

株式会社 ジャパン
エコノミックパルス

〒103-0007

東京都中央区日本橋浜町
2-33-5

Tel 03-5962-3910

Fax 03-5962-3913

www.j-pulse.co.jp

info@j-pulse.info

Market Insight

2025年11月17日（月）

「反トランプ」強まるダウンサイド・リスク

トランプ政権に相次ぐ逆風!最高裁「関税違憲」リスク

過去最長の政府閉鎖が祟り統計不足で市場が織り込む米12月利下げが頓挫する可能性や巨大テックの膨大なAI(人工知能)インフラ建設に歪な循環取引ベンダーファイナンスや簿外債務等「AIバブル論」、皇帝の如く振る舞うトランプ大統領への反乱「insurgency(インサージェンシー)」ムードが最高裁の関税違憲判決リスクとなって米国株にダウンサイド・リスクとして押し掛かる。

低下するトランプ支持！民主党優位の米中間選挙

あるワシントン情報筋によれば、「米社会が反トランプへと大きく動きつつあり、政権が支援するAI及び資本家と労働者との対立激化を象徴したのが労働者保護を掲げる『民主社会主義者』ゾーラン・マムダニ氏の米ニューヨーク市長選勝利であり、資本市場の転換点を暗示している」という。

株高の恩恵が広く行き渡らないまま低学歴・低賃金の労働者が抱える生活苦や失業不安は変わらず、安易なポピュリズム(大衆迎合主義)に傾く人々を増やす結果になって久しい。11月の2つの州知事選挙とNY市長選でいずれも民主党候補が勝利する等トランプ政権への風当たりが強まり、英Economist誌と調査会社ユーガブ11月11日公表の世論調査によれば、中間選挙でいずれの党の候補者に投票するかという問いに、民主党候補者が46%で、共和党候補者(39%)を7pt上回り、トランプ支持率は3月調査時と比べ、無党派層の支持率は40%から28%に大きく低下した。

一方、マサチューセッツ州ボストンのエマーソン大学が11月に実施した世論調査によれば、トランプ支持率は41%と10月調査時(45%)から4pt低下、「大統領就任以来、トランプ氏は主要層の支持を失っている。共和党支持者の支持率は91%から79%へと12pt低下し、不支持率は無党派層で44%から51%に、ヒスパニックは39%から54%へ上昇した。

かかるトランプ皇帝への反乱「insurgency」ムードが色濃く反映されそうなのが、米連邦最高裁を舞台にトランプ関税の合憲性が争われている訴訟であり、米誌「Newsweek」11月14日電子版『Odds of Supreme Court overturning key Donald Trump policy(最高裁がトランプ政策を覆す可能性)』と題し、「マサチューセッツ大学アマースト校の法学・政治学教授ポール・コリンズ氏はニューズウィーク誌に対し、裁判所はトランプ氏に不利な判決を下すと信じていると語った(Paul Collins, a professor of legal studies and political science at the University of Massachusetts Amherst, told Newsweek that he believes the court will rule against Trump)」と記した。

米ハーバード大学ケネス・ロゴフ教授は日本経済新聞(11月13日朝刊)インタビューで「トランプ氏が皇帝のごとく振る舞い、かつてないほど強権的な大統領令を連発するのは看過できない。憲法を中心とする『法の支配』に反するような行為は、将来に禍根を残す。米連邦議会の承認を得ず、大統領の裁量で課した高関税も同じである」とし、「米連邦最高裁が相互関税などの発動を違憲とみなす可能性は高いと思う」(日経新聞)と喝破している。

何よりトランプ大統領自身が11月9日、関税政策によって米連邦政府が多額の収入を得ていると強調した上で「1人当たり最低20000ドル(高所得者を除く)の配当金が、全ての人に支払われる」とSNSに投稿、労働者への配慮並びに最高裁の関税違憲の可能性を意識しているからに他ならない。むしろ、2000ドル(約30万円)は大規模な財政バラ撒

