

# バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2026/02/22

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. ドルの覇権は終わりつつある。投資家に何ができるか - The Reign of the Dollar Is Coming to an End. What Investors Can Do About It [カバーストーリー] P.1  
海外の株式と債券はドル安の恩恵を受ける見込み
2. トランプ関税に最高裁が違法の判断。投資家は経済的不確実性に備えるべき - Trump Plans to Double Down on Tariffs After Court Defeat. What's Ahead for Investors. [フィーチャー] P.7  
トランプ大統領は最高裁の関税違法判断にも動じず
3. ワーナー争奪戦、勝者が背負う重荷 - Want to Win the Warner Bros. Discovery Takeover Battle? 'Walk Away Now.' [フィーチャー] P.10  
市場の視線は敗者へ
4. AIの生産性恩恵は時期尚早 - An AI Productivity Boost? That Isn't a 2026 Story, This Economist Says. [インタビュー] P.13  
カナダロイヤル銀行（RBC）のマイケル・リード氏に聞く
5. 米国経済を動かす株式市場、いつまで続くのか - The Stock Market Now Drives the Economy. How Much Longer Can That Last? [コラム] P.16  
FRBプットが終わりを迎える可能性
6. 次期議長を悩ませそうなFRBのタカ派傾斜 - The Fed's Hawkish Turn Poses Problems for Warsh. What It Means for Rates. [経済政策] P.18  
いずれ選択を迫られるウォーシュ氏
7. 最高裁の判決は関税問題に混乱をもたらす - The Supreme Court Muddies the Tariff Waters. [米国株式市場] P.21  
市場はAIとプライベート・クレジットの問題にも注目
8. 株式市場の大転換、次の一手は - The Great Rotation Has Started-and Maybe Ended. What to Do Next. [投資戦略] P.23  
セクターローテーションというべき市場動向をどう見るか
9. AIエージェントの台頭で揺らぐソフトウェア企業の存在意義 - AI Agents and the Software Meltdown [ハイテク] P.25  
開発者とプログラムの役割が根本から変わる
10. 人型ロボットが目前に迫る。問題はコストだ。 - Humanoid Robots Are at the Gate. The Problem: Cost. [経済関連スケジュール] P.27  
見た目も動作も人間そっくり、開発を主導するのは中国

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2026 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます

## 1. ドルの覇権は終わりつつある。投資家に何ができるか

[カバーストーリー]

The Reign of the Dollar Is Coming to an End. What Investors Can Do About It

海外の株式と債券はドル安の恩恵を受ける見込み

## ウクライナ侵攻をきっかけにドル離れが本格化

ドルは衰退している。投資家はそれを受け入れて生きる方法を学ばなければならない。

過去12カ月はドルにとって苦しい時期だった。先進国通貨のバスケットに対するドルの価値を示す米ドル指数は、過去1年間で8%下落した。潜在的な懸念も増え続けている。例えば、米国主導の多国間システムの崩壊、ドルが引き続き制裁や資産凍結のために「武器化」されるという不安、米連邦準備制度理事会（FRB）の独立性を巡る懸念などがある。



Photograph by Kenji Aoki

こうした懸念はいずれも、ドルが突然信用を失い、パニック売りの中で見捨てられることを示唆してはいない。またドルが準備通貨の地位を失い、中国人民元などの他通貨に急にとって代わられるということでもない。しかし、ドルの人気は低下している。そのため、今後数年間は海外（特に新興国市場）の株式や債券を通じて資産を分散し、金にも若干の資産を配分することが良い選択肢となるだろう。

運用会社PGIMの副会長兼グローバルチーフエコノミストのダリープ・シン氏は、もし個人投資家や機関投資家が全体としてドルを売ることを見決めた場合、「米国の過大な特権の一部は弱まるだろう」と指摘する。それによるコストとしては、借入れコストが上昇する可能性、金融ショックに対する耐性の低下、制裁対象国に金融ショックをもたらす能力の低下などが挙げられるという。

ドルは常に、米国経済に見合う規模よりも強大であり続けてきた。ドルが世界の準備通貨と国際的な債券発行に占めるシェアは60～80%で、米国が世界経済に占めるシェアの2～3倍だ。長年にわたってドルの優位性は低下するという批判があったが、空論に終わっていた。他に代替するものがないためだ。

それが変わり始めたのは、10年以上前に中国が準備資産をドルから金に分散させ、人民元の普及を推進するようになってからだ。しかし、ドル離れが本格的に加速したきっかけは、ロシアのウクライナ侵攻と、その後の制裁と資産凍結だ。ドルが武器として使われた結果、各国中央銀行は準備資産の一部を金に換えるようになった。トランプ大統領がグリーンランド領有（の野心）や関税を巡って欧州の同盟国を脅かし、米国への信頼が揺らいでいることも、ドル以外の選択肢を検討する理由となっている。

これは熱狂的な米国売りではなく、静かな米国離れと考えるべきだ。多くの中央銀行は米国債を大量に投げ売りするのではなく、満期で償還されるのを待ち、金に置き換えている。調査会社EPFRのリサーチ担当ディレクター、キャメロン・ブランド氏は、多くの米国債投資家が米国のデュレーションリス

クを削減し、より短期の債券に乗り換えていると指摘する。

EPFRによると、2025年11～12月の新興国株式ファンドへの純資金流入が合計708億ドルだったのに対し、米国株ファンドへの純資金流入は430億ドルにとどまった。海外株ファンドへの資金流入は年初も堅調だった。モーニングスター・ダイレクトによると、1月に米国株ファンドから340億ドルの資金が流出したのに対して、海外株ファンドには310億ドルが流入し、新興国株式ファンドには150億ドルが流入した。

## 中央銀行による準備資産の分散が最も顕著

資産の分散が最も顕著に変化しているのは中央銀行だ。ブルッキングス研究所のシニアフェロー、ジャン・マリア・ミレシフェレッティ氏によると、金は2025年末時点で準備資産の25%を占めると推定され（2017年時点では10%）、中国、トルコ、ロシアで最も大きな変化が起きている。

ドルが中央銀行の準備資産に占める割合は約57%で、2017年の64%を下回る。ミレシフェレッティ氏は、発行済み米国債における海外中央銀行の保有割合も低下していると指摘する。各国は貿易金融や中国への海外直接投資に人民元を利用している。しかし、中国は広範な資本規制を敷いており、家計の貯蓄率も高いため、中国政府が大規模な構造改革に着手しない限り、人民元が準備通貨としてドルの対抗馬になることは難しい。

各国は自国通貨の国際化を進めるための措置を導入している。欧州はグローバル流動性ファシリティ（市場のストレス期におけるレポ貸出枠など）を欧州以外の中央銀行にも拡大した。インドは貿易決済やクロスボーダー資金調達におけるルピーの使用を奨励している。

JPモルガンのグローバルリサーチ責任者、ジョイス・チャン氏は「現在の状況は静かなドル離れだ。ドル離れやドル安は脱ドル化と混同すべきではない」と指摘する。

しかし、たとえドル離れでも資産の動向に影響を及ぼす。ドルが君臨していた頃は、海外投資家はリスクオフ期にドルが上昇し、米国株の損失を部分的に相殺すると確信できた。この状況は変わり始めており、海外投資家はヘッジや逃避先の再考を強いられている。

グローバルマクロ戦略および分析会社エクサンテ・データの創設者、ジェンズ・ノードビッグ氏は「世界中の年金基金は、従来の相関関係に基づき、米国株への膨大なエクスポージャーを有するポートフォリオを構築し、通貨リスクを取っていた。しかし、その状況は変わりつつある。人々は以前よりもドルをヘッジしたいと考えている。あるいは、ヘッジが割高であるため、米国株へのエクスポージャーを減らそうとしている」と指摘する。

ベテラン為替ストラテジストのマーク・チャンドラー氏（現バノックバーン・キャピタル・マーケッツ所属）は、1年前の為替関連コンファレンスで、ドルは玉座から降ろされるリスクに直面していないと主張した。今年のコンファレンスでは、同盟国との分断や、米国が重要なサプライチェーン（供給網）に関して中国に依存していることを理由に、ドルの複数年にわたる弱気相場を予想した。

中国の来たる5カ年計画では、人民元を世界の準備通貨とすることが再び優先課題に据えられている。また中国政府は国有銀行に対し、米国債から金への転換を進めるよう求めたと報じられている。規制

当局は、決済システムへのコントロールを強めるなど、貸し出しや取引における人民元の使用を促進するための方法を見出しつつある。中国製品の人民元建て取引の割合は2018年比で2倍以上の28%に上昇しており、中国のほとんどの貿易金融取引は人民元建てとなっている。

ノードビッグ氏は「こうした動きはブルームバーグの電子取引画面には映らない。企業は中国の銀行口座における人民元の残高を管理しなければならず、それが中国の短期国債や中国における金保有の需要を生み出す可能性がある」と語る。

## How to Play a Dollar Decline

13 investments that stand to gain as the U.S. dollar weakens.

Fund / Ticker	Recent Price	AUM* (million)
iShares J.P. Morgan EM Local Currency Bond / LEMB	\$42.84	\$853
iShares Latin America 40 / ILF	36.03	4,300
iShares MSCI ACWI / ACWI	146.00	27,790
iShares MSCI Emerging Markets ex-China / EMXC	83.75	16,960
SPDR Gold Shares / GLD	448.20	168,090
Vanguard FTSE Emerging Markets / VWO	57.79	151,800
Vanguard Total International Bond / BNDX	48.90	115,400
Vanguard Total World Stock / VT	146.29	80,600

Company / Ticker	Recent Price	2026E P/E
Agilent Technologies / A	\$123.87	20.5
Applied Materials / AMAT	359.13	31.6
Broadcom / AVGO	332.54	30.5
Bruker / BRKR	38.12	18.1
Lam Research / LRCX	235.58	38.2

Note: E=estimate; \*AUM=assets under management.

