

【みずほレポート】

# AIブーム終焉なら米経済に何が起こるか？ ～当面は逆資産効果を介した消費低迷リスクに留意～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査本部

2025年11月7日

ともに挑む。ともに実る。



# 要旨: AIブーム終焉なら米経済に何が起きるか？

## ポイント① AIブームの功罪

### 米国経済の押し上げ効果と同時にくすぶるブーム終焉懸念

- 足元の米国株式市場はAI開発・普及への期待を背景に堅調。資産効果による個人消費の増加やAI関連の研究開発・データセンター(DC)投資に支えられ、米国経済は底堅く推移。一方で、AI活用の具体的な成果は道半ば。DCの過剰投資、米国企業の独占的利益喪失等への懸念からAIブーム終焉を囁く声も
- 足元の環境を過去と比較すると企業のバリュエーションが高い点でITバブル崩壊期に類似。金融危機に至ったリーマン・ショック期のようなレバレッジの拡大は見られず

## ポイント② AIブーム終焉の影響

### ITバブル崩壊型の調整に。逆資産効果は過去対比大

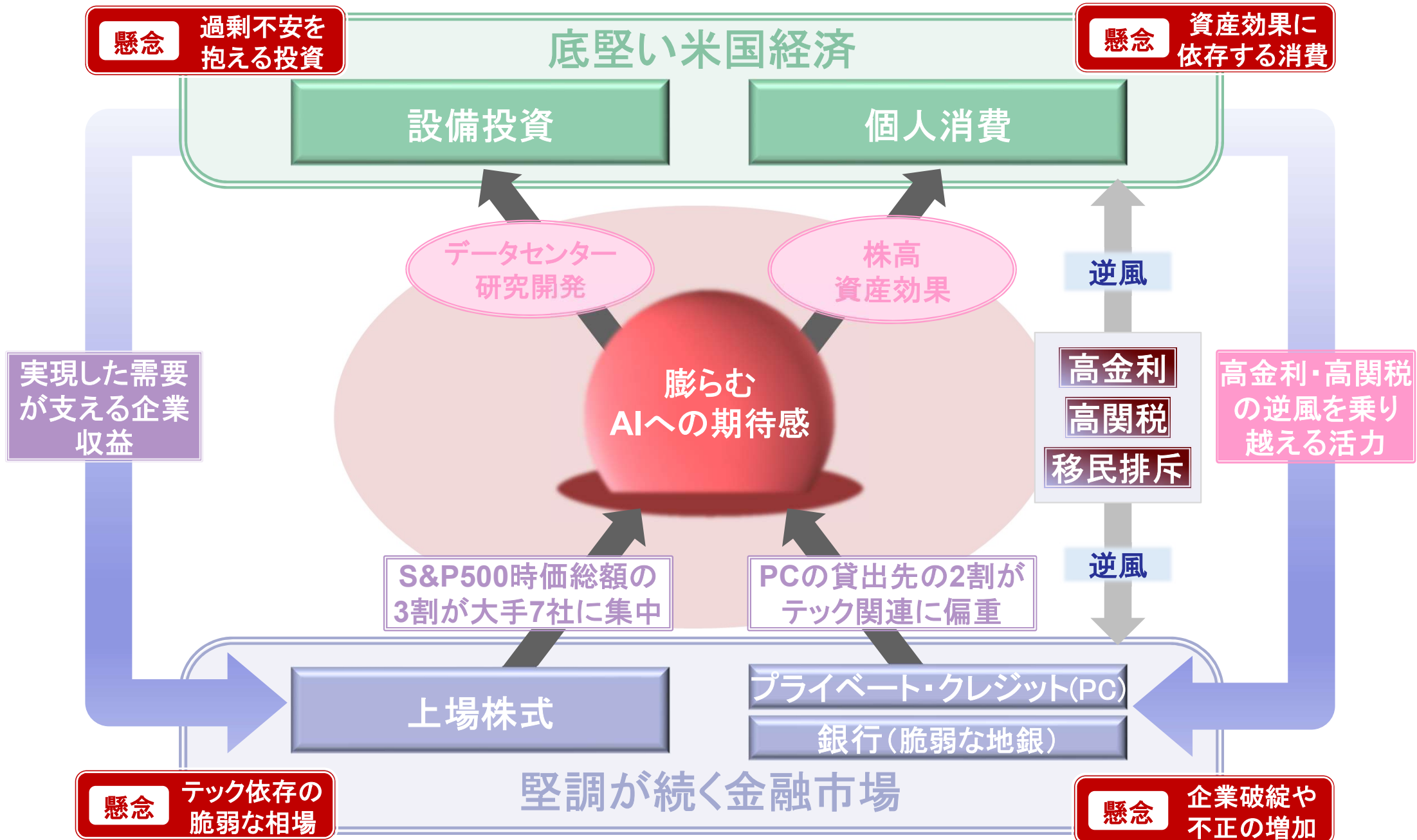
- 仮に足元でAIブームが終焉した場合、ITバブル崩壊型の調整による経済減速が見込まれる。経済への波及経路として、①AI利活用による生産性押し上げ効果が剥落するほか、②データセンター投資の縮小、③逆資産効果による個人消費の鈍化が景気下押し圧力に
- とりわけ、逆資産効果の影響には留意。家計が保有する金融資産(株式・投資信託)は過去対比で大幅に増加しており、株価下落時の景気下押し圧力はITバブル期よりも大きくなる見込み

## ポイント③ さらなるリスクの芽

### リーマン型の金融危機リスクは些少。ただし火種となり得る動きも

- プライベートクレジット(PC)の新規直接融資に占めるIT業界向けの割合は相対的に高く、AIブーム終焉時には相応の影響を受けるリスク。一方で、PCと銀行の財務面での連関は小さく、また、厳格な規制下にある銀行部門の財務健全性は高いことから、金融システム全体への波及は限定的とみられる
- ただし、足元で銀行とPCが接近する動きも。今後リスク管理が緩み、銀行とPCのポートフォリオ構成が重複していけば、中期的にはリーマン・ショック型の金融危機へ発展する可能性も

## AIへの期待が支える米経済の好循環



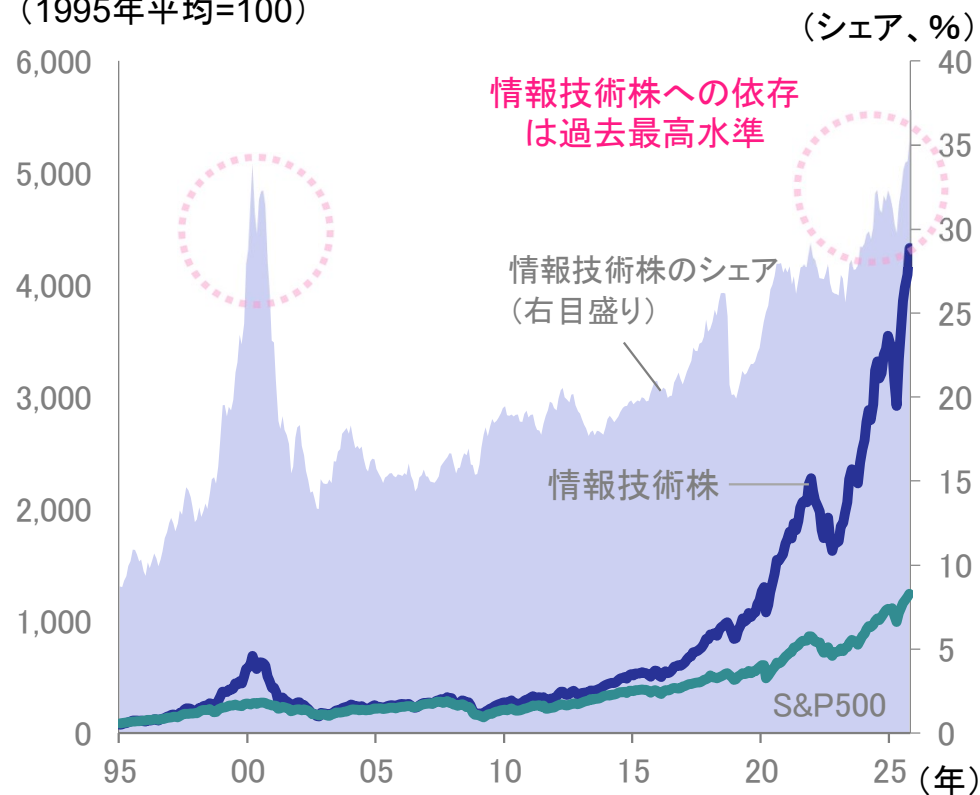
(注) プライベートクレジットは、銀行以外の貸し手によって提供される融資形態を指す  
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 逆風を跳ね返す『テック主導の株価高騰』と『AI向けの設備投資』

- 米国では、S&P500に占めるITセクターの比率はITバブル期並みに上昇
  - 株価収益率(PER)もITバブル期のピーク並みの水準まで上昇しており、IT企業の収益拡大への期待が株価を押し上げ
- AI開発、普及による需要拡大を見据えて、データセンターへの投資は急増
  - ただし、需要拡大の見込みが外れれば過剰投資となるリスクが蓄積

## 株価に占めるIT業種割合

(1995年平均=100)

