

問われるAIビジネスの収益性と耐性

上席主任研究員 阿部 賢介

ネオクラウド企業の脆弱性が露呈

人工知能（AI）ビジネスに関する過剰投資、債務、社会の受容性などのリスクはすでに多く指摘されているが、足下ではネオクラウドと呼ばれる、AIワークロードに特化したコンピューティングパワーを提供する事業者の脆弱性が注目されている。高性能な画像処理半導体（GPU）を導入したデータセンター（DC）を建設して計算能力を貸し出す、いわばDC事業のみに特化した形態であり、クラウドサービスをユーザーに提供するアマゾンのAWSのような従来のクラウド事業と異なる。インフラを所有する資本集約型ビジネスであるため、先行する設備投資の負担が大きい点が特徴だ。AIブームにより25年までの5年間の売上高年間平均増加率が82%に達し、同年のNvidia製GPUの3割がネオクラウド企業向けに販売されるなど、近年AIビジネスにおいてその役割が増大してきた。

ネオクラウドの代表的企業であるCoreWeaveは、暗号資産マイニング向けに保有していたNvidia製GPUを利用することでAI特化のDC事業を開始。主にマイクロソフトなどハイパースケーラーの計算能力不足を補う格好で現在51か所のDCを運営しており、25年3月にはナスダックに上場した。ところが10月15日、信用リスクの指標である5年物CDSスプレッドが一時11.4%と急上昇した。背景には借入残高が26年6月末に約350億ドルと半年間で140億ドル増加、金利上昇も加わり債務負担に見合った収益の確保が疑問視された事がある。同社の26年4-6月期調整後利払い前・税引き前・減価償却前利益（EBITDA）比率は59%と高いものの、減価償却費の繰り戻しの影響が大きく、調整後営業損益率は5%と大きく下がる。さらに同期利払い費は6.4億ドルと、前年同期の2.4倍に膨れ上がっている。同社は融資を受けるために事前に固定価格での長期リース契約を締結しているが、DC建設コストや計算資源価格が高騰している環境下、過去に締結した契約分のリース価格が相対的に低く、収益性が劣っているという指摘もある。債務負担が大きくリース価格が外部環境の変化に対し硬直的というネオクラウド企業の脆弱性が露呈した形だ。CoreWeaveに対する懸念が強まったことで、ナスダックに上場しているNebius（蘭）やIREN（豪）といった主要ネオクラウド事業者の株価や、同企業に特化した上場投資信託（ETF）も10月に入り価格が約3割下落している。