Sources: FactSet, Bloomberg

### ドル安傾向は続くものの、準備通貨としての地位は維持

地政学も海外の経済状況の追い風となり、ドルに対する各国通貨の上昇を促している。ドイツはロシアの脅威にさらされる中、米国の支援が不透明であることから、2035年までに国防とインフラに1兆ユーロ（1兆1800億ドル）を支出する予定だ。12月のドイツの工場受注は過去2年間で最も大幅に増加した。これによりドイツ経済が復活し、欧州防衛株などの資本財銘柄の株価がさらに上昇する可能性がある。欧州の防衛株は依然として米国の同業他社よりも割安だ。

日本も岐路に立っている。高市早苗首相は多額の防衛支出と産業政策の強化によって経済成長を復活させる計画を発表したが、財源が懸念されたことから円の急落を引き起こした。日本の財政赤字は既に国内総生産（GDP）比2.3倍に達している。これは米国の約2倍だ。

しかし、今月の総選挙に圧勝したことで、高市首相は「責任ある積極財政」によって経済を再編するための強力な負託を受けた。成否を判断するには時期尚早だが、政治的安定と経済改革が相まって、日本の投資家が米国に投資していた資産の一部が国内に還流し、日本株を押し上げる可能性がある。

新興国市場でも複合的な強気要因が生じている。インフレの緩和に伴い、10カ国以上の中央銀行が金利を引き下げる見込みだ。また、中南米にとって企業寄りの改革やコモディティー（商品）価格の高騰は好機である。今年、新興国企業の利益成長率は29%と予想されており、米国の2倍以上だ。利益成長が加速し、インフレ圧力が低下することで、新興国通貨とドルの為替レートが見直される可能性がある。

ドルは今後も時折強さを見せるだろう。2月、タカ派寄りと見なされているケビン・ウォーシュ氏がFRBの次期議長に指名されたことで、ドルはわずかに反発した。他にドルが上昇するケースとしては、FRBが利上げした場合や、グリーンランドなどを巡る地政学的緊張が後退した場合が考えられる。ドルは最近下落したとはいえ、現在も過去30年間の取引レンジの中央付近で推移している。

ドルの弱気派さえ、世界の準備通貨としてのドルの地位が終わるとは予想していない。ドルは依然として最も広く利用されている通貨で、外国為替取引の90%超を占める。さらに、米国市場は流動性が最も高く、最も厚みがある。

海外ではドルへの依存度が低下しているが、完全に依存しなくなったわけではない。投資家が長期米国債に求める追加利回りは約1.25%ポイントで、2023年末のゼロから上昇しているが、過去に比べると依然として低水準だ。さらに、米国政府は国債の価格を引き下げなくても10年物米国債の供給を消化できている。

米国株に投資している米国の投資家は、あまり心配しなくてもいいだろう。シティのストラテジストであるドリュー・ペティット氏によると、ドルの方向性は、S&P500指数のバリュエーションに影響する要素としては最も小さなものの一つだ。米国の輸出企業に対するドル安の恩恵さえ、おそらく過大評価されている。

ただし、例外もある。ペティット氏は、海外資産と比べて海外売上高の割合が大きい企業、四半期決算において輸出に焦点を当てている企業、そして四半期決算で多額の為替関連益を開示している企業をピックアップした。こうした要件を満たす企業としては、半導体製造装置メーカーのアプライドマテリアルズ<AMAT>やラム・リサーチ<LRCX>、半導体メーカーのブロードコム<AVGO>、診断機器メーカーのアジレント・テクノロジーズ<A>やブルカー<BRKR>などがある。

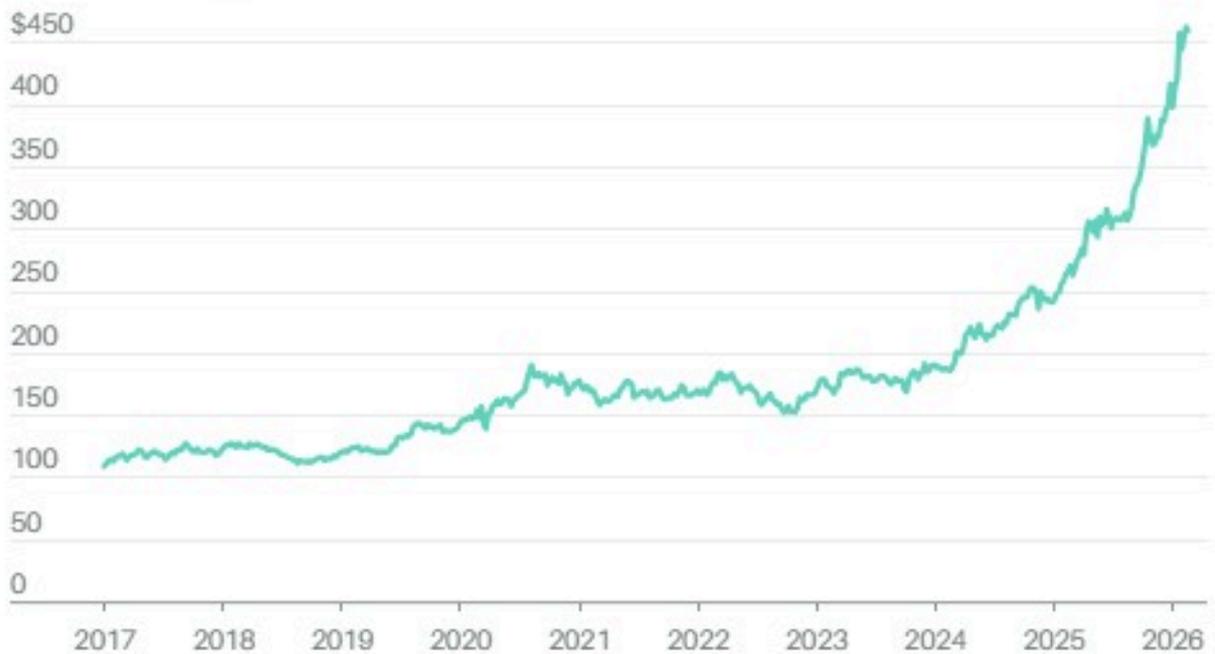
## As Dollar Sags, Gold Has Soared

— U.S. Dollar Index



Source: Bloomberg

— SPDR Gold Shares / GLD



Source: Bloomberg

## 恩恵を受ける海外株式・債券ETF。金にも注目

ドル安による影響は海外投資の方が大きい。海外株は昨年、米国株をアウトパフォームした。MSCIオールカンントリー・ワールド（除く米国）指数は過去1年間で31%上昇しており、S&P500指数の2倍以上の上昇率だ。

このトレンドに乗るための最も簡単な方法は、幅広い株式に投資する上場投資信託（ETF）を買うことだ。データトレック・リサーチの共同創設者、ニコラス・コラス氏は、MSCIオールカンントリー・ワールド指数と同じく米国に65%、それ以外の地域に35%の資産を配分することを推奨している。iシェアーズMSCI ACWI ETF<ACWI>やバンガード・トータル・ワールドETF<VT>などのファンドに投資すれば、コラス氏が推奨する配分を手早く安価に実現できる。

しかし、どちらのETFも新興国株式の割合は大きくない。新興国市場に投資する割安な手段としては、バンガードFTSEエマージング・マーケットETF<VWO>とiシェアーズMSCIエマージング・マーケット（除く中国）ETF<EMXC>がある。バンガードのETFは投資先から韓国を除外し、資産の約半分を中国と台湾、インドに20%を配分しているが、中南米へのエクスポージャーは限定的だ。iシェアーズは中国を除外し、約10%を中南米に配分している。中南米により多くの資産を配分したい投資家にとっては、iシェアーズ・ラテン・アメリカ40ETF<ILF>などが良い選択肢になる。

ドル安で最も大きな恩恵を受けているのは海外債券市場だろう。イトン・バンス・トータル・リターン・ボンド・ファンド<EBABX>のマネジャー、ビジュアル・カンドゥジャ氏は、自身のファンドでは昨年末時点の海外資産への配分割合が6%で、過去5年間で最も高かったと述べた。ポイントは、中央銀行が準備資産を分散し始めたことで、米国以外の地域で実質利回りが改善しており、投資家によるヘッジの方法も変化しているということだ。

カンドゥジャ氏は米国金融機関の投資適格債よりも欧州金融機関の債券を嗜好している。その理由は、欧州の経済状況が良好であり、与信環境も底堅いからだ。さらに金利差も、米国の投資家にとっては通貨をドルに戻す際にプラスに働く。カンドゥジャ氏はメキシコとブラジルのハイイールド債にも投資機会があるとみており、両国の潜在的な政治リスクに対して十分なリターンが得られると考えている。

GMOの新興国債券チーム責任者、ティナ・バンダースティール氏は、新興国の現地通貨建て債券に一世一代の投資機会が訪れているとみる。この資産クラスは極めて割安で、現地通貨は今後の上昇が見込まれる上に、米国債券と比べてキャリー（インカムゲイン）も高水準だ。新興国の現地通貨建て債券に安く投資する手段としては、iシェアーズJPモルガン現地通貨建てエマージング・マーケット債券ETF<LEMB>やバンガード・トータル・インターナショナル債券ETF<BNDX>がある。

ドル安が進む中、米国債は逃避先としての地位を失う公算が大きい。つまり、他に安全資産を探す必要がある。金は価格上昇とともにボラティリティー（変動率）が高まっているが、多くの投資家選ばれている。ブリッジウォーター・アソシエイツの創設者、レイ・ダリオ氏は、ポートフォリオの5~15%を金に配分することを推奨している。

資産の再配分が続けば、金にとって追い風となる可能性がある。JPモルガンのチャン氏によると、投資家が金への配分を3%から3.5%に増やすだけで金価格は6000ドルに達し、今後数年間で4.6%に増え

れば8500ドルまで上昇する可能性があるという。ヤルデニ・リサーチのエド・ヤルデニ氏は最近のリポートで、2029年末までに金価格が1万ドルに達することもあり得ると述べた。

金の台頭は、投資家がドルに関する前提を見直していることを示す最も明確な証拠だ。それが米国売りにつながるとは限らない。しかし、数十年にわたるドルの支配を経て、今や米国以外への投資を増やすときが来ている。

By Reshma Kapadia  
(Source: Dow Jones)

## 2. トランプ関税に最高裁が違法の判断。投資家は経済的不確実性に備えるべき [フィーチャー]

Trump Plans to Double Down on Tariffs After Court Defeat. What's Ahead for Investors.  
トランプ大統領は最高裁の関税違法判断にも動じず

### トランプ関税に最高裁が違法との判断



Tim Rue/Bloomberg

20日の株式市場は、最高裁判所がドナルド・トランプ大統領肝煎りの貿易問題の柱である関税に「違法」の判断を下したことを受けて上昇したが、市場が一息つけるのも束の間にはすぎない可能性が高い。それどころか、投資家は新たな経済的不確実性に備える必要がある。

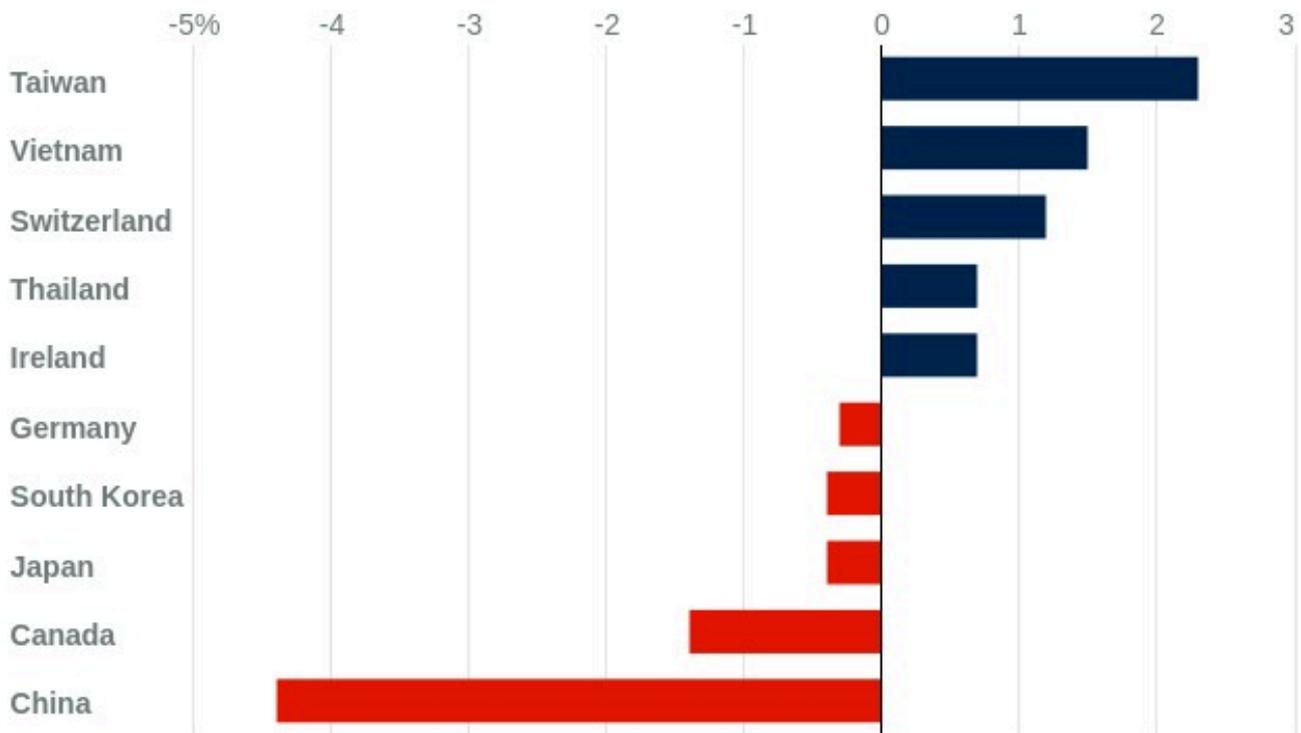
最高裁は賛成6、反対3でトランプ氏が「国際緊急経済権限法（IEEPA）」を根拠に、米国の大半の貿易相手国に關税を課したことは違法との判断を下した。判決によると、IEEPAはさまざまな方法で大統領に貿易を制限する権限を付与し

