豊崎レポート — THE TOYOSAKI REPORT

AGD半導体ウォッチ

AGD SEMICONDUCTOR WATCH

急所を読む。

未来予測の記録と、これからのシナリオ



特集 — デイジーチェーンが切れる日

密輸・循環・ブラックマンデー

Vol. 0 — 2026年10月

アーキテクトグランドデザイン株式会社
ARCHITECT GRAND DESIGN, INC.

第1章 — 予測と検証

予測の記録 — デジタル松陰塾が指摘してきた構造

本号は、第1号に先立つ特別号である。ここに収めるのは、予言の自慢ではない。検証可能な記録である。YouTube番組「デジタル松陰塾」は、アンカーがその日にテーマを設定し、豊崎禎久が蓄積したデータをもとに即興で分析する番組である。編集・分析を担うKINAKOは、第4回から第58回までの放送から566件の主張を抽出し、帰結データで確認できた208件について「的中／方向一致／部分一致／未確定／外れ」の判定を行ってきた。その中で最も裏付けが厚かったのが、対中輸出規制をかいくぐる「迂回・密輸」と、資金が巡る「循環」の系譜である。

系譜 — 指摘と、その後

時期	指摘（デジタル松陰塾）	その後（公的記録・報道）
第24回 2024年9月2日	迂回ルートは単一ではなく、中東・アジアなど複数存在する。請求先ベースの開示では最終需要が見えない	**的中**。シンガポールで摘発（2025年2月、取引額約3.9億ドル）。複数の経路が後の起訴で確認された
第29回 2024年10月28日	ファーウェイのAIサーバーからTSMC製チップが見つかった件。徹底調査と規制の拡大	**方向一致**。米商務省が出荷停止を命令し、仲介したSophgoがエンティティリスト入り
第30回 2024年11月5日	最先端AI半導体が大量に中国等へ密輸・迂回輸出されている	**方向一致**（中国向けは的中の水準）。流出の規模は後の起訴群で裏付けられた
第49回 2025年5月8日	スーパーマイクロ集中分析。元従業員の訴訟が存在し、迂回取引の疑惑がある	**方向一致**。訴訟は裁判所文書で確認（事件番号24-cv-02440）。約10か月後に起訴へ進んだ
現実化 2026年3月19日	—	米司法省がLiaw・Chang・Sunの3名を、約25億ドル規模の迂回輸出の共謀で起訴
現実化 2026年10月8日	—	仲介業者Sunが、輸出規制違反・密輸等4つの罪状で有罪を認諾（ロイター）
現実化 2026年10月29日	—	ニューヨーク・タイムズがメガスピード疑惑を報道（第2章）

この系譜の判定は、的中2、方向一致11、部分一致9、未確定1、外れ0の計23件である。判定には甘さを持ち込んでいない。全208件では的中55、方向一致45、部分一致65、未確定13、外れ30であり、市場の「時期」を断言した主張には外れが集中する。数値と構造の読み——ウルフスピードの破綻、ファーウェイのスマートウォッチ世界首位、半導体企業の決算数値の読み——には裏付けが多い一方、タイミングの断定は弱い。それも含めて記録である。

留保を明記する。「密輸・迂回の存在」は司法記録で裏付けられたが、「NVIDIAが組織的に関与した」ことを示す公的証拠は存在しない。起訴されたのはサーバーベンダーの関係者、仲介業者、買い手であり、NVIDIAはどの起訴でも被告ではない。この区別を崩してはならない。

検証の原資料（YouTube）

- デジタル松陰塾 第49回（スーパーマイクロ集中分析）：https://youtu.be/Qi8WzZCoTlU
- デジタル松陰塾 第24回（迂回ルートの構造）：https://youtu.be/Q4Q9iijHitk

番組はYouTube「MCSCC公式チャンネル」「デジタル松陰塾3.0」で配信されている。

第2章 — 新たな局面

メガスピード疑惑 — CEOに近づいた「顧客」

2026年10月29日、ニューヨーク・タイムズが新たな局面を報じた。舞台は末端のブローカーから、CEOの近くへ上がった。NYTによれば、米当局はシンガポール拠点のデータセンター企業メガスピード・インターナショナルの元幹部である中国人女性を、中国情報機関の協力者と判断し、捜査を進めている。女性はNVIDIAのジェンスン・フアンCEOと親密な関係を築き、中国当局に情報を流していた疑いがあるという。