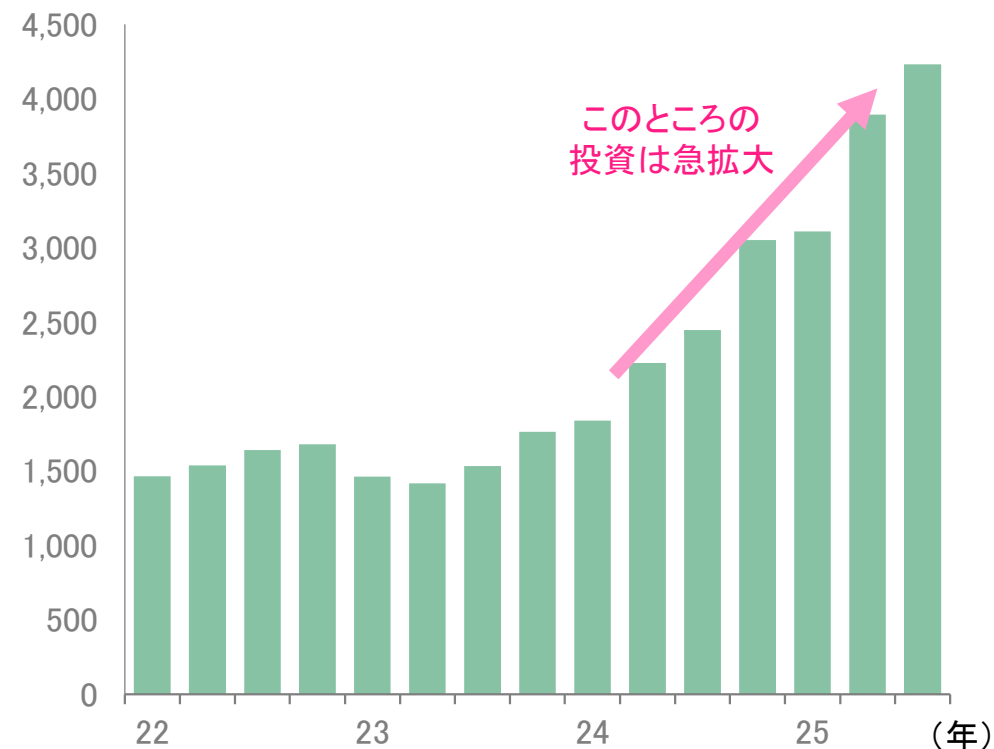


(注)シェアは、S&P500の時価総額に占める情報技術株の割合

(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米ハイパースケーラーの投資額

(年率換算、億ドル)

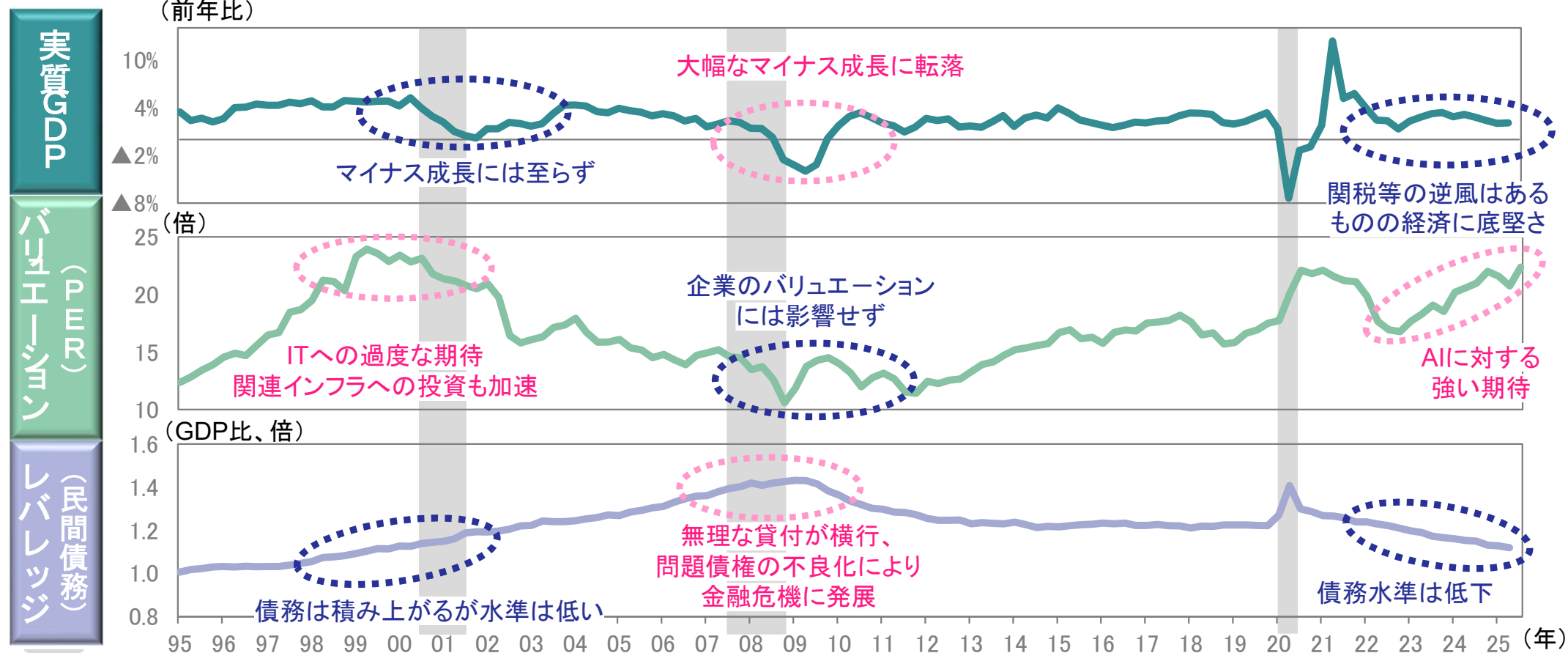


(注) 1. 大規模なクラウドサービスを構築・運用する企業

2. 有形固定資産の取得による支出を示し、データセンター向け以外の投資も含む

(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 現在の状況は「高バリュエーション・低レバレッジ」のITバブル期に類似



## バブルの性質

| ITバブル期                                                                                                                                                          | リーマン・ショック期                                                                                                                                           | AIブーム期                                                                                                                                                                          |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ IT企業に対する過度なバリュエーションが一挙に剥落</li> <li>➤ 株価暴落に伴う逆資産効果と、インフラ投資(光通信網)が停滞</li> <li>➤ ただし、システミックリスクには至らず、比較的浅い景気後退に</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 問題債権(サブプライムローン)の不良化により資産価格が暴落。住宅投資や個人消費が大幅減</li> <li>➤ 銀行部門を巻き込んだ金融危機に発展したことで、信用収縮により世界が大幅な景気後退に</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 企業に対する過度なバリュエーション懸念はITバブル期に近似</li> <li>➤ 債務水準や銀行の健全性を踏まえればシステミックリスクは低</li> <li>➤ プライベートクレジットとの共鳴・肥大化が生じるようであればリーマン・ショックの再来も</li> </ul> |

(出所) みずほリサーチ&amp;テクノロジーズ作成

# AI関連の需要と供給はともに増大。技術破壊が米国企業の牙城を崩すリスクは常に存在

AIによる利益拡大期待

期待の持続には、両者のバランスした成長が必要

需要

供給

生産性アップへの期待

データセンター

AIモデル開発

順調

順調

リスク有

AIの利用は広がっているか？

データセンターは過剰でないか？

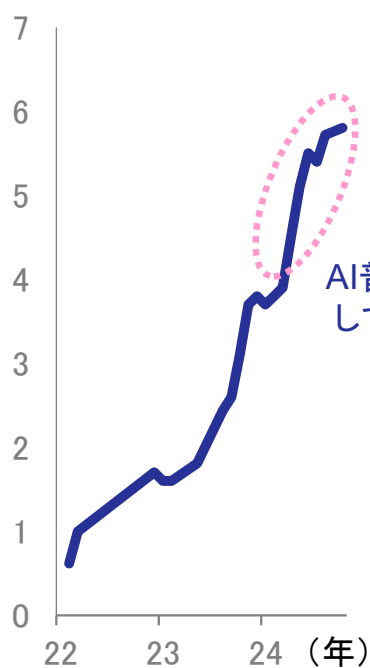
米AI開発企業のアドバンテージは？

ChatGPT Traffic

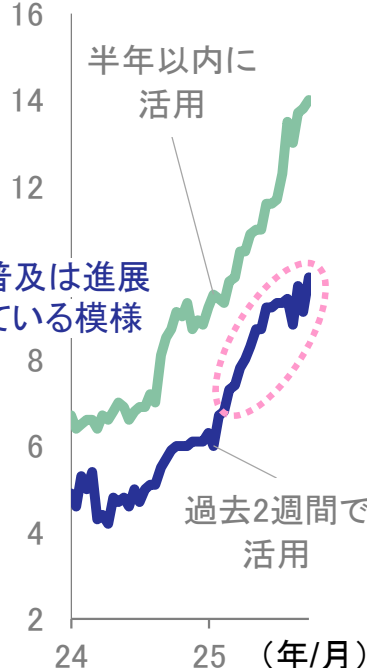
ビジネス利用状況

(財・サービス生産活動  
における利用割合)

(10億件)



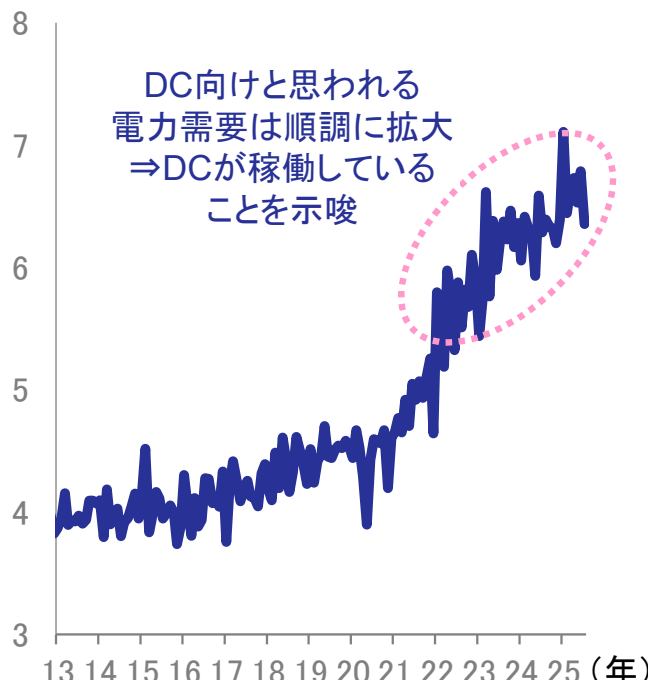
(%)