ているものの、關税を課す権限は与えていない。トランプ氏が貿易相手国を強権により威嚇した公式声明やSNS「トゥルース・ソーシャル」の投稿のほぼすべてのよりどころにしたのがIEEPAの権限だった。今や、その権限は失われた。しかし、大統領は強硬姿勢を崩していない。最高裁を非難した後で、トランプ氏は20日午後、新たに（別の法的根拠で）世界各国に対し10%の關税を表明し、追加措置もおわせた。トランプ氏は「長年にわたり米国を食い物にしてきた諸外国は大喜びしているだろう。嬉しさのあまり、路上でダンスを踊っているだろうが、長くは続かない」と語った。

### 米国の債務に与える影響

トランプ氏の動きにかかわらず、關税の違法判断は経済及び公的債務に直ちに影響を及ぼす可能性がある。仮に大統領がほとんどの關税を復活させたとしても、米財務省は徴収してきた關税を還付せざるを得ないだろう。調査会社22Vリサーチによれば、一部は引き続き課される關税により減殺されるものの、1750億ドルと見込まれる還付により企業利益は増加し、その金額は今後数四半期にわたる国内総生産（GDP）の0.6%程度の財政刺激策に相当する。最高裁は返還手続きについては何も明示していないため、おそらくその手続きには混乱が生じることになるだろう。

Gain or loss in share of U.S. imports from 2024 to 2025:



Sources: Commerce Department, Wells Fargo Economics

ホワイトハウスは、国家安全保障上の理由や、数十年に及ぶいわゆる他国の不公正な貿易慣行の結果生じた貿易不均衡を是正するために高関税が必要だと主張してきた。2025年の貿易赤字は約9015億ドルで、前年をやや下回る水準（0.2%減）だった。トランプ氏も関税が鉄鋼や家具製造のような業界の雇用創出につながると喧伝（けんでん）してきた。これらの業界は日本や中国などからの輸入品のせいで過去数十年にわたり生産量が急減してきたのだ。

調査に数カ月を要する他の関税に関する権限と異なり、IEEPAは即時導入が可能であり、ホワイトハウスはトランプ政権2期目の開始から数カ月あれば導入でき、強力な取引手段になると考えた。また、貿易問題の担当者が他国と交渉し、関税引き下げを交換条件に米国からの輸出品に対し市場開放を迫ることでトランプ氏には大きな力となった。トランプ氏と連邦議会は共に昨年的大幅な減税策の財源として関税収入を頼みにした。超党派の米シンクタンク「責任ある連邦予算委員会」によれば、代替の歳入措置が導入されない場合は、最高裁の判断を受けて、向こう10年間で国家債務は2兆ドル以上増加し38兆7000億ドルになるとのことだ。

トランプ氏には関税を速やかに再度適用する方法がいくつかある。貿易赤字に対処する通商法により、大統領には最大15%の関税を150日間課することができる権限が付与されている。これは大統領が20日に利用した権限だ。不公正な貿易慣行に対抗したり、国家安全保障対策といった他の権限は、中国からの輸入品に高関税を課したり、鉄鋼やアルミニウムといった国家安全保障上重要な産業保護のために既に利用されている。最高裁の判断はこれらの法律には影響を与えない。

スコット・ベセント米財務長官は20日の講演で「民主党、正確さを欠くメディアやまさしく産業基盤を破壊した当事者たちは悦に入っているようだが、最高裁はトランプ大統領の関税に不利な判断を下したわけではない」と語った。ベセント氏は、他の権限を行使すれば、「2026年の関税収入は実質的に変わらない結果になる」と主張した。

## 中間選挙に向けて関税は弱み

政治的には、トランプ氏は他の案件ほどには共和党から多くの支援は望めないだろう。20日に数名の共和党議員が、最高裁の判断はトランプ氏に貿易政策について議会の意向をこれまでより尊重すべきと示唆したものだとする曖昧な声明を発表した。

関税が一貫してトランプ氏の政策のなかで最も不人気となっており、「アフォーダビリティ（手の届く暮らし）」が11月の中間選挙に向けて、トランプ氏及び共和党にとって大きな弱みとなっている。外交問題評議会（CFR）の1月の調査によれば、米国人の約3分の2が関税による価格上昇により日用品を手しにくくなったと感じているとのことだ。調査会社ビーコン・ポリシー・アドバイザーズのアナリスト、オーウェン・テッドフォールド氏は、トランプ氏が関税を再導入すれば、「民主党はこの機会を利用して『解放の日2.0』のように見せ掛けるでしょう」と、世界的に市場が急落した2025年4月の関税発表に言及しつつ語った。

ベータ・パートナーズの経済政策研究の責任者ヘンリッタ・トレイズ氏は、ホワイトハウスには選択肢が2つあると話す。「(今回の判断を) 最高裁からの贈り物として受け取り、関税を棚上げしインフレを低下させる、あるいは新たに別の関税権限を導入して輸入業者のコンプライアンス費用を増加させ、国境で混乱と困惑を引き起こし、調和の取れた関税計画を台無しにするかのどちらかだ」

## 関税還付金を巡る企業の動き

一部の企業は、IEEPA関税の還付を受けることができれば少なくとも短期的に恩恵を受け、新規の関税が導入される前に旧関税が失効することにより一時的な猶予を得ることができる。ジェフリーズのアナリストによれば、米カジュアル医療チェーンのアバクロンビー&フィッチ<ANF>、アパレルのビクトリアズ・シークレット<VSCO>、衣料品小売りのギャップ<GAP>、サンダルメーカーのビルケンシュトック・ホールディング<BIRK>などの小売業者や輸入割合の高い消費者向け企業が該当する。上場投資信託（ETF）のステート・ストリートSPDR S&PリテールETF<XRT>は20日に0.7%上昇した。

会員制量販店チェーンのコストコ・ホールセール<COST>、川崎重工業<7012>、化粧品のレブロン<REV>などの企業は先手を打って米国際貿易裁判所にIEEPAの関税還付金受け取りの申し立てを行っている。弁護士事務所スネル・アンド・ウイルマーのパートナー、ブレット・ジョンソン氏は、そうした動きに同調しようとする企業も同様の手続きが必要であり、下級裁判所や米税関国境警備局が要請を仕分けするには時間がかかると語る。還付金は与えられたものではない。トランプ氏は20日の記者会見で政権は裁判で還付を争うと示唆しており、数年に及ぶ手続きになる。

関税を巡る争いが終わることを望む投資家及び企業にとって、問題は明快である。すなわち、トランプ氏は関税愛好家なのだ。講演で「関税」はお気に入りの単語の一つだとさえ言うことがしばしばだ。一度くらい裁判所の違法判断が出たところで、それが変わることはないだろう。

By Joe Light  
(Source: Dow Jones)

### 3. ワーナー争奪戦、勝者が背負う重荷

[フィーチャー]

Want to Win the Warner Bros. Discovery Takeover Battle? 'Walk Away Now.'

市場の視線は敗者へ

#### 最終局面に入ったワーナー買収競争



Mario Tama/Getty Images

メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>を巡る買収争いの勝者は、実は敗者になる可能性が高い。というのも、動画配信大手ネットフリックス<NFLX>であれ、メディア大手パラマウント・スカイダンス<PSKY>であれ、勝者はワーナーを割高な価格で取得し、多額の負債を抱え込むことになるためだ。ウォール街は両社の株式に対して慎重姿勢を強めている。

ネットフリックスは12月初旬に買収合意に達したが、パラマウントは自社の提案の方が優れて

いると主張している。入札競争はいよいよ最終局面に差し掛かっている。ワーナーは先週、パラマウントに対し現在の提案（1株30ドルの現金による全社買収）を上回る条件を提示する期限を23日までとした。仮にパラマウントがネットフリックスの合意内容を上回る提案を提示した場合でも、ネットフリックスは「マッチング権」に基づき対抗提案を行うことができる。予測市場カルシでは、20日時点でこの争いは五分五分とみられている。

もっとも、投資家はどちらの企業による買収にも好意的ではない。メディア株が低迷し企業価値の評価が抑えられている環境下では、勝者はプレミアム価格を支払うことになるためだ。ネットフリックス株は、12月5日の買収合意以降25%下落し77ドルとなった。パラマウント株も同期間に26%下落し10.94ドルとなっている。一方で、ワーナー株は16%上昇し28.53ドルとなった（株価は19日現在）。

#### 敗者に注目する市場

### A Dubious Conquest

Netflix and Paramount Skydance have both seen their stock prices sag since they began vying to buy Warner Bros. Discovery

Company / Ticker	Recent Price	Change Since Netflix Deal Announced
Warner Bros. Discovery / WBD	\$28.53	16.3%
Netflix / NFLX	77.00	-25.4
Paramount Skydance / PSKY	10.94	-26.2

Sources: Bloomberg

投資家は、最終的に敗れた側の企業の株式購入を検討すべきである。もしパラマウントが競り勝った場合、ネットフリックス株は大きく上昇する可能性がある。ウォール街はネットフリックスが買収を断念し、世界的に優位な地位を持つ動画配信プラットフォーム事業に集中することを望んでいるためだ。さらにネットフリックスは、28億ドルの契約解除金も受け取れる。足元のネットフリックス株は2026年予想利益の25倍で取引されている。買収を伴わない単独成長でも、今後数年間に年率15%超の成長が見込まれていることを考慮すれば妥当なバリュエーション（企業価値評価）と言える。

一方、パラマウント株も敗北した場合、上昇する可能性がある。買収による負債の増加を回避できる上、将来的にワーナーの資産をより低価格で取得できる可能性があるためだ。ライトシェッド・パートナーズのアナリスト、リッチ・グリーンフィールド氏は先週のリポートで、パラマウントは「今すぐ撤退すべきだ」と主張した。グリーンフィールド氏は、ネットフリックスによるワーナー買収が独占禁止法上の理由で阻止された場合、ワーナーのケーブル資産が後日改めて市場で売却される可能性があるとみている。