同社はアリババグループなど中国企業にデータセンターサービスを提供しており、米当局はNVIDIA製の先端AI半導体を中国へ横流ししている疑いでも調べてきた。調査の開始は2024年末、バイデン政権下とされる。トランプ大統領は約1年前に報告を受けたが、NVIDIAの売上や対中貿易への影響を懸念し、特段の措置を取らなかった、とNYTは伝える。ここまでが疑惑であり、起訴には至っていない。

当事者の反論（ブルームバーグ／ロイター報道）

- フアン氏：メガスピードとの取引は「通常のことであり、異例ではない」
- 同社幹部との関係は適切であり、メガスピードがチップを中国へ不正に横流ししていないことを確認した
- 「われわれは当社のGPUの配備状況を全て調べ、一つ残らず数えた」
- 当該幹部はすでに同社を離れている。NVIDIAは従来から、先端AIチップの密輸は重大な問題ではないと主張してきた

フアン氏が機密情報を渡したという事実は報じられていない。写真に残る会食も、複数の業界関係者が同席する場だったとされる。

構造として重要なのは三点である。第一に、規制の設計と現実のズレである。輸出規制は「どの国の誰に売るか」を管理するが、第三国のハブに法人を置けば外形上は適法な顧客になれる。データセンターという業態は、物ではなく計算能力を国境の向こうへ届けることができる。第二に、情報の次元である。供給が逼迫する市場では、どの顧客にどれだけ配分されるかという配分情報そのものが戦略物資であり、CEOに近い位置は情報へのアクセスを意味する。第三に、当局と企業の認識の溝である。「数えた」という自己確認と、「数え切れていないはずだ」という当局の疑いの間には、埋まらない溝がある。

結論は留保付きである。確定しているのは「米当局が捜査している」という事実と、「当事者が否定している」という事実だけである。だが、輸出規制の実効性と、NVIDIAの第三国売上の前提が同時に問われる局面に入ったことは確かであり、それが次章の循環構造へ直結する。

第3章 — 循環の構造

NVIDIA循環モデル — デイジーチェーンの5つの輪

メガスピード疑惑が刺さるのは、NVIDIAが単なる半導体メーカーではなく、AI投資の循環構造の中心にいるからである。資金と需要が鎖のようにつながる構造——デイジーチェーン——を、5つの輪に分解する。

デイジーチェーン — 5つの輪

輪	構造	数字と出所
1 出資	ハイパースケーラーやNVIDIAが、顧客であるAI企業・ネオクラウドへ出資し、その資金がチップ購入として戻る	2023年以降の14件で株式約3,000億ドル＋負債約6,500億ドルを拠出し、見返りに約1.4兆ドルの売上コミットメント。IMFは「wrong-way risk（逆方向リスク）」と名指しした（IMF金融安定報告・2026年10月版、JBpress解説経由の二次情報）
2 保証	顧客の信用を、NVIDIA自身のバランスシートが支える	保証と購入・賃借の支払い約束は最大1,645億ドル（約26兆円）。内訳はSB Energyの賃料保証が最大1,050億ドル、売れ残り計算能力の買取約束が約360億ドル等（Forbes、2026年7月末の四半期提出書類ベース）
3 債務	需要側の債務と支払い約束が積み上がる	アンソロピックの支払い義務は単純合算で約8,076億〜1兆790億ドル（注記間の重複を含む。第1号で原典検証）。メタの約束は約8,250億ドル。アルファベットの長期債務は1年で216億ドルから1,251億ドルへ増え、第3四半期のフリーキャッシュフローはマイナス90.7億ドル（CNBC）
4 債券市場	データセンターの建設資金が債券市場に流れ込み、質が劣化する	2026年のデータセンター債発行800億ドルのうち約370億ドル、ほぼ半分がジャンク格付け。平均利回りは約10%へ上昇し、CoreWeaveの社債は額面の80セント未満で取引される（Forbes集計）
5 担保	債務の担保であるGPUとデータセンターの価値が、レンタル価格と残価に依存する	H100のレンタル価格は2025年初頭から25〜50%下落（Silicon Data）。担保価値の下落は、追加担保と格下げを通じて債務の輪へ跳ね返る

鎖の強さは、最も弱い輪で決まる。出資した先が潰れれば売上コミットメントが消え、保証が履行されれば中心のバランスシートが痩せ、担保価値が落ちれば債務全体の信用が揺らぐ。