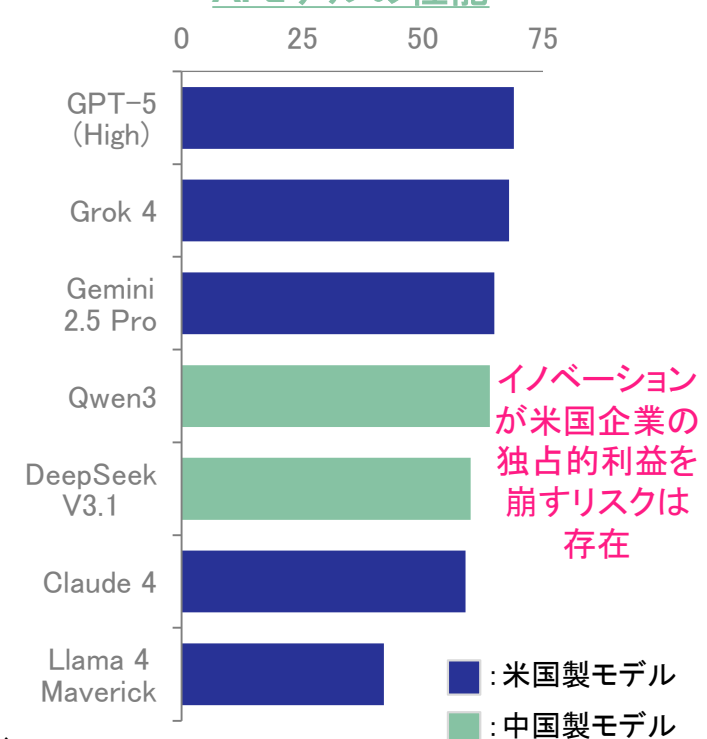
商業向け電力消費

(DCが多いバージニア州)

(テラワットアワー)



AIモデルの性能



(出所) 米国商務省、米国エネルギー情報局、Artificial Analysis、demandsageより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# AI利活用の取り組みは着実に進展する一方、具体的な成果は道半ば

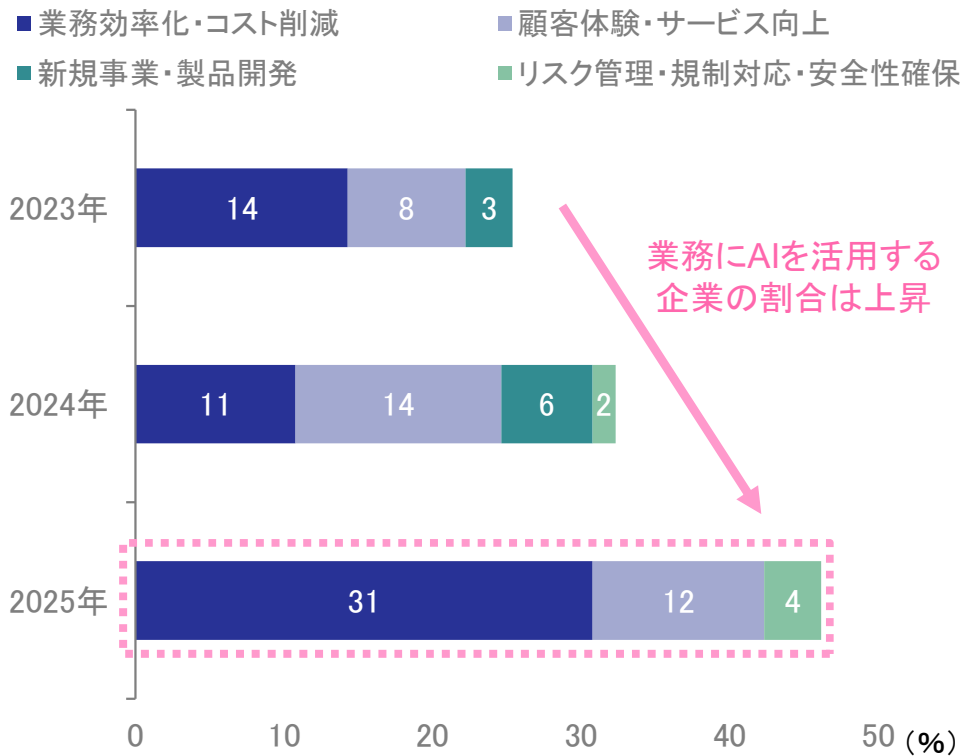
## ■ 決算でAI利活用に言及する上場企業は増加

— 決算報告のなかでAIの活用方針を示す企業の割合は年々上昇し、2025年Q3決算ではほぼ半数の企業がAIを活用。特に、「業務効率化、コスト削減」に活用している企業の割合が大きく拡大

## ■ 一方で、AIによる成果(削減した労働時間、生産性上昇幅等)を具体的に開示している企業は全体の1割程度

— 現時点では試験的な活用にとどまる企業が多いとみられ、今後この割合がどの程度のスピードで拡大していくかに注目

### 決算報告でAI活用方針を示している企業の割合



(注) AI利用方針の判定はChat GPTによる。集計対象はダウ・ジョーンズ総合平均(65社)。いずれも各年の3Q決算。2025年は10月下旬時点で公表されている26社分を分析

(出所) 各社決算報告より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 決算報告でAIによる成果の詳細を開示している企業の割合



| 企業名         | AIによる具体的な成果例                                                                                                                             |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ロジスティクスA社   | <ul style="list-style-type: none"> <li>AIを利用して注文の73%が自動化</li> <li>80%の請求書を自動で処理</li> <li>年間100,000時間以上の業務を自動化</li> </ul>                 |
| ロジスティクスB社   | <ul style="list-style-type: none"> <li>AIを活用して90%以上の国際取引をデジタル処理し、通関業務を効率化。通関件数は10倍に増加したが、追加的なコストを抑制できた</li> </ul>                        |
| ITソリューションC社 | <ul style="list-style-type: none"> <li>AIによるソフトウェア開発を支援するプロジェクトを発表</li> <li>現在、社内で8,000人以上の開発者がこのプロジェクトのAIを使用しており、生産性が平均45%向上</li> </ul> |

(注) AI効果の開示に関する判定はChat GPTによる。集計対象はダウ・ジョーンズ総合平均(65社)。10月下旬時点で公表されている26社分を分析

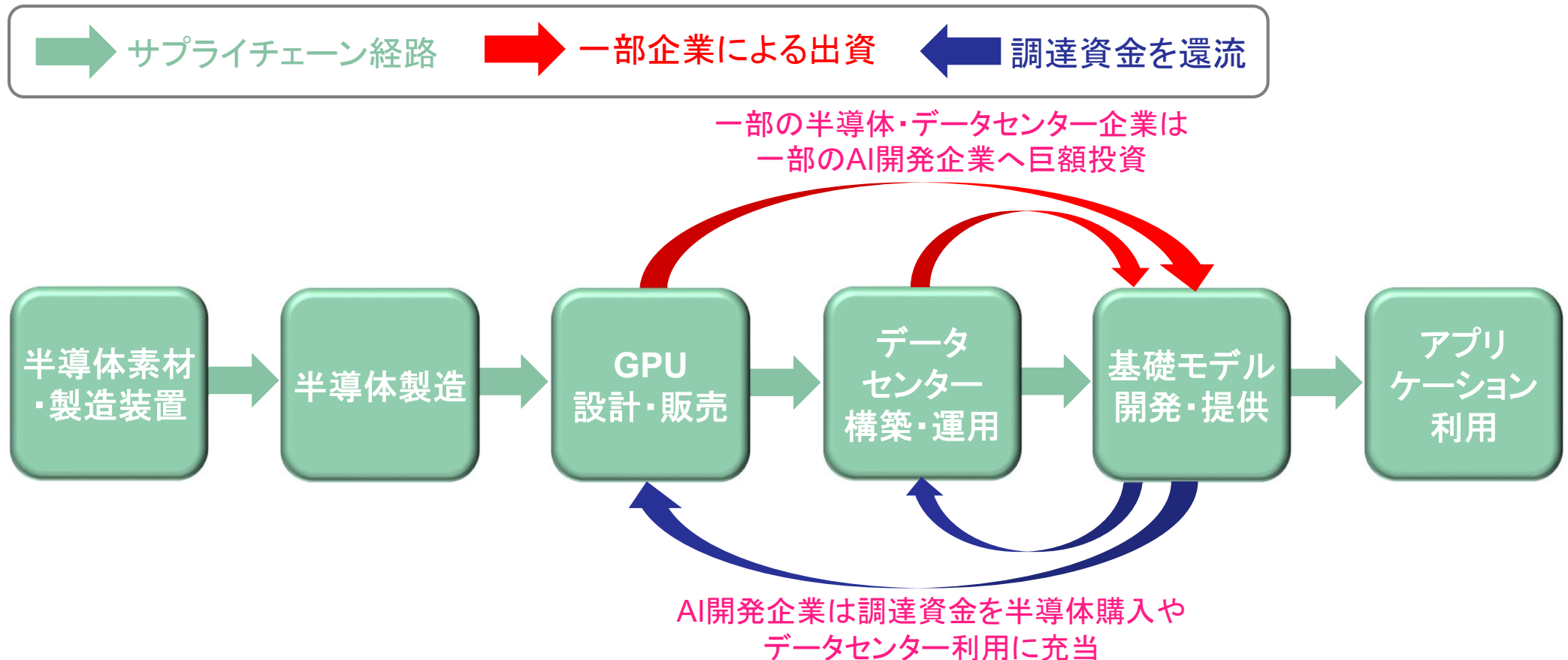
(出所) 各社決算報告より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米AI開発企業は評価額の上昇を活用し資金を調達。株価下落で逆回転のリスク

