

バロンズ・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

2026/03/08

THIS WEEK'S MAGAZINE



JIIJI PRESS



DOW JONES

1. イラン戦争は株式市場にとって何を意味するのか - What the Iran War Really Means for the Stock Market [カバーストーリー] P.1
原油価格や地政学的リスク上昇後のリターンは必ずしも悪くない
2. 高まる地政学リスクを背景に防衛関連株が急騰 - Lockheed and 5 More Defense Stocks With Strong Prospects [フィーチャー] P.6
軍事支出や受注残の増加から防衛関連株は引き続き「買い」
3. 原油価格100ドルが視野に入る理由。石油株の勝ち組・負け組 - Why \$100 Oil Is Now in Sight. Who Wins, Who Loses. [フィーチャー] P.11
ホルムズ海峡封鎖で産油国が供給不能に
4. イラン戦争は米中の力学をいかに変えるか - How the War in Iran Changes the U.S.-China Calculus [フィーチャー] P.13
石油調達をめぐる地政学が既存の構造を逆転させる
5. 外食チェーン、特典プログラムを業績のテコに - Why Starbucks and Others Are Rolling Out the Red Carpet for Their Biggest Spenders. [フィーチャー] P.15
「一つ買うともう一つ無料」という手法は過去のもの
6. セールスフォースには「ソフトウェアの死」は当てはまらない可能性がある - Salesforce Stock Might Not Be an AI Loser After All [ハイテク] P.18
顧客業務に関する専門知識はAI時代にも必要不可欠
7. マグニフィセント・セブンの終焉。過去10年で最も熱い投資テーマの失速をたどる - The Mag 7 Are Dead. How the Hottest Trade of the Decade Fizzled Out. [コラム] P.20
マグニフィセント・セブンが享受してきた優位性をAIが脅かすかもしれない
8. 雇用失速でFRB利下げ観測 - The Fed Will Cut Rates This Spring if Job Weakness Continues [経済政策] P.22
高インフレと弱い雇用が政策判断を難しく
9. 株式市場は1970年代の経済を混乱させたスタグフレーションを懸念 - The Stock Market's New Fear Is an 11-Letter Word That Crushed the Economy in '70s [米国株式市場] P.25
原油価格の高騰と雇用統計でスタグフレーションに現実味
10. AI相場の筋書きを逆転、地味な優良株ファンドが勝利へ - A Winning Blue-Chip Fund Flips the Script on the AI Trade [経済関連スケジュール] P.27
AIトレードが後退、好調なシュワブETFは「現場系銘柄」回帰を反映

※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。

1. イラン戦争は株式市場にとって何を意味するのか

[カバーストーリー]

What the Iran War Really Means for the Stock Market

原油価格や地政学的リスク上昇後のリターンは必ずしも悪くない

投資の不都合な真実



AFP via Getty Images

米軍とイスラエル軍は2月28日午前からイランのテヘランで「エピック・フューリー（壮絶な怒り）」作戦を開始した。100時間で約2000の標的を攻撃し、イランの最高指導者、アリ・ハメネイ師と数十人の軍幹部を殺害した。米国にとって2003年の「イラクの自由」作戦以来で最大の中東への介入だが、米国株式市場は当初、ほとんど意に介さなかった。これを「底堅い」と呼ぶのは、投資の不都合な真実に対しては少し勇ましすぎる響きを持つように思える。その真実とは、世界で多くの死者を出す深刻な事態が起きても、iPhone（アイフォーン）や「オレ

オ」クッキー、エヌビディア<NVDA>の半導体などの売り上げには恐らく影響しない場合もあるということだ。

それでも投資家はこの戦争が金融市場に及ぼす影響を考えるべきだ。短期的には、株式市場を主導する銘柄が代わり、あるいは従来の変化が加速する可能性がある。また、原油価格の上昇によって、エネルギー輸入国を中心にインフレ率が上昇するだろう（韓国では過去1週間で株価が16%下落した）。米国では、インフレ率が上昇すれば、投資家は追加利下げの期待を失うことになる。さらに悪いケースも考えられる。米連邦準備制度理事会（FRB）が年内に利下げする可能性はあるものの、状況次第では、債券市場が「利下げはトランプ大統領が望むものではあっても、経済が必要とするものではない」という評価を下すケースだ。

米軍がイランから迅速かつ整然と撤退できるかは不透明だ。しかし、仮にできたとしても、米国政府のバランスシートは、最近の軍事介入の増加に対して準備が整っていないように見える。

最も可能性が高いシナリオは内紛

作戦開始後の最初の取引日である3月2日、S&P500指数は横ばいで引けたが、ブレント原油先物価格は8%超上昇した。ドイツ銀行によると、1日の変動幅としては1990年以来で38番目の大きさにすぎない。しかし、原油価格は上昇を続け、現在は22%上昇して1バレル当たり90ドル近くとなっている。

イランの原油生産量は日量約300万バレルで、米国、ロシア、サウジアラビアを大幅に下回るものの、世界供給の4~5%を占める。さらに、イランはペルシャ湾につながる海上交通の要衝であるホルムズ海峡を事実上「封鎖」している。世界の石油と天然ガスの5分の1はホルムズ海峡を通過して輸送される。

イラン戦争は何をもって勝利と言えるのだろうか。トランプ大統領は攻撃の発表に当たり、イランの

Value on the March

The Iran war is likely to reinforce the recent gains of value stocks.



Source: Bloomberg

ミサイルを破壊し、海軍を壊滅させ、テロ組織への支援を停止させ、核兵器の保有を阻止することを目標に掲げた。またイラン国民に政府の掌握を呼び掛けた。数日後には、戦闘期間について「4~5週間を予想しているが、はるかに長い期間にわたって戦える用意がある」と述べた。

調査会社キャピタル・アルファ・パートナーズの防衛アナリスト、バイロン・キャラン氏は、イランについて五つの結末があり得ると予想している。最も可能性が高いシナリオ（40%）は、イランが内紛に陥って弱体化するものの、軍事的に降伏はしないというものだ。次いで、政府が崩壊して米国寄りの政権に移行すること（25%）や、存命の指導者と米国が通商合意を結ぶこと（20%、ベネズエラと同様のケース）が考えられる。ディールなしで停戦に至る可能性はわずか15%だが、戦闘が長引き、米国の株価が急落した場合は可能性が高まる。最も可能性の低いシナリオ（5%）は、ロシアや中国がイランを軍事支援するというものだ。ロシアの軍事的余裕は限られているが、中国はイランと競合する湾岸諸国と深い貿易関係を結んでいる。

イラン政府は貧困と汚職の温床になっており、国民に支持されていない。しかし、コンサルティング会社オックスフォード・アナリティカ（本誌親会社ダウ・ジョーンズの傘下）のシニア中東アナリストであるローラ・ジェームズ氏は「多くの米国人が考えているよりもはるかに、イラン政府は強じんだ」と指摘する。

イラン政府は数十年にわたり、12万5000人以上の兵士を擁する精鋭軍事組織「革命防衛隊」と、ほとんどの町と大学に合計1000万人の登録志願兵を擁する民兵組織「バシジ」に支えられてきた。これら

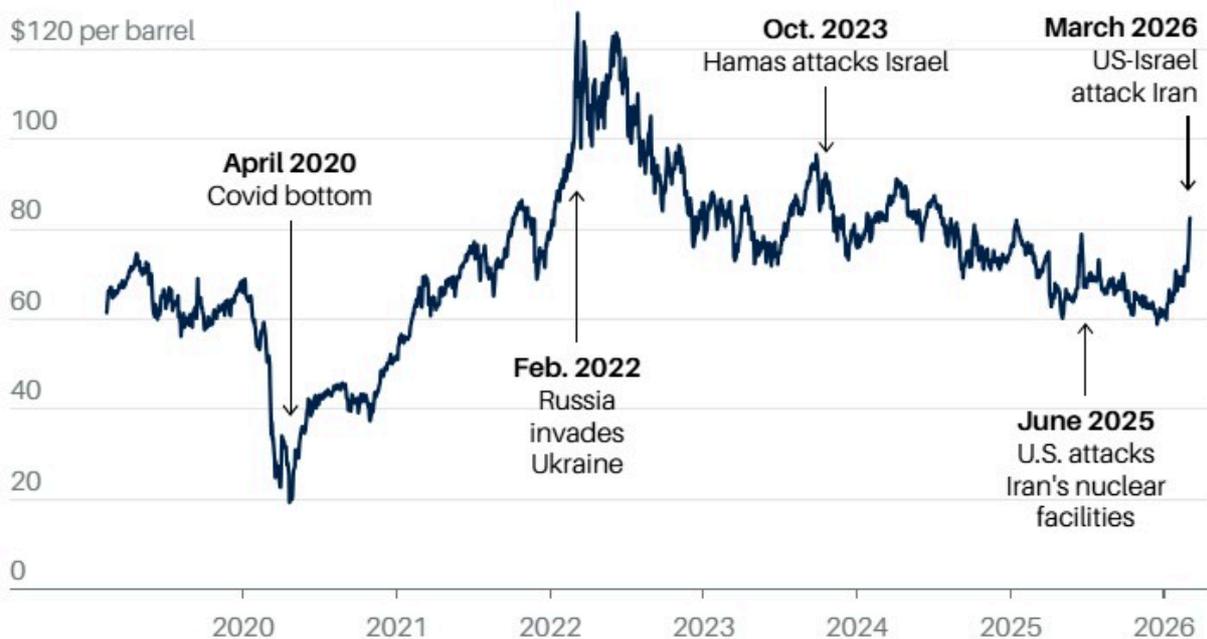
の組織は反乱を速やかに鎮圧する。ジェームズ氏は「トップを斬首作戦で倒したからといって、イランの人々が自由になるわけではない。国内には組織的な反対勢力すら存在しない」と語る。

「何もしない」ことも有力な選択肢

Shock and Oil

Oil prices surged this past week as the war stymied tankers' passages through the Strait of Hormuz.

Brent Crude



Source: Bloomberg

米国の経済トレンドは総じて好調だ。個人と企業の自由な消費や投資は力強い経済成長を促進している。ただし、43日間の政府閉鎖によって2025年第4四半期の経済成長率は減速し、2月の非農業部門就業者数は減少した。株価と住宅価格は急上昇し、こうした資産の所有者の純資産を押し上げている。企業は大規模な自社株買いを実施している。昨年さらなる減税により、多額の税還付が口座に振り込まれている。月次の購買担当者景況指数（PMI）は堅調で、製造業が長期にわたる不振から脱しつつある可能性が高まっている。

原油価格の上昇は、こうした好況を必ずしも損なうものではない。ドイツ銀行は、歴史上で米国株が石油ショックによって15%超下落したケースの多くは、以下の三つのうち少なくとも一つが該当すると指摘する。第一に、原油価格が数カ月わたって50~100%急騰する。第二に、景気が低調で、リセッション（景気後退）やそれに近い状態に陥る。第三に、FRBがインフレ退治のためにタカ派へ急転換する。

今のところ、いずれも可能性は低いように見える。それでも、消費者はコストの増加に直面するだろう。原油価格が10ドル上昇するたびに、インフレ率（直近では2.4%）は0.2~0.4%ポイント上昇すると推定される。

消費エネルギーの半分以上を輸入している欧州と、ほとんどを輸入している日本では、インフレはさらに悪化するだろう。昨年初め以降、米国以外の企業に投資する上場投資信託（ETF）のバンガード・トータル・インターナショナル・ストックETF<VXUS>では、過去10年以上でほとんど見られなかった事態が起きている。ドル安の助けもあり、S&P500指数をアウトパフォームしているのだ。しかし、イラン攻撃開始後の2日間では5%下落した。インフレの過熱によって利下げペースが減速したり、停止したりする可能性を背景に、ドルが急上昇したためだ。

