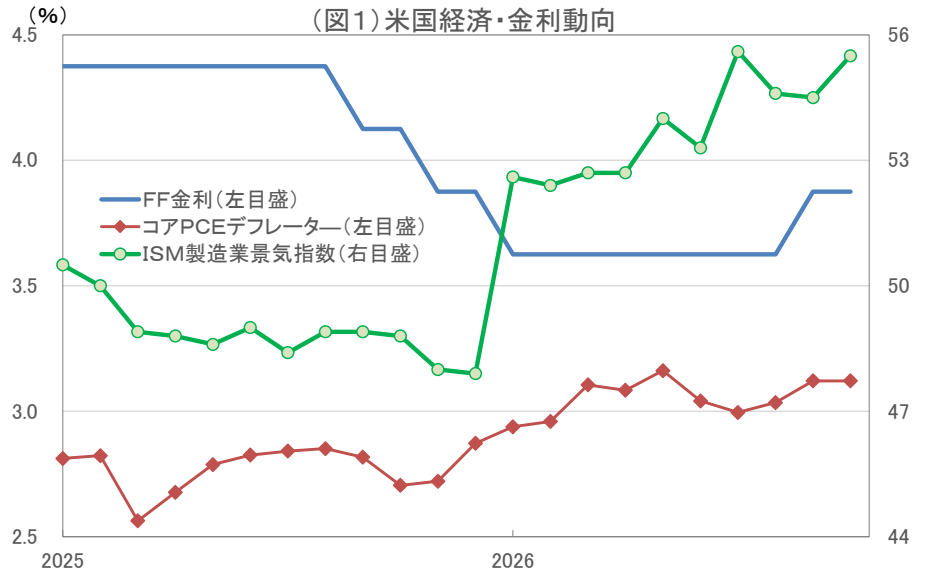
共和党の地盤とされるテキサス州知事選で、建設の一時停止や法律整備を訴えた民主党のジーナ・ヒノホサ氏が勝利した。ジョージア州、オハイオ州、ミシガン州、ネバダ州などの知事選や上院選でも、規制強化や建設保留を主張した候補者が相次いで当選した。

確かに、連邦議会による規制が強化されるかどうかについては、民主党が規制法案を提出し、連邦議会で可決されたとしても、トランプ大統領が拒否権を行使するため、規制強化が実現することは難しい。だが、今後、州レベルでデータセンター建設への規制が強まる可能性が高い。

〇物価高は内需好調を反映したディマンドプル・インフレであり、原油価格反落でも利上げは必要に

このようにＡＩ依存の強い経済成長の持続性については疑問が生じているが、少なくと

（図１）米国経済・金利動向



（出所）FRB、米商務省、米供給管理協会資料より作成

も現状においては米国経済が力強く拡大し、とくに財・サービス市場は過熱気味になっていることは確かだ。

前述した通り、個人消費と設備投資の急増により、国内最終需要は昨年10～12月の前期比年率0.5%増を底に、今年１～３月同2.3%増、４～６月同3.8%増、７～９月同5.0%増と伸びを高めた。

国内最終需要が年率５%というハイペースで伸びているのに対し、米国の供給力の伸び（潜在成長率）はトランプ政権の移民抑制策により労働力人口が伸び悩んでいることもあって２%強にすぎない。

米国の製造業景気は活況を呈しており、10月のＩＳM製造業景気指数は55.5と高水準で推移しているが、急速な国内需要の増加に生産能力がついていけない状態であることは間違いない。実際、ＧＤＰ統計にみられる、財・サービス市場の需給ひっ迫は、貿易赤字を拡大させると同時に、物価押し上げ圧力を高めている。

中間選挙で共和党が大敗した主因は物価高で、物価高の原因は米イラン戦争との見方が多いが、物価高は国内需要増加による需給ひっ迫が原因である可能性が高い。

インフレ高止まりが原油高などコストプッシュによるものでなく、ディマンドプルによるものだとすれば、原油価格が仮に下落したとしても、ＦＲＢは利上げを継続せざるをえないだろう。