今回のネットフリックスとパラマウントの争いは、2018年に起きた21世紀フォックスを巡る買収合戦を想起させる。当時、ウォルト・ディズニー<DIS>とメディア大手コムキャスト<CMCSA>がフォックス資産の大部分を巡って競り合った。最終的に勝利したのはディズニーだったが、710億ドルという提示額は割高だった。この買収はディズニーの負債を膨らませ、その後の株価低迷の一因となった。ディズニー株はそれ以降ほぼ横ばいで推移した一方、S&P500指数は同期間におよそ3倍近く上昇した。

## 問われる買収額の妥当性

### Current Offers for WBD

Company	Offer
Netflix	\$27.75 a share in cash plus value of WBD cable businesses
Paramount	\$30 a share in cash

Source: company reports

ワーナーのデービッド・ザスラフ最高経営責任者（CEO）は、不利に見えた状況にもかかわらず入札プロセスを巧みに主導してきた。ワーナーの株価は2025年4月には8ドルまで下落し、負債は9月末時点で約300億ドルに達しており、これらが好条件での買収成立を阻む要因とみられていた。

現時点では、ネットフリックスはワーナーの動画配信サービスHBO、映画スタジオ、テレビ制作部門、ならびにストーリーミング関連資産を1株

27.75ドルの現金で取得することで合意している。負債引き受けを含めた買収総額は827億ドルとなる。

CNN、ディスカバリー、ターナー・ネットワークスを含むワーナーのケーブル事業は「ディスカバリー・グローバル」という上場企業としてスピノフ（分離・独立）される予定である。ネットフリックス案がワーナーの株主にとって有利かどうかは、これらケーブル事業の価値評価に大きく左右される。先週提出された委任状説明書（プロキシ・ステートメント）によれば、ワーナーの投資銀行団はケーブル事業の価値を1株当たり1~4ドルと算出している。

ただ、このケーブル事業の評価を巡っては議論が続いている。動画配信への移行に伴うコードカッティ

ング（ケーブルテレビ契約解除の増加）の影響により、業績が下押しされているためだ。パラマウントは、スピンオフ後にケーブル事業に約170億ドルの負債を配分する前提では、この事業に株主価値は存在しないと主張している。

ディスカバリー・グローバルの評価に対する弱気な見方を裏付ける例が、ケーブル事業会社バーサント・メディア・グループ<VSNT>である。コムキャストからスピンオフし、CNBC、MS NOW（旧MSNBC）、ゴルフ・チャンネルを保有するが、1月初旬の上場開始以降、株価は低迷している。バーサントは企業価値（株式時価総額に純有利子負債を加えた値）ベースで、2026年予想利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）のわずか3.5倍と低い評価にとどまっている。

一方、パラマウントは1株30ドル、総額1080億ドルの現金での買収案（全社買収ベース）を提示している。加えて、2026年末までに買収が完了しなかった場合には、四半期ごとに1株当たり0.25ドルを追加で支払う条件も盛り込んでいる。しかし、先週になってパラマウントは1株31ドルを提示する用意があるとし、さらにそれは「最終提示ではない」とワーナーに説明したという。これを受け、市場ではパラマウントの提示額が32~33ドル、あるいはそれ以上へ引き上げられる可能性があるとの観測が広がっている。

## ■ ネットフリックス側の予想される対応

ネットフリックスも、この価格帯であれば再提示に動く構えとみられる。ネットフリックス共同CEOのテッド・サランドス氏は先週、CNBCの取材に対し、「まず相手の出方を見る。そのうえで次を判断する」と述べた。時価総額3250億ドルを誇るネットフリックスは、仮に企業向けソフトウェア大手オラクル<ORCL>創業者で億万長者のラリー・エリソン氏がパラマウント側を資金面で支援したとしても、望めば最終的に競り勝つとみられている。

現時点では、ネットフリックスの提示額は割高に見える。企業統合によるシナジー効果を織り込まないベースで、HBO、映画スタジオ、テレビ制作部門などの資産に対する提示額は、2026年予想EBITDAの約25倍に相当する。業界首位のディズニーの評価は2026年予想EBITDAの約10倍にとどまる。

ネットフリックスは、この買収により500億ドル超の負債を新たに抱える可能性が高く、これまで強固だった財務基盤に負債を大きく積み増すことになる。また、多くの投資家は、ネットフリックスが競争力維持のために従来型メディア資産を必要としているとの印象を市場に与えかねない点にも懸念を示している。これに対しネットフリックスは、今回の買収によりプラットフォームが強化され、消費者により多くの選択肢と、より優れたストリーミング体験を提供できるようになると主張している。ネットフリックスは、前CEOのリード・ヘイスティングス氏の下、大規模買収に頼ることなく現在の支配的な地位を築き上げた。これまでの路線を維持すべきだ。

By Andrew Bary  
(Source: Dow Jones)

## 4. AIの生産性恩恵は時期尚早

[インタビュー]

An AI Productivity Boost? That Isn't a 2026 Story, This Economist Says.

カナダロイヤル銀行（RBC）のマイケル・リード氏に聞く

### 調査データより行政データ、雇用を読む独自の視点



PHOTOGRAPH BY COLE WILSON

米国経済は転換点を迎えている。雇用、インフレ、経済成長に対する政策当局者や投資家の見方を根本から変えるような構造的変化が進んでいる。カナダ最大手のカナダロイヤル銀行<RY>で米国経済調査部門のヘッドを務めるマイケル・リード氏によれば、中でも人工知能（AI）の普及加速という変化に対応するには、データ分析や経済指標間の関係性を検証するための新たな手法が不可欠だという。

リード氏は先行きを予測するに当たって、需給モデルだけでは頼らない。雇用記録、人口統

計、家計の財務データなど多岐にわたる系列を精査し、新たなトレンドの芽を掘り起こす手法を取る。2023年には採用パターンの分析を基にテクノロジーセクターの減速をいち早く警告し、直近の失業率の安定推移も正確に予測した。

リード氏はかつてオックスフォード・エコノミクスでエコノミストを務め、米商務省経済分析局（BEA）でも個人所得と国内総生産（GDP）の成長率推計の作成に携わった。本誌はリード氏に経済見通し、労働・インフレ動向、今後数カ月の金融政策の行方について取材した。

### 景気と金融政策の見通し

本誌：トランプ政権、米連邦準備制度理事会（FRB）当局者、そして多くのエコノミストが今年の米国経済見通しに楽観的だ。リード氏はいかがか。

リード氏：おそらくコンセンサスをやや下回る見方をしている。成長は見込むが、多くの人が期待するような突出した伸びではないかもしれない。多くの人が指摘する追い風の大部分は個人消費からきており、具体的には「一つの大きく美しい法案（OBBBA）」に基づく税還付の増加効果だ。高所得者層は突出した恩恵を受けるが、限界消費性向が高い低所得世帯にはさほど大きな恩恵は及ばない。

もう一つの懸念は、関税政策発表後に企業で見られた支出の前倒しと同様に、2025年第2四半期には所得上位10%層でも消費の前倒し起きたことだ。実際、この層の個人貯蓄率は約10%から5%へと大幅に低下した。高所得者層は元来、限界消費性向が低い。加えて目減りした貯蓄の積み戻しを急ぐとなれば、消費はさらに抑制される。

個人消費は持ちこたえとみている。失業率は今年の大半において概ね4.5%前後の水準で推移するだろう。人々が職を持っている限り、消費は続く。ただ、家計の債務延滞率が上昇しており、学生ローン返済再開の影響が今後より大きく表面化してくるとみている。還付金や源泉徴収の減額を通じた節税分の多くは、債務返済に充てられる公算が大きい。

Q：それを踏まえると、FRBは今年どのような行動を取ると予想するか。

A：FRBは今後数カ月、データ次第の姿勢を維持するだろう。RBCは今年のFRBによる利下げを見込んでいない。2027年に2回の利下げを予測している。夏場に再び労働市場の軟化が感じられるようであれば、過去2年間のトレンドと同様に、年内に最大2回の利下げが前倒しされる可能性もある。しかし1月の雇用統計と最新のインフレデータを踏まえると、2026年上半期の利下げは想定していない。

## 労働市場の構造変化

Q：1月の雇用統計では非農業部門雇用者数が13万人増と、ほぼすべてのエコノミストの想定を上回った。一方、リード氏は失業率が4.4%から4.3%へと有意に低下すると正確に予測した数少ないエコノミストの一人だった。労働市場の予測に当たり、どのような要因を考慮するのか。

A：私は常に、サーベイデータよりも行政データを重視してきた。消費者マインド調査や求人労働異動調査（JOLTS）といったものには過度に左右されないよう心掛けている。求人件数は変動が大きく、データのラグも長い指標だ。

私は退職の動向に注目している。さまざまな業界で退職者の増加が労働供給を押し下げている。その一方で採用も活発だ。雇用主は2025年に退職した200万人の労働者を補充しなければならない。現在は「採用も解雇も少ない」市場なのではなく、純雇用創出が少ない市場なのだ。このことが、月次の雇用者数の増加と失業率の関係を変えている。

Q：どういうことか。

A：改定後のデータでは、2025年の雇用者数は月平均1万5000人の増加だった。しかし均衡雇用増加数、すなわち失業率を一定に保つために必要な新規雇用数は非常に低い水準にある。かつては毎月数十万人規模の雇用が生まれ、失業率が低く保たれていた。

移民規制政策が維持され、退職者の波が続けば、失業率を一定に保つために必要な新規雇用数（均衡雇用者数）は、まもなくマイナスに転じる。今年でなければ2027年にはそうなるだろう。現時点では退職者の増加が移民の影響を上回るインパクトをもたらしている。移民、特に非正規移民が公式雇用統計に反映されているとは考えにくい。労働統計局（BLS）の給与統計にも家計調査にも、十分にカウントされていない可能性が高い。

Q：2026年の月次均衡雇用者数をどれくらいとみているか。

A：少なくとも上半期については、横ばいから2万人増の範囲とみている。

Q：他にどのような労働指標に注目しているか。

A：今年、RBCのエコノミクスチームはセクター別分析から職種別分析にシフトしている。BLSは毎年「職業別雇用・賃金統計（OEWS）」を公表しており、職種や産業別の人員構成に関するデータが含まれている。職種別データを活用することで、どの職種の人材が採用・解雇されているのかを把握できる。例えばコスト削減がどの職種（営業職や事務職など）に集中しているかも見えてくる。

AIの影響を考える一つの方法は、どのセクターで雇用の自然減が進みやすいかを研究することだ。またAI関連スキルを持つ労働者をどのセクターが採用しているかという点も重要だ。データサイエンスは新興の職種であり、2018年以降の成長は目覚ましい。しかし現時点では、ごく一部のセクターに集

申している。

Q：BLSは毎年、雇用統計の基準改定を実施し、給与調査データをより包括的な行政記録に合わせている。今年の改定では2025年の雇用者数の増加が従来報告された58万4000人から18万1000人に下方修正された。この改定は経済状況に関する新たな示唆を与えたか。

A：今回の改定は生産性に関する見方を変えた。データが示すのは、最近の生産性上昇はAIによる押し上げではなく、単に労働者の生産性が正常化したことを反映しているにすぎないという点だ。

建設や運輸といったセクターの雇用増加も下方修正されたが、これらのセクターはデータサイエンティストやソフトウェア開発者を多く雇用しているわけではなく、AIを積極的に活用しているとは言い難い。つまりセクターベースで見ると、生産量は変わらないのに、それを支える労働者の数が減っているということだ。AIには計り知れない可能性があり、関連プロジェクトも数多く動いている。しかし生産性革命の恩恵が経済統計に映し出されるのは、少なくとも2026年の話ではない。