ウォール街は、イラン戦争が米国株式市場のリーダーにどのような影響を与えるか分析することに忙しい。モルガン・スタンレーは、地政学的サプライズによって原油価格が上昇した後の1か月間は、バリュー株と高配当利回り株が輝き、グロース株が低迷する傾向があることを見出した。これは石油メジャーがバリューファンドや配当株ファンドに多いことや、大手防衛企業の配当が平均を上回ることを考えれば意外ではない。

問題は今年、株式市場の水面下で投資先の急激な乗り換えが既に進んでいることだ。市場の先導役は人工知能（AI）関連の巨大企業から、バリュー、高配当、小型株、景気循環株、生活必需品などのほばあらゆる企業へ移行している。バンガード・バリューETF<VTV>は過去3か月でS&P500指数に対して8%ポイントのアウトパフォームとなっているが、現在の2026年予想株価収益率（PER）は19倍で、バリューというにはやや厳しい。

バークレイズによると、地政学的リスクが大幅に上昇した後の1年間は、一般消費財、テクノロジー、素材、公益セクターのパフォーマンスは良く、通信、エネルギー、資本財セクターのパフォーマンスは悪い。エネルギーのパフォーマンスが悪いのは直感に反するように思えるが、バークレイズの計算では、エネルギー株は既に1バレル当たり100ドル超の原油価格を織り込んだ水準で取引されている。

率直に言って、こうした話はすべて疲れる。退職後に備えて資産形成に取り組んでいる投資家はかわいそうだ。既にロボットや原子力発電といった人気のテーマを追っているのに、今度はケーブルテレビのニュースに目を配りつつ、戦争に向けてファクターとセクターの配分を見直さなければならない。幸いにも、バークレイズによれば、地政学的リスクが大幅に上昇した後の1年間では、一般的なS&P500指数も12%のリターンを上げている。したがって、ポジションが悪くなければ、何もしないことも魅力的な選択肢の一つだ。

投資家は、割安で米国株への幅広い配分と、割安な海外株への適度な配分を堅持すべきだ。債券を捨ててはならない。iシェアーズ・コア米国総合債券ETF<AGG>は、米国債、政府機関債、高格付け社債のバスケットに投資している。金利リスクは中程度で、インフレ率より高い4.1%の配当利回りを安全に獲得できる。ファクター投資家は配当株ファンドを検討すべきだろう。配当株ファンドはバリュー株ファンドより割安な場合があり、株式市場がつまづいた場合にクッションとなるインカムを提供する。シュワブ米国配当株式ETF<SCHD>は、PERが16倍、配当利回りが3.4%だ。

債券市場の「壮絶な怒り」

War and the Market

Stocks often gain in wartime—but not always.

Event	Date	S&P 500 1-Month Change	S&P 500 6-Month Change	S&P 500 12-Month Change
Operation Desert Storm	January 17, 1991	17%	21%	32%
U.S. invades Afghanistan	October 7, 2001	3%	5%	-25%
U.S. invades Iraq	March 20, 2003	2%	19%	27%
Russia invades Ukraine	February 24, 2022	-7%	-10%	-11%

Note: Performance calculated from trading day before event. Periods are trading days not calendar days.

Source: Ned Davis Research

この戦争には賛成派も反対派もいるだろう。トランプ氏の批判者は、攻撃は議会や同盟国に承認されず、軍事介入の増加は大統領が平和主義者を自称していることに反すると言う。トランプ氏の支持者は「力による平和」を主張し、大統領はイランの核開発計画に対して前任者たちよりも毅然とした行動を取ったのだと言う。政治に関心がない人々がどちらの主張を支持するかは、戦争の長さや結果に左右されるだろう。

しかし、コストには誰もが関心を向けるべきだ。米国の政府債務は今年、33兆ドルに達した。これは1世帯当たり25万ドル超に相当する。先月、議会予算局（CBO）は今年の財政赤字が1兆9000億ドル（1世帯当たり約1万5000ドル）に上るという予想を発表した。

この推計では、トランプ関税が最高裁で「違法」と判断されたため、約1700億ドルの歳入を還付する必要があることは考慮されていない。この判決により、今後10年間の予想歳入額は1兆7000億ドル減少するとみられる。さらに、イラン戦争の費用も織り込まれていない。費用は現時点で500億～1000億ドルと推定されているが、修正される可能性がある。F-35艦載戦闘機の運用には1時間当たり4万5000ドル、防衛大手RTX<RTX>のパトリオットミサイルによる安価な対人ドローンの迎撃は400万ドル、防衛大手ロッキード・マーチン<LMT>の「高高度防衛ミサイル（THAAD）」システムによる迎撃は1発当たり1400万ドルのコストがかかり、「請求書」の金額は急速に増えるだろう。

国防総省は、補正予算の要求や昨年の財政調整法案による財源の再配分といった手段によって、容易に資金を調達できるだろう。予算の使途としては悪くないのかもしれない。しかし、財政赤字は毎年、危機的な水準に達している。昨年、イーロン・マスク氏が主導した政府の無駄の削減は、状況を大きく変えるものではなく、単なるパフォーマンスだったことが分かった。

予算を均衡させるには、社会保障給付、メディケア（高齢者向け医療保険制度）、防衛費を削減し、さらに増税する必要があるが、いずれも大きなタブーになっている。財政赤字を増やすことはクレジットカードの借入枠を利用するようなもので、将来の経済成長にとって足かせとなるが、こうした主張も受けが悪い。しかし、米国はいずれ、債券市場が「壮絶な怒り」作戦を始める前に、財政改革と費用のかかる軍事介入のどちらかを選ぶ必要があるかもしれない。

By Jack Hough
(Source: Dow Jones)

2. 高まる地政学リスクを背景に防衛関連株が急騰

[フィーチャー]

Lockheed and 5 More Defense Stocks With Strong Prospects

軍事支出や受注残の増加から防衛関連株は引き続き「買い」

イラン戦争終結で防衛関連株の上昇には終止符が打たれるのか。否



John Keeble/Getty Images

上場投資信託（ETF）のiシェアーズ米国航空宇宙&防衛ETF<ITA>は2025年に47%上昇した後、今年も12%上昇している。世界の安全性が脅かされているとの見通しから恩恵を受けている。イラン戦争を見越して防衛関連株が急騰した今、投資家が懸念し始めているのは戦争後の「平和」が到来したときのことだ。

ただ、イラン紛争が終結しても、防衛関連企業を利する重要なトレンドは引き続き維持される。地政学的緊張が高止まりしたまま、世界各国の政府による記録的な国防費の増加を促すこ

とになる。戦争のあり方が変化しており、製造および維持に数千万ドルもの費用を要する有人戦闘機のような従来型テクノロジーに代わり、低コストの人工知能（AI）により訓練されたドローンが重要性を増しつつある。

こうしたトレンドが新たな形で明らかになっている。例えば、米国防総省が防衛セクターへの直接投資に前向きであることや、最近見られたAI新興企業アンソロピックとの対立などだ。時には複雑な逆風に見舞われることもあるが、結局のところ、防衛関連企業の増収や利益成長につながり、投資家が望む追い風になるトレンドだ。

ウォール街の足元の予想は、向こう数年間、米大手防衛関連企業に対して年率約8%の利益成長率および6%増収を見込んでいる。過去数年間の利益の伸びがほぼゼロで5%の増収の状況から一転している。海外の防衛関連企業では、ここ数年の年間利益成長率約10%が20%へ、増収率約7%が2桁台へと上昇が見込まれる。世界の安全性が脅かされるほど、防衛関連企業の業績見通しは改善するはずだ。

恩恵を受ける防衛関連株6銘柄

BAEシステムズ<BA.ロンドン>

イラン戦争は国際問題であり、英国のBAEシステムズは戦闘機、ドローン、弾薬、海軍向けシステムなどを製造する防衛関連の重要なグローバル企業だ。ロッキード・マーチン<LMT>のF-35戦闘機向けシステムの大手サプライヤーでもある。バーティカル・リサーチ・パートナーズのアナリスト、ロブ・スタラード氏は目標株価を132ドルに設定しており、BAEシステムこそが最良の防衛関連株だという。BAEシステムの2025年末の受注残は過去最高の1100億ドルに上る。2025年の売上高は約330億ドルで、ウォール街は今後数年間2桁台の増収率が続くと思込む。

カーティス・ライト<CW>

トランプ大統領は防衛予算拡大を求めており、防衛関連電子部品、航空宇宙部品、海軍向けテクノロジー、原子力部品のサプライヤーであるカーティス・ライトは最大の受益者の1社になると見込まれる。トランプ氏は、2027年度予算において防衛費を2026年度の約1兆ドルから1兆5000億ドルへ増額すると示唆している。1年で50%増となる可能性は低いが、増額は必至だろう。カーティス・ライトの利益も軍事支出に歩調を合わせて増えるはずだ。ドイツ銀行のアナリスト、スコット・ドイシュル氏は「買い」と評価し、「カーティス・ライトの増益ストーリーはまだ始まったばかりだ」とレポートに記す。

ロッキード・マーチン<LMT>

ロッキードはこれまで自社の成功があだとなってきた。第5世代のF-35戦闘機は10カ国以上で使用され、ロッキードの年間売上高の約25%を占める。自律型ドローンが有人戦闘機に代替すれば、売上高が危険にさらされる可能性がある。一方で、有人戦闘機の価値はイランで示された。米軍は数千の標的を攻撃して制空権を確保した。ロッキードは再補充が必要なパトリオット迎撃ミサイルも製造している。ロッキード株は過去1年間、競合他社株をアンダーパフォームしており、足元の予想株価収益率（PER）は約22倍だ。株価が飛翔（ひしょう）するのも間もなくのはずだ。

カーマン・ホールディングス<KRMN>

戦争の未来の姿であるドローンにとって、カーマンはほぼ完璧な銘柄だ。ミサイル向け固体ロケットモーター、ドローン部品、宇宙へ打ち上げられる衛星の保護カバーなどのサプライヤーである。2月に、海事ドローン向け技術を有するシーマン・コンポジットおよびマテリアル・サイエンシズの買収に合意した。株価は過去1年間で205%上昇しており、2026年の予想PERは約140倍だ。一方で、利益成長は今後3年間で年率50%、売り上げも倍増が見込まれる。カーマンが売上高および利益予想を達成あるいは上回れば、株価の持続的な上昇を期待できる。

クラトス・ディフェンス・アンド・セキュリティ・ソリューションズ<KTOS>

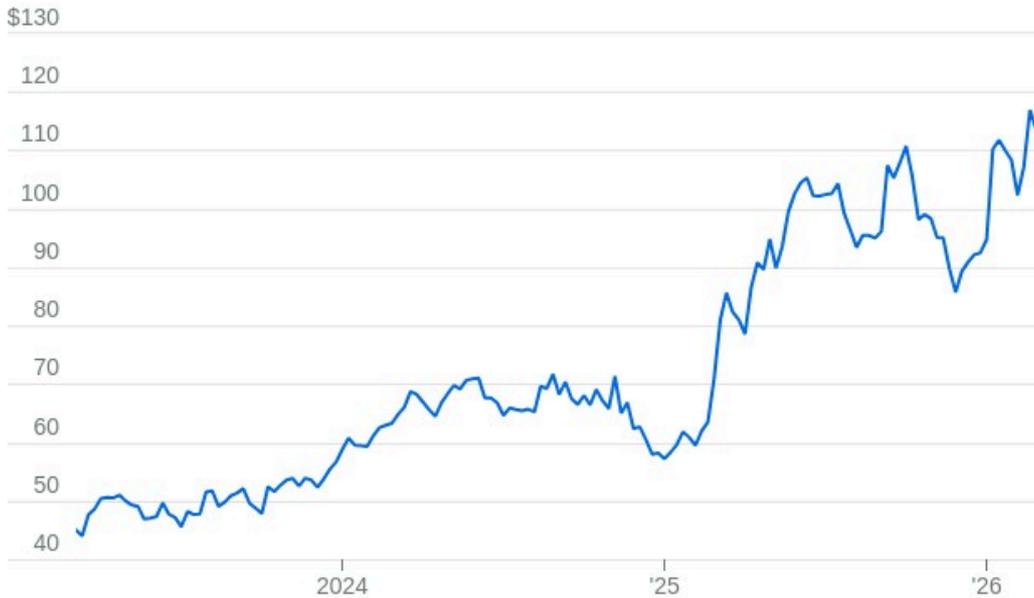
米国にはさらに多くのドローンや対ドローン技術が必要であり、クラトスの出番となる。攻撃型ドローン、推進装置、対ドローン・ソリューションに加え、ゆくゆくは有人戦闘機に並んで飛行するであろうステルス機「バルキリー」を製造する。2026年予想PERは約104倍と割安ではないものの、今後数年間、利益成長率は年率約40%が見込まれる。クラトスをカバーするウォール街のアナリストの約4人に3人が「買い」と評価し、アナリストの平均目標株価は直近の水準を40%上回る約120ドルだ。