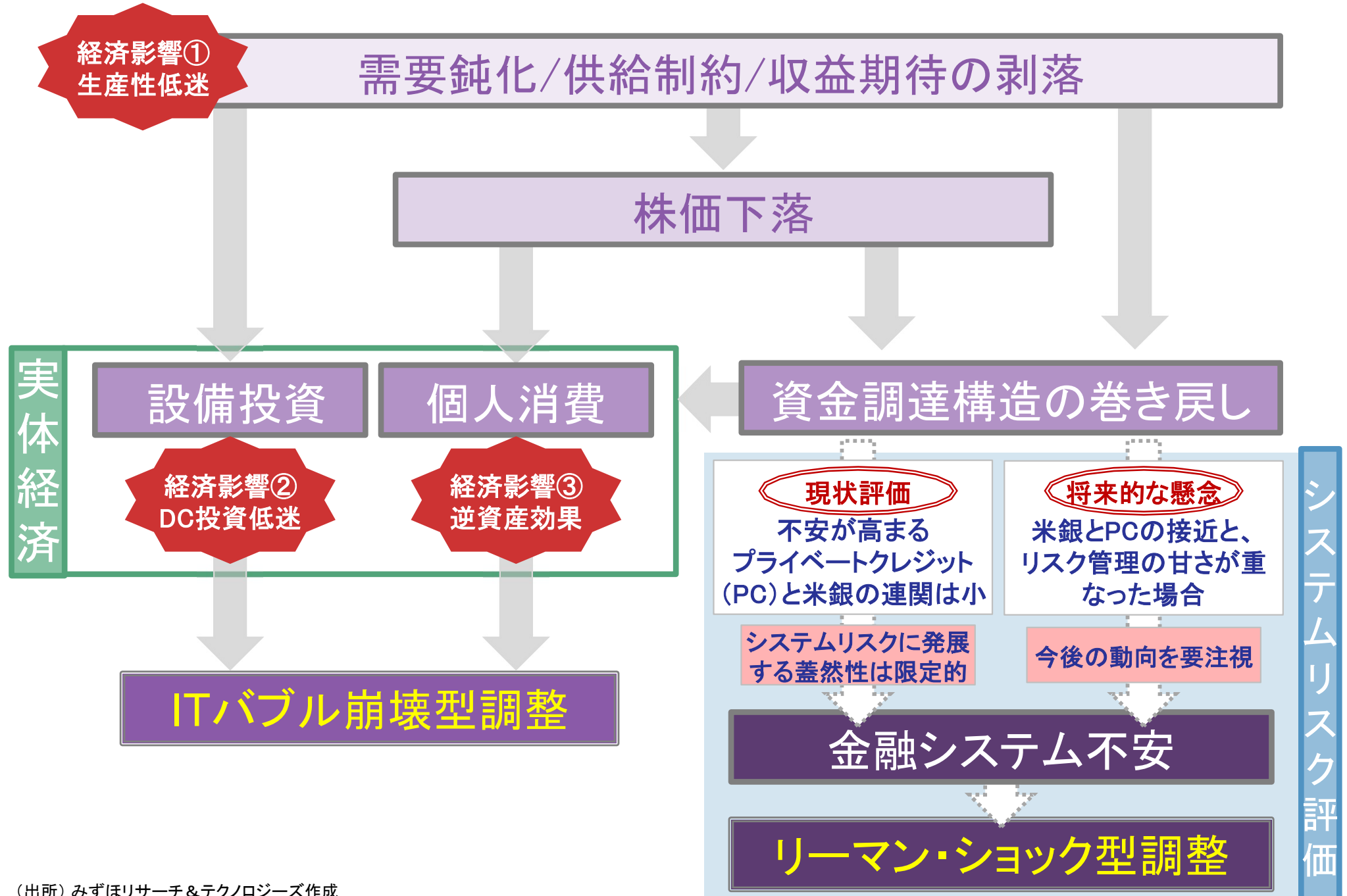
### ■ AI関連企業間には商取引のみならず出資関係も存在

- AI開発企業は研究開発費がかさむ中でも、強い成長期待もあり資金を調達を継続。一部は同サプライチェーン上にある大手テック企業からの出資
- AI需要の低迷やより低コストな技術革新等によりAI開発企業の評価額が下落すれば、資金調達の減少や研究開発活動の縮小を招き、関連する大手テック企業の売上が減少するという「逆回転」が生じるリスクも

### AIビジネスのエコシステム



## 足元でAI期待が剥落した場合の経済影響と金融システム不安への波及を評価

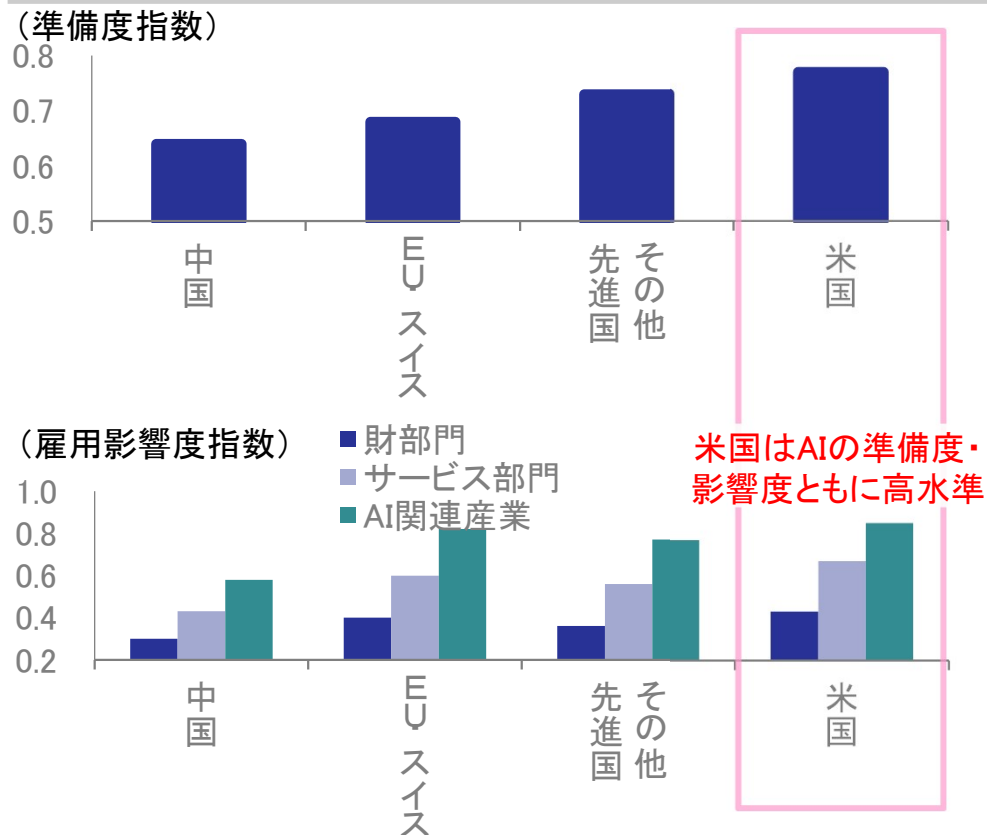


# 経済影響①生産性低迷: IMFは、米国がAI活用で生産性を大きく改善できるポテンシャルを指摘

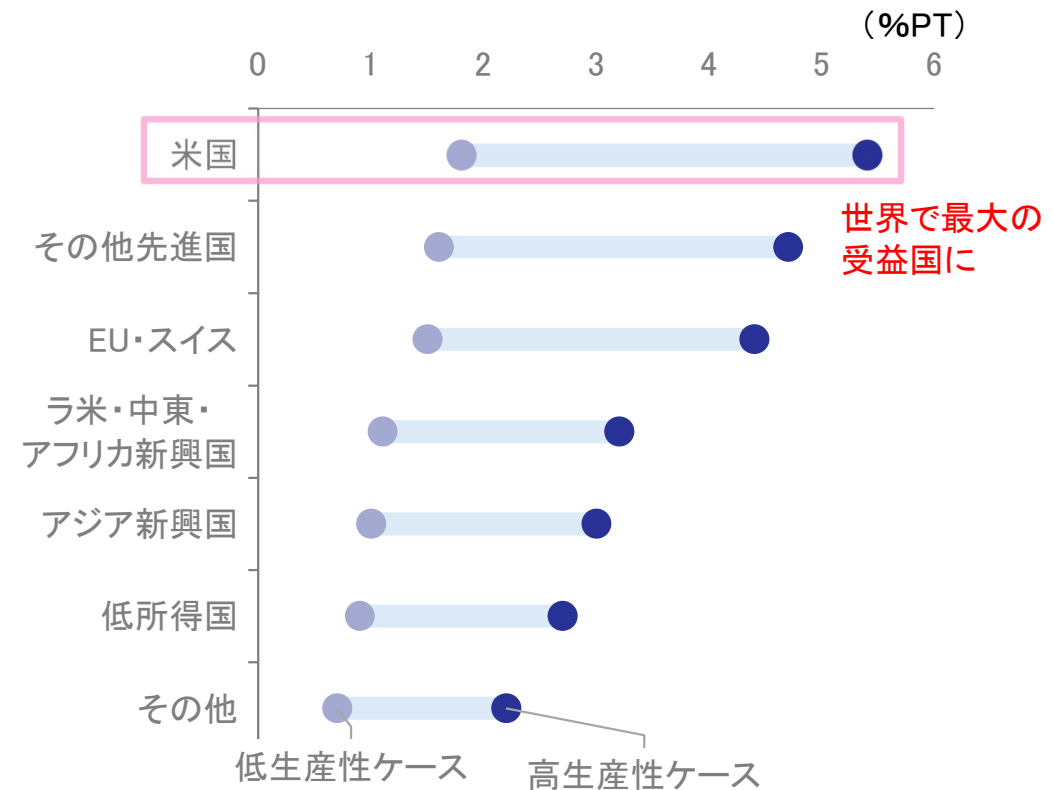
## ■ IMFは、AI活用によって米国が大きな恩恵を受けられると試算

- IMF (2025)における米国のAI準備度(AIへの適応能力等を測定する指標)や雇用影響度は他国対比で高水準。**米国でのAI利活用は一層の進展が見込まれる**
- **AIの成功ケースで10年後のGDPがベースライン対比5.4%上振れると試算**。AIの効果が低位にとどまる低生産性ケースでも1.8%の押し上げとなる見込み
  - ・ **ただし、仮にAI活用がビジネス面での成果につながらなければ、こうした生産性改善効果は剥落するリスク**