WARNING! 記事並びに情報はすべて株式会社ジャパン
エコノミックパルスに帰属しています。無断転載及び転送
は法的に罰せられますのでご注意ください。



〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町2-33-5 マリオン浜町ビル
TEL (03) 5962-3910 FAX (03) 5962-3913
E-Mail info@j-pulse.co.jp URL http://www.j-pulse.co.jp
発行責任者: 上坂 郁 編集長: 原田 祥二

きに他ならず、財政支出に関わる以上、議会での法案審議が不可欠であり多額の予算措置が必要になる。

事実、米連邦最高裁11月5日の口頭弁論で、最高裁ロバーツ長官が政府側の主張を「不適切」とし、「半年以内に下される判決はトランプ関税『違憲』となる可能性が高い」(ワシントン情報筋)。「ポリマーケット」(賭けサイト)では「最高裁は合憲性を認める」との予想が11月13日現在、24%に低下、トランプ関税による財政赤字削減と「AIブーム」が牽引した4月以降の「強気」相場だけに違憲判決は米長期金利急騰、米株急落の地雷とされる。

しかも、政府閉鎖によるデータ不足で米クリーブランド連銀ハマック総裁が11月13日、「インフレ抑制のために金融引き締めを維持する必要がある」と説明、米ミネアポリス連銀カシュカリ総裁は「12月の利下げが『データ次第』だとしてやや慎重な姿勢を示す等、市場が織り込む米FRBの12月利下げが頓挫する可能性が高まり、米株ダウンサイド・リスクに裊差しつつある。

AI巡るベンダーファイナンス「歪な循環取引」

ある在NYの米系投資家が、「米ウォール街は回収の目途が定まらない技術で巨額の設備投資だけが先行する前代未聞のチキンレースのようなベンダーファイナンスと称されるAIインフラと半導体企業を巡る複雑な会計テクニックに猜疑の眼を向け始めている」と打ち明ける。

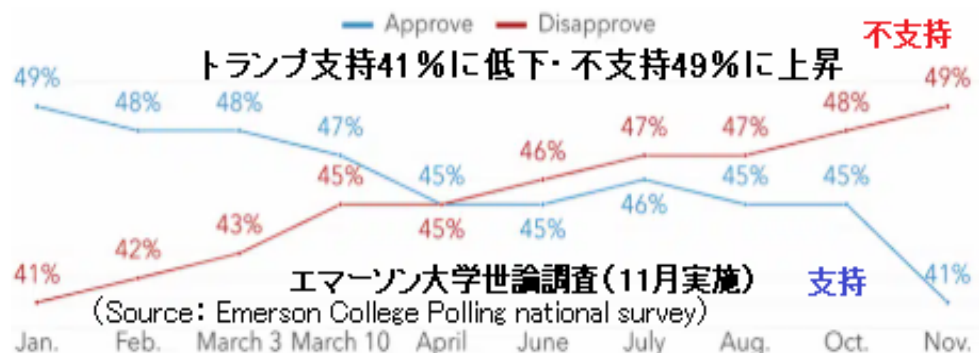
とりわけ、生成AIの「中興の祖」オープンAIは9月以降、エヌビディアと米アドバンスト・マイクロ・デバイス(AMD)、米ブロードコム等の半導体企業からの200兆円もの巨額資金を調達し、生成AIの性能向上に必要な高性能チップを掻き集め、第3者のクラウドサービスとコンピュータを駆使してAIを鍛え上げ、人間の能力を上回るAGI(汎用人工知能)完成を目指している。

このスキームはオープンAIがエヌビディア半導体を購入し、代金として最大3500億ドルを支払い、AI半導体の売上高としてエヌビディアに戻ることでオープンAIに投資する資金が循環する。こうした「循環取引」には企業が互いに資金を供給し合い成長を水増したITバブル時代の面影がある。

「分かっているがバブルが止まらないのは、ロシアにとってのウクライナ戦争と同じくカネが続くからだ。秘密は『循環取引』にある」(米WSJ紙9月22日電子版)ー。

「循環取引」はベンダーファイナンスという「錬金術」でもあり、企業が顧客に対し自社製品やサービス購入資金を供給する仕組みで、通常の資金調達が難しい新興企業でも購入資金を確保できる。だが、7億人のユーザーがオープンAI「チャットGPT」を使っても、所詮、対価を払って利用するのは僅か3%に過ぎない。マッキンゼーの調査によれば、AIを使う企業は10社のうち8社が「利益に顕著なプラスはない」と答えている。これがAIの現実である。