RTX<RTX>（旧レイセオン）

RTXは米軍向けミサイル・システムの主要サプライヤーであり、最近、国防総省と迎撃ミサイル、最新

の空対空ミサイル、トマホーク巡航ミサイルの増産に合意した。迎撃ミサイルは米海軍や他の施設を守り、数百発のトマホークがイランの標的に向けて発射されている。シティのアナリスト、ジョン・ゴデイン氏は、軍事支出の増加と民間航空旅行の堅調な需要を背景に、RTXを「主役級のメガトレンド銘柄」と評する。エアバス<AIR.フランス>とボーイング<BA>の受注残は数年に及び、今後数年間、旺盛な需要が見込まれる。

(BAESY OTC)

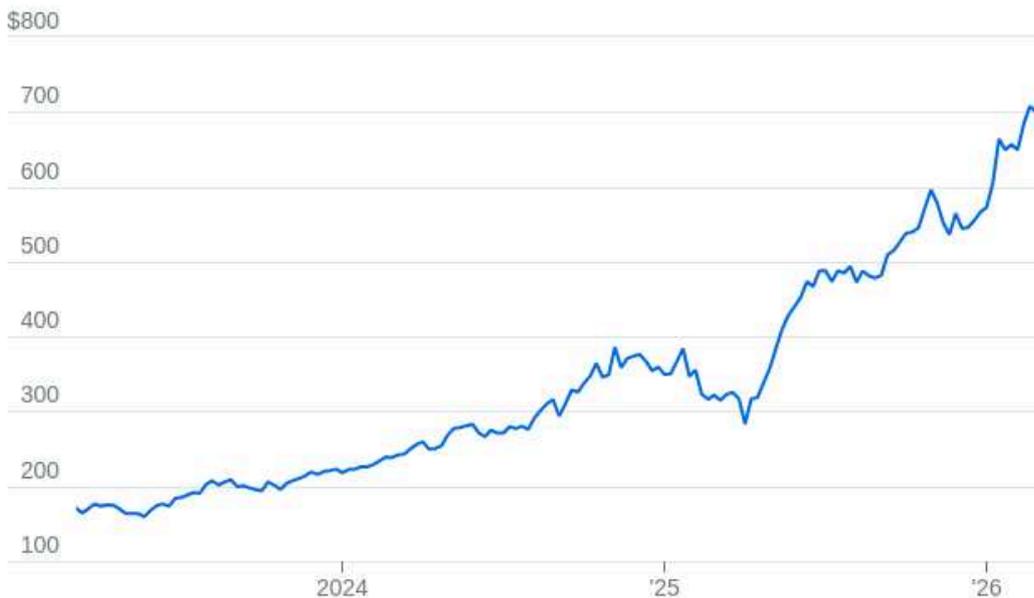


Source: FactSet

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	2026 PE Ratio	12 Month Return
BAE Systems / BAESY	\$121.93	\$91.0	27.4	47.4%

Source: Bloomberg

(CW / NYSE)

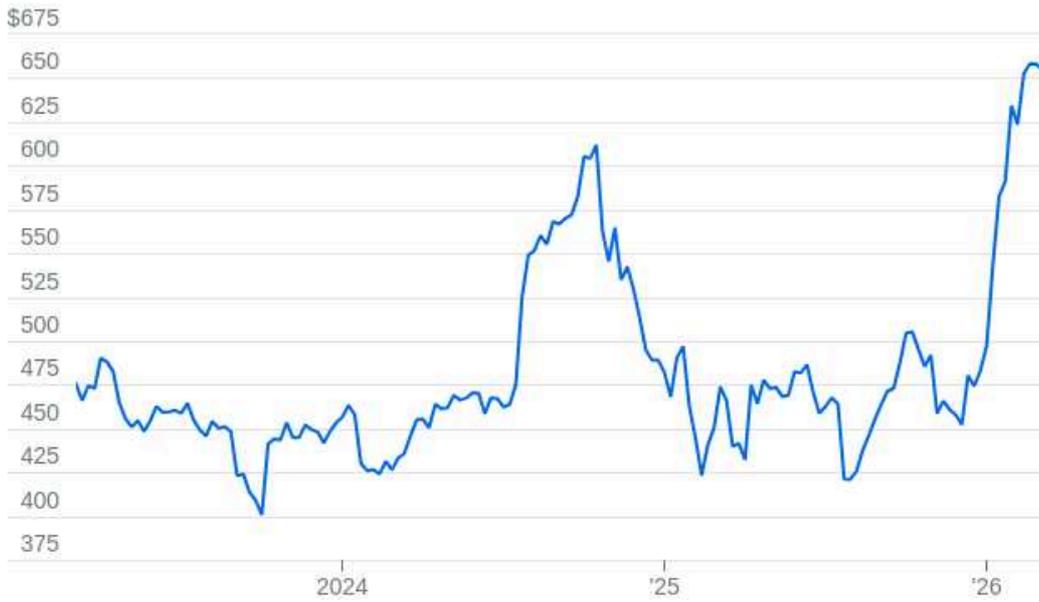


Source: FactSet

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	2026 PE Ratio	12 Month Return
Curtiss-Wright / CW	\$704.72	\$26.0	47.0	126.20%

Source: Bloomberg

(LMT / NYSE)

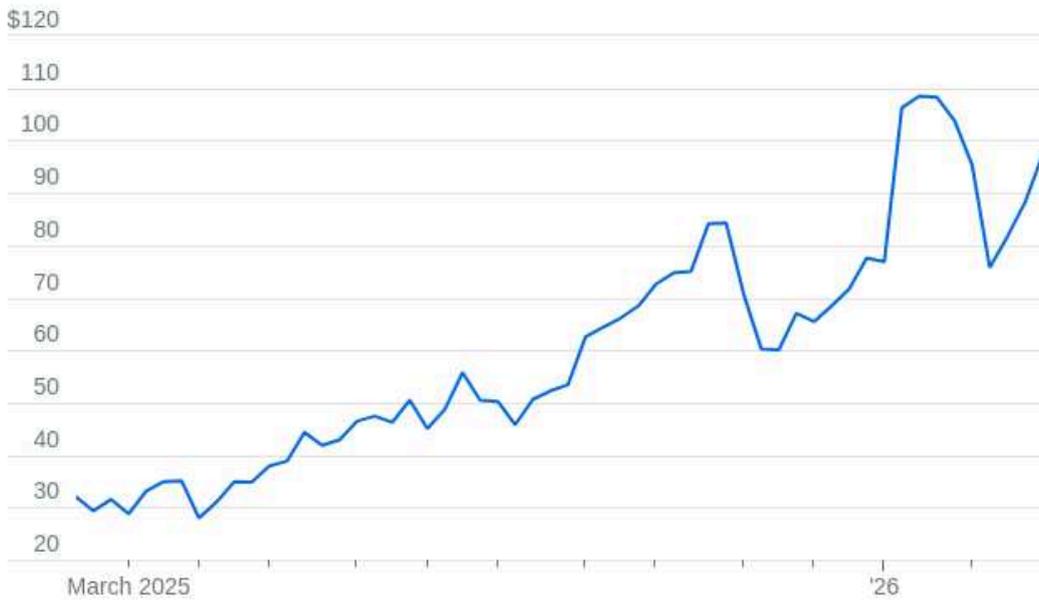


Source: FactSet

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	2026 PE Ratio	12 Month Return
Lockheed Martin / LMT	\$661.25	\$152.1	22.1	51%

Source: Bloomberg

(KRMN / NYSE)

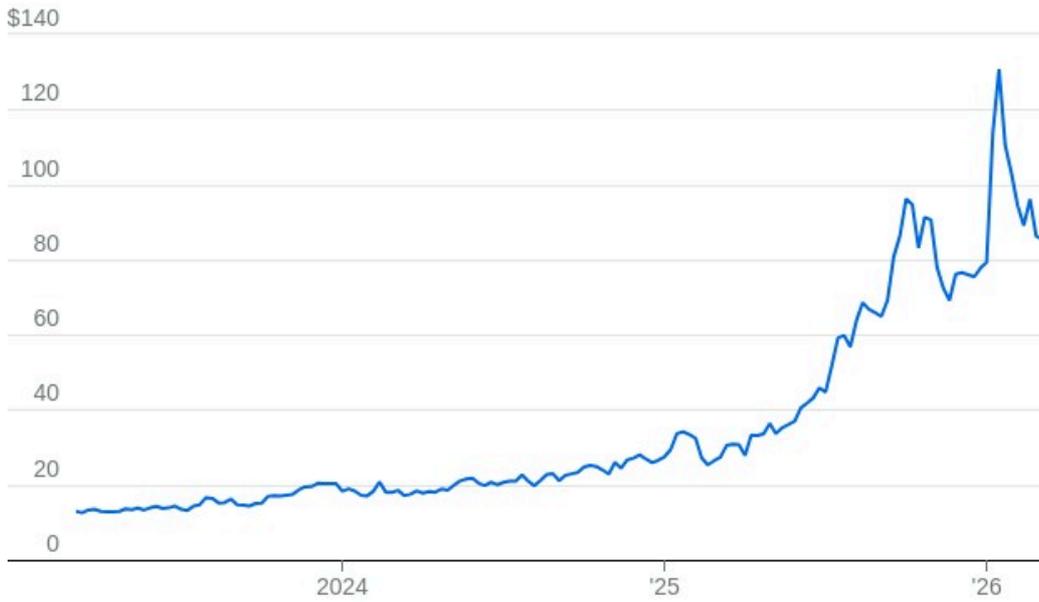


Source: FactSet

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	2026 PE Ratio	12 Month Return
Karman / KRMN	\$97.98	\$13.0	152.6	206.70%

Source: Bloomberg

(KTOS / Naasdaq)

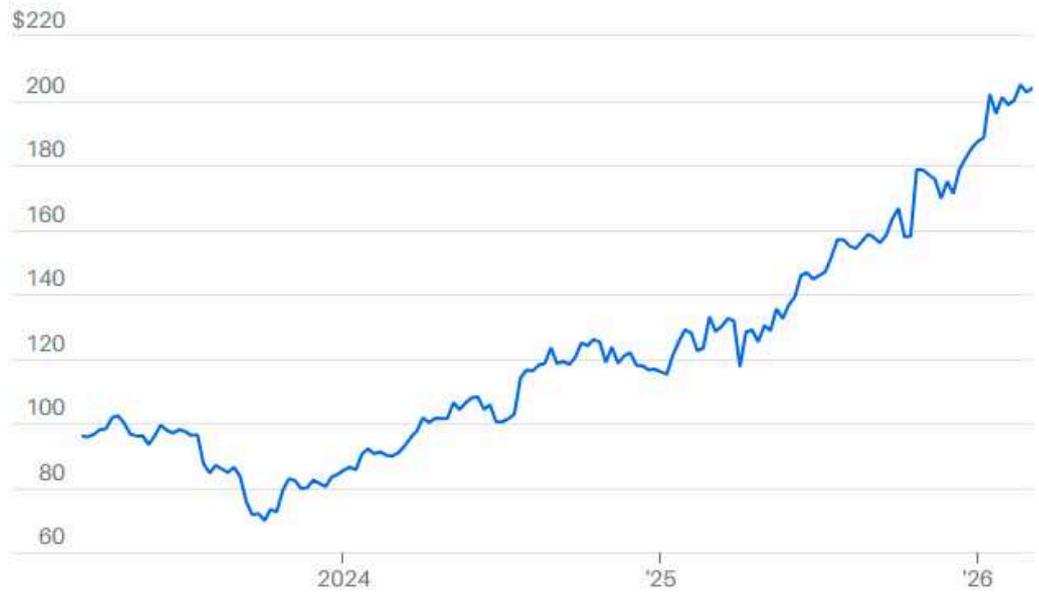


Source: FactSet

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	2026 PE Ratio	12 Month Return
Kratos Defense & Security Solutions / KTOS	\$88.45	\$16.3	114.5	233.30%

Source: Bloomberg

(RTX / NYSE)



Source: FactSet

Company / Ticker	Recent Price	Market Value (billion)	2026 PE Ratio	12 Month Return
RTX / RTX	\$209.27	\$281.0	30.6	65.20%

Source: Bloomberg

By AI Root
(Source: Dow Jones)

3. 原油価格100ドルが視野に入る理由。石油株の勝ち組・負け組

[フィーチャー]

Why \$100 Oil Is Now in Sight. Who Wins, Who Loses.