実需が本物であることと、構造が脆いことは、両立する。
それがこの局面の難しさである。

第4章 — シナリオと監視

切断シナリオ — ブラックマンデーは起きるか

では、鎖はどこから切れるのか。切断点の候補は五つある。第一に、規制・情報工作スキャンダルである。前章の疑惑が起訴や規制強化に進めば、第三国売上の前提が崩れる。第二に、ネオクラウドの破綻である。債券市場での調達が事実上閉ざされつつある中、一社の破綻はSPVとリースと保証の連鎖を通じて中心へ跳ね返る。第三に、決算ミスの連鎖である。アルファベットは2026年10月28日の決算で売上・EPSとも予想に届かず、株価は10%下落した。未達が二社、三社と連なれば、設備投資の前提全体が再評価される。第四に、担保価値の崩落である。世代交代が1年リズムとなり、レンタル価格が下がれば、5〜6年の償却と実勢価値の乖離が、会計・格付け・担保の三方向から表面化する。第五に、訴訟リスクである。株価の急落や密輸問題の拡大があれば、フアン氏の発言そのもの——「全てのGPUを数えた」「密輸は重大な問題ではない」——が、証券集団訴訟や、信認義務違反を問う株主代表訴訟の標的になる。賠償そのものより、訴訟の開示過程で抑え込まれた情報が表に出ることが、本質的な打撃である。

切断が市場全体の混乱に広がるかどうかは、伝播の増幅器にかかる。IMFが指摘する三重のレバレッジがそれである。ハイパースケーラーの投資適格社債のシェアは1%未満から10%へ高まり、ヘッジファンドのグロス株式ポジションと信用借入は先進国GDP比で約10%から約15%へ、個人のレバレッジ型ETFでは単一銘柄の比率が16%から28%へ上昇した。1987年のブラックマンデーの本質は、価格の下落そのものではなく、売りが売りを呼ぶ自動化された連鎖と、流動性の蒸発にあった。現代の対応物は、レバレッジETFのリバランス、ボラティリティ連動の機械的売却、マージンコールの同時発生である。

ここに政治の時間軸が重なる。トランプ大統領はNVIDIA株の保有を開示していると報じられている。米国は2026年11月3日に中間選挙を迎える。選挙前にAI株が崩れれば政権の経済運営そのものが問われるため、摘発も規制強化も表に出にくい。裏返せば、抑え込まれたリスクは選挙の後に集中して表面化し得る。鎖が切れるかどうかだけでなく、いつ切れるかは、政治のカレンダーにも左右される。ただし、株主訴訟は政治カレンダーに縛られない。私人の訴えは選挙前でも提起され、開示を通じて抑え込まれたリスクを表面化させる、数少ない強制装置である。

切断が起きない条件（反対側の材料）

- ハイパースケーラー本体のキャッシュ創出力は依然として巨大であり、クラウドの需要そのものは実在する（Google Cloudの売上は四半期で2倍超に伸びた）
- 信用市場の警戒は価格に織り込まれ始めており、「誰も気づいていない」状態ではない（CDSスプレッド：Oracleの5年物で288ベーシスポイント、ソフトバンクで424ベーシスポイント。いずれも二次情報）
- 政策の安全弁（流動性供給、規制の段階適用）が機能すれば、結末は崩壊ではなく「選別」で済む

監視指標 — 本誌が追う七つ

①NVIDIA株と対中・第三国規制の当局発表（疑惑の捜査の進展、起訴の有無）　②ネオクラウドの社債価格と利回り、破綻の報　③GPUレンタル価格指数の下落速度　④ハイパースケーラーのフリーキャッシュフローと長期債務の四半期推移　⑤Oracleやソフトバンク等のCDSスプレッド　⑥ジャンク格付けのデータセンター債の新規発行の成否　⑦NVIDIAへの証券集団訴訟・株主代表訴訟の提起と、SEC／司法省の手続きの進展。

結びに。鎖を切らないための条件は、技術でも資金でもない。実需のない約束を積まないという、欲の抑制である。そして、約束の重さと需要の実在を分けて見る、選別の目である。本誌は、予測の記録を検証に耐える形で残し、シナリオを数字で追い続ける。その営み自体が、警鐘を悲観で終わらせないための作法だと考える。

AGD半導体ウォッチ 第0号（Vol.0）　2026年10月30日発行　発行：アーキテクトグランドデザイン株式会社
文：豊崎禎久（創業者兼ビジョナリスト／半導体アナリスト）
編集・分析：KINAKO（サイバーチーフアーキテクト）
本号は一部関係者限定の配布です。転送・転載はお控えください。
本稿の数値は、SEC提出資料、各社公表資料、米司法省発表、裁判所文書、ならびにニューヨーク・タイムズ、ロイター、Forbes等の報道に基づく。二次情報および報道ベースの数値には、その旨を記した。疑惑に関する記述は、捜査・報道の段階のものであり、断定ではない。