



情報提供資料

TDAMフoward・ルッキング・リサーチ

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏, CFA

作成日：2025年10月21日

～AIについて思うこと 湯気を出すのはコーヒーだけで十分だ～

最近の株高は、「AI」というキーワードでもって引き起こされている印象がある。本レポートでは、AI株高について短期的な視点と、長期的な視点で考えをまとめたいと思う。最後に、「湯気を出すのはコーヒーだけで十分」と考える理由を、ストラテジストおよびファンドマネージャーがどのようにAIと向き合うのかという観点から説明したい。

◆短期的な視点から◆

AI投資が短期的な視点で過熱しているかどうかという点、私が選定したハイパースケーラー5社およびエヌビディアのPERのZ値（データから平均を引いたうえで、標準偏差で除して、平均からの乖離度合いをみるもの）の平均をみると、いくらかは高まってきている点は注意するべきだが、「バブル」と認定するほどではないかもしれない（図①）。

とはいえ、最近のAIブームについては「ドットコムバブル（ITバブルと呼ばれることもある）」とよく比較されがちである。例えば「ベンダーファイナンス」（企業が自社製品の顧客に資金提供をすること）の活用が盛んである点が、当時と似ているという指摘もある。この点は注意が必要だろう。旺盛にみえる需要が実はそうでもないという事態となれば、先述のPERのZ値については、見え方が変わってくる。率直に言えば、「バブル」という評価に近づくかもしれない。

（図① AI関連等ハイテク企業の株価とPERのZ値）



期間：2019年1月1日～2025年10月20日（日次データ）

（次頁に続く）

◆長期的な視点から◆

今度はやや長期的な観点から考えたい。具体的には、産業ライフサイクルの視点で「AIブーム」を評価する(図②)。すると、「ドットコムバブル」との類似点が多い点は気になる。ドットコムバブル期のインターネット企業は「成長期」のピークにあったと言われる。つまり、設備投資をすることが競争上求められて、市場もそうした姿勢を評価していた。優秀な人材の奪い合いもあったようだ。同様のことが現在のAI関連企業において起きている。ドットコムバブルでは、「成長期」のあとに急速に「衰退期」に陥った。問題は、AI投資でも同様のことが起きるか否か、という点であるが、これも先述の通り、旺盛に見える需要に陰りがみえるとすれば、起こりうると考えるべきだろう。ただし、ドットコムバブル後でも、「インターネット」というビジネスは残り、むしろ、それを基盤にアルファベット、アマゾン、メタ、Netflixなど躍進をみせた企業もある。AIにおいても同様のことが起こりうるかもしれない。

つまり、「AI関連企業」と言っても、次第に注目プレイヤーが変わりうるかもしれない。現在は、AIというと「半導体」そして「エヌビディア」と連想されがちだ。最近では、電力不足も相まって、AI関連企業ではないが、電力株や電線株も注目を集めている。ただ、半導体の開発がかなり進んだ時代には電力需要も抑えられている可能性がある。既に、先端パッケージング(複数のチップを一体化して接続し、データの転送効率を高める技術)、省電力という点で優れていると言われるパワー半導体の活用、ナノインプリント技術(微細な構造を半導体に転写し消費電力を抑える技術)など、電力を抑制するための試みが始まっている。電力株や電線株に陰りが見えるという展開も長期的には考えられる。

一方で、AIを活用したサービスについては期待ができるのはなかろうか。ゆえに、「AI関連企業」と言った際に、今の投資家が連想する銘柄と10年後の投資家が連想する銘柄はかなり異なっていると考えべきだろう。だから「AI関連企業」というテーマ自体は、賞味期限の長い長期的なテーマであるとみている。

(図② 産業ライフサイクルのイメージ)

ステージ	売上	収益性	設備投資の 必要性	顧客層	備考
導入期	低い	低い	高い	イノベーター	市場認知度が低く、赤字の可能性もある
成長期	急増	上昇	高い	アーリーアダプター	競争が激化し始め、シェア獲得が重要
成熟期	高水準で安定	ピーク	安定	マジョリティ	価格競争が進み、効率化が求められる
衰退期	減少	低下	減少	ラガード	撤退や再編が進み、ニッチ市場に移行することも

注:あくまでも一般的なイメージを示している。

(次頁に続く)

◆ストラテジストおよびファンドマネージャーがどのようにAIと向き合うのか◆

それでは最後に、「湯気を出すのはコーヒーだけで十分」と考える理由を、ストラテジストおよびファンドマネージャーがどのようにAIと向き合うのかという観点から説明したい。もっとも、Copilotに指示を出して書いてもらったこの絵がすべてを表している。これまでの、書類の山と格闘し汗をかい、頭から湯気を出し、PCまでもが煙をあげていた状況を脱し、優雅にコーヒーを飲みながらAIと対話している姿を描いてもらった。そのうえ、私の願望でもあるが運用成績が向上し、トゥームストーンが得られた姿にしてもらった。さらに、私がよく着用している「波柄」のネクタイも描いてもらうなどディテールにもこだわった。