ホルムズ海峡封鎖で産油国が供給不能に

迫り来る悪夢のようなシナリオ



Ozan KOSE / AFP via Getty Images

3月6日、原油市場は危機の新たな段階を迎えた。供給が減少し始めており、供給不足を招いて原油価格が急騰し、1バレル当たり100ドルを超える可能性がある。

イランでの戦争が始まって以来、原油価格は27%上昇し、国際指標のブレント原油価格は6日に2024年以降で初めて90ドルを超えた。原油価格上昇の大部分は産油国が戦争前の生産量を維持したとしても、世界の需要が供給を上回り始めるのではないかという不安によるものだった。しかし、状況は変わり始めた。

ウォール・ストリート・ジャーナルが6日に報じたところによれば、イラクは生産量の半分強を削減すると発表し、クウェートも貯蔵タンクが満杯になったため同様の措置を取らざるを得なくなった。これらの国々が原油を輸出できないのは、戦争の影響でペルシャ湾からホルムズ海峡が事実上、封鎖されているためである。世界の原油の約20%がこの海峡を通過して輸送されている。

キャピタル・エコノミクスのエコノミスト、デービッド・オクスリー氏は6日、「悪夢のようなエネルギーのシナリオがやって来る」と記した。オクスリー氏はホルムズ海峡の封鎖が長期化すれば、原油価格は1バレル当たり100ドルに達するとみている。ガソリン価格は先週、既に1ガロン当たり34セント上昇したが、そうなれば、さらに上昇するだろう。

これまで産油国は原油生産を維持し、余剰分があれば陸上のタンクや洋上のタンカーに貯蔵してきた。もはやそうではない。JPモルガンでグローバル・コモディティ戦略の責任者を務めるナターシャ・カネバ氏によれば、イラクでは現在、日量約150万バレル分の原油生産が停止している。

カネバ氏は、クウェートは製油所の生産量を日量60万バレル削減しており、本来なら輸出されるはずの原油が市場から消えていると。分かりやすく言えば、世界全体の液体燃料供給量は日量約1億0700万バレルだが、生産量のわずかな変化が価格に大きな影響を与える。また、そのうち世界を動かす燃料源となる原油は約7800万バレルにとどまり、残りの大部分は化学品生産に広く使われる天然ガス液（NGL、天然ガスから分離・回収される液体炭化水素）が占める。

残された対抗手段は原油価格の吊り上げのみ

中東での生産停止は、戦争が始まる前に石油トレーダーらが想定していた重要な前提を覆している。アナリストの多くはイランが地域の石油インフラを攻撃したり、ホルムズ海峡を封鎖したりすることはないと考えていた。原油輸出が止まれば、イラン自身の収入やサウジアラビアのような地域の大国との長期的な関係に悪影響を及ぼすからだ。

状況が予測不能なのは明らかだ。イランは地域のあらゆる場所に攻撃を仕掛けており、石油インフラも標的に含まれている。

公共政策シンクタンク、ブルッキングス研究所の上級研究員であるロビン・ブルックス氏は、「イランの現体制は生き残りをかけて戦っている。米国やイスラエルと軍事的に対抗できる望みがない以上、イランに残された手段は可能な限り原油価格を吊り上げることしかない。それによって米国の世論が戦争反対へと変わることを期待している」と記した。

戦争の激化にもかかわらず、石油株が全般的に上昇しているわけではない。中東でも事業を展開している一部石油メジャーの株価は上昇してもわずかで、全く上昇していない銘柄もある。石油メジャーの中では、フランスのトタルエナジーズ<TTE>の中東での生産が最も多いとみられるが、株価はむしろ下落している。エクソンモービル<XOM>の株価は戦争を見越して力強く上昇し、過去最高値を更新したものの、先週はわずかに下落した。中東で事業を展開する大手油田サービス会社SLB<SLB>の株価は、ほぼ9%下落した。

石油精製、シェール銘柄の株価が上昇

エネルギーセクターの勝ち組には、世界的な燃料不足から恩恵を受ける石油精製会社がある。戦争の影響で海外のタンカーは目的地に到達できず、アジアの精製会社は国内供給を確保するために輸出を制限し始めている。買い手は米国の精製会社が生産する燃料に対して高い価格を支払い、精製マージンを急上昇させている。例えば、米国の精製会社バレル・エナジー<VLO>の株価は10%上昇している。

原油生産会社では、米国のシェール銘柄が安全とみなされ株価が上昇している。シェール企業は中東で失われた生産量の一部を補うことが可能なものの、増産を表明した企業は全くないに等しい。投資銀行ウィリアム・ブレアのアナリスト、ニール・ディングマン氏は、シェール企業が生産量を据え置いたとしても、米国の原油価格が1バレル当たり75ドルを上回る水準を維持し、天然ガス価格が長期間高止まりすれば、多くの企業は予想フリーキャッシュフローを倍増させることができると述べ、最も有望な銘柄としてコード・エナジー<CHRD>とマタドール・リソーシズ<MTDR>を挙げる。

今後、状況はさらに深刻になる可能性がある。サウジアラビアにはクウェートよりも多くの原油貯蔵能力があるが、利用可能な容量もいずれ枯渇し始める可能性がある。

カネバ氏は、「世界では輸出のボトルネックと製油所の制約が招く次の供給停止の波に向けてカウントダウンが始まっている。現在の状況が続けば、日量約150万バレルの供給停止は、週末までに300万バレルに近づく可能性がある。その次の週末までには供給停止が400万バレルを超え、精製品の貯蔵能力が一杯になれば600万バレルに迫る可能性がある」と記した。

カネバ氏は湾岸地域の主要産油国からの供給が止まるようであれば、原油価格はさらに1バレル当たり30ドル跳ね上がる可能性がある」と推計する。これを上回って高騰した前例もある。ロシアがウクライナへ侵攻した初期に、原油価格は127ドルまで急騰した。今回の戦争は原油市場にとって間違いなく、ロシアによる侵攻時よりも危険だ。2022年には、ロシア産原油の供給が続いていた。

今回は蛇口が閉まり始めている。

By Avi Salzman
(Source: Dow Jones)

4. イラン戦争は米中の力学をいかに変えるか How the War in Iran Changes the U.S.-China Calculus 石油調達をめぐる地政学が既存の構造を逆転させる

[フィーチャー]

中国優位を支えてきた資源と石油調達ネットワーク



Illustration by Matt Chase

投資家は市場の動きを気にしながら、イラン戦争の動向を注視しているが、他方、中国にも目を向けるべきだ。投資家やアナリストは、この戦争により直接的に影響を受ける原油価格や天然ガス価格の動きを詳細に追っている。だが投資家は、この戦争が米中の覇権争いに与える二次的な影響にはあまり注意を払っていない。イラン戦争は、4月に予定されている関税と貿易を巡る重要な米中首脳会談において、トランプ大統領と習近平国家主席が切ることのできる交渉カードを組み替えつつある。トランプ氏がこの会談に向けて新たな交渉カードを手にするか

どうかは、いまや世界の投資家にとって考慮すべき最も重要な問い掛けとなっている。

戦争が始まる前、中国は明らかに優位に立っていた。重要鉱物やレアアース（希土類）、さらには脱炭素分野やハイテク業界を支えるサプライチェーンにおける中国の支配力は習政権に大きな交渉力を与えており、トランプ政権は短期的にはこれに対抗する有効な手段を持っていなかった。

さらに中国は、オイルダラー体制（ドル建てで行われる世界の石油取引）を徐々に侵食しており、それが追加的な優位性をもたらしている。石油価格決定においてドルの地位は依然として揺るぎないものであり、中国は石油価格そのものに挑戦しているわけではない。しかし中国は、大幅に値引きされた原油をイラン、ロシア、ベネズエラから従来の取引チャネルの外で確保し、代替的なクロスボーダー決済システムを使用して人民元でその代金を支払っている。オイルダラー体制を回避することで、ドル依存を低下させると同時にエネルギーコストを引き下げる「一石二鳥」で、中国の交渉力の強化につなげている。

中国のエネルギーアクセスに脅威となる可能性

1月の米国によるベネズエラ大統領マドゥロ氏の拘束、そして現在のイランに対する軍事行動は、まさにこの構造を直接の標的としている。イラン、ロシア、ベネズエラは、中国がドル体制の外で安い原油を確保するための主要な供給ルートとなってきた。中国は、影の船団（制裁を回避してロシア産原油を運ぶタンカー群）や人民元建て取引、さらに米国からの制裁を回避するネットワークを通じて、こうした取引を行っている。もしイランとベネズエラが中国の主要な原油調達先でなくなれば、中国の優位性を支えるこの構造は深刻な打撃を受けることになる。

そうなれば、米国とその同盟国（オイルダラー体制の要であるサウジアラビアを含む）は世界の石油生産の約60%、石油埋蔵量の約70%を握ることになる。これにより米国は、中国のエネルギーアクセスに対して初めて現実的な脅威を突き付けることができる。これは強力なカードであり、経済制裁でドルを直接「武器化」する場合に比べれば、副作用のリスクははるかに小さい。

米中関係に大きな影響を持つサウジアラビア

意外かもしれないが、米中の力関係において決定的な変数となっているのはサウジである。サウジはこれまで、米国と中国の間で慎重にバランスを取ってきた。中国との経済関係を深める一方で、米国との安全保障関係を維持し、石油輸出を通じてオイルダラー体制のアンカーとしての役割を担い続けてきた。

しかし、先週のイランによるサウジの石油インフラへの攻撃で、このバランスは大きく揺らいでいる。サウジにとって米国の軍事支援はこれまで以上に不可欠だが、中国は最大の石油顧客であり、米国の圧力の道具となることには慎重にならざるを得ない。今後数カ月の間にサウジがどのような肩入れをするかが、米中関係の将来を左右する最も重要な要素の一つとなる。

市場が織り込んでいない地政学的リスク

もっとも、この米国の新たな交渉カードが現実のものとなるのは、今回の軍事行動の結果として米国の権益にニュートラルなイラン政権が生まれた場合に限られる。それは容易ではない。イラン・イスラム共和国は、体制として高い耐性を持つよう設計されている。人口の90%以上を占めるとされるシーア派の思想では、降伏するよりも壊滅されるまで抵抗する方が望ましいとされる。イラン国内の反体制勢力も分裂している。もし戦争が泥沼化し長期戦となり、指導部を弱体化させるだけで交代させることができなければ、米国にとってそれは資産ではなく負債となる。