## AI生産性の過信とインフレの粘着性

Q：ヘルスケアと社会福祉が近年の雇用創出のほぼすべてをけん引している。このトレンドからどのようなシグナルを読み取り、持続可能かどうかをどう判断しているか。

A：私は65歳以上の人口に対するヘルスケア従事者の比率を見て、一定の人口層のヘルスケアニーズに対応できる人材がどれだけいるかを判断している。その比率から判断すると、今後5~10年でヘルスケアセクターは月平均約5万人の雇用増が必要になる。ヘルスケアは引き続き雇用創出の主要分野であり続けるだろう。

各セクターの雇用創出を予測するには、労働者の構成を理解することが重要だ。連邦政府は特に55歳以上の労働者の比率が高く、教育セクターも同様だ。ホワイトカラーの専門職が多いセクターは、70代でも働き続けられる労働者の比率が高いため、年齢層が高くなる傾向がある。そうしたセクターでは離職率が低く、従って雇用創出も少ない。横ばいからマイナスの雇用増加を見込んでいる。

Q：若年労働者の失業率は過去1年で上昇している。何が要因か。

A：スキルのミスマッチが大きな部分を占める。教育省は専攻別の在学者数と修了者数のデータを公表しており、雇用増加だけでなく退職などによる補充需要も測定するモデルの構築に活用できる。以前こうしたモデルを構築した際、ヘルスケア労働者、特に看護師の供給不足は深刻だった。エンジニアリングも、他の分野と比べて入学者数が少なく、卒業生が採用される分野も幅広いことから、供給不足となっていた。

一方で、労働市場との直接的なつながりが薄い学位を取得して卒業する人が増えている。代表例がリベラルアーツ専攻であり、雇用主が特定のスキルを持つ人材を求めている場合、彼らには一層厳しい状況になる。さらに現在の住宅環境においては、地理的なミスマッチも顕著だ。建設、製造、レジャー・ホスピタリティなどの分野で就職する意欲があっても、特定の地域では住宅コストが非常に高いために移住できないという状況が生じている。

Q：最新のインフレデータは物価上昇の鈍化を示した。こうしたディスインフレ傾向は2026年も続くか。

A：そうは確信できない。1月のコア財インフレ率は横ばいだった。しかし中古車の影響を除くと、方

向感としては悪化している。中古車を除くコア財インフレ率は前月比0.36%の上昇であり、これは懸念材料だ。コア財バスケット全体を見ると、ほぼすべてのカテゴリーで上昇傾向にあり、価格水準はいずれも2025年4月時点を上回っている。

私の見方はインフレの大幅な再加速ではない。ただ懸念しているのは、企業が小幅な値上げを継続する、粘着的なインフレ環境が持続するという状況だ。

By Megan Leonhardt  
(Source: Dow Jones)

## 5. 米国経済を動かす株式市場、いつまで続くのか

[コラム]

The Stock Market Now Drives the Economy. How Much Longer Can That Last?  
FRBプットが終わりを迎える可能性

### 株価上昇を重視するトランプ政権

カルビン・クーリッジ元米大統領の格言によれば、米国にとって最大の関心事はビジネスである。しかし、これは1世紀も前の話だ。今では、最大の関心事は株式市場になっている。

自身の名前を冠したローゼンバーグ・リサーチの代表であり、ベテランエコノミストのデービッド・ローゼンバーグ氏は「かつては経済が株式市場を動かしていた時代があった。しかし、今では株式市場が経済を動かしている。それは、株式市場が設備投資資金の調達という本来の歴史的役割を取り戻したからではなく、投機や家計の資産形成のための流通（セカンダリー）市場に変化したからだ」と記している。



Tony Korody / Sygma / Getty Images

株式市場をカジノと同一視するのは清教徒的な堅苦しい批判であり、クーリッジ氏の格言とほぼ同時代までさかのぼる。株式投資と賭博は本質的に異なるという考え方は、ウォーレン・バフェット氏をはじめとする多くの著名投資家によって繰り返し強調されてきた。しかし、今や株式と賭博を区別するのはますます難しくなっている。満期が1日限りのワンデー（ODTE）オプションが急増し、証券会社のサイトにスポーツ賭博が同居する一方、賭博サイトで公認先物取引所の予想先物取引が提供されているからだ。

資本調達機能は非公開のプライベート市場に移り、新規株式公開（IPO）は新規の資金の調達手段というより、初期のプライベート投資家や内部関係者が自身の保有株を収益化する出口と化している。そのことはユニコーン、すなわち評価額が10億ドルを超える未公開企業の急増に表れている。プライベート・エクイティとプライベート・クレジットの大手アポロ・グローバル・マネジメントのチーフエコノミスト、トーステン・スロック氏によれば、ユニコーンは現在857社で10年前の114社から増加した。

その代わり、ローゼンバーグ氏は最近、挑発的な顧客向けノートの中で、株式市場は経済を動かすための道具に変えられ、政府の政策は強気相場を制度として固定化する方向に配置されていると主張した。政権にとってその優先度がいかに高いかは明らかだ。具体的には、新生児に1000ドルを支給し米国市場ベースのインデックスファンドに投資させる「トランプ口座」の導入から、エプスタイン事件に関する最近の下院証言でパム・ボンディ司法長官が唐突に、ダウ工業株30種平均（NYダウ）が5万ドルに達したことを持ち出すという奇妙な脱線発言に至る事例が示している。

## FRBプットが資産価格を押し上げてきた

米連邦準備制度理事会（FRB）が認めようと認めまいと、株式市場もまた重要な政策対象となってきた。始まりはアラン・グリーンズパン元議長の時代だ。グリーンズパン氏は1987年10月の株価暴落に際し、「経済・金融システムを支えるための流動性を供給する」と約束し、対応した。セバスチャン・マラビー氏による大著『The Man Who Knew: The Life and Times of Alan Greenspan』（すべてを知る男：アラン・グリーンズパンの人生と時代）によれば、数十年前、民間エコノミストだったグリーンズパン氏は、株式市場と企業の投資計画の間に関連性があるとみていた。

ブラックマンデーの株価暴落を止めるためにFRBが取った行動は、いわゆる「グリーンズパン・プット」として知られるようになった。これは、急激な損失に対する保険となる。ローゼンバーグ氏はインタビューで、「歴代FRB議長の下でFRBプットは有効に維持され、市場への一般市民の参加を維持する上で重要な強気の投資家心理（センチメント）を下支えしてきた」と語った。

2000年代にメリルリンチ（当時）の北米チーフエコノミストを務めていた頃、ローゼンバーグ氏はメリルリンチの伝説的な市場ストラテジスト、ボブ・ファレル氏から、市場の変動の主な原動力はセンチメントであることを学び、「株価の動きの約80%は株価収益率（PER）の変化で説明でき、企業業績といったファンダメンタルズで説明できるのは20%にすぎない」と語る。

1998年のロングターム・キャピタル・マネジメント（LTCM）破綻の際にも、グリーンズパン氏は再び、株式市場と世界の債券市場を救済した。FRBは景気が堅調な中で政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利を引き下げ、ドットコムバブルの頂点につながる土台となった。

しかし、FRBが株式市場を見る焦点はベン・バーナンキ元議長の下で大きく変化した。ローゼンバーグ氏は、「バーナンキ氏は量的緩和（QE）、すなわちFRBが国債や政府系機関（エージェンシー）が発行する住宅ローン担保証券（MBS）を購入し流動性を供給する政策を、一連の金融政策の中核に導入した」と述べた。QEはリーマンショック後の2008年11月に初めて実施され、金融危機対応として適切だった。

バーナンキ氏は2010年11月の2回目のQEでさらに一步踏み込み、株価の上昇を明示的に、消費者信頼感の向上や消費支出の拡大に結び付けた。2020年にはジェローム・パウエル議長の下で、FRBはコロナ禍のパンデミック（世界的大流行）がもたらした危機に対処するためにあらゆる手段を動員し、購入対象を国債・エージェンシーMBSから社債にまで広げた。その過程でFRBの貸借対照表（バランスシート）はほぼ9兆ドルにまで膨れ上がった。これは、金融危機前の10倍を超える。

国内総生産（GDP）の6%近くにも達する記録的な財政赤字を事実上引き受けること（かつては深刻な景気後退や戦争時に見られる水準だが）によるFRBのバランスシート拡大とFF金利をゼロ近辺に固定

した政策は、2022年にインフレ率を40年ぶりに9%強へと押し上げた。これは、消費者物価指数（CPI）で測定される対象範囲にすぎない。インフレ指標の対象でない資産価格も、特に住宅価格のように一般の人々が生活費として認識するものの価格とともに急騰した。

## ウォーシュ氏はFRBプットに批判的

アライアンス・バーンスタインの元チーフエコノミスト、ジョセフ・カーソン氏は1980年代初頭に住宅価格がCPIから除外され、代わりに持ち家の帰属家賃という人為的に作られた数字が採用されたことで、物価上昇はより穏やかになったと指摘する。インフレに対する過小評価によって、FRBはより緩和的な金融政策を進めることが可能になり、株価や住宅価格を押し上げた。

トランプ大統領がパウエル氏の後任としてFRB議長に指名したケビン・ウォーシュ氏は、2006～2011年にFRB理事を務めた後、QEに批判的な立場を取っている。しかし、カーソン氏はウォーシュ氏も過度に緩和的な金融政策が資産価格を上昇させたとみている点を指摘し、そのことがウォール街にとって課題になるかもしれないと語る。

ローゼンバーグ氏は、トランプ政権の政策はこれまで以上に強気相場を持続させることにありと主張し、消費を左右する要因は雇用所得から富の増加に置き換わっていると語る。その結果が国民の間で格差が拡大するK字型経済であり、資産を持つ者は資産価格上昇の恩恵を享受し、資産を持たない者は取り残される。

問題はFRBと連邦政府が市場サイクルを恒久的に無効にしてしまったのかどうかだ。これまで投資家は市場サイクルに乗り利益を得てきた。しかし、ウォーシュ氏の下でFRBプットが終了となる可能性はあるのだろうか。

By Randall W. Forsyth  
(Source: Dow Jones)

## 6. 次期議長を悩ませそうなFRBのタカ派傾斜

[経済政策]

The Fed's Hawkish Turn Poses Problems for Warsh. What It Means for Rates.  
いずれ選択を迫られるウォーシュ氏

### 利上げの可能性を視野に入れる当局者も

米連邦準備制度理事会（FRB）の後継議長は常に、目の前の経済環境を引き継ぐことになる。トランプ大統領が次期議長に指名したケビン・ウォーシュ氏の場合、対立も引き継ぐことになる。

ホワイトハウスがFRBに利下げを期待している一方、ウォーシュ氏が近く率いる予定の政策当局者らは、インフレが抑制されているというより堅固な証拠がない限り、一層の金融緩和は難



しいとの姿勢を示したばかりだ。

Tierney L. Cross/Bloomberg

FRB内部のムードはタカ派に傾いており、より引き締めの金融政策への傾斜を示唆している。1月会合分の連邦公開市場委員会（FOMC）議事要旨によると、昨年の3回の利下げを踏まえ、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標については当面、3.50～3.75%に据え置くことで幅広い合意があった。しかし参加者のうち数人は、インフレが目標を上回る状況が続く場合に備え、利上げの可能性を明示的に残す文言が望ましかったと指摘した。

