

## ジャクソンホール後ブラックホール警戒 年初来35%上昇「AI覇権」エヌビディア株価と利益乖離

「AI覇権」エヌビディアの5-7月決算が売上高・純利益ともに予想を上回り四半期ベースで過去最高を更新したが、生成AI(人工知能)の本丸データセンター向け売上高が予想に届かず、従来は決算発表後に上昇する株価も発表後に売られ一時5%安へ下落する等、AIバブル論の台頭と共にジャクソンホールの後はブラックホール鬼門9月相場アマリーが警戒される。

### Nvidia生成AI本丸データセンター売上高予想届かず

「エヌビディアはトランプ政権との合意が『訴訟の対象となりコストを増加させ競争力を損なう可能性がある』と警鐘を鳴らしていた(Nvidia warned in an earnings filing that its agreement with the Trump administration could also “subject us to litigation, increase our costs and harm our competitive position”)(英FT紙8月28日電子版『Nvidia growth outlook hit by China uncertainty』(エヌビディア成長見通しは中国の不確実性が打撃))」。

エヌビディアが27日発表した2025年5-7月期決算は売上高・純利益ともに予想を上回り四半期ベースで過去最高を更新、8-10月期の業績見通しも中心値540億ドル(約7.9兆円)を見込み予想(534億ドル)を上回った。

ジェンソン・ファンCEOは「AI競争は本格化している。『ブラックウェル』はその中心にある」とAI半導体の先端品の手応えを強調、衰えを知らないAI向け需要が成長を支えていると豪語した。

もちろん、5-7月期は主力データセンター向け売上高が56%増え「ブラックウェル」が伸びを牽引し、ハイパースケーラー(大規模クラウド事業者)はデータセンター向け売上高の約半分を占めたというからAI需要は長期化が見込まれる。何よりAI向け販売の堅調を受け特別項目を除く売上高総利益率は5-7月期に72.7%と中国向け製品「H20」の突然の販売停止の影響が出た2-4月期の61.0%から改善し、8-10月期は73.5%を見込む。

さらに、旺盛な需要を支える上で注目の新製品量産についてファンCEOは、「(最先端品の)ブラックウェル『ウルトラ』の生産はフルスピードで拡大し、需要は並外れている」と強調した。事実、頼みのデータセンター設備投資はアルファベットやアマゾン・ドット・コム、マイクロソフト、メタプラットフォームズ4社が4-6月期に約950億ドルと前年比約67%増え、今後も積極的な投資が見込まれると声を張り上げた。

そして、その舌の根が乾かぬうちにファンCEOは「データセンター向け設備投資額は2025年に合計6000億ドル、2030年までにAIインフラ投資は3-4兆ドルの巨額見通し」を示し正にAI黄金期の長期化を声高にした。

だが、既に今年エヌビディアの株価は年初来35%もの大幅高を辿り、予想PER(株価収益率)は33倍台と過去5年の平均(39倍台)を下回るもののバリュエーション(投資尺度)面で割高感が迫りつつある。

しかも、決算と合わせて600億ドルの自社株買い追加枠も発表したにも拘わらず、本来であれば決算発表前に仕込んだ個人投資家を絶好調の決算発表後の急上昇で喜ばせるはずのエヌビディア株価だが、今回は投資家のAI熱狂が冷めつつあるのか、好決算の発表後に株価が下落し一時下げ幅を5%に広げる場面があった。

ネガティブ視されたのは、5-7月期の生成AIの本丸であるデータセンター向け売上高411億ドル(約6兆円)は予想(413億ドル)に届かず、損益計算書から中国向け半導体

「H20」は姿を消し8-10月期の計画からも排除される等不透明感が残った点だ。

何よりエヌビディアが育ち正に収穫期を迎えようとしている中国市場が米中「冷戦」と経済安全保障により遠退き、「米国に対抗するため中国はAI半導体の生産を来年3倍に増やそうとしている」(英FT紙8月27日電子版)と伝わる等、中国がAI成長の果実を自国で囲い込む狙いが透けて見える。

## ブラックホール鬼門「9月相場」下落アノマリー

あるウォール街の投資家によれば、「エヌビディア『AI覇権』への投資家の熱狂がやや冷めつつあるのはオープンAIサム・アルトマンCEOが8月15日に米テック系メディアが公開した記事、『投資家全体がAIに過剰に興奮している段階にあるのか？私の意見はイエスだ』、『AI業界がバブル期にある』との指摘』という。

さらに、米著名投資家ハワード・マークス氏が「我々はバブルの初期段階にいる」と警鐘を鳴らし、米マサチューセッツ工科大学は最近のレポートで「95%の組織が生成AIへの投資からリターンを得ることができていない」等過剰なAI投資への警戒を促しつつある。