以上の点を踏まえた上で、こうした一連の地政学的な変化は市場にとって何を意味するのだろうか。イラン戦争によって勢いづいたトランプ氏は、4月に北京で行われる首脳会談に、数週間前には考えられなかったほど強い立場で臨む可能性がある。これまで中国に有利だった力の非対称性は、崩れ始めるかもしれない。

米国は今後、レアアース供給や米国への投資を巡ってより強く中国に圧力をかけることができる。その一方で、台湾への武器売却や対中ハイテク輸出規制については、ほとんど譲歩する必要がない。中国は、想定していたより多くを譲り、得るものが少なくなる可能性がある。最終的には、トランプ氏と習近平氏の関係は今後さらに気まづいものとなり、双方が宥和しつつ表向きは折り合う余地は狭ま

るとみられる。

もっとも、米国は中国に対する交渉力を得るためにイランと戦争を始めたわけではない。動機は中東にあった。それはイランの核開発計画を排除し、地域代理勢力への支援を断ち、(神権支配)体制を打倒することだった。だが、結果は必ずしも意図した範囲にとどまるとは限らない。

市場は、米中における力関係の変化の可能性を十分に織り込んでいない。イラン戦争は、限定的で短期的な地域紛争ではない。中国の戦略的野心を支える地政学と金融の枠組みそのものを試すストレステストである。同時に、ここ数カ月にわたり米中の緊張を管理可能な水準に保ってきた力の均衡に対する直接的な挑戦でもある。米中関係の悪化が戦争の長期化と重なれば、世界の株式市場のリスクプレミアムは構造的に上昇することになる可能性が高い。当面の間、リスクオフ姿勢を取ることが最も合理的な選択となる。

筆者は外部寄稿者。エノド・エコノミクスの創業者兼チーフエコノミストであり、アジア・ソサエティ政策研究所の中国分析センターでシニアフェローを務める。

By Diana Choyleva
(Source: Dow Jones)

5. 外食チェーン、特典プログラムを業績のテコに

[フィーチャー]

Why Starbucks and Others Are Rolling Out the Red Carpet for Their Biggest Spenders.

「一つ買うともう一つ無料」という手法は過去のもの

特典プログラム刷新で攻めるスターバックス



Illustration by Juanjo Gasull

もし読者がコーヒーチェーン大手スターバックス<SBUX>で大金を使っているならば、東京、ミラノ、あるいはコスタリカへ旅し、企業の全額負担で「世界中のコーヒー文化を探求し、祝う」機会を得るかもしれない。スターバックスが新規顧客を惹きつけ、常連客の消費を促進する「公然の秘密兵器」とするのが特典プログラムだ。スターバックスは最近、特典プログラムを刷新し、ポイントをより早く貯められる仕組みを導入しただけでなく、最上位会員向けに限定グッズや厳選された体験を提示する3段階の階層構造を導入した。

最高経営責任者（CEO）のブライアン・ニコル氏は1月29日の投資家説明会で、「プログラムの規模を考えれば、行動のわずかな変化も急速に積み上がる」と述べた。現在3500万人を超えるアクティブ会員の半数があと1回多く購入するだけで、約1億5000万ドルの増収が見込めると指摘した。

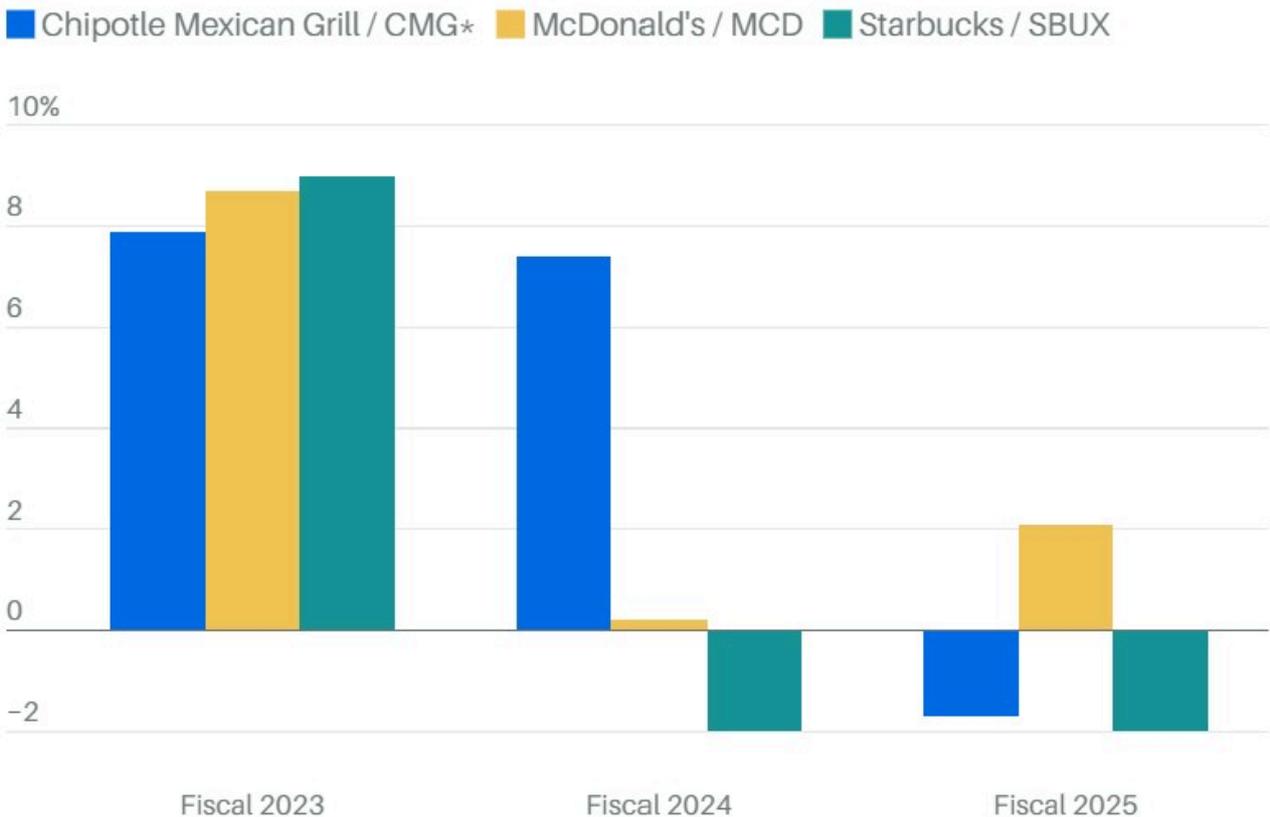
こうした動きを見せているのは、スターバックスだけではない。長引くインフレによる値上げが消費者の購買意欲を減退させ、飲食店への客足に圧力をかけている。大幅な値引きは利益を圧迫するため、

各チェーンは利益率を維持しつつ、リピート客の確保の手段として、特典プログラムへの依存度を高めている。ほとんどの企業は特典プログラムによる収益を個別項目として開示していないが、経営陣は特典プログラムが顧客の再来店と支出を増やすのに寄与していると語る。

常連客をターゲットに来店頻度を2倍超にしたマクドナルド

Less Spending

Many restaurant chains have seen weaker U.S. comparable sales in the past two years.



Note: Chipotle and McDonald's fiscal year ends December; Starbucks fiscal years ends September;
 *Chipotle did not break out comparable sales by U.S. and international, since more than 95% of its restaurants are in the U.S.

Source: Company reports

ファストフードチェーンのマクドナルド<MCD>は8月、米国の顧客が特典プログラム加入後に来店頻度が2倍超になったと発表した。第4四半期には、米国で前年同期の低迷から回復し、前年同期比プラス約7%の既存店売上高成長を記録した。

調査会社プレーサー・ドット・エーアイのデータによると、マクドナルドの来店客数増加分の大部分は、月に4回以上来店する顧客によるものだった。プレーサー・ドット・エーアイは、マクドナルドにおいて月に8回以上来店する高頻度利用客の割合は2019年の25%から2025年下半期に33%に上昇したと指摘する。マクドナルドの特典アプリの世界全体のアクティブ会員数は、過去2年間で40%増加し約2億1000万人に達したという。特典プログラム会員からの売上高はほぼ倍増し、2025年には総売上高の4分の1を占めた。マクドナルドの株価は過去12カ月で9%上昇している。

大手チェーンの特典プログラムの多くは、消費者の購入や行動をリアルタイムで追跡するモバイルアプリを通じて運営されている。このデータにより、ブランドは個々の顧客に合わせた特典を提供できる。また、こうした直接的なコミュニケーション手段を持つことで、新商品の発売や期間限定の情報を顧客に迅速に届けることもできる。従来の「10個買えば1個無料」というモデルとは異なり、今日の企業は特典プログラムをゲームのように設計することが多い。期間限定のミッション、マイルストーンの追跡、会員同士のランキングなどを活用し、再来店と支出増加を促している。

デジタル体験で顧客に訴えるチポトレ

外食チェーン大手のチポトレ・メキシカン・グリル<CMG>は昨年、2100万人のアクティブ会員向けに「サマー・オブ・エクストラ」キャンペーンを実施した。顧客は対象のメインディッシュを購入してポイントを貯め、バッジを集めることで、一等賞が当たる抽選の当選確率が上がるという仕組みだ。一等賞は、「1年間の週1回無料メインディッシュ」と「100ドルのギフトカード」だ。

チポトレのデジタル体験担当副社長のニコール・ウエスト氏は、公開されたランキングにより、多くの会員がソーシャルメディアで進捗を共有するようになったと語る。チポトレの発表では、キャンペーン期間中の特典登録者数は前年比14%増加し、会員の来店頻度とポイント利用率も例年の夏を上回った。チポトレの第4四半期の既存店売上高は前年同期比2.5%減となったが、プレーサー・ドット・エアのデータによれば、11月下旬以降、来店客数は回復傾向にある。チポトレの株価は前年比30%下落している。

調査・トレーディング会社エバーコアISIのアナリスト、デビッド・パーマー氏は、「従来型のスタンプカードは、廃れてしまった。なぜなら来店頻度の低い顧客と多額の支出をする顧客を同じように扱うため、最優良顧客が正当に評価されていないと感じるからだ」と指摘する。階層型の特典制度は、特典を段階的に拡大することでこの問題を解決することを目指している。上位階層の会員は、新商品の先行アクセス権や限定イベントへの招待を受けることができ、それがブランドとの結びつきを強めるのだ。例えばスターバックスの新プログラムでは、12カ月で500スターを獲得した「ゴールド会員」に対し、スターの有効期限を無期限とし、誕生日の特典を利用できる期間を延長している。さらに、12カ月で2500スターを獲得した「リザーブ会員」は、上述の旅行抽選権などのプレミアム特典が得られる。パーマー氏は、「最も熱心な常連客である『ホエール顧客』への報酬として有効だ」と語る。

経営再建の最中にあるスターバックスは、第1四半期に米国既存店売上高で2年ぶりにプラス成長を達成した。これは長期にわたる需要低迷を経ての注目すべき転換点だ。スターバックスの株価は過去12カ月で13%下落したが、年初来では16%上昇している。経営陣は、刷新された特典プログラムにより、米国直営店において既存店売上高が1%押し上げられると期待している。これらの直営店の売り上げの60%は特典会員によるものだ。

決め手はデジタルと品質の相乗効果

確かに、特典プログラムが顧客の行動を変えるためには、適切に設計されている必要がある。特典の獲得条件を高く設定し過ぎると新規顧客の参加意欲を削ぐ恐れがある。また、既に定期的に来店している顧客に無料の食事を提供すると利益率を損なうことになる。パーマー氏は、「特典制度を正しく運用できなければ、単に物を配っているだけになってしまう」と指摘する。