## 各国のAI準備度・雇用影響度(IMFによる試算)



## AIによる10年後のGDP押し上げ効果(IMFによる試算)



(注)ここでは、AI ExposureとPreparednessをそれぞれ「雇用影響度指数」と「準備度指数」と訳している

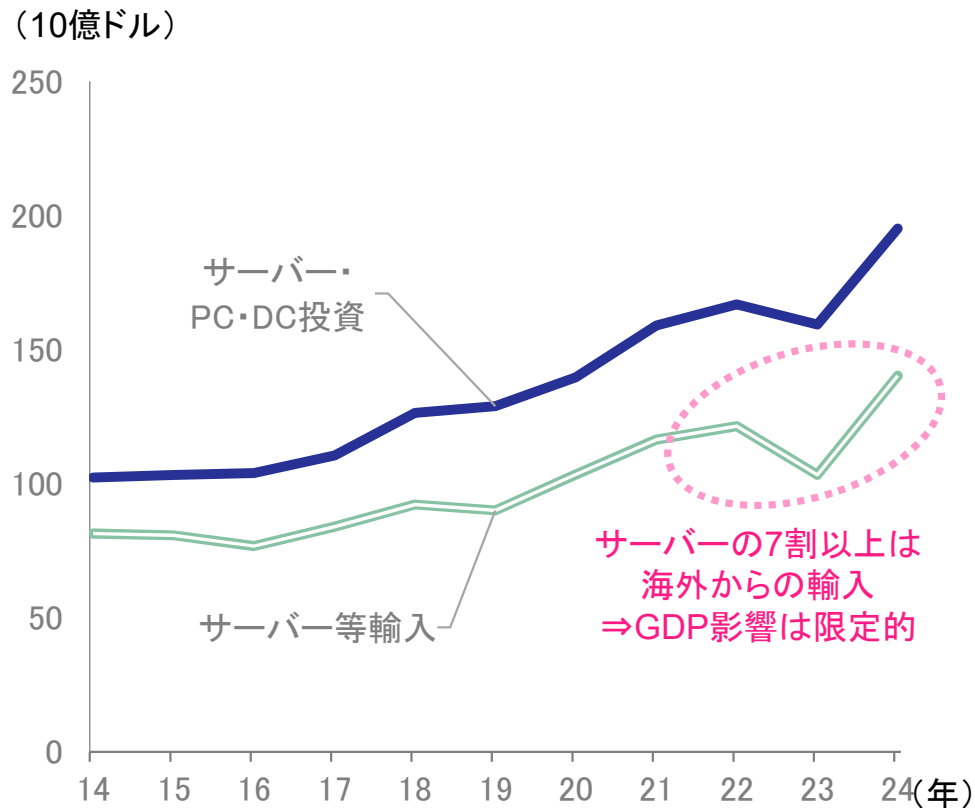
(出所) IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 経済影響②データセンター投資低迷:事業者にはダメージ大だがGDPへの影響は限定的

- データセンターの設備投資需要が低迷した場合、データセンタービジネスを専業とするコロケーション事業者にとってはダメージが大きい。ただし、データセンター内部に設置するサーバーは輸入依存度が高いため、GDPへの影響は限定的
- なお、中長期的には小型化・分散化等の技術革新や電力の供給制約もデータセンター投資を縮小させるリスクになり得る

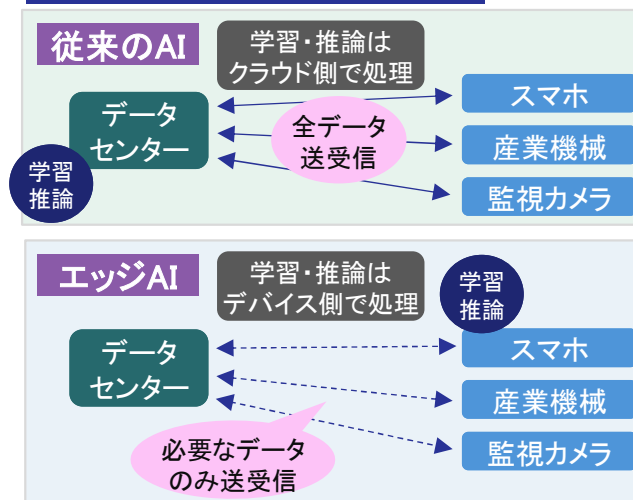
### データセンター関連の投資額・輸入額



(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 中長期的に起こり得るデータセンター投資縮小の引き金

#### DCの小型化・分散化

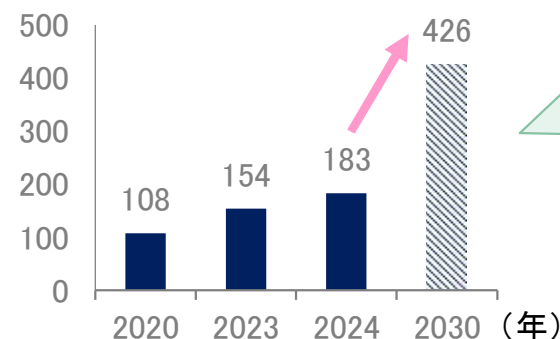


#### 大規模データセンターに対するニーズ縮小

データ処理を分散化させる「エッジAI」。大規模なデータセンターで一元的にデータ処理するニーズが少なくなるリスク

#### 米国のDC向け電力需要

(テラワット/時)



(注) エッジAIは推論だけの場合もある

(出所) IEA、報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

#### 電力供給不足

2030年にかけて、2024年対比で2倍以上の電力が必要に  
発電所・送電網の整備が追い付かず、データセンター向けの電力供給が不足するリスク

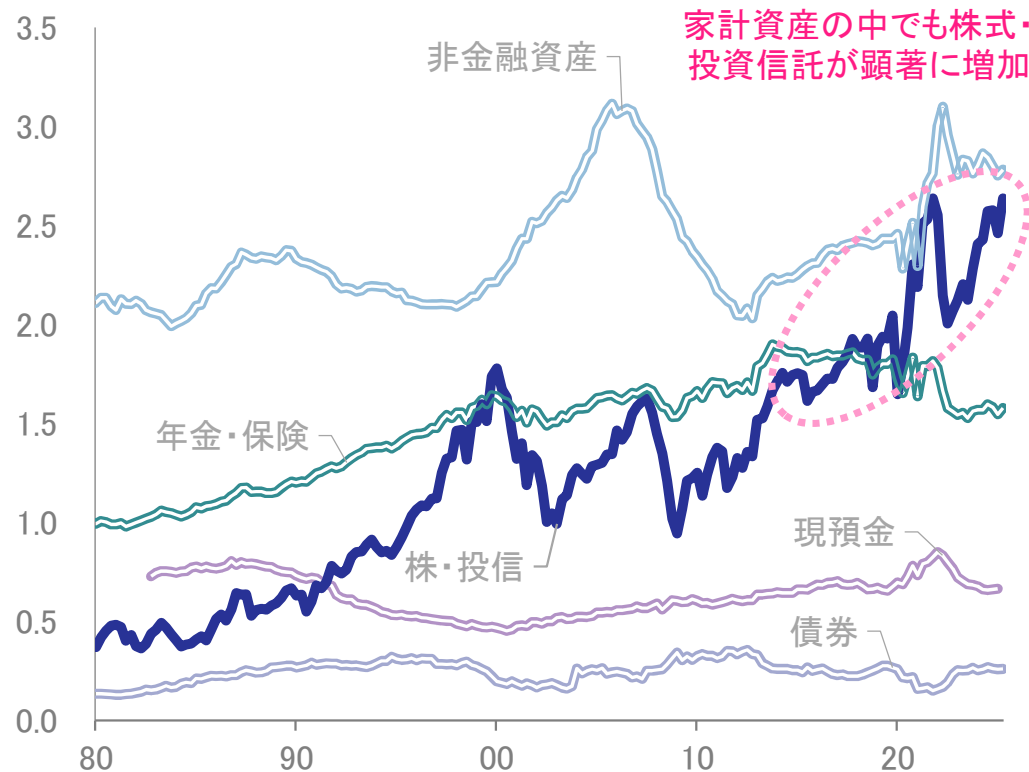
# 経済影響③逆資産効果：家計が保有する金融資産は増加、その分株価下落時の逆資産効果は大

## ■ 家計が持つ株式・投信の規模は力強く拡大。株価の下落局面では個人消費への悪影響大

- 1990年時点の家計が保有する株・投信の残高は、年間可処分所得の1倍にも満たない水準。その後は一時的な減少はありつつも増加基調を維持し、**2025年4～6月期時点で過去最高となる可処分所得の2.6倍に到達。逆資産効果は過去の危機時よりも増大**
- 過去のショックと同程度の株価下落が生じた場合の**個人消費の下押し幅は、ITバブル崩壊並みで▲2.0%、リーマン・ショック並みで▲3.4%に達する計算に**