政策当局者らは、雇用に対する下振れリスクが和らいだ一方、インフレが想定以上に長引くリスクは依然として存在すると評価した。

EYパルテノンのチーフエコノミスト、グレゴリー・ダコ氏は「興味深い力学が生まれている。ウォーシュ氏はハト派寄りの姿勢でFRBに加わるかもしれないが、まずは自らの見解が政治ではなく経済のファンダメンタルズに根ざしていることを示す必要がある。その上で、よりタカ派色を強め、金融政策を中立付近に保つことに安心感を持っているように見える委員会メンバーを説得しなければならない」と話す。

## 利下げを急ぐ理由がない米経済

経済指標は政策当局者に利下げを急ぐ理由をほとんど与えていない。1月の非農業部門就業者数は13万人増加し、失業率は4.3%へとわずかに低下した。採用にはばらつきがあるものの、解雇は低水準にとどまり、失業保険申請件数もリセッション（景気後退）をうかがわせるには程遠い。

一方、インフレ率は依然としてFRBの目標の2%を大きく上回っており、FRBが重視する個人消費支出（PCE）物価指数の直近の結果は、前年同月比約3%の上昇だった。コアサービス価格も依然として粘着的である。この組み合わせはいずれも、政策当局者を直ちに救済的な利下げへと向かわせるものではない。

ウォーシュ氏はこれとは異なる筋書きを描いてきた。人工知能（AI）による生産性向上、規制緩和、設備投資の拡大が、景気後退を伴うことなくインフレの沈静化を可能にし、迅速な連続での利下げを実現し得ると主張している。こうした見解は、金利は高過ぎるため直ちに引き下げるべきだとするトランプ氏の主張とも一致する。ウォーシュ氏の指名は、FRBをその方向へと動かそうとする試みと広く受け止められている。

しかし、FRB議長は命令ではなく説得によって統治する。政策は投票によって決まり、金利政策を決定するFOMCの大半のメンバーは、トランプ氏やウォーシュ氏の主張に賛同していない。むしろFOMCは利下げに慎重だ。数人の当局者は、拙速な金融緩和は物価圧力の再燃をもたらし、またFRBの決意に対する国民の信認を棄損する恐れがあると警告している。

この状況を乗り切れることは、後任議長が誰であれ試練となるだろう。データが正当化する前に利下げを迫れば、FRBが政治的圧力に屈しているとの認識を強めるリスクがある。一方、タカ派色を強めるFOMCと足並みをそろえれば、引き締めの政策への不満を公然と露わにしてきたトランプ氏を失望させることになる。

トランプ氏が任命したジェローム・パウエル現議長は、これまでトランプ氏から公の場で繰り返し非難されてきた。金利が高止まりすれば、後継者が同様の圧力から逃れられると考える理由はほとんどない。

もっとも、年内利下げの可能性が消えたわけではない。デイスインフレの着実な再開や労働市場の弱含みは、FOMCの判断を変え得る。またウォーシュ氏が、生産性向上が従来のモデルが捉える以上に物価を押し下げているとFOMCメンバーを説得できる可能性もある。関税を巡る連邦最高裁判所の判断がインフレ率を時間とともに押し下げる可能性もあるが、なお不透明だ。現時点では、FOMCが期待だけで動くことはない。

## トランプ氏を取るかFOMCの同僚を選ぶか

ウォーシュ氏の議長就任自体も対立に直面しており、上院での承認は確実ではない。共和党のトム・ティリス上院議員は、パウエル氏が昨年、FRB本部改修のコスト超過について証言した件に関する調査が取り下げられるまで、指名手続きを進めないと述べている。一方、民主党もこの件に関する独自の精査の準備を進めている。

加えて、パウエル氏は議長任期終了後も理事として理事会に残る可能性があり、「影の議長」としての役割を担うことで内部の権力闘争につながる恐れもある。

インフレが利下げを正当化できるほど速やかに低下しなければ、ウォーシュ氏は自ら率いるFOMCと、自身を選んだ大統領のどちらに与するか選択を迫られる。その決断が、ウォーシュ氏の任期を決定付けることになるかもしれない。

By Nicole Goodkind  
(Source: Dow Jones)

## 7. 最高裁の判決は関税問題に混乱をもたらす

[米国株式市場]

The Supreme Court Muddies the Tariff Waters.

市場はAIとプライベート・クレジットの問題にも注目

### トランプ政権の関税政策に「No」



Eric Thayer/Bloomberg

関税政策の中断だけでは、市場が抱える他の大きな懸念材料を克服するには不十分かもしれない。大きな懸念材料とは、人工知能（AI）とプライベート・クレジットだ。

米連邦最高裁判所が関税賦課のためのトランプ大統領による緊急権限の行使を無効とした判決は、確かに歓迎すべきことだった。しかし、この判決は広く予想されており（賭け市場で74%の確率だった）、この報道に対する投資家の反応は控えめだった。

先週の市場は20日に反発し、S&P500指数は1.0%高の6909.51となった。個別銘柄やセクターの大きな値動きにもかかわらず、年初来では0.9%高だ。ダウ工業株30種平均（NYダウ）は0.3%上昇して4万9625ドル97セントとなり、ナスダック総合指数は1.5%高の2万2886.07で引けた。小型株のラッセル2000指数は0.6%高の2663.78で週末を迎えた。

最高裁の判決は関税問題に混乱をもたらし、解決したわけではなかった。トランプ氏は判決を非難し、既存の関税に加え、別の法的権限に基づき新たに全世界を対象とする10%の関税を導入すると表明した。さらに、他の貿易に関する調査を開始するとも述べた。

### 判決の影響

多くのアナリストは最高裁の判決を経済にとっての勝利だと称賛する一方、この戦いがまだ終わっていないと指摘した。

LPLファイナンシャルのチーフ株式ストラテジスト、ジェフ・バックバインダー氏は「関税は消滅することはまれで、形を変えて存続する」とのコメントを寄せ、政権は新たな関税賦課手段を迅速に見出すであろうから、投資家は今回の判決による短期的な反発に対して「逆張りで対応すべき」と示唆した。

最高裁の判決には波及効果があり、昨年の関税収入の約60%にあたる1330億ドルに影響する。アナリストは1290億ドル相当の関税収入が還付対象となり得ると推定しており、多数の企業が還付を受ける可能性が高まる見込みだ。

それでも投資家は近い将来にそれが実現するとは確信しておらず、そもそも実現するかどうかさえ疑っている。還付を求めている最有力企業の一つである会員制量販大手コストコ・ホールセール<COST>の株価は、判決のあった20日に0.5%下落した。

経済への影響はもろ刃の剣だ。関税収入の急減は連邦政府の赤字を拡大させる。これは債券市場に悪影響を与え、米国債の利回りに上昇圧力をかけることになる。実際、20日に国債利回りは小幅に上昇した。

同時に、関税コストの低下は消費者と企業の利益率にとってはプラス要因であり、インフレ圧力を一部緩和する可能性がある。これにより、今年後半の追加利下げへの道が開かれるかもしれない。

## Market Snapshot



### AIとプライベート・クレジットという関税以外の懸念材料

関税問題が未解決のまま、市場はまちまちな経済指標を消化した。耐久財受注は予想より小幅な減少にとどまり、住宅着工件数と鉱工業生産は増加した。しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）が重視するインフレ指標である個人消費支出（PCE）価格指数は12月に前月比0.4%上昇、前年同月比3%上昇となり、利下げの根拠を曖昧にするものだった。

市場は関税以外の懸念材料によって足踏み状態にある。特に懸念されているのは、プライベート・クレジットの問題と、AIがソフトウェア・サービス企業を直撃するとの懸念が続いていることだ。

資産運用会社ブルー・アウル・キャピタル<OWL>がプライベート・クレジットファンドの一つで四半期ごとの償還を停止したことがきっかけとなり、オルタナティブ資産の運用会社は打撃を受けた。投資家は20兆ドル規模の業界に広がりつつある信用バブルと伝染効果を懸念した。ブラックストーン<BX>、アレス・マネジメント<ARES>などの株価は20日も3%超の続落となった。

ソフトウェア株と金融サービス株は、デジタル・プラットフォーム構築会社のフィグマ<FIG>と大手格付会社のムーディーズ<MCO>の好決算を投資家が歓迎したことで、売り圧力が一時的に和らいだ。バンク・オブ・アメリカによると、ソフトウェア株の株価収益率（PER）は10年以上ぶりの低水準にあるが、これは買い場を意味せず、PERのさらなる低下の可能性があるとみている。

投資家には、AIが破壊的な力にならないというさらなる証拠が必要なかもしれない。関税の中断だけでは効果が足りないようだ。

By Teresa Rivas  
(Source: Dow Jones)

## 8. 株式市場の大転換、次の一手は

[投資戦略]

The Great Rotation Has Started-and Maybe Ended. What to Do Next.

セクターローテーションというべき市場動向をどう見るか

### 主役はテクノロジー株から景気敏感株へ



Gabby Jones/Bloomberg

金属価格は急騰し、暗号資産（仮想通貨）は暴落した。人工知能（AI）関連株は下落したが、AIの犠牲になると目されていた銘柄も同様に下落している。つまり、テクノロジー銘柄の株価は割高だが過熱状態というわけではないか、株式市場を一度シャットダウンしてから再起動すべきか、のどちらかだ。

今年のS&P500指数でパフォーマンス上位の銘柄をスクリーニングすると、「えっ、誰が」と言う顔ぶれが並ぶ。大豆加工の穀物商社ブンゲ・グローバル<BG>は37%、ポリエチレン（牛乳パ

ックの最も刺激的な部分）を製造する化学大手ダウ・ケミカル<DOW>は35%、段ボール箱の大手スマーフィット・ウエストロック<SW>は34%、重曹メーカーのチャーチ・アンド・ドワイト<CHD>は22%、冷凍フライドポテト製造のラム・ウェストン<LW>は17%のそれぞれ上昇だ。

この市場の変化を正確に定義し、分類することは重要だ。JPモルガンのテクニカルストラテジストは、これを「プロシクリカルなローテーション」と呼んでいる。つまり、景気敏感株が市場をけん引しているという意味だ。なるほど、確かに農業機械メーカーのディア<DE>は今年42%、建機大手のキャタピラー<CAT>は33%、工具メーカーのスタンレー・ブラック・アンド・デッカー<SWK>は21%それぞれ上昇している。米国では1月、アンケートに基づく先行指標の製造業購買担当者景気指数（PMI）が上昇し、1年ぶりに製造業の拡大を示す水準に達した。

昨年、米国の製造業では6万8000人の雇用が失われた。だから、さらなるデータを見るまでは、筆者は新しいPMIの数値を称賛はするが、大騒ぎはしない。いずれにせよ、JPモルガンは、景気敏感株は世界的なPMIの大幅な上昇を織り込んだ水準まで既に上昇していると見積もっている。JPモルガンが言うように、「現在の水準で景気敏感株への投資を推し進めることは賢明ではない」ということだ。

## セクターか、ファクターか

バークレイズは、これをセクターとファクターの主導権が一時的に入れ替わったものとみている。セクター別では、テクノロジーと金融が下落し、生活必需品、エネルギー、素材が急騰した。牛乳パックやフライドポテトの株が上昇したのは、これらが「生活必需品」というセクターに分類されるからに他ならない。エネルギーと素材では、石油大手エクソンモービル<XOM>と金鉱山会社ニューモント<NEM>が今年、ともに約25%上昇した。エクソンモービルにとっては変化だが、ニューモントにとっては継続であり、二年間で3倍超の上昇となった。