また、ブランドが時代遅れで魅力に欠け、あるいは革新性に乏しいと感じられる場合、いかに特典ポイントや無料特典、アプリの通知を増やしても問題は解決しない。結局のところ、人々がレストランに愛着を持つのは特典プログラムのためではない。料理を気に入り、その体験に繰り返す価値があると感じるからこそ、人々は戻ってくるのだ。

プレーサー・ドット・エーアイのホットビー氏は、「結局は、顧客とコミュニケーションできるデジタルアプリと、革新性と価値を提供するユニークな商品を持っているかどうかだ。それらは表裏一体のものだ」と語る。

By Evie Liu
(Source: Dow Jones)

6. セールスフォースには「ソフトウェアの死」は当てはまらない可能性がある [ハイテク]

Salesforce Stock Might Not Be an AI Loser After All
顧客業務に関する専門知識はAI時代にも必要不可欠

企業によるAIツール導入機運の高まりはセールスフォースにとっても追い風



David Paul Morris/Bloomberg

企業顧客はこれまで人工知能（AI）ツールの導入をためらいがちだったが、そうした保守的な姿勢は過去のものになろうとしている。自社のAIビジネスについて情報を開示している数少ないソフトウェア企業の一つであるセールスフォース<CRM>のAIエージェントプラットフォーム事業の売上高は、規模はまだ小さいながら急成長を遂げている。

セールスフォースのAIエージェントプラットフォーム事業の勢いが増していることは、このところソフトウェア株を売り浴びせている投資家

にとって意外かもしれない。上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・エクспанデッド・テック・ソフトウェア・セクターETF<IGV>が年初来で17%下落していることから明らかなように、AIはソフトウェア業界に破壊的影響をもたらしており、今のところ業績が良いソフトウェア企業でさえ生き残れないとの見方が広がっている。

そうした懸念を引き起こしているのがAIエージェントである。AIエージェントはAI言語モデルを用いて複雑な一連のタスクを実行するソフトウェアだ。登場してからまだ間もないが、知識労働の大部分が人間ではなく機械によって行われる世界の到来を予感させる。そして、既存のソフトウェアの概念を変えてしまう可能性がある。

既存のソフトウェアに対する脅威の主な源泉はAIスタートアップのオープンAIとアンソロピック、特に後者である。先に地位を確立したのはオープンAIが開発した汎用チャットボットであるチャットGPT

で、消費者からの人気は高い。そのためアンソロピックはソフトウェア開発者と企業顧客に注力している。

AIエージェントの導入には既存のソフトウェアに関する専門知識が不可欠

今年1月下旬、アンソロピックが財務や法務といった特定の業務を自動化するAIエージェント、Cowork (コワーク) を発表したことを受けて、業務ソフトウェア銘柄の株価は急落した。しかし、オープンAIにもアンソロピックにも業務向けのAIエージェントを販売した実績はなく、両社の幾つかのコメントからはAIエージェントの導入に向けた進捗に時間がかかっていることがうかがえる。

例えば、オープンAIが複数のITコンサルティング企業と共同で企業のAI導入を支援する新たな枠組みとしてFrontier Alliances (フロンティア・アライアンス) を2月23日に発表したときのプレスリリースは次のような一文で始まる。「企業内でAIの価値の実現を阻む要因は、モデルの知能ではなく、エージェントが組織内でどのように構築されて運用されるかである」。この一文は、オープンAIが企業向けにAIを販売・導入するには、ITコンサルティング企業の専門知識を活用する必要があることを示唆している。

アンソロピックはより率直な問題意識を提起している。同社の米州事業責任者であるケイト・ジェンセン氏は今年2月に行った企業向けプレゼンテーションで次のように指摘した。「2025年はAIエージェントによって企業が変革を遂げる年になるはずだったが、そうした期待を実現させるための土壌があまり整っていなかった。多くのパイロットプロジェクトが開始されたが、その多くが失敗に終わり、技術の進歩に導入能力が追いついていないという認識が高まった」。

そこで明らかになったのは、AIエージェントを導入するうえでは既存のソフトウェア企業とその顧客との間の緊密な関係を単純に切り離すことはできないということだ。新しいテクノロジーを導入するには、ビジネスプロセスと労働者スキルおよび創意工夫の在り方を刷新する必要がある。

セールスフォースのAIプラットフォームの売上高が顕著に伸び始めた

米商務省国勢調査局が隔週で実施している「ビジネス動向・展望調査」によると、AIの普及率は依然として低い。2026年に入ってから4回の調査における米国企業のAI導入率の平均は18%だった。ただし、従業員数250人以上の企業ではその割合は32%に上昇する。国勢調査局がAIに関する質問を2023年に開始して以降、この数値は緩やかに上昇している。

セールスフォースは多くの競合企業と同様、顧客にAIエージェントを販売しようとしている。同社のAIエージェントプラットフォームであるAgentforce (エージェントフォース) の2026年5~7月期の年間経常収益は4億4000万ドルで、総売上高の約1%にすぎなかったが、第4四半期(11~1月期)は8億ドルに急増した。6カ月間で82%増加したことになる。

企業におけるAIの導入率が徐々に高まるなか、セールスフォースのAIエージェントの動向は重要な指標となる。

それでも、セールスフォースの株価は年初から25%下落している。

By Adam Levine
(Source: Dow Jones)

7. マグニフィセント・セブンの終焉。過去10年で最も熱い投資テーマの失速をたどる [コラム]
The Mag 7 Are Dead. How the Hottest Trade of the Decade Fizzled Out.
マグニフィセント・セブンが享受してきた優位性をAIが脅かすかもしれない

マグニフィセント・セブンの圧倒的パフォーマンスは過去の出来事



Bettmann Archive

超大型テクノロジー株のマグニフィセント・セブン (M7) 銘柄 (アルファベット<GOOGL>、アマゾン・ドット・コム<AMZN>、アップル<AAPL>、メタ<META>、エヌビディア<NVDA>、マイクロソフト<MSFT>、テスラ<TSLA>) に注目した取引の時代は終わった。グループ自体は今後もまずまずの業績を上げる可能性があり、個別銘柄の中には大きく上昇するものもあるかもしれない。しかしM7を買った後は何もせずに確実に市場を凌駕できる時代は過ぎ去った。

M7は、2023年に米投資銀行ビーオブイー・セキュリティーズのアナリスト、マイケル・ハートネット氏によって命名された。ジョン・スタージェス監督の1960年西部劇映画『荒野の七人』になぞらえており、原作は黒澤明監督の1954年日本映画『七人の侍』である。

M7は驚異的なパフォーマンスを示してきた。金融データ会社ファクトセットのデータによれば、2023年に76%、2024年に47.5%、2025年に19.3%上昇し、毎年市場を上回った。2025年には若干パフォーマンスは低下したが、資産運用・ウェルスマネジメント会社WWMインベストメンツのファイナンシャル・プランニングおよびポートフォリオ分析ディレクター、マシュー・スマート氏によれば、この7銘柄はS&P500指数のトータルリターンの42%を生み出しており、S&P500指数構成銘柄の時価総額に占める割合は約3分の1に上る。

過去との違いはAIによる影響

2025年もM7の支配力終焉を予測する声はあったが、実現しなかった。今回異なる点は、人工知能 (AI) が状況を複雑にしていることだ。マイクロソフト、アマゾン、アルファベット、メタ (さらにソフトウェア会社オラクル<ORCL>も) は、データセンターやエヌビディア製半導体に驚くほど巨額の資金を投じている (テスラとアップルではこの傾向は若干弱く、エヌビディアはもちろん恩恵を受ける立場である)。

マクロ調査会社BCAリサーチのチーフ・グローバル・ストラテジスト、ピーター・ベレジン氏は、「ハイパースケーラー (巨大サーバーリソースを使ったクラウドサービサー) は2026年に設備投資として6700億ドルを支出する見込みで、2025年の4100億ドル、2024年の2400億ドルから大幅増加となる上、フリーキャッシュフローは急速に減少しており、オラクルはすでにマイナスに転じた」と指摘してい

る。このような支出は、潤沢だったM7の利益率を低下させると共に、ウォール街を通じた複雑な融資や資金調達手法の利用により財務状況の不透明性を助長する。

ベレジン氏は最近の論文「AIはテクノロジー独占を阻止する」の中でさらに議論を展開している。ベレジン氏によれば、テクノロジー企業の利益は歴史的に三つの源泉、すなわち、規模の経済、ネットワーク効果、独自の技術から生み出されてきたが、「M7が収益の下支えとして享受してきた多くの点は、これからAIによって脅かされる可能性がある」と主張している。

■ アセットライト経営は過去のものに

まず、AIはソフトウェア開発に伴う比較的高額な固定費を引き下げることで、ハイテク大手が享受してきた規模の経済を揺るがしている。高い固定費はこれまで、これらの企業にとって防御的なモート（堀）の役割を果たしてきた。だがAIによって、誰もがコードを書けるようになっている。

実際、ソフトウェア企業の株は容赦なく市場で売り込まれ、ソフトウェア関連株で構成される上場投資信託（ETF）のiシェアーズ・エクспанディッド・テック・ソフトウェア・セクターETF<IGV>は、2025年のピークから約30%下落している。一方、変動費に関しては、画像処理半導体（GPU）やデータセンターへの支出や膨大な電力コストが、ハイテク企業のアセットライトのビジネスモデルをダイヤルアップモデムのように過去のものにしつつある。ネットワーク効果については、これまでフェイスブック、YouTube（ユーチューブ）、リンクトインなどのサービスの成長を大きく後押ししてきたが、ベレジン氏はAIが優位性を二つの形で弱めるとみている。

第一に、AIボットが偽画像や一攫千金をうたう詐欺的な投稿でこうしたサイトを埋め尽くすようになれば、利用者は次第に離れていくだろう。第二に、ネットワーク企業にとってより大きな懸念材料だが、AIシステムが利用者の好みのソーシャルメディアの上に積み重ねる形でコンテンツフィードを作り出す可能性があることだ。そうなれば、例えばユーチューブがインフルエンサーに対して持つ影響力は弱まる。インフルエンサーがユーチューブを通さずに、どこに投稿してもAIアルゴリズムによって拾われるようになる可能性があるからだ。

独自の技術についても同様の問題がある。ベレジン氏は、AIシステムの構築に使われる技術の多くがオープンソースである以上、企業が単独で独占的地位を築くのは難しくなると指摘する。マイクロソフトやアルファベットのように、AIを中核業務に一段と組み込んでいる既存企業でさえ、AIによって差別化の度合いが小さくなることによって、独占的な力を失う恐れがある。

■ 平均回帰はすでに始まった可能性

市場もこうした状況に気づき始めているようだ。平均回帰は「起きるかどうか」ではなく「いつ起きるか」の問題だが、すでに始まっている可能性がある。本稿執筆時点でM7構成銘柄が年初来で7.2%下落しているのに対し、S&P 500指数は0.89%の下落にとどまっている。

では、M7を除いた場合、S&P500指数のパフォーマンスはどうなるだろうか。その一つの参考になるのが、2024年10月の設定時に筆者が紹介したディファイアンス・ラージキャップ・イーエックス・マグ・セブンETF<XMAG>だ。このETFはS&P500指数の構成銘柄のうち、M7を除いた全銘柄をカバーしている。年初来の上昇率は1.89%だ。ディファイアンスETFの最高投資責任者（CIO）のシルビ

ア・ヤブロンスキー氏は「M7が脇役に回る時期もある。今年はそうした年の一つだ」と説明する。

M7以外への投資手段としては、ETFのインベスコS&P500イコール・ウェイト<RSP>もある。これは同指数構成銘柄を均等比率で組み入れ、四半期ごとにリバランスすることで、M7（あるいは他のどの銘柄でも）の突出したパフォーマンスの影響を抑える仕組みだ。このETFは年初から5.1%上昇している。