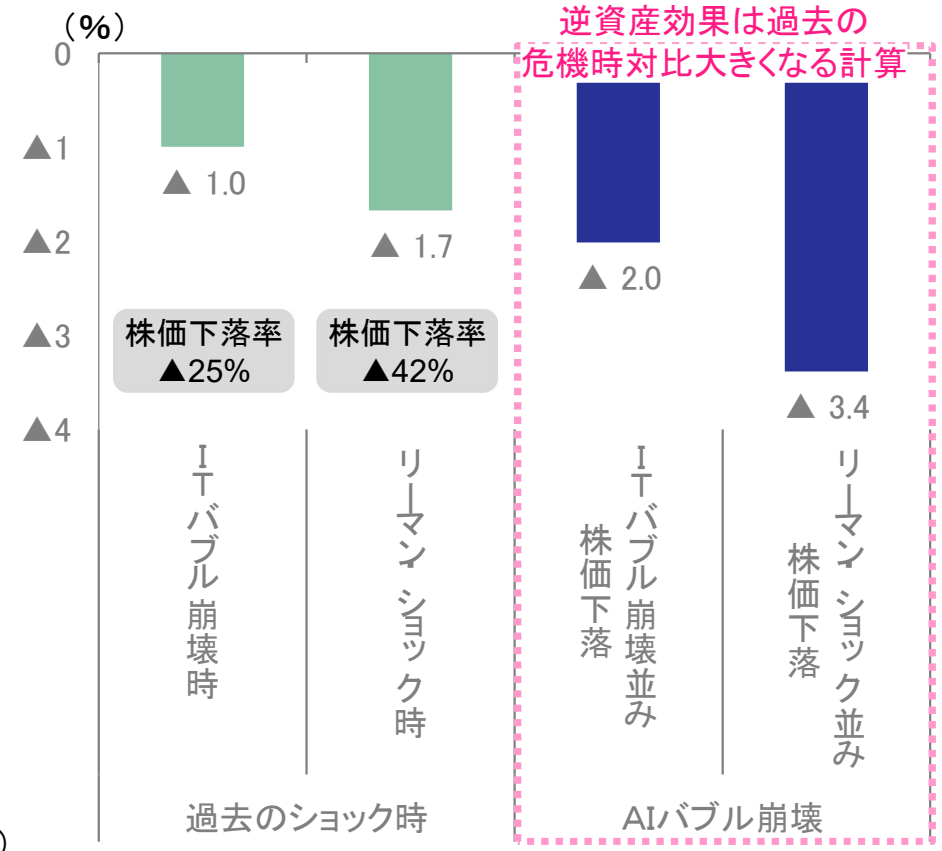
## 家計資産残高の推移

(可処分所得対比、倍)



(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 株価下落による個人消費の下押し影響



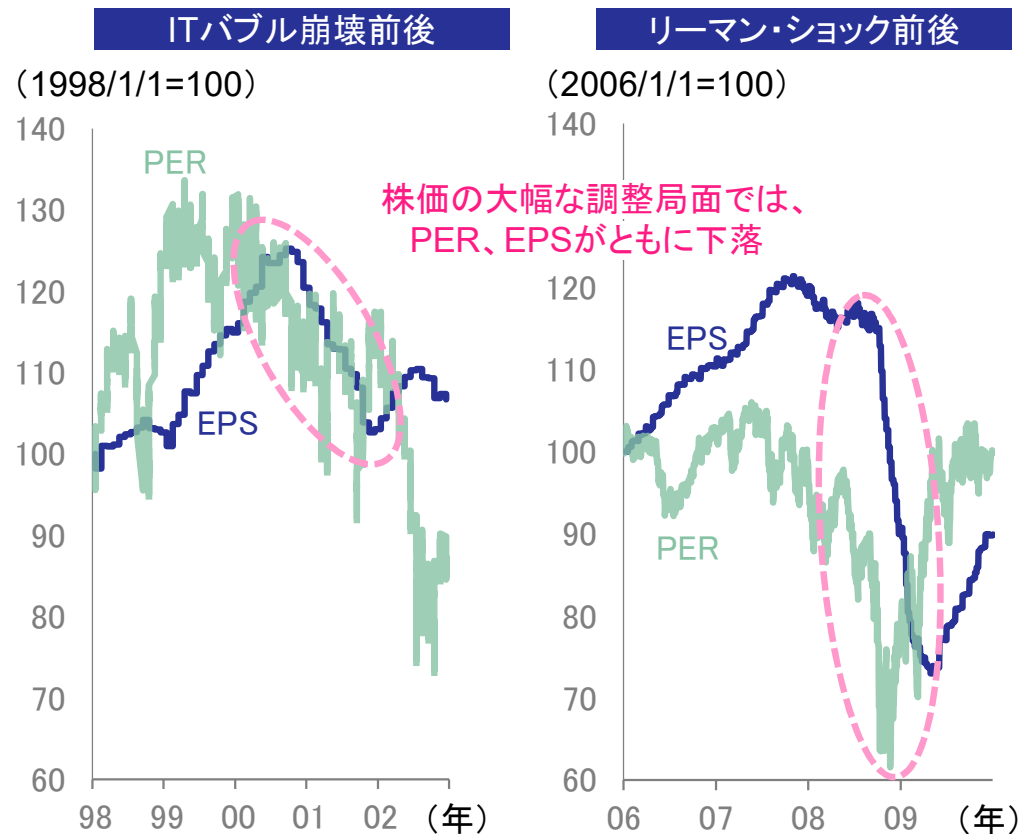
(注) 株価下落率はS&P500の最高値から1年後の変化率

(出所) 米国商務省、LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 【参考】株価暴落局面では企業の過大評価の剥落だけでなく実体経済との相乗効果も軽視できず

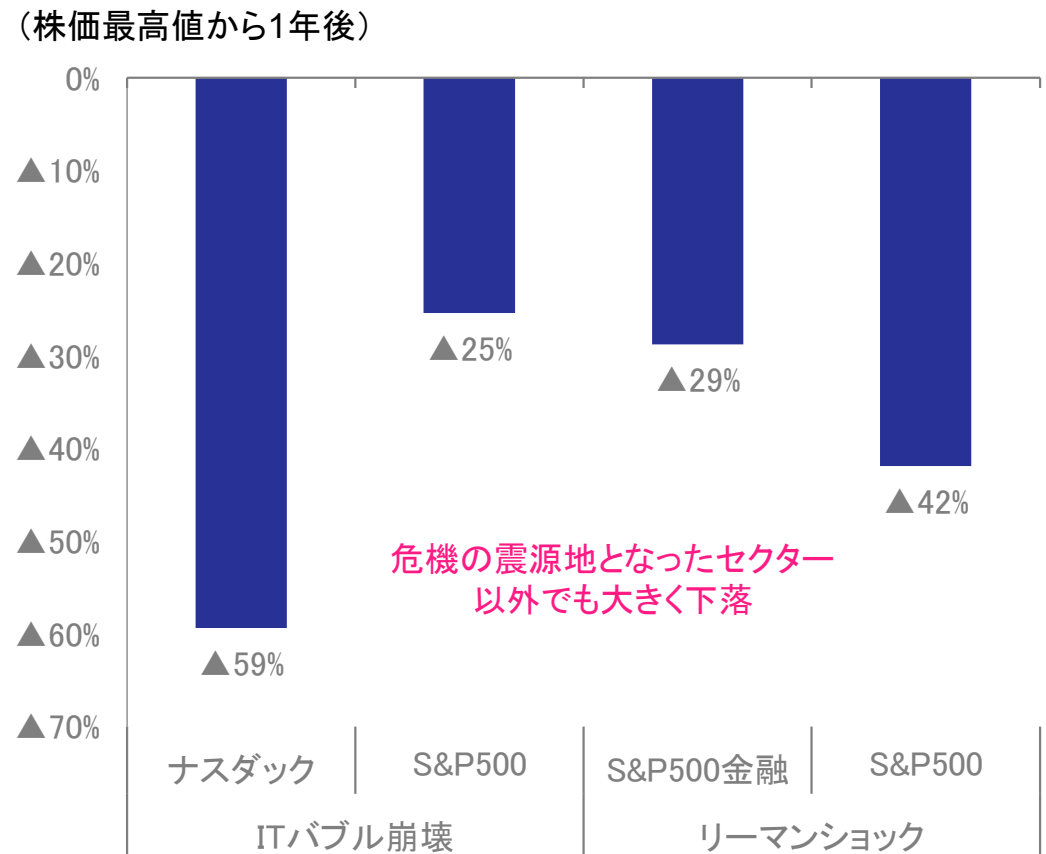
- ITバブル崩壊、リーマン・ショックの株価調整局面では、株価収益率(PER)だけでなく1株当たり純利益(EPS)も大きく悪化
  - 現在の収益見通しを前提としたバリュエーションのみで推し量らず、実体経済からのフィードバックも重視する必要
  - ITバブル崩壊やリーマン・ショックの際には、危機の震源地となったIT、金融セクターに限らず、S&P500総合指数も大きく下落(ITバブル崩壊時は株価ピークから1年で▲25%、リーマン・ショックでは同▲42%)

## ITバブル、リーマン・ショック前後のS&P500のEPS、PER



(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ITバブル、リーマン・ショック時の株価下落幅(最高値から1年後)



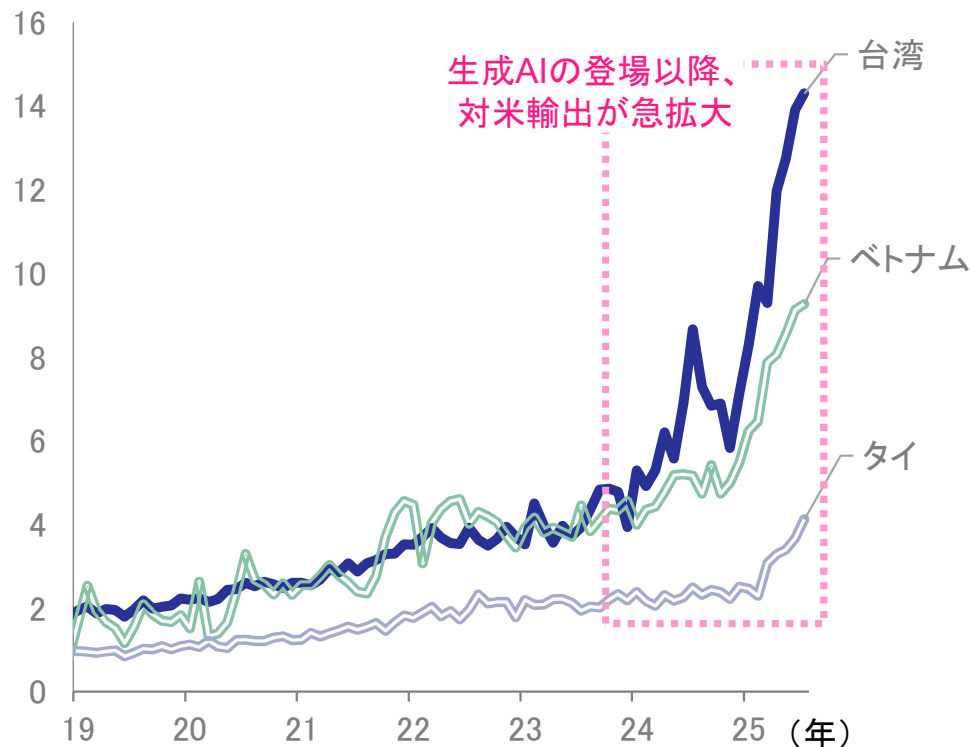
(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 【参考】世界経済への影響：米AI期待の剥落が世界に波及するリスクに留意