しかし、ベンダーファイナンスの「錬金術」を駆使した高レバレッジ経営は、今や新興企業にも広がり、オープンAIはオラクルから年間600億ドルのクラウドサービスを購入し、新興企業のコアウィーブに広大なデータセンターを建設させている。コアウィーブはオープンAIと総額で約224億ドル、米メタ・プラットフォームズと142億ドルの巨額契約を結び、画像処理半導体(GPU)を担保に高金利で多額の資金を借り入れ、GPUを大量調達して



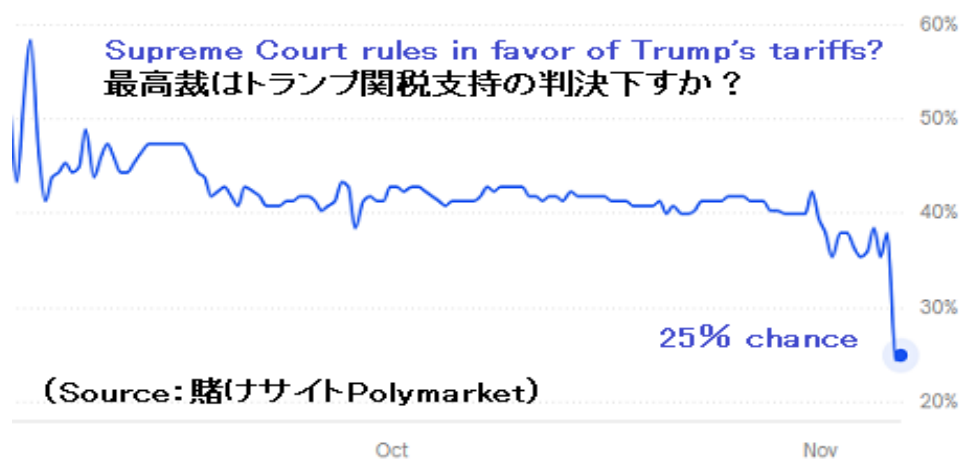
AI向けクラウドサービスを提供する。むしろ、コアウィーブの事業モデルはAI投資熱が持続すれば莫大な収益を見込めるが、AIブームが収束しGPUが下落すれば巨額の減損損失に繋がりがかねない。

一方のメタ・プラットフォームは最近、300億ドル(約4.6兆円)の社債を発行し、これとは別に米プライベートキャピタルのブルー・アウル・キャピタルと共同出資した特別目的会社(SPV)発行の社債を通じて270億ドルを間接的に調達、データセンターの建設費用に充てる。

昨秋、オープンAIサム・アルトマンCEOは、「2029年まで累積赤字は40億ドルになる」と告白した。留意すべきは、この累積赤字さえ1兆ドル投資前の数字だということだ。さらに、アルトマンCEO曰く「黒字化は僕の関心事のトップ10には入っていない。いつの日か、僕らは確実に大儲けする。自信はある。ただし、それまでは辛抱しなくては」。しかし、データセンターで稼働するコンピュータが消費する電力は原発20基分、今年サインしたディールの金額は200兆円に達する。こんな途方もない投資がペイする日が来るのか。

既に、10月下旬、米JPモルガン・チェースとゴールドマン・サックスが「Hedges into year-end(年末に向けたヘッジ売り)」推奨レポートを公表、11月に入り米大手金融機関トップから株式の割高感を示唆する発言が相次ぎ、4月以降の未曾有「AIブーム」が牽引した米国株「強気」相場への利益確定売りの口実とされた。

いずれにせよ、ウォール街はAIテック企業の「循環取引」ベンダーファイナンスの「歪な会計」に猜疑心を抱きつつ、AI「1本足打法」の危うさが米国株のダウンサイド・リスクを浮き彫りにしつつある。



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。