最後に、「荒野の七人」に話を戻そう。映画の終盤、ある登場人物が七人のガンマンたちについて「風のようなものだ。大地の上を吹き抜け、やがて去っていく」と語った。米国株式市場に現れた「マグニフィセントな7銘柄」もおそらく、同じ運命をたどるのかもしれない。

By Andy Serwer
(Source: Dow Jones)

8. 雇用失速でFRB利下げ観測

[経済政策]

The Fed Will Cut Rates This Spring if Job Weakness Continues
高インフレと弱い雇用が政策判断を難しく

雇用ショックと景気不安定



David Ryder/Bloomberg

米国経済は2月、エコノミストが6万人の雇用増を見込んでいたのに反し、9万2000人の雇用減となった。6日の朝に発表されたこのニュースは、労働市場が底堅く推移し雇用が回復軌道にあるという市場の前提を覆した。実際には、インフレが高止まりし、イランでの戦争に起因する原油高がさらなる物価上昇を招きかねない中、米国の雇用創出は事実上停止している。これは米連邦準備制度理事会（FRB）を難しい立場に追い込み、利下げが近く再び俎上に上る可能性を示唆している。

米国経済は、エネルギー高、株安、雇用悪化、国内外の政策不透明感が同時に押し寄せる「パーフェクトストーム」（複合要因による破滅的な災害）に直面している。こうした組み合わせは歴史的にも、景気の安定や成長にとって好ましい環境とは言えない。

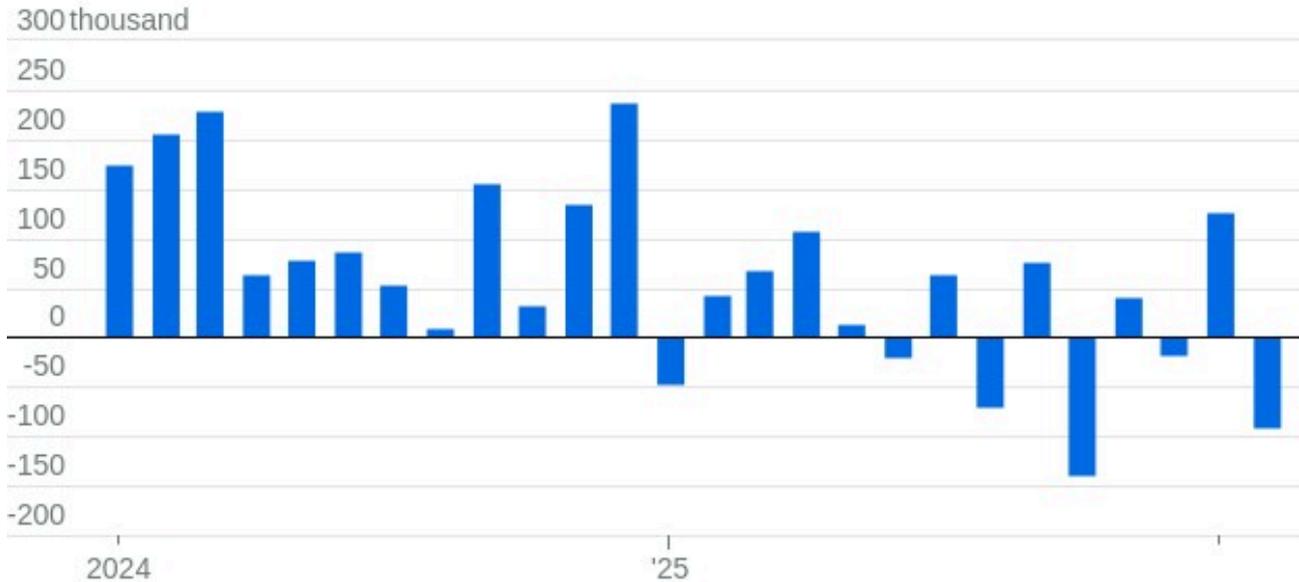
FRB利下げ観測の再浮上

米国経済はここ数カ月、強弱入り混じったシグナルを発してきた。実質GDP（国内総生産）成長率は2025年第4四半期に1.4%と鈍化し、同年第3四半期の4.4%や前年同期の1.9%から大きく落ち込んだ。一方、米人事・給与管理サービス大手ADPによると、2月の民間雇用者数は6万3000人増加した。米サプライ管理協会（ISM）の製造業購買担当者景気指数（PMI）も2カ月連続で大幅な上昇を示し、サービス業PMIは2月に2022年以来の最高水準に急上昇した。

No Margin for Error

February payrolls declined by 92,000, driven in part by striking healthcare workers

Monthly change in nonfarm payrolls



Note: Seasonally adjusted. Figures for January and February 2026 are preliminary.

Source: Labor Department

FRB当局者は3月17～18日の政策会合でフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標レンジを現行の3.50～3.75%に据え置く可能性があるが、今後も雇用の伸びがマイナスで推移すれば、数カ月以内にその姿勢を見直し、利下げに踏み切る可能性がある。米大手銀行PNCファイナンシャル・サービスズ・グループのエコノミスト、ガス・フォーシェ氏は「今後の雇用統計でも雇用減が続き、失業率が現在の4.4%から4.6%まで上昇すれば、インフレに改善が見られなくても、2026年半ばまでに利下げが行われる可能性がある」と語る。

米独立系金融アドバイザー大手LPLファイナンシャルのチーフエコノミスト、ジェフ・ローチ氏は、労働市場のさらなる悪化がFRBをよりハト派的な方向へ引き寄せ、4月28～29日の連邦公開市場委員会（FOMC）での利下げ決定につながる可能性があると指摘する。4月のFOMCは、パウエルFRB議長が5月中旬の任期満了前に議長として臨む最後の会合となる。

米大手銀行ウェルズ・ファーゴのチーフエコノミスト、トム・ポーセリ氏は、「エネルギー価格がこれ以上悪化せず、さらに弱い雇用統計が出れば、パウエル議長が退任する前にFRBが利下げに踏み切る可能性は排除できない」と語る。

労働市場の失速

米労働省労働統計局（BLS）の最新雇用統計によると、2月の雇用減少の一部は、悪天候、集計方法の改定、そして約3万1000人が統計から外れることになった医療従事者の1カ月におよぶストライキが要因だった。こうした一時要因は、今後は続かないとみられている。しかし、2月の雇用減と12月・1月分の雇用者数が計6万5000人下方修正されたことにより、ここ数カ月、医療・社会福祉分野以外ではほとんどの業種で採用が低迷していることが裏付けられた。2月の民間部門の雇用者数は8万6000人減少し、2年以上ぶり最大の月次減少幅を記録した。

KPMGのチーフエコノミスト、ダイアン・スウォンク氏は「労働市場はここ1年で一本脚の椅子のようになり、それだけショックに弱い状態にある。二つの州でのストライキがその最後の足を折り得るとは、何とも嘆かわしい状況だ」と述べている。ポーセリ氏は、雇用増加の裾野の広さと深みが「極めて力強さを欠く」と指摘したうえで、2月の雇用統計はここ数カ月の労働市場の基調的な軟調さをおおむね反映していると語る。

インフレ圧力と消費リスク

EYの戦略コンサル部門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、就労可能な労働者の供給が少ないことで、需要が冷え込む中でも賃金上昇圧力が高止まりするリスクが高まると指摘する。FRBが重視するインフレ指標である個人消費支出（PCE）物価指数は12月に前年比2.9%を記録し、コアPCEインフレ率は3.0%だった。1月のデータは3月13日に発表予定で、エコノミストは前年比の伸び率が横ばいで推移すると予想している。

原油高は総合インフレ率を悪化させる可能性がある。国際的な原油価格の指標である北海ブレント原油は6日の取引で1バレル=90ドルを上回った。米大手生命保険会社ノースウエスタン・ミューチュアルの株式ポートフォリオ責任者、マット・スタッキー氏は、労働市場の低迷が続くインフレが加速する中で、完全雇用と物価安定というFRBの二大責務（デュアルマנדート）の両面が「政策当局の目標から遠ざかりつつある」と指摘する。

高騰する原油価格はインフレリスクにとどまらず、ここ数四半期の実質GDP成長率の最大かつ最も一貫したけん引役の一つとなってきた個人消費をさらに冷え込ませる可能性もある。1月には消費の減少が深まり、最新の小売統計では小売売上高が前月比0.2%減の7335億ドルとなったことが明らかになった。エコノミストらは、税還付の増加が上半期の消費の押し上げに寄与することを期待しており、ポーセリ氏の試算では最大0.2~0.3ポイントの押し上げが見込まれる。しかし、戦争が続く中でエネルギー価格が上昇し続ければ、「財政面の追い風のほとんどが相殺されてしまう」とポーセリ氏は語る。

ポーセリ氏は、今回の雇用統計はエコノミスト、投資家、政策当局者に警戒を促す内容だと指摘する。経済環境は不安定さを増しており、いかなる対応策も選択肢から外すべきではない。

By Megan Leonhardt
(Source: Dow Jones)

9. 株式市場は1970年代の経済を混乱させたスタグフレーションを懸念 The Stock Market's New Fear Is an 11-Letter Word That Crushed the Economy in '70s 原油価格の高騰と雇用統計でスタグフレーションに現実味

[米国株式市場]

スタグフレーション懸念



Michael M. Santiago/Getty Images

迷信とは面白いものだ。俳優は劇場で「マクベス」と口にせず、野球選手はノーヒットノーランを継続中の投手には話しかけず、ホワイトハウスのスタッフは景気が悪化した時に「リセッション（景気後退）」と言わない。そして誰も「スタグフレーション」という言葉を口にしようとはしない。この言葉は先週、四つの要因で勢いを増した。

スタグフレーションとは、経済成長の停滞と物価上昇が同時に起こる状態を指す。1970年代に経済を悩ませたのと同じタイプのスタグフレーション

は誰も予測していないものの、問題の兆候はやはり存在する。

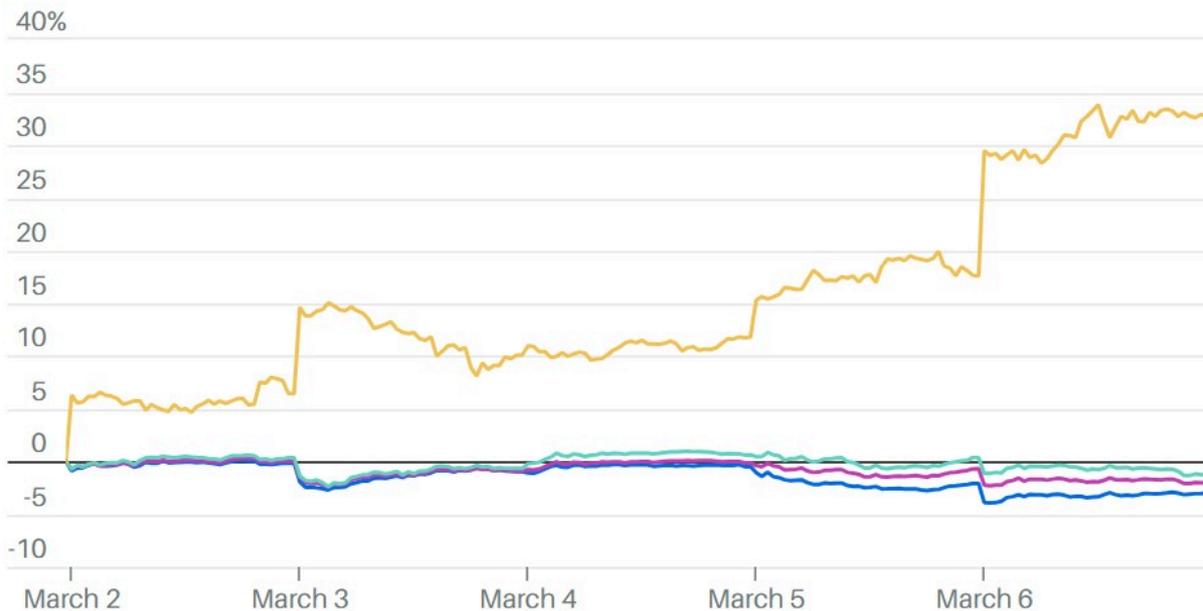
労働統計局が発表した2月の雇用統計は期待外れで、スタグフレーションの「景気停滞」部分の兆候となった。非農業部門就業者数は9万2000人減少し、失業率は4.4%に上昇した。さらに深刻なのは昨年4月の「解放の日」以降、新規雇用が全く増加していない点だ。