- 生成AIの登場以降、台湾やベトナム等からエレクトロニクス製品の対米輸出が急拡大  
— 米国においてデータセンターの需要が減少すれば、**アジアの経済にも一定の影響**
- 世界の株式市場に占める米情報技術株のシェアは20%と過去最高水準に到達  
— **米金融市場が混乱した場合の影響は世界にも波及しやすい環境に**

### アジア諸国の対米エレクトロニクス輸出

(10億ドル)



(出所) 米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 世界の時価総額に占める米情報技術株のシェア

(%)



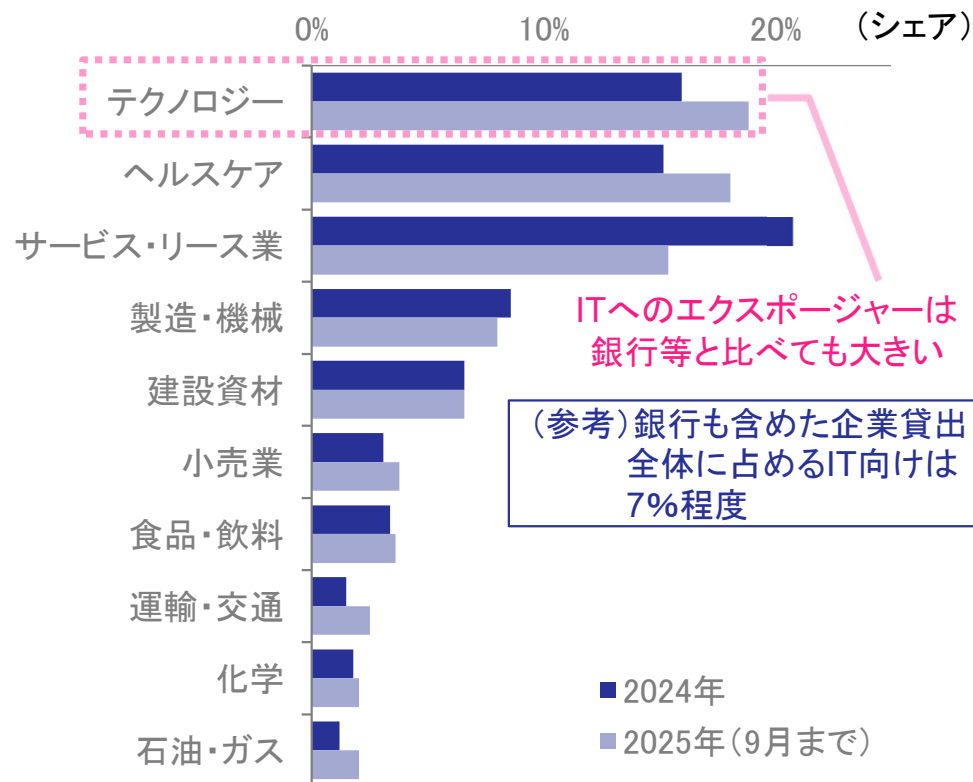
(注) ダウ・ジョーンズ世界株式指数の時価総額に占めるS&P 500 情報技術セクター指数のシェア

(出所) LSEGより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

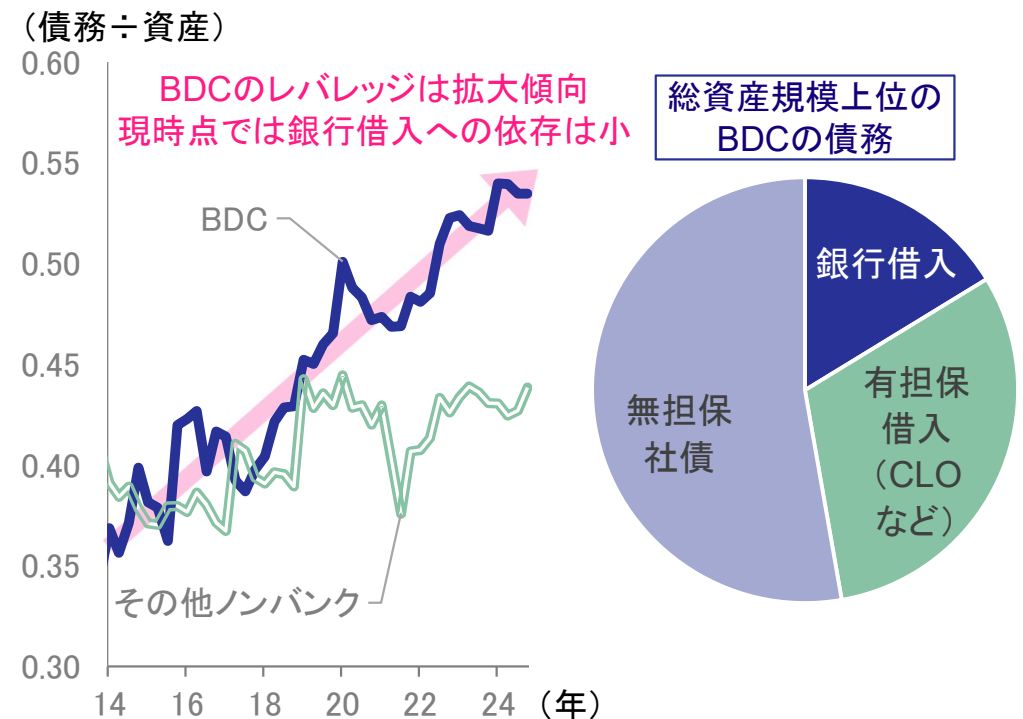
# 足元の金融環境: プライベートクレジットによるITへの傾斜が進行。レバレッジ上昇も懸念材料

- 足元で不安が高まるプライベートクレジット(PC)はテック企業の業績悪化の影響を受けやすい体質
  - PCの新規案件の20%はIT業界向け。企業債務全体に占めるIT業界向けの比率(7%)を上回っており、AIバブル終焉時に大きな影響を受けるリスクが蓄積
- PCの一形態である事業開発会社(BDC)はレバレッジを拡大しており、損失発生時に貸し手に影響が拡大するリスクも蓄積
  - BDCの債務は社債や貸出を担保にした証券化商品の発行を通じたものが多く、機関投資家への影響波及が主たるリスク

## 2024・2025年のダイレクトレンディング案件のシェア



## BDCのレバレッジと資金調達構造



(注) 右図はBDC(Business Development Companies)の総資産規模上位10社の借入を合計したもの

(出所) 米国証券取引委員会、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

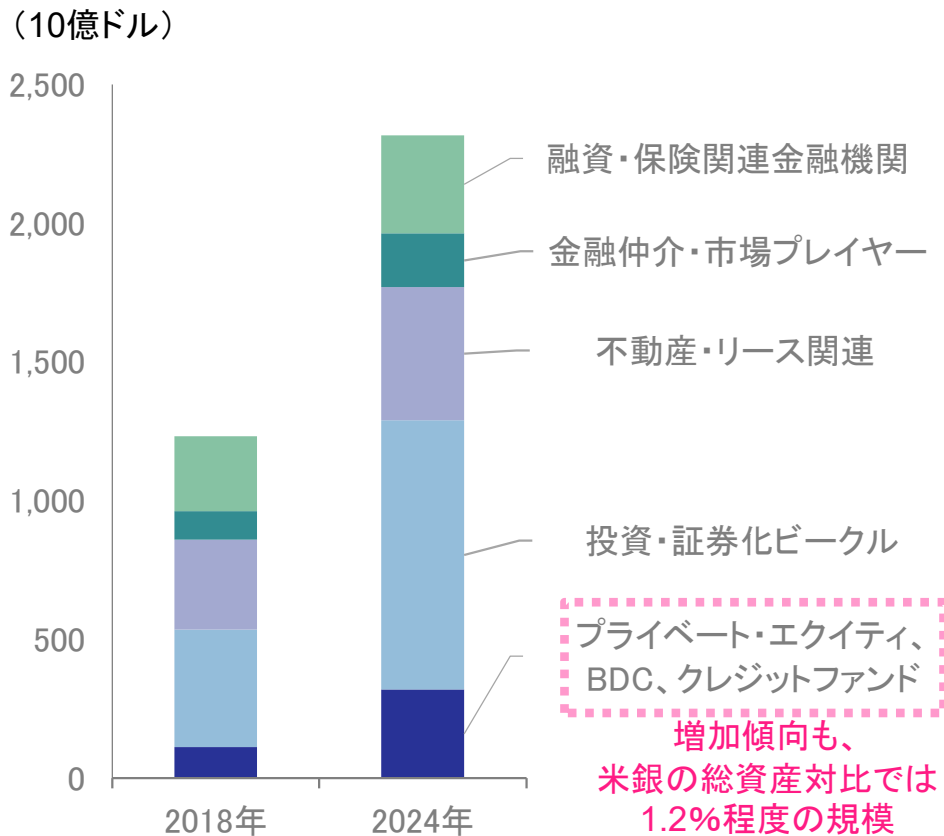
(出所) Pitchbookより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# いまのところ米銀行セクターとプライベートクレジットの直接的な関係は大きくない模様