実際の私の現状はどうか、と言えば「After」に描かれている姿までは道半ばである。ただ、世の中全般において変化は起きつつあるのだろうし、その変化に追従する必要があるだろう。それは、うまくAIに指示を出し、ともかくAIに働いてもらうということだ。時には、同僚に「AIにこの仕事をやらせておいてもらえますか」と依頼をすることもある。皆がAIをうまく活用することで欲しい情報を早く得られるようになるはずだ。

一定程度はこの戦術が「規模の経済」を打破する可能性がある。つまり多くの人員を抱えていた大手の運用会社や証券会社に対して、小規模な運用会社でもリサーチのスピード感を高められる可能性はあろう。もっとも、課題がないわけではない。AIにやってもらうタスクについては複数のアプリケーションにまたがるようなものも次第に出てくるだろう。そのためには、コマンドの書き方が重要になると推察されるほか、設備投資も相応に必要だろう。さらに、AIに指示を出す人間が、どれだけ広範な知識を持ち、且つ、集中してリサーチをできるのか、という点も課題となる。

(図③ AIがストラテジスト業務をどのように変化させるかのイメージ図
作品名「湯気を出すのはコーヒーだけで十分だ」)



(次頁に続く)



ただ、よく言われるように、ファンドマネージャーやストラテジストがAIにとって代わられるリスクはそれほど大きくないとみている。ただし、人材が豊富な証券会社や運用会社にいる若手については安泰ではないかもしれない。先に述べたように、人の数だけでは勝敗がつかなくなるだろうから、一定程度の人員削減は経験の浅い若手についてはなされるのではないか。

なぜ若手か、という点については、AIへの指示の出し方に起因する。つまり、何もわからずにAIに指示を出しているのと、ある程度の理解の上で指示を出しているかでは後者のほうが望ましい。そのような点ではある程度の経験や知識が求められる。また、AIは過去のマーケット環境についての「明示知」は測り知れないほど持ち合わせているだろうが、「暗黙知」は持ち合わせておらず、これはそのマーケットと対峙した運用者のみが持ちあわせていると言っても過言ではない。このような観点から、意外にも運用経験者のニーズは減退しないと予想される。もっとも、若手についても人材育成の観点や運用の継続性などから優秀な人材であれば、ニーズはあるだろう。

さらに、AIに任せた運用についての課題も述べたい。これについては、まず、説明責任の問題がある。つまりAIがなぜそのように運用したのかは、ブラックボックス化しかねない。また、同じAIモデルを活用している運用者が増えた場合には、そのモデルを用いているファンドマネージャーは、他者と差別化が図れず、運用成果(アルファ)を得られにくくなる可能性がある。また、危機時には一斉に同様の投資行動をとることで、群集行動が強まるだろう。例えば、既に下落したある銘柄についても、一斉に投げ売りを行う、ということも考えられる。当然、こうした状況は思いもよらないマーケット変動を起こしうる。それに対して、「人」である運用者はミスプライスに気づき対応する知恵を持ち合わせている可能性がある。

また、ストラテジストについては、新たな発想力が求められる点で、AIは人間に劣るところがあるだろう。AIに当社の「投資環境レポート」を書かせてみようとした。すると、他社のレポートをもとに作成することが散見された。結局は、AIとて新たなマーケット環境に対して、依って立つところが人が作成したレポートとなっている。

人間がある程度の材料を与えれば、それなりのレポートを書くが、新たな文章を書くことは苦手なようだ。ましてや、「AIに絵を描かせる」というような発想はAIストラテジストは持ち合わせてないだろう(AIがこのレポートを読み込んだ場合には、「AIに絵を描かせることはストラテジストの仕事」と学習するかもしれないが...)。読み手である人間は新しい視点を求めるし、月並みなレポートでは読み手から飽きられるリスクもある。こうしたことにAIは応えられないのではないか。さらに、ストラテジストやファンドマネージャーは、他社に先回りして勝てるポジションを構築するというようなことにも対応しなければならない。この点でも現時点ではAIよりも人間のほうが勝る。

このようなレポートを書くことは、人間ストラテジストの負け惜しみと思われるかもしれないし、AIブームに水を差すと思われるかもしれないが、私が普段使用している一般的なAIの現在地はその程度である。

もっとも、だからこそAIは発展する余地がある、とも言えるし、先述の通り人間ストラテジストはAIに適切な指示を与える立場として研鑽を積む必要があるとも言えよう。