パウエル前ＦＲＢ議長は、トランプ関税の影響一巡によるインフレ鈍化を見込みつつ、雇用が悪化するおそれに対する保険的な措置として、昨年９月から12月にかけ、３度の利下げ（ＦＦ金利の誘導目標レンジの中央値を4.375%→3.625%）を実施した（図１参照）。

だが、その後の米国経済が過熱気味に拡大し、インフレ率がむしろ高まったことからみると、この間の利下げは結果的に問題があったと考えられる。

これに対して、ウォーシュＦＲＢ議長は、先行きのインフレ予想に依存することなく、インフレが現時点で高止まっていることを容認しない意向で、９月に0.25%の利上げが実施された。

少なくとも、昨年秋以降の３度の利下げ分を元に戻すべく、12月以降、あと数回の利上げが実施されることになるだろう。

○財・サービス市場と労働市場の乖離は続く

ＧＤＰの高成長にみられる景気拡大の恩恵は、必ずしも米国民全体に行き渡っているわけではない。

名目ＧＤＰ（実質ＧＤＰ×物価）の伸びは４～６月に前期比2.1%増、７～９月同1.4%増（前年比では４～６月6.3%増、７～９月5.9%増）と幾分鈍化したが、インフレによる嵩上げもあって、高い伸びを続けている。

これに対して、雇用者報酬（雇用者数×一人当たり賃金）は雇用者数がほとんど伸びていないことから、４～６月に前期比1.2%増、７～９月同0.8%増（前年比では４～６月4.8%増、７～９月4.5%増）と名目ＧＤＰの伸びを下回る状態が続いている。

これは労働分配率（雇用者報酬÷名目ＧＤＰ）が低下していること、逆に、資本分配率（企業利益÷ＧＤＰ）が上昇していることを意味する。

直近の雇用統計によれば、10月の非農業雇用者数は前月比16.5万人増と事前予想を上回る増加となり、８～10月の３か月平均の雇用増加幅は13.7万人と比較的堅調な結果になった。

ＧＤＰの高成長に表れる国内需要の急増が

労働市場にも反映され始めたようにみえるが、ＧＤＰ成長率に比べ雇用の増加テンポは鈍いというのも事実で、雇用の前年比増加率は７～９月が0.3%増、10月が0.6%増と低水準にとどまっている。

ＧＤＰ統計にみられる財・サービス市場の好調と、雇用の伸び低迷にみられる労働市場の緩みに乖離が生じているのは、以下の理由からだ。

まず、情報産業は現在の米国経済を大きくけん引しているが、その情報産業では雇用がほとんど増えていない。

情報産業は急成長しており、４～６月の情報産業の実質付加価値生産額の前年比増加率は10.3%で、ＧＤＰ成長率前年比（４～６月2.2%）のうち、情報産業の寄与度は0.8%だった。

これに対して、情報産業の雇用は昨年12月の284.2万人から今年10月には273.4万人と10か月で10万人強減少した。

情報産業によってけん引されている、現在の米国のＧＤＰの増加（経済成長）が、雇用に結びつきにくくなっていることは明らかだ。

財・サービス市場と労働市場の乖離のもう一つの理由は、株高の資産効果を背景としたＫ字型の消費動向にある。

雇用や雇用者報酬の低迷により中低所得者層の消費が伸び悩む一方で、株高による資産効果が消費を押し上げ、ＧＤＰの高成長につながっている。

○ＡＩ依存を強める米国経済の先行きには大きな下振れリスクが潜む

７～９月のＧＤＰ統計や10月の雇用統計をみると、米国経済はＡＩ関連投資と株高の資産効果によって力強く拡大しており、低迷していた雇用にも景気拡大の動きは広がってきているようにもみえる。

しかし、現在の米国経済がＡＩに依存し過ぎているという点は大きなリスクだ。データセンター建設などのＡＩ関連投資が何らかの理由で頭打ちになり、それがＡＩ関連企業の高成長期待の剥落による株価下落につながることになれば、現在、好調な個人消費や設備投資は一気に落ち込むおそれがある。

現在の米国経済は、確かに好調を維持しているが、その好調さが金利先高感を強め、経済のけん引役となっているＡＩ関連投資の持続性への懸念を高めている。米国経済の先行き不透明感は強まっている。

以上