ファクター別では、バリュー株がグロース株を上回り、小型株が大型株を凌駕（りょうが）し、配当株が輝きを放っている。上場投資信託（ETF）のバンガード・バリューETF<VTV>は、年初来8%のリターンを達成し、グロース株型を13ポイント上回っている。iシェアーズ・コアS&P小型株ETF<IJR>は9%のリターンを上げ、シュワブ米国配当株式ETF<SCHD>は15%に達した。一方、海外市場は昨年の回復基調を継続している。バンガード・トータル・インターナショナル・ストックETF<VXUS>は年初来9%のリターンを記録したのに対し、S&P500指数は横ばい状態だ。投資家は長年、AI関連株は割高で、バリュー株や小型株、配当株、海外市場が割安だという記事を読み続けてきた。投資家は突然、そのすべてが正しいと判断し、今や猛烈な慎重さをもって同時に、かつ直ちに対処すべきだと結論付けた。

## 今、打つべき手を考える

今後打つべき手を考えるにあたって、幾つかの観察結果を挙げる。第一に、アイデンティティーの危機にある株価指数にとって、横ばいはそれほど悪くない。S&P500指数ファンドの保有者（その数は非常に多い）にとっては、少なくとも今のところ、好調な銘柄が不調な銘柄を相殺している。第二にバークレイズは、バリュー株の上昇は収益成長ではなく、バリュエーションの拡大（割安感の修正）によるものであり、小型株については業績予想修正のトレンドが弱まっていると指摘している。

一方、エコノミストのエド・ヤルデニ氏は最近、いわゆるマグニフィセント・セブン（M7）と呼ばれるハイテク株の予想株価収益率（PER）が、2020年9月のピーク時の38.1倍から25.8倍に低下したことを指摘した。一方、S&P500指数の直近のPERは21.8倍だ。ヤルデニ氏の見解では、このM7のプレミアムは「議論の余地はあるが正当化される」という。M7は今後1年間で22.8%の利益成長が見込まれるのに対し、S&P500指数構成銘柄のうちM7を除く493銘柄の成長率は12.9%にとどまるためだ。

バリュー株や小型株に今さら群がるのは遅過ぎるのではないかと、筆者は懸念している。リスクは、グループ全体の上げに引っ張られて上昇しただけの弱い銘柄が突然反転する現象だ。ビールメーカーのモルソン・クアーズ・ピバレッジ<TAP>は、この10年間株主に損失を与え続けてきたが、2月12日時点で年初来16%上昇していた。しかし、会社側が今年の利益の大幅な減少を予想すると、株価はほぼすべての上昇分を吐き出した。一方、バンガード・バリューETFの予想PERは17.2倍だ。S&P500指数の現状のバリュエーションを下回るものの、歴史的水準からみれば割高な状態にある。

S&P500指数ファンドを補完したい、あるいは国際分散投資が不足している投資家にとって、現時点で海外株を少し加えることは依然として手堅い選択のように思える。上述のバンガード・トータル・インターナショナル・ストックETFは、今期予想PERが15倍であり、バリューファンドとしての側面も持ち合わせている。さらに米ドルが過去1年間の下落傾向を続けるのであれば、通貨ヘッジとしての役割

も果たしてくれる。

最後に、筆者は配当株を選好し続けることをお伝えしたい。上述のシュワブ米国配当株式ETFは依然として3.4%の利回りを提供しており、これはS&P500指数の3倍に相当する。このETFも明らかにバリュー株に偏っており、PERは16.1倍だ。四半期ごとの手厚い配当を出す銘柄は比較的希少であるため、このファンドの主要保有銘柄は見慣れた銘柄が大半を占めている。石油、清涼飲料、戦闘機、医薬品、たばこ、そして電話サービスだ。

By Jack Hough  
(Source: Dow Jones)

## 9. AIエージェントの台頭で揺らぐソフトウェア企業の存在意義

[ハイテク]

AI Agents and the Software Meltdown

開発者とプログラムの役割が根本から変わる

### ■ 今年は半導体銘柄を買い、ソフトウェア銘柄を売る

2026年にハイテク株に投資する最善の方法は、半導体株を買ってソフトウェア株を売ることだ。上場投資信託（ETF）のiシェアーズ半導体ETF<SOXX>は年初来で19%上昇しており、2025年の上昇率は40%だった。これに対し、iシェアーズ拡大テクノロジー・ソフトウェア・セクターETF<IGV>は昨年第4四半期に8%下落し、今年はこれまでにさらに22%下落している。



Dreamstime

半導体株の値上がりとソフトウェア株の値下がり  
の背景にある投資テーマは共通だ。すなわ  
ち、ハイテクセクターにおけるほぼ唯一の話題である人工知能（AI）と自律型エージェントの台頭である。

AIデータセンターと関連のある半導体株は強気相場のけん引役であり、資金流入が失速する兆候はない。ここ数週間内に発表された2026年の設備投資ガイダンスは、アマゾン・ドット・コム<AMZN>が約2000億ドル、アルファベット<GOOGL>傘下のグーグルが最大1850億ドル、メタ<META>が最大1350億ドルとなっている。

AI研究開発企業のオープンAIが2022年11月に対話型AIのチャットGPTを発表して以降、iシェアーズ半導体ETFは約190%上昇している。一方で、ソフトウェアと情報サービスに関するストーリーは、多くの企業はAIの時代を生き残れないという悲観的なものとなっている。

実際、顧客情報管理ソフトウェア大手セールスフォース<CRM>など大手ソフトウェア企業の株価収益率（PER）は過去最低水準にある。セールスフォースの場合、年初からの株価下落率は29%だ。かつ

て投資家はソフトウェア企業が長期にわたりキャッシュフローを創出すると確信していたが、もはやそうではない。

## AIエージェントがコーディング作業を大幅に効率化

業務用ソフトウェアを巡る疑問が最初に浮上したのは2022年のことだ。チャットGPTやアンソロピックのClaude（クロード）、アルファベットのGemini（ジェミニ）といった大規模言語モデル（LLM）は自然言語を非常に巧みに処理できるが、コンピュータープログラミング言語との相性はさらに良い。つまり、より多くのソフトウェアを非常に低コストで開発することを可能にし、既存の業務用ソフトウェア企業の価値を下げ、場合によっては完全に取って代わる可能性がある。

大きな節目となったのは、約1年前にアンソロピックがClaude Code（クロード・コード）というコーディングツールをリリースしたことだ。このツールは、エージェントを採用することでAIのコーディング能力を新たなレベルに引き上げた。エージェントは、簡単なプロンプト（質問や指示）を与えるだけでLLMを用いて複雑な一連のタスクを実行し、開発プロセスの大部分を自動化する。オープンAIとグーグルなど他の企業もアンソロピックに追随した。

今では一部のソフトウェア開発者は自らを、アプリケーションの異なる部分を同時に処理するさまざまなコーディングエージェントの指揮者のような存在だと考えている。AIエージェントがソフトウェア開発者の認知的負荷を増大させるなどの副作用が報告されているものの、コーディングエージェントが人間よりもはるかに短い時間でコーディングすることを否定する開発者はほとんどいない。

## 「ソフトウェアの意味」が再考される

アンソロピックが今年発表したClaude Cowork（クロード・コワーク）と呼ばれるAIエージェントは、基本的な法律業務などさまざまな使用事例に対応したプロンプトを備えている。Claude Coworkが発表されるとエージェントに関する議論が活発化し、iシェアーズ拡大テクノロジー・ソフトウェア・セクターETFは発表当日に5%下落した。

エージェントはソフトウェアを人間よりもはるかに短時間で開発できるだけでなく、コンピューター上であらゆる種類の知識作業を自動化する能力を備えている。このことは、マウスのクリックではなくプロンプトを介してコンピューターデバイスを操作することが主流となった世界で、「ソフトウェアの意味」を再考することにさえつながっている。

筆者は、いわゆる「業務用ソフトウェアの崩壊」は誇張されており、関連銘柄に買いの機会が訪れつつあると考えている。しかし、差し当たり重要なのは押し目買いではなく、AIエージェントによって業務ソフトウェアの在り方が変化しようとしているというストーリーだ。

By Adam Levine  
(Source: Dow Jones)

## 10. 人型ロボットが目前に迫る。問題はコストだ。 Humanoid Robots Are at the Gate. The Problem: Cost. 見た目も動作も人間そっくり、開発を主導するのは中国

[経済関連スケジュール]

### 2050年、5兆ドル市場へ拡大

人型ロボットに関心があるなら、宇樹科技（ユニツリー・ロボティクス）の旧正月祝賀イベントを紹介したNBCニュースの最近のレポートを見てほしい。会場の舞台ではロボットが整然と並び、器用さと高い協調性を発揮しながら、カンフーや後方宙返り、さらには剣舞まで披露する。その動きは人間に匹敵する速さだ。

これは本誌が2月6日号のカバーストーリー「The Robot Revolution Is Real（ロボット革命が現実に。注目銘柄を紹介）」で指摘した内容をあらためて裏付けるものだ。人工知能（AI）で訓練され省力化につながる作業をこなせるロボットが、投資家の想定を上回るペースで到来してつつある。



Illustration by Elias Stein

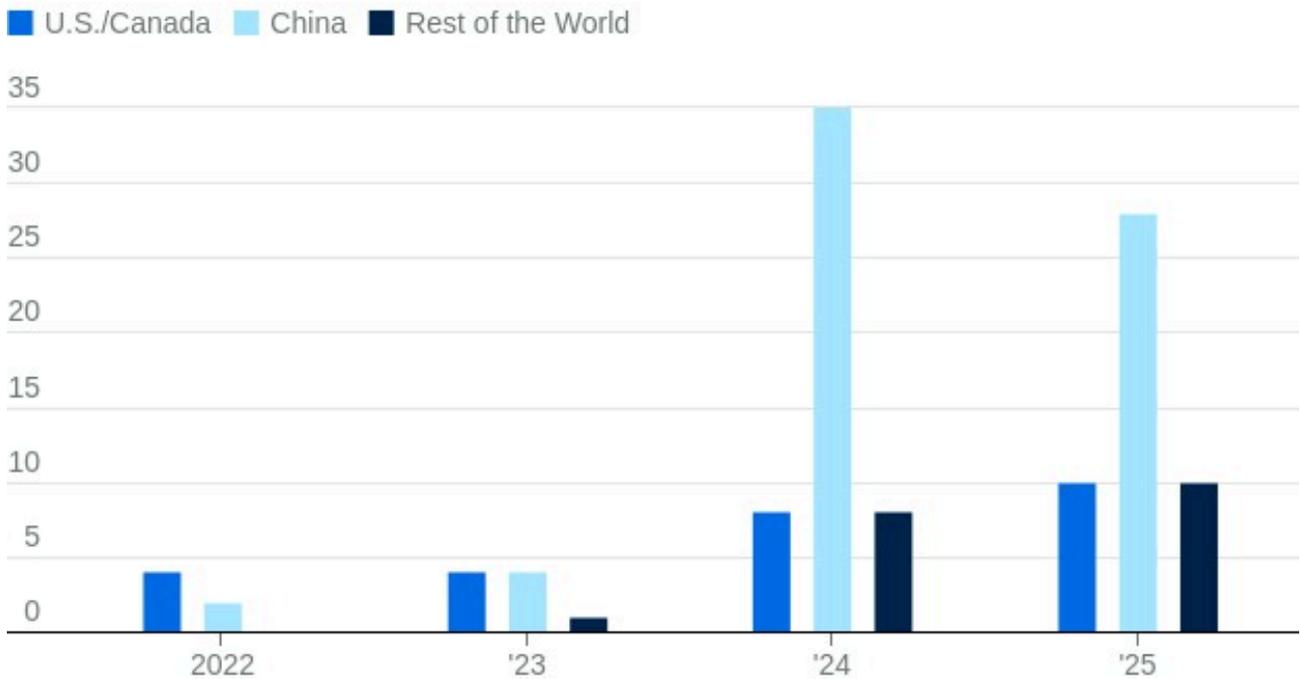
中国は人型ロボット分野の有力なプレーヤーだ。すなわち、人間に似た外見を持ち、人間のように行動する機械の分野で存在感を高めている。大手銀行モルガン・スタンレー<MS>によれば、過去2年間に公開された人型ロボットは97台に上り、そのうち63台が中国発だ。