石油価格が「インフレ」の部分の懸念を引き起こしている。世界的な指標であるブレント原油は、湾岸地域での軍事活動が拡大し、ホルムズ海峡の船舶の通行が停滞したため、6日に2024年4月以降で初めて1バレル当たり90ドル超で取引された。クウェートが貯蔵スペースの不足のために生産を停止する可能性があるとしたことも、事態を悪化させる一因となった。しかしトランプ大統領は、ソーシャルメディアへの投稿でイランに「無条件」降伏を要求するなど、譲歩の気配を見せていない。

政策や市場に大きな影響

Market Data

United States Oil Fund Nasdaq Composite S&P 500 Dow industrials



Source: FactSet

シカゴ連銀のグールズビー総裁は6日のブルームバーグTVで、雇用統計は「厳しい結果」だったと述べ、原油価格の急騰がさらに大きな懸念材料になり得ると示唆した。またグールズビー氏は「供給側のショックを伴った原油価格の急騰がスタグフレーションにつながる可能性がある。金融政策の使命であるインフレ抑制の状況が悪化する中で雇用も悪化することは、常に中央銀行にとって最悪のシナリオだ」と指摘した。

ウォール街で最も強気なストラテジストでさえ懸念を強め始めている。ヤルデニ・リサーチの創業者兼社長であるエド・ヤルデニ氏は「戦争が長引くほど、原油価格ショックがスタグフレーションを引き起こす可能性が高まる。インフレ率上昇と失業率上昇の両方のリスクが高まる中、米連邦準備制度理事会（FRB）は手足を縛られた状態になるだろう」と述べた。

原油価格の上昇と雇用市場の弱さが相まって株式市場と債券市場にとって打撃となり、シカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティ指数（VIX指数）はほぼ1年ぶりの高水準に上昇した。主要株価指数を見ると、S&P500指数は2.0%下落して6740.02と、昨年12月中旬以来の安値圏となった。ナスダック総合指数は1.2%安の2万2387.68で終了し、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は3.0%急落し4万7501ドル55セントで引けた。小型株のラッセル2000指数は4.1%安の2525.30で週末を迎えた。

そして、トランプ政権は景気に対する見解を変えていない。国家経済会議（NEC）のハセット委員長は6日CNBCに対して、依然として年間のGDP成長率は4%前後になるとみていると語った。ウォール街の現時点でのコンセンサスは2.2%に近い。

好材料が期待できない一方、悪材料は続く見通し

しかし、雇用が生まれない労働市場とエネルギー価格ショックの長期化が重なれば、いずれの予測も楽観的過ぎる可能性がある。さらにトランプ政権の他の政策目標が問題を悪化させる恐れがある。トレードステーションのグローバル市場戦略責任者、デービッド・ラッセル氏は「エネルギー価格が急騰する中で貿易の不確実性と人口増加の停滞が重なると、経済は弱体化の方向に向かう」と指摘した。

市場の軌道修正は容易ではない。決算発表シーズンが事実上終了したため、ファンダメンタルズ面からの追い風はほとんど見込めない。FRBは2週間後に会合を開くが、利下げは予想されておらず、インフレ懸念を考慮すれば、仮に利下げがあっても市場が落ち着くかどうかは不透明だ。半導体大手エヌビディア<NVDA>は2週間後にサンノゼでグローバルAIイベントを開催するが、市場にプラスの影響を与えるには非常に有力な材料が必要だろう。

一方、悪材料は今後も続く見込みだ。市場はすでに相当な悪材料を織り込んできたが、まだ白旗を挙げたわけではない。だがスタグフレーションこそが、とどめの一撃となる可能性がある。

By By Martin Baccardax
(Source: Dow Jones)

10. AI相場の筋書きを逆転、地味な優良株ファンドが勝利へ

[経済関連スケジュール]

A Winning Blue-Chip Fund Flips the Script on the AI Trade

AIトレードが後退、好調なシュワブETFは「現場系銘柄」回帰を反映

ロッキード・マーチンなど「地味で真面目な」銘柄が貢献

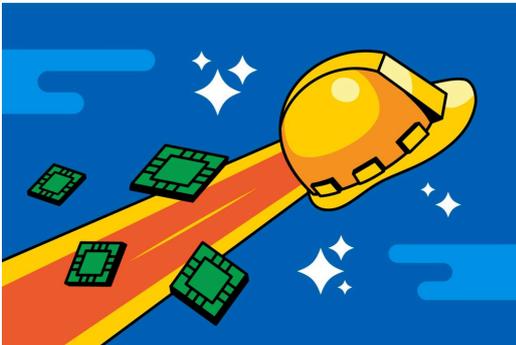


Illustration by Elias Stein

880億ドル規模の大型ETF（上場投資信託）であるシュワブ米国配当株ETF<SCHD>を保有する投資家は、月へ向かうロケットのような爆発的な上昇はおそらく期待していないだろう。だが今年に限っては、まさにその急騰を手に行っている。

このインデックスファンドは「分散投資の核となる、シンプルで低コスト」を売り文句としながらも、2026年の年初来で16%超のトータルリターンを達成した。一方、中東情勢を巡る不確実性や人工知能（AI）を巡る投資家の新たな

疑念を背景に、S&P500指数の上昇率は同期間わずか0.7%にとどまった。

このETFのパフォーマンスはどれほど優れているのか。モーニングスター<MORN>のデータベースによると、3600超ある大型株ファンドおよびETFの中で第4位に入った。過去3年間と比べると大きな改善である。過去3年間の年平均トータルリターンは12.6%と、まずまずの上昇ではあったが、AI関連銘柄の恩恵を受けたS&P500指数の年率21%リターンには遠く及ばなかった。

現在の好調の背景には、投資家がシリコンバレーへの熱狂から離れ、「安全（ハードハット）」セクターに再び関心を寄せていることがある。同ETFが保有する上位4銘柄は、防衛大手ロッキード・マーチン

ン<LMT>、石油・ガス大手コノコフィリップス<COP>、通信大手ベライゾン・コミュニケーションズ<VZ>、石油大手シェブロン<CVX>で、いずれも2025年に20%超のリターンを記録した。

もっとも、シュワブ米国配当株ETFがこの猛烈なパフォーマンスを維持できるかは、まだ分からない。このペースが続けば、年間トータルリターンは140%超で年末を迎える計算になる。

The AI Trade Fades

The Schwab ETF's outperformance this year reflects renewed interest in "hard hat" stocks.



Source: FactSet

Hip to Be Square

Name / Ticker	Dividend Yield
Lockheed Martin / LMT	2.10%
ConocoPhillips / COP	2.8
Verizon Communications / VZ	5.6
Chevron / CVX	3.8
Bristol Myers Squibb / BMY	4.1
Altria Group / MO	6.2
Merck / MRK	2.8
Coca-Cola / KO	2.7
Pepsico / PEP	3.5
Texas Instruments / TXN	2.8

Schwab US Dividend Equity's top 10 holdings are all blue chips with solid yields.

Source: FactSet

先週の出来事

市場動向

2月28日に始まった米国とイスラエルによるイラン攻撃は、事態がさらに拡大することへの懸念を投資家に抱かせている。6日は、クウェートの一部減産の報を受け原油価格は1バレル=90ドルの心理的節目に到達し約2年ぶりの高水準となったほか、労働省労働統計局（BLS）が発表した2月の雇用統計は、エコノミストの予想を大きく下回った。株式市場ではスタグフレーション（不況下での物価高）の兆しが意識され、株価は急落した。これに先立ち、ホワイトハウスは連邦準備制度理事会（FRB）の次期議長にケビン・ウォーシュ元理事を正式に指名した。連邦判事は4日、トランプ政権に対し、連邦最高裁が先月「違法」と判断した関税で徴収した1300億ドル超の還付を命じた。トランプ大統領は国土安全保障省（DHS）のクリスティー・ノーム長官を解任した。波乱の在任期間の末だった。この結果、週間ベースでは、ダウ工業株30種平均（NYダウ）は前週末比3.0%下落、S&P500指数は2.0%下落、ナスダック総合指数も1.2%下落した。

企業動向

IT大手アップル<AAPL>は、同社で最も低価格のノートパソコン「MacBook Neo」を発表した。価格は599ドルから。半導体大手ブロードコム<AVGO>は第1四半期決算が市場予想を上回った。人工知能（AI）向けハードウェアへの需要が強かったためだ。投資会社バークシャー・ハサウェイ<BRK.B>の新CEO、グレッグ・アベル氏は、約2年ぶりに自社株買いを再開する方針を示した。前CEOのウォーレン・バフェット氏の方針からの転換となる。

M&A（合併・買収）など

ドイツ出版大手アクセル・シュプリンガーは、英紙デーリー・テレグラフを約7億7000万ドルで買収する。ハイテク専門メディア「ジ・インフォメーション」によると、デジタル広告会社トレードデスク<TTD>は広告販売でオープンAIとの提携を検討している。

今週の予定

3月10日（火）

ソフトウェア大手オラクル<ORCL>が、今週の決算発表の目玉だ。ファクトセットの調査によると、アナリストはクラウドサービスを手掛けるオラクルが、2月期（12～2月）に売上高169億2000万ドル、調整後1株当たり利益（EPS）は1.70ドルになると予想している。クラウド事業の売上高は、前四半期（9～11月）の79億8000万ドルから87億7000万ドルに増加すると見込まれている。ウォール街はデータセンター建設に関連するコストにも注目している。

3月11日（水）

今週は二つのインフレ指標が相次いで発表される。11日には、労働省労働統計局（BLS）が2月の消費者物価指数（CPI）を発表する。市場予想では、CPIが前年同月比2.5%上昇。変動の大きい食品とエネルギーを除くコアCPIが1.4%上昇の見込みで、両指数とも前月比0.3%上昇とみられている。続いて13日には、商務省経済分析局（BEA）が1月の個人消費支出（PCE）物価指数を発表する。市場予想は前年同月比2.9%上昇で、12月と同じ伸び率。変動の大きい食品とエネルギーを除くコアPCEは前年同月比3%で横ばいの見通し。

3月13日（金）

BLSが1月の雇用動態調査（JOLTS）を発表するほか、ミシガン大学が3月の消費者信頼感指数を公表する。

統計と数字

67%：欧州の天然ガス価格の週間上昇率。イラン攻撃が世界の液化天然ガス（LNG）供給網を混乱させ、価格は1メガワット時当たり53.39ユーロまで上昇した。

4億1500万バレル：米国の戦略石油備蓄（SPR）の現在量。最大容量は7億1400万バレル。補充コストは200億ドル超と見積もられている。

1億7000万ドル：インターネット交流サイト（SNS）大手メタ（旧フェイスブック）<META>のザッカーバーグCEOが、マイアミに建設中の邸宅に支払った金額で、地域の最高額。

2万8000人：ストライキの影響で2月に減少した米国の医療関連職数。これまでヘルスケアセクターは毎月平均3万6000人の増加を続けていた。

By Ian Salisbury
(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』 2026/03/08

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

（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