もっとも、テック銘柄の利益成長率は群を抜いており、1株利益(EPS)ベースで過去10年間の年平均成長率が7割のエヌビディア、4割のメタ、2割のマイクロソフトに対し、S&P500は8%にとどまる。事実、S&P500指数の採用銘柄をPEGレシオでみると、AI関連株(84銘柄)は、非AI関連(147銘柄)より割安だとされる。

もっとも、米投資会社アポロ・グローバルのトルステン・スロック氏によると、テック企業は、1)株価は将来の高いキャッシュフロー成長を前提にしている、2)数年に及ぶ多額の投資のため借入れを必要とする—等金利動向に成長が左右されやすい。

事実、2022年以降の大手テック7社(Magnificent 7)が採用を大きく減らしたのはFRBが利上げに動いたのが一因と指摘され、今後、数年は関税によるインフレや脱グローバルイゼーションなどで金利は高止まりしテックの成長を阻害するとみられる。

既に、過剰な利下げ期待に過剰「楽観主義」リスクとユーフォリア(陶醉感)に覆われる米S&P500指数の予想PER(株価収益率)は22.5倍程度と過去5年平均20倍強を上回り、8月15日に6481ドルの史上最高値を更新した直後に反落を余儀なくされた。

あるワシントン情報筋によれば、「トランプ政権が違法移民の国外追放を強化してきたことで何十万人もの外国人労働者が逃げ出し、労働力不足に陥った農地では作物が腐り、ホテルでは十分なサービスが提供できず賃金や待遇を上げて人手不足を補う等、移民規制強化がインフレ圧力となって米FRBパウエル議長が利下げを躊躇する大きな理由となっている」という。

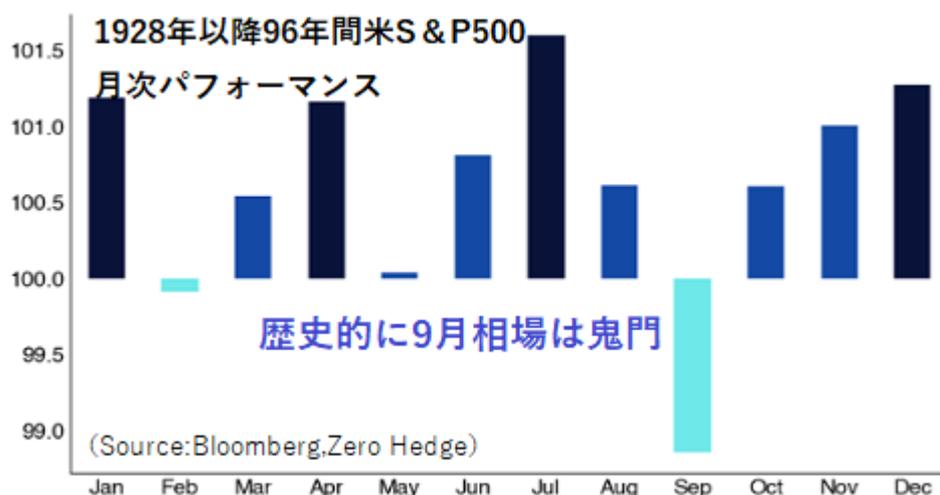
労働市場はここ数年逼迫しており、特に震源地はカリフォルニア州で、労働者は大挙して州を離れるため労働者が不足している。移民不足はディズニーやウォルマートなどサービス産業の大企業に影響を及ぼし、労働者の一時的な法的地位が取り消されたことで米企業は給与や福利厚生を引き上げを余儀なくされ、賃金インフレへの恐怖が避けられない状況にあるという。



NY連銀ウィリアムズ総裁も米紙インタビューで米労働市場について「Low Hire、Low Fire(採用が少なければ解雇も少ない)」と語り、企業が積極的な採用に慎重な一方で失業率の悪化に繋がっていない構図を明示する。

むろん、トランプ政権は「FRB包囲網」を強化し、執拗に利下げを希求しているが、金融政策の決定は飽くまでFOMCメンバーの多数決で決まるシステムであり、たとえFRB議長が利下げに前向きな人物になったとしてもFOMCメンバーの多くは経済データ重視姿勢は崩さないだろう。

いずれにせよ、パウエル議長の9月利下げ示唆を受け米株「先回り買い」に傾斜した投資家の不安心理が、米国株を割高と見る投資家割合が91%と過去最高に達したBofA (Bank of America) 8月機関投資家調査に表出する等、ジャクソンホール後のブラックホール鬼門9月下げ相場アノマリーには注意が要されよう。



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。