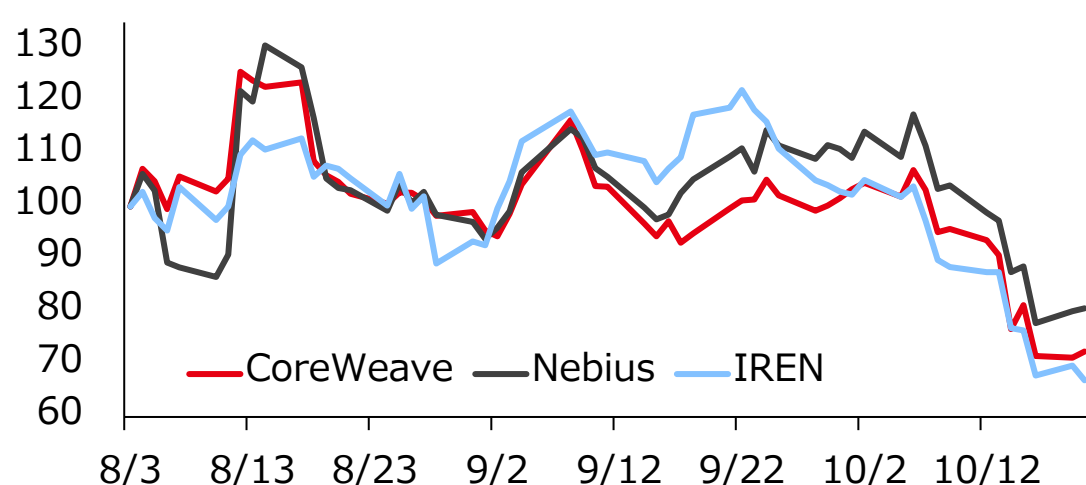
AI開発は実需を反映したものなのか？

ネオクラウド以外のAI関連企業は同様の問題には直面していないのか。ハイパースケーラーも社債発行を急激に増やしており、一部では同格付けの社債よりも利回りが高くなる局面もでてきている。それでも潤沢なキャッシュを生む基盤事業を抱えているうえ、自社サービスの価格は柔軟に調整できる。Nvidiaもネオクラウド企業などに投資、または保証を入れることで大規模な支援を提供しているが、高い収益率を背景に盤石な財務体質を維持している。またAI企業側で計算資源の需要そのものに対する懸念は乏しい。それは汎用AI（AGI）の社会形成や超知能（SI）創造を目指すアルファベットなどのハイパースケーラーや、OpenAIやAnthropicなどのAIモデル開発企業にとって、計算資源の需要は現時点では限界はない、と認識されているからだ。それはAIモデル開発が依然途上段階という産業全体の認識以外に、自社のAIモデルが独占的地位を獲得するためには、他社よりも計算資源を早く確保する必要があるという企業間の競争によってもたらされている面もある。

ただしそれはより高性能のモデルを開発する目的で立てられた需要予測であり、下流のサービス提供者や消費者などの需要側の現実的な課題や要求に基づいた実需であるとは現時点で言い難い。AIは既に日常生活に浸透しているが、AI企業が開発を目指す高度なAIエージェントやAGIの世界観がどこまで社会的に受容されるかは未知数だ。安全性の懸念などで普及が難しくなると、それは実需からかけ離れた需要だったという認識が急速に広まる可能性がある。今後はAIスタックの各層において、収益性と耐性を冷静に見極める必要性が一段と強まりそうだ。

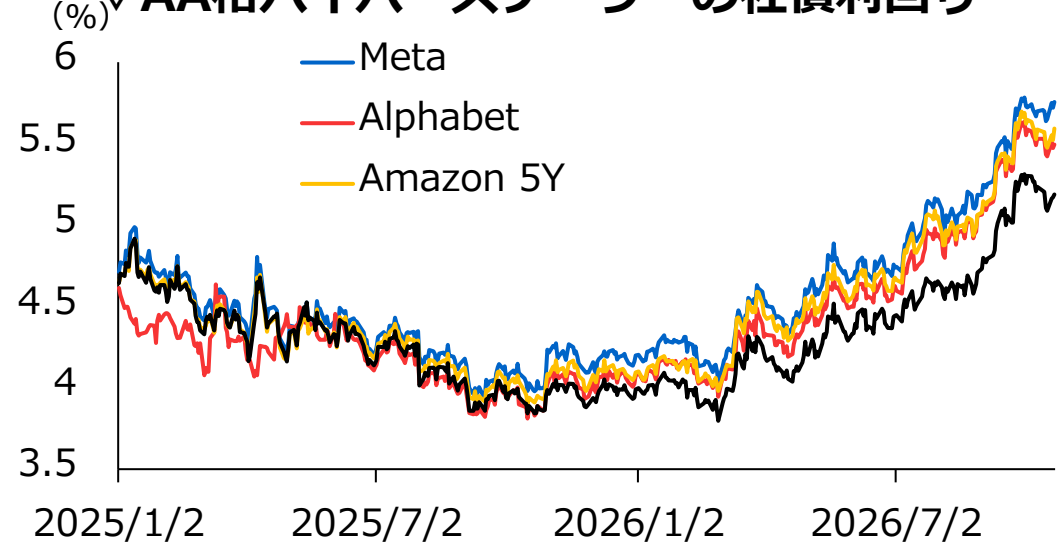
▽ネオクラウド企業株価推移

(2026/8/3=100)



(出所) LSEG

▽AA格ハイパースケーラーの社債利回り



(執筆者プロフィール)

阿部 賢介 (Kensuke Abe)

abe-k@marubeni.com

上席主任研究員

研究分野：米国、中南米、中東・アフリカ全般

2005年から08年三菱商事（株）勤務。2010年に丸紅に入社し、金属部門を経て、2016年に丸紅経済研究所。2016年から17年米国・戦略国際問題研究所（CSIS）出向。2021年から26年まで丸紅米国会社ワシントン事務所勤務。2026年から現職。神戸大学国際文化学部卒、台湾・国立政治大学台湾史研究所修了。

株式会社丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号

<https://www.marubeni.com/jp/research/>

(免責事項)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。