ユニツリーは2026年半ばまでの上場を計画している。2025年時点での企業価値は約70億ドルと推定されていたが、現在はそれをはるかに上回っている可能性が高い。約10年前に設立されたユニツリーは、同業の米企業ボストン・ダイナミクスに似た存在だ。ボストン・ダイナミクスは1992年にマサチューセッツ工科大学（MIT）からスピンアウトし、現在は韓国の現代自動車<KRW><005380.韓国>が株式の過半を保有する。企業価値は、数年前の約10億ドルから現在は250億ドルへと急拡大した。

だが、この構図に欠けているものがある。人型ロボットを事業として成立する価格で大量生産する能力だ。電気自動車（EV）大手テスラ<TSLA>の商用人型ロボット「オプティマス」などの現行世代の人型ロボットは、1台当たりの製造コストが10万～20万ドルに上る。EVやスマートフォンのように普及させるには、これを2万ドル未満に引き下げる必要がある。剣術のデモンストレーションだけでは、市場は広がらない。

## On the Runway

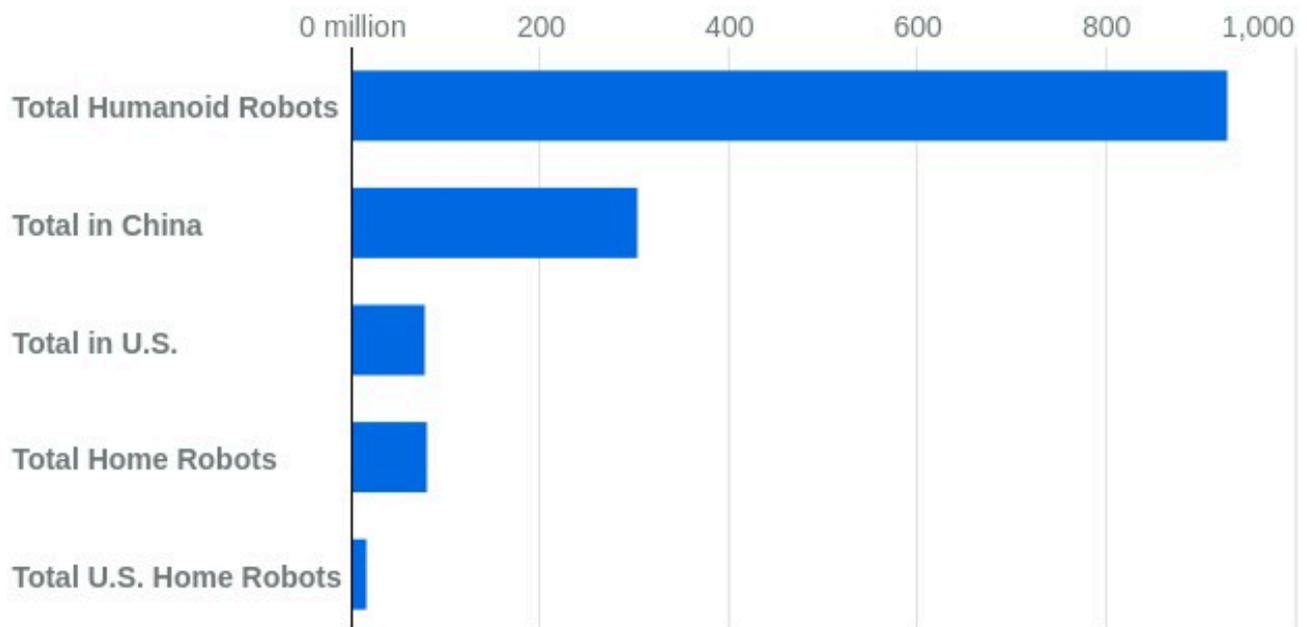
Unveilings of new robots that look and act like humans have been rising, led by China.



Source: Morgan Stanley

## In the Year 2050

Morgan Stanley projected big growth over the next quarter-century in a \$5 trillion humanoid robot market.



Source: Morgan Stanley

## 先週の出来事

### 市場動向

アジア市場の一部は旧正月休暇のため先週休場となった。株式市場は大統領記念日の祝日明けにハイテク株にけん引されて上昇して始まったが、その後一時下落した。週初に金が下落する一方、ドルは上昇した。英紙フィナンシャル・タイムズ（FT）は、欧州中央銀行（ECB）のラガルド総裁が任期途中で退任する見通しだと報じた。20日には、イランを巡る緊張の高まりで原油と金が増加した。米商務省経済分析局（BEA）が発表した2025年第4四半期（10～12月）の実質GDP（国内総生産）速報値が減速を示した一方、12月の個人消費支出（PCE）物価指数は小幅に上昇した。さらに連邦最高裁は、トランプ大統領が発動した世界的な相互関税措置を「違法」と判断した。これを受けて株式相場は上昇した。

この結果、週間ベースでは、NYダウは前週末比0.3%上昇、S&P500指数は1.1%上昇、ナスダック総合指数も1.5%上昇した。

### 企業動向

連邦準備制度理事会（FRB）は、銀行に住宅ローンの貸し出しを促すための規制見直しの準備を進めた。半導体大手のマイクロン・テクノロジー<MU>はメモリーチップ不足を背景に、米国内製造拡大へ200億ドルを投資する。投資会社バークシャー・ハサウェイ<BRK.B>は、ウォーレン・バフェット氏が最高経営責任者（CEO）を務めた最後の数カ月間に、ネット通販大手アマゾン・ドット・コム<AMZN>株の77%を売却し、大手銀行バンク・オブ・アメリカ<BAC>とIT大手アップル<AAPL>の保有を減らす一方、新たに米紙ニューヨーク・タイムズ<NYT>株を取得した。ドイツの製薬大手バイエル<BAYN.ドイツ>は、子会社モンサントの除草剤「ラウンドアップ」を巡る米国の発がん訴訟で72億5000万ドルの和解金を支払うことで和解した。資産運用会社ブルー・アウル・キャピタル<OWL>は、個人向けプライベート・クレジットファンドからの解約を停止し、資産売却を開始した。

### M&A（合併・買収）など

- ・メディア大手ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリー<WBD>の取締役会は同業パラマウント・スカイダンス<PSKY>との買収協議を再開した。
- ・ウォール・ストリート・ジャーナル紙は、ヘッジファンドのエリオット・インベストメント・マネジメントが、クルーズ運航大手ノルウェー・クルーズライン<NCLH>株を10%超取得したと報じた。
- ・独海運大手のハパックロイド<HLAG.ドイツ>はイスラエル海運大手ZIMインテグレーション・シッピング・サービス<ZIM>を42億ドルで買収する。

## 今週の予定

### 2月24日（火）

第4四半期（10～12月期）の決算発表シーズンが終盤を迎え、既にS&P500指数構成企業の約85%が決算を発表した。1株当たり利益（EPS）が市場予想を上回った企業は全体の4分の3に達し、売上高が予想を超えた企業も70%超に上る。今週はさらに55社が決算を発表し、その中には世界で最も時価総額が大きい企業も含まれる。24日には発電事業者コンステレーション・エナジー<CEG>とホームセンター大手ホーム・デポ<HD>、25日には、ホームセンター大手ロウズ<LOW>、米半導体大手エヌビディア<NVDA>（前述の時価総額トップ企業）、顧客情報管理（CRM）サービス大手セールスフォ

ース<CRM>、26日にはコンピューターのデル・テクノロジーズ<DELL>、事業・財務管理ソフトウェア関連企業イントゥイット<INTU>、電力会社のビストラ<VST>、ワーナー・ブラザーズ・ディスカバリーが、それぞれ決算を公表する。28日にはバークシャー・ハサウェイが決算と年次報告書を発表する。グレッグ・アベル氏が年初にバフェット氏の後任としてCEOに就任してから初めての決算発表となる。

米民間有力調査会社コンファレンス・ボード（CB）が2月の消費者景気信頼感指数を発表する。エコノミスト予想は87.5で、2014年以来の低水準だった1月の84.5から上昇すると見込まれている。

2月27日（金）

米労働省労働統計局（BLS）が1月の卸売物価指数（PPI）を発表する。市場予想は前月比0.3%上昇（12月は0.5%上昇、12月から0.2%ポイント縮小）。また、変動の大きい食品とエネルギーを除くコアPPIも同0.3%上昇（前回は0.7%上昇）と予想されている。

## 統計と数字

100億ドル：2月に欧州株へ約100億ドル規模の資金流入が2週連続で発生。月間ベースで過去最高に近づいている。

250億ドル：12月の米国による台湾からの輸入額。中国からの輸入は約44%減少し、台湾からの輸入が中国を上回った。

12.3%：1月の商業用不動産担証券（CMBS）の延滞率。2008年の10.7%を上回った。

39%：家計が保有する株式・投資信託のうち、70歳以上が保有する割合。2007年の22%から上昇。

By Al Root  
(Source: Dow Jones)

『バロンズ・ダイジェスト』

発行

Dow Jones & Company, Inc.

制作・監修・配信

時事通信社

編集人

川田 重信（かわた しげのぶ）

大和証券入社後1986年から米国株式を中心に外国株式の営業活動に従事。ペインウェバー（現UBS）証券を経て2000年にエグゼトラストを設立。神戸大学経営学部卒業 米国ロチェスター大学MBA。

『バロンズ・ダイジェスト』 2026/02/22

THIS WEEK'S MAGAZINE

発行 : Dow Jones & Company, Inc.  
制作・監修・配信 : 時事通信社  
編集  
THIS WEEK'S MAGAZINE : エグゼトラスト  
TODAY'S MAGAZINE : 時事通信社

お問い合わせ先（法人・個人の購読契約者様）：[barrons@grp.jiji.co.jp](mailto:barrons@grp.jiji.co.jp)

（ネット証券様の会員サイトで閲覧されているお客様は、ご契約先のネット証券様へお問い合わせください）

※当誌は、株式会社時事通信社がライセンスに基づき Dow Jones & Company, Inc. の発行する BARRON'S 誌の内容を利用して作成したものです。

※当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等により作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

※図・表・データの無断使用を禁止します。

※記事中の株式やファンドの価格は、米バロンズ編集部による記事執筆時点の値である場合があります。

Copyright © 2026 Dow Jones & Company, Inc.

本誌記事の無断転載・複写を禁じます