■ 米国の銀行からBDC等へのエクスポージャーは増加傾向も総資産の1.2%程度と大きくない

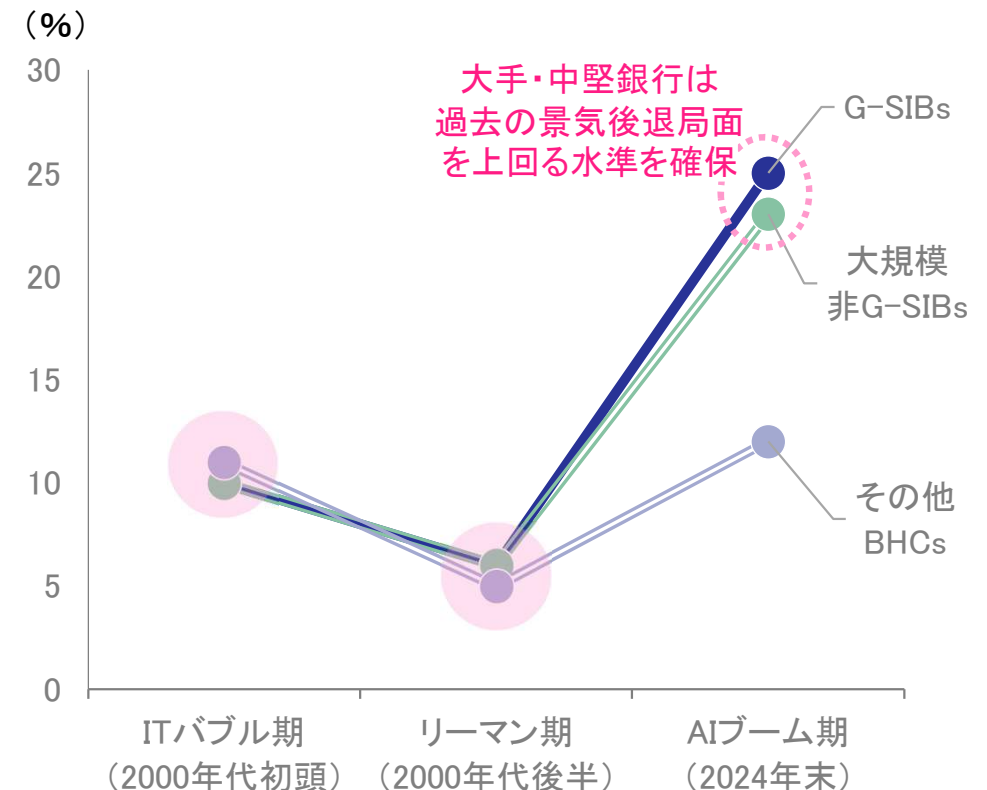
— また、米銀の質の高い流動性資産の保有比率は、過去の景気調整局面と比べて大きく改善しており、プライベートクレジットの損失拡大時の銀行セクターへの波及は限定的にとどまる見込み

## 米銀のノンバンクへの貸出枠



(出所) IMFより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 米銀における質の高い流動資産の割合



(注) 1. サンプルには、国内の銀行持株会社(BHC)、国内で相当規模の商業銀行業務を行う中間持株会社(IHC)、及び商業銀行が含まれる。G-SIBsとは、国際的にシステム上重要な銀行を指す。大規模非G-SIBとは、総資産が1,000億ドルを超えるがG-SIBではないBHC及びIHCを指す

2. 流動資産は、現金に加え、流動性カバレッジ比率(Liquidity Coverage Ratio)の要件で定義される高品質流動資産(HQLA)として認められる有価証券の推定額を加えたものを指す

(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

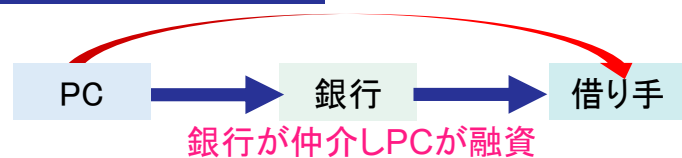
# ただし、米銀とプライベートクレジットに共鳴の兆候、『さらなるリスクの芽』に留意

## ■ 銀行とプライベートクレジットが徐々に接近する動きに要警戒

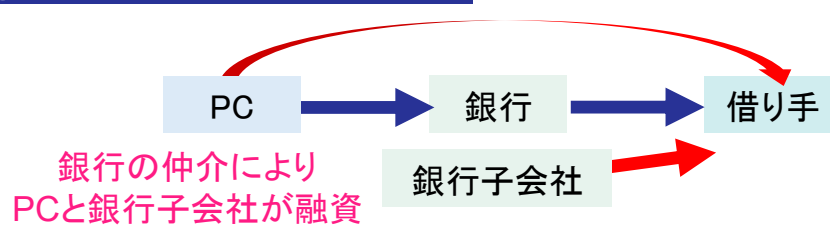
- 一部の分析では、米国の銀行とプライベートクレジットとの連携が徐々に増えてきているとの指摘も
- 銀行のリスクを移転するSynthetic Risk Transfers (SRT) の取引額も年々増加。銀行とプライベートクレジットの連関、ポートフォリオの重複が高まると、AI発の経済ショックが銀行セクターに発展するリスクも

## 銀行規模別のプライベートクレジット(PC)との連携

### ① 借り手の仲介(手数料ビジネス)



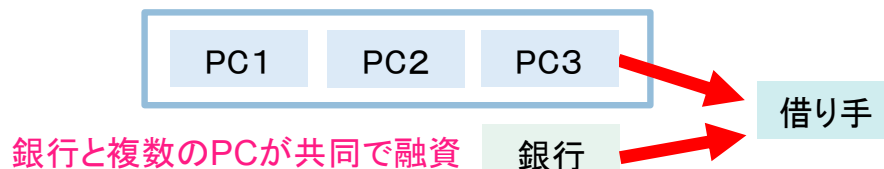
### ② 銀行子会社を通じた共同融資



### ③ SPE(特別目的事業体)経由の融資

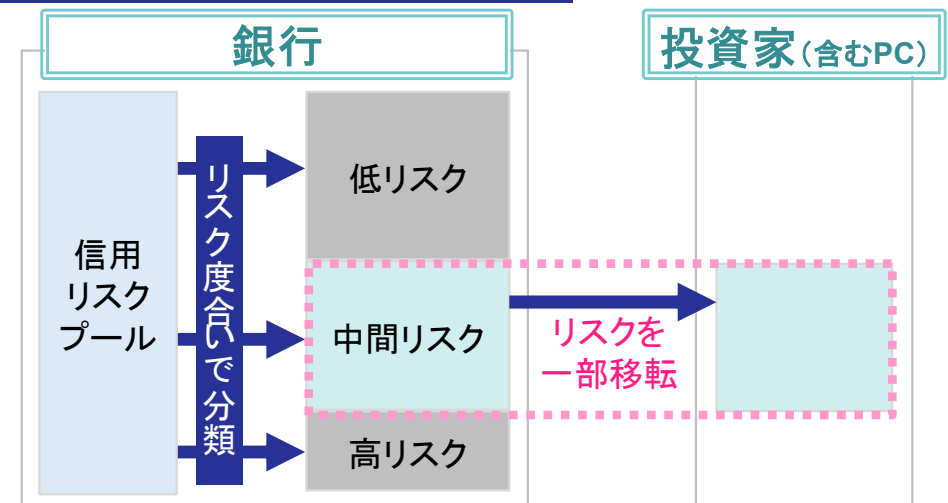


### ④ 銀行と複数PCの共同融資

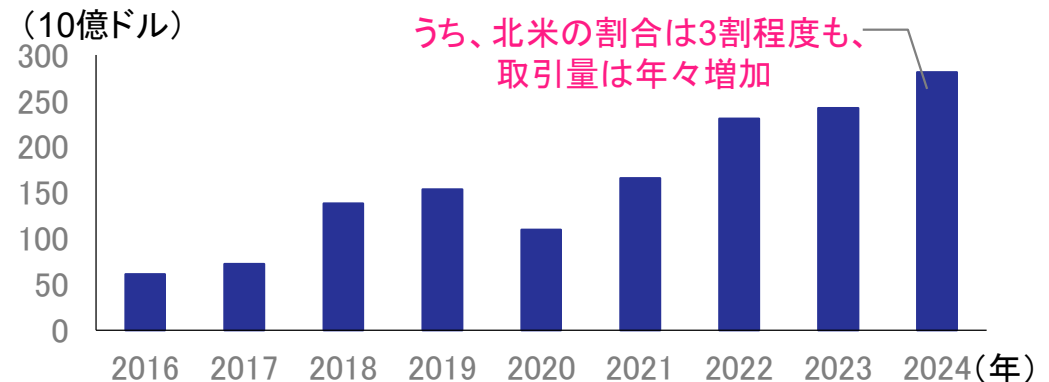


## SRTのスキームと取引額の推移

### SRT(銀行直接発行型CLN)のスキーム



### SRTの取引額(世界)



(注) CLNは、Credit-Linked Note(クレジット・リンク債)の略語

(出所) IMF、IACPMより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) 各種資料・報道より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# ITバブル崩壊型の調整ならゼロ成長近傍に。リーマン型の調整となれば景気は大きく悪化

## ITバブル崩壊型調整

### 経済影響①

生産性上昇効果の剥落

▲0.4%Pt

(IMFによる試算の高・低生産性ケースの中央値)

### 経済影響②

データセンター投資の抑制

▲0.1%Pt

### 経済影響③

逆資産効果による消費の下押し

▲1.4%Pt

(ITバブル時の1年間の下落率▲25%)

合計 最大▲1.9%Pt

潜在成長率(2%前後)から差し引いた場合、ゼロ近傍の成長に減速する計算

生じつつある銀行とプライベートクレジットの接近と、リスク管理の甘さが重なった場合

## リーマン・ショック型調整

追加逆資産効果... ▲0.9%Pt (リーマン・ショック時の1年間の株価下落率▲42%)

システミックリスク...▲3.1%Pt

$$\left( \text{システミックリスク影響} = \text{リーマン・ショック時の影響} \times \frac{\text{民間債務GDP比(2025年)}}{\text{民間債務GDP比(2007年)}} \times \frac{\text{G - SIBsの非HQLA比率(2024年)}}{\text{G - SIBsの非HQLA比率(2007年)}} \right)$$

総計 最大▲5.9%Pt

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
調査部

シニア米国経済エコノミスト 松浦 大将

TEL : 080-1069-4902

E-mail : hiromasa.matsuura@mizuho-rt.co.jp

〔執筆者〕

シニア米国経済エコノミスト 松浦 大将

主任エコノミスト 白井 斗京

主任エコノミスト 馬場 美緒

主任エコノミスト 中信 達彦

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。